

# 행동주의 캠페인이 기업가치에 미치는 영향

2024. 10.

## 목 차

◆ 요약 .....	1
I. 서론 및 연구배경 .....	2
① 행동주의 펀드·행동주의 캠페인 개요 .....	2
② 한국의 행동주의 캠페인 현황 및 전망 .....	3
③ 해외사례 및 본 연구의 배경 .....	5
II. 연구방법 .....	7
① 분석 대상 기업 선별 .....	7
② 연구에 활용할 변수 선정 .....	8
③ 분석 모형 .....	10
III. 연구결과 .....	12
① 관심변수 기초 통계량 및 상관관계 .....	12
② 회귀결과 .....	14
③ 결과해석 및 추가분석 .....	15
IV. 결론 및 제언 .....	18
※ [첨부①] 자본·시총 9억·11억 달러 기준에서 회귀계수	19
※ [첨부②] 최소 통제변수 회귀분석 결과 .....	20
※ 참고문헌 .....	21

## ◆ 요약

- 최근 논의되는 상법개정안 등이 입법화될 경우, 행동주의 펀드 활동에 유리한 환경이 조성되어, 경영개입 시도가 확대 될 전망
  - 행동주의 펀드는 특정 기업의 주식을 대량 매수한 뒤, 기업의 다양한 경영 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사해 이익을 추구하는 펀드
  - 국내 기업을 타겟으로 하는 행동주의 펀드 활동은 증가 추세이며 상법 개정안의 이사 충실의무 확대, 집중투표제 의무화 등은 행동주의 캠페인 촉진 전망
- 행동주의 캠페인은 저평가 된 기업을 중심으로 성공, 단기에 기업가치를 일부 개선시키지만, 장기 기업가치는 캠페인 성공 전보다 악화
  - 시가총액과 자산이 10억 달러 이상이며 '00년 이후 행동주의 캠페인이 전개된 美 970개 상장사(캠페인 성공 549·실패 421) 대상 패널 회귀분석
  - 행동주의 캠페인 성공 후 3년 동안 기업가치는 성공 전보다 일부 개선(1.4%p ↑)되지만, 4년 이후에는 성공 전보다 저평가 심화(1.0%p ↓)
  - 캠페인 성공 이후 고용과 자본적 지출은 축소, 배당은 일시적 증가
    - \* [고용] △3.0%(개입 1년 후), △5.6%(장기누적)
    - \* [자본적 지출] △10.7%(개입 1년 후), △8.4%(장기누적)
    - \* [배당] +14.9%(개입 1년 후), 배당 증가 효과 없음(장기누적)
- 주주 행동주의 캠페인이 확대되어 성공 빈도가 높아지면 장기적으로 기업가치 하락을 초래함으로써 캠페인 활성화 여건 조성은 지양 필요
  - 이사 충실의무 확대, 집중투표제 의무화, 감사위원 전원 분리선출 등 상법개정안은 글로벌 행동주의 펀드의 캠페인을 급증시킬 유인 제공
- 투자·고용 확대로 기업 펀더멘털을 강화함으로써 수익성과 배당여력을 확보하는 지속가능한 방식으로의 기업가치 제고 필요

## I. 서론 및 연구배경

### 1 행동주의 펀드 · 행동주의 캠페인 개요

- 행동주의 펀드는 특정 기업의 주식을 대량 매수한 뒤, 기업의 다양한 경영 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사해 이익을 추구하는 펀드
  - 사외이사 선임, 구조조정, 배당확대, 자사주 매입, 경영전략 변화 등 다양한 경영 현안에 대한 적극적인 개입을 통해 이익 추구
  - 소액주주의 이익을 대변해 기업가치를 상승시킨다는 옹호론과 단기차익 추구로 기업의 미래가치와 지속가능성을 훼손한다는 비판론 대립
- 행동주의 캠페인은 행동주의 펀드가 기업에게 요구하는 바 등을 관철하기 위해 전개되는 모든 전략을 포괄하며, 다양한 수단 존재

#### 행동주의 캠페인 주요 사례

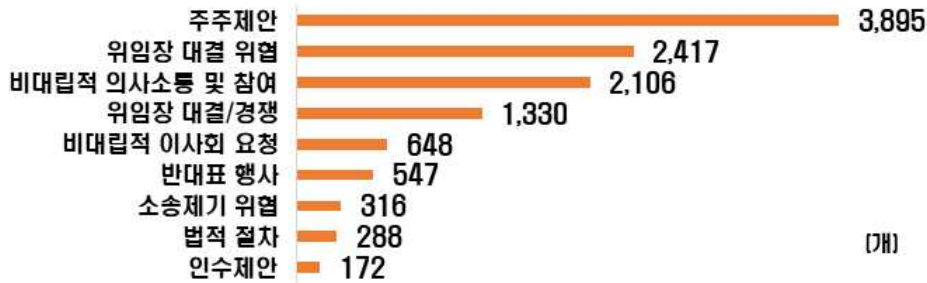
- 비대립적 의사소통 및 참여(Non-confrontational Communication and Engagement) : 캠페인 초기 주로 이루어지며 경영진과 대화를 통해 의견 개선
- 비대립적 이사회 요청(Non-confrontational Request for Board Representation) : 캠페인 초기 제안을 반영해줄 수 있는 이사를 모색
- 위임장 대결 위협(Threat to Launch Proxy Fight) : 주주총회에 안건을 직접 제안하지 않지만, 위임장 대결을 하겠다고 선언하며 협상
- 주주제안(Shareholder Proposals) : 주주총회에 안건을 직접 제안
- 반대표 행사(Vote No) : 다른 주주들에게 회사의 제안에 반대하거나 현직 이사에 대해 반대표를 행사하도록 독려
- 위임장 대결 및 경쟁(Proxy Fight/Contest) : 주주들에 자신의 후보자나 제안을 지지하도록 위임장을 받아 제출
- 소송제기 위협(Threat to Launch Legal Suit) : 회사 또는 이사들에 대한 신탁의무 위반으로 소송 절차를 시작하겠다고 위협

