

2025년 11월 19일 | 키움증권 리서치센터

투자전략팀 | 시황/ESG

상법개정과 주주행동주의

시황/ESG 이성훈 sh1076@kiwoom.com



Contents

Summary	p.03
I. 상법 개정 영향 점검	p.04
II. 한국 주주행동주의 전성시대	p.22
III. 일본 거버넌스 개혁과 주주행동주의	p.41





1. 상법 개정 영향 점검

- Hard Rule 중심의 상법 개정안은 지배주주 중심의 지배구조에서 비롯된 일반주주와의 이해상충 이슈를 완화하는 것이 핵심. 집중투표제 의무화, 3%를 확대, 감사위원 분리선출 규모 확대 등의 상법 개정으로 인해 향후 소수주주의 이사회 진입 사례가 다수 등장할 전망.
- 한편, 상법 개정 이후 다음 스텝은 스투어드십코드 개정이 될 예정이며, 제도 이행에 대한 정기적 점검 체계 및 권고적 주주제안 도입 등 기관투자자의 적극적인 주주관여를 장려하는 방식으로 개정될 것으로 판단

2. 한국 주주행동주의 전성시대

- 상법 개정으로 주주행동주의 캠페인은 가속화될 것으로 전망. 정부 주도하의 거버넌스 개혁 정책이 지속됨에 따라 '24년 기준 한국은 전세계에서 3번째로 주주행동주의 캠페인이 많은 국가로 자리매김. 향후 국내 토종 기관투자자, 소액주주연대, 연기금, 외국계 행동주의펀드 등의 주주행동주의는 국내 기업의 밸류업으로 연결될 전망
- 한편, 오너일가의 승계 가속화 속 국내 경영권 분쟁 건수는 사상 최고치를 기록하며 상승세 지속 중. 높은 상속세율과 기업의 경영권 방어 수단 부재는 이 같은 추세를 강화하는 요인. 또한, 3%를 도입, 집중투표제 등의 상법 개정안으로 인해 대주주의 영향력은 약화되는 반면, 2대, 3대 주주 영향력은 강화됨에 따라 향후 다수 등장할 경영권 분쟁 사례에 주목해볼 필요.

3. 일본 거버넌스 개혁과 주주행동주의

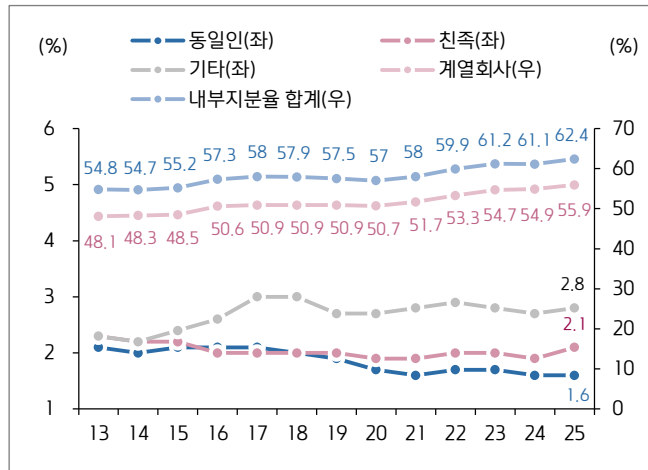
- '14년 거버넌스 개혁 이후 일본의 폐쇄적인 기업지배구조 모델은 구조적인 변화를 겪음. 회사법 개정, 기업지배구조 코드, 스투어드십 코드 등 제도적 정비와 기업가치제고를 명분으로 한 주주행동주의 활성화가 일본 기업 지배구조 개선으로 연결. 일본 기업들은 상호주를 매각하고, 중복상장 기업을 폐지하는 등 자발적인 밸류업을 실현
- 일관적인 거버넌스 개혁 속 일본 내 행동주의 캠페인 대상 기업의 주가는 중장기적으로 우상향하는 흐름을 연출. 다만, 한국 내 행동주의 캠페인 대상 기업은 단기적으로 주가 상승이 관찰되지만, 이후 반납하는 흐름을 연출. 밸류업 정책, 상법 개정 등 한국은 아직 거버넌스 개혁의 초입부라는 점을 감안시, 향후 일본과 같이 국내 증시도 행동주의에 따른 초과수익률의 기회 커질 것으로 전망

I. 상법 개정 영향 점검



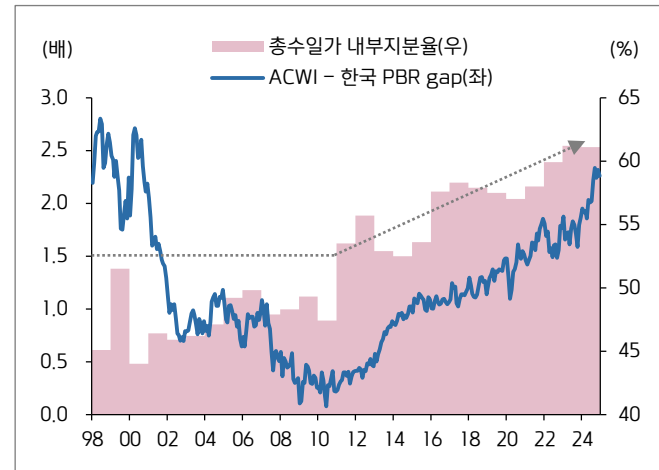
- ▶ 오너일가 중심의 지배구조 → 지배주주와 일반주주 간 이해상충 유발 → 코리아 디스카운트로 연결
 - 한국 기업지배구조 모델은 정부 주도의 고도 성장 정착 아래 형성된 대기업 집단 중심 체제
 - 이에 따라, 지배주주가 소수 지분만으로 기업집단 전체를 지배할 수 있으며, 이로 인해 소유와 지배 간 괴리가 심화
 - 실제로, 총수일가(동일인 및 친족)의 지분율은 3.7%에 그치지만, 기업집단의 내부지분율은 62.4%로, 총수일가는 적은 지분으로도 계열회사를 활용해 기업집단 전체에 대한 지배력을 유지하고 있는 상황
 - '99년 외환위기 이후 지배구조 투명성을 확보하기 위해 지주회사제를 도입했음에도, 중복상장, 계열사 간 내부거래 등 지배주주 지배력 유지 수단으로 활용되는 부정적인 사례들이 연이어 발생하며 코리아 디스카운트 심화

국내 총수일가 내부지분율 변화 추이



자료: 공정위, 키움증권 리서치센터

국내 총수일가 내부지분율과 코리아 디스카운트 추이

자료: Bloomberg, 공정위, 키움증권 리서치센터
주) MSCI ACWI와 KOREA 지수 기준

02.

국내 상장 기업의 소유 구조, 최대주주에 우호적으로 집중

- ▶ 국내 상장사의 최대주주 우호지분(최대주주, 특수관계인, 우의사주, 자사주 지분)을 통한 집중도를 계산할 경우,
 - 국내 상장사의 62.0%(자사주 포함)는 최대주주 우호지분을 활용하여 주주총회에서 단독으로 보통 결의 또는 특별 결의 안건을 의결 가능(자사주 제외시 55.3%)
 - 상장 시장별로 구분해보면, 자사주 포함시 코스피 상장사의 75.2%, 코스닥 상장사의 55.8%는 단독으로 보통 또는 특별 결의 안건 의결 가능(자사주 제외시 코스피 68.0%, 코스닥 49.3%)
 - 대주주 중심의 소유구조로 인해 사외이사 및 감사위원회 제도 도입에도 이사회는 독립성 및 감사기능 부족으로 지배주주 중심의 의사결정 지속되는 상태

국내 상장기업 최대주주의 단독 의결권 현황

	(단위 : 개,%)	단독 결의 불가능	단독 보통결의 가능	단독 특별결의 가능	합계
자사주 제외	전체	1138(44.7)	654(25.7)	753(29.6)	2545(100)
	코스피	262(32)	222(27.1)	334(40.8)	818(100)
	코스닥	876(50.7)	432(25)	419(24.3)	1727(100)
자사주 포함	전체	967(38)	652(25.6)	926(36.4)	2545(100)
	코스피	203(24.8)	202(24.7)	413(50.5)	818(100)
	코스닥	764(44.2)	450(26.1)	513(29.7)	1727(100)

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 주주총회 출석주주 지분을 75%로 가정할 경우, 단독 보통결의 가능 지분은 37.5%, 단독 특별결의 가능 지분은 50.0% 이상, 2Q25 공시 기준

- ▶ 법적 강제성을 지닌 Hard Rule 중심의 상법 개정안은 대주주 견제 및 소수주주 의결권을 강화
 - 정부는 자본시장 혁신의 일환으로 1차(7월), 2차(9월) 상법 개정안을 신속하게 추진하며 현재 국회를 통과. 이와 더불어 자사주 소각 의무화 등의 3차 상법 개정안도 연내 통과를 목표로 하고 있는 상태
 - 특히, 집중투표제, 3%를 강화 등으로 비지배주주의 이사회/감사위원회 진입이 가능할 것으로 전망. 실효성 있는 제도가 뒷받침됨에 따라, 향후 소액주주 및 기관투자자 중심의 주주행동주의 확대될 것으로 기대

새정부의 상법 개정안 주요 내용

항목	개정 내용	시행	기대효과
이사의 충실의무 확대	<ul style="list-style-type: none"> • 이사는 회사 뿐 아니라 '주주'에 대해서도 직무를 충실하게 수행 • 주요 변경 사항: <ol style="list-style-type: none"> 1) 총 주주 이익 보호: 개별주주가 아닌, 주주 전체를 하나의 집단으로 보고 집합적으로 이익 보호 2) 전체 주주의 공평 대우: 특정 주주나 지배주주에 치우치지 않고, 모든주주의 이익을 균등하게 고려 	25년 7월 22일	일반주주 권익 보호 강화, 경영투명성 제고
독립이사 제도	<ul style="list-style-type: none"> • 상장사의 사외이사 '독립이사'로 명칭 변경하고, 의무선임 수 증원 • 주요 변경 사항: <ol style="list-style-type: none"> 1) 독립이사로 명칭 변경: 사내이사, 집행임원, 업무집행 지시자로부터 독립적으로 기능하는 이사 2) 선임기준: <ul style="list-style-type: none"> - 상장회사(자산2조미만): 이사총수의 1/3 이상 독립이사선임(기준 1/4) - 대규모상장회사(자산2조이상): 독립이사3명이상, 이사 총수의 과반수 확보 	26년 7월 23일	소수주주의 권한 강화 및 경영참여 확대
감사위원 선임시, 3%를 확대	<ul style="list-style-type: none"> • 사외이사 감사위원 선임 또는 해임시 최대주주 의결권 3% 제한 적용 • 주요 변경 사항: <ol style="list-style-type: none"> 1) 사외이사가 아닌 감사위원 선임에만 적용된 최대주주 3% 합산률을 감사위원 전원에 적용 	26년 7월 23일	감사위원회 독립성 강화, 소수주주 권한 확대
전자주주총회 도입	<ul style="list-style-type: none"> • 상장사 전자주주총회 개최 허용 및 전자주주총회 참석시 소집지에 출석한것으로 간주 • 주요변경사항: <ol style="list-style-type: none"> 1) 현장 병행형 방식: 현장개회는필수이며, 전자방식은 보조 형태로 운영 2) 개최 의무: 일반상장사는 이사회결의로 전자주주총회 개최가능하며, 시행령으로정하는 상장사는의무 개최 	27년 1월 1일	주주 참여 확대
집중투표제	<ul style="list-style-type: none"> • 자산총액 2조원 이상 대규모 상장 회사의 100분의 1 이상주주의 청구가 있는 경우 집중투표제 실시 의무화 	공포일 기준 1년 후	소수주주의 선임권강화, 기업 지배구조개선
감사위원 분리 선출 정원 확대	<ul style="list-style-type: none"> • 대규모 상장회사의 경우, 의무적으로 분리 선출 해야하는 인원을 1인에서 2인으로 확대 	공포일 기준 1년 후	감사 독립성 강화, 투자자신뢰향상
자사주 소각 의무화 (예정)	<ul style="list-style-type: none"> • (예정) 법 시행 이후 예외 규정 외 새로 취득하는 자사주 원칙적으로 소각. 기존 자사주 또한 시차를 두고 소각을 원칙 	미정	주주환원 강화, 지배구조 투명성 개선

자료: 국가법령정보센터, PwC, 키움증권 리서치센터

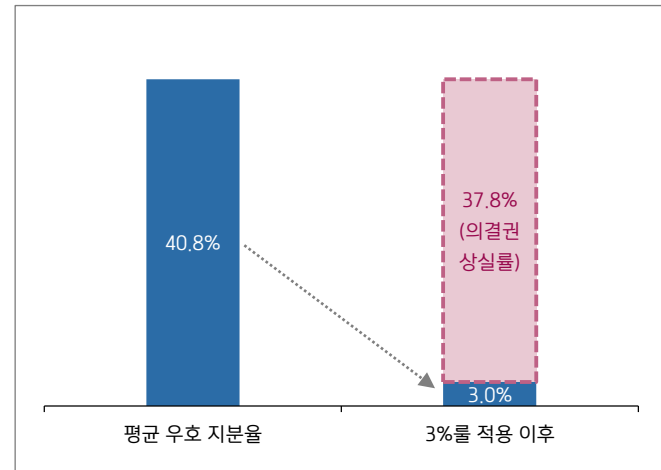
- ▶ (개정 내용) 사내이사 감사위원 선출뿐만 아니라 사외이사 감사위원 선출시에도 '항상 합산' 3%를 적용
- ▶ (배경)
 - '20년 상법 개정 : 감사위원 가운데 1인은 이사 선임과 분리 선출, 사외이사가 아닌 감사위원 선임/해임시 최대주주 및 특수관계인의 3% 초과 의결권 제한(사외이사의 경우 최대주주 및 특수관계인 의결권 각각 3%씩 인정, 개별 3%를)
 - 다만, 대부분의 기업들이 사외이사들로 감사위원회를 구성하는 상황에서 사외이사가 아닌 감사위원만을 대상으로 하는 규정은 실효성이 떨어진다는 지적 존재해왔음
- ▶ (영향)
 - 감사위원회에 대한 최대주주 영향력 감소하며, 소액주주 및 기관투자자의 감사위원 선임 가능성은 높아질 전망. 이에 따라, 기업지배구조 개선, 감사위원회에 대한 객관적 감시 기능 강화, 회계 투명성 향상될 것으로 기대

감사위원 선임 및 해임시 3%를 적용 내용

구분	개정 전	개정 후
사외이사가 아닌 감사위원 선임· 해임	<ul style="list-style-type: none"> - 최대주주: 특수관계인 지분 포함하여 합산하여 3%내 의결권 제한 - 상기 외 주주: 개별 3%내 의결권 제한 	<ul style="list-style-type: none"> - 최대주주: 특수관계인 지분 포함하여 합산하여 3%내 의결권 제한 - 상기 외 주주: 개별 3%내 의결권 제한
사외이사인 감사위원 선임· 해임	<ul style="list-style-type: none"> - 모든 주주: 개별 3%내 의결권 제한 	

자료: 키움증권 리서치센터

50대 그룹 오너일가 3%를 적용시 의결권 상실률



자료: 리더스인덱스, 키움증권 리서치센터

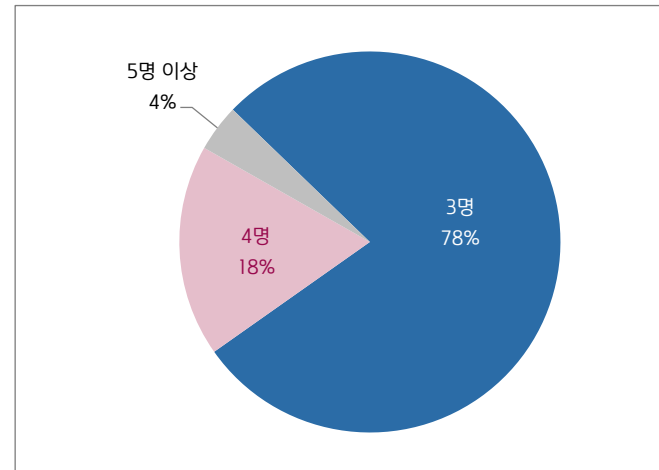
- ▶ (개정 내용) 대규모 상장사(자산총액 2조원 이상)의 경우, 분리선출하는 감사위원 2명 이상으로 확대
- ▶ (배경)
 - 기존에는 대규모 상장사에 대해 1명을 제외하고는 나머지 감사위원회 위원의 경우 3%를 적용되지 않는 일반적인 이사 선임 절차에 따라 선임. 감사위원회는 상법상 3인 이상으로 구성해야하기 때문에, 1명의 분리선출로는 감사위원회의 독립성과 실효성 있는 감시 기능 확보에 한계가 있다는 지적.
- ▶ (영향)
 - 감사위원 분리선임 대상 확대를 통해, 이사회 구성 다양성 제고, 감시 기능 강화, 일반주주 권익 보호 기대
 - 특히, 최대주주의 의결권 제한(3%를)과 결합될 경우 소액주주, 기관투자자, 행동주의펀드 등의 공개 추천 후보가 선임될 가능성 높아질 전망

감사위원 분리선출 확대 개정 내용

현행	개정안
제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	제542조의12 (감사위원회의 구성 등)
<p>②제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회 위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회 위원 중 1명(정관에서 2명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회결의로 다른 이사와 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.</p>	<p>② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회 위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회 위원 중 2명(정관에서 3명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사와 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.</p>

