

2024년 10월 29일 | 키움증권 리서치센터

투자전략팀 | 시황/ESG

# 'G'를 잡자: 밸류업 지렛대, 주주행동주의

시황/ESG 이성훈 shi076@kiwoom.com





## 목차

<b>SUMMARY</b>	<b>3</b>
<b>I. 한국과 일본의 주주행동주의 확산 배경과 시장 영향</b>	<b>4</b>
글로벌 주주행동주의 현황 : 기업 거버넌스(G) 개선에 초점	4
확산 배경 ① 정부 주도 기업 거버넌스 개선 움직임	6
확산 배경 ② 증시 내 저평가 + 현금성 자산 풍부한 기업 다	10
시장 영향 ① 주주행동주의 플레이어 및 전술 다변화	12
시장 영향 ② 사모펀드(PEF)의 행동주의 투자	15
한국, 경영권 분쟁 속 기회의 틈을 파고드는 사모펀드(PEF)	17
<b>II. 밸류업 관점에서 주주행동주의 접근하기</b>	<b>21</b>
연말연초, 주주행동주의와 밸류업 공시에 관심을 가져야 할 때	21
은행주의 밸류업 이전에는 행동주의 캠페인이 있었다	24
행동주의 캠페인 대상 기업 주가 패턴과 주목해야 할 기업	25

## Compliance Notice

- 당사는 10월 29일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 '우리금융지주(316140)'의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖의 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견 이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

# 'G'를 잡자: 밸류업 지렛대, 주주행동주의



## Executive Summary

### I. 한국과 일본의 주주행동주의 확산 배경과 영향

글로벌 주주행동주의는 기업 거버넌스(G) 개선에 초점을 맞춰 아시아 중심으로 빠르게 증가하고 있다. 특히, 일본과 한국에서 행동주의가 활성화된 이유는 정부 주도하여 열악했던 기업 거버넌스의 개선 움직임이 보이기 있기 때문이다. 일본은 '14년부터 기업 거버넌스 개혁 정책이 시작되어 강화되는 흐름이고, 국내에서는 최근 개인투자자 증가와 맞물려 기업 거버넌스 정책이 다수 추진되고 있는 상황이다. 이에 따라, 거버넌스 개선이라는 명분을 확보한 행동주의펀드는 저평가 받고 순현금 기업 비중이 높은 한국과 일본을 공략하고 있다.

주주행동주의가 활성화되는 가운데 행동주의 투자자 유형도 다변화되고 있다. 그동안 외국계 투기적 자본 중심의 행동주의 플레이어는 토종 기관투자자, 개인투자자 및 소액주주 연대 등으로 확산되고 있다. 여기에 최근 바이아웃 펀드 등 전통의 사모펀드도 행동주의 투자에 참여하고 있다는 점이 특징적이다. 특히, 국내 특유의 기업 지배구조로 인해 나타나는 경영권 분쟁에 사모펀드가 개입하는 사례가 나타나기 시작했다. 국내 오너일가의 세대교체가 진행되는 가운데 경영권 방어수단이 부재함에 따라 앞으로 유사한 사례가 더 자주 출현할 것으로 예상된다.

### II. 밸류업 관점에서 주주행동주의 접근하기

올해 정부 주도의 밸류업 프로그램이 발표된 가운데 내년 초 주주총회 시즌에 가까워질수록 행동주의 활동은 보다 더 가속화될 것으로 예상된다. 특히, 밸류업 정책을 공시한 국내 상장사 비율이 턱없이 적다는 점을 감안시 향후 주주행동주의는 기업들의 저조한 밸류업 공시를 이끌어낼 수 있을지가 관전 포인트가 될 것이다.

한편, 행동주의 캠페인의 대상이 된 기업의 주가 흐름을 살펴보면 한국과 일본 모두 단기 주가 급등 이후 재차 원래 수준으로 회귀하는 패턴을 보여왔다. 다만, 올해 일본에서 행동주의 캠페인 이후 기업 가치제고 계획을 공시한 기업의 주가는 모두 벤치마크 지수를 크게 상회하였다. 국내에서도 이와 유사한 사례가 출현할 수 있다는 점을 감안시, 연말 연초 주주행동주의 캠페인에 대상이 될 기업에 주목해볼 필요가 있다.

## I. 한국과 일본의 주주행동주의 확산 배경과 영향

### 글로벌 주주행동주의 현황 : 기업 거버넌스(G) 개선에 초점

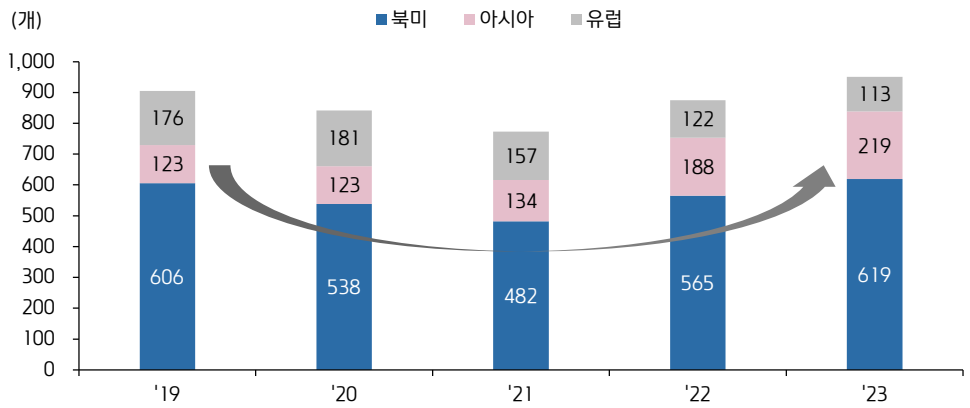
전세계적으로 주주가치 창출을 위한 행동주의 캠페인 활동이 증가하고 있다. '23년 글로벌 행동주의 캠페인 대상이 된 기업은 981개에 이르렀으며, 이는 전년 대비 4% 증가한 수치이다. 대륙별로 주주행동주의 건수를 살펴보면, 전년대비 북미는 9.6%, 아시아는 16.5% 증가한 반면 유럽은 7.4% 감소하였다.

행동주의펀드의 주주제안을 유형별로 살펴보면, 기업 거버넌스(G) 개선, 주주환원 확대, 이사 선임 및 해임 순으로 가장 많은 비중을 차지했다. 특히, '23년도 행동주의펀드는 환경(E)보다는 사회(S), 거버넌스(G)에 대한 요구사항이 크게 증가했다. ESG 투자 전략 측면에서도 ESG 통합, 네거티브(투자 배제) 등의 소극적 전략에서 기업관여, 주주행동 등의 기업에 대한 적극적 전략이 대세가 되었음이 확인 가능하다.

이처럼, 기업 거버넌스(G) 개선에 대한 관심도가 전세계적으로 증가하는 가운데 아시아에서 최근 주주행동주의가 두드러지게 확산되고 있다는 점에 주목해볼 필요가 있다. 그간 열악한 기업지배구조, 행동주의펀드에 대한 부정적 인식 등을 이유로 아시아 내 기업들을 대상으로 한 행동주의 캠페인 활동은 선진국에 비해 부진한 편이었다.

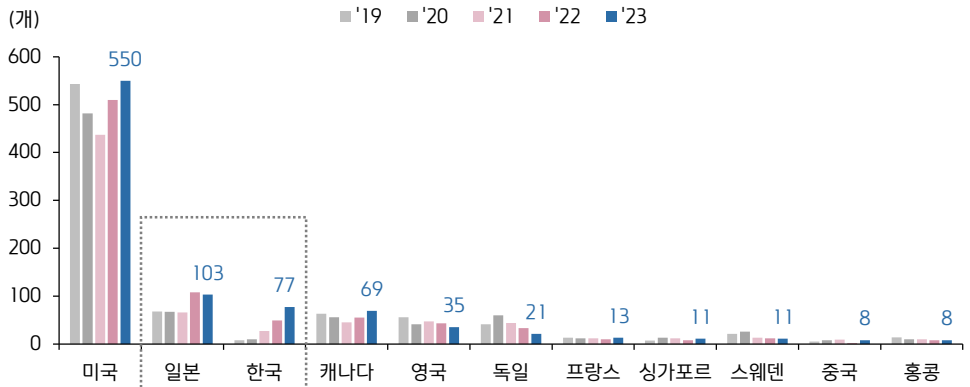
다만, 최근 기업가치 제고를 위한 기업 거버넌스(G) 개선 중요성이 확산됨에 따라 주주행동주의에 대한 필요성이 아시아 내에서도 공감대를 형성하고 있다. 그 중심에는 일본과 한국이 있으며, 실제로 '23년 기준 미국(550개)에 이어 일본(103개)과 한국(77개)의 행동주의 캠페인은 각각 2, 3위에 해당했다. 특히, 한국보다 먼저 주주행동주의가 확산된 일본을 통해 향후 국내 주주행동주의의 흐름과 시사점을 도출해볼 수 있다.

#### 전세계 대륙별 행동주의 캠페인 대상 기업 수 추이 : 북미, 아시아 ↑, 유럽 ↓



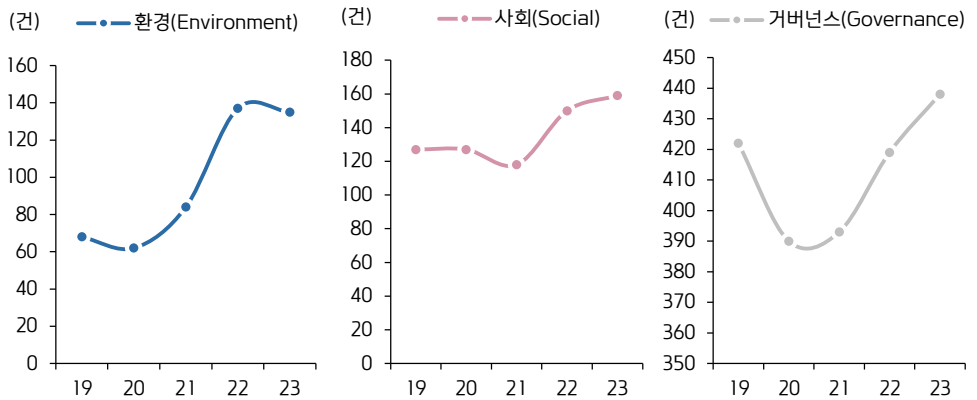
자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

'19년 ~ '23년 연간 국가별 행동주의 캠페인 : '23년 일본과 한국이 각각 전세계에서 2위, 3위



자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

전세계 행동주의 캠페인 E,S,G 요구 추이 : 코로나19 팬데믹 이후 거버넌스 요구 증가세



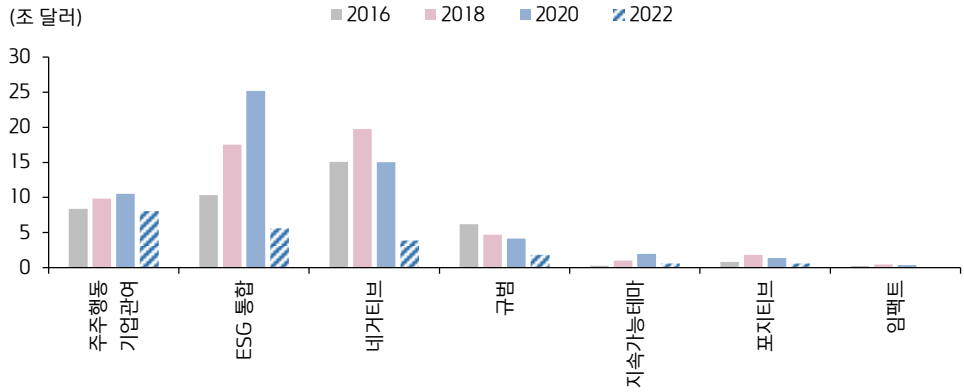
자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

전세계 행동주의 캠페인 요구 유형 : 이사 선임·해임, 주주환원, 거버넌스 개선이 주요 목적

	2021 (건)	2022 (건)	2023 (건)	'23년 비중(%)	'23년 YoY(%)
거버넌스(G)	393	419	438	22.1	4.5
이사 선임	295	315	338	17.1	7.3
이사 해임	158	191	202	10.2	5.8
주주환원	107	153	174	8.8	13.7
사회(S)	118	150	159	8.0	6.0
보상	92	115	151	7.6	31.3
환경(E)	84	137	135	6.8	-1.5
기업운영	73	88	104	5.2	18.2
M&A 추진	72	76	82	4.1	7.9
기업분할매각	65	76	70	3.5	-7.9
자본구조조정	37	56	65	3.3	16.1
M&A 반대	77	53	63	3.2	18.9

자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

ESG 투자 전략별 자산 비교 : ESG 투자 측면에서도 기업관여, 주주행동이 주요 전략으로 변모



자료: GSIA, 키움증권 리서치센터

### 확산 배경 ① 정부 주도 기업 거버넌스 개선 움직임

그렇다면, 왜 아시아 내에서 유독 일본과 한국 중심으로 주주행동주의가 확산되었을까? 열악한 기업 지배구조와 이를 인식한 당국의 제도 개선 움직임이 주주행동주의 확산의 트리거로 작용하였기 때문이다. ACGA의 기업지배구조 제도 점수('10년~'23년 평균)를 살펴보면, 11개 아시아국 중 일본과 한국은 각각 7, 8위로 하위권에 속했다. 일본과 한국의 경제 규모를 감안한다면, 기업 거버넌스 측면에는 저조한 평가를 받고 있었다는 점이 확인 가능하다.