- 법적 절차(Legal Proceeding) : 회사 또는 이사회에 대한 신탁 의무 위반으로 소송 절차를 시작
- 인수제안(Takeover Bid) : 회사 인수 제안, 공개 매수, 목표 회사에 분사·매각·분할 압박, 제3자의 합병 제안을 지지

\* 출처 : S&P Global

\* 행동주의 캠페인은 주주관여(비대립적 의사소통 등) → 주주제안 → 반대표 행사 → 위임장 대결 등 점차 공격적인 수단으로 전개되는 것이 일반적(출처 : 삼일 PwC)

< (참고) 미국에서 전개된 행동주의 캠페인 분류 및 횡수('00년~'23년) >



\* 출처 : S&P Capital IQ

② 한국의 행동주의 캠페인 현황 및 전망

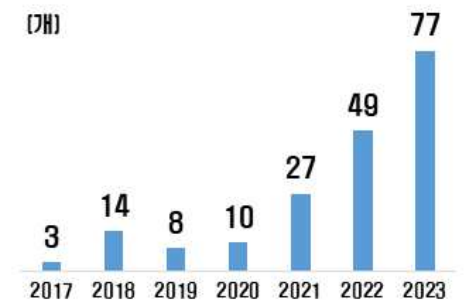
- 한국 기업을 대상으로 한 행동주의 펀드의 캠페인은 증가 추세
- 행동주의 펀드의 타겟이 된 우리나라 기업은 2017년 3개에 불과했으나 이후 지배구조 규제 정책의 강화와 함께<sup>주1)</sup> 가파른 상승세<sup>주2)</sup>
- \* 주1) ▶ 국민연금 스튜어드십 코드 도입('18년) ▶ 감사위원 분리선출('20년) ▶ 물적 분할 이후 자회사 상장시 반대주주에게 주식매수청구권 부여('22년)
- \* 주2) 행동주의 펀드의 타겟이 된 한국 기업수(Insightia) : 3개('17년)→ 14개('18년)→ 8개('19년)→ 10개('20년)→ 27개('21년)→ 49개('22년)→ 77개('23년)

< 기업 지배구조 규제 관련 주요 정책 >

연도	주요 내용
2018	국민연금 스튜어드십 코드 도입
2020	감사위원 분리선출
2022	물적 분할 이후 자회사 상장시 반대주주에게 주식매수청구권 부여
2024	이사 충실의무 범위 확대, 집중투표제 의무화 등(입법 발의 중)

\* 출처 : 한경협

< 행동주의 펀드 타겟 한국 기업수 >



\* 출처 : Insightia

□ 최근 논의되는 상법개정안 등이 법제화된다면 행동주의 펀드의 요구가 쉽게 관철될 수 있는 환경이 마련되어 행동주의 캠페인 증가 전망

(참고) 상법 개정안 주요 내용

- [이사 충실의무 확대] 상법상 회사에 대한 이사의 충실 의무를 회사에서 회사와 전체 주주의 이익으로 확대하는 개정안 추진
- [집중투표제 의무화] 이사 선출시 집중투표제 의무화(자산 2조원 이상 상장회사)
  - \* 집중투표제 : 2인 이상 이사 선임시 1주당 선임이사의 수만큼 의결권 부여
- [감사위원 분리선출 확대] 분리 선출하는 감사위원 인원을 1명에서 전원으로 확대하고 최대주주와 특수관계인 합산 의결권을 3%로 제한
  - \* 감사위원 분리선출 : 이사로 선임 후 감사위원으로 선임하는 방식이 아니라, 감사위원을 먼저 선임하고, 선출된 감사위원을 이사로 선임

- 회사의 미래 성장을 위한 구조조정·지배구조 개편 결정 등에 대해서도 주주의 비례적 이익 위반을 이유로 손쉽게 경영 의사결정 지연 가능
  - 지분을 희석 : 회사 합병과 분할, 지주회사 전환 과정에서 소액주주의 지분율이 희석되었다는 이유만으로 이사의 충실의무 위반 주장 가능
  - 내부거래 : 계열사 간 정당한 거래임에도 일부 주주가 회사 재산을 지배주주에게 이전시켜 주주의 비례적 이익을 침해했다고 주장 가능
- \* 이외 과소·과다 배당, 자사주 취득·未소각 등 주주간 의견 분쟁 요인 증가
- 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 확대 등이 입법화시, 행동주의 펀드가 단기에 직접 이사회 등을 장악할 수 있는 가능성이 높아짐

