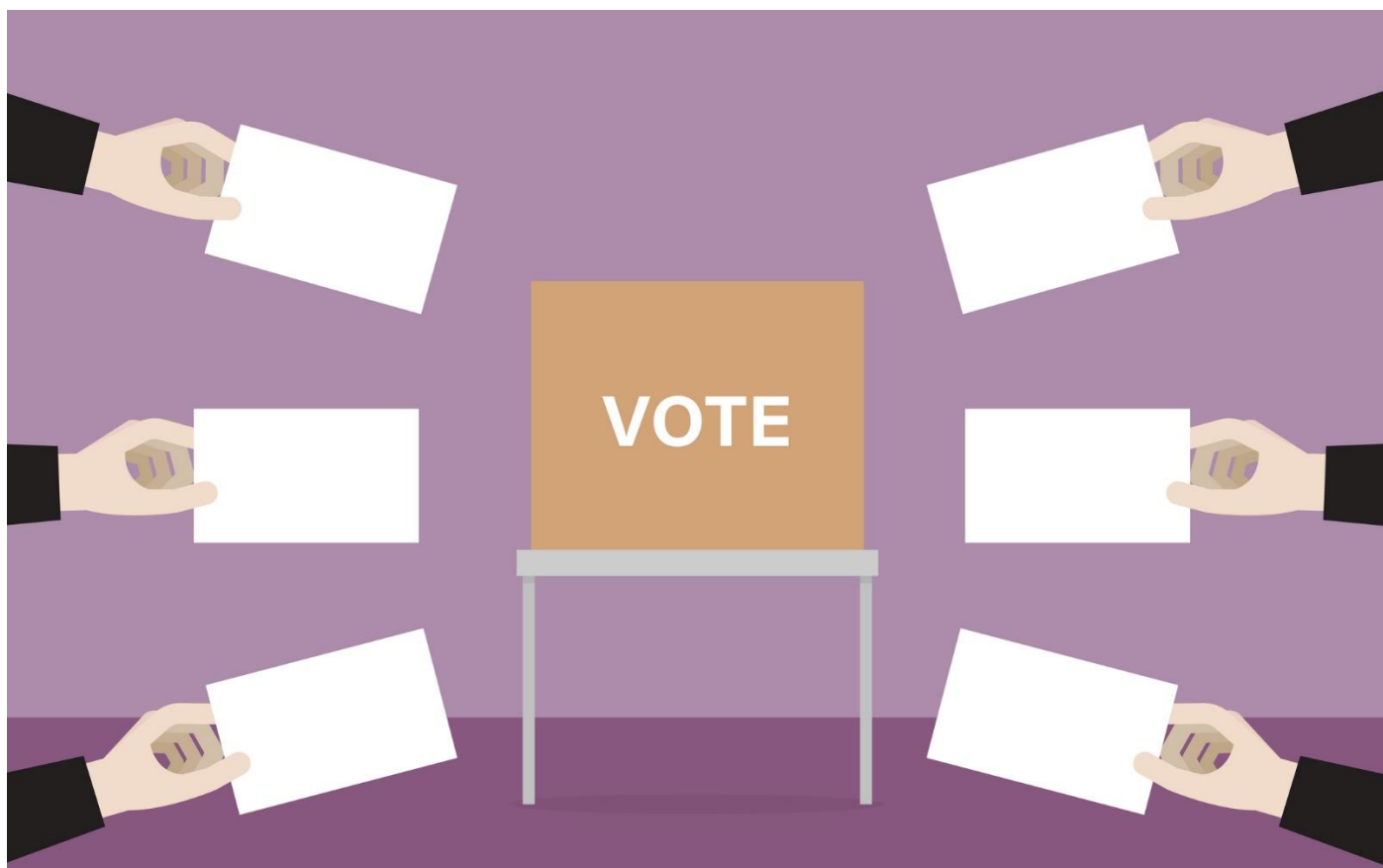


ESG Insight

K-행동주의, 행동주의 펀드의 주주제안이 주목되는 이유



증가하는 글로벌 행동주의 캠페인 속 ESG 행동주의 캠페인의 존재감

2023년 ESG 행동주의 캠페인, ESG 관련 주주제안 안건보다 이사회 교체 증가 예상

2022년 하반기부터 증가하는 K-행동주의, 감사위원 선임 및 주주환원에 집중

금년 행동주의 펀드의 주주제안이 주목되는 이유



더 많은 리포트 보기

ESG Insight

K-행동주의, 행동주의 펀드의 주주제안이 주목되는 이유

ESG

2023년 2월 16일

증가하는 글로벌 행동주의 캠페인 속 ESG 행동주의 캠페인의 존재감

기업의 적극적인 주주가치 제고에 개입하는 글로벌 행동주의 캠페인이 전년 대비 36% 증가했다. 재무적 성과에만 초점을 둔 전통적인 행동주의 캠페인 증가의 영향도 있지만 기업이 직면한 환경 및 사회 이슈들을 개선하면서 주주가치 제고를 추진하는 ESG 행동주의 캠페인이 전년 대비 93% 증가한 영향이다. ESG 행동주의 캠페인이 중장기적으로 기업가치 상승에 긍정적인 영향을 미친다는 점이 확인되면서 다수 투자자들이 동참하고 있다.



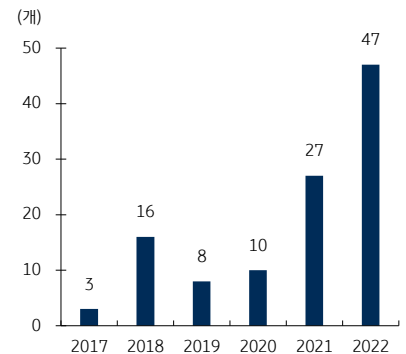
더 많은 리포트 보기

2023년 ESG 행동주의 캠페인, ESG 관련 주주제안 안건보다 이사회 교체 증가 예상

최근 ESG 주주행동주의 캠페인은 비공식 대화, 주주제안과 같은 가벼운 접근 방식보다 인수합병(M&A), 운영 전략변화(자본 배분, 넷제로 목표 및 계획 수립 등), 이사진 교체 등 공격적인 캠페인으로 변화 중이다. 특히 미국에서는 금년부터 이사 선임 시 Universal Proxy Card 규칙* 시행이 본격화되면서 ESG 행동주의 캠페인이 더욱 활발해질 것으로 예상된다. Universal Proxy Card 규칙이 시행되면서 구속력 없는 주주제안을 요구하는 것보다 ESG 이슈를 직접 개선할 수 있는 이사를 선임하는 것이 용이해졌기 때문이다.

* Universal Proxy Card 규칙: SEC가 2022년 9월 개정된 데 따르면, 이사 선임 시 기존까지는 경영진이 제시한 이사진, 주주가 제안한 이사진 중 채택하는 구조였으나, 전체 이사 후보 군에서 개별 후보자를 고를 수 있게끔 의결권 행사 방식 변화

국내 주주행동주의 대상 기업 수



자료: Insightia (2022), KB증권

2022년 하반기부터 증가하고 있는 K-행동주의, 감사위원 선임 및 주주환원에 집중

국내에서도 행동주의 캠페인이 급격하게 증가(2020년 10개 → 2022년 47개)하고 있다. 국내 행동주의 캠페인은 1) 주주가치 훼손을 방지하기 위한 이사진 교체(감사 또는 감사위원 선임)와 2) 주주가치 제고를 위한 주주환원(배당, 자사주 매입/소각) 정책 확대를 중심으로 추진되고 있다. 2020년 12월 개정된 '감사위원 분리선출'과 '최대주주의 의결권 3% 제한' 규정으로 인해 행동주의 펀드가 추천한 감사·감사위원 후보가 선임될 가능성이 높아졌으며, 배당 및 자사주 매입/소각 등의 주주환원 정책에 대한 요구가 늘어났기 때문이다.

금년 행동주의 펀드의 주주제안이 주목되는 이유

행동주의 펀드의 캠페인 증가는 투자대상 기업의 주가 상승과 한국증시 재평가에 긍정적으로 작용할 것이 기대된다. 정기주주총회를 앞두고 행동주의 캠페인이 시작되면서 대상 기업들의 지배구조 개선 및 주주환원 확대 기대감으로 연결되면서 기업들의 주가는 WMI500 대비 14.3%p 상회하였다. 2022년 일부 행동주의 펀드들이 만든 실질적 변화가 행동주의 펀드의 활동을 활발하게 만드는 이유다. 국민연금도 국내 주식 위탁운용사를 대상으로 올해 주주총회에서 인수·합병(M&A), 인적분할 이슈 등 기업가치에 큰 변화를 주는 이슈들을 중심으로 적극적인 의결권 행사를 당부하고, 중점관리사안에 E, S의 핵심 요소인 기후변화, 산업재해 관련 중점관리사안을 공식 포함하면서 ESG 관련 주주활동도 강화하고 있어 행동주의 펀드 활성화에 적합한 환경이 마련되고 있다.

행동주의 대상 기업 주가 수익률



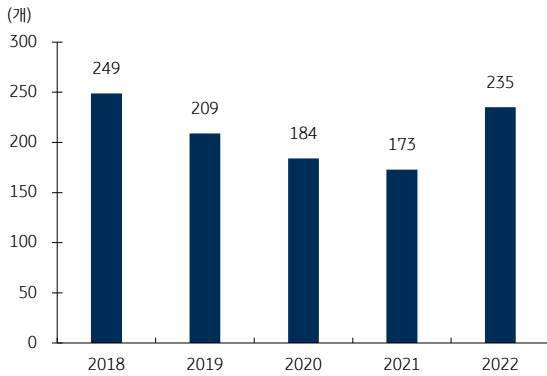
자료: Quantwise, KB증권

Contents

I. Focus Charts	4
II. 글로벌 행동주의 캠페인 증가	6
III. ESG 행동주의 캠페인의 영향	8
주주제안보다 이사회 교체를 노리는 ESG 행동주의 캠페인	10
Universal Proxy Rule 적용으로 이사진 교체 증가 예상	12
IV. 감사위원 선임 및 주주환원에 집중된 K-행동주의	15
1) 이사진 교체 - 주주 추천 감사 위원 선임	16
2) 주주환원 - 배당 및 자사주 매입/소각	17
V. 금년 행동주의 펀드의 주주제안이 주목되는 이유	19
주주제안 안건에 대해 표대결이 예상되는 기업	20
주주제안이 일부 반영된 기업	21
경영권 변화가 예상되는 기업	22
VI. 국내에서도 진행될 환경 (E), 사회 (S) 중심 행동주의	23
Appendix	26

I. Focus Charts

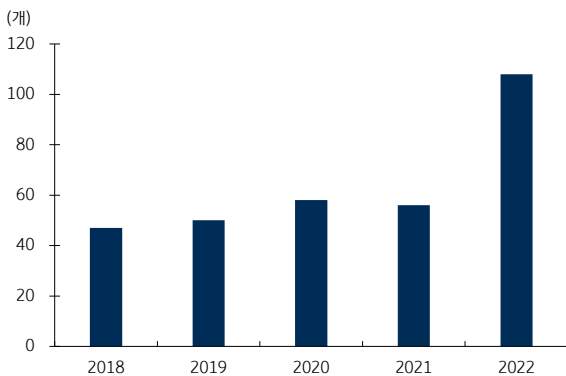
연간 글로벌 행동주의 캠페인



자료: Lazard, KB증권

- 2022년 글로벌 행동주의 캠페인이 전년 대비 36% 증가하면서 유럽, 미국 기업의 이사회에 대한 영향력 행사
 - 미국 기업 대상 행동주의 캠페인은 총 135개로 전년 대비 41% 증가
 - 유럽 기업 대상 행동주의 캠페인은 60개로 전년 대비 20% 증가
- 전통적인 행동주의 캠페인의 경우 이사회 교체, 사업전략 전환, 기업분할 등을 통한 재무적 성과 개선에 초점
 - 상반기: 주주총회 시즌에 맞춰 이사회 교체 중심
 - 하반기: M&A 및 사업전략 전환 중심

ESG 관련 행동주의 캠페인



자료: EY, KB증권

주: 회계연도 기준 (7월 1일~6월 30일)

- 2022년 ESG 행동주의 캠페인 전년 대비 93% 증가
 - ESG 행동주의는 전통적인 주주행동주의보다 넓은 범위의 기업 환경, 사회 이슈를 개선해 주주가치 향상하고자 하는 캠페인
- 글로벌 행동주의 캠페인은 기술 섹터 (21%)가 가장 많이 진행되었으며, 산업재 19%, 소비재 11%, 에너지 & 인프라 11%로 확대되고 있음
 - ESG 요소에 대한 관리가 중요한 산업재, 소비재 에너지 & 인프라에 행동주의 캠페인이 확대되는 것으로 분석

Universal Proxy Rule 시행 이후 위임장 대결 투표 카드 (예시)