자료: 키움증권 리서치센터

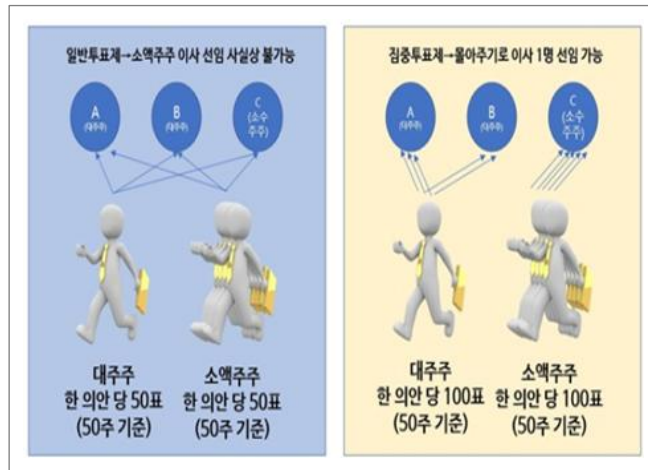
감사위원회 구성원 수별 국내 기업 비중



자료: PwC, 키움증권 리서치센터
주) 기업지배구조보고서 의무공시(자산총액 5천억원 이상) 코스피 상장사 대상

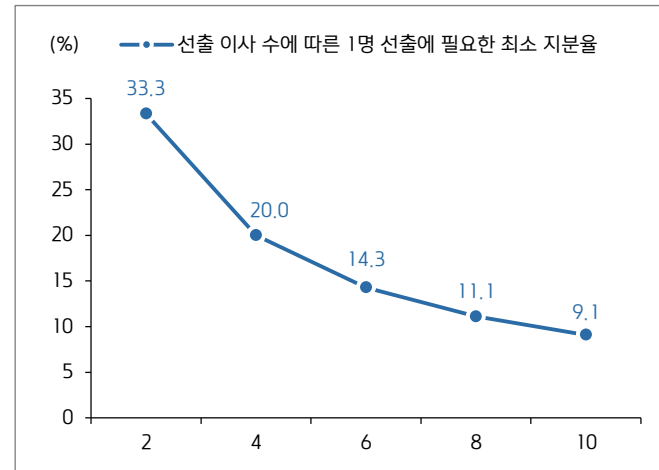
- ▶ (개정 내용) 대규모 상장사(자산총액 2조원 이상)의 경우, 집중투표제를 정관으로 배제할 수 없도록 의무화
- ▶ (배경)
 - 현행 상법상 집중투표제를 원칙적으로 허용하고 있으나, 대부분의 기업은 정관을 통해 배제하고 있는 실정. 이로 인해 소수주주들의 의사가 이사회 구성에 제대로 반영되지 못하는 구조적 한계가 발생하고 있다는 지적이 제기되어 왔음
- ▶ (영향)
 - 집중투표제는 선출 예정인 이사 수에 비례하여 의결권 숫자가 부여되며, 이에 따라 부여된 의결권을 한 명 또는 여러 후보에게 집중하여 투표할 수 있도록 하는 제도(집중투표제, 이사 1명을 확보하기 위한 최소 지분율 = 1/(이사 수 + 1))
 - 특정 후보 한명에게 모든 표를 몰아줄 경우, 소액주주, 기관투자자, 행동주의펀드 등이 지지하는 후보가 이사회에 진입할 가능성 높아질 전망

집중투표제와 일반투표제 비교



자료: MTN, 키움증권 리서치센터

집중투표제, 선출 이사 수에 따른 필요 최소 지분율



자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ OECD에 따르면, 48개 회원국 중 28개국이 집중투표제 도입하며, 도입 비율은 약 58% 수준
- ▶ 주요국들은 대부분 임의 방식으로 집중투표제 채택하고 있으며, 미도입한 국가의 경우 별도 제도를 통해 이사 선임시 소수주주 권리 보장
 - 가령, 영국은 소수주주 다수결제도(MoM), 이탈리아는 명부투표제(Slate voting) 방식으로 소수주주 권리를 보장
- ▶ 한편, 실질 지배주주가 존재하는 중국, 대만, 사우디아라비아의 경우 집중투표제를 법적으로 의무화
 - 특히, 중국은 단일 최대주주 및 특수관계인 30% 이상 지분 보유 회사에 제도 적용 의무화함으로써 소수주주 보호

주요국 집중투표제 도입 현황 및 특징

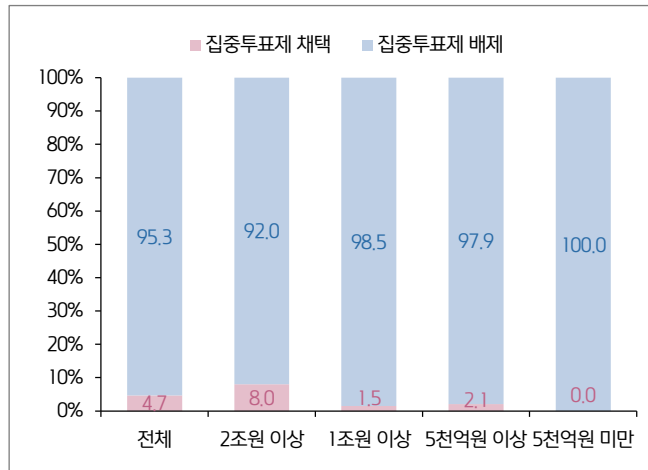
국가	도입 여부	유형	주요 특징
한국	Y	임의(Opt-out)	- 1998년 도입하였으나 대부분의 상장기업에서 정관으로 배제할 수 있도록 함
미국	Y	임의(Opt-in) (일부 주 강제)	- 19세기 후반 도입 후 1950년대부터 강제 규정에서 임의 규정으로 전환
일본	Y	임의(Opt-out)	- 1974년 상법 개정 시 임의 규정으로 전환, 1950년 도입 후 24년 만에 의무제 폐지
캐나다	Y	임의(Opt-in)	- 공개회사가 아닌 회사가 정관으로 집중투표제를 채택한 경우에만 가능
독일	Y	임의(Opt-in)	- 독일 주식회사법(Aktiengesetz) 제 133조 1항은 기본적으로 '1주당 1의결권'을 원칙으로 하나 동조 2항에서 정관을 통해 채택할 수 있도록 함 - 다만 주요 기업 중 채택한 사례는 매우 희소함
중국	Y	강제(특정 조건)	- 30% 이상의 지분을 보유한 지배주주가 존재하는 회사에 한정하여 의무화
대만	Y	강제	- 1966년 의무화 → 2001년 Opt-out 모델로 변경 → 2011년 의무화로 재변경
사우디아라비아	Y	강제	- 2017년, 기업지배구조 개선을 통한 외국인 투자 유치를 위한 핵심 제도로 도입
영국	N	미도입	- 일반적으로 주식 소유가 분산되어 있어 집중투표제 미도입 지배주주가 있는 경우에 한하여 독립이사 선임시에 소수주주의 다수결(MoM)을 거부권 부여
이탈리아	N	미도입	- 이사 선임 시 명단에 대한 의견권(Slate voting)를 행사하는데 소수주주가 제안한 명단에서 적어도 1인의 이사를 선임하도록 규정

자료: KCGS, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

주) Opt-out : 기본 적용하나 정관 규정을 통해 배제 가능, Opt-in: 정관 규정이 없는 경우 미적용

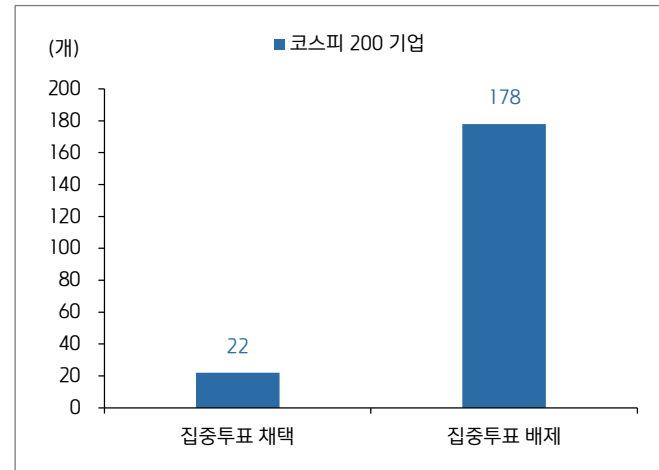
- ▶ '25년 기업지배구조 보고서 제출 기업 기준, 집중투표제 도입 기업은 총 26개사로 전체 기준 4.7%에 불과
 - 코스피 200 기준, 집중투표제 도입 기업은 22개사로 약 11% 수준에 불과
 - Opt-out 방식을 채택하는 한국의 경우, 대다수 상장사는 정관 내 배제 조항을 통해 집중투표제 도입 회피
 - 집중투표제 도입 기업을 살펴보면, 소유분산 기업, 금융사, 시장형 공기업의 채택 경향이 높은 편

국내 상장사 집중투표제 도입 현황



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터
주) 2025 기업지배구조보고서 제출 기업

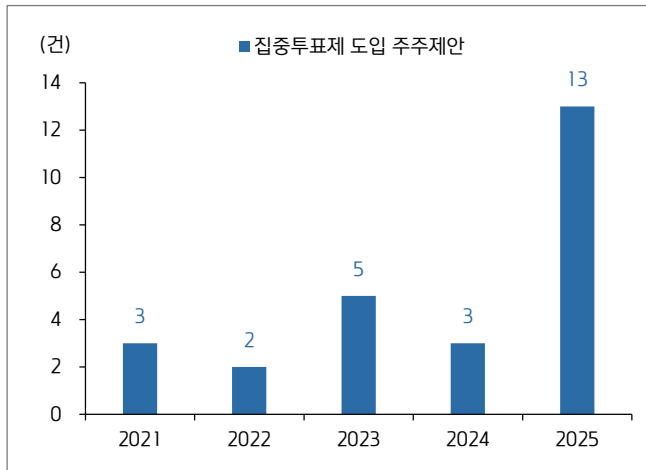
코스피 200 기업, 집중투표제 도입 현황



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

- ▶ '25년 주주총회에서 집중투표제 도입 주주제안 안건은 13건으로 과거 4년 대비 큰 폭으로 증가
 - 대다수의 상장사가 정관 조항을 통해 집중투표제를 배제하고 있는 상황에서 주주들은 적극적으로 집중투표제 도입을 기업에 요구하는 추세
 - 특히, 최근 4년간 집중투표제 도입 주주제안은 모두 부결되었으나 '25년에는 2개의 가결 사례 나타남
 - 상법 개정 이후 자산총액 2조원 이상의 기업에 한해 집중투표제 정관 배제 조항이 적용 되지만, 소수주주 권리 강화 움직임을 감안한다면 향후 대규모 상장사 외 기업에도 집중투표제 도입 요구 커질 것으로 전망

최근 5년간 집중투표제 도입 주주제안 추이



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

최근 5년간 집중투표제 도입 주주제안 상정 기업

회사	시장 구분	가결 여부
고려아연(임시)	유가	가결
코웨이	유가	부결
영풍	유가	부결
DB하이텍	유가	부결
솔루엠	유가	부결
디아이동일	유가	부결
울촌화학	유가	부결
한국알콜	코스닥	부결
캐스텍코리아	코스닥	부결
오스코텍	코스닥	가결
대유	코스닥	부결
하이즈항공	코스닥	부결
캐스텍코리아(임시)	코스닥	부결

자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

- ▶ 집중투표제 정관 배제 불가에도 기업은 시차임기제, 이사 수 변경, 이사별 분리 선출 등으로 무력화 가능
 - 대표적으로, 이사를 특정 주주총회에서 한 번에 선임하는 것이 아니라 시차를 두어 나누어 선임하는 방식인 시차임기제를 통해 집중투표제의 실효성을 약화시킬 수 있음
 - 한편, 집중투표제를 통해 이사 1명을 선임할 수 있는 최소 의결권 비율은 1/(이사수+1)이기 때문에, 선임하는 이사의 수를 축소하려는 시도도 있을 것으로 판단. 그 외에 이사별 분리 선출 등도 무력화 수단 중 하나
 - 또한, 지배주주는 특수관계 없는 백기사 등과의 상호주 형성을 통해 우호지분을 확보하려는 움직임도 커질 것으로 전망

집중투표제 도입 주주제안을 무력화할 수 있는 기업의 수단

시차임기제	이사의 수 상한 변경에 대한 선결 안건 상정	이사별 분리 선출
<p>- 순차적 선임을 통한 시차임기제</p> <p>- 이사회 구성을 한 번에 모두 선임하지 않고, 임기를 시차를 두고 나누어 순차적으로 선임하는 제도</p> <p>이사를 1명씩 혹은 적은 수로 분산 선임함으로써, 집중 투표제 불가능 및 실효성 약화</p> <p>[사례] 기아 기아 정관 제1조(시차임기제 도입)</p> <p>① 제62기 정기주주총회에서 선임되는 이사는 1그룹, 2그룹, 3그룹으로 나누고 각 그룹별로 이사수를 정한다.</p> <p>② 제62기 정기주주총회에서 선임된 이사 중 1그룹에 속한 이사는 다음 첫번째 정기주주총회까지, 2그룹에 속한 이사는 두번째 정기주주총회까지, 3그룹에 속한 이사는 세번째 정기주주총회까지 임기를 가진다.</p>	<p>- 선결 안건으로 정관 상 이사의 수 상한 축소</p> <p>- 이사의 수 상한을 축소하는 정관 변경 안건을 우선적으로 상정하여 의결하는 것</p> <p>- 표면적으로는 '이사의 수 조절'이지만, 정관 상 이사의 수를 줄여 집중투표제 주주제안 무력화</p> <p>[사례] 차바이오테크 2025.03.31 정기주총</p> <p>제 31호 의안: 정관 제23조 이사와 감사의 원수 개정의 건</p> <p>제 32호 의안: 집중투표제 도입 규정 삭제에 위한 정관 변경의 건</p> <p>제 4호 의안: 이사 선임의 건 (본 의안은 제 32호 의안 가결 시 상정함)</p>	<p>- 사내/사외이사 혹은 CEO/그 외 이사 분리 선출</p> <p>- 같은 주주총회에서 이사를 선임하더라도 각각 다른 안건으로 나누어 별도로 선출</p> <p>- 이사를 종류별로 나누어 각각 1명씩 혹은 적은 인원 별로 따로 선임하면 집중투표제 실시 불가능 혹은 실효성 약화</p> <p>[사례] 코웨이 2025.03.31 정기주총</p> <p>제22호 의안: 집중투표제 도입시 사내이사/사외이사 구분 적용</p> <p>③ 집중투표의 방법에 의하여 이사를 선임하는 경우 사내이사과 사외이사를 별개의 조로 구분하여 각 조별로 집중투표를 적용한다.</p>

자료: 한국ESG연구소, 키움증권 리서치센터

- ▶ (개정 내용) 이사에게 '회사'에 대한 충실의무와 함께 '주주'에 대한 충실의무를 부과
- ▶ (배경)
 - 회사에 대한 이사의 충실의무만 명문화한 현행 상법 조문은 대주주 등 지배구조 내 주요 인물들이 주주 전체의 이익을 균형있게 보호하지 못한다는 점이 지속적으로 제기. 특히, 물적분할, 자회사 상장, 계열사 합병, 유상증자 등 일반주주 이익 침해 사례가 지속적으로 출현함에 따라 일반주주의 권익을 포괄적으로 보호해야한다는 공감대 형성
- ▶ (영향)
 - 개정 이후 주주의 이익을 적극적으로 고려해야할 법적 의무가 부과됨에 따라 이사 행위에 대한 책임 범위 넓어질 전망
 - 기업 경영 전반에 일반주주의 권익이 고려되어야 함에 따라 기업 거버넌스 투명성 및 신뢰성 증대될 전망

이사의 충실 의무 확대가 상사 판례에 미칠 영향

경영판단 기준에 있어서 전체 주주이익의 고려	이사가 경영판단을 함에 있어서 회사 및 전체 주주들의 이익을 고려하는 경향 강화
회시기회유용, 부당내부거래에 대한 감시 강화	회시기회 유용이나 부당내부거래에 '경영판단의 원칙'이 아닌 '공정성의 원칙(Entire Fairness Rule)'이 적용되어 감시 강화
자본거래 사법심사 강화	합병, 분할, 주식교환, 신주발행 등 각종 자본거래에 대한 사법심사 강화
소수주주 축출에 대한 견제	소수주식 강제 매수, 교부금 합병 등 소수 주주 축출에 대한 사법적 심사가 강화되어 소수주주 권익이 향상될 것
주식매수청구권 실질화	반대주주의 주식매수청구권 행사시 법원이 공정한 가액산정에 보다 더 적극적으로 개입하게될 전망. 이사들이 회사의 주주의 이익을 고려하여 공정가치 평가절차를 거쳐야할 것이고, 법원은 그 가치평가 결과와 반대주주의 불이익 등의 사정을 적극적으로 참작하게 될 것
경영권 분쟁시 중립의무 강화	경영권 분쟁 상황에서의 이사의 중립의무가 미국 충실의무 판례상 확립된 소위 Revlon 의무(대안 탐색, 더 나은 가격 협상, 공정한 절차 보장) 수준까지 확대, 강화될 것