- 일본도 상장사들에 대한 지배구조 개선안이나 각종 투자 지표가 공시되면서, 전세계 행동주의자들의 공격 대상으로 급부상
  - \* 日 액티비스트 펀드수(IR재팬, 개): 7('14년)→16('17년)→69('23년), 최근 6년 4.3배 ↑
  - \* 日 액티비스트 캠페인(건): 15('14년)→55('17년)→103('23년), 최근 6년 1.9배 ↑
- 글로벌 행동주의 펀드는 에너지(코스모에너지), 인프라(케이세이전철) 등 국민 삶과 직결되는 기간산업까지 공격
- 일본은 행동주의 펀드를 막기 위해 反액티비스트법을 추진('20년)했으나 해외투자자의 반대로 원안에서 후퇴, 행동주의 활동의 증가세를 막지 못함
  - \* 反액티비스트법 원안 : 외국인의 상장사 투자 시 사전신고의무 강화(지분율:10%→1%)

### ③ 해외사례 및 본 연구의 배경

- Matthew R.Denes 외(2017)는 리뷰 논문을 통해 행동주의 펀드가 비대립적으로 개입할 경우 기업의 주가 및 경영 실적이 개선됨을 주장
- 행동주의 펀드는 수익률이 시장 및 비교 대상 기업의 수익률보다 낮은 기업을 대상으로 캠페인을 전개하는 경향을 보임
- 행동주의 캠페인이 기업가치 제고에 긍정적인 효과를 나타내는 사례가 점차 증가하고 있으며, 주주제안보다 주주관여(비대립적)가 더 효과적
  - \* 행동주의 펀드의 주주제안은 기업가치나 수익률의 변화에 유의하지 않음
  - \* 전체 연구 내용 및 구체적인 방법론은 참고문헌의 Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research 참조
- 비교적 최신 연구인 DesJardine&Durand(2020)\*에 따르면 행동주의 펀드 개입은 단기에 주가를 부양하지만, 장기적으로 기업가치에 부정적
  - \* 5년 이상 행동주의 펀드 개입의 장기효과를 추적, 행동주의 개입이 장기적으로 기업가치(Tobin의 Q, 시가총액/총자산)를 하락시킨다고 분석

- 행동주의 펀드가 목표로 삼은 기업은 그렇지 않은 기업 대비 기업가치가 첫 1년간 7.7% 상승하지만 4년 뒤 4.9% 하락, 5년 뒤 9.7% 하락
- 행동주의 펀드의 경영개입을 받은 기업은 평균 5년 이내에 직원 7% 감소, R&D 투자금액 9% 감소한 것으로 나타남
  - \* 전체 연구 내용 및 구체적인 방법론은 참고문헌의 Disentangling the effects on hedge fund activism on firm financial and social performance를 참조
- [연구배경] 행동주의 캠페인이 성공한 기업의 기업가치 변화를 분석해, 상법개정안 통과 등으로 행동주의 펀드가 활성화 될 경우 영향 가늠
- 기업 의사결정에 대해 주주 간 갈등 소지를 확대하는 상법개정안 등이 통과될 경우, 행동주의 캠페인 빈도와 성공횟수가 증가할 것으로 전망
- 이 같은 전개가 국내 증시 저평가 해소라는 본래의 정책 취지에 부합하는지에 대해 간접적으로 검증하여 실효성 검증

## II. 연구방법

### 1 분석 대상 기업 선별

- '00년~'23년 동안 행동주의 캠페인의 대상이 된 미국 상장사를 선별한 뒤, 이 기업들을 캠페인의 성공 여부에 따라 분류
- S&P에서 제공하는 재무데이터 플랫폼 Capital IQ를 이용, '00년~'22년 동안 모든 종류의 행동주의 캠페인을 겪은 기업들을 선별
  - \* 주주제안, 위임장 대결 위협 및 경쟁, 비대립적 의사소통 및 이사회 요청, 소송제기 위협, 반대표 행사, 인수제안 등 2~3p에 서술된 행동주의 캠페인 모두 포괄
  - \* 캠페인 성사 이후 최소 1년을 관찰하기 위해 '23년 캠페인 대상기업은 제외
- 행동주의 캠페인이 전부 혹은 일부 수용된 경우 캠페인 성공, 중도 철회 혹은 전부 거부된 경우 실패로 분류

#### (참고) 행동주의 캠페인을 겪은 기업들을 선별해야 하는 이유

- 행동주의 캠페인이 성공한 기업이라 해도 기업가치의 변화에는 행동주의 펀드의 타겟이 되었다는 사실, 캠페인이 전개되었다는 사실에 따른 효과 역시 상존
- 행동주의 펀드의 타겟, 캠페인 전개의 영향을 통제하고 캠페인 성공 여부에 따른 효과만을 측정하기 위해 캠페인이 전개되지 않은 기업은 제외

#### < 행동주의 캠페인 성공 기업 VS. 일반기업 >

		행동주의펀드 타겟 여부	행동주의 캠페인 겪음	행동주의 캠페인 성공경험
행동주의 캠페인 성공 기업		○	○	○
일반 기업	행동주의 캠페인 실패 기업	○	○	X
	행동주의 캠페인을 겪지 않은 기업	X	X	X