먼저, 일본 특유의 기업지배구조 시스템은 상호보유주식(Crossholding-shares)이라는 특징을 지니고 있었다. 패전후 게이레츠(재벌)의 기업집단은 외부 인수 시도로부터 각 기업을 보호하기 위해 대기업 집단 내부, 협력업체, 주거래 은행 등 상호간 주식을 보유하며 우호지분 역할을 해오던 관행을 지속해왔다. 이러한 기업 간 상호출자 관행은 그들만의 공고한 기업 거버넌스 체제를 구축하여 행동주의펀드의 개입을 원천봉쇄시켰다.

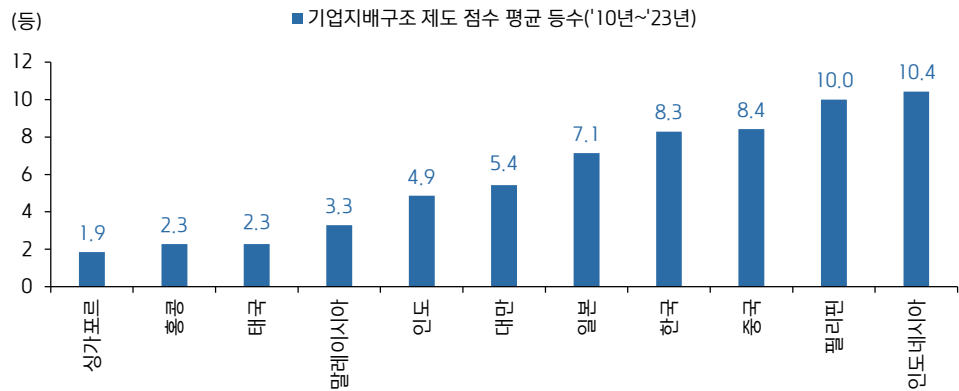
그러나, '90년대 이후 여러 차례의 금융위기로 인해 일본의 거품 경제가 붕괴되었고 이 같은 상호출자 관행이 해체되기 시작하였다. 더 나아가서 일본 당국은 '14년부터 본격적으로 기업 지배구조 개선을 핵심축으로 하는 자본시장 개혁정책을 추진하였다. 아베 정부 출범 이후 기업 지배구조 개선을 위한 일련의 정책들이 발표되기 시작하였고, 기업들은 상호출자주식 보유에 대한 합리적 설명을 요구받기 시작하였다.

이 과정에서 일본 내 행동주의 펀드와 주주제안 수는 지속적으로 증가하였다. 기업 간 상호출자 관행이 급속도로 해체되면서 행동주의펀드가 개입할 여지가 많아졌기 때문이다. 여기에 일관된 기업지배구조 개선 정책이 행동주의펀드로 하여금 지배구조 개선을 통한 기업 가치제고를 보다 더 과감하게 요구할 수 있게 만든 점도 또 다른 이유이다.

구체적으로, '14년 사외이사 도입의 필요성, 감사등위원회 설치가 주된 내용인 회사법을 개정하였으며, 기관투자자의 적절한 의결권을 행사하도록 요구하는 스튜어드십 코드도 같은 해에 도입되었다. 이후 '15년도에는 기업들이 지켜야 할 거버넌스 코드가 도입되었으며 '18년에는 투자자와 기업의 대화 가이드라인을 발표하여 기업과 투자자 간 대화를 강화하였다.

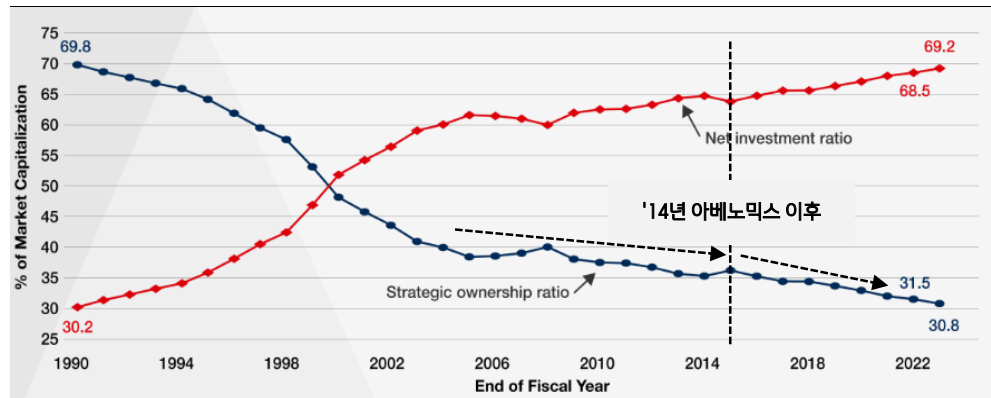
'21년에 출범한 기시다 정부 또한 아베의 기업지배구조 개혁 정책을 그대로 이어받아 지속적으로 일관된 정책적 흐름을 보여왔다. '22년도에는 도쿄증권거래소 내 주식시장을 개편하여 상위 시장의 상장사에 엄격한 기업지배구조 수준을 요구하였다. 이후 '23년도에는 저평가 받는 상장사를 대상으로 기업가치 제고 계획 공시를 요구하며 강도 높은 기업 지배구조 정책을 추진하고 있다. 이처럼 '14년부터 제도적 기반이 뒷받침 되었기 때문에 일본 내에서 글로벌 주주행동주의 펀드의 캠페인과 기관투자자의 의결권 행사는 활성화될 수 있었다.

'10년~'23년, 국가별 기업지배구조 제도 평균 등수 : 일본과 한국은 기업지배구조 하위권에 속함



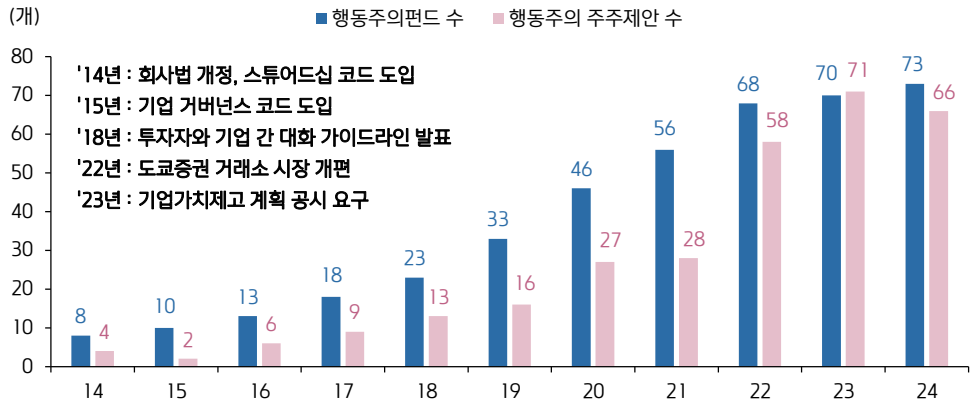
자료: CG Watch, 키움증권 리서치센터, 주) 등수가 낮을수록(높을수록) 해당 국가의 기업지배구조 제도가 좋음(나쁨)

일본 상장기업의 상호주 보유 비율 추이 : 상호출자 해소를 통한 실질 지배주주 감소



자료: TSE, Nomura, 키움증권 리서치센터

'14년 이후 일본 내 행동주의펀드 수와 주주제안 수 : 일관된 정책적 흐름 속 꾸준히 증가세



자료: IR Japan, 키움증권 리서치센터, 주) 2024년 8월 1일 기준

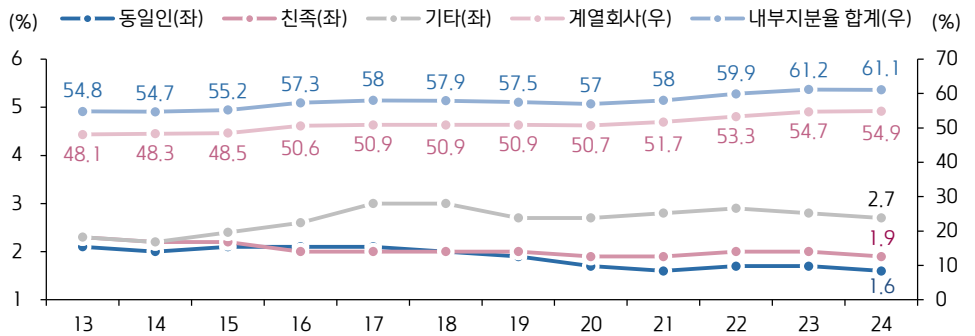
일본의 기업지배구조 문제가 상호보유주식 등 경영진과 일반주주 간 이해상충 문제가 핵심이었다면, 한국은 지배주주와 일반주주 간 이해상충이 주된 문제점으로 제기되어왔다. 과거 재벌로 알려진 대기업 집단이 산업변혁의 주축 역할을 맡으면서 한국은 가족 경영 중심의 대기업 집단이 발달하게 되었다. 이로 인해, 지배주주의 지배력 남용과 일반주주의 주주가치 훼손 문제가 현재까지도 국내 다수의 기업 행태에서 나타나고 있는 실정이다.

국내 지배주주와 일반주주 간 이해상충 문제는 소유와 지배의 괴리에 기인한다. 공정위에 따르면, 총수 있는 기업집단의 내부지분율은 올해 61.1%를 기록했으나, 총수일가(동일인 및 친족)의 지분율은 3.5%에 그쳤다. 즉, 국내 총수일가는 적은 지분으로도 계열회사를 활용해 기업집단 전체에 대한 지배력을 유지하고 강화하고 있다는 것이다.

'97년 외환위기 이후 국내에서도 기업지배구조 개선을 위한 정책적 논의는 지속되어 왔으나 재계와의 합의점을 도출하지 못해 일본만큼의 유의미한 성과는 거두지 못하였다. 다만, '20년 코로나 팬데믹 이후 국내 주식시장에서 개인투자자가 폭등하면서부터 기업지배구조 개선에 대한 목소리가 이전보다 더 힘을 얻게 되었다. 유권자 중 개인투자자 비중이 '19년 14% → '23년 30%로 두 배 이상 증가함에 따라 표심을 의식한 정치권에서도 일반주주 보호를 위한 필요성을 보다 더 크게 느끼게 되었기 때문이다.

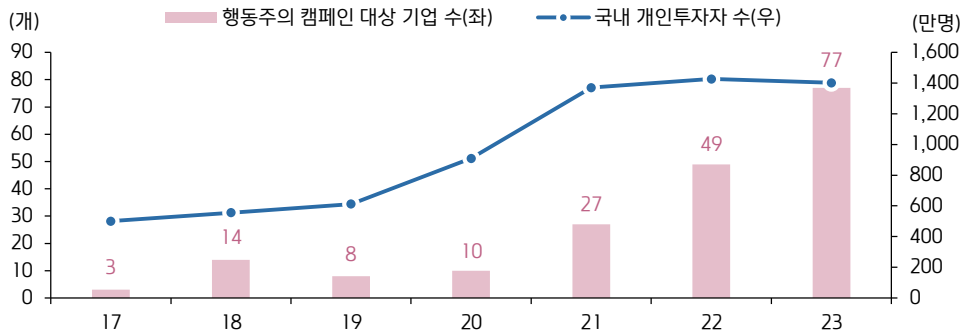
개인투자자 증가와 함께 일반주주의 권익 제고 이슈가 부각을 받으면서 국내에서도 주주행동주의에 대한 공감대가 점차 형성되었다. 이로 인해, 국내 행동주의 캠페인 대상 기업 수는 '20년 10개 → '21년 27개 → '22년 49개 → '23년 77개로 가파르게 증가하였다. 연초 정부가 밸류업 정책을 발표한 가운데 최근 기업지배구조 규제 강화 법안도 다수 발의되고 있다. 이 같은 분위기는 국내 주주행동주의를 보다 더 활성화시킬 수 있는 요인이다.