자료: 한국기업거버넌스포럼, 키움증권 리서치센터

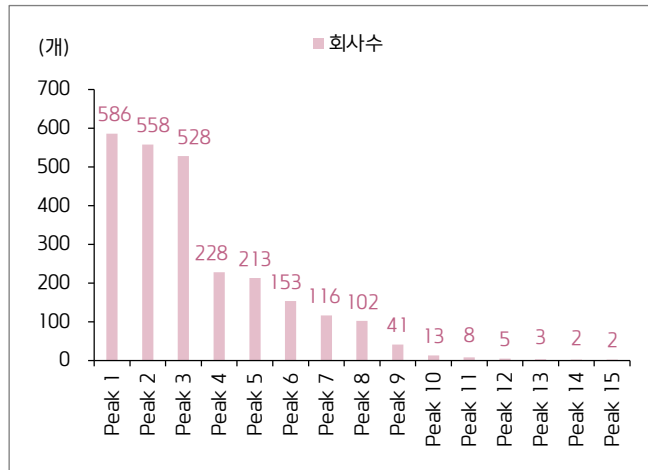
이사의 충실의무 관련 해외 유사 사례

국가	법령, 지침명	법 조항 및 주요내용
미국	모범회사법	8.31조 (이사 책임의 기준) 이사의 행동이 '이사가 회사 및 그 주주를 공정하게 대할 의무'를 위반하거나 그에 따른 결과인 경우 관련 법에 따라 소송이 가능하며, '회사 또는 주주에게 책임을 진다'
	델라웨어 회사법	제102조(b)항 (7호) 회사 또는 회사의 주주에 대한 이사의 충실 의무 를 위반했을 때는 이사의 책임을 감면해주지 않는다
일본	회사법	회사법 해석론 회사 이익과 주주 이익은 동일 하며, 주식회사의 영리법인 특성상 이사의 의무는 주주의 이익을 극대화할 의무로 연결된다 합병, 분할, 주식교환 및 이전 등 조직개편시 이사의 직무집행은 '직접적으로 주주의 이익에 영향을 준다 '고 인정
	공정한 M&A 지침	일본 경제산업성 2019년 공표 M&A에서 ' 일반주주의 이익 확보 '를 기본 원칙으로 둬 지배주주와 일반주주 이해상충에서 일반주주를 보호 하기 위한 내용

자료: 이상훈 '이사의 주주에 대한 충실의무 - 비교법적 검토', 키움증권 리서치센터

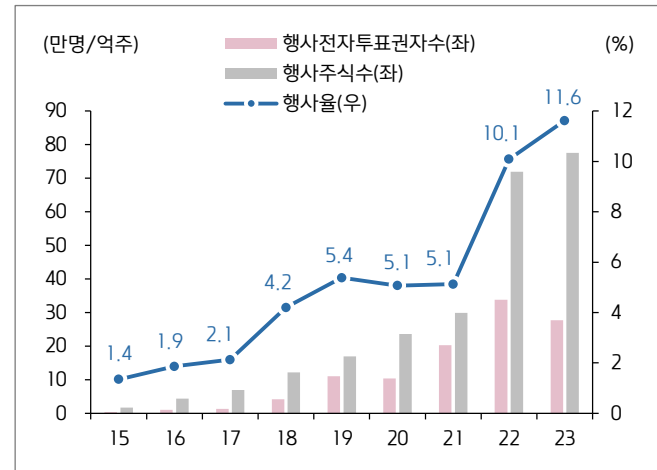
- ▶ (개정 내용) 전자주주총회 도입 및 일부 상장사는 의무화(현장 및 전자 주주총회 병행 개최)
- ▶ (배경)
 - 3월 말 대다수 기업의 주주총회가 집중 개최되는 가운데 현장 주주총회 방식은 주주의 주총 참여 및 의결권 행사에 제약 요인으로 작용. 특히, 전자투표제, 온라인 주주총회 실시에도 불구하고 온라인 시청의 경우 주주총회 출석으로 인정되지 않고, 실시간 의결권 행사 및 질문 불가, 전자 투표 의결권 행사의 불편함 등이 문제점으로 지적
- ▶ (영향)
 - 기존 현장주주총회의 시간적, 공간적 제약을 완화함에 따라 주주총회 출석률 제고 및 주주총회 활성화에 기여할 전망

2025년 정기주주총회 집중개최 현황



자료: Dart, 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

전자투표 행사 현황

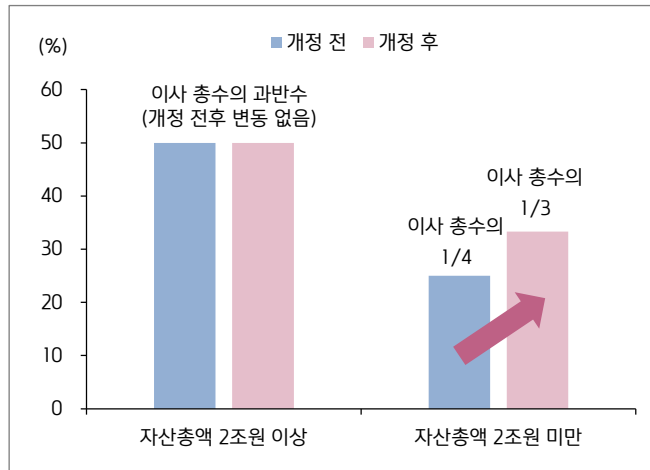
자료: 한국예탁결제원, 키움증권 리서치센터
주) 행사율은 의결권 있는 주식수 기준

13.

상법 개정 ⑥ 독립 이사 제도 및 비율 확대

- ▶ (개정 내용) 사외이사 대신 독립이사 명칭 사용. 독립이사 의무 선임비율, 이사 총수 1/4 → 1/3 이상으로 확대
- ▶ (배경)
 - 사외이사의 경영진에 대한 감독 및 견제 기능과 업무집행에 대한 감독 기능을 강화하기 위한 실효성 있는 제도 필요
 - 실제로, 국내 상장사의 경우 이사회 의 독립성을 보여주는 핵심 지표인 이사회 의장직 분리 준수율이 13.6%로 저조
- ▶ (영향)
 - 독립이사 비율이 1/3 이상으로 상향됨에 따라 이사 총수가 많은 기업일수록 더 많은 사외 이사가 이사회에 진입하게 될 전망. 이사회 내 독립이사의 절대적인 수가 증가함에 따라 실질적인 경영진 견제 및 감독 역할 강화되며 기업지배구조 투명성 강화될 것으로 판단

상법 개정 전후, 자산 규모별 상장사 독립이사 비중



자료: 키움증권 리서치센터

2025년 기업지배구조 보고서 내 핵심지표 준수율

구분	전체
① 주주총회 4주 전에 소집공고 실시	39.3%
② 전자투표 실시	80.2%
③ 주주총회 집중일 이외 개최	70.9%
④ 현금배당 관련 예측가능성 제공	42.1%
⑤ 배당정책 및 배당실시계획 연 1회 이상 통지	44.7%
⑥ 최고경영자 승계정책 마련 및 운영	35.8%
⑦ 위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영	76.1%
⑧ 사외이사가 이사회 의장인지 여부	13.6%
⑨ 집중투표제 채택	3.2%
⑩ 부적격임원 선임 방지 정책 수립	58.7%
⑪ 이사회 구성원 모두 단일성(性)이 아님	53.0%
⑫ 독립적인 내부감사부서(지원조직) 설치	48.0%
⑬ 내부감사기구에 회계 또는 재무전문가 존재	87.9%
⑭ 내부감사기구가 외부감사인과 분기별 회의 개최	62.6%
⑮ 경영관련 중요정보에 내부감사 접근절차 마련	98.6%
평균	54.3%

자료: KRX, 키움증권 리서치센터

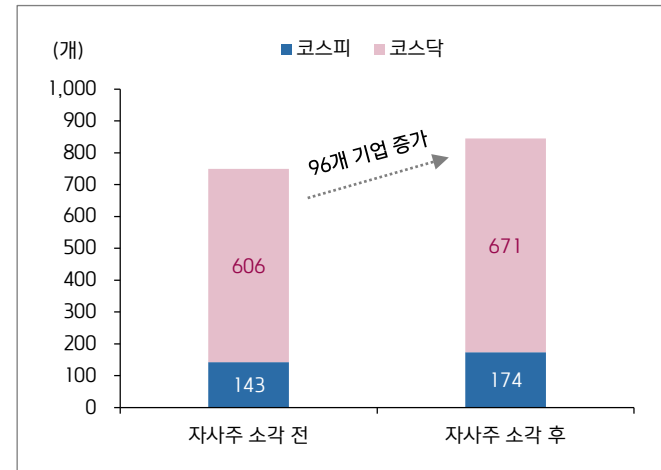
- ▶ (개정 내용) 상장사는 자기주식 취득 이후 소각을 원칙적으로 의무화
- ▶ (배경)
 - 다수의 상장사는 매입한 자사주를 소각하지 않고 경영권 안정권 등의 목적으로 장기간 보유함으로써 자본 운용의 비효율성 및 일반주주의 이익을 침해한다는 문제점이 지속적으로 제기. 이에 따라, 상장사의 자사주 매입은 주가 안정 및 주주가치 제고를 위한 수단으로서 활용되게끔 소각을 의무화해야 한다는 논의가 전개
- ▶ (영향)
 - 자사주 소각에 따른 유통주식 수 감소 속 재무지표 개선 및 상장사 전반의 주주환원 확대 증가할 전망
 - 한편, 자사주를 우호지분 및 경영권 방어에 활용할 수 없게 됨에 따라 기업의 대주주 지배력은 약화될 전망

자사주 소각 의무화 관련 상법개정안 발의 내용 정리

대표 발의	발의일	주요 내용	보유 허용 예외 규정
김남근	25년 7월 9일	취득일로부터 1년 이내 소각	임직원에 대한 보상, 우리사주조합, 사내근로복지기금 출연 등
차규근	25년 7월 14일	취득일로부터 6개월 이내 소각. 이 법 시행 전에 보유한 자사주는 5년 이내 소각	임직원에 대한 보상 등
민병덕	25년 7월 22일	취득일로부터 1년 이내 소각. 단, 당시 자사주 총수가 발행주식 총수의 3% 미만인 경우 2년 이내 소각	임직원에 대한 보상 등
김현정	25년 7월 22일	취득 즉시 소각. 이 법 시행 전에 보유한 자사주는 6개월 이내 소각	임직원에 대한 보상 등

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

자사주 소각 전/후 최대주주 지분율 1/3 미만 기업 수 비교

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 자사주를 최대주주 우호지분에 활용한다는 가정 하에 분석

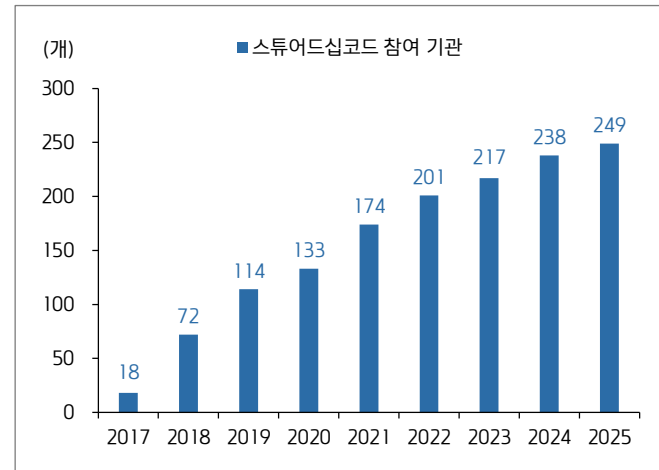
- ▶ 상법 개정 이후 다음은 연기금, 기관투자자의 적극적인 주주활동을 장려하는 스튜어드십코드 개정이 될 전망
 - '16년 국내 스튜어드십코드 도입 이후 약 9년 간 개정된 적이 없어 자산군 확대, 지속가능성 요소 반영 등의 시장 변화를 충분히 반영하지 못하고 있다는 지적
 - 이에 따라 스튜어드십코드에 참여하는 기관은 '17년 18개 → 현재 249개로 대폭 증가했지만, 스튜어드십코드 도입에 따른 실효성은 낮다는 평가
 - 이에 정부는 제도 이행에 대한 정기적 점검 체계, 권고적 주주제안 도입, 지속가능성요소 및 자산군 확대 관련 스튜어드십 개정을 추진할 것이라고 언급

국정운영 과제 내 주식시장 관련 추진 계획

실행 전략	추진 기한					
	'25	'26	'27	'28	'29	'30
주주 충실의무 등 [상법] 개정						
합병·분할 등 관련 제도 개선						
스튜어드십 코드 내실화						
사회사 원칙적 소각 제도화 검토						
불공정거래 원스트라이크 아웃						
금융회사 임직원 불공정거래 제재 가중						
부실기업 신속 퇴출						
미공개정보 이용 사전 예방						
ESG 공시 인프라 고도화						
해외자본 유입여건 조성						
정책펀드, 연기금 투자 확대 촉진						
벤처·중소기업 성장자금 공급						
주식시장 역할 재정립						

자료: 국정기획위원회, 키움증권 리서치센터

연도별 스튜어드십코드 참여 기관 추이

자료: KCGS, 키움증권 리서치센터
주) 2025/11/17 기준

- ▶ 권고적 주주제안(Advisory shareholder proposal)이란,
 - 주총에서 표결되지만 법적 구속력은 없는 결의로, 이사회 및 경영진에게 정책, 공시, 계획 수립 등을 권고하는 주주제안
 - 가결되어도 회사나 이사가 이를 따를 의무는 없으나, 기업 현안에 대해 회사가 주주 의견을 수렴하는 데 유용한 수단.
 - 권고적 주주 제안이 시행될 경우 주주와 기업 간 소통 창구가 열리며 스튜어드십 코드 실효성이 높아질 것이라는 평가
- ▶ 권고적 제안은 법적 강제력 없이도 주주 의사를 경영진에게 강하게 전달하는 유연한 도구 역할을 할 전망

주요국 권고적 제안 허용 여부 및 특징

국가	권고적 주주제안 허용 여부	주요 내용 및 특징
미국	O	- 연방 행정규칙(SEC)에서 규정하며, 법적 구속력이 없는 권고적 제안(precatory proposal)을 주주제안에 포함 - 다만, 회사의 '일상적 경영 사안(ordinary business)'에 해당하거나 '경제적 관련성'이 없으면 회사가 주주제안을 배제할 수 있음
영국	O	- 회사법과 모범정관(model articles of association)에서 주주제안을 규정 - 권고적 주주제안(advisory resolution)은 법적 구속력이 없습니다. (정관 변경 등은 특별결의를 통해 구속력 확보 가능) - 'Say on Pay(임원 보수)'는 초기에는 권고적 투표였으나, 2013년 개정으로 구속적 투표 요소가 도입
프랑스	O	- 원칙적으로 총회 결의는 구속력이 있으나, 일정 영역에서 권고적 성격의 표결(vote consultatif)이 가능 - 기후변화 대응, 이사회 다양성 등 지속가능성 관련 안건이 주로 권고적 성격 - 'Say on Pay'도 과거엔 권고적이었으나 2016년 이후 일부 항목이 구속적 표결로 전환
독일	X	- 주식법이 주주총회 권한을 엄격하게 한정하며, 경영 관련 자문적(advisory) 주주제안 제도는 존재하지 않음 - 사실상 권고적 주주제안이 인정되지 않으며, 총회에서 채택된 제안은 법적 구속력을 가집니다 ('Say on Pay' 포함).
일본	X	- 회사법상 주총 권한이 법령 및 정관에 근거한 결의사항으로 한정되며, 제도적으로 사실상 권고적 주주제안은 허용되지 않음

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

- ▶ 협력적 주주관여(Collaborative engagement)란,
 - 다수의 기관 투자자가 협력하여 주주 관여 활동을 준비하고 기업과 함께 대화하는 관여활동을 의미
 - 특정 기관투자자가 단독으로 진행하는 관여 활동은 기업에 실질적인 영향력을 미치기 어려움. 협력적 주주관여는 투자자 간 응집을 통해 기업에 주주권을 행사할 수 있기 때문에 이 같은 한계를 보완할 수 있음
 - 실제로, '25년 일본은 기업과 단독으로 대화하기보다는 다른 기관투자자와의 협력을 통한 대화를 장려하는 내용을 3차 스튜어드십코드 개정안의 주요 내용으로 논의

주요국 스튜어드십 코드 내 협력적 주주관여 조항 유무

국가	협력적 주주관여 가능 여부
호주	O
브라질	O
캐나다	O
이탈리아	O
인도	O
일본	O
영국	O
한국	X

자료: OECD Corporate Governance Working Papers(2022), 키움증권 리서치센터

영국 스튜어드십코드 내 협력적 관여 활동 원칙

항목	세부설명
사안/우선순위 선정	관여활동 사안을 선정하고, 우선순위를 정한 방법에 대한 설명
관여활동 목적 설명	관여활동의 목적에 대해 서술
협력·단독활동 구분 및 이유	독립적(단독)·협력적 관여활동 포함하여 그 방법을 선택한 이유에 대한 설명
목표·성과 및 진행상황 설명	명시된 목표, 목표 달성에 따른 성과, 관련된 진척 상황, 실제 관여활동의 사례나 진행과정 설명
확대 전략·조치의 이유 설명	관여활동을 확대할 때 전략을 사용하는 방법, 이유, 그리고 그를 통한 진행사항에 대한 설명

