



2025.03.04

리서치본부 기업분석실

乙巳年

푸른 뱀의 해

2025

ESG/지주

지배구조 혁신

(상법개정 및 이사회, 주주행동주의 및 주주총회)



[지주/ESG/Mid-Small Cap]

이상현 2122-9198

value3@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194

hojang@imfnsec.com

CONTENTS



【산업분석】

| | |
|--|-----|
| I . Summary | 3 |
| II . 일본의 지배구조 개선 정책 | |
| 1. 일본 재벌 변천사를 통하여 계열 혹은 기업 내부 지배주주 권한이 약화되는 대신에 외부 시장규율 중시하게 됨 | 6 |
| 2. 일본판 기업 밸류업 프로그램 ⇒ 주주환원 확대로 인한 자본효율성 개선으로 주식시장 상승의 촉매제 역할 | 8 |
| 3. 자본시장의 투명성 및 공정성 확보를 위한 공개매수(TOB) 제도 개정 | 16 |
| 4. 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 가이드라인⇒ 향후 기업지배구조 강화 및 경영효율성을 높이기 위해 모자상장 해소 움직임 한층 더 확대될 듯 | 18 |
| III . 우리나라 지배구조 개선 정책 | |
| 1. 지배구조 개선정책 확대 필요성 | 22 |
| 2. 자사주 제도개선 등 지배주주의 사익추구를 근절하고 일반주주 권리 보호 강화 제도 가시화 | 28 |
| IV . 이사의 주주 충실험무 ⇒ 이사회 활성화 계기 마련 | |
| 1. 이사의 주주 충실험무가 도입된다면 대리인 비용 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 것임 ⇒ 사외이사의 이사회 내부 견제 기능 활성화로 지배구조 개선 | 53 |
| 2. 상법개정안: 전자주주총회 제도의 법적 근거 명문화, 감사위원 분리선출 확대, 대기업 집중투표제 활성화 | 57 |
| V . 주주행동주의 전략 및 사례 | |
| 1. 주주행동주의 유발 요인 | 60 |
| 2. 주주행동주의 실현하기 위한 법적 수단 및 전략 | 62 |
| 3. 주주행동주의 사례 | 70 |
| VI . 재벌가 오너 3·4세 시대 주주총회 등을 통하여 주주행동주의 확장세 본격화 | |
| 1. 주주행동주의 활동 본격적인 증가세 진입 | 99 |
| 2. 재벌가 오너 3·4세 시대 행동주의 PEF 확장세 본격화 | 114 |
| 3. 2025년 정기주주총회 등을 통하여 주주행동주의 확장세 본격화 | 105 |

I . Summary

1. 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용 구도를 지배주주
對 소액주주로 변화시키는 것임 ⇒ 사외이사의 이사회 내부 견제
기능 활성화로 지배구조 개선

주식회사 제도의 본질적인 특징은 소유와 경영의 분리이다. 경영자(Agent)는 정보와 경영능력을 소유한 계약당사자이고 주주(Principal)는 경영자에게 경영을 위임하게 되는데, 경영자의 이익과 주주의 이익은 항상 일치하지 않기 때문에 필연적으로 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

이러한 대리인 비용은 주주와 경영자 사이의 정보의 비대칭성과 이해 상충이라는 두 가지 큰 전제하에 발생한다. 즉, 주주가 기업 경영에 관한 정확한 정보가 부족한 상황(정보의 비대칭성)에서 주주 이익과 경영자 이익이 상충할 때(이해 상충) 경영자는 자신의 이익을 추구하기 때문에 대리인 비용이 발생한다.

무엇보다 우리나라의 경우 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과의 배분을 방해하는 대리인 비용의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주에 의한 경영권의 사적 이익 추구를 들 수 있다.

이러한 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용은 기업구조 개편 과정에서도 많이 발생한다.

기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입 및 매각 할뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법을 통해 가능하다. 그러나 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 대리인 비용이 자주 발생한다.

무엇보다 지배주주의 사적이익이 클수록 지배주주가 전체 주주의 이익보다 자신의 이익을 추구하는 내용으로 의사결정을 할 유인이 높기 때문에 일반 투자자의 주주환원에 대한 수요와 대립되곤 한다.

이러한 환경하에서 민주당에서는 상법 제382조의3(이사의 충실의무 등)의 ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실히 수행하여야 한다는 규정을, 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실히 수행하여야 한다로 변경하자는 개정안을 국회에 제출하였다.

또한 상법 제382조의 3의 ② 이사는 그 직무를 수행하에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다를 신설하는 개정안도 국회에 제출하였다.

이러한 이사의 주주 충실의무 규정이 도입될 경우 주주는 상법 제401조(제3자에 대한 책임)를 통하여 통해 주주 충실의무를 위반한 이사에게 직접 책임을 추궁할 수 있다.

만약 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

한편, 이사회에서 사외이사의 역할은 지배주주 또는 경영진과 독립적인 위치에서 감사·감독 업무를 수행하는 것이다. 이에 따라 상법에서는 일반적으로 3명 이상의 이사로 이사회를 구성할 것을 요구하고 있으며, 상장회사의 경우 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 한다. 특히 자산 2조 원 이상의 대규모 상장회사에는 보다 강화된 기준이 적용되어, 사외이사를 3명 이상으로 하고 이사 총수의 과반수가 되도록 해야 한다.

무엇보다 지배주주가 직접 경영에 참여하고 이사회에도 깊이 관여하는 집중된 소유구조 하에서 사외이사의 실효성을 높이기 위해서는 이사회 내부 견제 기능을 활성화 되어야 한다.

이사의 주주 충실의무가 도입된다면 이사회에서 사외이사들이 거수기 논란에서 벗어날 수 있는 계기를 만들 수 있을 뿐만 아니라 사외이사의 이사회 내부 견제 기능 등이 활성화 될 수 있을 것이다. 이에 따라 이사회에서 보다 더 지배구조가 개선될 수 있는 방향으로 의사결정이 이뤄질 수 있을 것이다.

지주회사의 경우 지주회사와 자회사의 중복상장으로 유동성 할인이 불가피한 상황하에서 태생적으로 지배주주와 소액주주간의 이해 상충이 발생할 가능성이 높다. 따라서 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 지배구조 개선 측면에서 지주회사 등이 가장 크게 수혜 받을 것으로 예상된다.

2. 재벌가 오너 3·4세 시대 주주총회 등을 통하여 주주행동주의 확장세 본격화

보다 근본적으로 주주행동주의의 관심 대상은 지배구조가 취약한 기업들이다. 이와 결부되어 기업의 유보자금 활용계획이 투명하게 공개되지 않았거나, 장기간 유보자금 활용을 하지 않아 기업 성장이 정체시키거나 배당 등 주주들에게 이익을 배분하지 않는 등 자본배분 정책 등이 불확실성한 기업들에 대하여 주주행동주의의 대상이 될 수 있을 것이다.

무엇보다 실제 주주행동주의 단독으로는 기업의 행동을 바꿀 수 없기 때문에 다른 투자자와 연합하거나 기관투자자 내지 일반주주를 우호세력으로 만드는 것이 필수이다. 이를 달성하기 위해서는 주주행동주의가 제기하는 이슈가 일관성 있고 책임질 수 있어야 한다.

기업 벤처업 프로그램 및 자사주 제도 개선 등 정부의 지배구조 개선 정책 등이 본격화 되고 있기 때문에 지배구조 취약한 기업 대상으로 크나큰 명분을 가지고 주주행동주의를 펼칠 수 있을 것이다.

주식시장에서 행동주의 투자에 대한 부정적 평가가 줄고 있는 가운데 막대한 투자자금이 유입되었지만 경쟁이 치열해지면서 수익을 창출할 기회가 적어짐에 따라 글로벌적으로 행동주의 투자 전략을 활용하는 PEF가 확대되고 있다.

이렇듯 우리나라에서도 PEF 관련 자금이 늘어나고 있는 가운데 경쟁이 치열지면서 바이아웃 전략으로는 수익을 창출할 기회가 적어짐에 따라 향후 행동주의 전략을 활용하는 PEF의 확대가 본격화 될 것이다.

무엇보다 재벌가 오너 3·4세 시대를 맞이하여 상속, 증여 등이 이뤄지는 환경하에서 합병, 분할 등 기업구조 개편 등으로 자기 뜻을 챙기면서 헤어지는 사례가 빈번하게 일어날 것이다.

그동안 소유구조가 안정적이고 견고하였던 재벌가 오너 1·2세 시대에 비하여 재벌가 오너 3·4세들이 자기 뜻을 챙기는 과정 속에서 경영권 분쟁 뿐만 아니라 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 PEF 확장세에 중요한 분기점이 될 것이다.

무엇보다 향후 상법 또는 자본시장법 등 법령과 더불어 공시제도도 보다 주주친화적으로 개정 등이 이루어질 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세가 본격화 될 수 있을 것이다.

II. 일본의 지배구조 개선 정책

1. 일본 재벌 변천사를 통하여 계열 혹은 기업 내부 지배주주 권한이 약화되는 대신에 외부 시장규율 중시하게 됨

일본 근대화 과정에서 탄생한 자이바츠는 재벌(財閥)을 일본식으로 읽은 것이다. 이러한 재벌의 경우 먼저 에도시대의 거상으로서 지위를 유지해 메이지유신 이후 일본 정부의 근대화 정책에 따라 발전한 미쓰이, 스미토모그룹 등이 있다.

그 다음으로 에도시대 말기 또는 메이지 초기에 소규모 사업으로 시작해 20~30년에 걸쳐 재벌로 성장한 미쓰비시, 야스다, 가와사키, 후루카와, 오쿠라, 아사노 그룹 등이 있다.

또한 제1차 세계대전 이후 급성장, 군부의 진출에 호응해 성장한 니혼산교, 니혼짓소, 니혼소다 그룹 등이 있다.

이러한 전전(戰前) 일본 재벌의 경우 오너 가족이 과반수 지분을 가진 지주회사가 중심이 되어 움직였다. 즉, 지주회사는 산하에 은행 등 금융기관을 두고 활용하면서 대기업 계열사, 자회사, 손자회사로 이루어지는 방대한 계열사를 피라미드식으로 지배하였다.

일본 재벌이 침략 전쟁에 가담하여 일본 제국주의의 원동력으로 작용하였기 때문에 전후(戰後) 미 군정이 재벌을 해체하기로 하였다. 이에 따라 미 군정은 지주회사 및 오너 가족이 소유한 유가증권과 회사에 대한 각종 권리를 강압적으로 포기하게 만들었을 뿐만 아니라, 오너 가족이나 주요 임원들은 계열사 및 경제계에서 추방시켰다. 이렇게 미 군정은 주식과 인적 네트워크라는 재벌의 기초를 파괴시켜 것이다.

그러나 한국전쟁이 발발하면서 미국이 반공기지로서 일본의 경제력을 적극 활용하면서 이러한 재벌 해체 정책은 전면 수정되었다. 그 결과 은행 및 상사를 중심으로 예전 재벌 계열 주요 회사들이 상호출자를 통해 기업 집단을 재건하기 시작하였다. 그럼에도 불구하고 재벌 오너 가족의 지배력은 회복되지 않았다.

이러한 기업집단 구성회사들은 회사의 업적이나 주가의 일시적 변동에 관계없이 장기간 주식을 소유하는 주주 역할을 하게 된다. 이에 따라 단기적인 수익을 중시하는 주주들로부터 경영진을 보호해 장기적 관점에서 기업을 경영할 수 있게 한다. 또한 계열사끼리 정보 교류가 원활하기 때문에 기술 개발을 위한 공동 연구를 실시할 수도 있을 뿐만 아니라 계열사들이 계열 은행으로부터 대출을 받기도 손쉽다.