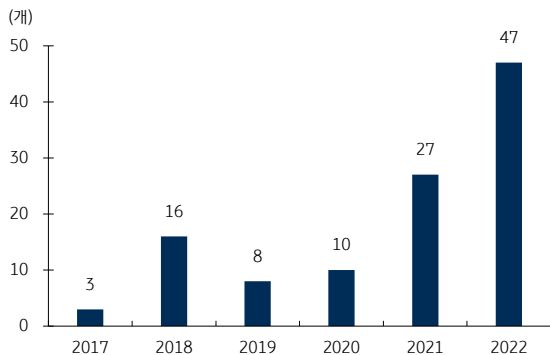
	With Universal Proxy				Total	Outcome
	Votes For All Management Nominees	Votes For Partial Management Slate	Votes for All Dissident Nominees	Votes For Partial Dissident Slate		
Management 1	30	5		25*	60	3 Mgmt. & 2 Dissident nominees elected
Management 2	30	5		25*	55	
Management 3	30				30	
Management 4	30				30	
Management 5	30				45	
Dissident 1		5*	40		70	
Dissident 2		5*	40	25	70	
Dissident 3		5*	40	25	70	
Total Shares Voted		100				

*Indicates those votes that are now allowed due to ability to choose from management and dissident nominees on a universal card

자료: MacKenzie Partners, KB증권

- ESG 행동주의는 주로 비공식 대화 및 주주제안 안건 제시 등 온건한 방식으로 기업 변화를 유도했으나, 최근 인수합병, 이사진 교체 등 비교적 공격적 수단으로 변화하고 있음
- 특히 행동주의가 가장 활발한 미국에서는 올해부터 Universal Proxy Rule이 시행되면서 ESG 행동주의 캠페인 증가 예상
 - 2022년 9월 1일부터 모든 주총에는 모든 후보를 포함한 한장의 카드 (Universal Proxy Card) 규칙이 시행되면서 기업 또는 주주 추천 후보들은 한장의 카드에서 다수결로 결정되는 구조
- 해당 규칙이 시행되면서 구속력 없는 주주제안을 요구하는 것보다 ESG 이슈를 직접 개선할 수 있는 이사를 선임하는 것이 용이해졌기 때문

국내 주주행동주의 대상 기업 수



자료: Insightia (2022), KB증권

- 국내 행동주의 캠페인 전년 대비 74% 증가
- 국내에서는 2가지 요소들을 중심으로 진행되고 있음
 - ① 이사진 교체 (감사 또는 감사위원 선임)
2020년 12월 개정된 '감사위원 분리선출'과 '최대주주의 의결권 3% 제한' 규정으로 인해 행동주의 펀드가 추천한 감사·감사위원 후보가 선임될 가능성 높아짐
 - ② 주주환원 (배당, 자사주 매입/소각)
배당 및 자사주 매입/소각 등의 주주환원 정책에 대한 요구가 늘어났기 때문

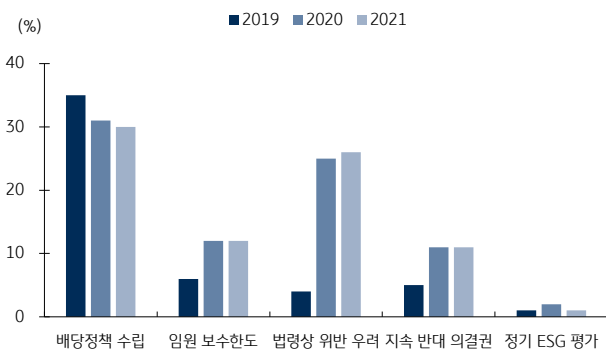
행동주의 대상 기업 주가 수익률



자료: Quantwise, KB증권

- 정기주주총회를 앞두고 행동주의 캠페인이 시작되며 대상 기업들의 지배구조 개선 및 주주환원 확대 기대감으로 연결되면서 기업들의 주가는 WMI500 대비 14.3%p 상회
- 2022년 일부 행동주의 펀드들이 만든 실질적 변화가 행동주의 펀드의 활동을 활발하게 만드는 이유
- 국민연금도 적극적인 의결권 행사 및 기후변화, 산업재해 관련 중점관리사안을 공식 포함하는 등 ESG 관련 주주활동을 강화하고 있어 행동주의 펀드 활성화에 적합한 환경이 마련되고 있음

중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 사안 관련 기업과의 대화 수행 내역



자료: 국민연금, KB증권

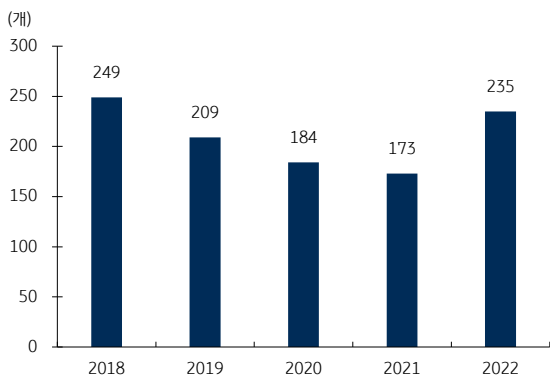
- 정기주주총회를 앞두고 행동주의 캠페인이 시작되며 대상 기업들의 지배구조 개선 및 주주환원 확대 기대감으로 연결되면서 기업들의 주가는 WMI500 대비 14.3%p 상회
- 2022년 일부 행동주의 펀드들이 만든 실질적 변화가 행동주의 펀드의 활동을 활발하게 만드는 이유
- 국민연금도 적극적인 의결권 행사 및 기후변화, 산업재해 관련 중점관리사안을 공식 포함하는 등 ESG 관련 주주활동을 강화하고 있어 행동주의 펀드 활성화에 적합한 환경이 마련되고 있음

II. 글로벌 행동주의 캠페인 증가

‘22년 글로벌 행동주의 캠페인 36% 증가

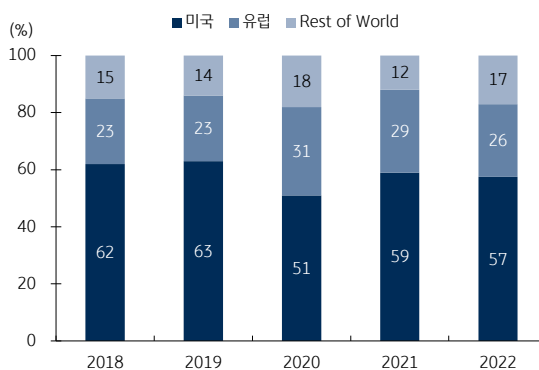
2022년 글로벌 행동주의 캠페인이 전년 대비 36% 증가하면서 유럽, 미국 기업의 이사회에 대한 영향력이 커지고 있다. 최근 경제침체 등 어려운 투자 환경이 지속됨에 따라 주주가치 제고를 요구하는 캠페인들이 늘어나고 있기 때문이다. 미국 기업을 대상으로 한 행동주의 캠페인은 총 135개로 전년 대비 41% 증가했으며, 유럽 역시 60개로 전년 대비 20% 증가했다.

그림 1. 연간 글로벌 행동주의 캠페인



자료: Lazard, KB증권

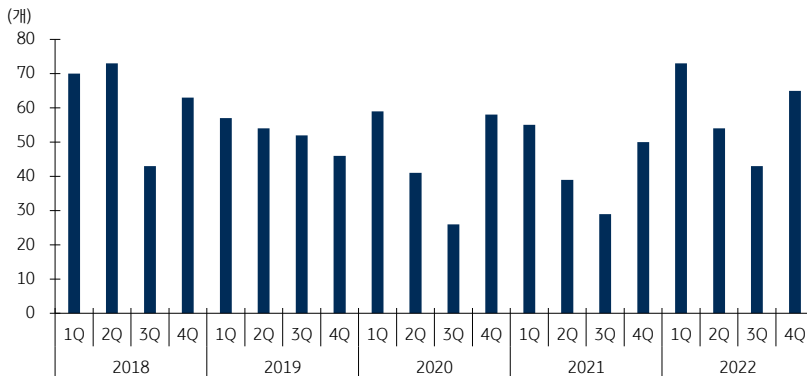
그림 2. 지역별 행동주의 캠페인 비중



자료: Lazard, KB증권

2022년 1Q, 4Q 행동주의 캠페인 수 지난 5년간 (2018~2022년) 최대치

그림 3. 분기별 행동주의 캠페인 수



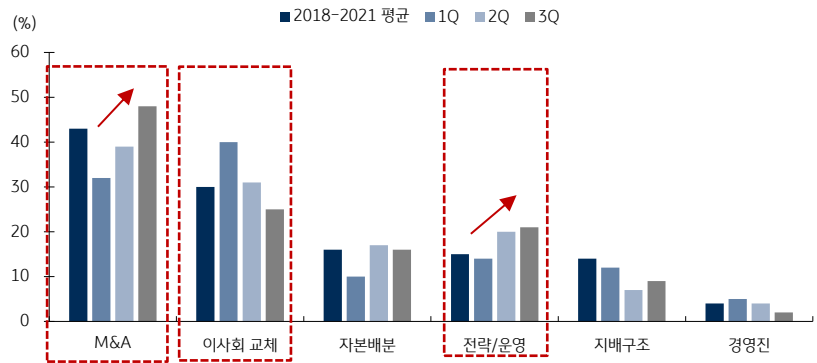
자료: Lazard, KB증권

**이사회 교체부터 인수합병 (M&A),
사업전략 전환까지 재무적 성과 개선에
초점을 둔 전통적인 행동주의 캠페인**

대부분의 행동주의 캠페인은 재무적 성과에 초점이 맞춰져 있다. 재무적 성과를 개선하기 위해 이사회 교체, 사업전략 전환부터 기업분할, 인수합병 (M&A)까지 캠페인의 수준이 확대되고 있다. 미국에서는 4월부터 6월까지 주주총회 시즌이 진행되기 때문에 이사회 교체를 추진하는 행동주의 캠페인은 주로 상반기에 진행되고, 하반기에는 M&A 및 사업전략 전환을 중심으로 진행되는 동향이다. 2022년 행동주의 캠페인 중 M&A 관련 캠페인이 41%를 차지했으며, 2022년 4분기에는 기업 분할을 요구하는 캠페인이 급격하게 증가했다.

상반기: 주주총회 시즌에 맞춰 이사회 교체 중심
하반기: M&A 및 사업전략 전환 중심

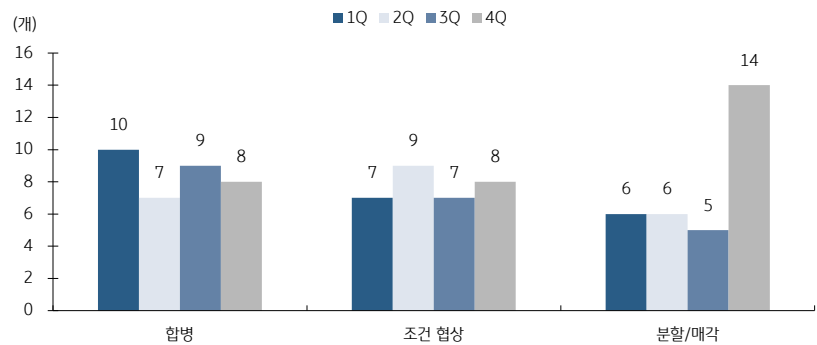
그림 4. 전략별 행동주의 캠페인



자료: Lazard, KB증권
주: 2022년 1Q, 2Q, 3Q 기준

2022년 4분기에는 기업 분할을 요구하는 캠페인
급격하게 증가

그림 5. M&A 관련 행동주의 캠페인



자료: Lazard, KB증권
주: 2022년 1Q, 2Q, 3Q, 4Q 기준

III. ESG 행동주의 캠페인의 영향

‘22년 ESG 행동주의 캠페인 전년 대비 93% 증가

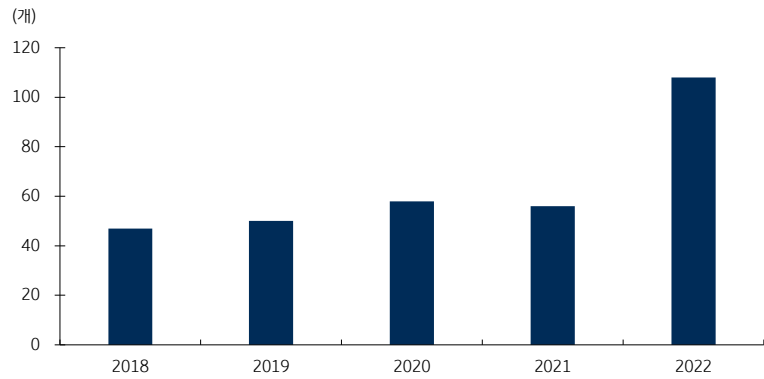
ESG 요소에 대한 관리가 중요한 산업재, 소비재, 에너지 & 인프라 확대되고 있는 것으로 분석

증가하는 주주행동주의 캠페인 속에서 기업의 ESG 개선을 목적으로 하는 ESG 행동주의 캠페인이 전년 대비 93% 증가하면서 빠른 성장세를 보이고 있다. ESG 행동주의는 전통적인 주주행동주의보다 넓은 범위인 기업의 환경, 사회 이슈를 개선해 주주가치를 향상하고자 하는 캠페인이다.

