P&G vs Trian의 위임장 대결 및 시사점

김 선 민 선임연구원 (smkim@cgs.or.kr)

▶ 지난 2017년 10월 10일, P&G는 임시주주총회에서 미국계 헤지펀드인 Trian과 위임장 대결을 벌였으며, 그 결과 Trian이 추천한 넬슨 펠츠 후보가 미미한 표차이로 P&G의 사외이사로 선임됨

▶ P&G와 Trian의 사례를 통해 해당 회사에 대한 기관투자자의 문제제기부터 사전 대화 및 논의, 위임장 대결에 이르기까지 다양한 주주활동 방식을 살펴 볼 수 있음

▶ 무엇보다 기관투자자와 기업이 주주들의 지지를 얻기 위해 각자가 제안한 안건의 정당성을 확보하는 과정이 잘 나타나 있다는 점에서 주주활동이 생소한 국내 기관투자자와 기업이 참고할 만한 좋은 모범 사례임

배경

□ 지난 2017년 10월 10일, 미국의 생활용품 제조업체인 Procter & Gamble (이하 P&G)은 임시주주총회에서 행동주의 투자자인 넬슨 펠츠(Nelson Peltz)가 이끌고 있는 Trian Partners[1](이하 Trian)와 위임장 대결을 함

○ 언론보도에 따르면, P&G의 시가총액은 2,228억 달러로 그동안 Trian이 상대해 온 기업 중 가장 큰 규모임[2][3]

- 2017년 7월 기준으로 Trian은 P&G 지분의 1.5%을 보유함

□ 지난해 9월 6일, Trian은 P&G 주주총회 개최에 앞서 「Revitalize P&G Together」라는 백서를 발간함

○ Trian의 백서 발간은 주주제안의 주요 내용을 설명하고 이에 대한 근거를 제시함으로써 다른 주주들의 이해를 높이고 종국에는 이들의 지지를 얻는데 그 의의가 있음

○ Trian은 백서를 통해 P&G의 시장 점유율 하락, 브랜드 노후화, 취약한 지배구조, 장기적

1) 2005년에 설립된 행동주의 펀드로 P&G 이외에도 과거 Heinz(2006), Dupont(2015)사와 위임장 경쟁을 벌인바 있음
2) The Wall Street Journal, 2017.7.17., "Trian Launches Proxy Fight Against Procter & Gamble"
3) Trian은 그동안 Time Warner, eBay, Dupont, Target 등 미국의 굴지 기업들을 대상으로 위임장 대결을 벌인바 있음 (출처: 주석2)와 동일)

전략 수립 부재 등을 지적하면서 P&G의 변화를 요구함

○ 이에 P&G는 보도자료를 통해 Trian이 발간한 백서 내용은 현재 회사 내부사정을 잘 반영하지 못하고 있으며 잘못된 정보가 포함되어 있다고 반박함[4)]

□ 이 당시 이들의 위임장 대결은 6,000만 달러의 막대한 비용이 든 미국 역사상 유례없는 대결로 주목을 받았으며,[5)] Trian의 제안이 대다수의 기관투자자들로부터 지지를 얻을지 관심이 쏠려 있는 상황이었음

□ 본 고에서는 P&G와 Trian의 위임장 대결 사례를 통해 기관투자자의 주주활동과 기업의 대응을 살펴보고 이로부터 시사점을 도출하고자 함

P&G vs Trian의 위임장 대결

□ 이번 위임장 대결의 핵심은 주주제안으로 올라온 넬슨 펠츠의 이사 선임의 건으로, Trian은 넬슨 펠츠가 전문성 및 경험 측면에서 P&G 사외이사로 적임자이며 P&G 재건에 꼭 필요하다고 주장함

○ 이런 주장을 뒷받침하고자 Trian은 P&G의 시장점유율 하락을 지적함

- 이에 대한 원인을 낮은 총주주수익률(total shareholder return, 이하 TSR), 이사회 전문성 부족, CEO 전문성 및 단임, 장기적 전략 수립 및 성과 연동 보수프로그램 부재에서 찾음
- 더불어 주주 및 기업가치 극대화를 위한 장기전략 수립, 전문성을 갖춘 이사 선임, 성과와 연동된 보수 체계 마련 등의 개선안을 제시함

□ 반면, P&G는 시장 점유율 확보에 도움이 되는 유명 브랜드를 보유하고 있으며 회사는 이미 장기적 주주가치를 극대화 시키는데 유리한 조건을 가지고 있다고 Trian의 주장을 반박함[6)]

○ P&G는 같은 기간 회사의 TSR은 21%로 S&P500 기업보다 높은 수준이며, 2017년 8월 기준 으로 TSR(28%)은 동종업계 대비 12% 상회하였다고 해명함

○ 또한, P&G 이사들의 전문성을 문제 삼은 것을 두고 P&G 이사회는 이사의 전문성을 고려하여 이사를 선임하고 있다고 설명함

- 오히려 넬슨 펠츠의 과거 이력이 식음료 분야에 한정되어 있어서 소비재(consumer packaged goods) 산업 분야의 전문가라고 보기 어렵고 P&G의 이사로 적합하지 않다고 주장함