자료: 경제개혁연구소, 키움증권 리서치센터

II. 한국 주주행동주의 전성시대



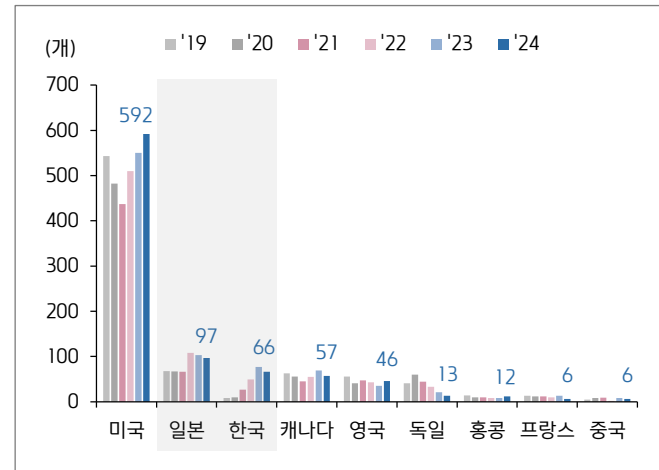
- ▶ 글로벌 주주행동주의 캠페인 현황을 살펴보면,
 - '24년 기준, 북미(649 건)가 가장 많았으며, 그 뒤를 이어 아시아(202 건), 유럽(105 건) 순
 - 3년 전 대비 증가율 기준, 아시아(+50.7%)가 가장 높았는데, 이는 일본과 한국의 주주행동주의 증가에 기인
 - 실제로, 일본(97 건)과 한국(66 건)은 행동주의 캠페인 대상 기업 수가 전 세계에서 각각 2,3번째로 많았음
 - 두 국가 모두 공통적으로 정부 주도의 거버넌스 개혁 정책이 행동주의 캠페인 증가로 연결되었다고 판단

'21년 대비 '24년, 권역별 행동주의 캠페인 대상 기업 수



자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

연간 주요 국가별 행동주의 캠페인 대상 기업 수 추이



자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

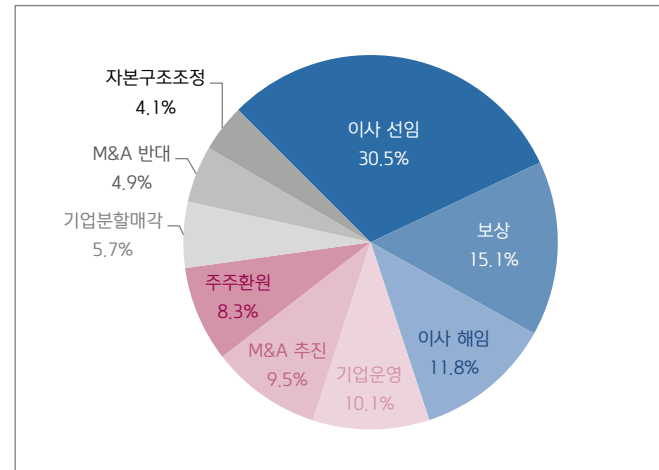
- ▶ 글로벌 주주행동주의 캠페인 내 요구 유형 현황을 살펴보면,
 - 최근 3년 합산 기준, 이사 선임(+30.5%), 보상(+15.1%), 이사 해임(+11.8%) 등의 유형이 다수를 차지
 - 특히, 이사 선임은 행동주의 캠페인을 통해 기업에 가장 많이 요구하는 제안 유형
 - 한국은 올해 상법 개정을 통해 소수주주의 이사회 진입이 제도적으로 용이해졌다는 점에서 향후 이사 선임 관련 행동주의 캠페인 다수 출현할 것으로 판단

전세계 행동주의 캠페인 요구 유형 빈도 수

	2022	2023	2024
이사 선임	139	153	162
보상	59	82	84
이사 해임	59	53	64
기업운영	40	53	57
M&A 추진	44	42	56
주주환원	35	34	54
기업분할매각	22	27	36
자본구조조정	22	19	20
M&A 반대	24	30	19

자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

최근 3년 합산, 전세계 행동주의 캠페인 요구 유형 비중



자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

- ▶ '16년 스투어드십코드 도입, '18년 국민연금 도입을 기점으로 주주권 강화로 국내 행동주의 활동 본격화
 - 이후 '20년 12월 감사위원외 분리선출 및 최대주주 의결권 3% 제한은 소수주주 및 행동주의가 원하는 감사 후보 선임 가능성이 높아지게 된 계기
 - '24년에는 기업 거버넌스 개선에 대한 목소리가 커지면서 정부 주도의 기업가치제고(밸류업 정책)과 더불어 전환사채 제도, 인적분할 금지 등 소액주주 보호에 대한 제도적 정비가 본격화
 - '25년 새 정부 출범 이후 비재배주주의 이사회 진입 실효성을 높여주는 상법 개정 속 주주행동주의에 우호적인 제도적 추진은 지속되는 흐름

국내 일반주주 이익 보호 및 기업지배구조 관련 제도 개선 현황

시기	구분	내용
2016	스튜어드십코드 도입	상장주식을 보유한 연기금, 자산운용사 등 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙인 스투어드십코드 도입 ('18년 국민연금 스투어드십 코드 도입)
2020	3%룰 도입	상장사의 감사위원 선임시 주요주주의 의결권 있는 발행주식의 최대 3%만 행사할 수 있도록 제한한 규정
2022	물적분할 제도 개선	물적분할시 공시강화, 반대주주 주식매수청구권 부여, 자사주 상장심사 강화 등 일반주주 보호 강화
2024	내부자 거래 사전공시	내부자(임원, 주요주주)의 대규모 거래시 매매계획 사전 공시 등을 의무화하고, 위반시 과징금 부과
	전환사채 제도개선	공시 강화, 전환가액 산정, 조정(refixing) 방식 합리화 등을 통해 대주주의 편법적 지배력 확대 유인 차단
	자사주 제도개선 M&A 제도개선	인적분할시 자사주에 신주배정(자사주 마법)을 금지하고, 상장심사도 강화 합병에 대한 공시 강화, 외부평가기관 행위 규율 마련, 합병가액 산정의 자율성 제공 등 M&A 규제 합리화
2025	이사의 주주 충실의무	이사에게 '회사'에 대한 충실의무와 함께 '주주'에 대한 충실의무를 부과
	감사위원 선임시 최대주주 의결권 3% 제한	사외이사 감사위원을 선출시에도 3%룰을 적용
	전자주주총회	전자주주총회 도입 및 일부 상장사는 의무화
	독립이사 제도	사외이사 대신 독립이사 명칭 사용, 독립이사 의무 선임비율을 기존 이사 총수의 4분의 1 이상에서 3분의 1로 확대
	집중투표제	대규모 상장기업에 집중투표제 의무화
	감사위원 분리 선출 확대	대규모 상장사의 경우, 분리 선출하는 감사위원을 2명 이상으로 확대

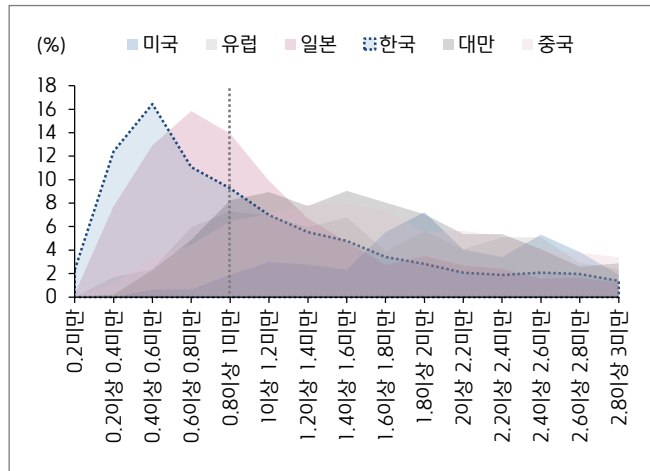
자료: 키움증권 리서치센터

04.

국내 행동주의 활성화 배경 ② 저평가 및 순현금 기업 다수

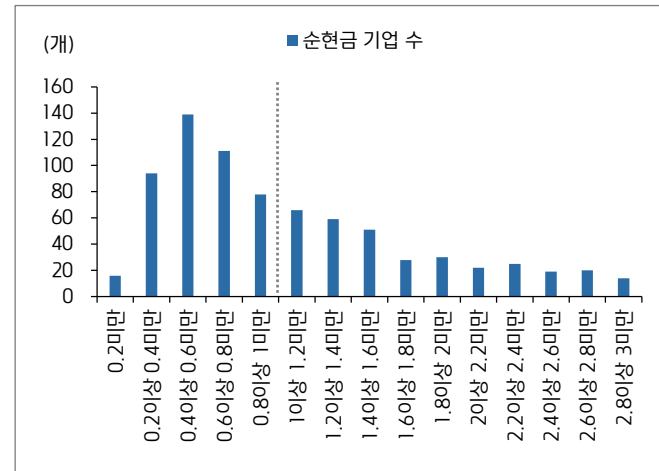
- ▶ 주요국 대비 국내 증시는 행동주의펀드가 타겟팅할 만한 저평가된 기업이 다수 존재
 - 코스피, 코스닥 합산 PBR 1배 미만 기업 비중은 전체 상장사 대비 51%로 주요국 대비 월등히 높은 수준
 - 또한, PBR 1배 미만 기업 중 순현금 기업의 비중은 50.1%로 절반을 상회하는 수치. 즉, 행동주의 펀드 입장에서 보유한 현금을 추가 리레이팅을 위한 주주환원 확대에 사용하라고 요구할 기업이 다수 존재한다는 점을 방증
 - 이와 더불어 최근에는 거버넌스 개선에 대한 사회적 공감대가 형성됨에 따라 국내 증시의 취약한 기업 지배구조는 국내 상장사를 대상으로 기업 가치제고를 요구할 명분으로 작용하는 흐름

주요국 PBR 구간별 기업 비중



자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 PBR 구간별 순현금 기업 수

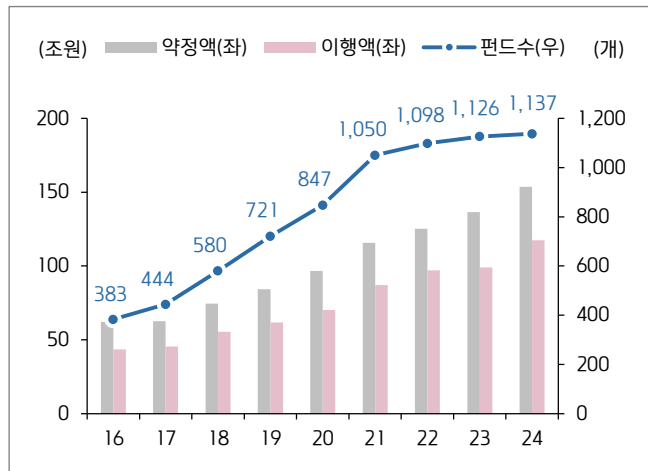


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 순현금 = 현금성자산 - 차입금

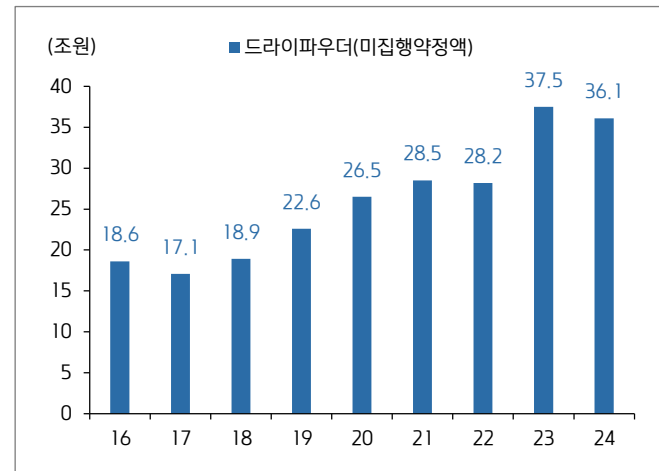
- ▶ 국내 사모펀드 시장은 지난 10년 간 규제적 완화에 기반하여 양적 성장세 지속되며 행동주의 움직임 강화
 - 특히, '21년 자본시장법 개정을 통해 사모펀드 운용규제가 일원화됨에 따라 기존 바이아웃 투자를 넘어 행동주의 전략까지 운용의 범위가 넓어질 수 있었음(기업 주식 10% 이상 취득해 6개월 이상 보유해야하는 의무 없어짐)
 - 이에 따라 '24년 기준 국내 기관전용 사모펀드 수는 1,137개, 약정액은 153.6조 원으로 역대 최고치 기록
 - 또한, 현재 국내 사모펀드의 드라이파우더(미집행약정액)도 '24년 36.1조 원 수준으로 추가 투자 여력도 충분한 상태
 - 상법 개정안 통과, 오너 일가 경영권 분쟁 증가 속 충분한 실탄을 보유한 사모펀드의 행동주의 사례 증가할 전망

국내 연도별 사모펀드 수, 약정액, 이행액 추이



자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

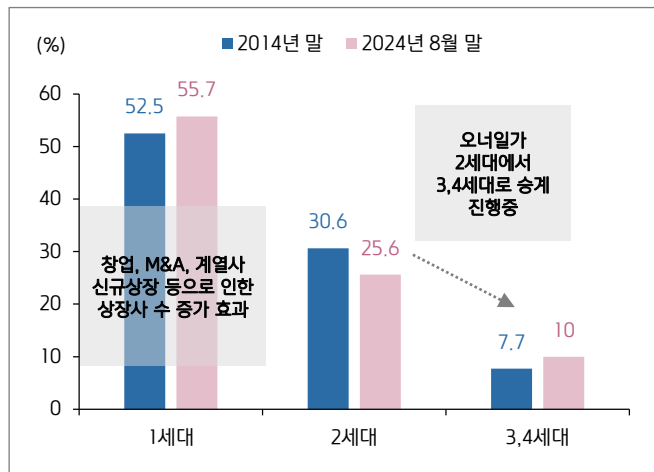
국내 연도별 사모펀드 미집행약정 추이



자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

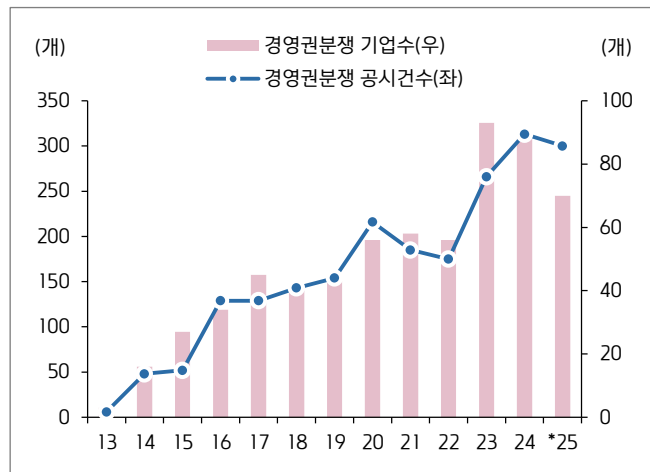
- ▶ 국내 다수의 오너일가 기업 집단은 현재 2세대에서 3,4세대로 승계가 진행중인 상황
 - 실제로, 상장사 2세대의 최대주주 비중은 '14년 말 30.6% → '24년 8월 25.6%로 감소한 반면, 3,4세대의 비중은 7.7% → 10.0%로 증가
 - 승계 작업이 본격화되는 가운데 경영권 분쟁 소송 공시 건 수도 '13년 6건에 불과했지만, 이후 지속적으로 증가하여 '24년 313 건으로 급증한 상태(공시 기업 수는 '13년 3개사 → '24년 88개사로 증가)
 - 세대를 거친 상속, 증여로 오너일가 간 지분율은 대체로 분산되는 흐름. 이 과정에서 나타나는 경영권 분쟁은 거버넌스 개선을 통한 기업가치 제고라는 행동주의 명분을 강화

상장사 최대주주 세대별 비중 변화 현황



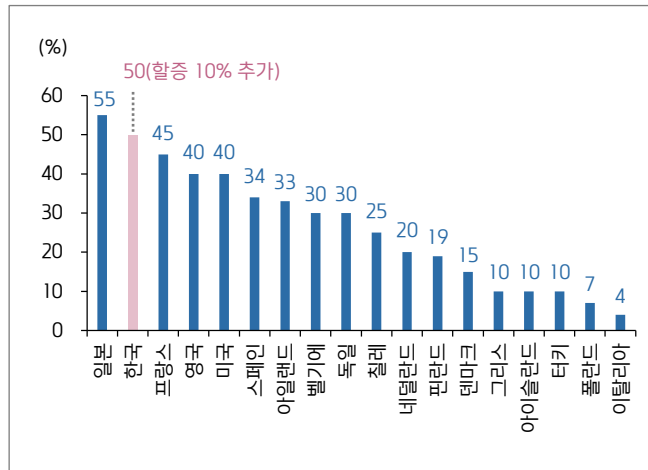
자료: CEO스코어, 키움증권 리서치센터

국내 경영권 분쟁 공시 건 수 및 기업 수 추이

자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주) '25년은 11/18 기준

- ▶ 한국의 직계비속에 대한 상속세 최고세율은 50%에 달하며, 최대주주 주식할증세(10%)까지 더할 경우 전세계에서 가장 높은 수치에 해당
 - 막대한 상속세를 납부하기 위해 보유 지분 매각, 상속인 간 지분 분할이 불가피하고, 이 과정에서 오너일가 중심의 단일 통제가 깨지면서 경영권 분쟁의 단초를 제공
 - 새 정부는 세수 부족으로 인해 올해 세법 개정안에 상속세 최고세율 인하 방안을 포함하지 않기로 밝힘
 - 이러한 가운데 한국은 주요국과 비교해서 차등의결권, 포이즌필 등 유의미한 경영권 방어 수단도 부재한 상태

OECD 국가별 직계비속 상속세 최고세율



자료: 한국경영자총협회, 키움증권 리서치센터

주요국 경영권 방어 수단 도입 비교

		한국	미국	일본	영국	프랑스
황금주	경영 사안 등 주주총회 결의에 거부권을 행사할 수 있는 주식	X	O	O	O	O
차등의결권 주식	일부 주식에 더 많은 의결권을 부여, 주주의 지배권을 강화하는 권한	X	O	O	O	O
포이즌필	기존 주주들이 신주를 시가보다 싸게 매입할 권리	X	O	O	X	O