지난해 글로벌 행동주의 캠페인의 섹터별 비중은 기술 섹터 21%, 산업재 19%, 소비재 11%, 에너지 & 인프라 11%다. 전 세계적으로 ESG 행동주의 캠페인이 활성화되면서 ESG 요소에 대한 관리가 중요한 산업재, 소비재, 에너지 & 인프라에 행동주의 캠페인이 확대되고 있는 것으로 분석된다.

2022년 ESG 주주행동주의 캠페인이 2021년 대비 93% 증가

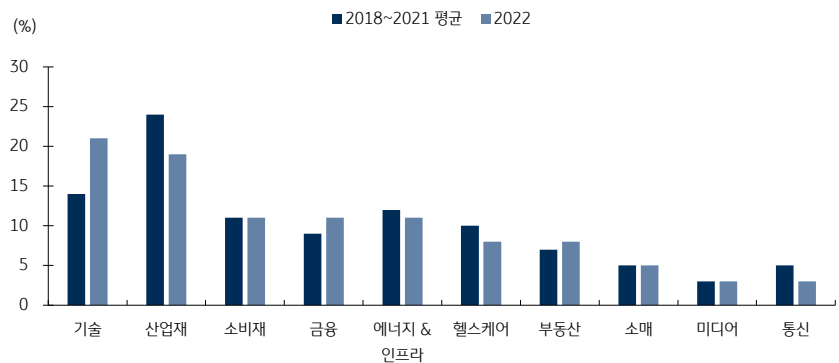
그림 6. ESG 관련 행동주의 캠페인



자료: EY, KB증권
주: 회계연도 기준 (7월 1일~6월 30일)

기술 섹터 21%, 산업재 19%, 소비재 11%, 에너지 & 인프라 11% 차지

그림 7. 글로벌 행동주의 대상 기업 섹터 비중



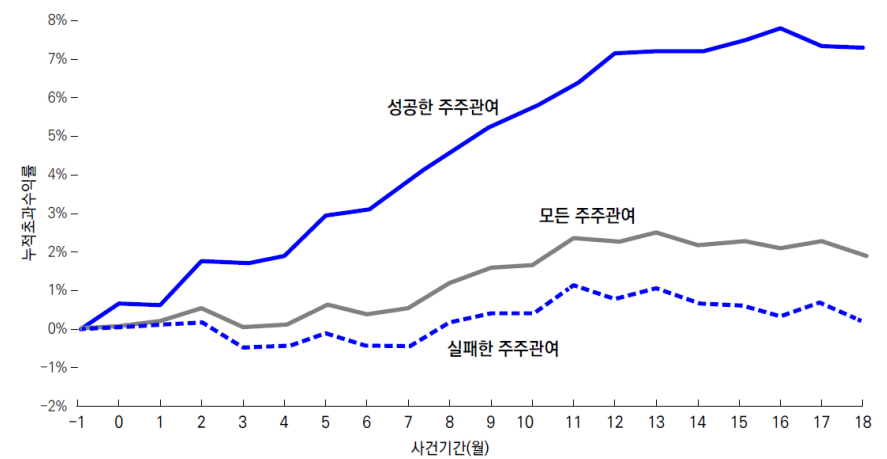
자료: Lazard, KB증권

**ESG 행동주의 캠페인의 급부상은
중장기적 관점에서 ESG 주주행동주의가
기업가치 상승에 긍정적인 영향 확인되고
있기 때문**

ESG 행동주의 캠페인의 급부상은 중장기적 관점에서 ESG 주주행동주의가 기업가치 상승에 긍정적인 영향으로 연결된다는 점 때문이다. Dimson, Karakas, and Li (2015)의 연구결과에 따르면, 성공적인 ESG 행동주의 캠페인 및 주주참여 시작 시점 이전 1개월부터 1년까지의 누적초과수익률은 +7.1%로 나타났다 (KCGS 2018.8.5). 또한 ESG 주주행동주의를 지배구조 (G)와 환경 (E), 사회 (S)로 나누어서 비교한 경우에도 1년 누적초과수익률은 각각 (E, S) +7.2%, (G) +7.1%로 나타났다. 따라서 지배구조 관련 행동주의 뿐만 아니라 환경, 사회 관련 개선을 위한 행동주의 활동도 기업가치 제고로 이어지는 것을 확인할 수 있다.

성공적인 ESG 행동주의 캠페인 및 주주참여 시작 시점
이전 1개월부터 1년까지의 누적초과수익률 +7.1%

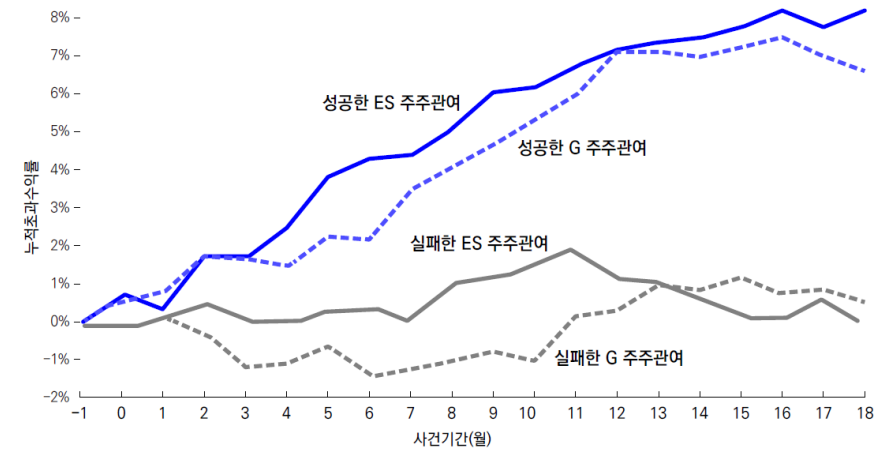
그림 8. 최초 ESG 주주참여 이후 누적초과수익률



자료: KCGS, KB증권

ESG 주주행동주의를 지배구조 (G)와 환경 (E), 사회 (S)로 나누어서 비교한 경우, 1년 누적초과수익률은 (E, S) +7.2%, (G) +7.1%

그림 9. 최초 ES 또는 G 주주참여 이후 누적초과수익률 (ES와 G샘플)



자료: KCGS, KB증권

주주제안보다 이사회 교체를 노리는 ESG 행동주의 캠페인

ESG 주주행동주의는 주로 비공식 대화 및 주주제안 안건 제시

최근 전 세계적으로 진행되는 ESG 행동주의 캠페인들은 운영 전략 변화 또는 이사회 구성원 추가 등 비교적 공격적인 캠페인을 중심으로 진행 중이다. 그 동안 ESG 주주행동주의는 주로 비공식 대화, 구속력 없는 주주제안 제시 등 온건한 방식으로 기업 변화를 유도했다.

최근 인수합병, 이사진 교체 등 비교적 공격적 수단으로 변화

그러나 최근 진행되는 ESG 행동주의 캠페인은 전통적인 주주행동주의와 비슷하게 인수합병, 운영전략 변화 (자본 배분, 넷제로 목표 및 계획 수립), 이사진 교체 등 비교적 공격적 수단을 통해 목표 달성을 추진하고 있다.

2021년 엔진넘버원 (Engine No. 1) 엑슨모빌 이사회에서 3석 확보가 대표 사례

가장 대표적인 사례는 2021년 엔진넘버원 (Engine No. 1)이 엑슨모빌 주총에서 더욱 적극적인 에너지 전환 계획을 요구하며 이사회에서 3석을 확보한 사례이다. 엑슨모빌 지분을 0.02% 보유한 엔진넘버원은 엑슨모빌이 탄소중립 시대에 대응하기 위해 투자를 다변화 해야 한다고 주장하면서 이사 후보 3명을 추천했다. 블랙록 및 미국 대형 연기금들이 엔진넘버원을 지지하면서 표 대결에서 패배한 바 있다.

지난해 선코 에너지 (Suncor Energy), 중대재해 및 재무적 성과 부진으로 행동주의 펀드 추천 이사진 3명 추가 선임

2022년에는 칼 아이칸의 맥도날드 (McDonald's), 크로거 (Kroger)의 동물 복지 관련 행동주의 캠페인, 글렌코어 (Glencore)의 석탄 사업 분할 등 다양한 ESG 행동주의 캠페인이 진행되었다. 2022년 주요 ESG 행동주의 캠페인 중 이사회 구성원 추가로 이어진 사례는 엘리엇 매니지먼트가 진행한 캐나다의 선코 에너지 (Suncor Energy)의 중대재해 관련 캠페인이다. 선코 에너지의 경우 지난해 근로자 사망사건이 지속적으로 발생함에 따라 엘리엇 매니지먼트는 신규 이사진 영입 및 주유소 사업 매각을 추진했다. 그 결과, 엘리엇 매니지먼트가 추천한 3명의 이사진이 추가로 선임되었고 중대재해를 감축을 위한 향후 3년간의 액션플랜을 공개했다. 캠페인 이후 선코의 주가수익률은 평균 8% 이상 상승했다.

표 1. 주주행동주의 스펙트럼

덜 공격적 <----->-----> 더 공격적				
전술	주주관여	주주제안	반대 투표 캠페인	위임장 대결
정의	회사에 대한 주주의 우려사항을 논의하기 위해 경영진(및/또는 이사회) 면담 요청	주주가 주주총회 안건을 직접 제안*	주주들에게 현 이사회 구성원에 반대하는 투표를 하도록 설득하거나 경영진 보상에 대한 지지를 보류하도록 하는 캠페인	회사 이사회의 일부 또는 전부를 주주행동주의자가 지명한 이사로 교체하려는 시도
주체	모두	개인 주주행동주의자, 특정 단체	기관투자자	헤지펀드

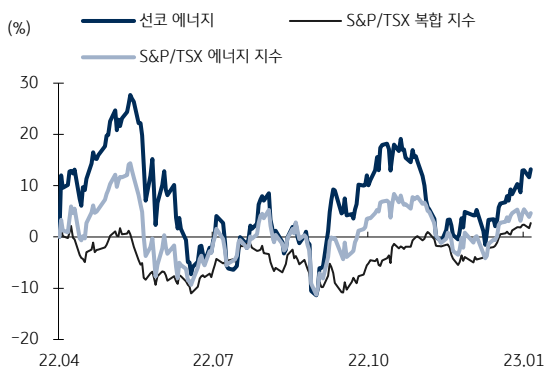
자료: PwC, KB증권

표 2. 2022년 주요 환경 (E), 사회 (S) 관련 행동주의

대상 기업	행동주의 운용사	내용
Suncor	Elliott Management	엘리엇 매니지먼트는 직원 안전과 저조한 재무 성과를 강조하는 행동주의 캠페인을 진행. 그 결과, 엘리엇 매니지먼트가 추천한 3 명의 이사진이 추가 선임 및 중대재해율 감축을 위한 향후 3 년간의 액션플랜 공개 등의 성과를 얻음.
McDonald's, Kroger	Carl Icahn	칼 아이칸은 맥도날드 (McDonald's), 크로거 (Kroger)의 동물 복지 관련 행동주의 캠페인 진행했으나 이사회 교체에 실패함. 다만 맥도날드에서는 자발적으로 2 명의 이사를 교체를 진행했음. 맥도날드 패배 이후 크로거에서의 이사 추천 주주제안을 철회했음.
Griffon	Voss Capital	보스 캐피탈은 기업의 다양성, 형평성 관련 이슈 개선을 요구하면서 1 명의 이사 교체에 성공.
Huntsman	Starboard Value	헤지펀드 스타보드는 텍사스의 화학회사 헌츠맨(Huntsman Corporation)의 기후변화 대응 및 온실가스 배출량 공시 관련 개선을 요구하면서 이사진 진출에 시도하였으나, 이사회 진출에 최종 실패.
Glencore	Bluebell Partners	블루벨 파트너스는 글로벌 광산업체인 글렌코어가 석탄 생산 감축 목표가 이행되지 않는 것을 파악하고, 석탄 사업 분할 요구했으나 표 대결에서 최종 실패.