4) P&G Press Release, 2017.9.7., "P&G Highlights Strong Results of Ongoing Transformation In Response to Trian White Paper"
5) The New York Times, 2017.10.16., "Procter & Gamble's Count Shows How Close Proxy Vote was"
6) 주석4)와 동일

□ 일각에서는 Trian이 P&G 측에 제안한 내용이 기존의 행동주의 기관투자자의 행보와 차별성이 있다고 분석함[7][8]

○ 우선, Trian은 경영진 또는 이사회의 교체를 요구하지 않았으며, 사업분할, 연금 삭감, 자본적 지출(CAPEX) 축소, R&D비용 및 홍보 비용의 축소도 요구하지 않음

○ 대신 회사측에 장기적 성장 방안을 요구하였으며 이와 더불어 기존 이사회 구성원을 유지하되 넬슨 펠츠를 사외이사로 추가 선임할 것을 제안함

주주총회 결과

□ 주주총회 공식적인 표결 결과, 상대 후보 보다 42,780표 앞선 넬슨 펠츠가 가까스로 P&G 사외이사로 선임됨

○ 의결권 자문회사인 ISS와 Glass Lewis는 P&G 주주들에게 넬슨 펠츠의 이사 선임 안건에 대해 모두 찬성 권고를 한 바 있음[9]

- ISS는 기존 10명의 사외이사가 관련 산업 경험이 부족하고 이로 인해 업계 트렌드를 제대로 파악하기는 어려웠을 것이라고 언급하면서 "P&G 이사회는 소비재 산업 관련 경험이 풍부한 넬슨 펠츠를 사외이사로 선임함으로써 얻을 수 있는 이점이 많을 것"이라고 설명함

○ 그러나 P&G는 식료품업에 한정되어 있는 넬슨 펠츠의 과거 경력이 주력 산업인 휴지 및 면도기 산업의 전문성과 일치하지 않으며, ISS가 넬슨 펠츠 선임에 대한 기준을 너무 낮게 잡았다고 ISS의 권고사항을 비판함[10]

□ 또한, 주주총회 결과가 발표된 후 P&G의 주가는 폐장 후(after-hours) 거래에서 약 3% 상승하는 등 반등세를 보임[11]

□ Trian이 행동주의 펀드로 유명할지라도 빈번하게 위임장 경쟁을 시도하지 않는 기관투자자임을 고려하면, 이들의 위임장 경쟁 신호는 다른 기관투자자에게 큰 문제로 인식되어[12] 이번 표결 결과에 영향을 주었을 것으로 판단 됨

○ 언론 보도에 따르면 P&G 지분을 보유한 상위 5개 기관투자자 가운데 3곳의 기관투자자(Trian포함)가 주주총회 개최 전 넬슨 펠츠의 이사 선임 안건에 지지를 표한바 있음 (<표 1> 참고)[13]

7) https://corpgov.law.harvard.edu/2017/09/11/the-trianpg-proxy-contest/
8) 일반적으로 행동주의 투자자는 목적 달성을 위해 투자배제, CEO 또는 이사진 교체 요구, 자본구조 변경 등을 시도함 (출처: Lucian A. Bebchuck외 2인, 2015, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism", 「Columbia Law Review」, Vol.115, pp.1085-1155)
9) The Wall Street Journal, 2017.9.29., "Activist Nelson Peltz Gets Key Boost in P&G Proxy Fight"
10) 주석9)와 동일
11) Financial Times, 2017.11.15., "Trian says Nelson Peltz wins fight for P&G board seat"
12) The Wall Street Journal, 2017.7.17., "Proxy Fights Are a Rarity for Peltz's Trian"
13) The New York Times, 2017.10.10., "P&G Says Trian's Nelson Peltz Has Lost Bid for Board Seat: He Disagrees"

〈표 1〉 P&G의 상위 5개 기관투자자 현황 및 Nelson Peltz 이사선임 안건에 대한 사전 입장

기관투자자	지분율(%)	사전 입장
Vanguard Group Inc	7.36	경영진 지지
BlackRock Inc	6.33	Trian 지지
State Street Global Advisors Inc	4.55	Trian 지지
Capital Research & Mgmt Co.	2.15	-
Trian Fund Management LP	1.50	Trian 지지

* 출처: P&G 홈페이지, Wall Street Journal

시사점

□ 위의 사례는 국내 기관투자자와 기업에게 주주활동 방법 및 기업 대응에 관한 모범사례가 될 수 있음

○ 스튜어드십 코드가 도입됨에 따라 향후 국내에서도 주주활동이 활발해질 것으로 예상되나 국내 기관투자자와 기업들은 주주활동과 그 대응에 있어서 아직 생소한 단계임

- 아직까지 국내에서는 의결권 반대 행사만을 적극적인 주주활동으로 간주하는 경향이 있으나 해외에서의 주주활동 방식은 비공식 석상에서 이루어지는 경우가 더 많음[14]