- \* Ex1) 행동주의 캠페인 성공 기업 VS. 일반 전체 기업 : 해당기업 기업가치의 변화가 타겟 여부, 캠페인이 착수, 캠페인이 성공 중 무엇 때문인지 구분할 수 없음
- \* Ex2) 행동주의 캠페인 성공 기업 VS. 행동주의 캠페인 실패 기업 : 다른 모든 조건이 동일한 채 오로지 캠페인 성공 유무만 다름

- 단, 이상치로 분석이 왜곡될 가능성을 낮추기 위해 시가총액과 자산 10억 달러 이하의 기업은 분석에서 배제
- \* 분석의 강건성을 확인하기 위해 [첨부I]에 9억, 11억 달러를 기준 분석결과도 제시

### 2 연구에 활용할 변수 선정

- [종속변수] Tobin의 Q를 이용, 기업가치를 평가
- 기업가치를 평가하기 위해 기업의 총 시장가치(시가총액, 기말기준)을 총 자산가치(총자산)으로 나눈 값인 Tobin의 Q<sup>주3)</sup>를 활용
  - \* 주3) 경제학자 제임스 토빈이 제안한 지표로서, Q가 1보다 높다면 기업의 가치가 고평가, 1보다 낮다면 저평가되어 있음을 의미
- [독립변수] 캠페인 성공 시점을 기준으로 전후 기간의 더미변수 사용
- 행동주의 캠페인이 성공한 연도는 1, 그 외의 경우에는 0의 값을 가지는 이산변수 생성
  - \* 행동주의 캠페인 성공의 시간적 결과를 오인하지 않기 위해 동일한 기업을 대상으로 여러번 캠페인이 성공했어도 최초의 성공 이외의 시기는 0으로 분류
- 캠페인 성공 전후 시기 비교를 위해 성공 원년을 기준으로 0~2년 전, 캠페인 성공 1~3년 후, 4년 이후를 의미하는 더미변수 생성
- [통제변수] 행동주의 펀드가 영향을 주긴 어렵지만 기업가치에 영향을 주는 다양한 재무지표를 사용해 기타 요인에 의한 영향 통제
- log(총자산) : Tobin의 Q를 계산할 때 분모에 총자산이 있으므로 동일한 자산규모일 때 기업 가치를 비교하기 위해 통제변수로 삽입
- 자산 대비 부채규모 : 재무지표에서 자주 사용되는 부채비율의 경우 부채총액/자기자본으로 계산돼 이상치가 많아<sup>주3)</sup> 부채총액/총자산 사용
  - \* 주3) 자기자본=자산-부채로, 자기자본이 음수이거나 매우 작을 경우 부채비율이 음수 혹은 무한에 가까운 값을 지니게 되어 회귀분석 결과 왜곡

- 유동성 : 기업의 총 현금과 단기투자를 총자산으로 나누어 사용
- 매출성장률 : 2년간 매출성장률의 기하평균 사용

< 분석에 사용된 변수 >

변수명	설명
log(총자산)	총자산의 자연로그값
자산 대비 부채규모	총부채/총자산
유동성	(총현금+단기투자)/총자산
매출성장률	2년간 매출성장률 기하평균
연도별 더미변수	각 연도별로 해당연도면 1, 아니면 0을 가지는 변수

\* 위 통제 변수들이 행동주의 캠페인의 영향을 받아 변화할 가능성이 존재하여 총자산과 연도별 더미변수만을 통제변수로 가지는 추정결과 역시 [첨부2]에 제시

(참고) 행동주의 캠페인 단기효과와 장기효과

- 대다수의 행동주의 캠페인 효과 선행연구는 행동주의 캠페인 성공 후 1~3년 간 효과를 관찰하여, 해당 기간 동안 기업가치가 제고된다는 연구결과 도출
- 그러나 캠페인 성공 4~5년 후 기업가치가 하락된다는 선행연구 또한 존재
- 따라서 본 연구에서는 행동주의 캠페인 성공 이후 1~3년을 단기 효과, 4년 이후를 장기 효과로 구분하여 분석
- \* DesJardine&Durand(2020)는 행동주의 펀드가 1~2년, 길게는 3년간 주식을 보유하며 주가 상승 이후에는 주식을 매각한다고 주장

3 분석 모형

$$Tobin'sQ = \beta_1 \cdot pre + \beta_2 \cdot shortterm + \beta_3 \cdot longterm + \beta \cdot Control Variable$$

- pre : 행동주의 캠페인 성공 0~2년 전(-3<t≤0)
- shortterm : 행동주의 캠페인 성공 1~3년 후(0<t≤3)
- longterm : 행동주의 캠페인 성공 4년 이후(3<t)
- Control Variable : 통제변수들의 NX1 행렬
- $\beta_n$  : 회귀계수
- $\beta$  : 회귀계수인 1XN 행렬