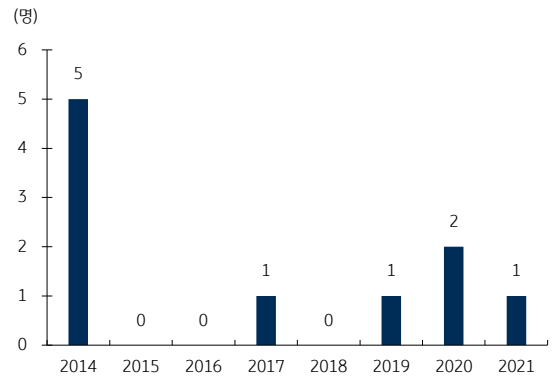
자료: Insightia (2022), KB증권

그림 10. 선코 행동주의 캠페인 이후 주가 수익률



자료: Bloomberg, KB증권

그림 11. 선코 인명사고 추이



자료: Bloomberg, KB증권

Universal Proxy Rule 적용으로 이사진 교체 증가 예상

미국은 Universal Proxy Rule 시행으로 ESG 행동주의 캠페인 증가 예상

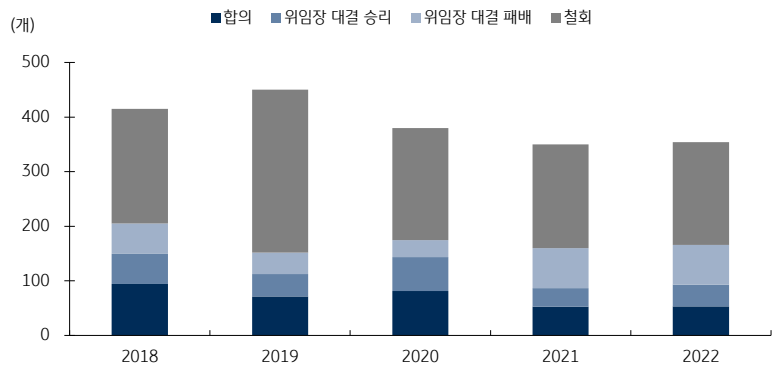
행동주의가 가장 활발한 미국에서는 올해부터 Universal Proxy Rule이 적용되면서 이사진 교체를 목표로 한 ESG 행동주의가 더욱 더 활발해질 것으로 예상된다. 주총 투표에 있어 1) 구속력 없는 주주제안보다 ESG 이슈를 개선할 이사진에 찬반을 표현할 수 있게 되고, 2) 의결권 자문기관의 이사회 기후변화 대응 및 다양성 규정이 강화되면서 찬성률이 높아질 것으로 예상되기 때문이다.

기존 이사진 교체 등 위임장 대결이 진행되었을 경우 기업 또는 주주 추천 후보 카드 중 하나 선택 (Management vs. Dissident)

기존 이사진 교체 등 위임장 대결이 진행되었을 경우 기업 추천 후보 카드 (Management Card) 또는 주주 추천 후보 카드 (Dissident Card) 둘 중에 하나에만 투표해야만 한다. 따라서 추천 후보에 대한 찬반 여부보다 어떤 카드 (Management vs. Dissident)에 투표하는지가 가장 중요했다. 따라서 보통 주주가 추천하는 이사들로 전반적인 이사회 교체가 일어나기 전에 기업과 행동주의 펀드와의 합의를 통해 1~2명 정도의 이사진 도입 또는 운영 전략 개선을 약속하는 방식으로 진행되었다.

대부분 위임장 대결에서 성공해 변화를 이끌어내기보다 기업과 행동주의 펀드와의 합의로 진행. 합의한 캠페인이 위임장 대결 성공보다 더 높은 편.

그림 12. 주주 추천 이사 관련 위임장 대결 성공률



자료: Bloomberg Intelligence, KB증권

기존 위임장 대결 투표 카드는 기업 추천 후보 카드 (Management Card) 또는 주주 추천 후보 카드 (Dissident Card) 둘 중에 하나에만 투표하는 구조

그림 13. 기존 위임장 대결 투표 카드 (예시)

Current System (Without Universal Proxy)						Outcome
Management Proxy		Dissident Proxy		Total		
Votes For All Management Nominees	Votes For Split/Partial Slate	Votes for All Dissident Nominees	Votes For Split/Partial Slate			
Management 1	30	5	No voting for management nominees permitted on dissident card	35	2 Mgmt. & 3 Dissident nominees elected	
Management 2	30	5		30		
Management 3	30			30		
Management 4	30			30		
Management 5	30			30		
Dissident 1	No voting available for dissident nominees permitted on management card		40	40		
Dissident 2			40	65		
Dissident 3			40	65		
Shares Voted on Management Card		35	Shares Voted on Dissident Card		65	

자료: MacKenzie Partners, KB증권

2022년 9월 1일부터 모든 주총에는 모든 후보를 포함한 한장의 카드 (Universal Proxy Card) 규칙 시행

행동주의 펀드들은 구속력이 없는 주주제안보다 이사진 교체 추진할 가능성 증가

2022년 9월 1일부터 모든 주총에는 모든 후보를 포함한 한장의 카드 (Universal Proxy Card) 규칙이 시행되면서 기업 또는 주주 추천 후보들은 한장의 카드에서 다수결로 결정되는 구조.

2022년 9월 1일부터 모든 주총에는 모든 후보를 포함한 한 장의 카드 (Universal Proxy Card) 규칙이 시행된다. 주주 추천 후보와 기업 추천 후보가 같이 포함되게 되면 기업 또는 주주 추천 여부가 아닌 개별 후보의 장점이 강조되고 주주들은 각각의 추천 후보에 대한 찬반을 표현할 수 있게 된다.

1) 그 동안 ESG 이슈에 대한 요구사항들은 구속력이 없는 주주제안으로 진행되었다. 그러나 해당 규칙이 시행되면서 행동주의 펀드들은 이사진 교체를 통해 기업 내 영향력을 행사할 수 있게 된다. 따라서 2023년 주총에서는 주주제안보다 위임장 대결을 통한 이사진 교체 시도가 증가할 것이 예상된다. 기존 위임장 투표 과정에서는 추천 후보 2명 이상으로 구성된 추천 주주 후보 카드 전체를 찬성해야 할 부담이 있었다면, 해당 규칙으로 인해 개별 후보 역량이 더욱 중요해지고 주주 추천 이사들의 장점이 강조될 가능성이 높아졌기 때문이다.

그림 14. Universal Proxy Rule 시행 이후 위임장 대결 투표 카드 (예시)

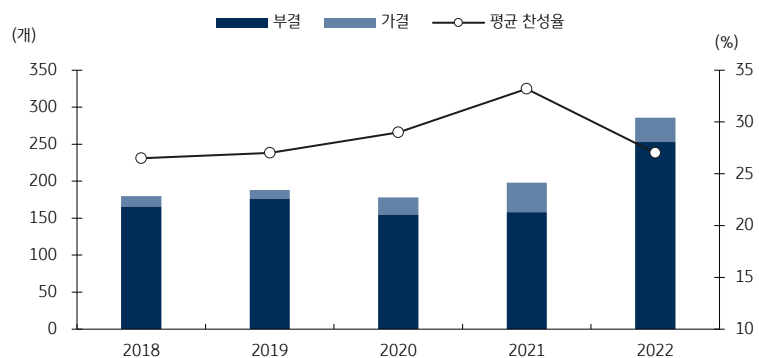
	With Universal Proxy				Total	Outcome
	Votes For All Management Nominees	Votes For Partial Management Slate	Votes for All Dissident Nominees	Votes For Partial Dissident Slate		
Management 1	30	5		25*	60	3 Mgmt. & 2 Dissident nominees elected
Management 2	30	5		25*		
Management 3	30			25*		
Management 4	30					
Management 5	30					
Dissident 1		5*	40		30	
Dissident 2		5*	40	25	45	
Dissident 3		5*	40	25	70	
					70	
Total Shares Voted					100	

*Indicates those votes that are now allowed due to ability to choose from management and dissident nominees on a universal card

자료: MacKenzie Partners, KB증권

그림 15. 주주제안 찬성률 감소

최근 과도하게 규범적인 주주제안 인건이 증가하면서 2022년 찬성률 급감



자료: Bloomberg Intelligence, KB증권

의결권 자문사 (ISS/GL) 환경 및 사회 이슈에 대한 이사 선임 가이드라인 강화로 행동주의 펀드 추천 이사진 선임 가능성 증가

2) 해외 투자자들의 의결권 행사에 큰 영향을 미치는 세계 최대 의결권 자문기관 ISS, 글래스루이스 (Glass Lewis)도 기후변화 대응, 이사회 다양성을 강화하는 방향으로 의결권 행사 지침을 개정하면서 ESG 행동주의로 인한 주주 추천 이사들의 찬성률이 높아질 것으로 예상된다. ISS는 2022년부터 기후변화 관련 대응이 부족한 기업의 이사 재선임 건에 반대를 권고하는 등 이사회 선임 규정을 강화했으며, 글래스루이스도 올해부터 ISS와 유사한 수준의 이사의 재선임 반대 규정을 신설했다. 따라서 환경 및 사회 이슈에 소홀했던 기업 이사진의 경우 찬성률 감소가 예상되고, 행동주의 펀드 추천 이사진 선임 가능성이 증가할 것으로 예상된다. 또한 글래스루이스는 사외이사 겸임과 이사회 다양성에 대한 규정도 강화한 바 있다

표 3. ISS/글래스루이스 글로벌 벤치마크 의결권 가이드라인 개정 내용 정리

의결권 자문사	글로벌 벤치마크 가이드라인 개정 내용
ISS	<p>이사의 선임 기후 관련 이사회 책임: 온실가스 직접 배출량이 중요한 기업 (Climate Action 100+)의 경우, 기후변화와 관련된 기업의 위험 및 경제 전반의 위험을 이해하고 평가, 완화하는데 필요한 최소한의 조치를 취하지 않은 데에 책임이 있는 이사의 재선임에 반대할 것을 권고. 기후 변화 관련 위험을 이해하고 완화하는데 필요한 최소한의 조치는 회사의 정책과 일관되어야 하며, 다음과 같다.</p> <ul style="list-style-type: none"> • TCFD (Task Force on Climate Related Financial Disclosures) 프레임워크에 기반한 기후 관련 주요 내용 세부 공시: 기후변화 관련 이사회 거버넌스, 회사 전략, 위험 분석 및 관리, 측정 지표와 목표 • 적절한 온실가스 감축 목표 설정: 온실가스 감축 목표는 중기 목표 또는 2050 탄소중립 목표를 말하며, 운영상 배출량(Scope 1)과 전기 사용량(Scope 2) 감축 목표임. 감축 목표의 범위는 회사와 직접적으로 관계되는 온실가스 배출량을 대부분 다룰 수 있어야 함
글래스루이스 (Glass Lewis)	<p>이사의 선임 환경 및 사회 관련 이사회 감독 (개정): 환경 및 사회적 이슈를 감독하는 이사회의 역할에 대해 명시적으로 공개하지 않는 Russell 1000 내 기업의 거버넌스 위원회 위원장 재선임에 반대할 것을 권고 기후 관련 이사회 책임 (신설): 온실가스 배출량이 중요한 기업(Climatic Action 100+)임에도 불구하고 TCFD (Task Force on Climate Related Financial Disclosures) 프레임워크에 기반한 기후 관련 주요 내용을 공시하지 않거나 상당히 부족했을 경우 관련 책임이 있는 이사의 재선임에 반대할 것을 권고.</p>

자료: 각 사, 법무법인 세종, KB증권

IV. 감사위원 선임 및 주주환원에 집중한 K-행동주의

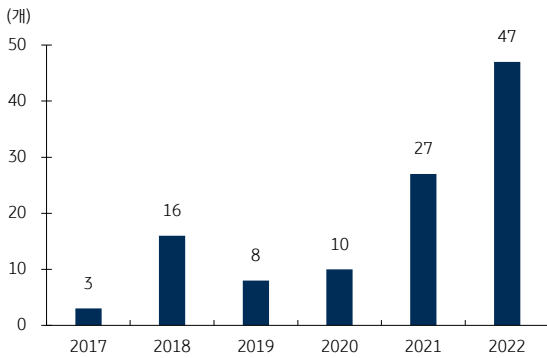
국내 행동주의 캠페인 전년 대비 74% 증가

국내에서도 2022년 하반기부터 행동주의 캠페인이 급격하게 증가하고 있다. 국내 주주 행동주의의 영향을 받은 기업 수는 2020년 10개 기업에서 2022년 47개 기업으로 큰 폭으로 증가했다. 행동주의가 활발한 미국, 일본에 비해 대상 기업 수는 적지만 최근 증가세가 가장 가파르다.