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

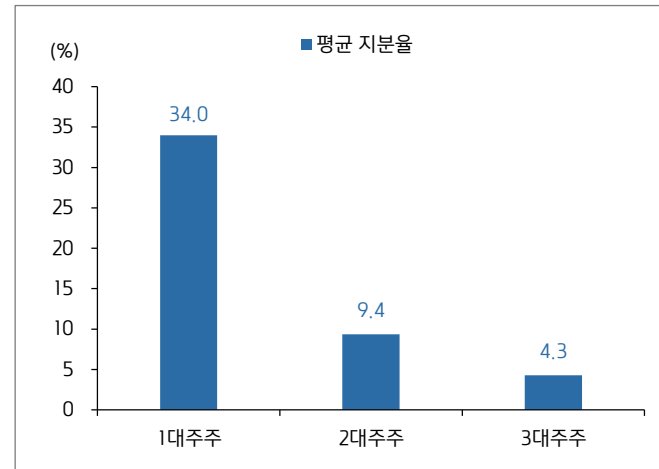
- ▶ **현행 3%를은 최대주주에게만 특수관계인과 합산하여 의결권을 3%로 제한(합산 3%를)**
 - 이에 따라, 금번 상법 개정 이전에는 합산 3%를을 회피하기 위해 감사위원을 지배주주가 추천하는 사외이사로만 구성하는 사례 많았음
 - 다만, 금번 상법 개정 이후 사내/사외이사 여부를 불문하고 최대주주의 경우 합산 3%를이 적용(기타 주주는 개별 3%를)
 - 이에 따라, 최대주주 다음으로 지분율이 높은 2대, 3대 주주의 감사위원 선임시 영향력 높아질 것이라고 전망.
- 가령, 2대 주주가 지분을 분할하여 특수관계인을 활용할 경우 더 많은 의결권 행사가 가능해짐에 따라 향후 경영권 분쟁을 더 심화시킬 수 있는 요인

3%를 관련 상법 조문

상법 제542조의12(감사위원회의 구성 등)
<p>④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있으며, 정관에서 더 낮은 주식 보유비율을 정한 경우에는 그 비율로 한다)을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산한다)는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다.</p> <p>⑦ 제4항은 상장회사가 감사를 선임하거나 해임할 때에 준용한다.</p>

자료: 국가법령정보센터, 키움증권 리서치센터

대규모 상장사의 1~3대 주주 평균 지분율 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 자산총액 2조원 대상 상장사 기준

▶ (스크리닝 기준)

- 1대주주와 2대주주/3대주주 간 지분을 격차 10%p 미만, 소액주주 지분을 30% 이상
- 이익잉여금/자본총계 50% 이상

1대주주 및 2,3대주주 간 지분을 격차가 적은 기업

종목코드	기업	W126 업종 분류	시가총액 (십억원)	P/B(TTM) (배)	이익잉여금/자본총계 (%)	지분율(%)			소액주주 지분율 (%)
						1대주주(배)	2대주주(%)	3대주주(%)	
A003550	LG	상사, 자본재	12,446	0.46	80.0	16.27	8.2	7.2	42.5
A259960	크래프트	소프트웨어	12,038	1.66	77.3	15.05	14.0	7.2	44.0
A000100	유한양행	건강관리	9,588	4.18	94.1	15.87	7.9	7.4	48.2
A005830	DB손해보험	보험	8,645	0.82	141.1	9.01	7.2	5.9	53.4
A028050	삼성E&A	건설, 건축관련	4,959	1.13	76.3	11.69	8.3	7.0	68.1
A036570	엔씨소프트	소프트웨어	4,837	1.42	107.9	12.2	9.4	9.1	50.6
A175330	JB금융지주	은행	4,474	0.77	63.1	14.46	14.4	7.9	42.1
A004020	현대제철	철강	4,030	0.21	70.0	17.27	11.8	9.4	57.0
A011780	금호석유화학	화학	3,017	0.49	92.9	9.98	9.9	8.4	51.1
A003690	코리안리	보험	2,192	0.57	68.4	8.86	7.5	6.1	33.6
A003540	대신증권	증권	1,391	0.55	64.8	10.68	6.6	4.5	38.7
A085660	차바이오텍	건강관리	945	2.69	52.5	11.39	5.3	4.0	71.5
A248070	솔루엠	IT하드웨어	863	2.04	81.4	14.96	8.0	6.2	62.6
A005250	녹십자홀딩스	건강관리	741	0.72	91.6	12.29	8.7	7.0	43.1
A214320	이노션	미디어, 교육	706	0.72	86.9	17.7	12.5	9.0	34.6
A036810	에프에스티	반도체	700	2.64	60.3	15.77	8.5	7.0	57.7
A002840	미원상사	화학	685	1.63	102.6	18.41	17.4	13.0	35.8
A348210	넥스틴	반도체	675	4.27	78.9	9.33	8.9	8.0	57.9
A089970	브이엠	반도체	598	4.52	70.8	9.72	5.7	0.8	50.1
A017940	티1	유틸리티	575	0.28	99.9	12.78	10.1	9.8	35.9
A004690	삼천리	유틸리티	531	0.27	102.5	9.18	9.2	8.3	53.6
A044490	태웅	에너지	474	0.78	51.5	19.89	17.0	15.9	45.5
A099190	아이센스	건강관리	474	1.48	64.6	11.06	10.4	7.3	56.4
A215200	메가스터디교육	미디어, 교육	439	0.96	71.8	15.49	15.5	6.9	44.0
A026890	스타인베스트먼트	은행	428	1.56	80.5	13.46	12.5	5.2	42.7
A002710	TCC스틸	철강	417	1.67	53.4	14.26	7.0	6.6	58.0
A041830	인바디	건강관리	386	1.30	106.2	18.14	9.8	8.5	41.6
A036200	유니셀	반도체	326	1.37	86.6	13.07	6.8	4.6	63.9
A001530	미동일	화장품, 의류, 완구	314	0.60	99.2	13.14	8.4	5.1	47.9
A009290	광동제약	건강관리	310	0.40	90.4	7.94	6.6	5.0	41.2
A067080	대화제약	건강관리	302	4.14	53.3	9.17	9.1	3.4	62.8

자료: FnGuide 컨센서스, Dart, 키움증권 리서치센터.

주주행동주의 캠페인 관련 안건 유형

재무 관련 안건	지배구조 관련 안건	정관 변경 관련 안건	사업 및 전략 관련 안건	ESG 관련 안건
배당 확대 또는 특별배당 요구	사외이사 후보 추천 및 기존 이사 해임 요구	이사 정원 확대 또는 특정 이사 선임 조건 명시	비핵심 사업부 분사 또는 매각 요구	탄소배출 감축 계획 공시 요구
자사주 매입 또는 소각 요구	감사위원 분리 선출 및 독립성 강화	주주제안권 요건 완화	특정 자산 (부동산, 계열사 주식 등) 처분 요구	공급망 인권 정책 강화 요구
현금성 자산 활용 계획 요구	이사회 의장 분리 (CEO와 분리) 제안	집중투표제 도입 또는 분산투표제 채택 요구	M&A 반대 또는 구조조정 요구	이사회 다양성 확보 요 성별·세대 다양성, 노동조건 관련 공개 요구

자료: 키움증권 리서치센터

주주행동주의 전술별 스펙트럼

	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

- ▶ Hard Rule 중심의 상법 개정으로 기업 입장에서 받는 압박의 강도는 커진 상황. 이에 따라, 소극적이었던 과거와 달리 기업은 행동주의 펀드와 적극적인 대화에 임할 것으로 판단
- ▶ 특히, 외국계 행동주의 펀드와 달리 국내 기업 실정에 대해 더 잘 알고 있는 국내 행동주의 기관투자자들은 사전 비공식 협의 등 기업과의 대화를 통한 우호적 행동주의 확산될 전망
- ▶ 또한, 향후 스투어드십 코드가 기관 투자자 참여의 실효성을 높이는 방식으로 개정될 것임을 감안시, 국내 기관 투자자의 행동주의 전략이 다수 증가할 것으로 전망

국내 기관투자자 내 행동주의 전략 플로우 사례

회사	1단계	2단계	3단계	4단계	5단계	6단계	7단계
얼라인	타깃 기업 선정	핵심 의제 선정	사전 자문사 분석 및 제안서 구성	공개 서한·언론 노출로 이슈화	국민연금·기관 대상 IR	자문사 권고 확보 후 주총 표 대결	부결 시에도 압박 지속 → 자율적 구조 개선 유도
트러스트	지배구조 분석	개입 대상 기업 선별	사전 비공식 협의 → 안건 제안/이사 추천	기업 자율 수용 유도	사후 모니터링 및 재접점 확보		
머스트	타깃 기업 장기 분석 및 지분 축적	정제된 의견 제시 및 구조 개선 제안	필요시 공개 질의서·공시 등 전략적 수위 조절	IR 및 이사회 접촉을 통한 내부 설득	일부 안건 주주제안 병행 → 지속적 구조 개입 시도		
라이프자산운용	잠재기업 리서치	초기 지분확보·비공식 협의	관여 논리 공유	결과 모니터링			
퀵드자산운용	저평가된 소수 기업 선별	인게이지 펀드 통해 지분 보유	비공식 의견 전달	공개 압박 없이 수용 여부 판단, 필요시 전략 수정	비공식 접촉 실패 시 주주서한 등 공개 대응	전략 리밸런싱 및 후속 모니터링	

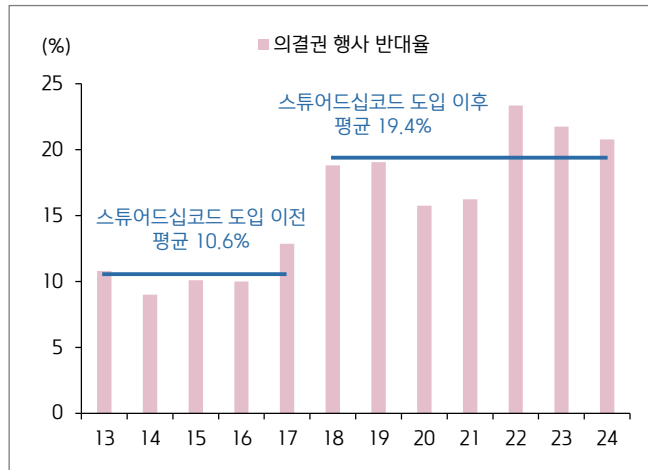
자료: 더벨, 키움증권 리서치센터

12.

Player ② 연기금, 캐스팅 보트 역할 강화

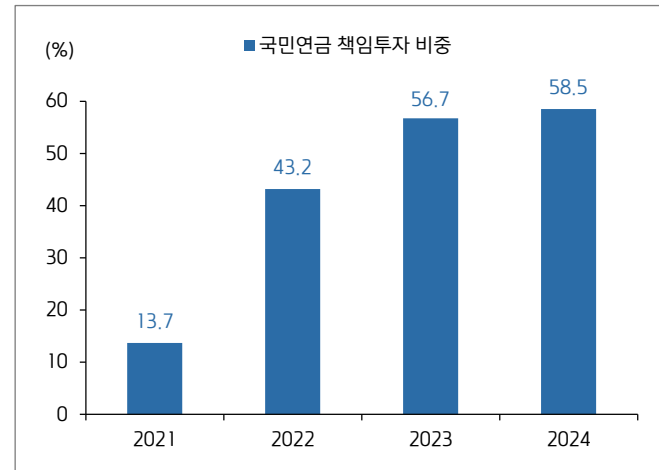
- ▶ 기업 거버넌스 개선, 소액주주 보호를 중심으로 한 정부 정책 기조 속 공적 연기금의 주주권 행사 압력 확대
 - 특히, 집중투표제, 3%를 등으로 최대주주 외 기타주주의 영향력이 강화된 가운데 향후 주주총회에서 국민연금을 비롯한 공적 연기금의 캐스팅 보트 역할을 강화될 전망
 - 또한, 스튜어드십 코드 개정될 경우 국민연금의 행동주의 측면의 주주제안도 강화될 것으로 판단. 실제로, 국민연금의 의결권 행사 반대율은 스튜어드십코드 도입 이전 10.6% → 이후 19.4%로 증가

국민연금 의결권 행사 반대율 추이



자료: 국민연금공단, 키움증권 리서치센터

국민연금 자산군 내 책임투자 적용 비중 추이



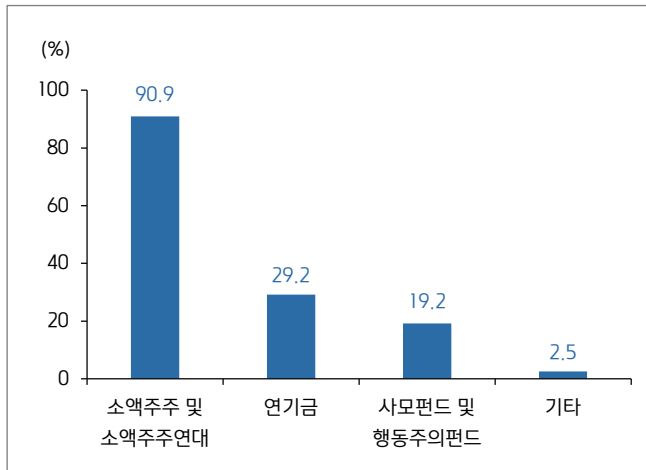
자료: 국민연금공단, 키움증권 리서치센터
주) 국내외 주식, 채권 기준

13.

Player ③ 소액주주, 플랫폼 활용한 주주제안 활성화

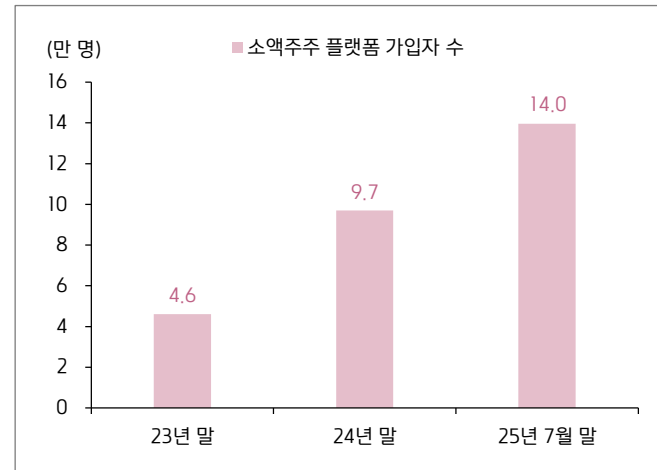
- ▶ 개인투자자 수가 1,300만명을 돌파한 가운데 주주 권리 의식 강화되며 소액주주의 주주제안도 확대 추세
 - 대한상공회의소에 따르면, 전체 주주제안 중 소액주주 비중은 '15년 27.1% → '24년 50.7%로 약 2배 증가
 - 온라인 행동주의 플랫폼이 증가함에 따라 소액주주들이 쉽게 의사를 결집할 수 있게 된 점이 소액주주의 주주제안을 용이하게 만든 배경
 - 실제로, 소액주주 플랫폼 가입자 수는 '23년 말 4.6만 명 → '25년 7월 말 14.0만 명으로 증가

최근 1년간 주주관련 주체 현황



자료: 대한상공회의소, 키움증권 리서치센터
주) 300개 상장사 대상 서베이, 복수응답

소액주주 플랫폼 가입자 수 추이



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터
주) 액트, 헤이홀더 가입자 수 기준

- ▶ 상법 개정으로 행동주의 전략이 용이해짐에 따라 막대한 자금력에 기반한 해외 행동주의 펀드도 국내 상장사를 대상으로 한 요구 증가할 것으로 전망
 - 실제로, 최근 미국계 달튼 인베스트먼트, 홍콩계 오아시스 매니지먼트도 한국 내 인력 채용에 나서고 있는 것으로 파악
 - 국내 기관 대비 해외 행동주의 펀드는 단기 수익 극대화를 위해 기업에 공격적으로 요구하고, 빠르게 차익실현하는 전략을 구사해왔음
 - 다만, 과거 대비 기업 관여에 대한 명분과 이에 따른 기타 주주의 설득이 행동주의의 성공 여부와 직결됨에 따라 해외 행동주의 펀드도 실질적인 체질 개선을 유도하는 방식으로 기업에 개입할 것으로 판단

외국계 행동주의펀드의 국내 기업 공격 사례

기업	시기	펀드	내용
SK텔레콤	1999년	타이거펀드	경영진 교체, 사외이사 제도 도입
SK	2003년	소버린	경영진 사퇴, 부실계열사 지원 반대
삼성물산	2004년	헤르메스	삼성전자 지분 매각
KT&G	2005년	칼 아이칸	인삼공사 매각, 부동산 처분
삼성물산	2015년	엘리엇	제일모직과 합병 반대
삼성전자	2016년	엘리엇	자회사 통해 분사와 특별배당 요구
현대차그룹	2018년	엘리엇	현대모비스와 현대자동차 합병 요구
LG	2020년	화이트박스	계열사 분리 반대
LG화학	2025년	펠리서캐피탈	이사회 구성 개선, 자사주 소각 등

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

- ▶ 스와밍(Swarming) 및 울프팩(Wolf Pack)이란,
 - 동일한 기업을 대상으로 다수의 행동주의펀드가 공격하여 이익을 추구하는 전략, 울프팩은 공통의 목표를 달성하기 위해 비공식적으로 함께 행동하는 반면, 스와밍은 펀드들이 각각 독자적인 전략으로 기업을 공격한다는 점에서 차이
 - 행동주의 전략을 구사하기 용이해진 국내 여건 하에서 행동주의 펀드들의 무리 전략이 나타날 소지 있음
 - 실제로, 선제적으로 거버넌스 개혁을 단행하였던 일본에서도 기업 경영권 장악을 목표로 한 울프팩 전략 다수 출현