이러한 기업집단은 기능 측면에서 예전의 재벌과 별 차이가 없지만 지배구조 측면에선 오너 가족이나 재벌 본사의 경영권이 소멸되고, 개별 기업이 경영권을 갖는 전문경영인 체제로 급격히 변화된 것이다.

이러한 일본 기업집단은 수익보다 성장을 중시하는 경향이 강했는데, 이는 전후(戰後) 일본 경제의 부흥과 성장세를 뒷받침하는 원동력이 되었다.

대표적인 기업집단으로 미쓰비시, 미쓰이, 스미토모, 후요, 산와, 다이이치칸긴 등 6대 그룹을 꼽을 수 있다. 이들은 은행, 증권, 상사, 경공업, 철강, 화학, 기계, 전기전자, 자동차, 유통, 물류, 부동산 등 거의 모든 산업에 진출하였다.

일본 경제의 고도 경제성장이 마감되고 1990년대 장기 불황을 거치면서 글로벌 경쟁이 격화됨에 따라 기업집단의 결속력이 약화되었다.

특히 기업집단의 중심 세력이었던 거대 은행들이 구조조정에 매진하면서 기업집단의 구조가 흔들리게 되었다. 즉, 미쓰이그룹 계열의 미쓰이은행과 스미토모그룹의 스미토모은행이 합병하였으며, 산와은행은 미쓰비시은행에 흡수되고, 후요그룹의 후지은행과 다이이치칸긴그룹의 다이이치은행이 통합되었다. 이로써 6대 기업집단 체제는 상당히 약화되었다.

은행 외의 다른 업종에서도 구조조정을 위해 다른 기업집단 소속의 기업들끼리 합병하는 사례가 속출함에 따라 기업집단으로서의 통일성을 유지하기가 점점 어려워진 것이다.

이외같이 일본 기업집단에 속하는 기업들은 법인격(legal entity)이 서로 달라 우리나라 재벌에 비해 사업재편이 용이한 편이다.

과거에는 특히 기업 상호 간에 주식을 보유하여 백기사 역할을 하였지만 1990년대 불황기를 거치면서 상호 주식보유(cross-shareholding)가 크게 감소하였다. 즉, 기업실적악화로 더 이상 기업간 상호주식보유의 유인책이 사라짐에 따라 기업의 주식보유구조가 분산화 되기 시작하였다.

그만큼 계열 혹은 기업 내부의 지배주주 권한이 약화되는 대신에 외부 시장규율(market discipline)이 중시하게 된 것이다.

2. 일본판 기업 밸류업 프로그램 ⇒ 주주환원 확대로 인한 자본효율성 개선으로 주식시장 상승의 촉매제 역할

(1) 이론적 기반으로 아베노믹스(Abenomics): 완화적 통화정책, 확대 재정정책, 산업 구조개혁 등 세 개의 화살 정책

2012년 12월 아베 신조가 두 번째로 일본 총리에 취임하였는데, 그 당시에 일본은 1990년대 중반 이후 연간 GDP의 6~8% 수준의 대규모 재정 적자, 만성적인 디플레이션, 경제성장 침체라는 세 가지 문제에 직면하고 있었다.

이를 해결하기 위해서 일본 아베 정권에서는 경제 활성화를 목표로 완화적 통화정책, 확대 재정정책, 산업 구조개혁 등 세 개의 화살 정책을 발표하였다.

먼저 2013년 4월 일본 BOJ는 양적·질적 금융완화정책(Quantitative and Qualitative Monetary Easing: QQE)의 일환으로 본원 통화량을 연간 60~70조엔씩 증대하고 장기국채의 매입 규모를 연간 50조엔씩 확대하며, 상장지수펀드 및 부동산투자신탁을 연간 1조엔과 300억엔씩 매입할 계획을 발표하였다.

이는 일본 중앙은행(BOJ)이 오랜 기간 지속된 경기 침체 및 물가 하락 추세를 벗어나는 것을 목표로, 비전통적 통화수단의 일환으로 대규모 주식 ETF 매입을 추진하는 것이다. 이에 따라 일본 중앙은행(BOJ)은 2013년부터 2023년 말까지 연평균 3~4조엔 규모의 일본 주식 ETF를 꾸준히 매입하였다.

특히 일본 중앙은행(BOJ)은 상장기업 지배구조 개선에 동참하기 위해 ROE (Return on Equity)와 특정 지배구조 항목에 가중치를 부여한 NIKKEI400 지수를 벤치마크로 한 ETF를 매입하였다. 이러한 특정 지배구조 항목에는 독립 사외이사 비중의 과반수 요건, 여성 사외이사·임원 선임 여부, IFRS 도입 여부, 영문공시 여부, 지배구조보고서 공시 여부 등을 포함되어 있다.

둘째, 일본 내각부는 경기부양을 목표로 대규모 확대 재정정책을 발표하였다. 2013년 1월 일본 내각부는 지진복구 및 재해 예방, 지속가능 성장을 통한 부의 창출, 안전시설 확충 및 지역활성화 정책을 목표로 10.3조엔의 재정지출을 포함한 추경 예산안을 마련하였으며 공공사업 투자 확대를 위해 약 5.5조엔 규모의 건설국채 발행 계획을 제시하였다.

무엇보다 2013년 6월 발표한 일본재통전략의 경우 대표 엔저 정책으로 불리우는 아베노믹스 중 세 번째 화살(산업 구조개혁)인 성장 전략의 구체화한 정책으로 장기 저성장과 고령화에 직면한 일본 경제의 구조적 성장을 위해 기업의 경쟁력 회복을 통한 기업가치 제고가 필요하다는 것이다.

2014년 일본 경제산업성 의뢰로 이토 구니오(Ito Kunio) 히토쓰바시대 교수는 지속가능한 성장을 위한 기업 경쟁력 제고 및 인센티브 검토라는 보고서를 작성하였는데 그 핵심은 기업지배구조 개선을 통한 기업가치 제고다. 즉, 일본 기업들이 주요국 대비 자기자본 이익률(ROE)과 매출액 이익률(Return on Sales:ROS)이 현저히 낮은 문제를 지적하였으며, 일본 기업의 경쟁력 제고를 위해 수익성과 성장성을 높이는 노력이 필요할 뿐만 아니라 일본 정부는 기업지배구조 및 세제 등 다양한 제도를 개선할 필요가 있음을 제시하였다.

(2) 제도적 기반으로 일본 2014년 스튜어드십 코드(Stewardship Code)를 제정하고 곧이어 2015년 기업지배구조 코드(Corporate Governance Code) 발표

이러한 이토 보고서의 정책 제언을 실행하는 주요 수단으로서 일본 금융청은 2014년 스튜어드십 코드(Stewardship Code)를 제정하고 곧이어 2015년 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange, TSE)와 공동으로 기업지배구조 코드(Corporate Governance Code)를 발표하였다.

먼저 기관투자자들이 피투자기업에 대한 기업가치 제고 촉구가 필요하다는 인식하에서 2014년 일본 금융청은 수탁자 책임 원칙으로 불리는 스튜어드십 코드를 제정하였다. 당시 일본 스튜어드십 코드에는 수탁자 책임 이행 정책, 이해상충 관리, 의결권 행사, 지속가능성장 등 7가지 원칙을 포함되었으며, 기관투자자들은 스튜어드십 코드를 반드시 준수해야 할 의무는 없지만 기관투자자들이 해당 원칙을 준수하지 않는 경우 미준수 이유를 설명하도록 권고하고 있다.

이와 같은 스튜어드십 코드 등으로 인하여 기관투자자들이 기업 소유지배구조 문제에 적극적으로 관여하는 근거가 되었다.

2014년 일본 공적연금(Government Pension Investment Fund, GPIF)은 스튜어드십 코드를 도입함에 따라 2023년까지 스튜어드십 코드에 324개 기관투자자가 가입하였다.

또한 2015년 일본 공적연금(GPIF)은 UN 환경계획 및 UN 글로벌 콤팩트의 파트너로서 책임투자를 지향하는 투자자 이니셔티브인 PRI(Principles for Responsible Investment)에 서명함에 따라 일본 공적연금(GPIF)의 투자운용원칙에 모든 투자자산에 대해 ESG요소를 반영한다는 내용도 추가하였다.

이러한 환경하에서 일본 금융청은 2017년과 2020년 두 차례의 스튜어드십 코드 개정을 통해 기관투자자로 하여금 의결권 행사 내역을 공시하도록 하고, ESG 요소 고려를 핵심 원칙에 포함시켰다.

다른 한편으로는 2015년 상장기업 스스로 기업가치를 높이고, 주가 상승분을 투자자들이 향유하는 것을 목표로 도쿄증권거래소(TSE)에 의해 기업지배구조 공시가 의무화 됨에 따라 상장기업을 대상으로 한 지속적인 기업가치 향상을 위한 체제정비가 이루어졌다.

이러한 기업지배구조 공시에서는 상장기업의 투명성과 공정성을 높이고, 이사회의 주주책임을 강화한다는 측면에서 주주에 대한 수탁자 의무와 더불어 지배주주와 일반주주 간의 이해충돌 회피 의무 등을 명시하였다.

일본 금융청과 도쿄증권거래소(TSE)는 스튜어드십코드 개정에 맞추어 2018년과 2021년에 기업지배구조 코드를 개정하였다. 2018년 1차 개정에서는 정책보유 주식, 자산소유자 등에 관한 원칙과 보충원칙을 확대하였으며, 2021년에는 이사회의 독립성 및 다양성을 강화하고, ESG 공시를 확대하며, 전자투표 플랫폼 구축 등을 통해 주주권리를 제고하였다.

무엇보다 일본 금융당국에서는 스튜어드십 코드와 기업지배구조 코드의 상호 작용을 강조하였다. 이에 따라 일본 공적연금(GPIF)은 상장기업의 의결권을 위임한 자산운용사로 하여금 피투자기업 기업지배구조 개선을 촉구할 뿐만 아니라 위탁운용사 선정 시 피투자기업에 대한 자본 효율성, 공시 이행 여부, 기업지배구조 개선 사항, 기후변화 대응 현황 등을 반영하고 있으며, 최근 자본 효율성과 기업 지배구조개선 사항에 대한 중요도를 상향하고 의결권 행사 내용을 구체적으로 공시하고 있다.

이러한 스튜어드십 코드 및 기업지배구조 코드를 기업 성장전략의 핵심으로 삼았으며 기업의 지속적인 성장에 대한 초석을 다졌다.

(3) 실행적 기반 차원에서 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영> 시행

2022년 4월 일본 금융청과 일본거래소그룹(JPX)은 상장유지 조건을 강화할 뿐만 아니라 상장기업의 지배구조 개선을 제고하는 측면에서 1부, 2부, 마더스(Market of the high-growth and emerging stocks : Mothers), 자스닥(JASDAQ Standard 및 JASDAQ Growth) 등 4개의 거래소 시장에서 프라임(Prime)(대기업 중심) 시장, 스탠다드(Standard)(중견 기업 중심) 시장, 그로스(Growth)(신흥 기업 자금 조달 목적) 시장 등 3개로 재편하였다.

특히 주요 대기업이 편입되는 프라임 시장에서는 해외 투자자가 요구하는 정보 공시 기준과 더불어 기업 관여(Engagement) 요건이 도입되었다. 또한 일본거래소그룹(JPX)은 프라임 시장 상장기업의 경우 독립적인 사외이사 비율을 이사회 구성원의 최소 1/3 이상 유지하고 독립적인 사외이사로 하여금 회사의 조언자와 감독자 임무를 수행하도록 할 뿐만 아니라, 독립적인 사외이사 중 한 명을 이사회 의장으로 임명하도록 요구하였다.