- 기간별 더미변수를 활용해 행동주의 캠페인 성공 이전과 비교한 기업 가치 수준을 측정 및 비교
- pre : 행동주의 캠페인이 성공한 기업은 캠페인 전에 기업가치가 어떠한 수준인지 측정
- shortterm : 행동주의 캠페인 성공 이후 1~3년 후의 기업가치 수준을 측정해 단기적 효과 추정
- longterm : 행동주의 캠페인 성공 이후 4년 이후의 기업가치 수준을 측정해 장기적 효과 추정
- 패널 회귀분석을 통해 효과 추정
- 랜덤효과<sup>주4)</sup> 고정효과<sup>주5)</sup> 중 하우스만 검정<sup>주6)</sup>을 통해 적합한 방법 선택
- \* 주4) 개별단위의 특성이 설명변수들과 무관하게 무작위로 분포되어 있다고 가정하고 확률적 오차항을 사용하는 패널분석 방법
- \* 주5) 개별단위의 고유한 특성이 설명변수들과 상관관계가 있다고 가정해 개별단위에 대해 고유한 절편을 두는 패널분석 방법
- \* 주6) 개별단위의 고유한 특성이 설명변수들과 무관한지 검정하는 방법

- 이분산성<sup>주7)</sup> 제어를 위해 강건 표준오차(Robust Standard Errors)<sup>주8)</sup> 사용
  - \* 주7) 회귀모형 오차항의 분산이 개체의 특성에 따라 달라지는 것으로, 이분산성이 존재함에도 회귀분석을 사용할 경우 통계적 유의성을 과소/과대 추정
  - \* 주8) 이분산성 등 오차항의 비정상적 분산을 보정한 표준오차

□ 결과 해석 방법

- 각각 회귀계수는 모두 캠페인 성공 3년 이전 및 방어 성공 기업과 비교해 얼마나 저평가 혹은 고평가 되어있는지로 해석해 통일성 확보
- 이렇게 얻은 회귀계수 값(A)을 분석대상 Tobin의 Q 평균(B)으로 나누어 (A/B\*100) 기업가치가 얼마나 변화했는지를 추정
  - \* ex) 행동주의 캠페인 성공 3년 후의 계수가 a이고 분석대상 Tobin의 Q 평균이 b라면, 캠페인 성공 이후 3년이 지난 시점의 기업가치는 (a/b+1)\*100%

□ 추가 분석

- 고용, 자본적 지출, 배당은 행동주의 캠페인에 의해 영향을 받는 중요한 전략적 의사결정의 결과로서, 캠페인 성사 전후의 변화를 관찰

< 행동주의 캠페인의 영향을 받을 것으로 추정되는 전략적 의사결정 >

변수명	설명
고용	전일제(Full-time) 근로자
자본적 지출	기업이 물리적 자산을 구입하거나 기존 자산을 유지 및 개선하기 위해 지출하는 비용 (설비, 건물, 기계 등 장기 자산에 대한 투자 등)
배당총액	기업이 주주들에게 배당금으로 지급한 금액의 합계

### III. 연구결과

#### 1 관심변수 기초 통계량 및 상관관계

□ 기초 통계량 및 상관관계

- 시가총액과 총자산이 10억 달러 이상으로 '00년~'22년 동안 행동주의 캠페인이 전개된 기업은 총 970개, 캠페인이 성공한 기업은 549개
  - \* 모든 기간('00~'23년, 24개)에 대해 시계열 데이터를 가지고 있는 기업은 331개 (34.1%), 중위 수준의 기업은 19개년도에 대해 시계열 데이터를 가지고 있었음
- 개별 변수들의 기초통계량은 다음과 같음

< 개별 변수들의 기초통계량 >

변수명	관측치	평균	표준편차	최소값	최대값
Tobin의 Q	11,013	1.35	1.45	0.005	20.02
캠페인 허용 집단	16,002	0.55	0.50	0	1
캠페인 대상 집단	16,002	1	0	1	1
log(총자산)	11,883	16.24	1.49	13.82	22.08
자산대비 부채	11,881	0.31	0.22	0	3.28
유동성	11,852	0.11	0.14	0.00002	0.96
매출액성장률(%)	11,724	0.12	0.98	-0.95	84.7
전일제 근로자(천명)	9,631	42,227	121,460	10	2,300,000
자본적 지출(천달러)	11,280	1,132,407	2,859,378	11.21	6,360,000
배당총액(천달러)	4,970	870,128	1,947,321	0	2,070,000