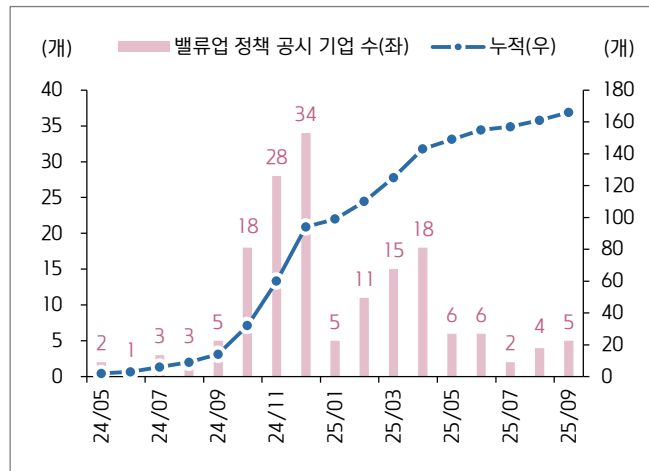
스와밍(Swarming) 주요 사례

2023년 상반기	세일즈포스(美)	<ul style="list-style-type: none"> - 무분별한 기업 인수 등으로 주가 하락 - 엘리엇, 스타보드 벨류, 서드 포인트, 벨류액트 캐피탈, 인틀루시브 캐피탈, 스트라이브 등 6개(언론 파악) 행동주의 펀드 공격 - 벨류액트 캐피탈 CEO가 이사 1석 차지 - 세일즈포스 이사회·경영진은 자사주 매입, 비용 절감 등 노력으로 주가 회복하면서 행동주의 펀드 캠페인 종료
2023년 ~	월트 디즈니(美)	<ul style="list-style-type: none"> - 스트리밍 부문 손실과 영화 프랜차이즈의 저조한 수익률 등으로 주가 하락 - 2022년 서드 포인트 측 이사 1명이 이사회에 투입(ESPN 분사 요구) - 트라이언 파트너스는 2024년 주총에서 넬슨 펠츠 등 2인 이사 선임 요구 - 월트 디즈니는 행동주의 펀드인 벨류액트 캐피탈(전략 등 조언), 블랙웰즈 캐피탈(이사 3명 지명권 획득)의 지지 획득
2023년 ~	바이엘(獨)	<ul style="list-style-type: none"> - 몬산토 합병으로 인한 주가 하락 - 블루벨 파트너스는 소비자 건강 사업 부문 매각 및 제약과 농업 사업간 분리 요구 - 인틀루시브 캐피탈은 CEO를 외부 인사로 교체 요구 - 아티산은 기업집단으로 볼 수 있는 바이엘의 3개 사업 중 2개 사업 분할 요구

자료: 한국경제인협회, 키움증권 리서치센터

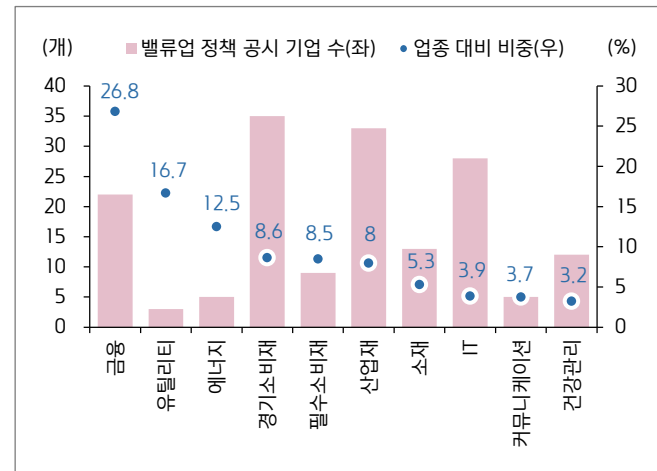
- ▶ 상법 개정 → 주주행동주의 활성화 → 기업 밸류업 정책 및 주주환원 확대라는 선순환 고리가 구축될 전망
 - 지난 정권에서 증시 부양책으로 내놓은 밸류업 정책은 지난해 말 계엄령 사태 및 정권 교체 이후 일시적으로 소강 상태
 - 다만, 밸류업 정책은 저평가된 기업 가치 제고, 주주환원 확대라는 방향성 측면에서 현 정부와 맥을 같이 함
 - 현 정부의 자본시장 친화적인 스탠스를 감안시, 내년에도 밸류업 정책 기조는 지속될 것으로 전망
- ▶ '25년 10월 말 기준, 전체 2,500여개 기업 중 약 6%인 166개 기업만 밸류업 정책을 공시한 상태
 - 현재까지는 금융주 및 업종 대형주를 중심으로 밸류업 정책을 공시했지만, 현재 정부 정책 기조를 감안한다면 내년부터 여타 상장사의 추가적인 밸류업 정책 공시가 이어질 것으로 판단

국내 기업가치 제고 계획 공시 기업 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

국내 업종별 기업가치 제고 계획 공시 현황



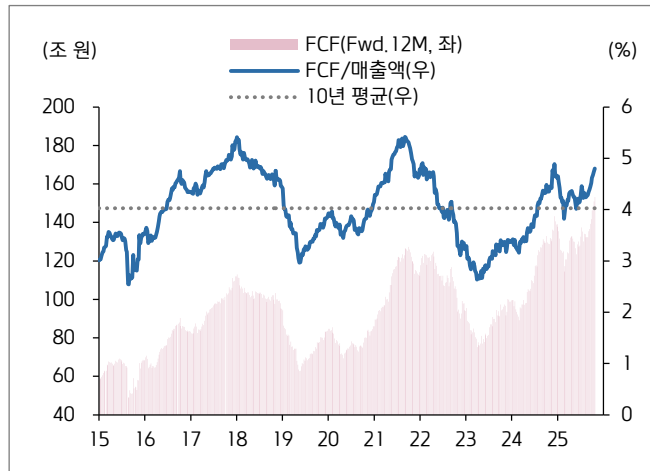
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

17.

상장사 현금 흐름 개선 속 주주환원 확대 명분 증가

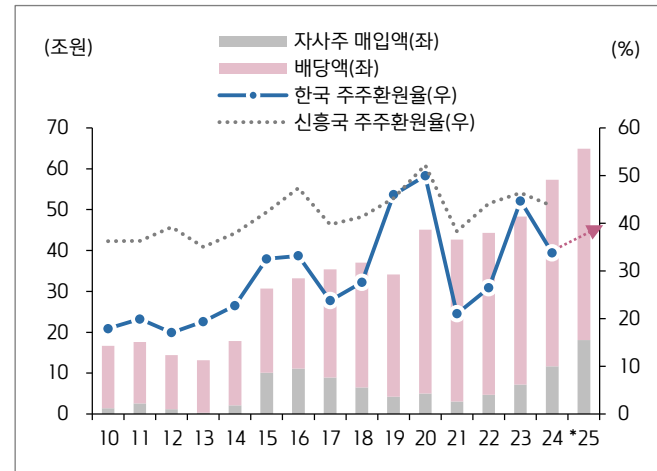
- ▶ 국내 상장사 증익 사이클 도래 속 주주환원의 원천인 잉여현금흐름(FCF) 여력도 개선되고 있는 추세
 - '25년 10월 말 기준, 코스피 12개월 선행 매출액 대비 FCF는 4.8%로 지난 10년 평균치인 4.0%를 상회하는 수준
 - 향후 상장사 이익 전망 상황이 지속될 수 있다는 점을 감안한다면, 주주환원 확대 여력은 보다 더 개선될 전망
- ▶ '21년도 이후 상장사의 주주환원 금액은 꾸준히 증가하고 있으나, '24년 기준 주주환원율은 33%로 신흥국(43%)을 여전히 하회하고 있는 상황
 - 밸류업 정책, 세법 개정, 행동주의 활성화 속 주주환원 확대 압력으로 향후 유의미한 주주환원율 증가 예상

코스피 잉여현금흐름 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

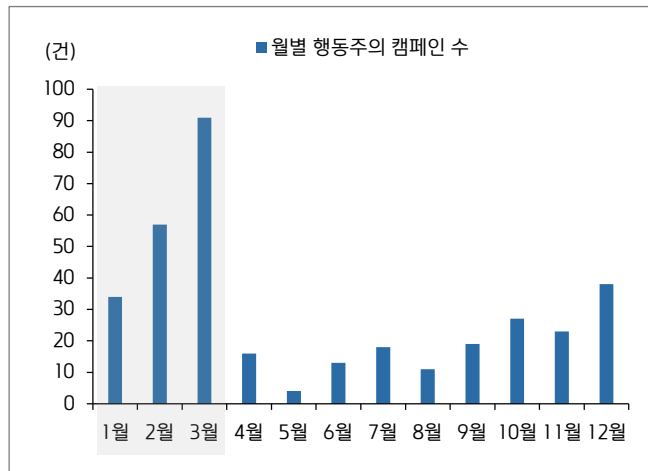
국내 상장사 주주환원 추이



자료: FnGuide, Infomax, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주) '25년 자사주 매입액은 10/25까지 누적, 배당액은 '25년 컨센서스 기준

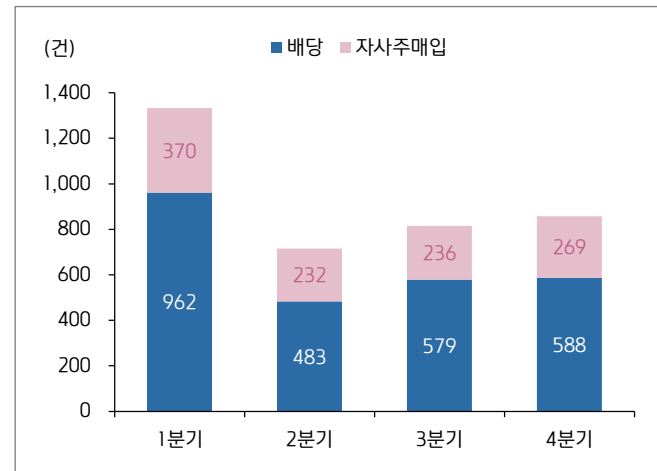
- ▶ 통상적으로 연초 상장사들은 중장기 주주환원 계획을 발표함에 따라 주주환원 확대 여부에 대한 관심도 증가
- ▶ 3월 주주총회 시즌을 앞두고 연초에는 상장사 대상 행동주의 펀드의 공격이 활성화되는 시기. 실제로, '14년 이후 1분기(1월~3월)에 행동주의 캠페인의 약 50%가 집중

한국 월별 행동주의 캠페인 수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2014년 이후 월별 합산

국내 상장사의 분기별 어닝콜에서 주주환원 언급 수 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2010년 이후 캘린더 기준 분기별 언급 횟수 합산

III. 일본 거버넌스 개혁과 주주행동주의

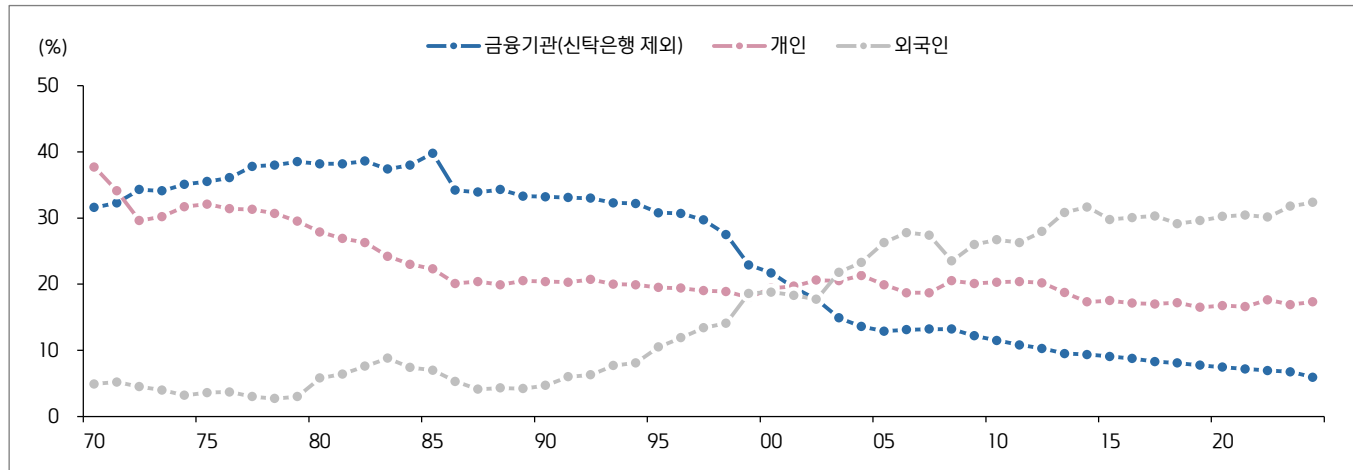


01.

상호주 보유, 메인뱅크제도, 내재주의에 기인한 일본식 폐쇄적 기업지배구조

- ▶ 과거 일본의 기업 지배구조는 상호주 보유, 메인뱅크제도, 내재주의에 따른 폐쇄적 모델로 특징지을 수 있음
 - 일본 기업들은 기업 간 밀접한 거래관계가 있는 상대방 기업과 주식을 상호 보유함으로써 경영권 안정을 도모
 - 전통적으로 은행 차입에 기반한 자금 조달 방식으로 과거 일본의 메인뱅크는 기업 지분의 상당 부분을 보유
 - 공동체 의식, 종신고용주의를 근간으로 한 일본식 내재주의는 기업집단 내부 의사결정을 우선시
- ▶ 상호주 보유, 메인뱅크제도, 내재주의 등의 특징을 보유한 일본식 기업지배구조는 외부주주가 개입할 공간을 원천 봉쇄함으로써 기업의 폐쇄적 특성을 강화

일본 주식시장 내 투자 주체별 비중 변화 추이



자료: JPX, 키움증권 리서치센터

- ▶ '14년 이후 일본의 회사법은 두 차례 개정되며, 기업지배구조 관련 각종 가이드라인의 제정 및 개정이 이루어짐
 - '14년 회사법 개정의 핵심은 상장사 내 독립 사외 이사를 최소 1명 이상 확보해야한다는 내용('19년 개정으로 의무화)
 - 사외이사가 위원 과반수를 차지하는 감사등위원회 설치회사 제도 도입, 성과연동형 보수 체계 구축 등 기업가치 제고를 촉진하는 방향으로 회사법을 개정
 - 또한, 다중대표소송제도, 주주총회 자료 전자제공 제도, 캐시아아웃제도 등 소액주주 보호에 대한 내용도 다수 포함

아베노믹스 이후 일본의 회사법 개정 동향

	분류	주요 내용
2014년	사외이사 요건 및 선임에 관한 개정	- 사외이사 또는 사외감사의 독립성을 제고해 감독 기능을 강화한다는 관점에서 사외이사와 사외감사의 사외성 요건 강화 - 사외이사 선임을 의무화하지는 않았지만, 일정 규모 회사에 대해 사외이사를 두는 것이 상당하지 않는 이유를 설명하도록 규정 마련
	감사등위원회설치회사 제도 도입	- 사외이사가 위원 과반수를 차지하는 감사등위원회설치회사 제도를 도입하여, 주주총회에서 사외이사는 업무집행자를 포함한 이사 인사에 관한 의견진술권을 가지게 됨
	임원 책임한정계약 대상 확대	- 사외임원, 회계감사인 외에도 비업무집행이사와 사내 감사를 책임한정계약의 대상으로 확대
	M&A 촉진에 이바지하는 개정	- 특정 회사의 총주주 의결권 90% 이상을 보유한 자는 다른 주주 전원에게 주식 전부를 자신에게 매도할 것을 청구할 수 있는 캐시아아웃 제도 신설
2019년	주주총회 자료 전자제공 제도 도입	- 대화용 주주총회 실현을 위해 주주총회 자료를 자사 웹 사이트에 게재, 주주에 서면 통지 등 주주총회 자료 전자제공 제도 도입
	기업 가치 제고 등에 이바지하는 이사 제도 구축	- 2014년의 사외이사를 두지 않는 것에 대한 설명 의무를 삭제하고 일정 회사는 1명 이상의 사외이사를 선임하도록 의무화 - 회사와 이사가 이해상충 관계에 있는 때나 이사가 회사의 업무를 집행하면 주주의 이익을 해할 우려가 있는 때 이사회의 결정에 따라 회사의 업무 집행을 사외이사에게 위탁할 수 있도록 함 - 성과연동형 보수체계를 구축하고, 이사의 보수 결정 과정의 투명성 향상을 도모하도록 이사 개인별 보수 등의 내용에 관한 결정 방침 정함
2025년(논의중)	기업의 수익력 강화를 뒷받침하는 회사법 개정(방향)	- 실질주주에 관한 정보 취득 제도 개선, 회사법 및 금융상품거래법상 공시 중복 문제 해소, 현장대체형 전자주주총회 실현, 주주제안 요건 강화, 서면결의 요건 완화, 주주총회 절차 효율화 및 합리화, 장기보유 주주 우대 조치 도입

자료: '아베노믹스 이후 일본의 회사법 개정동향과 우리나라에의 시사점, 권용수(2025)', 키움증권 리서치센터

- ▶ '15년 6월 도쿄 증권거래소는 경영진이 준수할 원칙으로 이루어진 기업지배구조코드(CG Code) 도입
 - CG Code는 5개의 기본원칙을 기반으로 30개 원칙 및 38개 세부 규칙을 두고 있으며, 'Comply or Explain' 원칙에 따른 의무조항이며, 따르지 않을 경우 기업은 그 이유를 설명해야 함
 - 기업지배구조의 원칙, 기업 설명 책임 강화, 이사회 기능 강화, 주주와 건설적 대화 촉진, 장기적 기업가치 제고 등에 기여
 - 법적 강제 대신 기업지배구조코드라는 연성규범(Soft Law)을 활용함으로써 기업의 자발적 개선 독려