국내 총수 있는 집단의 내부지분을 변화 : 총수일가는 계열회사 활용해 지배력 유지 및 강화



자료: 공정위, 키움증권 리서치센터

국내 행동주의 캠페인 대상 기업 수와 개인 투자자 수 추이



자료: 예탁결제원, Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

국내 일반주주 이익 보호 및 기업지배구조 관련 제도 개선 현황

시기	구분	내용
2016.12월	스튜어드십코드 도입	상장주식을 보유한 연기금, 자산운용사 등 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙인 스튜어드십코드 도입 ('18년 국민연금 스튜어드십 코드 도입)
2020.12월	3%룰 도입	상장사의 감사위원 선임시 주요주주의 의견결 있는 발행주식의 최대 3%만 행사할 수 있도록 제한한 규정
2022.12월	물적분할 제도 개선	물적분할시 공시강화, 반대주주 주식매수청구권 부여, 자사주 상장심사 강화 등 일반주주 보호 강화
정무위 계류중 (2023. 5월~)	의무공개매수 제도화	인수자에게 피인수기업 잔여주주 지분을 지배주주와 동일한 가격으로 공개매수하도록 의무화
2024.7월	내부자 거래 사전공시	내부자(임원, 주요주주)의 대규모 거래시 매매계획 사전 공시 등을 의무화하고, 위반시 과징금 부과
연내 시행 예정	전환사채 제도개선	공시 강화, 전환가액 산정, 조정(refixing) 방식 합리화 등을 통해 대주주의 편법적 지배력 확대 유인 차단
	자사주 제도개선	인적분할시 자사주에 신주배정(자사주 마법)을 금지하고, 상장심사도 강화
입법 발의 중	M&A 제도개선	합병에 대한 공시 강화, 외부평가기관 행위 규율 마련, 합병가액 산정의 자율성 제공 등 M&A 규제 합리화
	이사의 충실의무 범위 확대	상법상 이사가 충실의무를 부담하는 대상으로 회사 외에 주주의 비례적 이익을 추가하여 전체 주주의 이익을 보호하여야 할 의무 부과

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

## 확산 배경 ② 증시 내 저평가 + 현금성 자산 풍부한 기업 다

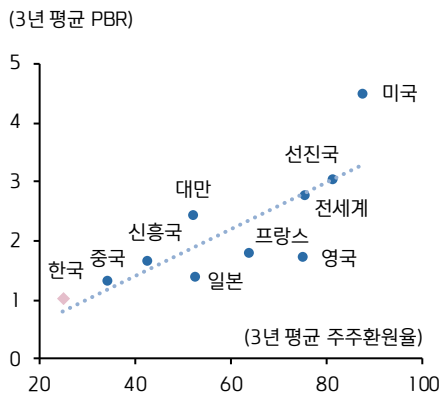
행동주의펀드란, 기업 주식을 매수하여 주주의 지위를 확보한 이후 기업의 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하여 이익을 추구하는 펀드를 의미한다. 이 과정에서 행동주의펀드가 기업 의사결정에 적극적으로 관여하기 위한 당위성을 내세우기 위해서는 기본적으로 주가가 저평가된 기업이 대상이 될 가능성이 높다.

이러한 관점에서 주요국 대비 낮은 주주환원을 및 ROE로 인해 글로벌 시장 대비 저평가를 받고 있다는 점이 일본과 한국 내 주주행동주의가 증가하게 된 배경 중 하나이다. 실제로 주요국별 PBR 1배 미만 기업 비중을 살펴보면, 미국(3.2%), 중국(15.5%), 대만(15.6%), 유럽(17.3%) 대비 일본(50.7%), 한국(52.1%)은 전체 주식시장 내에서 PBR 1배 미만으로 거래되는 기업 비중이 절반을 상회하였다.

또한, 일본과 한국은 기업이 보유한 현금 및 현금성 자산이 차입금보다 많은 상태인 순현금 기업 비중이 각각 62.1%, 48.0%로 미국(25.2%), 유럽(28.8%) 등 선진국 대비 높았다. 즉, 행동주의펀드 입장에서 보유한 현금을 주주환원 확대에 사용하라고 요구할 기업이 더 많다는 의미이다.

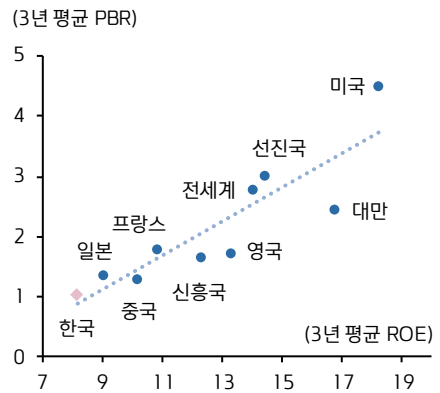
특히, 현금흐름 패턴을 고려하여 국내 기업들의 성장단계를 구분해보면, 현재 창업기와 성장기 기업의 비중은 2010년 48.9% → 현재 36.2%로 감소한 반면, 성숙기 기업의 비중은 29.4%에서 37.3%로 증가하였다. 이처럼, 경제가 저성장 국면에 접어들면서 기업의 노쇠화가 진행되는 가운데 성숙기 기업 수 대비 현금성 자산은 약 2배 가량 상승하였다. 현재 국내 증시에 저평가 받고 주주환원 확대를 요구할 기업이 과거보다 더 많아졌음을 감안한다면 국내 증시에서 행동주의가 더 증가할 가능성이 높다고 판단된다.

### 주요 권역 및 국가별 주주환원율과 PBR 비교



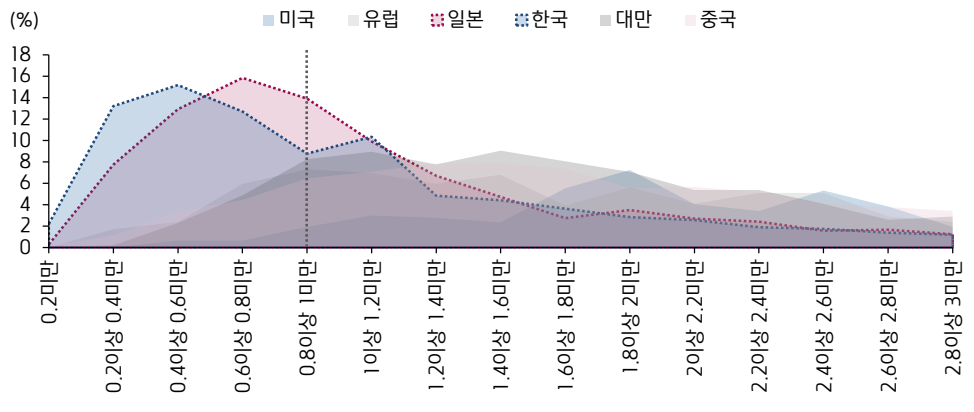
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 주요 권역 및 국가별 ROE와 PBR 비교



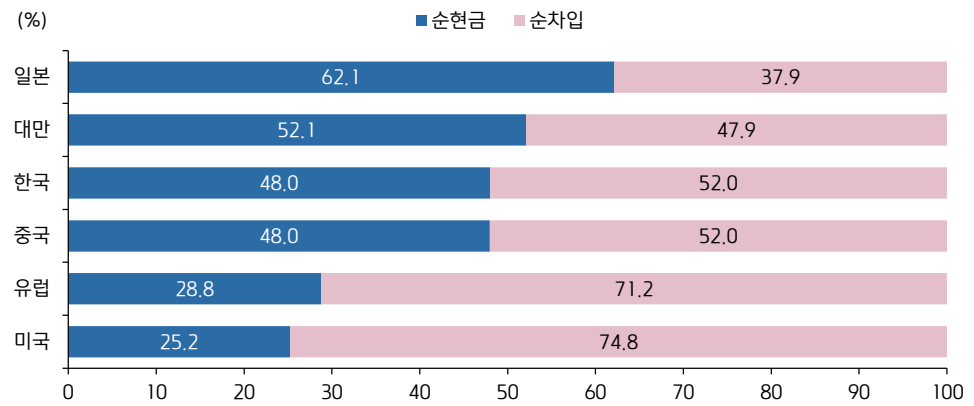
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 PBR 구간별 기업 비중 : 일본과 한국은 PBR 1배 미만 기업 비중 50%를 상회



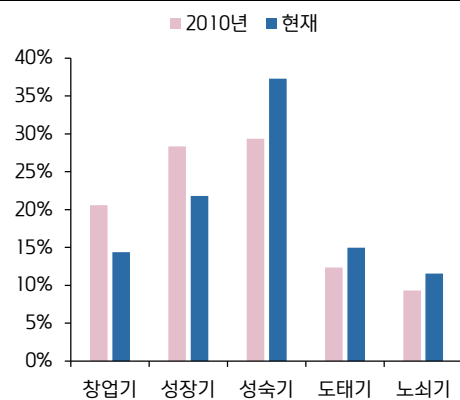
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 증시 내 순현금 기업 비중 : 아시아 국가 내 기업은 대체로 순현금 기업 비중 ↑



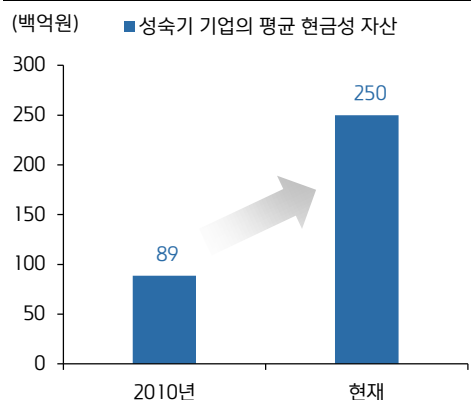
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 증시 내 기업 성장단계별 분포 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 성숙기 기업의 평균 현금성 자산 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 시장 영향 ① 주주행동주의 플레이어 및 전술 다변화

2000년대 초중반, 행동주의 투자자는 일본과 한국에서 대부분 부정적인 기업 사냥꾼으로 인식되었다. 실제로 일본의 경우 무라카미 펀드, 미국계 스틸파트너스 등의 2000년대 초반 행동주의 전략은 적대적 공개매수가 주류를 이루었다.

한국의 경우에는 대표적으로 소버린, 타이거펀드, 칼 아이칸, 엘리엇 등의 외국계 펀드가 국내 기업을 대상으로 경영진 교체, 자회사 매각, 합병 반대 등을 요구하면서 행동주의가 알려지기 시작했다. 다만, 일본과 한국 모두에서 당시 행동주의펀드의 요구 사항은 다른 주주, 이해관계자, 사회의 지지를 얻지 못하였다. 행동주의 대상 기업의 사업모델을 완전히 이해하지 못한 채 단기 차익 실현 목적이 주를 이루었고, 기업 지배구조 개선에 대한 목적의식이 분명하지 않았기 때문이다.

다만, 최근 기업가치제고, 기업 지배구조 개선이 주목받으면서 일본, 한국 내 행동주의 플레이어가 다양해지기 시작했다. 특히, 한국에서는 기존에 기관투자자의 전유물이었던 행동주의 활동은 이제는 개인투자자 및 소액주주연대까지도 확산되고 있는 상황이다. 또한, 기관 행동주의펀드의 전술도 기업과 우호적인 방식, 다른 주주들의 공감대를 형성하는 방식으로 다변화되고 있다. 이에 따라 주주총회에서 주주제안 대상 회사와 안건은 일본과 한국 모두 견조한 증가세를 보이고 있는 상황이다.

이러한 추세는 일본 GPIF, 한국 국민연금 등 주요 연기금이 스투어드십코드를 도입하고 더 강화되고 있다. 일본 공적연기금(GPIF)는 주식 자산운용을 100% 위탁하고 있으며, 스투어드십코드 도입과 그 활동성과를 반영하여 위탁운용사 선정 과정에 반영하고 있다. 이로 인해 위탁운용사와 기업 간 대화가 '17년 3,000여 건 → '23년 6,000여 건으로 약 2배 상승하는 등 운용사의 기업 대상 주주관계 활동이 증가하고 있다.