이러한 환경하에서 2023년 3월 도쿄증권거래소(TSE)는 PBR이 1배 미만인 동시에 ROE가 8% 미만인 일본 상장기업의 비율이 프라임 시장 기준 약 49% 이상 된다는 문제점을 제기하였다. 이에 따라 도쿄증권거래소(TSE)에서는 프라임과 스탠다드 시장 상장기업들을 대상으로 자본효율성 제고 및 지속가능한 성장성을 높이기 위해 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>의 실천 방침과 구체적인 이행 목표를 매년 공개하도록 요구하였다.

일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>의 프로세스는 현황의 분석, 개선 계획의 수립과 공시, 실행 등으로 구성되었다.

먼저 해당 기업의 PBR과 ROE를 정확히 파악하고, 그 내용과 시장평가에 관해 이사회에서 현황분석과 평가를 실시한다.

그 다음 개선방법과 목표, 기간 등 구체적 추진방안을 이사회에서 검토 및 수립하고, 해당 내용을 현황 평가와 함께 투자자에게 알기 쉽게 공시한다.

이러한 개선 계획을 기반으로 <자본효율성과 주가를 고려하는 경영>을 추진하고, 공시된 정보를 기반으로 투자자와 적극적으로 소통하며 소통 결과를 공시해야 한다.

사업보고서, 결산설명자료, 경영전략, 자사 홈페이지 등에 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>의 프로세스 내용에 대한 진행상황 및 이행 여부 등을 기재할 것을 권고하였다.

이에 대하여 도쿄증권거래소(TSE)는 기업지배구조 보고서 작성 가이드라인을 개정하였다. 즉, 기업지배구조 원칙에 따른 공시 부분에 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영> 및 주주와의 대화 경과에 대해 공시하고 있는 경우에는 영문 공시 여부 및 열람방법, 공시하지 않고 검토중인 경우에는 구체적인 검토 상황 및 공시 예정 시기 등을 기재하도록 하였다.

2024년 1월 15일부터는 개별 상장기업 기업지배구조보고서 등에 구체적인 기업가치 제고 노력을 기재한 기업명단을 매월 공표하기로 발표하였다. 이는 상장기업들에게 적극적이고 실질적인 주주가치 노력을 요구하고, 이를 정부가 모니터링하겠다는 의지를 표명한 것이다.

스튜어드십코드 제정, 기업지배구조 코드 도입 및 개정, 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영> 시행 등 지배구조 개선의 환경이 조성됨에 따라 주주행동주의 펀드의 요구가 주주가치 제고로 이어지고 있는 중이다.

무엇보다 2024년 6월에 집중적으로 개최되는 정기주주총회에서 주주 입장에서 충실한 기업가치 제고 계획에 대한 공시 및 이행이 이뤄지지 않을 경우 회사에 대한 추가 질의 및 설명 요청, 경영진이 추천한 임원 선임 안건 반대 등 일본 공적연금 및 주주행동주의 펀드 등의 적극적 주주 제안 및 기관투자자의 이에 대한 찬성 의결권 행사 등 적극적인 관여(Engagement)활동이 있었다.

이에 따라 2024년 6월 주주총회를 열었던 일본의 3월 결산 상장사 2천여 곳 중 91개 사를 상대로 이사선임과 주주환원, 제도개선 등 336건의 주주제안이 제출되어 역대 최고 수준을 기록하였다.

한편, 2023년 6월에는 ROE가 자본비용보다 높고 PBR이 1을 초과하는 기업에게 높은 가중치를 부여하는 JPX 프라임 150 지수를 새롭게 만들었다. 즉, 시가총액 상위 500개 중 자본효율성 상위 75종목(판단기준: ROE-주주 자본비용)과 지속가능성 상위 75종목(판단기준: PBR 및 시가총액)을 선별해 만든 지수다. 또한 JPX 프라임 150 지수를 추종하는 ifree JPX 프라임 150 ETF도 2024년 1월 상장하였으며, 3월에는 JPX 프라임 150 선물을 도입하였다.

기관투자가로 하여금 JPX 프라임 150의 벤치마크 사용을 유도함으로써 일본 상장기업들이 스스로 기업가치 제고에 나서도록 하고 있다.

이와 같이 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>은 일본 상장기업의 낮은 자본효율성과 주가 디스카운트를 해소하고자 상장기업들에게 주주환원 확대 등을 통한 자본효율성 개선을 강력하게 촉구하는 것이다. 이에 따라 배당금 지급 확대, 자사주 매입 및 소각 등 주주환원을 확대함으로써 PBR를 개선할 것이라는 기대감이 커졌다.

도요타는 현재 2년 연속 사상 최대 매출을 기록 중이며, 어드반테스트, 도쿄일렉트론 등 반도체 기업 주가는 실적 개선과 더불어 미국과의 연대 강화로 신고가 수준에서 등락을 거듭하고 있는 중이다.

이와 같은 이익증가를 기반으로 2023년 프라임 시장 기업들이 설정한 자사주 매입 규모는 9.4조 원으로 사상 최고치를 기록함에 따라 대형주 중심으로 적극적인 주주환원 등이 추진되고 있다.

일본의 경우 PBR이 1배 미만인 상장기업들에게 주주환원 확대 등을 통한 자본효율성 개선을 강력하게 촉구하고 있지만 실질적으로는 이익증가와 주가상승을 기반으로 한 대형주 중심으로 이사회 역할이 강화되면서 주주환원 정책이 확대되고 있다.

결국에는 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>은 반 등수 평균을 올리는 것도 중요 하지만 달리는 말에 채찍질로 인한 주주환원 확대로 주식시장 상승을 이끌고 있다.

그림1. Nikkei 225 주가추이 (2013년 ~ 2024년)



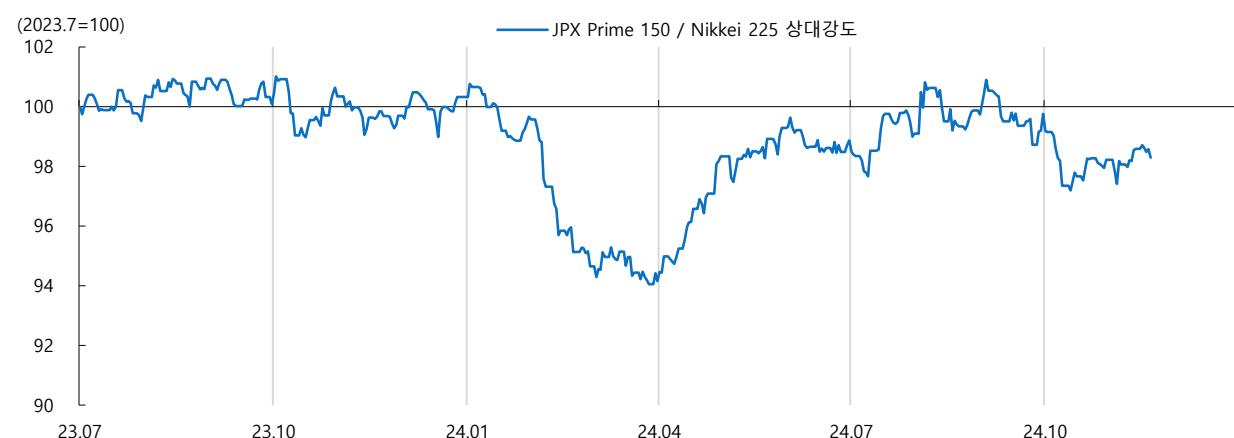
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. JPX Prime 150 지수 추이



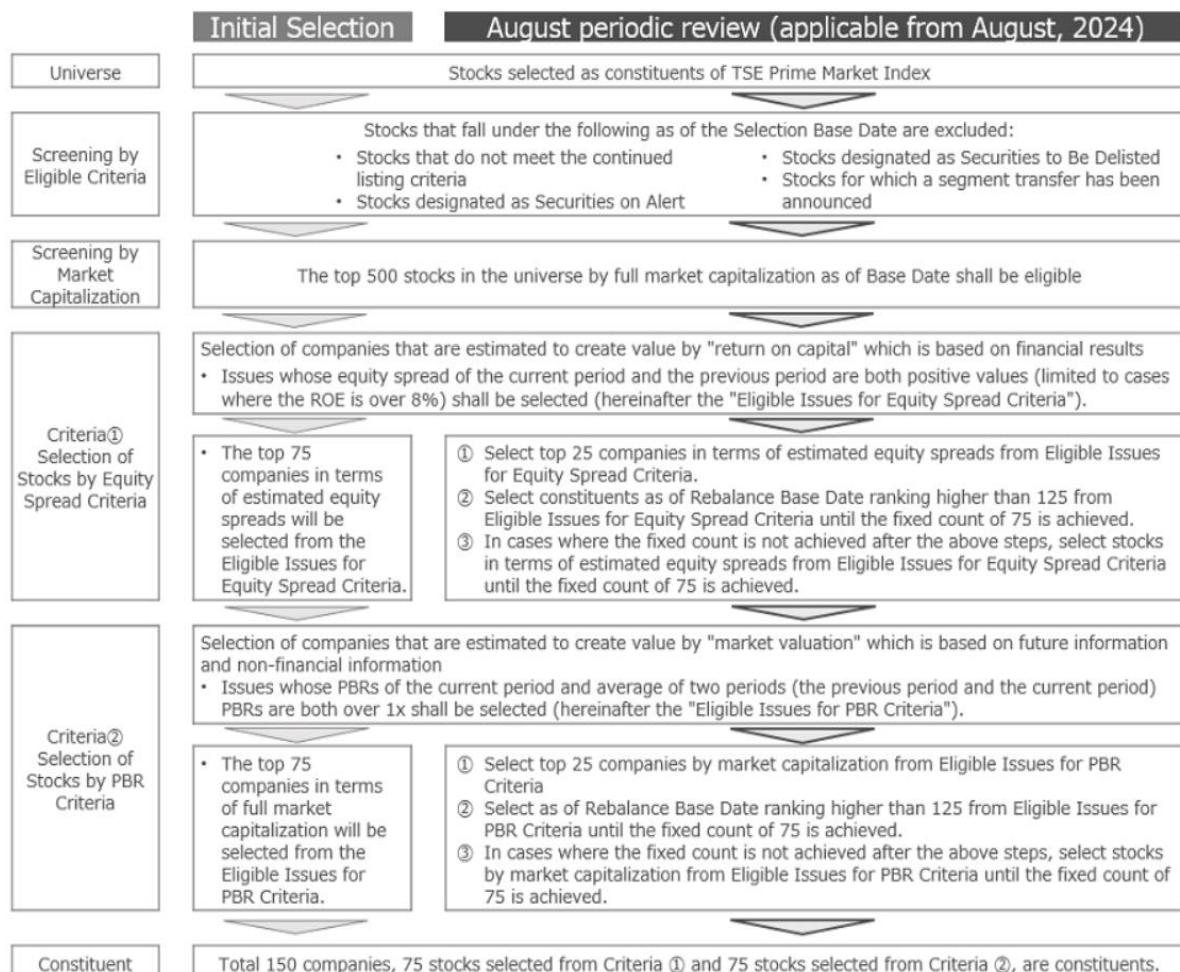
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. JPX Prime 150 지수 및 닛케이 225 지수 상대강도 추이(2023년 7월 ~ 2024년)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. JPX 프라임 150 지수 구성기업 선정기준



자료: JPX, iM증권 리서치본부

3. 자본시장의 투명성 및 공정성 확보를 위한 공개매수(TOB) 제도 개정

공개매수(TOB)는 불특정 다수의 사람에게 공고를 통하여 주권 매수 등의 신청 또는 매도, 기타 유상 양도의 청약을 권유하고, 거래소 금융상품시장 밖에서 주권 등을 매수하는 행위를 말한다.