감사위원 선임 및 주주환원 정책 확대 중심으로 국내 캠페인 진행 중

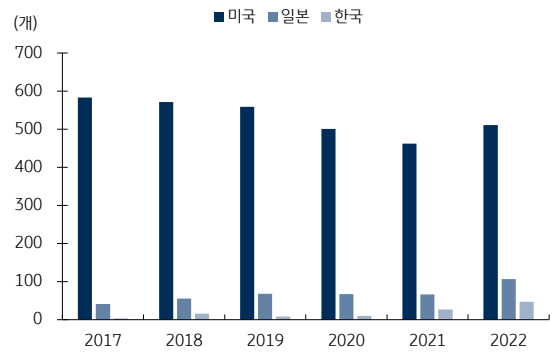
국내 행동주의 캠페인은 주주가치 훼손을 방지하기 위한 이사진 교체 (감사 또는 감사위원 선임) 또는 주주환원 (배당, 자사주 매입/소각)을 중심으로 진행되고 있다.

그림 16. 국내 주주행동주의 대상 기업 수



자료: Insightia (2022), KB증권

그림 17. 주요 국가별 주주행동주의 대상 기업 수



자료: Insightia (2022), KB증권

표 4. 국가별 주주행동주의 대상 기업 수

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	연평균 성장률 (2017-2022)
미국	583	571	559	501	462	511	-3%
일본	41	55	68	67	66	107	21%
한국	3	16	8	10	27	47	73%
영국	37	54	56	41	47	42	3%
홍콩	14	11	14	10	10	8	-11%

자료: Insightia (2022), KB증권

감사위원 분리 선출 및 최대주주의 의결권 3% 제한되면서 행동주의 펀드의 감사위원 선임 추진

올해 태광산업-트러스트자산운용의 감사위원 선임과 KT&G-FCP/안다자산운용 사외이사 선임 안건 예상

1) 이사진 교체 - 주주 추천 감사위원 선임

2021년부터 본격화된 국내 행동주의 캠페인에는 2020년 12월 개정된 '감사위원 분리선출'과 '최대주주의 의결권 3% 제한' 규정이 가장 큰 영향을 미쳤다. 해당 규정은 감사위원의 독립성 강화를 위해 다른 이사들과 분리하여 선임하도록 규정하고, 감사위원 선임 또는 해임의 경우 최대주주에 대해서는 특수관계인 등이 보유한 주식을 합산하여 3% 의결권 제한을 적용하도록 정비했다. 최대주주의 의결권이 3%로 제한되면서 행동주의 펀드들은 기존 이사 선임권보다 추천 감사·감사위원 후보 추천에 주목할 가능성이 높아졌다.

최근 에스엠-얼라인파트너스 캠페인에서는 주주 추천 감사위원이 선임된 것이 대표적인 사례다. 얼라인파트너스는 최대 주주인 이수만 총괄 프로듀서의 개인회사인 라이크기획에 일감 몰아주기 이슈로 인해 기업 가치가 훼손되는 것을 방지하기 위해 라이크기획과의 계약 조기 종료와 함께 주주 추천의 감사위원 선임을 요구했다. 결국 2022년의 에스엠 정기 주총에서 얼라인파트너스가 제안한 박준호 KCF테크놀로지스 (현 SK넥실리스) 전(前) CFO(최고재무책임자)가 감사로 선임됐다.

언론에 따르면 올해 태광산업 (트러스트자산운용 추천 감사위원 선임)과 KT&G (FCP/안다자산운용 추천 사외이사 선임)의 정기주주 총회가 이슈화될 것으로 예상되고 있다.

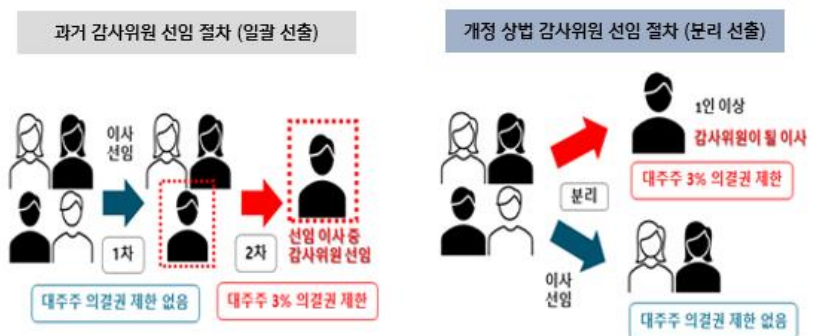
표 5. 2020년 12월 상법 개정안 주요 내용

구분	개정 내용
	- 감사위원 중 최소 1 명을 이사와 분리 선출
감사위원 분리선출	- 사내이사인 감사위원 선임 및 해임 시 최대주주와 특수관계인 지분합산 의결권 최대 3% 제한 - 사외이사인 감사위원 선임 및 해임 시 최대주주와 특수관계인 의결권 각 3%로 제한
다중 대표소송제 도입	- 모회사 주주가 자회사 이사 상대로 대표소송 제기 가능 - 원고 적격: 상장회사는 지분을 0.5% 이상 6 개월 이상 보유 주주, 비상장회사는 지분을 1% 이상 보유 주주

자료: 언론 자료, KB증권

그림 18. 감사위원 분리선출 개정안

분리선출제로 선임되는 감사위원은 이사 선임 과정에서부터 감사위원이 될 이사를 구분해 선출해야 하며, 선임 과정에서 최대주주의 의결권이 3% 제한된다.



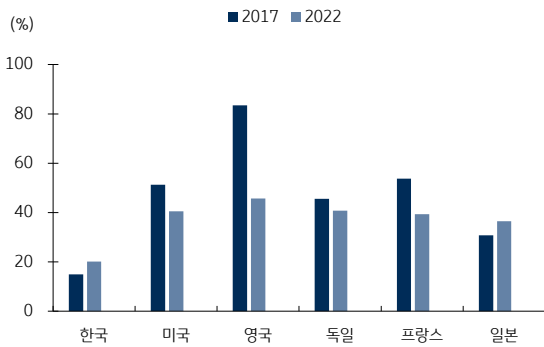
자료: 언론 자료, KB증권
 주: 자산 규모 2조원 이상 상장회사 기준

2) 주주환원 - 배당 및 자사주 매입/소각

행동주의 펀드, 배당 및 자사주 매입/소각의 주주환원 정책 확대 요구

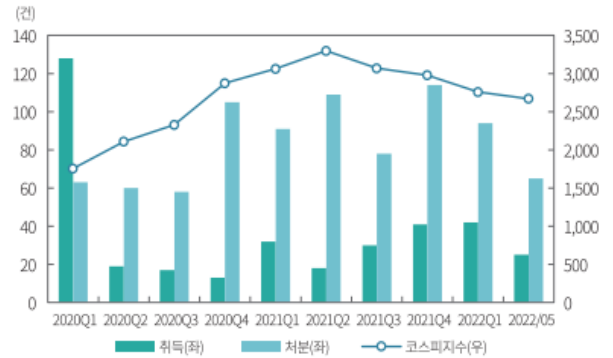
최근 많은 행동주의 캠페인들은 주주환원 정책 (배당 확대 또는 자사주 매입/소각) 강화를 요구하고 있다. 현재 국내 기업들의 배당 정책은 예측가능성이 떨어지고 배당률도 OECD 국가 중 가장 낮은 편이며, 자사주 매입/소각 역시 2021년 초를 기준으로 지속적으로 하락하는 추세이기 때문이다.

그림 19. 최근 주요국 배당성향 (배당금/당기순이익) 비교



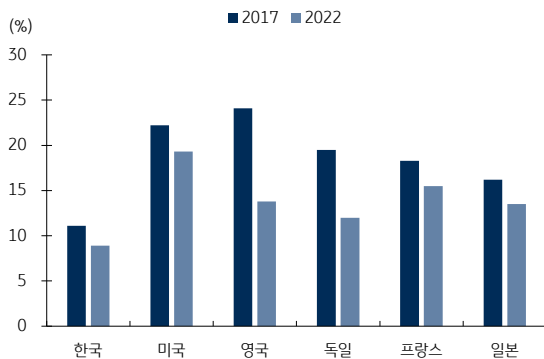
자료: 금융위원회, Bloomberg, KB증권

그림 20. 자기주식 취득처분 공시 건수와 코스피지수 추이



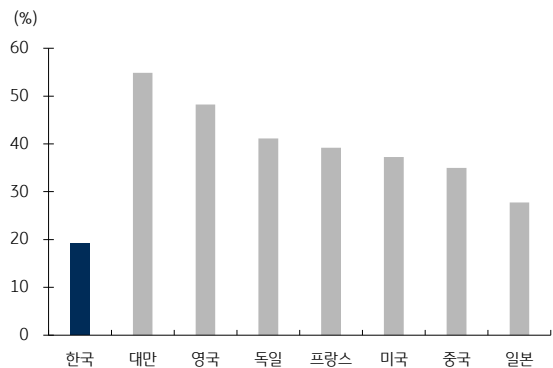
자료: FnGuide, KCMI, KB증권

그림 21. 최근 주요국 PER (Price Earnings Ratio) 비교



자료: 금융위원회, Bloomberg, KB증권

그림 22. 국가별 배당 성향



자료: 금융위, KB증권
주: 2021년 기준

특히, 자사주 소각을 지속적으로 진행한 기업의 주가수익률은 코스피 지수 대비 +200%p 이상 아웃퍼폼

자사주 소각을 적극적으로 진행하고 있는 기업들의 주가수익률을 벤치마크와 비교해보면 전체 발행주식수 대비 자사주 소각 비율이 높은 기업들의 주가수익률이 코스피 지수보다 높다. 지난 5년간 (2018~2022년) 평균 자사주 소각 비율이 가장 높았던 상위 5개 기업인 한미반도체, 메리츠금융지주, SK텔레콤, 메리츠증권, 메리츠화재의 주가 수익률을 비교한 결과 코스피 지수 대비 +200%p 이상 아웃퍼폼했다.

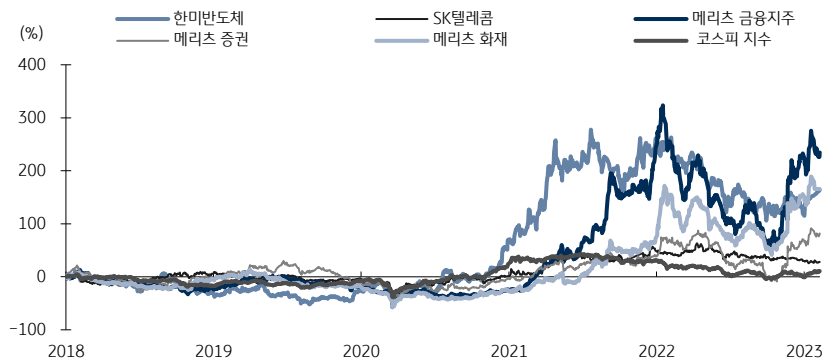
표 6. 최근 5년간 전체발행주식수 대비 자사주 소각 상위 10개 기업

Code	Name	자사주 소각 비율 (자사주소각주식수/ 전년평균발행주식수)					평균 소각 비율
		2018	2019	2020	2021	2022	
A042700	한미반도체	5.0%	0.0%	5.0%	2.0%	1.6%	2.7%
A138040	메리츠금융지주	1.9%	0.0%	4.4%	0.0%	4.8%	2.2%
A017670	SK 텔레콤	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	0.0%	2.2%
A008560	메리츠증권	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	1.9%
A000060	메리츠화재	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	1.6%
A005930	삼성전자	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%
A006800	미래에셋증권	1.2%	0.0%	1.6%	1.3%	2.5%	1.3%
A002840	미원상사	0.4%	0.0%	2.3%	0.0%	2.4%	1.0%
A017800	현대엘리베이	0.0%	0.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.8%
A181710	NHN	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	0.8%

자료: Quantwise, KB증권

그림 23. 자사주 소각 비율 상위 5개 기업 주가수익률

한미반도체 (163.8%), 메리츠금융지주 (234.6%), SK텔레콤 (28%), 메리츠증권 (82%), 메리츠화재 (165.6%), 코스피 지수 (10.7%)



자료: Bloomberg, KB증권

V. 금년 행동주의 펀드의 주주제안이 주목되는 이유

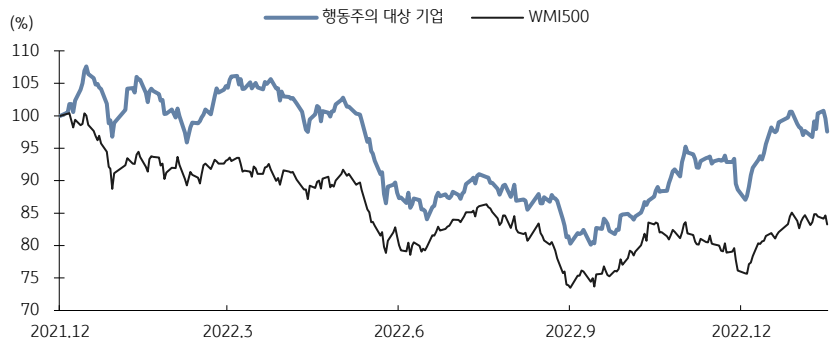
올해 정기주주총회에서 요구사항 반영 여부에 따라 주가 변동성 확대 가능성

이번 정기주주총회를 앞두고 행동주의 캠페인이 시작되면서 지배구조 및 주주환원을 통한 주주가치 제고 기대감으로 대상 기업들의 주가는 WMI500 대비 14.3%p 상회하였다. 다만 올해 정기주주총회에서 행동주의 펀드들이 제시한 요구사항들이 반영되는지에 따라 주가 변동성이 확대될 가능성이 높다.