한국의 국민연금도 스투어드십코드 도입 이후 단순한 의결권 행사를 넘어서 행동주의 측면의 주주제안이 강화되고 있는 것으로 보인다. 실제로, 주주총회 안건에 국민연금이 반대 의결권을 행사한 비율은 '18년 스투어드십코드 도입 이전 10%대 초반대에 불과했지만 현재는 20%대까지 상승했다.

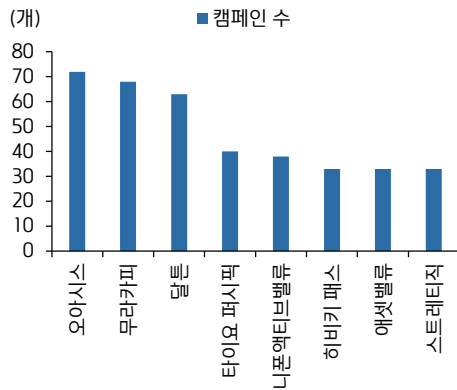
한편, '23년 기준 국민연금의 전체 금융 자산 내 책임투자 적용규모는 56.7%로 절반을 상회하고 있으며, 국내주식 내 위탁운용의 책임투자 규모도 '21년 7.7조원 → '23년 75.4조원으로 크게 상승하였다. 이를 감안시 스투어드십코드 공시를 하고 있는 자산운용사들 역시 보다 더 적극적인 행동주의 활동을 향후 전개할 가능성이 높다고 판단된다.

주주행동주의의 전술별 스펙트럼 : 과거 적대적 전략 일변도에서 현재는 우호적 전략까지 다변화

	덜 공격적 ←		→ 더 공격적	
전술	주주관여	주주제안	반대투표 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, 특정단체	기관투자자	헤지펀드

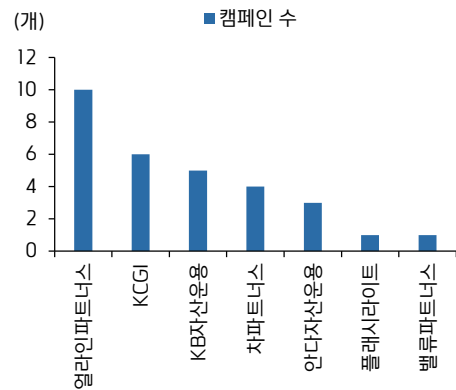
자료 PWC, 키움증권 리서치센터

일본 주요 행동주의펀드와 캠페인 수



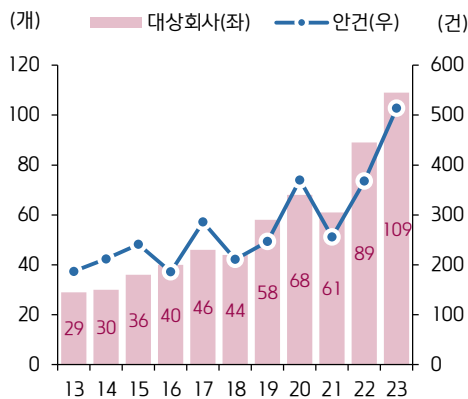
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 주요 행동주의펀드와 캠페인 수



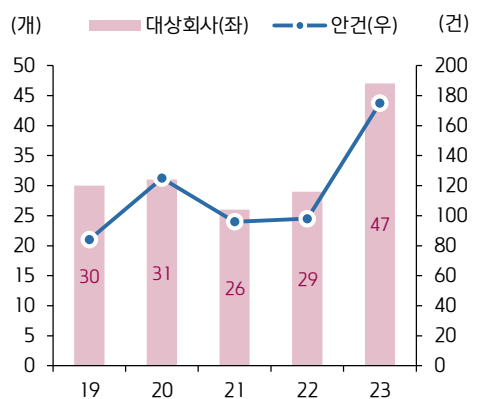
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 주주제안 대상회사와 안건 추이



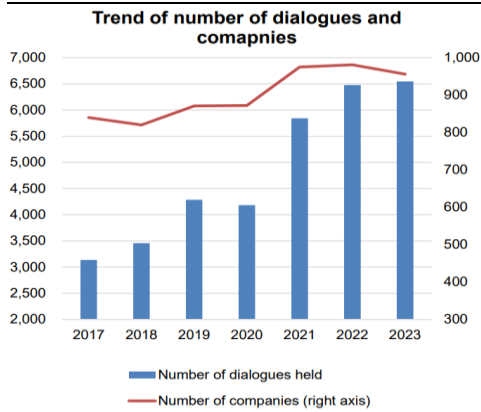
자료: ISS-Corporate, 키움증권 리서치센터

한국 주주제안 대상회사와 안건 추이



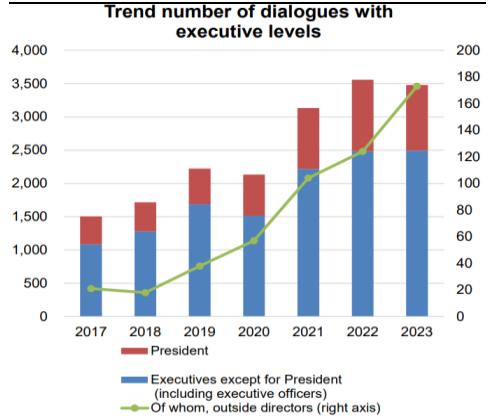
자료: 상장사협의회, 키움증권 리서치센터

일본 내 위탁운용사와 기업 간 대화 추이



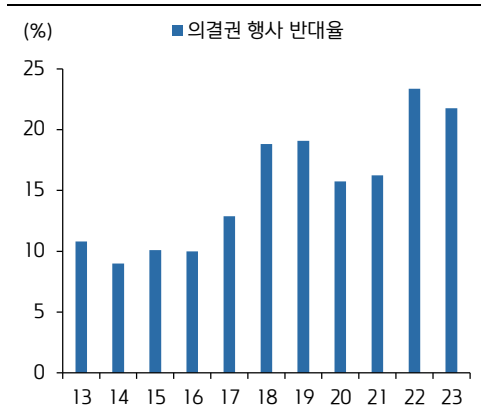
자료: GPIF, 키움증권 리서치센터

기업 CEO 및 임원진과의 대화 추이



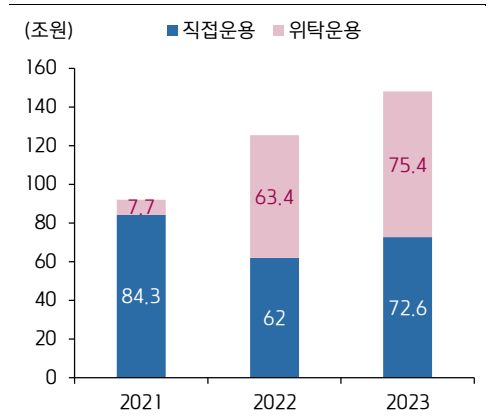
자료: GPIF, 키움증권 리서치센터

국민연금 의결권 행사 반대율 추이



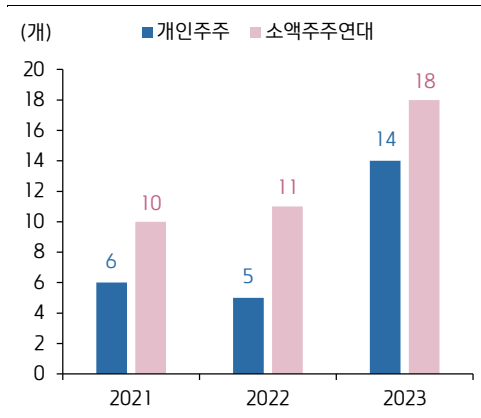
자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

국민연금 국내 주식 책임투자 적용 규모



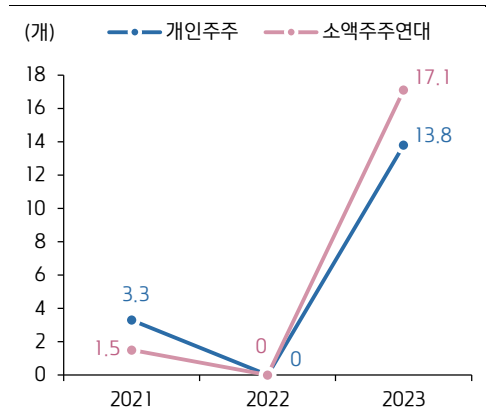
자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

국내 소액주주 주주제안 기업 수



자료: DART, 한국 ESG 기준원, 키움증권 리서치센터

국내 소액주주 주주제안 가결률



자료: DART, 한국 ESG 기준원, 키움증권 리서치센터

## 시장 영향 ② 사모펀드(PEF)의 행동주의 투자

행동주의 투자자가 다변화되는 가운데 바이아웃(buyout) 펀드 등의 전통 사모펀드도 행동주의 전략을 구사하기 시작했다. 기존에 주주행동주의는 기업의 경영방향, 지배구조 개선에 영향력을 행사하는 방식을 사용하였지만, 다수 지분 확보를 통해 경영권 확보를 목표로 하는 적대적 M&A와는 구별되었다. 그러나, 최근 전세계적으로 행동주의펀드와 사모펀드 사이의 경계가 모호해지기 시작했다.

먼저, 고금리로 인해 전통적인 사모펀드 전략인 바이아웃 시장이 침체됨에 따라 새로운 수익원을 찾기 위한 일환으로 행동주의 전략이 많아진 것이 하나의 이유이다. 또한, 일부 글로벌 행동주의 펀드는 웬만한 사모펀드를 상회하는 수준까지 성장하였고, 사모펀드와 행동주의펀드의 투자 대상이 유사함에 따라 투자경쟁이 치열해진 점도 또 다른 이유이다.

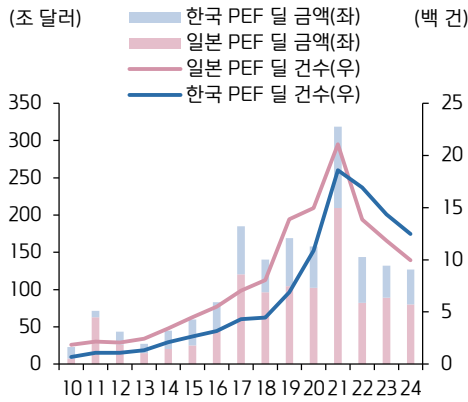
특히, 일본과 한국처럼 기업 지배구조 개선에 대한 목소리가 커지는 국가 내에서는 사모펀드가 행동주의 전략을 구사하기에 더 용이하다. 이러한 시류에 편승해서 2010년대 거의 전무했던 적대적 M&A도 최근 일본과 한국에서 조금씩 사례가 생기고 있다.

한편, 한국보다 먼저 행동주의가 활성화된 일본에서는 최근 경영진이 발행 주식을 모두 인수해 자진 상장폐지시키는 MBO(Management Buy Out) 사례가 크게 증가하고 있다. 일본 MBO 건수는 행동주의가 증가하기 시작한 '14년 9건 → '24년 27 건으로 10년새 3배가 증가하였다. 당국의 기업지배구조 개혁 강화, 행동주의펀드의 영향력이 강해지는 가운데 주주 간섭을 피해 비상장사로 전환하여 경영 자율성을 확보하기 위함이다.

MBO 방식은 아니지만 이와 유사하게 국내에서도 자발적 상장폐지 사례가 증가하고 있다. 지난 9년간 연간 4건 이하였던 자진 상장폐지 건수가 올해 들어 7건으로 증가했으며, 공개매수 신고서 공시 건수도 지난 '17년(22건) 이후 올해 20건으로 최고치를 기록하였다. 일본과 마찬가지로 국내에서도 최근 정부 주도의 밸류업 프로그램으로 인해 상장사 부담이 커졌다는 점이 일부 작용한 것으로 판단된다.

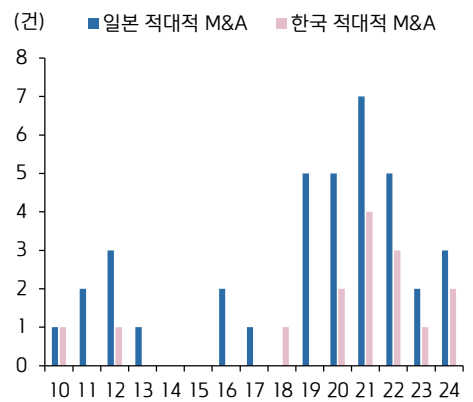
특히, 올해 자진 상장폐지를 위해 공개매수를 주도한 기업의 절반 이상은 사모펀드였다. 지난해에도 오스템임플란트와 루트로닉이 사모펀드에 의해 공개매수 후 상장폐지되었다. 올해 들어서는 쌍용 C&E, 락앤락, 커넥트웨이브 등의 상장기업이 상장폐지를 위한 공개매수가 이루어지거나 진행되며 점차 더 본격화되고 있다. 이는 상장사의 밸류업 부담, 공시 부담 등에서 회피하여 사모펀드의 원활한 투자 회수를 위해 상장폐지를 택하고 있는 것으로 풀이된다.