일본에서는 사전 정보공개와 주주의 평등한 대우를 목적으로 공개매수(Take Over Bid, TOB) 제도를 개정하였다. 즉, 기업지배권 등에 영향을 미치는 주식취득에 대하여 투명성 및 공정성을 확보하는 관점에서 그러한 주식취득에 대해 공개매수(TOB)을 강제하는 것이다.

기존에 적용되고 있는 공개매수(TOB) 제도는 5%룰, 1/3룰, 전부매수의무가 있으며 시장외거래에 비해 시장내거래에 대한 적용은 제한적이다.

1971년 도입한 5%룰은 시장외에서 60일 이내 10명 이상으로부터 주권 등의 매수 후 소유비율이 5%를 초과하는 경우 공개매수를 통해 매수해야 한다.
(금상법 제27조의2 제1항)

1990년 도입한 1/3룰은 현저하게 소수의 자(60일간 10명 이내)로부터의 시장외 거래 또는 시장내 거래(입회외)에 의한 매수 후의 주식 등 소유비율이 3분의 1을 넘는 경우 공개매수 방식으로 취득해야 한다.(금상법 제27조의2 제2항)

2006년 도입한 전부매수의무는 매수 후 주권 등의 소유비율이 2/3 이상이 되는 경우 공개매수자는 잔여주주 보유한 모든 주식에 대해 청약의무가 부과된다.
(금상법 제27조의 2 제5항)

시장 내 거래 등을 통한 비우호적 매수 사례의 증가, M&A의 다양화라고 하는 환경변화를 근거로 하여 2023년 12월 금융상품거래법 개정 논의에 따라 소액주주를 매도압력으로부터 보호하기 위해 의무 공개매수(TOB)의 적용범위를 시장 외 거래뿐 아니라 시장 내 거래에 대해서도 확장하는 개정을 하였다. 즉, 거래의 투명성·공정성 향상을 도모할 필요에 따라 이번 개정에서는 공개매수제도의 대상거래를 확대하여 시장외 거래뿐만 아니라 시장내 거래(입회내)도 1/3룰은 적용 대상으로 하였다.(금상법 제27조의2)

또한 시장의 내외 거래를 불문하고 공개매수 실시가 의무화되는 의결권 소유 비율을 3분의 1에서 30%로 인하하는 것으로 개정하였다.(금상법 제27조의2 제1항 제1호)

해외의 경우 공개매수제도에서 공개매수가 의무화되는 기준이 의결권 소유비율 30%인 예가 많은 점, 실제 의결권 행사 비율을 감안하면 30%의 의결권을 가지고 있으면 많은 상장회사에서 주주총회 특별 결의를 저지하거나 보통 결의에 중대한 영향을 미칠 수 있다고 추측되는 점에 비추어 기준을 30%로 인하하였다.

다른 한편으로는 2024년 5월 금융청에서는 공개매수(TOB) 공시 지침을 발표하였고, 이에 따라 공개매수(TOB) 시 공시규율을 강화하고 인수 후에 발생하는 소액주주와의 이해상충 구조에 대한 대응방안과 일반주주의 반대가 있을 경우 이에 대한 대응방안 등을 검토하도록 하였다.

공개매수가격을 산정하는데 기초가 된 내용과 산정 경위에 대해 구체적으로 기재하도록 하고 있다. 도쿄증권거래소(TSE) 상장회사의 경우 상장폐지를 전제로 하는 공개매수에서는 외부기관으로부터 주식가격산정서를 받아야 한다. 공개매수 대상회사의 경영진은 공개매수에 대한 의견표명서를 작성하여 공시하여야 한다.

금융청은 상장폐지 등을 목적으로 전량으로 인수하는 공개매수의 경우 공개매수가격의 공정성에 관한 정보를 중점적으로 심사하고, 부분인수를 목적으로 하는 경우 공개매수의 목적 및 제3자 양도 예정에 관한 정보가 적절히 공개되었는지 여부를 중점으로 심사한다고 지침에서 밝히고 있다.

또한 매수인이 공개매수공고 1년 이내에 주식을 매수한 경우 해당 거래와의 차액 내용과 사유에 대해 공개매수신고서에 기재하여야 하고, 매수인이 제시한 공개매수가격이 시가와 차이가 있는 경우 할증률이나 할인률이 구체적으로 기재되어 있는지를 심사한다.

4. 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 가이드라인⇒ 향후 기업지배구조 강화 및 경영효율성을 높이기 위해 모자상장 해소 움직임 한층 더 확대될 듯

(1) 도쿄증권거래소(TSE)의 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 가이드라인

모회사 내 신규 사업을 분리해 자회사로 상장시켜 기업 성장을 촉진한다는 이점이 있으나 모회사와 자회사가 동시에 상장함으로써 모회사와 자회사 소액주주와의 이해상충 등의 문제가 생길 가능성이 높다.

이러한 환경하에서 2023년 12월 도쿄증권거래소(TSE)에서는 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 가이드라인을 발표하였다. 즉, 모회사 및 지분법 적용 관계회사의 공시제도 확충방안 등이 마련되었다.

일본 내 모자 관계, 관련회사 등 일정한 자본 관계에 있는 상장기업은 1,000여개 이상으로 이는 도쿄증권거래소(TSE) 상장기업의 약 1/4에 해당되며, 2024년 6월 정기 주주총회 이후 공시되는 기업지배구조 보고서부터 반영하는 것이다.

참고로 일본에서 지분법 적용 관계회사는 연결재무제표상 지분법의 적용 대상이 되는 회사로 모회사의 의결권 소유 비율이 20%이상 50%이하인 비연결자회사 및 관련회사를 포함한다. 구체적으로 투자회사가 피투자회사의 의결권의 20% 이상을 소유하는 경우와 더불어 의결권 비율이 15% 이상 20% 미만이더라도 투자회사는 피투자회사에 대하여 대표이사 등의 파견이나 중요한 대출, 기술제공, 판매·매입, 기타 영업상 또는 사업상의 거래 등을 실시하는 회사의 재무 및 영업 정책 결정에 중요한 영향을 미칠 수 있는지 여부에 따라 판단된다.

도쿄증권거래소(TSE)의 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 가이드라인의 경우 상장기업의 기업지배구조 실정을 밝히고 정보를 공개함으로써 투자자에게 신뢰를 주고 투자 판단에 용이한 환경을 만드는 것이 목적이이다.

이에 따라 모자 상장회사와 지분법 적용 관계회사의 경우 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 내용을 기업지배구조 보고서에 상세히 기재해야 한다.

기업지배구조 코드에서는 지배주주를 보유한 상장회사의 경우 이사회에서 지배주주로부터 독립성을 가지는 독립 사외이사를 적어도 3분의 1 이상(프라임시장 상장회사는 과반수) 선임하거나 지배주주와 소액주주의 이익이 상충되는 중요한 거래·행위에 대하여 심의 및 검토할 수 있는 독립 사외이사를 포함한 독립성을 가진 자로 구성된 특별위원회를 설치해야 한다.

이렇듯 소액주주 보호를 위해 특별위원회를 설치하는 상장회사가 증가하는 반면에 실태에 대한 공개가 미흡하다는 지적에 따라 특별위원회에 대한 정보 공개 확충을 요구하고 있다. 이에 따라 모회사의 경우 상장의 합리성이나 이사회의 보고체계 및 이해상충 감독체계 등을 설명해야 한다.

이렇듯 모회사의 경우 상장 자회사의 소액주주와 모회사와의 이해상충 리스크 및 대응방안이 주요 보고 대상이다.

또한 상장 자회사의 경우 이전에도 소액주주 보호에 관한 정보를 공개하도록 권고하였으나 실제 공시상에서는 내용이 불충분한 경우도 많아 기재상의 포인트의 형태로 구체적인 내용 등을 작성하도록 요구하고 있다. 이에 따라 상장 자회사의 경우 상장 사유, 자회사 경영이나 임원 인사에서 모회사의 관여, 모회사가 경영에 미치는 영향, 소액주주 보호 관점에서의 독립성 확보에 대한 개념 및 시책 등을 공시해야 한다.

다른 한편으로는 지분법 적용 관계회사의 경우 소액주주 보호의 관점에서 상장 자회사를 보유한 모회사와 같은 수준의 내용을 공시하도록 하고 있으며 해당하지 않는 경우 사유에 대한 설명이 요청되고 있다.

(2) 독립 사외이사의 역할 중 지배주주와 소액주주 간 이해상충 리스크 감독의 중요성을 명시

도쿄증권거래소(TSE)에서는 추가적으로 독립 사외이사의 역할 중 지배주주와 소액주주 간 이해상충 리스크 감독의 중요성을 명시해야 한다. 즉, 기업지배구조 코드 원칙에서 제시된 소액주주 권리 보호를 위하여 독립 사외이사의 적절한 관여가 이루어질 수 있도록 체계적인 정비 체제를 구축해야 한다.

특히 영업양도 및 사업조정, 지배주주에 의한 완전 자회사화 등 이해상충 리스크가 생길 경우 독립 사외이사의 적절한 감독이 필요하다.

또한 모든 거래를 감독하는 것은 불가능하기 때문에 이해상충 리스크의 소재를 파악하기 위한 보고 체제 정비가 중요하다. 이에 따라 지배주주와의 거래·행위에 있어서 기준을 책정한 후 정기적으로 상황 확인 및 검증하는 방법을 제시해야 되고 이해상충 리스크가 될 수 있는 특정 거래 및 행위를 심의하는 경우 독립 사외이사는 소액주주의 이익이 도모되고 있는가의 관점에서 검토 및 감독하는 것이 중요하다.

무엇보다 상장회사, 지배주주, 소액주주가 기업가치 향상을 위해 같은 시선을 갖는 것이 중요하며 기업지배구조 코드 기본원칙에 따른 대화를 권고하고 있다.

(3) 향후 기업지배구조 강화 및 경영효율성을 높이기 위해 모자상장 해소 움직임 한층 더 확대될 듯

기업지배구조 코드에 따라 지배주주와 소액주주 간 이해상충 리스크가 발생하는 거래 및 행위에 있어 독립 사외이사의 역할을 명확히 하고 있다. 이는 곧 각 회사와 그룹 전체에 걸쳐 소액주주 보호에 대한 관점을 세우고 이해상충이 생기지 않도록 구성원의 역할 및 실효적 대응 방안을 강구하라는 것이다.

또한 특별위원회 설치비용 절감 목적 및 공개매수제도의 재정비에 따라 상장 자회사를 매각하거나 공개매수를 통해 상장폐지를 택하는 기업들이 늘어날 것으로 보인다.

이에 따라 향후 기업지배구조 강화 및 경영효율성을 높이기 위해 모자상장 해소 움직임이 한층 확대될 가능성 등이 높다.