현재까지 행동주의 펀드 제안을 전부 또는 일부 반영한 기업들이 대부분이지만, 제안을 전면 반대하면서 표 대결이 예상되는 기업도 있다. 자료 발간 시점에서 행동주의 펀드와 주주제안 안건에 대해 표대결이 예상되는 기업, 경영권 변화가 예상되는 기업, 주주제안이 일부 반영된 기업들을 정리해봤다 (p.20~22).

지배구조 및 주주환원을 통한 주주가치 제고 기대감으로 대상 기업들의 주가는 WMI500 대비 14.3% 상회

그림 24. WMI500 대비 행동주의 대상 기업 주가 수익률



자료: Quantwise, KB증권

주: 2022~2023년 행동주의 대상 기업에는 태광산업, 사조오양, KT&G, SK, 에스엠, 토비스, 신한지주, 하나금융지주, KB금융, 메리츠금융지주, BNK금융지주, DGB금융지주, JB금융지주, SK케미칼, 우리금융지주 포함

표 7. 행동주의 대상 기업의 캠페인 시작 이후 수익률

코드	대상 기업	운용사	지분률 (%)	시작일	수익률 (%)
033780	KT&G	Flashlight Capital Partners	1% 미만	2022-10-26	14.8
		안다자산운용	1% 미만	2022-11-02	10.2
003240	태광산업	트러스트 자산운용	5.8	2023-02-09	1.4
				2022-12-09	0.8
001460	BYC	트러스트 자산운용	9	2021-12-23	-12.7
175330	JB 금융지주	얼라인파트너스	14.04	2023-01-02	15.9
105560	KB 금융		0.02		1.0
086790	하나금융지주		0.02		3.8
055550	신한지주		0.01		5.9
316140	우리금융지주		1.01		3.3
139130	DGB 금융지주		1		6.8
138930	BNK 금융지주		0		1.4
034730	(주)SK		라이프자산운용		1% 미만
		Dalton Investments	1% 미만	2022-04-07	-26.5
285130	SK 케미칼	안다자산운용	0.5	2022-02-10	-40.4
060980	한라홀딩스	브이아이피 자산운용	5.1	2022-02-10	-25.8
048260	오스렘임플란트	KCCGI	6.92	2023-01-16	39.0
041510	에스엠	이수만 & 하이브	18.5	2023-02-07	40.5
	에스엠	얼라인파트너스	0.9	2022-02-21	82.4

자료: 각 사, 언론 자료, Bloomberg, KB증권

표 8. 주주제안 안건에 대해 표대결이 예상되는 기업

코드	대상 기업	운용사	지분률 (%)	시작일	요구사항	진행사항	올해 3월 정기주총 주요 주주제안 안건
033780	KT&G	Flashlight Capital Partners	1% 미만	2022-10-26	FCP는 건강을 상징하는 인삼이 담배회사와 묶여 글로벌 차원의 투자 가치를 인정받지 못했다고 주장하면서 KT&G의 인삼공사 인적분할, 비핵심사업 정리, 주주환원정책 확대 등 요구.	진행중. 22년 12월 12일, FCP는 KT&G 측에 공개 토론을 제안하는 서한 송부.	- 인삼공사 분리상장, 차석용 LG 생활건강 대표이사과 황우진 전 푸르덴셜 생명보험 대표이사를 KT&G 사외이사 후보로 추천하는 주주제안 제시 - 주당 배당금 1만원, 자사주 매입 1만원, 자사주 소각 및 평가보상위원회 정관 명문화 등도 요구
		안다자산운용	1% 미만	2022-11-02	안다자산운용은 KT&G에게 한국인삼공사(KGC)의 인적 분할 상장, 배당 증대, 자사주 소각 등을 요구하는 공개 주주서한 송부.	진행중. 23년 1월 9일, 안다자산은 이후 추가 답변을 받지 못해 KT&G를 상대로 주주명부 열람 및 등사 가치분 신청 제기.	- 국내 명문대학교 출신의 재무·회계 전문가 교수와 글로벌 브랜드 마케팅 담당 여성 임원 출신을 KT&G 사외이사 후보로 추천하는 주주제안 제시
003240	태광산업	트러스톤 자산운용	5.8	2023-02-09	트러스톤은 태광산업에 배당 성향을 국내 상장사들의 배당성향 평균치인 20% 이상으로 높이고, 조인식 전 국민연금 최고투자책임자(CIO) 직무대리를 감사위원 겸 사외이사로 선임할 것을 요구하는 주주서한 송부	진행중.	'- 국내 상장사들의 배당성향 평균치인 20% 이상을 반영한 배당 정책 - 주주추천 조인식 전 국민연금 최고투자책임자(CIO) 직무대리 감사위원/사외이사 선임 여부
				2022-12-09	트러스톤자산운용이 태광산업의 흥국생명 4,000억원 유상증자 참여에 대해 반대 의사 밝힘. 흥국생명 주식이 전혀 없는 태광산업이 오히려 일가의 회사인 흥국생명을 돕겠다고 나섰기 때문. 태광산업이 흥국생명의 유상증자에 참여한다면 이는 대주주를 위해 태광산업 소액주주의 권리를 희생하는 결정이라고 주장.	당초 유상증자에 참여할 것으로 전해졌던 태광산업이 증자 불참을 공식화함.	
001460	BYC	트러스톤 자산운용	9.0	2022-12-20	2022년 9월 특수관계자간 내부거래 관련 부당성 의혹 검토를 위해 법원의 이사회사록 열람 허가결정. 특수관계자와의 내부거래에서 상법 제 398 조상 요구되는 적법한 절차 (이사회 사전결의 및 거래내용/절차의 공정성 확보)가 준수되지 않았음을 확인했다고 주장하면서 BYC 경영진에 대한 2 번째 공개 서한 송부.	BYC는 공개 서한 내용은 검토 중이라고 답변. 올해 3월 발표될 재무제표 승인건에 배당 정책 및 관련 주주제안 반영 여부 확인 필요.	- 재무제표 승인건에 배당 정책 및 관련 주주제안 반영 여부 확인 필요.
				2021-12-23	트러스톤은 BYC의 투자부동산의 비효율적 활용과 의사결정 및 운영상의 불투명성이 시장가치 저평가 원인으로 합리적 배당정책 수립 및 부동산 자산의 효율적 활용 촉구.		

자료: 각 사, 언론 자료, Bloomberg, KB증권

표 9. 주주제안이 일부 반영된 기업

코드	대상 기업	운용사	지분률 (%)	시작일	요구사항	진행사항	올해 3월 정기주총 주요 주주제안 안건
175330	JB 금융지주	얼라인파트너스	14.04	2023-01-02	얼라인파트너스 sms 금융지주 상장사 7 곳을 대상으로 대출 증가 속도를 낮춰 위험가중자산(RWA) 증가율을 국내총생산(GDP) 성장률(2~5%) 수준으로 줄여 배당및 자사주 매입·소각 확대할 것을 요구하는 주주서한 송부.	얼라인파트너스는 오는 2월 9일까지 이사회를 소집해 주주서한에 대한 답변 요구, 답을 하지 않을 경우 주주행동에 돌입하겠다고 요구한 상태.	얼라인파트너스의 사전 공개 주주제안서 내용 - 보통주 현금배당(배당가능이익을 한도로 하며 이사회 결의안보다 높은 수준으로 제안 예정) - 2023 회계연도부터 배당 및 자사주 매입 소각을 포함한 총 주주환원율을 당기순이익의 최소 50%로 하는 중기 주주환원 정책 도입 - (중기 주주환원 정책 미도입 시) 연결 기준 지배주주 당기순이익의 50% 이상을 배당하도록 배당 관련 정관 조항 - 주주제안 확정 (JB 금융지주) - 주주제안 없음 (KB 금융, 신한, 우리, 하나)
105560	KB 금융		0.02				
086790	하나금융지주		0.02				
055550	신한지주		0.01				
316140	우리금융지주		1.01				
139130	DGB 금융지주		1.00				
138930	BNK 금융지주		0.00				
034730	(주)SK	라이프자산운용	1% 미만	2022-04-25	라이프자산운용은 SK(주)가 과거 단순 지주회사 디스카운트의 영향으로 저평가되어 있다고 판단. 현재 SK가 보유하고 있는 자사주 24% 중 10% (180만주의 소각, 약 4600억원 수준) 소각 제안.	SK(주)는 2,000억원 (시가총액의 1% 이상) 규모의 자사주 매입 및 소각 결정. 자사주 매입은 증권사 식탁 계약 방식으로 6개월간 취득할 예정이고, 자사주 계약 기간 종료 이후 별도 이사회 승인을 거쳐 올해 3월에 전량 소각할 방침이라고 밝힘.	- 자사주 소각 진행 중
		Dalton Investments	1% 미만	2022-04-07	돌턴인베스트먼트도 주주서한을 통해 주주들이 추가 비용 없이 낮은 밸류에이션에 대한 소유권을 강화하도록 배당보다는 적극적인 자사주 소각 제안.		
285130	SK 케미칼	안다자산운용	0.5	2022-02-10	안다자산운용은 주주행동주의 캠페인을 통해 SK 케미칼의 주가가 순자산가치(NAV) 대비 극도로 저평가 돼 있다고 주장. 주주가치 제고를 위해 보유중인 SK 바이오사이언스 주식 중 일부를 SK 케미칼 주주들에게 현물배당할 것을 SK 케미칼 측에 요청.	SK 케미칼은 보통주 38만 9489주 (~500억원, 총 발행주식의 ~2.2%) 소각 계획 공시. 안다자산운용은 아직 저평가 요인은 해소되지 않았다고 지적하며 지속적인 자사주 매입·소각이나 SK 바이오사이언스 주식의 현물 배당 등을 통해 실효성 있는 주주환원 정책이 도출될 수 있도록 주주행동주의 캠페인을 지속할 계획이라고 밝힘.	- 자사주 소각 진행 중
060980	한라홀딩스	브이아이피 자산운용	5.1	2022-02-10	자사주 매입 및 소각 등 명확한 중기 주주환원 정책 수립할 것을 요구	'22년 2월 10일, 한라홀딩스는 2021년 별도 당기순이익의 40% 내에서 주주환원 정책 이행 계획 공개. - 100억원 규모의 자사주 (보통주) 취득 신탁 계약 체결 (취득 기간: 22.5.11~23.4.10) - 22년 6월 28일 전환우선주 (1:5 보통주 전환 가능) 약 99억원 (34만 8,050주) 장외거래로 매입. 취득한 전환우선주 소각 예정.	- 자사주 소각 진행 중

자료: 각 사, 언론 자료, Bloomberg, KB증권

표 10. 경영권 변화가 예상되는 기업

코드	대상 기업	운용사	지분률 (%)	시작일	요구사항	진행사항	올해 3월 정기주총 주요 주주제안 안건
048260	오스템임플란트	KCGI	6.92	2023-01-16	KCGI는 주주서한을 통해 오스템임플란트의 기업가치가 저평가돼 있다고 강조하며 독립적인 이사회 구성, 주주권익 증진, 내부통제 강화를 통한 경영 효율성 강화, 동기 부여 가능한 합리적인 보수구조 및 조직문화 개선 등을 요구.	경영참여형 사모펀드인 UCK는 MBK파트너스는 오스템임플란트 공개매수 발표, 기관투자자들의 공개매수 참여 여부는 2/23일부터 공개될 예정, 공개 매수 종료일 2/24일까지 진행, CK 컨소시엄이 오스템임플란트의 경영권을 인수한 후 회사 가치가 높아질 가능성이 크기 때문에 기관투자자들의 공개매수 신청 여부에 관심 집중. 현재 KCGI는 아직 공개적으로 행동을 취하고 있지 않고 있음.	- 기관투자자들의 공개매수 참여 여부에 관심 집중 - KCGI 오스템임플란트 공개매수 참여 (2/10)
041510	에스엠	얼라인파트너스	0.9	2022-08-17	9월 15일까지 라이크기획 (특수관계자 포함 SM 엔터테인먼트 지분 약 1.1% 보유) 계약 관련 문제 개선 요구하는 주주서한 발송 (총 2 회).	라이크기획과의 프로듀싱 계약 조기종료 결정.	23/1/20 에스엠-얼라인파트너스 간 12개 항의사항 공개, 23/1/22 합의사항 관련 3개 의안 이사회 결의 - 에스엠 이사회는 앞으로 3년간 별도 당기순이익의 20% 이상을 주주에게 환원한다는 주주환원정책 결의 - 이번 주주환원정책의 공시 및 이사회 의결을 통해 에스엠은 오는 3월 주총에서부터 현금배당 또는 자사주 소각 진행 예정 - 카카오-얼라인-現 경영진 vs. 하이브-이수만 경영권 분쟁 예상 (2/10)
				2022-03-02	SM 엔터테인먼트가 이수만 총괄 프로듀서의 개인회사 라이크기획에 용역비용 등을 지불하고 있어 주주가치 훼손 주장.		
				2022-02-21	SM 엔터테인먼트 3월 정기 주주총회를 앞두고 감사 후보로 박준호 KCF 테크놀로지스(현 SK 넥실리스) 전(前) CFO(최고재무책임자)를 추천하는 감사 선임 주주제안.	정기 주주총회, 행동주의펀드 얼라인파트너스가 제안한 박준호 KCF 테크놀로지스(현 SK 넥실리스) 전 CFO가 감사로 선임.	