일본과 한국 PEF 딜 거래 금액 및 건수 추이



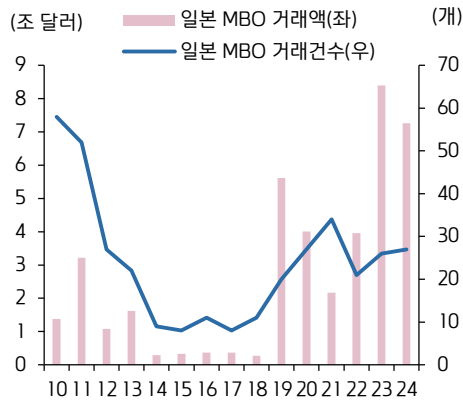
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본과 한국 적대적 M&A 거래건수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 MBO(경영진 인수) 거래액 및 건수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 공개매수 건수 추이



자료: Dart, 키움증권 리서치센터

2021년 국내 사모펀드 운용규제 일원화

	전문투자형	경영참여형	개정안
운용사	자산운용사	업무집행사원(GP)	자산운용사 (GP, 기관전용 사모펀드)
차입	400% 이내	10% 이내	400% 이내
대출	가능	불가능	가능
의결권 제한	10% 초과 주식보유분 의결권 행사 제한	해당 없음	폐지
투자 목적	해당 없음	출자금 50% 이상 2년 내 투자	폐지
지분 취득	해당 없음	의결권 주식 10% 이상 취득	폐지
보유	해당 없음	취득후 6개월 이상 보유	폐지

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

## 한국, 경영권 분쟁 속 기회의 틈을 파고드는 사모펀드(PEF)

한편, 국내 사모펀드의 양적 성장세는 '15년 규제 완화를 기점으로 지속되고 있다. 금감원에 따르면, '23년말 기준 국내 기관전용 사모펀드 수는 1,126개, 약정액은 136.4조원으로 최고치를 기록하였다. 특히, '21년 자본시장법 개정안을 통해 사모펀드 운용규제가 일원화됨에 따라 사모펀드의 행동주의 투자 참여가 가속화될 수 있었다. 구체적으로, 의결권 주식 10% 이상 취득, 취득 후 6개월 이상 보유 등의 규제가 폐지되면서 전통적인 바이아웃 전략을 넘어 행동주의 전략까지 운용의 범위가 넓어질 수 있었기 때문이다.

그러한 가운데 최근 주목받고 있는 투자 사례는 바로 사모펀드의 경영권 분쟁 개입이다. 대표적인 사례가 MBK파트너스의 한국엔컴퍼니, 고려아연에 대한 공개매수 시도이다. 두 사례 모두 MBK파트너스는 거버넌스 개선을 통한 기업가치 제고를 명분으로 경영권 분쟁에 개입했다는 점에서 공통적이다.

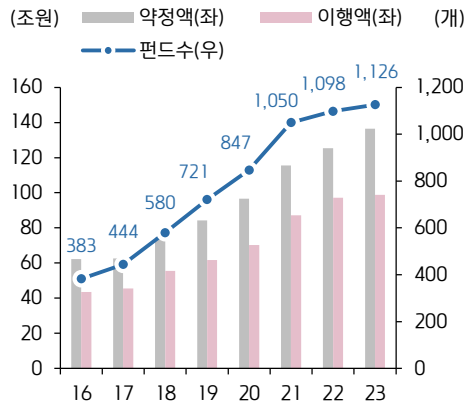
특히, 국내 특유의 기업지배구조를 감안한다면 이 같은 사례는 향후 더 증가할 것으로 판단된다. 국내 다수 오너일가의 기업집단은 현재 2세대에서 3,4세대로 승계가 진행중인 것으로 보인다. CEO스코어에 따르면, 상장사 2세대의 최대주주 비중은 '14년 말 30.6% → 현재 25.6%로 감소한 반면 3,4세대의 비중은 7.7% → 10.0%로 증가하였다.

승계 작업이 본격화되는 가운데 경영권 분쟁 사례도 증가하고 있다. 경영권 분쟁 소송을 공시한 기업 수는 '13년 3개에 불과했지만 이후 지속적으로 증가하여 '24년 현재 79개 기업이 경영권 분쟁 관련 소송을 공시하였다. 특히 한국은 직계비속에 대한 상속세 최고세율이 50%에 달하며 최대주주 주식할증세(10%)까지 더할 경우 전세계에서 가장 높은 수치이다. 경영권 분쟁의 도화선이 되는 지점이 바로 이 높은 상속세율이라는 점을 감안시, 당국의 상속세율 완화가 유의미하게 추진되지 않을 경우 경영권 분쟁은 지속될 가능성이 높다.

또한, 주요국 대비 경영권 방어 수단이 부재함에 따라 경영권 분쟁에 사모펀드가 개입하기도 상대적으로 용이하다. 이와 더불어 사모펀드의 드라이파우더(미집행약정액)는 '23년 37.5조 원으로 '16년 이후 최대치 수준이다. 이처럼, 사모펀드의 추가 투자 여력 규모가 확대된 가운데 최근 국내 시류를 감안하면 사모펀드의 경영권 분쟁 개입 사례는 더 증가할 가능성이 높다고 판단된다

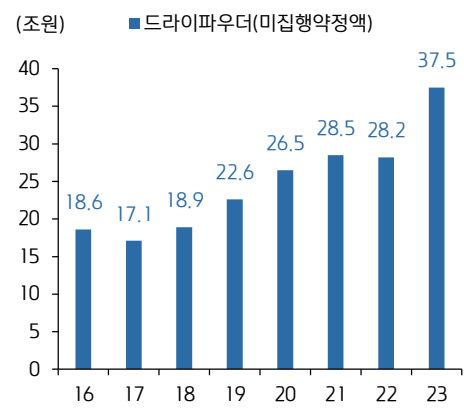
즉, 최근 사모펀드의 경영권 분쟁 개입은 전세계적으로 사모펀드와 행동주의 펀드의 경계가 모호해지는 가운데 국내 규제완화에 따른 사모펀드 시장의 성장, 밸류업 및 지배구조 관심도 증가로 인한 명분 확보, 높은 상속세율과 경영권 방어 수단 부재가 모두 맞물려 나타난 현상이라고 요약할 수 있다.

국내 연도별 사모펀드 수, 약정액, 이행액 추이



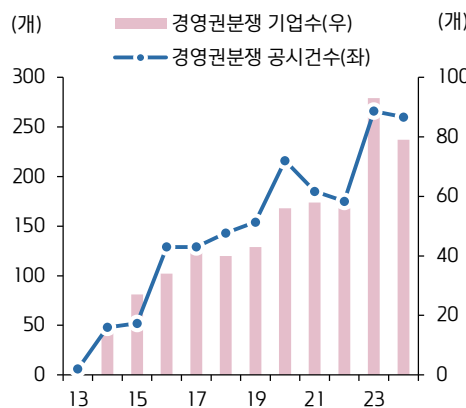
자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

국내 연도별 사모펀드 미집행약정액 추이



자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

국내 경영권 분쟁 기업과 공시 건수 추이



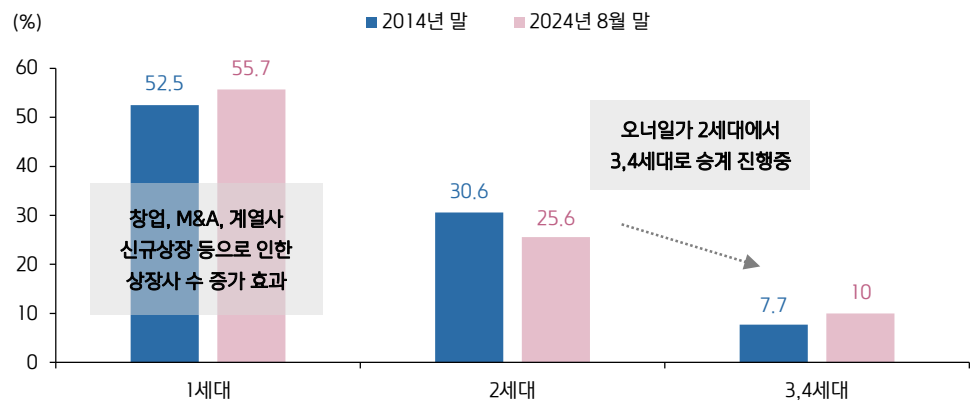
자료: Dart, 키움증권 리서치센터

주요국 경영권 방어 수단 비교

	한국	미국	일본	영국	프랑스
황금낙하산	○	○	○	○	○
시차임기제	○	○	○	×	○
초다수 결의제	×	○	○	×	○
차등의결권 주식	×	○	○	○	○
포이즌필	×	○	○	×	○

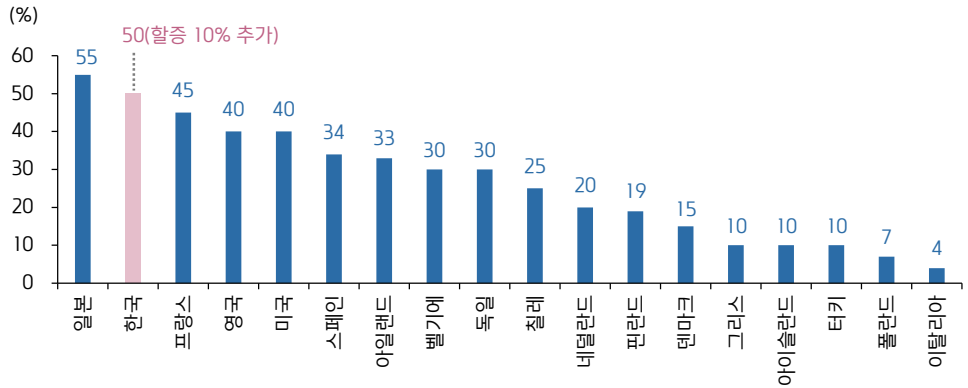
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

상장사 최대주주 세대별 비중 변화 현황 : 오너일가 2세대에서 3,4세대로 승계 진행중



자료: CEO스코어, 키움증권 리서치센터

OECD 국가별 직계비속 상속세 최고세율 : 한국의 높은 상속세가 경영권 분쟁을 촉발



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

한편, '20년 이후 주요 경영권 분쟁 대상 기업들을 대상으로 경영권 분쟁이 본격화된 시점을 전후로 주가 흐름을 살펴보았다. 일단 경영권 분쟁이 격화되기 시작하면 해당 기업들의 주가는 10거래일 안으로 평균적으로 약 15% 가량 급등하는 패턴을 보였다. 이후에는 뚜렷한 패턴을 보이지 않은 채 등락을 거듭하며 주가 변동성이 확대되는 흐름을 보였다. 실제로, 경영권 분쟁 이전 90거래일 간 평균 일간 등락률(절대값)은 0.91%였으나 분쟁 격화 이후 90거래일 간은 1.78%로 상승하였다.

경영권 분쟁 발생이 단기 주가 급등을 촉발시키는 이유는 분쟁 당사자 간 지분 매입 경쟁에 기인한다. 대부분의 경영권 분쟁의 성패는 결국 주식의 보유 비율로 결정되기 때문이다. 여기에 당사자 간 지분을 격차가 작고 기업의 유통 주식수가 적을수록 지분을 싸움으로 인해 주가 급등폭은 훨씬 커지게 된다. 또한, 경영권 방지 목적으로 자사주 매입 혹은 주주환원 정책을 확대할 것이라는 기대감도 주가 상승의 또 다른 요인이다.

한편, 주가 변동성이 확대되는데에는 다양한 수급적 요인이 복합적으로 작용한 결과라고 판단된다. 고려야연의 사태에서 볼 수 있듯이, 빈번한 공개매수와 더불어 공개매수가 상향, 지분을 확보를 위한 자사주 매입, 거래량 증가로 인한 주목 효과, 여론전 공세로 인한 불안감 증폭 등이 복합적으로 영향을 미친 것으로 보인다.