표1. 상장 자회사를 보유한 모회사의 공시

| 항목 | 기재상의 포인트 개요 |
|-------------------------------|--|
| 그룹 경영에 관한 생각 및 방침 | 1. 사업 포트폴리오 전략에 관한 기본적인 생각·방침 - 상장 자회사 보유에 관한 개념·방침 - 상장 자회사와 타회사 보유 형태의 구분에 대한 개념·방침 - 그룹 내 사업 기회·사업 분야의 조정·배분에 관한 개념·방침 - 사업 포트폴리오의 검토·재검토에 대한 생각·방침이나 실제 실시 사항 2. 그룹 관리 체제에서의 상장 자회사에 관한 기본적인 개념·방침 - 상장 자회사의 그룹 경영방침·경영전략 공유 유무 및 내용 - 상장 자회사의 의사결정 프로세스에 대한 관여 유무 및 내용 - 자금 관리체계에 관한 상장 자회사의 처리방침 |
| 상장 자회사로 보유한 의의 | 1. 자회사 보유의 합리적 사유와 자회사 상장에 대한 합리성 - 상장 자회사로 보유하게 된 경위 - 상장 자회사로 보유한 장점과 단점 - 완전 자회사 등 타 회사 보유 형태와 비교할 때의 합리성 |
| 상장 자회사 지배구조 체제의 실효성 확보에 관한 방안 | 1. 상장 자회사의 지배구조 체제 구축 및 운용에 대한 모회사의 관여 방침 - 상장 자회사 임원 선임 및 해임에 관한 의결권 행사와 개념·방침 - 상장 자회사의 임원 지정 프로세스 관여에 대한 개념 및 방침 2. 소액주주 보호의 관점에서 필요한 상장 자회사의 독립성 확보를 위한 방침 |

자료: 도쿄증권거래소(TSE), 자본시장연구원, iM증권 리서치본부

표2. 모회사가 있는 상장 자회사의 공시

| 항목 | 기재상의 포인트 개요 |
|---|--|
| 모회사의 그룹 경영에 관한 개념 및 방침 | <ul style="list-style-type: none"> 1. 모회사의 사업 포트폴리오 전략에 대한 자사의 위치 설정 2. 모회사의 그룹 내 사업 영역의 구분에 대해 현재 상황이나 향후 전망 3. 모회사 간 자금 관리를 실시하고 있는 경우와 의의 |
| 소액주주 보호 관점에서 모회사로부터의 독립성 확보에 관한 개념 및 사항 | <ul style="list-style-type: none"> 1. 의사결정 프로세스에 대한 모회사의 관여 유무 및 내용 2. 모회사로부터의 독립성 확보를 위해 설치한 특별위원회의 개요 <ul style="list-style-type: none"> - 상설 또는 비상설의 구분 - 모회사로부터의 독립성에 관한 생각, 위원의 구성 - 특별위원회의 심의 항목이나 관련 역할과 실제 활동 상황 3. 독립임원 및 지명위원회의 역할 4. 독립임원의 선임 및 해임에 있어서 모회사 의결권 행사의 개념·방침 |

주: 독립임원이란 일반주주와 이해상충이 발생할 우려가 없는 사외이사 또는 사외감사위원을 말함

자료: 도쿄증권거래소(TSE), 자본시장연구원, iM증권 리서치본부

표3. 상장 관련 회사를 보유한 상장회사의 공시

| 대상 | 항목 | 기재상의 포인트 개요 |
|---|--|---|
| (1) 그룹 경영에 관한 개념 및 방침을 바탕으로 상장 관련회사를 가진 의의 | | |
| 그룹 경영대상 | 그룹 경영에 관한 생각 및 방침 | <ul style="list-style-type: none"> 1. 사업 포트폴리오 전략에 관한 기본적인 생각 <ul style="list-style-type: none"> - 상장 관련회사 보유에 관한 개념 및 방침 - 그룹 내 사업 기회·사업 분야의 조정·배분에 관한 개념·방침 - 사업 포트폴리오의 검토·재검토에 대한 생각·방침 및 실시 상황 2. 그룹 관리 체제에서 상장 관련회사에 관한 기본적인 개념 및 방침 <ul style="list-style-type: none"> - 상장 관련회사의 의사결정 프로세스 관여 여부 및 내용 - 지금 관리체제에 관한 상장 관련회사의 취급방침 |
| 비그룹 경영 대상 | 상장 관련회사와의 관계 | <ul style="list-style-type: none"> 1. 그룹 관리체제가 없을 것에 대한 설명 2. 자본 관계의 목적 |
| (2) 상장 관련회사의 지배구조 체제 실효성 확보에 관한 방안 | | |
| 독립성 확보 있음 | 상장 관련회사의 지배구조 체제 실효성 확보에 관한 방안 | <ul style="list-style-type: none"> 1. 상장 관련회사의 지배구조 체제 구축 및 운용에 대한 그룹 경영상 관여 방침 <ul style="list-style-type: none"> - 상장 관련회사의 임원 선임에 관한 의결권 행사의 개념·방침 - 상장 관련회사의 임원 지명 프로세스 관여에 대한 개념·방침 2. 소액주주 보호의 관점에서 필요한 상장 관련회사의 독립성 확보를 위한 방침 |
| 독립성 확보 없음 | 자사와 상장 관련회사 소액주주와의 이해상충 리스크에 대한 우려가 적음 | <ul style="list-style-type: none"> 1. 의결권 보유를 통한 영향력의 정도 2. 상장 관련회사의 의사결정 프로세스 관여 여부 및 내용 3. 인적 관계나 거래 관계의 유무나 내용 4. 상기와 관련된 계약의 유무나 내용 |

주: 독립임원이란 일반주주와 이해상충이 발생할 우려가 없는 사외이사 또는 사외감사위원을 말함

자료: 도쿄증권거래소(TSE), 자본시장연구원, iM증권 리서치본부

III. 우리나라 지배구조 개선 정책

1. 지배구조 개선정책 확대 필요성

(1) 정보의 비대칭성과 이해 상충 등으로 발생하는 대리인 비용 최소화 ⇒ 기업지배구조 개선으로 기업의 지속가능성과밸류 등이 높아질 듯

경영자(Agent)는 정보와 경영능력을 소유한 계약당사자이고 주주(Principal)는 경영자에게 경영을 위임하게 되는데, 경영자의 이익과 주주의 이익은 항상 일치하지 않기 때문에 필연적으로 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

대리인 비용(agency cost)은 주주와 경영자 사이의 이해 상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 큰 전제하에 발생한다. 즉, 주주가 기업 경영에 관한 정확한 정보가 부족한 상황(정보의 비대칭성)에서 주주 이익과 경영자 이익이 상충할 때(이해 상충) 경영자는 자신의 이익을 추구하기 때문에 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

이러한 대리인 비용(agency cost) 때문에 경영자는 자신이 혜택을 보다 많이 얻는 데 집중하고, 재선임을 위해 당장 임기 내에 가시적 성과가 나올 수 있는 단기 프로젝트에 치중하게 되며, 위험이 수반되는 의사결정을 주저하게 된다.

또한 자신의 의사결정을 주위 많은 사람들에게 승인 받거나 이해시켜야 하기 때문에 의사결정과 집행이 느린 경향이 있다.

이러한 대리인 비용(agency cost) 등이 기업지배구조 이슈가 생기는 가장 근본적인 요인이 된다.

이와 같이 대리인 비용(agency cost)은 주주와 경영자 사이의 이해 상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 전제조건이 모두 충족될 때 발생하는 것이기 때문에 그 중 하나라도 충족되지 않을 경우엔 발생하지 않는다.

즉, 주주가 기업 경영에 대한 상세한 정보를 갖고 있어 정보의 비대칭성이 없는 경우 비록 주주와 경영자 사이에 이해 상충이 있더라도 경영자가 자신의 이익만을 추구하기 어렵다. 또한 비록 정보의 비대칭성이 있더라도 경영자 이해가 주주의 이해와 일치한다면 대리인 비용(agency cost)이 발생하지 않는다.

이에 따라 대리인 비용(agency cost)을 최소화 시키기 위해서는 기업지배구조(Corporate Governance)를 수단으로 하여 주주와 경영자 간 이해관계를 일치시키고, 정보의 비대칭성 등을 완화해야 한다.

이와 같이 기업지배구조(Corporate Governance)는 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자간의 관계를 조정하는 메커니즘 즉, 경영 의사결정 규율 메커니즘이다. 이에 따라 기업지배구조(Corporate Governance)는 지배권(control) 또는 소유구조(ownership structure)와는 엄연히 다른 의미다.

보다 구체적으로 기업지배구조(Corporate Governance)는 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과 배분 등을 원활하게 이뤄지기 위해서 기업의 대리인 비용(agency cost)을 감소시키는 메커니즘이다.

특히 기업지배구조(Corporate Governance)는 다양한 이해관계자 사이에 발생할 수 있는 이해 상충으로 인해 기업가치가 훼손되지 않도록 구성되어야 한다.

즉, 기업지배구조(Corporate Governance)는 기업의 내부적인 측면(기업 경영의 투명성 제고 및 책임 강화, 이사회 및 감사(감사위원회)의 역할과 기능 정립, 사외이사제도 강화, 감사위원회 설치, 감사의 독립성 제고)과 외부적인 측면(투명한 소유 구조, 안정적인 경영권 확보, 주주 권리의 강화 및 공정성 총족, 금융감독체계 강화)으로 구분하여, 각각의 개선을 통해 기업가치 및 주주 이익의 극대화를 실현시킬 수 있다.

이러한 기업지배구조(Corporate Governance)를 평가하기 위해서는 경영자를 평가하고 보수를 산정하는 기준이 회사 성장 방향과 일치하는지, 회사가 지속 가능한 성장을 위한 비즈니스 모델을 갖추고 있는지 등을 고려해야 한다.

무엇보다 재무제표 등 기업회계가 정보의 비대칭성을 완화하고 지배구조 등을 개선하는데 다양하게 활용된다. 가령, 주주에겐 필요하지 않지만 경영자에겐 필요한 주식, 부동산 등은 회사 투자자본수익률(ROI)을 떨어뜨리는 불필요한 자산이므로 사업과 무관한 계열사 지분을 매각하는 것이 기업지배구조(Corporate Governance) 개선의 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

기업의 중장기 가치를 제고할 수 있는 ESG 관련 요인 등을 통하여 지속가능 경영이 이뤄질 수 있을 것이다. 무엇보다 기업지배구조(Corporate Governance)는 중장기적으로 지속 가능한 기업가치에 영향을 미친다는 측면에서 투자자들이 의사 결정시 중요하게 고려하는 요소이다.

이와 같이 기업지배구조(Corporate Governance)는 지속가능성의 원천이며 척도가 될 수 있기 때문에 ESG 관련 요인 중 가장 중요한 것이 지배구조(G)다. 즉, 투명한 지배구조가 새로운 기업 가치를 창출하고, 기업 발전과 주가 상승이라는 선순환을 만들면서 기업의 지속가능성을 높일 수 있기 때문이다.

(2) 우리나라 대리인 비용(agency cost)의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주에 의한 경영권의 사적 이익 추구

일반적으로 대리인 비용(agency cost)은 주인과 대리인 사이에서 발생한다. 기업과 관련된 대리인 비용(agency cost)의 출발점은 미국, 영국과 같이 소유와 경영이 분리된 상황에서 주주와 그 대리인으로서의 경영자 사이에서 발생하는 사안들에 초점이 맞춰져 있다.

그런데 우리나라의 경우 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과의 배분을 방해하는 대리인 비용(agency cost)의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주에 의한 경영권의 사적 이익 추구를 들 수 있다.

이는 우리나라에서는 경영권을 가진 지배주주가 피라미드식형 혹은 순환출자 등의 소유구조(ownership structure) 등을 통해 전체에 대하여 높은 수준의 지배권(control right)을 확보하고 있기 때문이다.

이에 따라 기업의 자원과 이익을 위법 혹은 편법적 내부거래 등을 사용하여 경영권을 가진 집단이 전용, 도용, 이전하는 터널링(tunneling) 등이 발생하고 있다.

대표적으로 지배주주가 경영권을 2세, 3세에게 승계하기 위하여 가족이 소유하는 계열사를 설립하여 이 계열사에 일감을 몰아주고 해당 계열사의 가치를 높인 후 상장 등을 통하여 상속 자금을 마련하는 행위 등이 여기에 해당된다.

이러한 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용(agency cost)은 기업구조 개편 과정에서도 많이 발생한다.

기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입, 매각 뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법을 통해 가능하다. 그러나 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 대리인 비용(agency cost)이 자주 발생한다. 대표적으로 최근 SK이노베이션과 SK E&S 합병과 더불어 두산그룹의 소유구조 재편 등이 여기에 해당된다.

무엇보다 지배주주의 사적이익이 클수록 지배주주가 전체 주주의 이익보다 자신의 이익을 추구하는 내용으로 의사결정을 할 유인이 높기 때문에 일반 투자자의 주주환원에 대한 수요와 대립되곤 한다.