자료: 각 사, 언론 자료, Bloomberg, KB증권

VI. 국내에서도 진행될 환경 (E), 사회 (S) 중심 행동주의

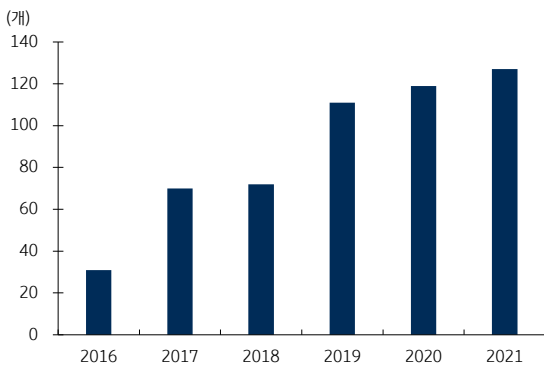
향후 환경 (E), 사회 (S) 중심 행동주의 시작될 것

국내에서는 거버넌스에 집중한 행동주의 캠페인들이 진행되고 있으나, 향후 환경 또는 사회 이슈를 반영하는 ESG 행동주의 캠페인들이 증가할 것으로 예상된다. 1) 현재 아시아 지역의 행동주의 캠페인이 증가하고 있으며, 2) 국민연금이 중점관리사안에 기후변화, 산업재해를 포함하면서 보다 강화된 스튜어드십 행사가 예상되기 때문이다.

일본을 중심으로 아시아 지역 내 환경 및 사회 요소 관련 행동주의 캠페인이 전년 대비 3배 이상 증가

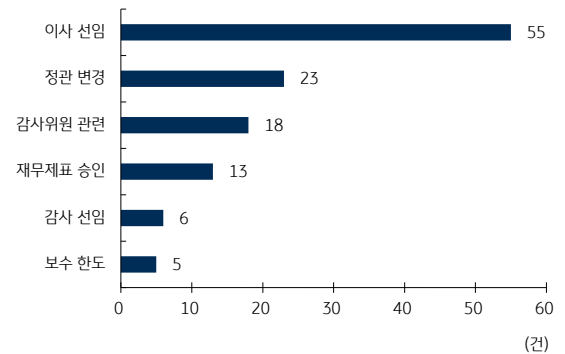
현재 국내 정기주총에 상정된 주주제안 안건은 거버넌스 관련 이슈 (이사회 선임, 감사위원 관련, 정관 변경 등)가 대다수를 차지하고 있다. 그러나 최근 행동주의 캠페인이 활발한 일본 등 아시아 국가에서 환경 및 사회 요소 중심의 행동주의 캠페인이 증가하고 있다. 2022년 아시아 지역 내 환경, 사회 요소 관련 행동주의 캠페인이 전년 대비 3배 이상 증가한 이유다.

그림 25. 정기 주총에 상정된 주주제안 안건



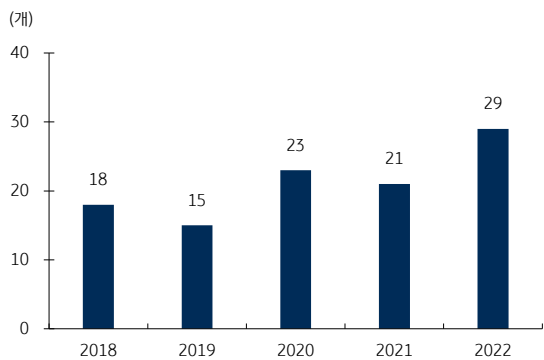
자료: 한국기업지배구조원, 대신지배구조연구소, DART, KB증권

그림 26. 주주총회 주주제안 안건 세부 분류



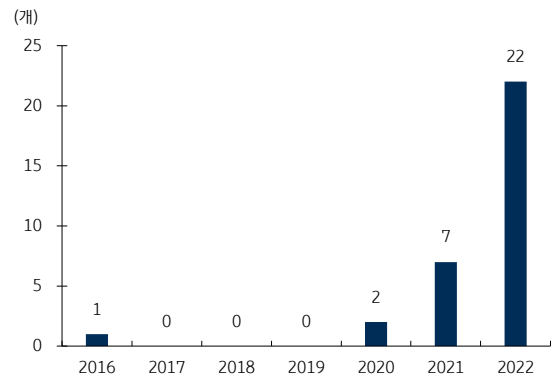
자료: 금감원 전자공시시스템, KB증권
주: 2021년 기준

그림 27. 아시아 ESG 행동주의 캠페인



자료: Insightia (2022), KB증권
주: 2022년은 7월 31일 기준

그림 28. 아시아 환경, 사회 관련 행동주의 캠페인



자료: Insightia (2022), KB증권
주: 2022년은 7월 31일 기준

국민연금 중점관리사안에 E, S의 핵심 요소인 기후변화, 산업재해 공식 포함하면서 주주활동 강화

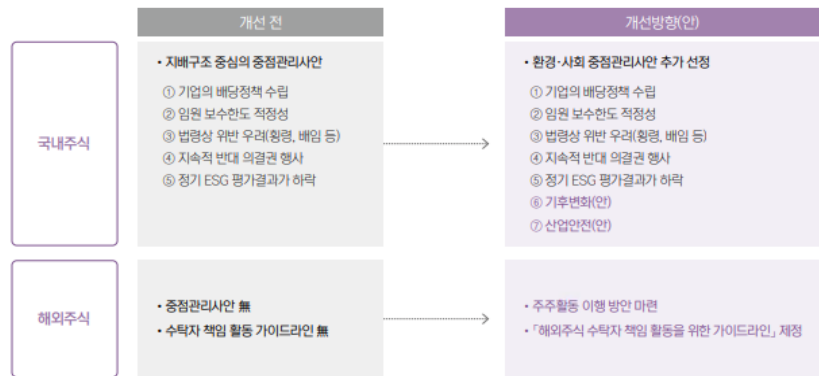
국민연금이 중점관리사안에 E, S의 핵심 요소인 기후변화 대응, 산업재해 관리를 공식 포함하면서 보다 강화된 스튜어드십 행사가 예상된다. 국민연금의 주주행동은 5개의 중점관리사안이 발생했거나 ESG와 관련해 예상치 못한 기업가치 훼손 및 주주권익 침해 이슈가 발생할 수 있는 경우 기업들과 비공개 대화, 주주제안 등으로 이뤄지고 있다. 중점관리사안은 1) 기업 배당 정책이 합리적이지 않은 경우, 2) 임원 보수한도 적정성이 의심되는 경우, 3) 법령상 위반 우려 및 기업가치 훼손 우려가 있는 경우, 4) 지속적인 반대 의견권 행사했음에도 개선이 없는 경우, 5) 정기 ESG 평가 하락이다. 이 중 형식적으로 모니터링하던 정기 ESG 평가 하락이라는 요소를 삭제하는 대신 기후변화와 산업재해를 추가했다.

내년 기후변화와 산업재해 리스크가 집중 관리되면서 ESG 행동주의 적합한 환경 조성

2021년 기준 국민연금의 배당 정책 수립 및 임원 보수한도 관련 주주참여 활동을 진행한 기업은 40개 이상이지만, ESG 등급 하락으로 국민연금이 주주참여 활동을 진행한 기업은 1~2개에 불과했다. 따라서 올해까지는 배당, 임원 보수 한도 등 지배구조 위주의 이슈들을 중심으로 행동주의 펀드들의 표대결이 이루어지고 있다면, 내년부터는 기후변화와 산업재해 관련 이슈도 국민연금의 주주권 행사 영역에 공식 포함되면서 관련 주주제안 안건이 가결될 가능성이 높아졌다.

형식상 ESG 모니터링하던 정기 ESG 평가 하락 요소를 삭제하는 대신 기후변화와 산업재해 추가

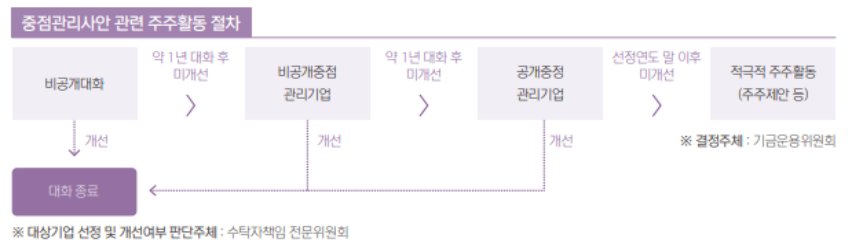
그림 29. 국민연금의 주주활동 범위 확대



자료: 국민연금, KB증권

비공개 대화, 비공개중점관리기업, 공개중점관리기업, 적극적 주주활동 (주주제안 등) 순으로 주주활동 진행

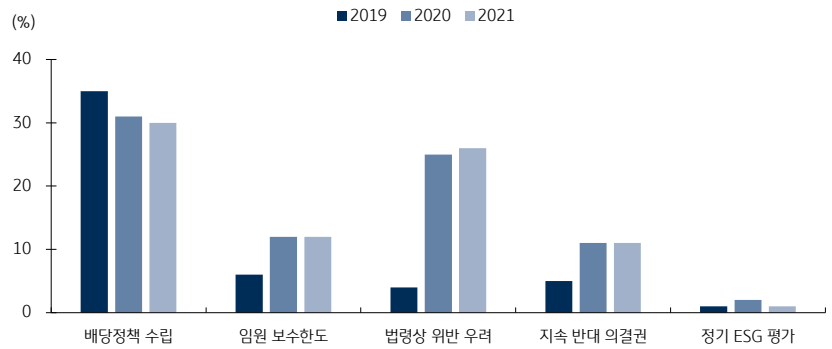
그림 30. 중점관리사안 관련 주주활동 절차



자료: 국민연금, KB증권

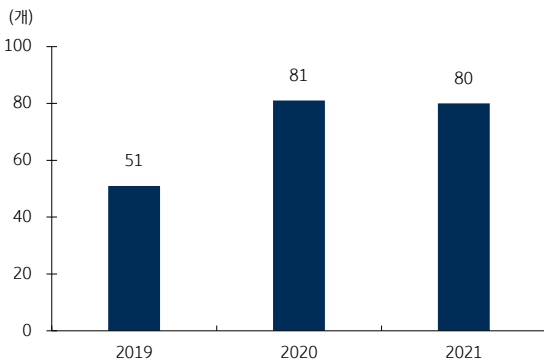
그림 31. 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 사안 관련 기업과의 대화 수행 내역