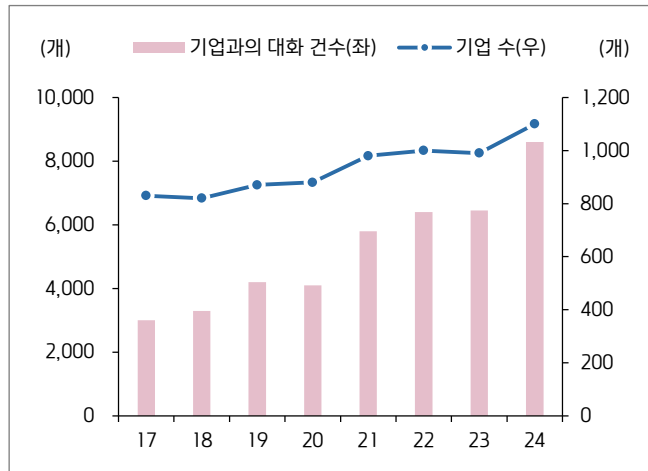
일본 기업지배구조 코드 주요 원칙

기본원칙	원칙
주주의 권리 및 평등성의 확보	<ul style="list-style-type: none"> - 기업은 주주의 권리를 충분히 보장하고 주주가 적절하고 효과적으로 권리를 행사할 수 있는 환경을 조성하기 위해 적절한 조치를 취해야 함. - 기업은 주주에 대한 효과적인 동등한 대우를 보장. 소액주주와 외국인 주주의 특별한 민감성을 감안하여 주주권의 효과적인 행사 및 주주의 효과적인 평등 대우를 위해 소액주주와 외국인 주주의 문제와 우려에 대해 적절한 고려가 이루어져야 함.
주주 이외의 이해관계자와의 적절한 협동	<ul style="list-style-type: none"> - 기업은 지속 가능한 성장과 중장기적인 기업 가치 창출이 직원, 고객, 비즈니스 파트너, 채권자, 지역사회 등 다양한 이해관계자의 자원 제공과 기여의 결과라는 점을 충분히 인식. - 기업은 이러한 이해관계자들과 적절히 협력하기 위해 노력해야 하며, 이사회와 경영진은 이해관계자의 권리와 입장이 존중되는 기업 문화를 구축하기 위해 리더십을 발휘해야 함. 건전한 기업 윤리가 보장되는 기업 문화를 구축해야 함.
정보공개와 투명성 확보	<ul style="list-style-type: none"> - 기업은 관련 법규를 준수하여 적절하게 정보를 공개해야 하지만, 법에서 요구하는 것 이상의 정보도 적극적으로 제공하도록 노력해야 함. 여기에는 재무 상태 및 영업 실적과 같은 재무 정보와 사업 전략 및 사업 이슈, 리스크, 지배구조와 같은 비재무 정보가 모두 포함. - 이사회는 공개된 정보가 주주와의 건설적인 대화를 위한 기초가 된다는 점을 인식하고 그러한 정보, 특히 비재무 정보가 정확하고 명확하며 유용한지 확인.
이사의회의 책임	<ul style="list-style-type: none"> - 이사회는 주주에 대한 신탁 책임과 책무를 감안하여 기업의 지속 가능한 성장과 중장기적인 기업 가치의 증대를 도모하고 수익력과 자본 효율성을 제고하기 위해 (1) 기업 전략의 큰 방향 설정, (2) 경영진의 적절한 위임 감수가 뒷받침되는 환경 조성, (3) 독립적이고 객관적인 입장에서 이사 및 경영진에 대한 효과적인 감독을 수행하는 등의 역할과 책임을 적절히 이행해야 함
주주와의 대화	<ul style="list-style-type: none"> - 중장기적으로 지속 가능한 성장과 기업 가치 증대에 기여하기 위해 기업은 주주총회가 아니더라도 주주들과 건설적인 대화를 나누어야 함. - 이러한 대화 과정에서 사외이사를 포함한 경영진과 이사는 주주의 의견을 경청하고 주주의 이해와 우려에 충분한 관심을 기울여야 하며, 주주가 이해할 수 있는 방식으로 경영 정책을 명확하게 설명하여 주주의 지지를 얻고 주주 및 기타 이해 관계자의 입장을 균형 있게 이해하도록 노력해야 함.

자료: 키움증권 리서치센터

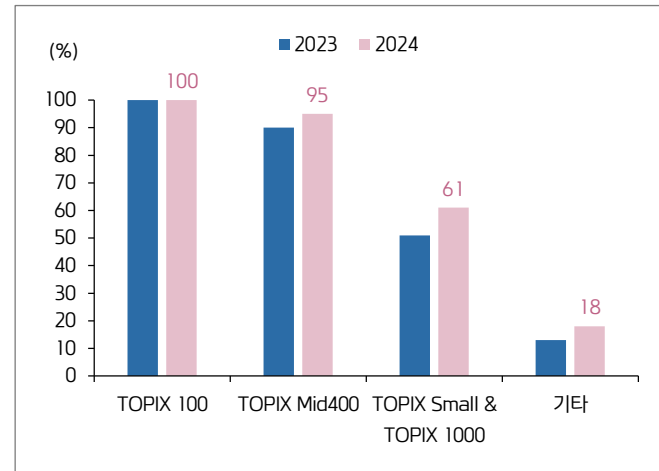
- ▶ '14년 2월, 일본 성장전략의 일환으로 기관투자자의 7가지 행동 규범을 규정한 '스튜어드십 코드' 도입
 - '17년, '20년 개정을 거듭하며 수탁자책임 활동을 강화함으로써, 일본계 기관투자자의 적극적인 의결권 행사를 지원
 - 투자자 행동원칙인 '스튜어드십코드'와 기업 행동원칙인 '기업지배구조코드'의 조화를 통해 투자자와 기업 간 대화의 기반을 구축(투자자와 기업 간 대화 가이드라인, 스튜어드십 코드와 기업지배구조코드의 부속 지침)
- ▶ 스튜어드십 코드 도입으로 인해 일본 최대의 공적연금인 GPIF는 위탁운용사들의 주주활동을 장려
 - GPIF의 운용사 선정 과정에 스튜어드십 코드 도입 및 성과에 가점을 부여하는 방식을 채택하며 주주관여 증가세

연도별 GPIF 위탁운용사와 기업 간 대화 추이



자료: GPIF, 키움증권 리서치센터

일본 기업 규모별 대화 비율

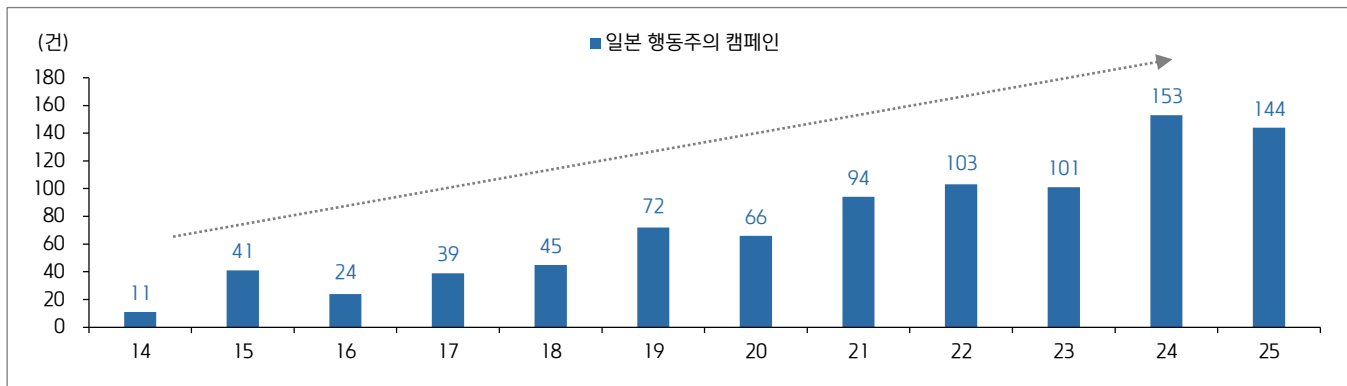


자료: GPIF, 키움증권 리서치센터

05.

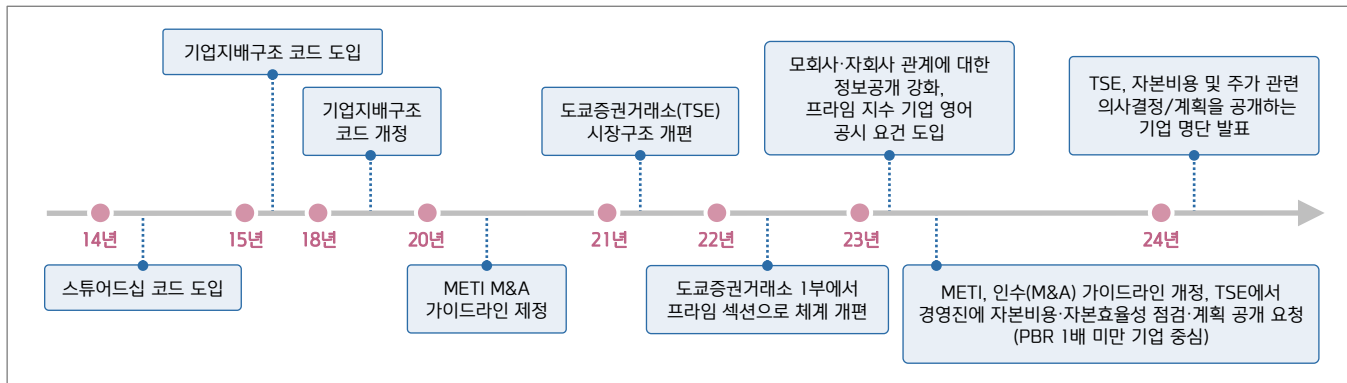
일본 거버넌스 개혁과 맞물린 주주행동주의 활성화

일본 내 행동주의 캠페인 건수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주) '25년은 10월 말 기준

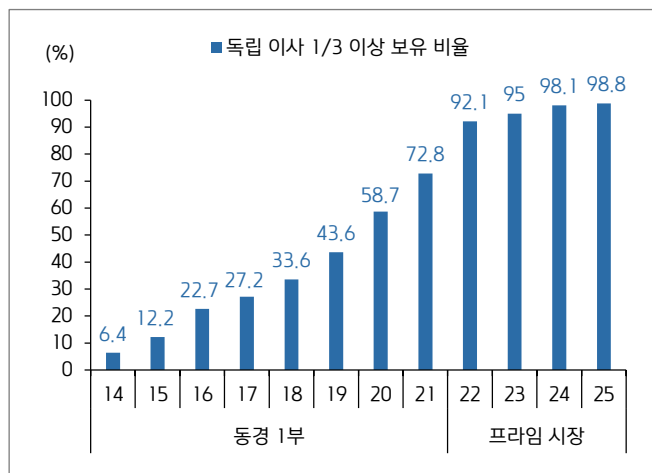
일본 거버넌스 개혁 로드맵



자료: 키움증권 리서치센터

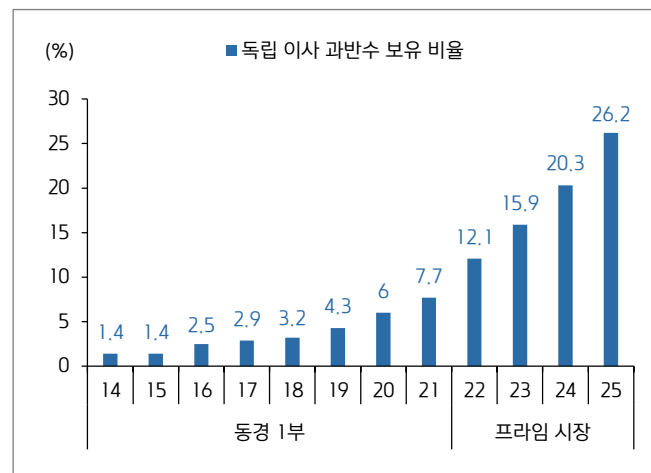
- ▶ 정부 정책, 거래소 규정, 기관투자자 압력 속 일본 기업의 독립이사 선임 비율은 빠르게 확대되는 추세
 - 회사법, 기업지배구조코드, 스튜어드십코드 등의 주요 제도는 상장사 내 사외이사 확대를 권고
 - 아베노믹스 이후 일관적인 기업지배구조 개선 기초를 명분으로 행동주의펀드의 기업에 대한 사외이사 선임 요구 증가
 - '21년, 프라임 시장 신설 이후 독립 사외이사 1/3 이상 확보를 요구함에 따라 '25년 1/3 이상 보유 비율은 98.8%

일본 프라임 마켓 내 독립이사 1/3 이상 보유 비율



자료: JPX, 키움증권 리서치센터

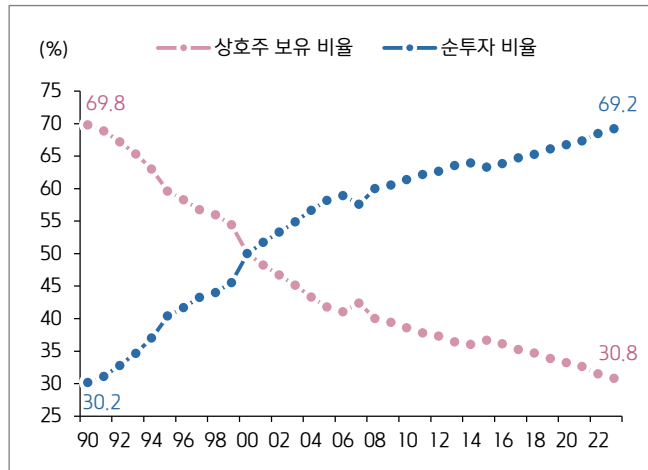
일본 프라임 마켓 내 독립이사 과반수 보유 비율



자료: JPX, 키움증권 리서치센터

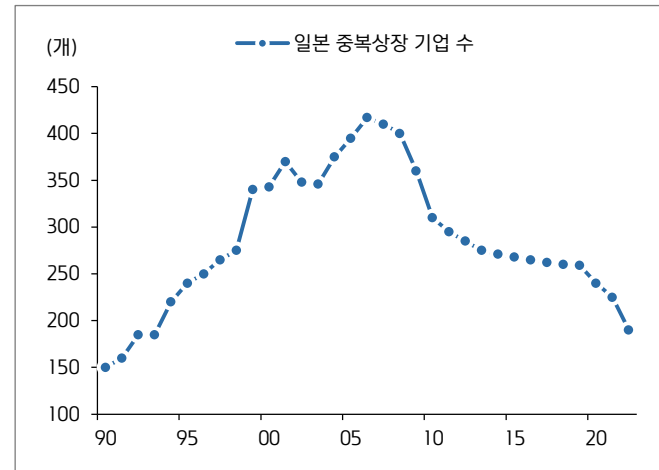
- ▶ 일본 기업의 상호주 보유 관행은 경영진 책임 약화 등 일본 고유의 기업지배구조 문제점으로 인식되어 왔음
 - 거버넌스 개혁 속 일본 기업들의 상호주 매각 가속화되며, '15년 이후 상호출자 규모는 47% 감소
 - 기업 간 상호출자 관행이 급속도로 해체되면서 행동주의 펀드가 개입할 여지가 증가
- ▶ 한편, 일본은 한국과 더불어 전 세계에서 모자 회사가 중복 상장된 사례가 가장 많은 국가 중 하나
 - '19년 기준 일본 기업의 중복 상장 비율은 6.1%로 프랑스(2.2%), 독일(2.1%), 미국(0.5%)에 비해 월등히 높은 편
 - 다만, '08년 금융위기를 겪은 이후 대규모 구조조정이 이루어짐에 따라 중복 상장이 빠르게 해소되었고,
 - 여기에 '14년부터 이어져온 장기적 거버넌스 개혁이 더해지자 '20년 들어 중복 상장 기업 수가 빠르게 감소중

일본 상장사 상호보유 주식 비중 추이



자료: JPX, Wellington management, 키움증권 리서치센터

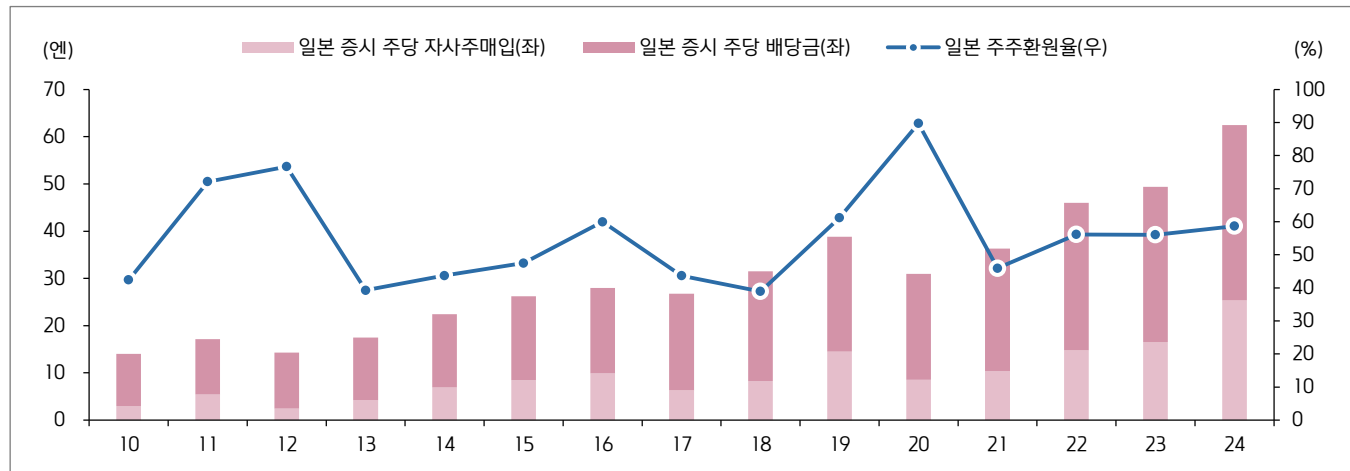
일본 중복상장 기업 수 추이



자료: 노무라자본시장연구소, 키움증권 리서치센터

- ▶ 거버넌스 개혁 이후 상장사 전반에 걸친 주주환원 확대 기조로 일본 증시의 주주환원율은 유의미하게 증가
- '14년 아베노믹스 이전 '05년~'14년 평균 주주환원율 38% → '15년 '24년 평균 주주환원율 55%로 약 17%p 확대