이는 기업의 배당 성향과도 깊은 관계가 있다. 지배주주가 작은 지분으로도 기업을 지배하고 있어 배당에 인색할 수밖에 없다. 낮은 배당 수익률은 단기 차익 위주의 시장을 형성하는 불합리한 요인으로 작용한다.

이렇듯 기업지배구조(Corporate Governance)가 취약하면 경영권을 가진 지배주주의 사적이익 추구로 인해 대리인 비용(agency cost)을 발생시켜 기업 가치에 부정적 영향을 미칠 뿐만 아니라 사업에도 큰 부담이 된다. 만약 제대로 된 기업지배구조(Corporate Governance)가 구축되어 있다면, 경영권을 가진 지배주주의가 사적이익을 추구하더라도 이러한 행위를 사전적으로 차단 혹은 완화하여 대리인 비용(agency cost)을 낮출 수 있을 것이다.

다른 한편으로는 이와 같이 경영권이 가진 지배주주의 사적이익 추구로 인한 대리인 비용(agency cost)이 전문경영인이 경영권을 가진 기업에게도 적용될 수 있을 것이다.

이는 소유가 분산되어 연기금이나 펀드들이 주로 소유하는 소유분산기업의 경우 경영권을 가진 전문경영인이 자신만의 참호를 파고 그 속에 들어가 별다른 감독을 받지 않으며 자신이 원하는 대로 경영을 하면서 사적 이익을 추구하는 참호구축(entrenchment) 형태의 대리인 비용(agency cost)을 초래하고 있기 때문이다.

이에 따라 정권이 바뀔 때마다 나오는 금융지주회사, 포스코, KT 등에서의 낙하산 CEO 선임 및 CEO의 참호구축(entrenchment) 논란은 우리나라 기업지배구조(Corporate Governance) 문제의 또 다른 한 축을 이루고 있다.

대표적으로 소유분산기업의 경영자가 이사진 구성에 간여하여 자신과 친한 지인들을 이사회와 CEO 추천위원회 등에 포진시켜 놓고 이를 통하여 자신의 연임을 도모하는 행위 등을 꼽을 수 있다. 이는 이사회의 감독 기능을 약화시켜 기업 가치에 악영향을 미치고 경영 성과에도 부정적인 영향을 주어 왔다.

이와 같은 지배주주의 과도한 사적이익 추구는 결국에는 소액주주의 정당한 이익을 침해하고 기업가치를 훼손시키는 결과를 초래한다.

(3) 코리아 디스카운트를 해소하기 위해서 정부의 지배구조 개선정책 확대 및 지속가능성 등이 무엇보다 필요한 시기

우리나라에서 기업지배구조(Corporate Governance)라는 용어가 일상적으로 언급된 계기는 1997년말 IMF 금융위기 이후이다.

IMF는 구제금융을 지원하면서 지배주주 중심 체제인 기업 의사결정 구조를 일반 주주와 이사회 중심 거버넌스(Governance) 체제로 변화시키라고 독려하였다. 이는 의사결정체계에서 지배주주의 잘못된 결정을 아무도 반대하지 못하는 오너 리스크를 줄이고 준법, 윤리경영을 효율적으로 실천할 수 있는 기반을 마련하기 위함이다.

당시 IMF는 거버넌스(Governance)체제를 확립하기 위하여 이사회 중심의 기업경영 전환 뿐만 아니라 사외이사제도, 감사위원회제도의 도입을 의무화하고 기업 공시를 강화 할 것을 요구한 바 있다.

이와 같이 우리나라에서의 기업지배구조(Corporate Governance) 개선은 지배주주 중심 체제인 기업 의사결정 구조를 일반 주주와 이사회 중심의 거버넌스(Governance) 체제로 변화시키는데서 시작되었다. 즉, 지배주주 사적이익 추구를 통제하는 것이 우리나라 기업지배구조(Corporate Governance)의 가장 중요한 과제로 자리 잡았다.

이에 따라 지배주주의 무분별한 사적이익 추구를 통제하기 위해 공정거래법, 상법, 세법, 형법 등에 관한 다양한 법 제정과 개선 등이 이루어졌다.

이후에도 지배주주의 횡령 등 각종 사의 편취를 통제하려는 시도는 지속되어 왔다. 2010년대 들어서도 계속되는 법률 개정을 통해 자기거래, 일감 몰아주기, 회사기회 유용 등에 대한 규제가 보다 더 강화되었다.

하지만, 다양한 노력에도 불구하고 소액주주인 외부 일반주주가 주주총회에서 적극적인 의결권 행사를 통해 대리인으로서 경영권을 가진 지배주주의 사적이익 추구를 효과적으로 감독하고 통제할 수 있는 능력은 매우 제한되었다.

아직도 현실은 지배주주가 부당한 사적이익 추구를 위해 경영권을 휘두르는 상황이 지속적으로 발생하고 있지만, 이를 견제해야 할 이사회는 단순 거수기에 그쳐 소액주주의 이익이 제대로 반영하기 힘든 경우가 많다.

이와 같이 지배주주가 사적이익을 추구할 유인은 높은 반면에 지배주주를 견제할 수 있는 소액주주 권리보호 수단, 이사회 기능 등이 취약하다.

또한 소액주주 권리 보호 수단과 이사회 기능이 약한 기업지배구조는 투명경영, 주주환원 등으로 이어지기 어려운 구조를 낳는다.

코리아 디스카운트(Korea Discount)는 우리나라 상장기업 주식 가치평가 수준이 외국 상장기업에 비해 낮게 형성되는 현상으로, 국내 자본시장의 주요 문제로 인식되고 있다.

이러한 코리아 디스카운트를 유발하는 요인은 다양하게 발생할 수 있으나 미국 등 선진시장에 비해 상대적으로 취약한 기업지배구조(Corporate Governance) 등을 들 수 있다.

이러한 코리아 디스카운트를 해소하기 위해서 정부의 지배구조 개선정책 확대 및 지속가능성 등이 무엇보다 필요한 시기이다.

2. 자사주 제도개선 등 지배주주의 사익추구를 근절하고 일반주주 권익 보호 강화 제도 가시화

2022년부터 정부에서는 코리아 디스카운트 요인 해소를 위해 시장구율 확립, 자본시장 역할 강화 등 다양한 자본시장 선진화 방안을 마련하여 추진하였다. 즉, 외국인 투자자 접근성 제고, 일반주주 보호 강화, 자본시장 역할강화 등 3개 축으로 자본시장 제도개선을 추진 하였다.

지배주주의 사익추구를 근절하고 일반주주 보호 강화 측면에서 2022년 10월 물적분할시 반대 주주에게 주식매수청구권을 부여하였을 뿐만 아니라 물적분할후 조개기 상장시 공시 및 상장심사를 강화하였다.

또한 2023년 1월 금융위원회에서는 배당절차 개선안을 발표하며 先 배당액 확정, 後 배당기준일이라는 가이드라인을 제시하였다. 이러한 배당절차 개선 측면에서 2023년과 2024년 관련 정관을 개정한 기업은 1,011개로 이는 전체 2,381개 대비 약 43%에 해당한다.

이와 같이 정부에서는 물적분할 시 소액주주 보호 배당절차 개선, 기업지배구조 보고서의 공시 의무화 등 기업지배구조 개선을 위한 여러 정책 등을 마련하였다.

이러한 환경하에서 2024년 1월에 지배주주의 사익추구를 근절하고 일반주주 보호 강화 측면에서 향후 추진할 소액주주 권리보호하기 위한 제도 등을 공개하였다.

일반주주의 권리 보호를 위하여 지배구조 및 기업 경영에 대한 공시 등을 강화하는 규제 도입 뿐만 회사에게 실체적인 의무사항을 부과하는 규제도입이 있다.

먼저 지배구조 및 기업 경영에 대한 공시를 강화를 위해 시장에 관련 정보를 투명하게 제공하고, 관련 중요 지표의 준수 여부를 공시하고 준수하지 않는 경우 그 이유 혹은 향후 준수를 위한 개선 계획을 설명하도록 하는 것이다.

또한 강제적으로 회사가 회사 경영 및 지배구조의 공정성과 투명성을 제고하기 위해서 실체적인 의무사항을 부과하는 것이다. 상법 상 상장회사 사외이사 구성 비율을 강제하거나, 3% 의결권 제한이 적용되는 감사위원 분리선출을 강제하는 등의 방식이다. 최근 논의되고 있는 이사의 주주 이익 보호를 위한 충실효무 도입 논의도 이에 해당한다.

이러한 환경하에서 정부에서는 중시 매력도 상승을 위한 주주가치 제고 노력 강화(기업밸류업 프로그램 도입), 지배주주의 사익추구 차단(자사주 및 전환사채(CB) 제도개선, 의무공개매수 도입, 내부자거래 사전공시제도 도입), M&A 제도개선 등을 통하여 일반주주의 권리 보호, 일반주주 이익 보호 강화를 위한 자본시장법 개정 등이 이미 추진되었거나 향후 추진될 예정이다.

표4. 자본시장 제도개선 주요 내용 및 추진 현황(2024년 이전)

| 주요 정책 | 주요내용 | 추진 현황 |
|-------------------|---|------------------------------------|
| 1. 외국인 투자자 접근성 제고 | | |
| 외국인 투자자 등록제 폐지 | 금감원 사전등록 없이 외국인 투자 허용 | '23.12.14일 시행 |
| 외국인 통합계좌 활성화 | 외국인 통합계좌 사용시 최종 투자별 투자내역 보고 의무 폐지 | '23.12.14일 시행 |
| 영문공시 확대 | 상장사 영문공시 단계적 의무화 | '24년부터 단계적 시행 예정 |
| 배당절차 개선 | 선 배당금 확정 / 후 배당주주 확정이 가능하도록 제도적 기반 마련 | 상법 유권해석 원료, 분기배당은 자본시장법 개정안 정무위 계류 |
| 2. 일반주주 보호 강화 | | |
| 물적분할 제도개선 | 자회사 상장 관련 공시 강화 반대주주 주식매수청구권 부여 자회사 상장심사 강화 등 | 시행 중 |
| 내부자거래 사전공시 | 내부자의 대규모 거래에 대한 사전공시 의무화 및 과징금·행정조치 등 마련 | 자본시장법 개정안 통과 |
| 의무공개매수 제도화 | 이수자에게 피인수기업 잔여주주 지분 공개매수 의무화 | 자본시장법 개정안 정무위 계류 |
| 허수성 청약 방지 | 주관사의 청약 관리 책임 강화 및 주가 급등락 방지 장치 마련 | 시행 중 |
| 불공정거래 대응 강화 | 협업체계개선 및 감사·조사, 인프라 고도화, 공매도 제도 보완 | 시행 중 |
| 3. 자본시장 역할 강화 | | |
| ATS 예비인가 | ATS 예비인가 | 예비인가 완료 ('23.7월) |
| BDC 제도화 | 일반투자자의 투자가 가능한 공모 벤처투자기구 제도화 | 자본시장법 개정안 정무위 계류 |
| 신탁업 혁신 | 신탁기능 재산 확대, 비금융전문 기관 업무위탁 허용 및 비금전재산 신탁수익증권 발행 허용 등 | 자본시장법 개정안 제출 추진 |

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림5. 배당절차 개선방안 개요



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

(1) 기업밸류업 프로그램 도입: 올바른 이사회 역할 강화 등을 통하여 주주환원 확대에 대한 분위기 조성(ft. 스튜어드십 코드)

자본을 보다 효율적으로 활용하고, 주주와의 관계에서 소통과 환원을 확대하는 기업가치 제고(밸류업) 계획이 5월부터 본격적으로 시행되었다.