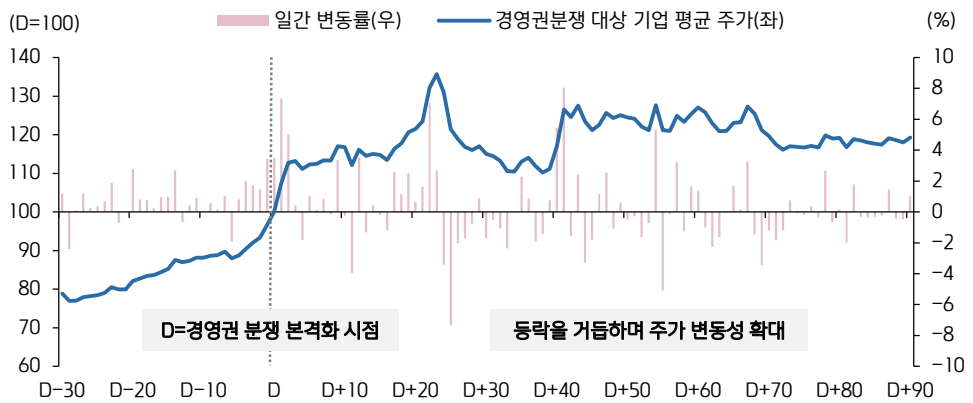
이처럼, 경영권 분쟁 관련 기업은 일단 분쟁이 본격화되는 순간 단기에 주가 급등한다는 점에 매료되어 최근 경영권 분쟁 테마주 찾기까지 번져지고 있다. 다만, 이후 극심한 변동성을 초래한다는 점에서 중장기 투자 관점에서는 지양할 필요가 있다고 판단된다.

경영권 분쟁이 주목받는 가운데 경영권 프리미엄에 대한 논의도 부각되고 있다. 분쟁으로 인한 단기 주가 급등이 경영권 프리미엄이 일시에 반영되는 과정이라는 시각도 존재한다.

특히, 주요국별 경영권 프리미엄을 비교해봐도 한국에서 유독 지배주주만 누릴 수 있는 프리미엄이 크다는 사실을 알 수 있다.

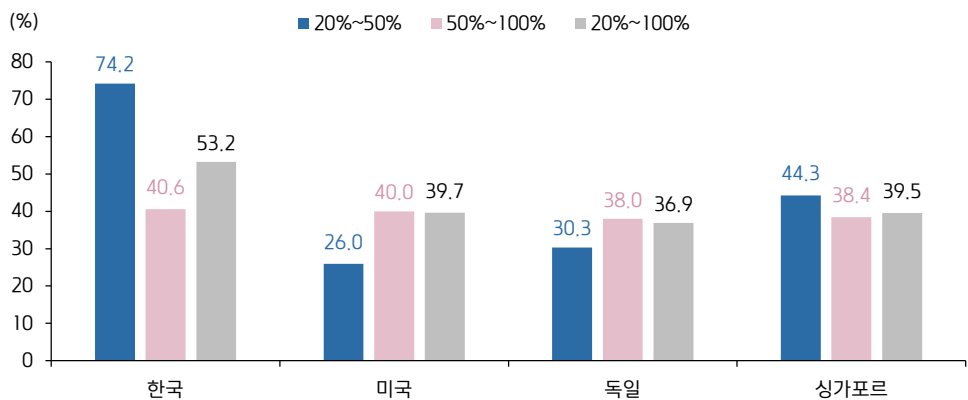
이는 한국에 의무공개매수제도가 없기 때문에 나타나는 현상이다. 이에 최근 정부에서 M&A시 인수합병 주체가 50%+1주까지 의무적으로 매수하도록 의무공개매수제도를 추진하고 있다. 사모펀드의 개입, 오너일가 세대 교체 등으로 경영권 매각 사례가 더 점증할 것이라는 점을 감안시 일반주주의 권익 제고를 위해 국내에도 의무공개매수제도가 빠르게 도입될 필요가 있다.

경영권 분쟁 본격화 전후 평균 주가 추이 : 초기 단기 급등 이후 등락 거듭하며 변동성 확대



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터  
주) 고려아연, 한국엔컴퍼니, 티웨이항공, 에스엠, 쏘카, 한미사이언스, 한미약품, 금호석유, 한진칼, 남양유업에 대상으로 산출

주요국 인수지분별 경영권 프리미엄 비교 : 주요국 대비 높은 한국의 경영권 프리미엄



자료: '경영권 프리미엄과 소액주주 보호(김석봉, 2015)', 키움증권 리서치센터

## II. 밸류업 관점에서 주주행동주의 접근하기

### 연말연초, 주주행동주의와 밸류업에 관심을 가져야할 때

중장기적으로 코리아 디스카운트 해소와 일반 투자자 보호라는 목적 하에 정부 주도의 국내 밸류업 정책은 지속되고 더 강화될 것으로 예상된다. 특히, 기업 거버넌스 개선을 유도하여 국내 상장사의 저평가 해소를 목적으로 한다는 점에서 기업 밸류업 정책과 주주행동주의는 일맥상통한다.

다만, 국내 밸류업 프로그램은 기본적으로 상장사가 '자발적으로' 기업 가치를 끌어올리기 위한 노력을 유도하는 정책이다. 강제적인 방식이 아닌 기업의 자율성을 중시하기 때문에 지배주주 중심의 기업 거버넌스를 가진 국내 기업들의 밸류업 참여율은 아직까지 저조한 상황이다. 실제로, 현재 기준 약 84%의 일본 상장사는 기업가치제고 계획을 공시한 반면 국내 상장사는 0.5% 수준에 그치며 턱없이 적은 수치를 보이고 있다.

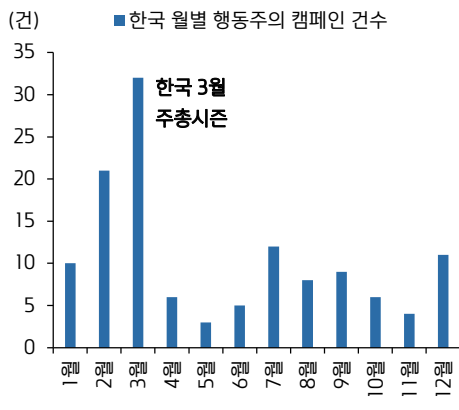
이러한 관점에서 이제부터 펼쳐질 주주행동주의는 국내 기업들의 저조한 밸류업 공시를 이끌어낼 수 있느냐가 주요 관전포인트가 될 것으로 판단된다. 더욱이, 현 시점에서 행동주의에 주목해야하는 이유는 내년 초 주주총회 시즌을 앞두고 행동주의펀드의 본격적인 활동이 예상되기 때문이다. 한국과 일본의 주주총회 시즌은 각각 3월 말과 6월 말이다. 실제로, 한국과 일본 모두 주주총회 시즌에 가까워질수록 행동주의 캠페인 활동이 증가했다는 점이 확인 가능하다.

또한 올해 기준 기업가치제고 계획을 공시한 일본 기업들의 월별 공시 분포를 살펴보면, 주주총회를 앞둔 5월(40개)과 6월(67개)에 가장 많았다. 이를 감안시, 국내에서도 올해 연말 내년 1분기까지 밸류업 정책 공시 기업들의 점진적 증가가 예상된다.

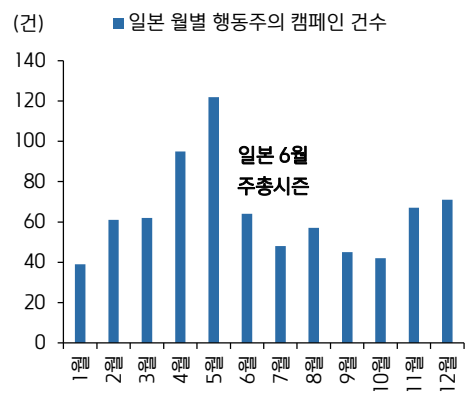
한편, 한국과 일본의 행동주의 캠페인의 안건을 살펴보면 공통적으로 주주환원, 이사 선임, 보수체계 변경 등의 안건이 증가하고 있다 즉, 행동주의 투자자의 요구가 이전과 같은 소극적 관여가 아닌 기업 내부 경영에 적극적으로 개입하는 방식으로 강화되고 있다는 것이다.

특히, 한일 공통적으로 최근 2~3년 사이 주주환원 확대를 요구하는 주주제안이 급등했다는 점에 주목해볼 필요가 있다. 한국과 일본 모두 정부 주도 하에 기업가치 제고 방안 공시를 권고함에 따라 행동주의 펀드 입장에서 주주환원 확대를 요구할 명분이 그만큼 커졌기 때문이라고 풀이된다. 저조한 국내 기업들의 밸류업 공시율을 감안한다면, 행동주의펀드의 주주환원 확대 요구는 내년에 더 급증할 가능성이 높아 보인다. 따라서, 투자전략 측면에서 행동주의펀드가 주주환원 확대를 요구할 기업에 현 시점부터 관심을 가져볼 필요가 있다.