○ 분석대상 중 개별 변수들의 상관관계는 다음과 같음

\* 괄호 안은 유의확률, 볼드 표시는 유의확률이 0.05 이하임을 의미

< 개별 변수들간 상관관계 >

	TobinQ	캠페인 성공 집단	log (총자산)	자산 대비 부채	유동성	매출액 성장률	전일제 근로자	자본적 지출	배당총액
TobinQ	1.0000								
캠페인 성공 집단	0.0108 (0.256)	1.0000							
log (총자산)	<b>-0.2136</b> (0.000)	-0.0054 (0.557)	1.0000						
자산대비 부채	<b>-0.0677</b> (0.000)	<b>0.0205</b> (0.025)	<b>-0.0473</b> (0.000)	1.0000					
유동성	<b>0.3924</b> (0.000)	-0.0041 (0.656)	-0.0135 (0.141)	<b>-0.2155</b> (0.000)	1.0000				
매출액 성장률	<b>0.0536</b> (0.000)	-0.0056 (0.546)	<b>-0.0330</b> (0.000)	-0.0046 (0.618)	<b>0.0345</b> (0.000)	1.0000			
전일제 근로자	<b>0.0215</b> (0.0416)	<b>-0.0379</b> (0.000)	<b>0.3275</b> (0.000)	-0.0101 (0.323)	-0.0101 (0.321)	-0.0167 (0.103)	1.0000		
자본적 지출	<b>-0.0328</b> (0.001)	0.0112 (0.233)	<b>0.5132</b> (0.000)	0.0036 (0.703)	<b>-0.0593</b> (0.000)	-0.0086 (0.368)	<b>0.4109</b> (0.000)	1.0000	
배당총액	<b>0.1266</b> (0.000)	<b>0.0536</b> (0.000)	<b>0.5640</b> (0.000)	0.0022 (0.838)	<b>0.1188</b> (0.000)	<b>-0.0253</b> (0.021)	<b>0.3550</b> (0.000)	<b>0.6523</b> (0.000)	1.0000

② 회귀결과

□ 하우스만 검정 결과 고정효과 패널 분석을 이용

< 회귀결과 (하우스만 검정) >

	Random Effect		Fixed Effect	
	회귀계수	(유의확률)	회귀계수	(유의확률)
캠페인 성공집단	0.136	*		
개입 직전(0~2년전)	-0.221	***	<b>-0.217</b>	***
개입 이후 단기(1~3년 후)	-0.191	***	<b>-0.199</b>	***
개입 이후 장기(4년 이후)	-0.203	***	<b>-0.230</b>	***
log(총자산)	-0.311	***	<b>-0.420</b>	***
자산대비 부채규모	-0.213	***	<b>-0.251</b>	***
유동성	+1.859	***	<b>+1.195</b>	***
매출액성장률	+0.042	***	<b>+0.041</b>	***
상수항	+6.386	***	<b>+8.346</b>	***
연도별 FE	YES		YES	
관측치	10,947		10,947	
하우스만 검정	$\text{chi2}(30) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$ $= 150.58$ $\text{Prob} > \text{chi2} = 0.0000$ ⇒ 고정효과(Fixed effect) 모형 선택			

\* 주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

□ 강건표준오차를 통해 이분산성을 제어해도 관심 변수는 높은 유의수준

< 회귀결과(강건표준 오차 이용한 고정효과 모형) >

	회귀계수	(유의확률)
개입 직전(0~2년전)	-0.217	***
개입 이후 단기(1~3년 후)	-0.199	**
개입 이후 장기(4년 이후)	-0.230	*
log(총자산)	-0.420	***
자산대비 부채규모	-0.251	
유동성	+1.195	***
매출액성장률	+0.041	
상수항	+8.346	***
연도별 FE	YES	
관측치	10,947	

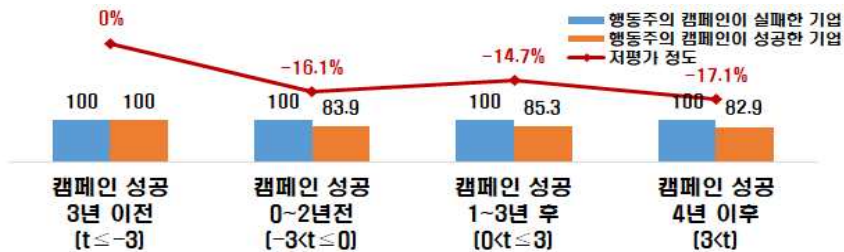
\* 주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미



### 3 결과해석 및 추가분석

- 행동주의 캠페인의 성공은 일시적으로 기업 가치를 개선하는 것으로 보이지만, 4년 이후에는 캠페인 성공 이전 보다 저평가 심화
- 행동주의 펀드의 타겟이 된 기업의 가치가치(시총/자산)는 평균적으로 1.35이며 기간별 더미변수의 회귀계수를 이 값으로 나누어 저평가 정도를 평가
- 행동주의 캠페인은 기업가치가 저평가된 기업을 중심으로 성공
  - \* 캠페인이 성공한 기업의 성공 0~2년 전 기업가치는 행동주의 캠페인이 실패한 기업들의 가치에 비해 약 16.1% 저평가
- 행동주의 캠페인 성공후 기업가치는 성공 0~2년 전 기업가치를 일부 개선
  - \* 캠페인이 성공한 기업의 성공 1~3년 후 기업가치는 캠페인 성공 0~2년 전 기업가치와 비교해 약 1.4%p 개선( $\Delta 16.1\% \rightarrow \Delta 14.7\%$ )
- 그러나 캠페인 성공 이후 1~3년간 개선된 기업가치는 4년 이후 2.4%p 악화되어 캠페인 성공 직전에 비해 저평가 심화
  - \* 캠페인 성공 0~2년 전  $\Delta 16.1\% \rightarrow$  성공 1~3년 후  $\Delta 14.7\% \rightarrow$  성공 4년 후  $\Delta 17.1\%$

#### < 행동주의 캠페인 전후 기업가치(Tobin의 Q)의 상대적 변화 >



- \* 행동주의 캠페인의 성공은 행동주의 펀드의 요구가 전부 또는 일부 수용된 경우를 의미, 행동주의 캠페인의 실패는 행동주의 펀드의 요구가 전부 거절 또는 중도 철회된 경우를 의미
- \* ■는 행동주의 캠페인이 실패한 기업들의 가치(■)를 100으로 가정했을 경우의 상대적 가치