이러한 기업가치 제고(밸류업) 계획에 자발적으로 참여하는 상장기업의 경우 개별 특성에 맞춰 자율적으로 기업가치 제고 계획을 수립하여 투자자의 이해 편의 및 비교 가능성을 제고할 수 있도록 기업 개요-현황진단-목표설정-계획수립-이행평가-소통 등 6개의 항목을 작성하여 공시해야 한다.

이와 같은 기업가치 제고 계획을 수립하는 과정에서 이사회의 보고, 심의 또는 의결을 거치는 것이 의무사항은 아니지만, 이사회가 기업 경영관리에 있어 책임 있는 결정기관이라는 점에서 이사회의 적극적인 참여가 필요하다

이렇듯 이사회 중심으로 기업가치 제고 계획 수립과 이행을 공식화 함에 따라 국민연금 등 기관투자자의 스튜어십코드 활동과 맞물리면서 미이행 상장기업에 대한 주주활동을 강화할 뿐만 아니라, 경우에 따라서는 주주총회에서 주주제안 등 적극적인 주주활동 등이 펼쳐질 것이다.

이에 따라 기업가치 제고 계획의 신뢰성을 높일 수 있을 뿐만 아니라 이행력 또한 강화 될 수 있을 것이다.

또한 기업지배구조보고서 공시항목 및 다양한 지배구조 관련 지표를 활용함에 따라 투자자들이 지배구조에 대한 견제와 감시를 지속적으로 할 수 있는 기반이 마련되면서 지배구조 개선의 시발점이 될 수 있을 것이다.

무엇보다 2024년 3월 한국ESG기준원은 스튜어드십 코드 가이드라인 개정을 통해 기관투자자에게 ‘투자대상회사가 기업가치를 중장기적으로 향상시키기 위한 전략을 수립/시행(현황 진단 → 계획 수립 → 이행 및 평가)하면서 시장 및 주주와 충실히 소통하고 있는지’를 점검할 필요가 있음을 명시하였다.

이는 곧 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자들이 기업 밸류업 프로그램에 적극적으로 참여할 수 있는 계기를 마련한 것이다. 이에 따라 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자들이 투자대상회사가 밸류업 프로그램에 참여하고 있는지 점검하고 그렇지 않다면 참여를 독려할 수 있게 되었다.

이러한 점 등을 고려하면, 향후 국민연금은 기업 밸류업 프로그램의 수행 여부 및 관련 평가 등을 중점관리사안으로 보고 본 프로그램 미수행 상장기업에 대하여 주주활동을 할 뿐만 아니라, 경우에 따라서는 주주제안 등 적극적 주주활동을 할 가능성도 있을 것이다.

무엇보다 주주행동주의 펀드 및 기관 투자자 등 주주 입장에서 충실한 기업가치 제고 계획이 공시 및 이행이 이뤄지지 않을 경우 회사에 대한 추가 질의 및 설명 요청, 경영진이 추천한 임원 선임 안건 반대 등 주주행동주의 등의 적극적 주주제안 및 기관투자자의 이에 대한 찬성 의결권 행사 등 적극적인 관여(Engagement)가 있을 수 있다.

이와 같은 정부의 기업 밸류업 프로그램 등의 핵심은 지배주주의 사익추구를 근절하고 지배구조를 개선하겠다는 의지가 담긴 것이며 이런 기조가 결국에는 기업들의 자사주 소각, 배당확대 등 주주환원정책 확대로 옮겨갈 가능성이 크다.

이와 같이 주주환원정책 확대에 대한 시장참여자와 기업의 관심이 제고됨에 따라, 2024년 주주환원 규모가 전년 대비 큰 폭으로 증가하였다.

특히, 자사주 매입은 전년 대비 2.3배 증가(10.6조원↑)하여 2009년 이후 최고치이며, 자사주 소각도 2.9배 증가(9.1조원↑)하여 최근 7년 중 최대치를 기록하였다.

또한, 상장기업의 2024년 현금배당 금액이 45.8조원으로, 전년 대비 6.3% 증가하여 배당도 확대되는 추세이다.

한편, 2024년 밸류업 본공시를 실시한 94사는 주주환원 제고(89%, 84사), 자본효율성 개선(73%, 69사), 성장성 향상(49%, 46사) 순으로 목표를 설정하는 등(중복 포함) 주요 저평가 원인들에 대한 개선 방안을 중심으로 기업가치 제고계획을 발표하였다.

또한 밸류업 본공시를 실시한 기업의 과반수(52%, 49사)는 목표설정 및 계획수립 등과 관련하여 비재무지표(지배구조 개선, ESG 경영강화 등)를 고려하였다.

기업들이 향후 준수하겠다고 제시한 주요 핵심지표로는 현금배당 관련 예측 가능성 제공(29사), 배당정책 및 배당실시 계획 연 1회 이상 주주에게 통지(10사), 주총 4주 전 소집공고 실시(7사), 사외이사를 이사회 의장으로 선임(7사), 독립적인 내부감사부서(내부감사업무 지원 조직)의 설치(7사) 등이 확인되어(중복 포함), 배당과 관련된 사항이 주된 개선 목표로 나타났다.

표5. 2024년 벤류업 공시 현황

| 구분 | 코스피 | 코스닥 |
|-------------|------------|-----------|
| 본고시(시총 비중) | 83사(41.4%) | 11사(1.5%) |
| 예고공시(시총 비중) | 2사(0.1%) | 6사(0.5%) |
| 합계(시총 비중) | 85사(41.5%) | 17사(2.0%) |

자료: 한국거래소, iM증권 리서치본부

표6. 2024년 벤류업 공시 주요 재무지표 수립 비율

| 구분 | 기이드라인상 주요 재무지표 예시 | 기업 수 |
|-------|--|----------|
| 주주환원 | [배당 관련] 배당금액, 배당성향, 배당수익률 등 [자사주 관련] 자사주 보유분, 신규취득, 소각내역 등 [종합] TSR(총주주수익률), 주주환원율 등 | 84사(89%) |
| 자본효율성 | [자본수익성 관련] ROE(자기자본이익률), ROIC(투하자본이익률) 등 [자본비용 관련] COE(주주자본비용) WACC(기준평균자본비용) 등 | 6사(0.5%) |
| 성장성 | 매출액 증가율, 영업이익 증가율, 자산 증가율, R&D 투자 증가율 등 | 69사(73%) |
| 시장평가 | PBR(주가순자산비율), PER(주가수익비율) 등 | 46사(49%) |

자료: 한국거래소, iM증권 리서치본부

표7. 자기주식 취득 및 소각금액 추이(2018~2024년)

| (단위: 조원) | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 |
|-----------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| 자기주식 취득금액 | 6.8 | 4.5 | 6.7 | 4.8 | 6.5 | 8.2 | 18.8 |
| 자기주식 소각금액 | 6.3 | 1.0 | 1.2 | 2.5 | 3.1 | 4.8 | 13.9 |

자료: 한국거래소, iM증권 리서치본부

표8. 2024년 자기주식 매입·소각 및 현금배당 현황

| 구분 | '24년 자기주식 매입·소각 결정 | | | | '24년 현금배당 결정 | |
|-----|--------------------|------------------|--------------|------------------|---------------|---------------|
| | 매입건수 | 매입금액 | 소각건수 | 소각금액 | 배당건수 | 배당금액 |
| 코스피 | 253건(+48.0%) | 16.71조원(+151.7%) | 106건(+79.7%) | 13.36조원(+196.9%) | 695건(+4.0%) | 43.5조원(+6.7%) |
| 코스닥 | 463건(+78.1%) | 2.13조원(+78.8%) | 79건(+88.1%) | 0.55조원(+89.4%) | 667건(+4.7%) | 2.3조원(-1.6%) |
| 합계 | 716건(+66.1%) | 18.84조원(+130.3%) | 185건(+83.2%) | 13.91조원(+190.4%) | 1,365건(+4.4%) | 45.8조원(+6.3%) |

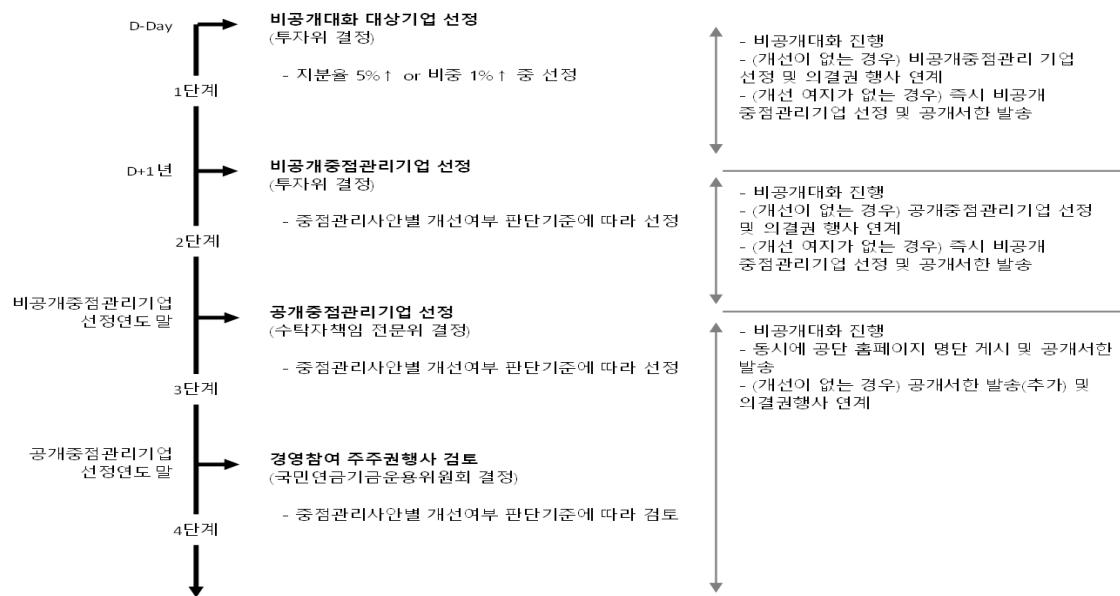
자료: 한국거래소, iM증권 리서치본부

표9. 한국형 스튜어드십 코드 7 대 원칙

| 구분 | 원칙의 내용 |
|-----|---|
| 원칙1 | [스튜어드십 코드 이행을 위한 정책 수립 및 공개] 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자신을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다. |
| 원칙2 | [이익충돌 방지정책 제정 및 공개] 기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다. |
| 원칙3 | [투자대상회사에 대한 자속적 점검 및 감시] 기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다. |
| 원칙4 | [스튜어드십 코드 활동 수행에 관한 내부자침 마련] 기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 대한 내부자침을 마련해야 한다. |
| 원칙5 | [의결권 정책 제정 및 공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개] 기관투자자는 충실했던 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 피약할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다. |
| 원칙6 | [의결권 행사, 스튜어드십 코드 이행 활동 보고 및 공개] 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자들에게 주기적으로 보고해야 한다. |
| 원칙7 | [스튜어드십 코드의 효과적 이행을 위한 역량 및 전문성 확보] 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다. |

자료: 한국ESG연구원, iM증권 리서치본부

그림6. 국민연금 중점관리사안에 대한 수탁자 책임 활동 수행 단계



자료: 국민연금, iM증권 리서치본부

(2) 발행주식총수 5% 이상 자사주 보유 시 관련 계획 공시 등 자사주 제도개선 통한 지배주주의 편법적 사익추구 차단 및 일반주주 권리 제고

자사주는 회사가 본인이 발행한 주식을 재취득하여 보관하는 주식으로, 금고주(Treasury stock)라고도 불린다. 자사주 취득은 기업의 이익을 주주에게 현금으로 돌려준다는 점에서 배당과 더불어 대표적인 주주환원 수단으로 인식되어왔다.