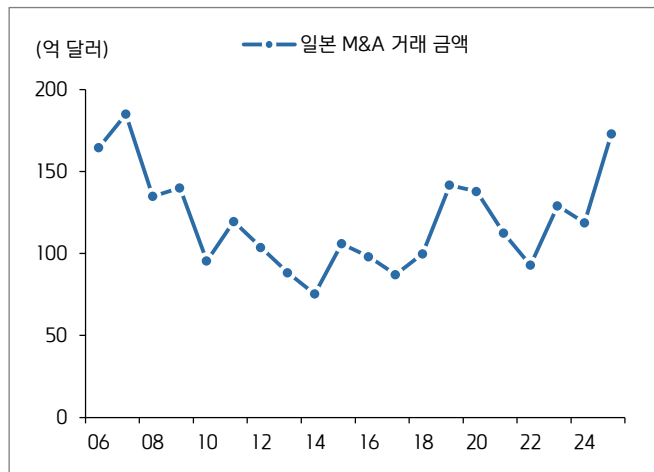
일본 주주환원 규모 및 주주환원율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

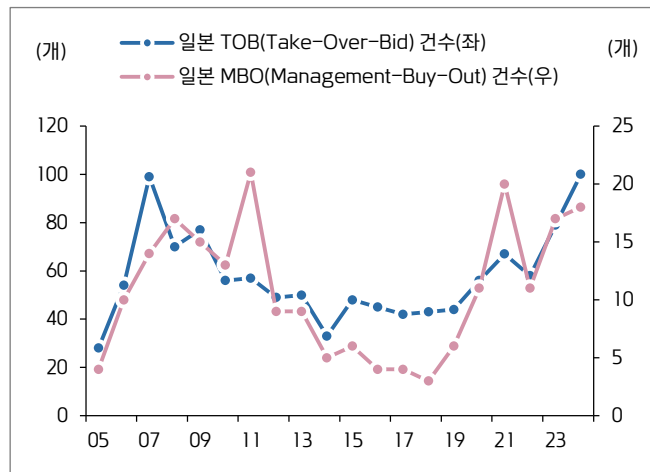
- ▶ 기업가치 제고 및 지배구조 개선을 명분으로 일본 기업을 향한 적대적 M&A 사례도 증가 추세
 - '23년 경제산업성(METI)는 기업 매수 행동지침을 발표하며, 기업은 인수자의 제안이 주주에 이익이 되는지 여부를 성실하게 고려할 것을 명시적으로 요구
- ▶ 장기적으로 이어져 온 거버넌스 개혁으로 '24년 일본 내 상장폐지된 기업은 94개로 '13년 이후 최대치 기록
 - 특히, 최근 일본 내에서는 공개매수(TOB), 경영자 매수(MBO) 방식을 통해 상장사 폐지 사례가 증가하는 추세
 - 실제로, 올해 일본 최대 유통기업인 이온은 주주 간 이해 상충 문제를 해소하기 위해 이온 딜라이트를 완전 자회사 하기로 발표. 일본 통신 지주사인 NTT도 올해 상장 자회사인 NTT 데이터 그룹을 완전 자회사로 편입

일본 M&A 거래 금액 규모 추이



자료: White & Case, 키움증권 리서치센터

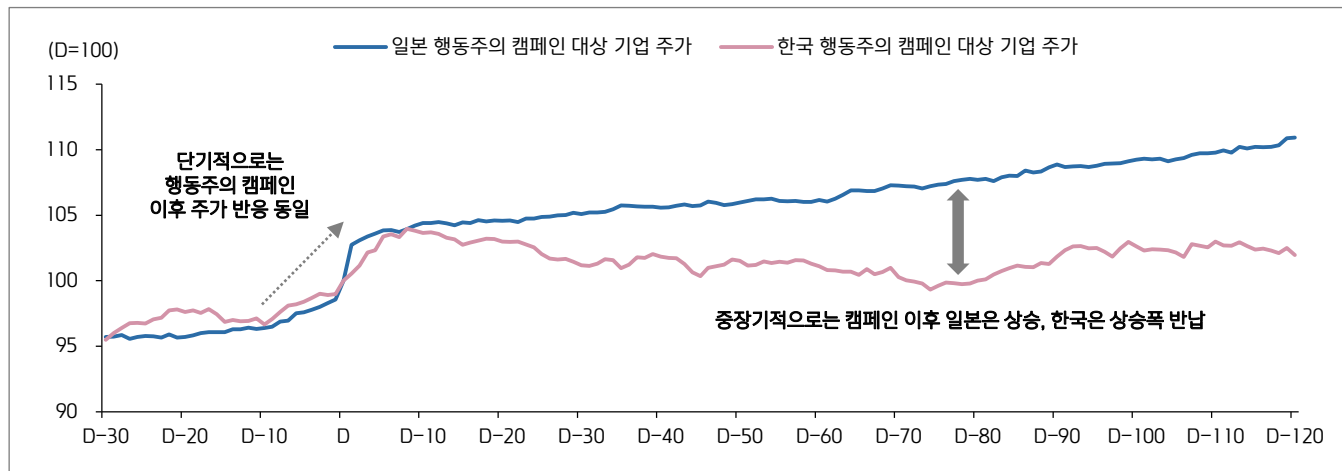
일본 내 TOB와 MBO 건수 추이



자료: M&A Online, 키움증권 리서치센터

- ▶ 수익률 측면에서 일본과 한국의 행동주의 캠페인 성과를 비교해보면,
 - 일본과 한국 모두 평균적으로 단기 주가 상승이 관찰. 다만, 중장기 시계열로 비교해보면, 일본 캠페인 대상 기업은 지속적으로 우상향한 반면, 국내 캠페인 대상 기업은 상승폭을 대부분 반납하는 흐름을 연출
 - 즉, 일본은 행동주의펀드가 기업의 구조적인 거버넌스 개선과 이에 따른 기업 가치제고를 이끌었으나, 한국 내에서는 행동주의 전략이 아직까지 기업의 구조적인 변화로 이끌지는 못하고 있음을 방증
 - 다만, '24년 밸류업 정책, '25년 상법 개정을 기점으로 한국은 이제 거버넌스 개혁 초입부에 진입
- 거버넌스 개혁 속 행동주의 전략이 초과수익률을 창출한 일본의 사례와 같이, 새 정부 정책 기조 속 향후 국내 증시도 행동주의에 따른 초과수익률의 기회가 커질 것으로 전망

일본과 한국 행동주의 캠페인 대상 기업 주가 추이



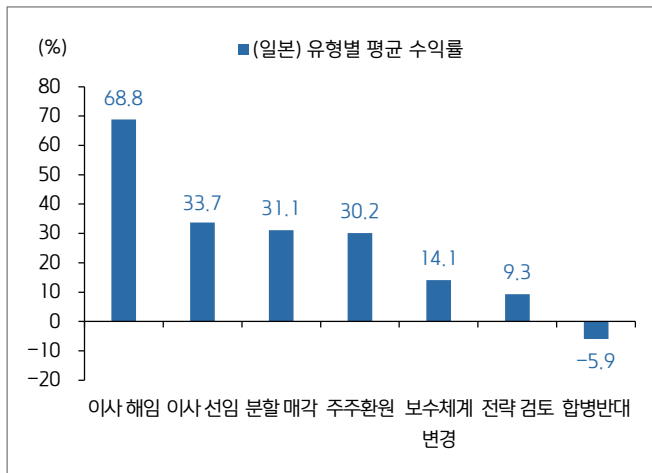
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 2021년 이후 행동주의 캠페인 대상이 일본, 한국 기업 대상, D = 행동주의 캠페인 개시일

11.

일본과 한국 행동주의 캠페인 대상, 유형별 수익률 비교

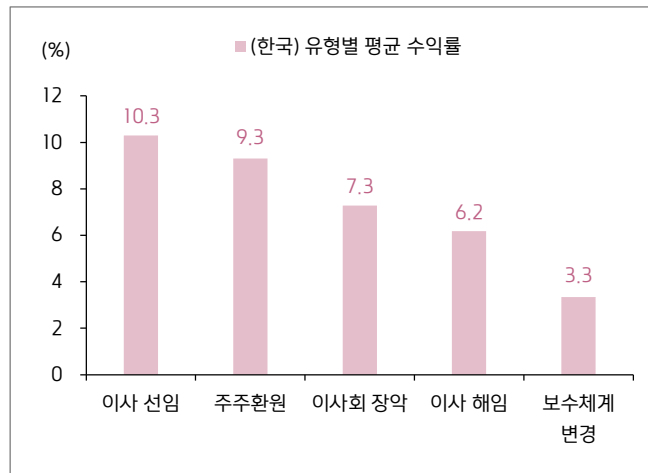
- ▶ 캠페인 안건 유형별로 평균적인 수익률을 살펴보면,
 - 일본과 한국 모두 행동주의 캠페인이 주로 요구하는 이사 선임, 주주환원 확대 안건이 양호한 수익률을 기록
 - 상법 개정으로 소수주주의 이사회 진입 확보가 가능해진 가운데 향후 이사선임 관련 행동주의 캠페인을 통해 기업의 구조적인 거버넌스 개선 및 기업 가치제고를 이끄는 사례 다수 출현할 전망

'21년 이후 일본 행동주의 캠페인 안건 유형별 평균 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주1) '21년 이후 캠페인 안건 유형이 10개 이상인 경우에만 집계
 주2) 캠페인 개시 이후 종료일 또는 종료되지 않은 캠페인은 현재까지의 수익률

'21년 이후 한국 행동주의 캠페인 안건 유형별 평균 수익률

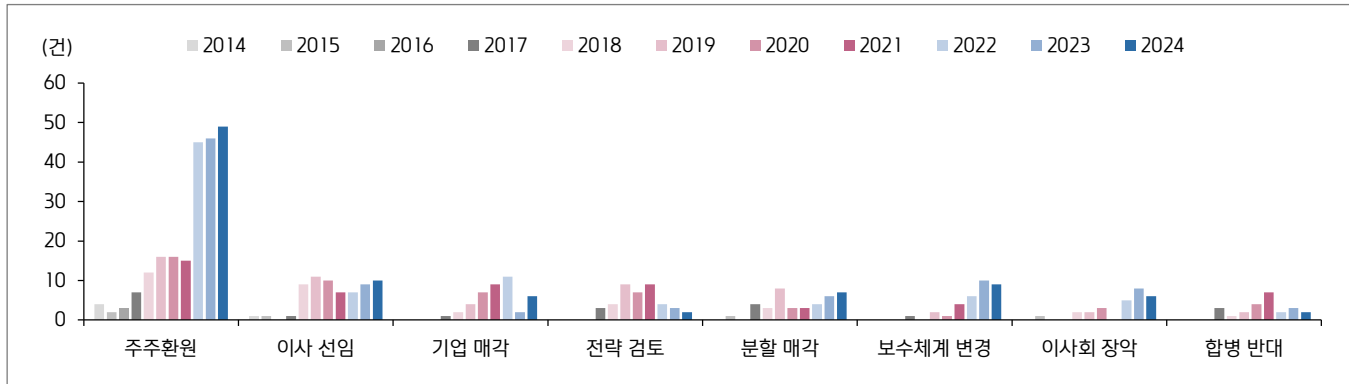


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주1) '21년 이후 캠페인 안건 유형이 10개 이상인 경우에만 집계
 주2) 캠페인 개시 이후 종료일 또는 종료되지 않은 캠페인은 현재까지의 수익률

12.

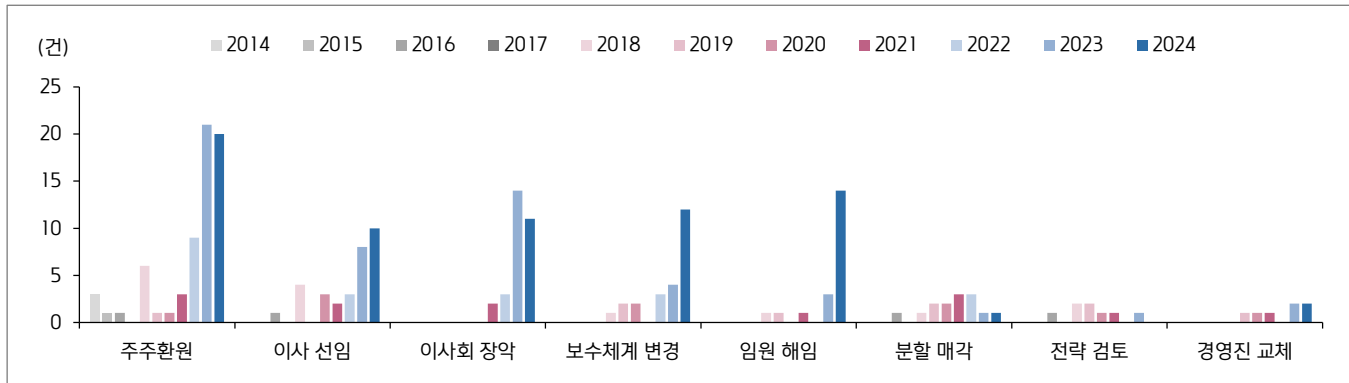
일본과 한국 행동주의 캠페인 안건별 추이

일본, 연간 행동주의 캠페인 안건 유형별 추이



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

한국, 연간 행동주의 캠페인 안건 유형별 추이



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

▶ (스크리닝 기준)

- 최대주주 및 특수관계인 지분율 33% 미만, PBR 0.5배 미만 or 업종 PBR 미만
- 3년 평균 배당성향 25% 미만, 2년 연속 흑자 기업

행동주의 캠페인 대상이 될 가능성이 있는 기업 스크리닝

종목코드	기업	W126 업종 분류	시가총액 (십억원)	P/E (TTM) (배)	P/B (TTM) (배)	3년 평균 배당성향 (%)	최대주주 및 특수관계인 지분율 (%)	자사주 지분율 (%)
A068270	셀트리온	건강관리	42,451	76.0	2.13	21.8	29.5	4.7
A035420	NAVER	소프트웨어	39,056	21.06	1.48	14.9	9.0	5.7
A006400	삼성SDI	IT가전	24,297	-	0.66	6.0	20.2	4.1
A071050	한국금융지주	증권	8,693	6.07	0.79	21.8	21.3	5.4
A003490	대한항공	운송	7,825	6.22	0.78	21.1	27.0	0
A006260	LS	기계	6,086	31.15	1.11	11.5	32.1	15.1
A011780	금호석유화학	화학	3,017	11.41	0.47	16.0	28.7	14.5
A000990	DB하이텍	반도체	2,937	9.17	0.96	13.8	23.9	9.3
A001450	현대해상	보험	2,467	3.73	0.45	13.4	22.8	12.3
A004170	신세계	소매(유통)	2,141	78.21	0.37	20.8	29.2	9.1
A010060	OCI홀딩스	화학	2,047	-	0.36	19.3	30.4	0.8
A375500	DL이앤씨	건설,건축관련	1,513	11.05	0.44	10.3	24.8	0.9
A290650	엘앤씨바이오	건강관리	1,408	5.12	2.18	10.2	28.0	0
A137400	피엔티	IT가전	971	7.59	1.26	1.8	14.8	2.2
A145720	덴티움	건강관리	562	12.94	0.97	4.6	19.0	22.1
A090460	비에이치	IT하드웨어	530	144.5	0.58	8.6	21.4	10.6
A004700	조광피혁	화장품, 의류, 완구	461	39.68	0.42	0.0	30.7	46.6
A069080	웹젠	소프트웨어	433	16.8	0.64	15.3	28.4	16
A039440	에스티아이	반도체	397	12.68	1.07	11.8	27.1	6.9
A053610	프로텍	반도체	397	11.44	0.7	14.3	30.5	18.2
A041830	인바디	건강관리	386	10.61	1.08	13.1	29.1	9.6
A099430	바이오플러스	건강관리	358	25.87	2.62	19.0	28.8	2.7
A001200	유진투자증권	증권	341	6.57	0.3	23.9	32.4	5.2
A036200	유니셀	반도체	326	16.54	0.79	14.4	29.0	4.1
A093520	맥커스	반도체	314	9.59	1.16	7.7	11.0	46.2
A256840	한국비엔씨	건강관리	387	22.28	1.49	0.0	19.6	0
A009290	광동제약	건강관리	310	11.38	0.4	12.5	18.2	25.1
A317450	명인제약	건강관리	993	0	0	20.9	0.0	0
A319660	피에스케이	반도체	970	7.25	1.14	13.5	32.9	0
A206640	바디텍메드	건강관리	309	12.75	1.36	14.2	25.5	7.3

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터



Compliance Notice & 고지사항

Compliance Notice

- 당사는 11월 19일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 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 책임도 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.