한국과 일본 월별 행동주의 캠페인 건수 : 주주총회 시즌 다가올수록 행동주의 캠페인 증가

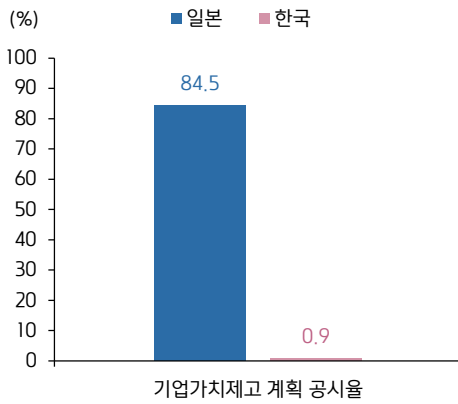


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

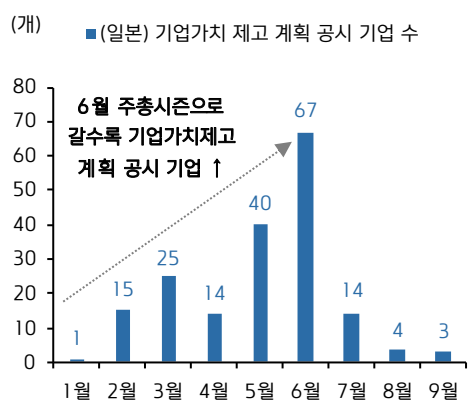


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

저조한 국내 공시율 감안시, 올해 연말 내년 초 국내 밸류업 정책 공시 기업 증가할 것으로 예상

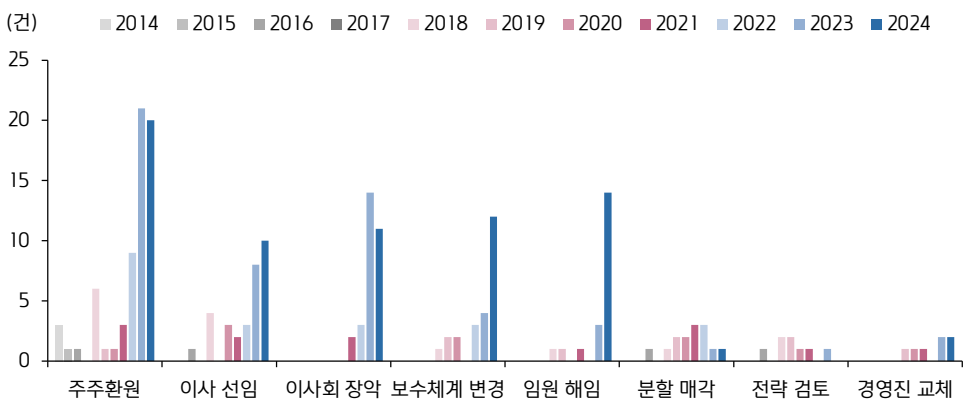


자료: TSE, KIND, 키움증권 리서치센터



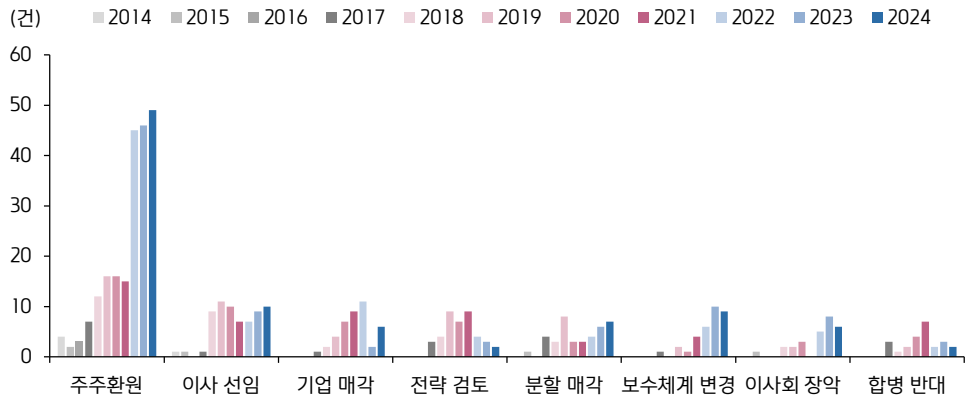
자료: TSE, 키움증권 리서치센터, 주) '24년 이후 집계

(한국) 연간 행동주의 캠페인 안건별 추이 : 주주환원, 이사 선임, 보수체계 변경, 임원 해임 ↑



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 기업별 중복 안건 포함

(일본) 연간 행동주의 캠페인 안건별 추이 : 주주환원, 이사 선임, 기업 매각, 보수체계 변경 ↑



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 기업별 중복 안건 포함

## 은행주의 밸류업 이전에는 행동주의 캠페인이 있었다

특히, 행동주펀드의 주주환원 확대 요구에 초점을 맞춰야하는 이유는 밸류업 관점에서 주주환원 확대가 대상 기업 주가에 가장 큰 영향력을 발휘하기 때문이다. 대표적인 사례가 올해 밸류업의 선봉장 역할을 자처하였던 은행주이다. 연초 이후 코스피가 2.7% 하락한 반면, 동기간 7대 금융지주의 평균 수익률은 44.6%를 기록하였다. DGB금융지주(-3.2%)를 제외하고 6개 금융지주사는 연초 이후 30% 이상 상승하였다. 올해 1월 말 정부가 기업 밸류업 프로그램을 발표하고 난 이후 은행주의 적극적인 주주확대 및 밸류업 정책 참여가 주가 상승으로 이어진 결과이다.

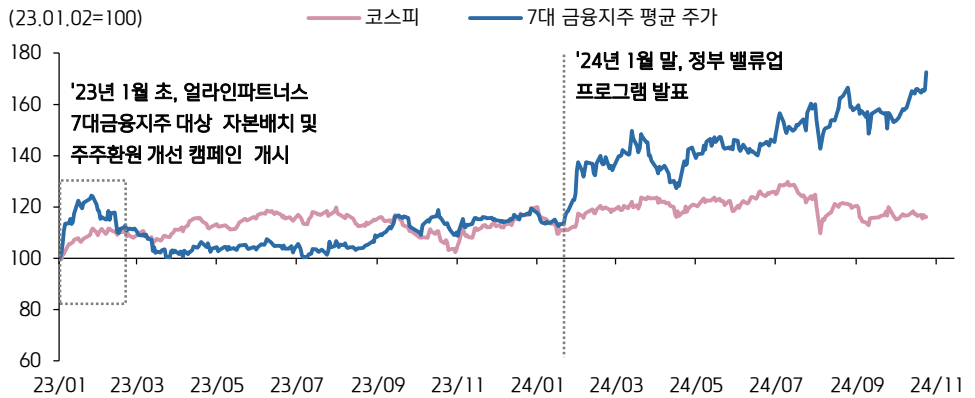
그렇다면, 이처럼 은행주가 주주환원을 확대할 수 있었던 배경은 무엇이였을까? 첫번째 배경에는 고금리 여건에 따른 은행주 전반의 이익 성장에 있다. '24년 전망치 기준, DGB금융지주(-17.4%)를 제외하고 나머지 6개 은행주의 순이익 증가율은 전년 대비 10%~20%에 상승할 것으로 현재 예상되고 있다. 즉, 이익 성장으로 주주환원 확대 여력이 그만큼 증가했다는 점이 하나의 이유이다. 여기에 정부 밸류업 정책 추진으로 그간 은행주의 주주환원 확대를 가로막았던 규제(관치금융) 축소 기대감도 주가 상승의 요인으로 작용했다.

이와 더불어 '24년 밸류업 정책 발표 1년 전에 은행주를 대상으로 한 행동주의 캠페인도 은행주의 주주환원 확대에 일조했다고 판단된다. '23년 1월, 얼라인파트너스는 국내 상장 은행지주를 대상으로 공개 주주서한을 발송하였고 2월 9일까지 공개적인 답변을 요구하였다. 은행지주사의 만성적인 저평가 해소를 위해 자본배치 및 주주환원정책 개선이 필요하다는게 주요 골자였다. 이후 2월 초 은행지주들은 이사회 결의나 공정공시 형태의 발표는 아니었지만, 실적 발표를 통해 개선된 주주환원정책을 발표하였다. 실제로, 7대 은행지주의 평균 주주환원율은 '22년 27.3% → '23년 32.9%로 5.6%p 상승하였다.

얼라인파트너스의 주주서한 발송 이후 '23년 1월 한달 동안 은행주는 평균 20% 가량 상승했으나, 이후에는 상승폭을 대부분 반납한 점은 아쉬운 부분이었다. '23년 당시는 밸류업 프로그램 발표 이전이라 주주환원 확대 정책 지속성에 대한 투자자들의 의구심이 반영되었기 때문이다.

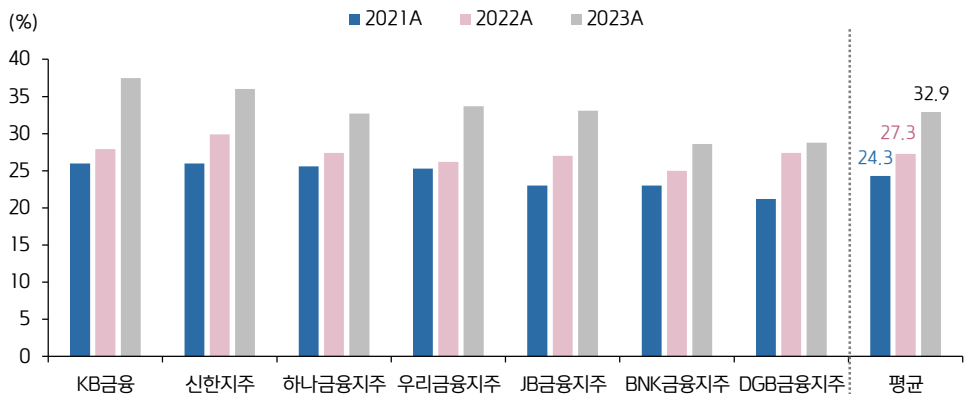
다만, 이제는 밸류업 정책으로 인해 상황이 달라졌다. 밸류업 정책으로 인해 상장사 스스로 기업가치제고 방안을 발표해야되는 상황에서 행동주의 펀드의 주주환원 확대 요구는 지렛대 역할을 할 것으로 판단된다. 이 과정에서 올해는 은행주를 비롯한 금융주를 중심으로 밸류업 수혜를 받았지만, 행동주의펀드의 개입이 본격화되는 내년부터 주주환원 및 밸류업 테마의 수혜는 여타 업종으로 확대될 것으로 전망된다.

'23년 이후 7대 금융지주 주가 흐름 : 은행주 밸류업 이전에 행동주의펀드 캠페인이 있었다



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

'21년~'23년 연간 7대 금융지주 주주환원을 추이 : 행동주의 캠페인 이후 평균 +5.6%p 증가



자료: 얼라인파트너스, 키움증권 리서치센터, 주) 회계연도 기준

## 행동주의 대상 기업 주가 패턴과 주목해야 할 기업

한편 '23년 이후 국내 행동주의 캠페인 대상 기업(40개 기업)의 평균 주가 추이를 살펴보면, 대상 기업의 단기적인 주가 상승이 관찰되었다. 캠페인 개시 직후 기업들은 평균적으로 약 5%의 상승률을 기록하였다. 다만, 주가가 고점을 기록한 이후 30거래일 동안 상승폭을 대부분 반납하며 원래 주가 수준으로 회귀하는 패턴을 보여왔다.

이러한 결과는 아직까지 국내 행동주의펀드의 경영 관여가 기업지배구조 개선과 장기적인 주주가치 제고로 이어지는 않는다는 점을 시사한다. 실제로, '23년 정기주총에서 행동주의 투자자의 주주제안이 통과된 비율은 20.2%에 그쳤다. 행동주의펀드의 주주제안 통과율이 50% 수준에 이르는 미국의 사례와 비교해봤을 때는 국내는 아직까지 저조하다고 평가할 수 있다.

이와 마찬가지로 '24년 이후 일본 행동주의 캠페인 대상 기업을 바탕으로 주가 패턴을 관찰해보았다. 기간을 '24년 이후로 설정한 이유는 기업가치제고 정책의 원년이 되었던 해 1년 후를 비교하는 것이 현 국내 상황과 유사하기 때문이다.

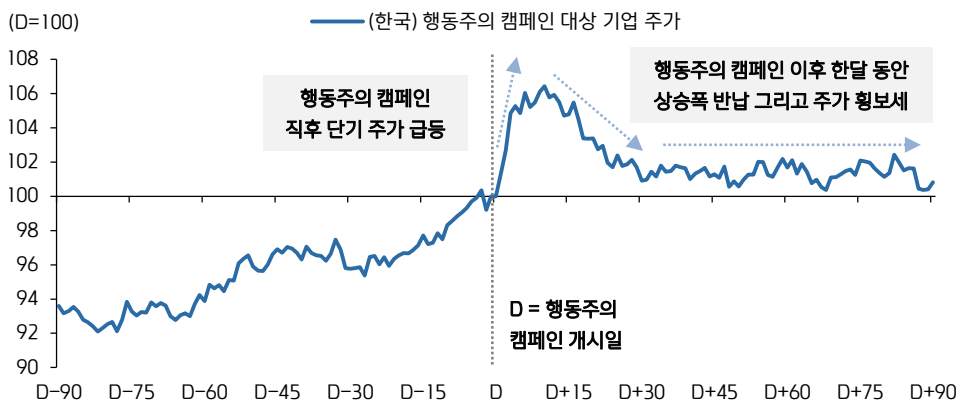
분석 결과, 일본 행동주의 캠페인 대상 기업(81개 기업)의 주가흐름도 한국과 마찬가지로 단기 상승 이후 상승폭을 반납하는 패턴을 보였다. 특히, 일본의 경우에 캠페인 직후 평균적으로 약 2% 상승에 그친다는 점에서 단기 수익률은 한국보다 상대적으로 저조한 것으로 관찰되었다.

다만, 행동주의 캠페인 이후 기업가치 제고 계획을 공시한 기업들(5개 기업)은 이후에도 지속적인 주가 상승세를 시현했다는 점에 주목해볼 필요가 있다. 해당 기업들이 꾸준히 주가 상승을 보인 이유는 주주행동주의가 구조적인 기업 체질 개선(=기업가치제고 계획 공시)으로 이어졌다는 시장의 평가가 반영되었기 때문이라고 판단된다.

또한, 해당 기업들의 '24년 연초 대비 수익률은 평균적으로 31.4%의 수익률을 기록하며 벤치마크 지수인 니케이225(+13.3%), 토픽스(+10.6%)를 크게 상회하였다. 개별 기업별로 살펴봐도 5개 기업의 수익률은 모두 벤치마크 대비 초과수익률을 시현하였다.

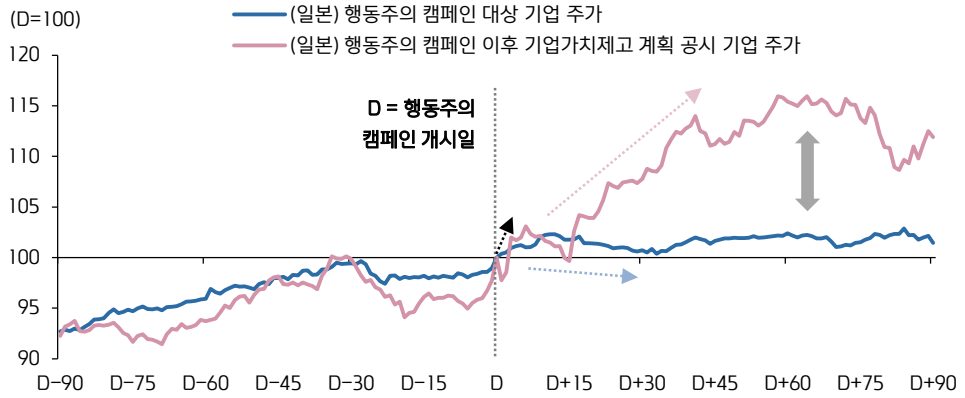
다만, 일본의 경우 '23년 말 기준 상장사 중 기업가치제고 계획을 공시한 비율이 76%였다. 이로 인해, '24년 캠페인 이후 기업가치제고 계획을 공시한 기업의 표본 수가 5개로 제한된다는 점은 한계가 있는 부분이다. 다만, 전체 5개 기업 모두 초과수익률을 기록했다는 점은 눈여겨볼만한 부분이다. 국내의 경우, 일본보다 훨씬 저조한 밸류업 정책 공시율을 보이고 있다. 이를 감안시 행동주의로 인해 밸류업 공시를 하는 기업은 일본보다 더 많을 것으로 예상되며, 해당 기업의 주가 반응은 일본의 사례처럼 클 것으로 예상된다.