- 행동주의 캠페인 성공 이후 단기적으로 기업의 자본적 지출과 고용이 위축되는 등 기업의 펀더멘탈은 약화되는 반면, 배당은 증가하는 경향
- 행동주의 캠페인 성공 1년 전후 비교 결과, 평균적으로 자본적 지출 14억\$(10.7%)·고용 1,200명(3.0%) 감소, 배당총액 13억\$(14.9%) 증가

#### < 행동주의 캠페인 이후 기업의 전략적 결정(해당기업들 평균) >

	캠페인 1년 전(A)	캠페인 1년 후(B)	변화 폭 (B-A)	변화율 (변화폭/A)
전일제 근로자 수(명)	39,916	38,716	$\Delta 1,200$	$\Delta 3.0\%$
자본적 지출액(천달러)	1,339,318	1,195,840	$\Delta 143,478$	$\Delta 10.7\%$
배당총액(천달러)	896,333	1,029,710	+133,377	+14.9%

- 회귀분석 결과, 행동주의 캠페인의 성공은 장기적으로 배당총액을 유의미하게 증가시키진 않지만, 고용과 자본적 지출액을 감소시킴
- 행동주의 캠페인 성공은 장기적으로도 전일제 근로자 약 5.6%, 자본적 지출액 약 8.4%를 감소시키며 비가역적인 고용 및 투자 감소 야기
  - \* 행동주의 캠페인 이전과 비교해 회사가 고용했을 인원, 지출했을 투자규모에 비해 현재의 고용과 투자규모가 감소했다는 의미
  - \* 구체적 분석 방법은 p.16 (참고)에 설명
- 반면 기업 배당총액의 증가는 유의하지 않아 행동주의 캠페인 성공이 기업의 배당성향을 근본적으로 바꾸지 못하는 것으로 추정

#### < 행동주의 캠페인 이후 기업의 전략적 결정(장기효과) >

고용(전일제 근로자 수)	자본적 지출액	배당총액
-5.6%	-8.4%	(유의하지 않음)

**(참고) 행동주의 캠페인이 고용, 자본적 지출, 배당총액에 미치는 장기 영향**

- 고용, 자본적 지출, 배당총액의 자연로그값을 각각 종속변수로 사용
- 행동주의 캠페인이 성공한 이후 1의 값을 가지는 이산변수와 연도, 기업 FE 및 상관관계 분석에서 유의했던 변수를 통제변수로 가지는 패널분석

< 회귀결과(강건표준오차) >

	log(전일제 근로자)	log(자본적 지출액)	log(배당총액)
개입효과	-0.057 *	-0.087 **	-0.082
log(총자산)	0.813 ***	0.660 ***	0.499 ***
유동성		-0.498 ***	-0.404
매출액증가율			-0.018
log(전일제 근로자)		0.234 ***	0.176 *
log(자본적 지출)			0.161 ***
상수항	-3.240 ***	-0.090	-0.350
회사별 FE	YES	YES	YES
연도별 FE	YES	YES	YES
관측치	5,630	5,328	3,697

\* 주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

< 결과해석 >

- 행동주의 개입 이후 고용 감소 =  $e^{-0.057} - 1 = -5.57\%$
- 행동주의 개입 이후 자본적 지출 감소 =  $e^{-0.087} - 1 = -8.36\%$

**IV. 결론 및 제언**

- 행동주의 캠페인은 기업가치가 저평가된 기업들을 중심으로 성공하며 성공 이후 약 3년 가량 기업가치를 일정 부분 개선
- 행동주의 캠페인은 기업가치(시가총액/총자산)가 저평가된 기업을 중심으로 성사되는 경향(성공시점 전 0~2년 기간 동안 16.1% 가량 저평가)
- 행동주의 캠페인이 성공한 이후 3년 이내 기업의 가치는 소폭 상승해 기업가치의 저평가가 일부 해소(△16.1% → △14.7%)
- 하지만 4년 이후 기업가치는 행동주의 펀드 개입 이전보다 저평가 심화
- 캠페인 성공 시점으로부터 4년 이후의 기업가치는 0~2년 전 기업가치(△16.1%)에 비해 약 1%p 하락(△17.1%)하는 것으로 분석
- 단기적으로 일부 해소됐던 기업가치 저평가 수준은 4년 이후 오히려 심화
- 주주 행동주의 캠페인이 확대되어 성공 빈도가 높아지면 장기적으로 기업가치 하락을 초래하므로 급격한 캠페인 활성화 여건 조성 지양 필요
- 이사 충실의무 확대, 집중투표제 의무화, 감사위원 전원 분리선출 등 상법개정안은 글로벌 행동주의 펀드의 캠페인을 급증시킬 유인 제공
- 근본적으로 기업 경쟁력을 제고하여 투자·고용 확대 등 기업 펀더멘털 강화로 수익성과 배당여력을 확보하는 지속가능한 기업가치 제고 필요
- 글로벌 스탠다드에 맞지 않는 상속세<sup>주9)</sup>와 법인세<sup>주10)</sup> 개선, R&D<sup>주11)</sup> 및 시설투자 지원<sup>주12)</sup> 확대를 통해 기업 경제력과 펀더멘털 제고 필요