□ P&G와 Trian의 사례는 양측 간 사전 대화 및 논의부터 위임장 대결에 이르기까지의 다양한 주주활동 및 대응을 잘 보여주고 있음

○ 우선, Trian은 회사가 직면한 상황을 다각도로 분석하여 문제점을 제기하고 이를 개선할 것을 공개적으로 요구함

- 이에 P&G는 보도자료와 주주총회 부속서류(proxy statement)를 통해 Trian이 제기한 문제점을 반박하고 회사가 내세운 전략의 논리적 근거를 제시하며 주주들을 설득함
- P&G의 경우, Trian과 여러 차례 비공식적인 대화를 시도하여 주주총회 개최 전 의견 조율 과정을 거치기도 함

○ 또한 주주총회 안건은 주주의 의사를 묻는 것으로 상정 안건에 대한 충분한 설명이 필요한데, Trian이 발간한 백서와 P&G의 주주총회 부속서류(proxy statement)에는 이들 주장의 타당성이 담겨 있으며 다른 주주들이 의사결정을 하는데 필요한 정보를 구체적으로 제공함[15]

- 국내 상장기업의 경우 주주제안이 상정되더라도 해당 안건이 주주제안임을 나타낼 뿐 제안자에 대한 정보, 제안 취지, 필요성 등 의사결정에 필요한 정보가 주주총회 소집공고나 기관투자자 홈페이지 등에 구체적으로 제시되지 않고 있음[16]

14) 이는 비공식 석상에서 이루어지는 주주활동일수록 성공 가능성이 더 높다고 생각하기 때문임
15) Trian은 홈페이지 공시를 통해 주주제안 정보 등에 관한 주주들의 접근을 용이하게 함
16) 상법 제363조의2는 주주제안자의 청구가 있는 경우 주주총회에서 발의된 안건에 대하여 설명할 기회를 제공하도록 하고 있음

- 금감원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에 공시된 '참고서류'에 주주제안 안건에 대한 설명이 담겨 있기도 하나[17] 그 내용이 충분하지 않고 이를 공시하는 경우도 드문 상황임
- 이는 아직까지 국내에서는 행동주의 투자자에 대한 부정적 인식이 강하고[18] 주주활동을 비용으로 간주하는 경향이 있어 기관투자자나 기업 모두 소극적이고 방어적인 주주활동을 하기 때문으로 사료됨[19]

□ 단, 위의 사례만을 보고 위임장 경쟁에서의 승패여부가 주주활동의 성공 여부를 결정짓는 다고 판단해서는 안 됨

○ 왜냐하면 행동주의 투자자들이 위임장 경쟁에서 패했다 하더라도 그 표차이가 미미하다면 위임장 경쟁 자체가 향후 기업에게는 부담으로 작용할 수 있기 때문임

- 일례로 Trian은 Dupont의 실적 및 주가 부진, 지배구조 문제 등을 이유로 지난 2015년 회사와 위임장 경쟁[20]을 벌였으며 근소한 표차이로 패함
- 그러나 위임장 대결에 승리한 Dupont의 실적 및 주가는 지속적인 부진을 면치 못하였고, Dupont 이사들의 지속적인 우려 표명으로 결국 CEO는 교체됨[21]

○ 즉, 위임장 경쟁에서 패하더라도 기관투자자가 주식을 팔고 나가기보다는 지속적인 문제제기를 통해 회사에 압력을 가하여 변화를 요구하는 경우도 존재함

맺음말

□ Trian과 P&G의 위임장 대결 사례는 기관투자자의 (해당 회사에 대한) 이슈제기 → 해당 기업과의 대화 및 논의를 통한 개선방안 촉구 및 이에 대한 기업의 대응 → 기관투자자의 반대 의결권 행사라는 일련의 주주활동을 잘 보여준다는 점에서 향후 국내 기관투자자 및 기업이 참고할 만한 주주활동 모범사례로서 그 의의가 있음

17) 금감원 공시사이트의 舊 삼성물산 참고서류(2015.06.30., 제출인: 엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.)가 대표적 사례임
18) 행동주의 펀드가 장기가치 창출 보다는 단기적 시세차익을 목표로 한다는 점과 과거 SK-소버린, KT&G-칼아이칸 등 행동주의 투자자가 막대한 차익을 챙겨 떠난 사례 때문에 국내에서는 이들에 대한 부정적 인식이 강한 편임 (출처: 중앙시사매거진, 2018.02.05., "[주목할 만한 실리콘밸리의 지배구조 핫 이슈]주주 행동주의 공격에 차등의결권 도입↑")
19) 즉, 주주들이 의사결정에 필요한 정보를 기업측에 적극적으로 요구하지 않고 기업 역시 관련 정보를 구체적으로 제공할 필요성을 느끼지 못하는 것일 수도 있음
20) 이 당시 Trian은 넬슨 펠츠를 비롯하여 총 4명의 이사 후보를 추천하여 위임장 경쟁을 벌임
21) The Wall Street Journal, 2015.10.05., "Dupont CEO Ellen Kullman Steps Down"