**국내 행동주의 캠페인 대상 기업 주가 패턴 : 단기 주가 급등 이후 상승폭 반납**



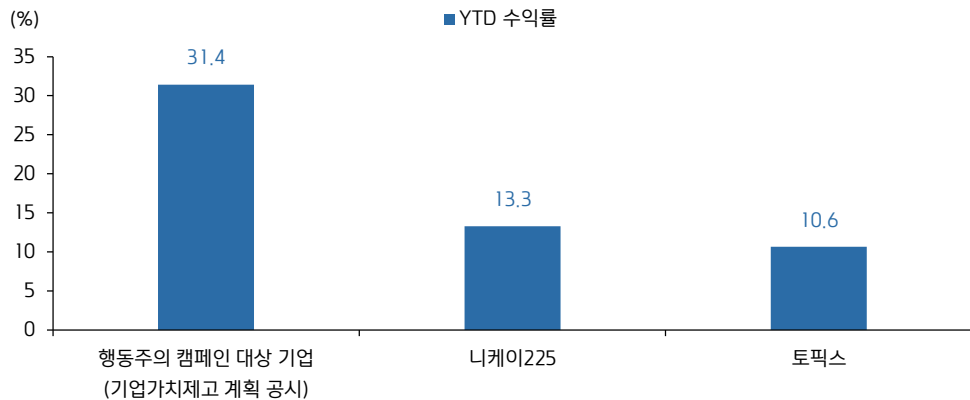
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 2023년 이후 행동주의 캠페인 대상, 시가총액 3,000억원 이상 기업

일본 전체 행동주의 캠페인 대상 기업과 캠페인 이후 기업가치 제고 계획 공시 기업의 주가 패턴



자료: Bloomberg, TSE, 키움증권 리서치센터, 주) 2024년 이후 행동주의 캠페인 대상 기업

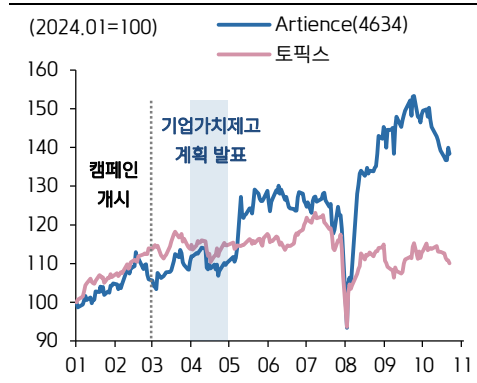
(일본) 행동주의 캠페인 이후 기업가치 제고 계획 공시 기업과 벤치마크 YTD 수익률 비교



자료: Bloomberg, TSE, 키움증권 리서치센터

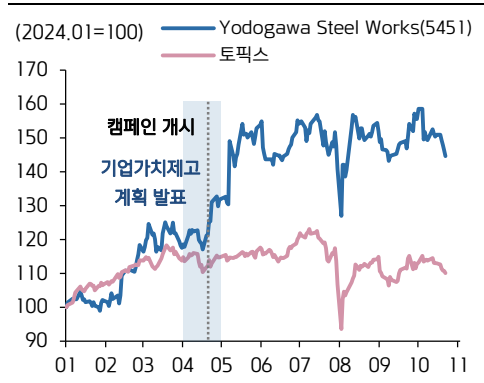
참고) 일본, 행동주의 캠페인 이후 기업가치제고 계획 공시 기업 주가 흐름

'24년 ARTIENCE와 토픽스 주가



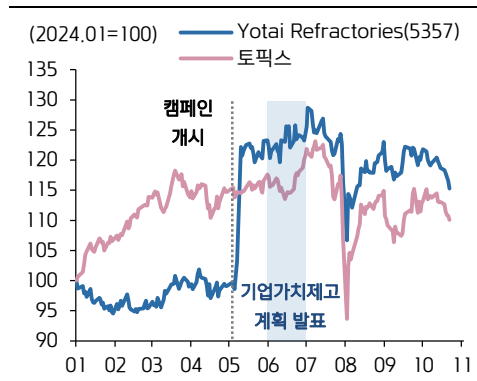
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'24년 YODOGAWA STEEL과 토픽스 주가



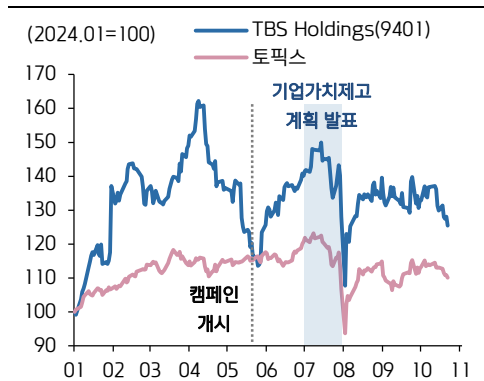
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'24년 YOTAI REFRACTORIES와 토픽스 주가



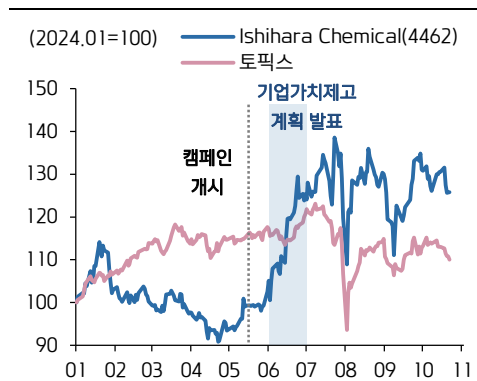
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'24년 TBS HOLDINGS와 토픽스 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'24년 ISHIHARA CHEMICAL와 토픽스 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

(일본) 행동주의 캠페인 이후 기업가치 제고 계획 공시 기업의 세부 캠페인 내용

코드명	기업명	행동주의펀드	캠페인 시작일	캠페인 목적	캠페인 내용	캠페인 성공 여부
4634	Artience	Nippon Value Investors	2024-02-14	주주환원	자본 효율성 개선을 위해 상호보유주의 대폭 축소 및 매각 제안. 또한, 매각 대금은 자사주 취득에 사용하는 것이 바람직하다고 언급하며, 이를 통해 자본 확충 및 자본 효율화를 이룰 것이라고 제안	성공 (2024-05-10)
5451	Yodogawa Steel Works	Strategic Capital	2024-04-24	경영진 교체	주주총회에서 요청할 경영진 교체 및 자본 정책 변경 사항	진행중
		Strategic Capital	2024-04-24	포이즌필 금지	자기자본 대비 배당금(DOE) 비율을 6%로 끌어올리기 위해 배당 확대, 인수 방어 조치(포이즌필) 폐지, 자사주 소각 등을 제안	진행중
		Strategic Capital	2024-04-24	주주환원	인수 방어 조치(포이즌필) 폐지, 자사주 소각 등을 제안	성공 (2024-04-25)
5357	Yotai Refractories	Capital Gallery	2024-05-10	주주환원	자사주 매입 대신 배당 정책과 배당성향과 관련된 명시적인 정책 수립 요구	진행중
9401	TBS Holdings	Hibiki Path Advisors	2024-05-14	주주환원	잉여금의 총당	진행중
4462	Ishihara Chemical	Nippon Active Value Fund	2024-05-15	주주환원	자사주 취득	성공 (2024-05-15)
		Nippon Active Value Fund	2024-05-15	정관 변경	사외이사 수에 관한 정관 개정	실패

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

올해 연말부터 내년 초까지 주주행동주의 증가가 예상되는 가운데 행동주의 캠페인 대상이 될 기업을 선정해보았다. 앞서 언급했듯이, 주주행동주의가 기업의 밸류업, 특히 주주환원 확대를 이끌 수 있는지에 초점을 맞춰서 바라볼 필요가 있다. 이에 다음과 같은 기준으로 관심 종목을 선정하였다.

- 1) 최대주주 지분율 : 최대주주 및 특수관계인과 자사주 지분율 합이 50% 미만
- 2) 배당성향 : 3년 평균 배당성향 30% 하회 혹은 업종 3년 평균 배당성향 하회
- 3) 저평가 여부 : PBR 0.5배 하회 혹은 업종 PBR 하회
- 4) 주주환원 여력 : 자산총계 대비 현금 및 현금성자산 수준이 양호

지배주주의 지분율이 높은 국내 기업지배구조 특성상 행동주의펀드의 주주제안 대부분은 결국 주주총회에서 부결되어왔다. 그럼에도, 기업 밸류업이 주식시장에서 주요 화두가 된만큼 행동주의펀드의 주주환원 확대 요구 자체만으로도 기업은 주주환원에 대한 경각심을 가질 것으로 예상된다. 이에 따라, 중장기적인 호흡으로 밸류업과 연동하여 주주행동주의가 한국에서 어떤식으로 흘러갈지 주의깊게 지켜볼 필요가 있다.

주주환원 확대 측면에서 행동주의 캠페인 대상이 될 수 있는 종목

종목코드	기업	W126	시가총액	P/B	3년 평균	현금성자산/	최대주주+
		업종 분류	(십억원)	(TTM)	배당성향	자산총계	자사주지분율
				(배)	(%)	(%)	(%p)
A028260	삼성물산	상사,자본재	23,823	0.64	26.5	11.3	43.3
A012330	현대모비스	자동차	23,528	0.53	14.1	14.5	35.1
A009540	HD 한국조선해양	조선	13,482	1.07	0.0	32.3	36.8
A402340	SK 스퀘어	반도체	12,491	0.82	0.0	7.4	32.7
A161390	한국타이어앤 테크놀로지	자동차	4,521	0.53	16.9	22.4	44.7
A011780	금호석유	화학	3,996	0.64	15.3	11.7	44.2
A241560	두산밥캣	기계	3,794	0.78	23.2	27.5	46.3
A000720	현대건설	건설,건축관련	3,179	0.42	15.2	35.8	34.9
A001450	현대해상	보험	2,700	0.51	21.8	26.4	35.2
A000990	DB 하이텍	반도체	1,645	1.12	8.5	13.5	30.2
A003690	코리안리	보험	1,515	0.36	27.3	28.2	30.9
A185750	종근당	건강관리	1,377	1.42	15.6	23.5	43.0
A375500	DL 이앤씨	건설,건축관련	1,188	0.29	10.3	38.4	24.9
A069080	웹젠	소프트웨어	564	0.76	10.1	29.8	43.5
A017960	한국카본	조선	556	1.15	10.8	17.8	39.5
A383800	LX 홀딩스	상사,자본재	539	0.31	13.6	15.2	43.9
A195870	해성디에스	반도체	449	1.44	14.0	21.5	36.3
A082920	비츠로셀	IT 가전	448	1.89	17.5	15.5	40.3
A095660	네오위즈	소프트웨어	443	0.82	3.4	24.5	44.7
A206640	바디텍메드	건강관리	367	1.74	13.4	17.4	32.2
A200670	휴메딕스	건강관리	351	1.56	28.3	41.4	45.6
A001820	삼화콘텐서	IT 가전	347	1.63	20.1	15.7	29.5
A033270	유나이티드제약	건강관리	345	0.89	15.0	6.0	47.3
A049070	인탑스	IT 하드웨어	340	0.6	12.6	10.6	45.5
A256840	한국비엔씨	건강관리	335	1.49	0.0	37.3	21.9
A023160	태광	기계	328	0.61	12.4	5.2	47.4
A101160	월덱스	반도체	318	1.38	2.3	19.4	35.1
A041830	인바디	건강관리	318	1.29	10.5	9.3	33.5
A025770	한국정보통신	소프트웨어	304	1.03	0.0	67.6	47.4

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 10/28 종가 기준, 시가총액 3,000원 이상 상장사