\* 주9) [상속·증여세 최고세율] 한국 50% VS. OECD 평균 27.1%, OECD 2위

\* 주10) [법인세 부담률] 한국 5.4% VS. OECD 평균 3.8%, OECD 3위

\* 주11) [대기업 R&D 세액공제율] 0~2%, OECD 30위

\* 주12) ex) 통합투자세액 공제 대상 확충(토지·건물, 항공기, 선박 등 포함)

## ※ [첨부1] 자본시총 9억 달러 / 11억 달러 기준에서 회귀계수

- 분석 결과의 강건성 확인을 위해 자본시총 10억 달러 이상이었던 표본 선정 기준을 9억 달러와 11억 달러로 각각 변경해 회귀분석 진행
- 본문 분석과 동일한 Robust 표준오차를 활용한 고정효과 분석 진행
- 유의확률과 결과해석에 영향을 미치지 않아 강건함을 확인
- [10억 달러 이상 VS. 9억 달러 이상 저평가 정도] (0~2년 전) 16.3% VS. 16.4%, (1~3년 후) 14.7% VS. 15.3%, (4년 이후) 17.1% VS 17.6%
- [10억 달러 이상 VS. 11억 달러 이상 저평가 정도] (0~2년 전) 16.3% VS. 15.3%, (1~3년 후) 14.7% VS. 14.0%, (4년 이후) 17.1% VS 15.5%

### < 회귀결과(강건표준 오차 이용한 고정효과 모형) >

	10억달러 이상 회귀계수	9억달러 이상 회귀계수	11억달러 이상 회귀계수
개입 직전(0~2년전)	-0.217 ***	-0.220 ***	-0.206 ***
개입 이후 단기(1~3년 후)	-0.199 **	-0.206 **	-0.188 **
개입 이후 장기(4년 이후)	-0.230 *	-0.236 *	-0.209 *
log(총자산)	-0.420 ***	-0.415 ***	-0.410 ***
자산대비 부채규모	-0.251	-0.271	-0.264
유동성	+1.195 ***	+1.110 ***	+1.113 ***
매출액성장률	+0.041	+0.042 ***	+0.043 ***
상수항	+8.346 ***	+9.696 ***	+8.172 ***
연도별 FE	YES	YES	YES
관측치	10,947	11,247	10,728

\* 주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

## ※ [첨부2] 최소 통제변수 회귀분석 결과

- 본 연구에서 통제변수로 활용되었던 자산 대비 부채, 유동성, 매출액 성장률 등을 통제변수에서 제외한 회귀분석 진행
- 본문 분석과 동일한 Robust 표준오차를 활용한 고정효과 분석 진행
- 통제변수를 최소화했을 때도 결과해석이 달라지진 않았으며 오히려 본 연구는 행동주의 펀드의 악영향을 보수적으로 측정했음을 확인
- 통제변수를 활용했을 때에 비해 유의확률이 더욱 강건했으며, 장기적 저평가 정도는 더욱 심화되는 것으로 측정
- [본 연구 VS. 통제변수 제거] (0~2년 전) 16.3% VS. 16.3%, (1~3년 후) 14.7% VS. 15.5%, (4년 이후) 17.1% VS 18.5%

### < 회귀결과(강건표준 오차 이용한 고정효과 모형) >

	본 연구 회귀계수	통제변수 최소화 회귀계수
개입 직전(-3<t≤0)	-0.217 ***	-0.220 ***
개입 이후 단기(0<t≤3)	-0.199 **	-0.209 **
개입 이후 장기(3<t)	-0.230 *	-0.249 **
log(총자산)	-0.420 ***	-0.469 ***
자산대비 부채규모	-0.251	
유동성	+1.195 ***	
매출액성장률	+0.041	
상수항	+8.346 ***	+9.137 ***
연도별 FE	YES	YES
관측치	10,947	11,013

\* 주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

## 참고문헌

---

### [국내문헌]

---

- 삼일회계법인 (2021). 주주행동주의의 이해와 이사회 가이드
- 김준석, 강소현 (2023). 코리아 디스카운트 원인 분석, <자본시장 연구원 이슈보고서 23-05>
- 유정주, 손훈정 (2024). 美 10대 행동주의펀드의 기업경영 개입 파급영향, <한국경제인 협회 보고서>

### [해외문헌]

---

- Lucian A. Bebchuk & ALon Brav & Wei Jiang(2015). The long-term effects of hedge fund activism, No. w21227. National Bureau of Economic Research, 2015.
- Matthew R. Denes & Jonathan M. Karpoff & victoria B. McWilliams(2017). Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research
- Mark R. DesJardine & Rodolphe Durand (2020). Disentangling the effects og hedge fund activism on firm financial and social performance, Strategic Management Journal 41(6), 1054-1082P
- Andrew C.baker(2021). The Effects of Hedge Fund Activism, Working paper
- Michael Adebawale & Onipe Adabenege Yahaya(2024). The Impact of Shareholder Activism on Firm Value, Organization and Markets in Emerging Economies, 2024,vol.15,no.1(30), 209-250p