최근까지 배당정책 및 법령상 위반 우려에 관한 주주활동이 가장 높았으며, 정기 ESG 평가에 대한 주주활동은 비교적 낮음



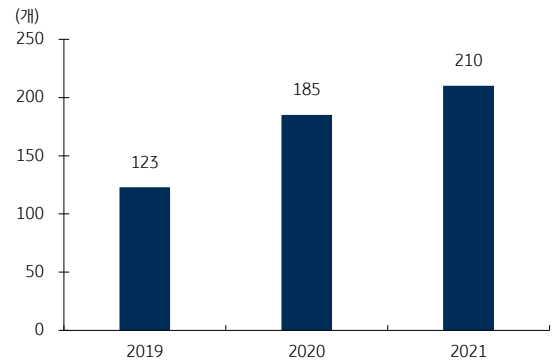
자료: 국민연금, KB증권

그림 32. 중점관리사안으로 비공개 대화 진행한 기업 수



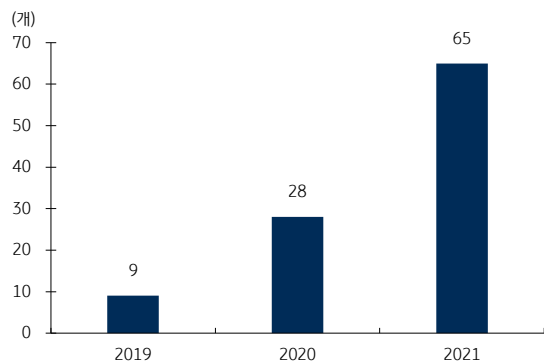
자료: 국민연금, KB증권

그림 33. 중점관리사안으로 서신 발송/면담 진행한 기업 수



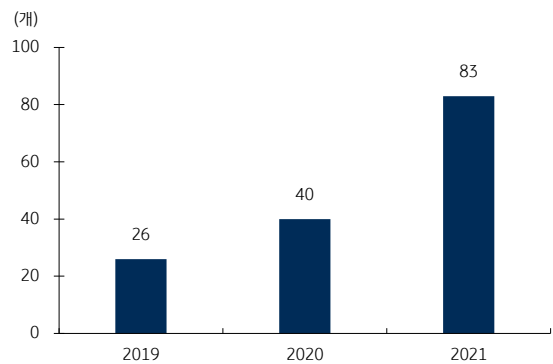
자료: 국민연금, KB증권

그림 34. '예상치 못한 우려'에 비공개 대화 진행한 기업 수



자료: 국민연금, KB증권

그림 35. '예상치 못한 우려'에 서신 발송/면담 진행한 기업 수



자료: 국민연금, KB증권

Appendix

표 11. 2020~2023년 진행된 행동주의 캠페인

대상 기업	행동주의 그룹	시작일	종료일	요구사항	수익률 (%)	시총 (10 억달러)	지분률 (%)
에스엠	이수만 & 하이브	2023-02-07		기타 반대 사항 (신주 발행금지 가처분 신청)	30.4	1.7	18.5
BNK 금융지주	얼라인 파트너스	2023-01-02		주주환원/자사주 매입 및 소각	2.3	1.7	0.0
JB 금융지주					14.6	1.2	14.0
KB 금융					1.9	15.7	0.0
DGB 금융지주					5.9	0.9	1.0
하나금융지주					3.3	9.9	0.0
우리금융지주					3.6	6.7	1.0
신한지주					6.0	14.2	0.0
KT&G	안다 자산운용	2022-11-02		- 기업 분할 (한국인삼공사(KGC)의 인적 분할 상장) - 경영진/이사진 보수 - 1명 이상의 여성 이사진 선임 - 주주환원/자사주 매입 및 소각	9.8	9.0	
	Flashlight Capital	2022-10-26		- 기업 분할 (한국인삼공사(KGC)의 인적 분할 상장) - 비핵심사업 정리 - 주주환원/자사주 매입 및 소각 - 주주 추천 이사 선임 - 경영진/이사진 보수	14.5	8.6	1.0
(주)SK	Dalton Investments LLC	2022-04-07		주주환원/자사주 매입 및 소각	-27.3	15.1	
화성산업	이홍중	2022-03-18		- 이사진 교체 - 주주환원/자사주 매입 및 소각	-56.7	0.2	
사조오양	차파트너스, KB 자산운용, NH 투자증권	2022-03-03		- 독립적인 사외이사 선임	-25.3	0.1	1.7
토비스	차파트너스, KB 자산운용, NH 투자증권	2022-02-25		- 경영진/이사진 보수 (한도 10 억원 이하) - 황금낙하산 조항 폐기 - 독립적인 감사 선임 (심혜섭 후보자) - 주주환원/자사주 매입 및 소각	15.7	0.1	3.3
에스엠	얼라인 파트너스	2022-02-21		- 객준호 감사 후보 선임	69.3	1.3	
SK 케미칼	안다 자산운용	2022-02-10		- 기업 분할로 인한 저평가 - 주주환원/자사주 매입 및 소각 - 이사진 교체	-42.3	2.0	0.5
한리홀딩스	브이아이피자산운용	2022-02-08		주주환원/자사주 매입 및 소각	-26.4	0.4	5.1
휴센텍	Port Hamilton Union No 1	2022-01-13		- 이사진 교체 - 정관변경	-5.1	0.1	6.6

BYC Co Ltd	트러스톤 자산운용	2021-12-23		- 주주환원/자사주 매입 및 소각 - 내부거래 관련 부당성 의혹 검토를 위해 법원의 이사회사록 열람 신청 (2017~2021년)	-16.7	0.2	8.1
좋은사람들	박시형	2021-12-13		- 정관변경 - 이사진 교체 - 이사 선임안 반대		0.0	0.1
한샘	Teton Capital Partners LP	2021-09-12		- 이사회 독립성 증진 - 기업 지배구조 전문가 이상훈 교수 사외이사 선임 - 창결 전 명예회장 등 한샘 창업주 일가가 보유하고 있던 27.7%의 지분을 사모펀드 IMM 프라이빗에쿼티(PE) 매각 반대	-63.9	2.4	8.6
SK 케미칼	Metrica Partners Pte Ltd	2021-09-08		- 기업 분할로 인한 저평가 - 주주환원/자사주 매입 및 소각	-57.4	2.7	
삼영이앤씨	황해경, 이선기, 조민영	2021-03-17		경영진 변화	-47.3	0.1	1.1
한국엔컴퍼니	조희경, 조현식	2021-02-26	2022-03-30	- 주주 추천 이사 선임	-23.2	1.5	3.4
금호석유	박철완	2021-02-23		- 2차전지, 수소 바비오 등 신재생에너지 및 신소재 분야 진출 - 우량계열사 상장, 비영업용 자산 매각 등으로 현금 마련 - 자사주 소각 등 4년 내 시가총액 3배 목표 - 폐쇄적이고 경직된 거버넌스와 기업문화 탈피 - 이사회 전문성 및 독립성 확보 위한 구성원 교체 - CEO 직속 ESG 총괄 전담부서 신설 등 ESG 경영 내재화	-44.2	6.4	10.0
LG	Whitebox Advisors LLC	2020-12-15	2022-03-27	- LG 그룹 계열 분리 반대 - 순자산가치 (NAV) 회복 - 성장전략 전환 - 거버넌스 위원회 설립	-3.2	12.2	1.0
한진칼	HYK 파트너스	2020-12-10	2022-03-25	- 정관 개정 - 전자 투표제 도입 - 감사위원 전원 분리 선임 - 이사의 자격 제한 - 사외이사 선임안 - 비상무이사 선임안 - 배당 확대 등	-41.3	0.6	9.8
LG 화학	국민연금	2020-10-27		기업 분할 반대	-2.0	39.5	10.2
한진칼	Bando Holdings Co Ltd	2020-01-10	2021-03-29	경영진 변화	41.0	2.1	8.3

자료: 각 사, 언론 자료, Bloomberg, KB증권

표 12. 국내 행동주의 펀드 규모 및 행동주의 캠페인 횟수

행동주의 펀드	Activist_Tier	횟수	펀드 규모	의결권 대결	이사회 진출 횟수	성공	실패
Align Partners Capital Management Inc	Secondary Focus	8	256,207,597	0	1	1	0
KB Asset Management Co Ltd	Secondary Focus	5	573,166,783	0		1	3
Elliott Investment Management LP	Core Activist	4	3,062,727,042	1		2	2
Dalton Investments LLC	Secondary Focus	3	29,011,480	0		0	1
Anda Asset Management Co Ltd	Secondary Focus	2	10,357,053	0		0	0
Tcha Partners Asset Management Co Ltd	Secondary Focus	2	5,694,431	0		0	0
Korea Corporate Governance Improvement Ltd	Secondary Focus	2	116,772,417	0	1	2	0
HYK Partners	Occasional Activist	1	63,173,744	1		0	1
Lee Hong-Joong	Occasional Activist	1	-	0	4	1	0
Metrica Partners Pte Ltd	Secondary Focus	1	-	0		0	0
Must Asset Management Co Ltd	Occasional Activist	1	124,438,903	0		0	1
National Pension Service	Engagement Focus	1	4,032,489,848	0		0	1
Park Si-hyung	Occasional Activist	1	-	1	5	1	0
Perry Capital LLC	Occasional Activist	1	-	0		0	1
Platform Partners Asset Management Co Ltd	Occasional Activist	1	145,598,420	0		0	1
Port Hamilton Union No 1	Occasional Activist	1	6,534,468	0		0	1
Scion Asset Management LLC	Secondary Focus	1	14,640,737	0		0	0
Teton Capital Partners LP	Occasional Activist	1	203,423,547	0		0	1
Truston Asset Management Co Ltd	Occasional Activist	1	17,859,488	0		0	0
VIP Research & Management Inc	Occasional Activist	1	18,194,144	0		0	0
Whitebox Advisors LLC	Occasional Activist	1	121,647,997	0		0	1
Yacktman Asset Management LP/TX	Occasional Activist	1	-	0		0	1
Artisan Partners Asset Management Inc	Engagement Focus	1	-	0		0	1
Bando Holdings Co Ltd	Occasional Activist	1	176,314,924	0		0	1
Cheol-Wan Park	Occasional Activist	1	636,372,210	0		0	0
Cho Hyun-Shick	Occasional Activist	1	50,465,100	0	1	1	0
Flashlight Capital Partners Pte Ltd	Secondary Focus	1	85,918,332	1		0	0
Hwang Hye-Kyung	Occasional Activist	1	639,727	0		0	1

자료: Bloomberg, KB증권

표 13. 국내 행동주의 캠페인으로 인한 주주총회 결과

기업	행동주의 펀드	시작일	분류	목표	결과	주주총회
JB Financial Group Co Ltd	얼라인파트너스	2023-01-02	Threaten Proxy	주주제안	Pending	정기
DGB Financial Group Inc	얼라인파트너스	2023-01-02	Threaten Proxy	주주제안	Pending	정기
BNK Financial Group Inc	얼라인파트너스	2023-01-02	Threaten Proxy	주주제안	Pending	정기
KB Financial Group Inc	얼라인파트너스	2023-01-02	Threaten Proxy	주주제안	Pending	정기
Woori Financial Group Inc	얼라인파트너스	2023-01-02	Threaten Proxy	주주제안	Pending	정기
Shinhan Financial Group Co Ltd	얼라인파트너스	2023-01-02	Threaten Proxy	주주제안	Pending	정기
Hana Financial Group Inc	얼라인파트너스	2023-01-02	Threaten Proxy	주주제안	Pending	정기
KT&G Corp	안다자산운용	2022-11-02	Threaten Proxy	주주제안	Pending	정기
KT&G Corp	Flashlight Capital	2022-10-26	Proxy Fight	야사 선임	Pending	정기
HwaSung Industrial Co Ltd	Lee Hong-Joong	2022-03-18	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Activist Win	정기
Tovis Co Ltd	차파트너스, KB 자산운용, NH 투자증권	2022-03-07	Vote Only	주주제안	Management Win	정기
SM Entertainment Co Ltd	얼라인파트너스	2022-02-21	Vote Only	주주제안	Activist Win	정기
SK Chemicals Co Ltd	안다자산운용	2022-02-16	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Management Win	정기
Hanjin Kal Corp	KCGI, 조현아	2022-02-15	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Activist Win	정기
Kumho Petrochemical Co Ltd	박철완	2022-02-09	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Management Win	정기
Hucentech Co Ltd	Port Hamilton Union No 1	2022-01-13	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Management Win	특별
Good People Co Ltd	박시형	2021-12-13	Proxy Fight	야사 선임	Activist Win	특별
Hanssem Co Ltd	Teton Capital Partners LP	2021-11-24	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Management Win	정기
Samyung ENC Co Ltd	황혜경, 이선기, 조민영	2021-03-17	Vote Only	주주제안	No Follow Up	정기
Kumho Petrochemical Co Ltd	박철완	2021-03-11	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Management Win	정기
Hankook & Co Co Ltd	조희경, 조현식	2021-02-26	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Split	정기
LG Corp	Whitebox Advisors LLC	2021-02-25	Vote Only	안건 반대	Management Win	정기
Hanjin Transportation Co Ltd	HYK Partners	2021-01-20	Proxy Fight	주주제안	Management Win	정기
LG Chem Ltd	국민연금	2020-10-27	Vote Only	안건 반대	Management Win	특별
Hanjin Kal Corp	KCGI, 조현아	2020-02-13	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Management Win	정기
Hyundai Motor Co	Elliott Investment Management LP	2019-03-04	Vote Only	야사 선임	Management Win	정기
Hanjin Kal Corp	KCGI, 조현아	2019-01-31	Director Contest (No Proxy Fight)	야사 선임	Management Win	정기
Macquarie Korea Infrastructure Fund	Platform Partners Asset Management Co Ltd	2018-06-05	Vote Only	주주제안	Management Win	특별
Hyundai Mobis Co Ltd	Elliott Investment Management LP	2018-04-23	Proxy Fight	야사 선임	Management Win	정기
GOLFZON Co Ltd	KB 자산운용	2018-03-16	Vote Only	합병 반대	Management Win	정기

자료: Bloomberg, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.