그런데 국내 자사주 제도가 자사주 취득 및 소각을 통한 주주에의 기업 성과 환원 및 주주가치 제고라는 본래의 목적과 달리 지배주주의 지배력을 확대하거나 경영권을 방어하는 수단으로 악용되고 있다.

이렇듯 자사주가 더 이상 지배주주의 편법적 사익추구 수단으로 악용되지 않고, 주주가치 제고라는 제도 본연의 취지대로 운용될 수 있도록 개선하기 위하여 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 및 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 개정안을 마련하여 2024년 6월 4일 입법예고를 거친 이후 2024년 12월 31일부터 시행되었다.

이러한 개정안에 주요 내용으로는 인적분할 또는 합병 시 자사주에 대한 신주배정 금지, 발행주식총수 5% 이상 자사주 보유시 관련 계획 공시, 상장회사의 모든 자사주 처분에 대한 공시 강화, 자사주 신탁 취득·처분 관련 공시 강화 등이 있다.

1) 인적분할 또는 합병 시 자사주에 대한 신주배정 금지

기존 법령 하에서는 인적분할 및 합병 시 자사주에 신주를 배정하는 것이 가능한지 여부가 명확하지 않았다.

이에 따라 인적분할 과정에서 기존회사의 자사주에 대하여 신설회사 신주로 배정하거나 합병 과정에서는 합병 존속회사가 보유한 소멸회사의 주식 또는 소멸회사가 보유한 자사주에 대하여 합병신주를 배정하는 것이 관행적으로 이루어짐에 따라 지배주주의 추가 출연 없이 지배력이 강화된다는 점에서, 자사주가 대주주의 지배력 확대에 활용되었다.

이를 개선하기 위해 개정 시행령에서는 상장회사가 인적분할하는 경우 자사주에 대해 신주배정을 할 수 없도록 명확히 규정하였다.(시행령 제176조의6 제3항) 또한 동일한 취지에서 상장법인이 다른 법인과 합병하는 경우에도 소멸되는 법인이 보유한 자사주에 대해 신주 배정을 할 수 없도록 규정하였다.(시행령 제176조의5 제7항).

2) 발행주식총수 5% 이상 자사주 보유 시 관련 계획 공시

기업이 자사주를 취득한 이후 처분 또는 소각 등 이를 어떻게 처리할 것인지 등이 주가에 중대한 영향을 미치는 정보임에도 불구하고, 국내에서는 이에 대한 체계적인 공시의무 부재로 인하여 상장기업이 자사주를 취득·보유·처분하는 과정에서 투명성이 보장되지 않았다.

즉, 자사주 취득 후 이를 장기간 보유함에도 그 활용 계획에 대한 정보를 구체적으로 제공하지 않거나, 제3자에 대한 자사주 처분시 주요사항보고서에 처분 목적을 간략하고 기계적인 수준으로 서술하는 데 그쳤다.

이에 대하여 상장법인의 자사주 보유 비중이 최근 사업연도말일 기준 발행주식총수의 5% 이상인 경우 “자기주식 보유 현황, 자기주식 보유 목적, 자기주식 취득, 소각 및 처분계획, 기타 자기주식 취득, 보유 및 처분에 관한 사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항”을 포함한 자기주식보고서를 작성하여 이사회 승인을 받은 후 사업보고서에 함께 공시하도록 하였다.(시행령 개정안 제176조의2 제6항, 규정 개정안 제4-3조 제1항 제3호 거목 및 제4항 제4호)

자사주는 의결권이 제한되기 때문에 기업은 자사주 매입을 통해 의결권을 가진 주식수를 줄임으로써 지배주주 보유 지분의 의결권을 상대적으로 강화시킨다. 특히 자사주 보유 비중이 일정 수준이상의 경우 지배주주 보유 지분의 의결권의 강화효과가 더 크게 나타날 수 있다.

이에 따라 이사회가 자사주 비중의 적정성 등을 검토하여 향후 자사주 처리 계획 등을 사업보고서에 공시하게 되면 자사주가 지배주주의의 지배력 수단으로 악용되는 것을 견제하는 효과가 있을 것이다.

3) 상장회사의 모든 자사주 처분 관련 공시 강화

제3자에 대한 자사주 처분은 신규주주 진입, 유통주식 수 증가에 따른 주주가치 희석 등 기존 주주의 권익을 감소시키는 측면이 있으나, 기존 법령 및 규정상 ‘주요사항보고서’에는 공시사항이 상당히 간략하고 기계적이다.

이에 대한 개정안에서는 자사주의 임의적 처분 시 “처분상대방, 가격산정근거 및 예상되는 주식가치 희석효과, 처분 상대방 선정사유”를 이사회 결의사항 및 공시사항으로 추가하였다.

4) 자사주 신탁 취득·처분 관련 공시 강화

그간 자사주를 신탁으로 취득할 경우, 직접 취득한 경우에 비해 규제가 완화되어 기업들이 신탁 취득방식을 악용할 우려가 있었다. 또한, 자사주 직접 처분과는 달리 신탁계약 기간 중 이뤄진 자사주 처분에 대해서는 공시의무가 없어 투자자 보호에 공백이 있었다.

이를 개선하기 위해 개정 규정은 신탁으로 자사주를 취득할 경우에도 직접 취득방식과 동일하게 자사주 취득금액이 당초 계획·공시된 자사주 매입금액보다 적은 경우에는 사유서를 제출하게 하고, 계획된 자사주 매입기간 종료 이후 1개월 경과 전에는 새로운 신탁계약 체결을 제한하도록 개선하였다.

또한, 신탁 계약기간 중 신탁업자가 자사주를 처분하는 경우에도 직접 처분과 동일하게 처분목적, 처분상대방 및 선정사유, 예상되는 주식가치 희석효과 등을 회사가 주요사항보고서를 통해 공시하도록 하였다.

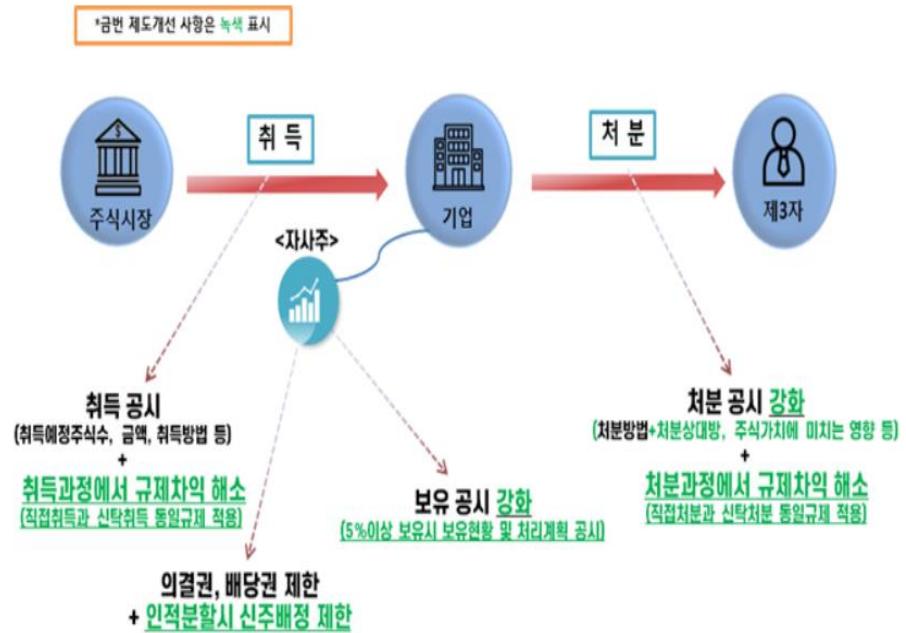
5) 자사주 제도개선 통한 지배주주의 편법적 사익추구 차단 및 일반주주 권리 제고

이러한 자사주 제도 개선 방안으로 인하여 지배주주의 편법적 지배력 확대를 방지하고 일반 주주의 권리 제고를 위한 제도적 기반이 마련되었다. 즉, 인적분할시 주주권이 제한된 자사주에 대하여 신주배정권을 부여하던 기존의 관행을 시정하였다.

또한 자사주의 취득·보유·처분 등 처리계획에 대한 공시 강화 등을 통하여 감시와 견제 기능을 활성화 함으로써, 지배주주의 편법적 사익추구 수단으로 악용되지 않고, 본연의 취지대로 주주가치 제고 수단으로 운용될 수 있게 하는 제도적 기반을 마련하였다.

무엇보다 기업들이 자사주 매입시 주주환원 목적이라고 공시를 통해 밝히고 있지만, 실제로 소각으로 이어지는 건 일부여서 실질적 의미의 주주 환원으로 이어지지 못하기 때문에 자사주 매입 후 소각으로 이어질 수 있는 정책 등이 향후 가시화 되어야 한다.

그림7. 상장법인 자사주 제도개선 주요 내용



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

(3) 내부자거래 사전공시제도 도입 등을 통한 지배주주의 사익추구 차단

지난 2021년 카카오페이지의 임원 8명은 회사 상장 후 스톡옵션으로 받은 주식(900억원 규모)을 매각하였다. 이후 카카오페이지의 주가가 급락하며 개인투자자 피해가 커졌다.

이렇듯 상장회사 임원 등 내부자의 대량 주식 매각으로 주가가 급락한 사례가 빈번히 발생하였으며, 특히 내부자들이 접근이 용이한 미공개정보를 이용하여 사익을 취할 경우 주가하락 등 피해가 일반투자자들에게 전가될 위험이 크다.

이에 따라 내부자거래 사전공시제도 도입 방안을 발표('22년 9월)한 이후 국회 논의를 거쳐 자본시장법 개정안이 2023년 12월 28일 국회 본회의를 통과하여 2024년 7월 24일부터 시행되었다.

이와 더불어 정부에서는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 일부 개정안과 하위규정을 개정하였다. 구체적으로, 사전공시의무자에서 제외되는 내부자, 사전공시의무가 면제되는 거래 규모와 거래 유형, 세부 사전공시 절차 및 방법, 거래계획 보고자가 거래계획을 철회할 수 있는 불가피한 사유, 사전공시의무 위반에 대한 과징금 산정방식 구체화 등의 내용을 담고 있다.

상장회사 내부자(임원, 주요주주)가 당해 상장회사가 발행한 주식 등을 일정규모 이상 거래(매수 또는 매도)하려는 경우에는 (예상)거래금액, (예상)거래가격·수량, 거래기간 등을 공시하여야 한다. 또한 보고기한은 사전공시의무자의 사전공시부담, 투자자에 대한 정보제공 필요성 등을 감안하여 거래 개시일 30일 전까지 거래계획을 보고하도록 하였다.

예정된 거래 개시일로부터 30일 이내에 거래를 완료해야 하고, 거래계획을 보고한 때로부터 그 거래계획의 종료일까지는 새로운 거래계획을 보고할 수 없다.

거래계획과 달리 거래할 수 있는 금액의 범위는 법률이 위임한 최대 규모인 30%로 정하여, 사전공시 의무자가 시장상황에 따라 탄력적으로 대응할 수 있도록 하였다.

여기에서 임원에는 이사·감사 및 사실상 임원(업무집행책임자 등)이 포함되고, 주요주주는 의결권 있는 주식을 10% 이상 소유하거나 임원 임면 등 주요 경영사항에 사실상 영향력을 행사하는 자를 의미한다.

공시 대상 주식에는 그 회사의 지분증권(우선주 포함), 전환사채, 신주인수권부 사채, 관련 증권예탁증권 등이 포함된다.

다만, 시행령에서 상대적으로 내부통제 수준이 높고, 미공개중요정보 이용 가능성이 낮다고 판단되는 재무적 투자자들은 사전공시의무자에서 제외하였다. 여기에 해당하는 재무적 투자자는 연기금, 펀드 등 집합투자기구(투자목적회사 포함), 은행, 보험사, 여전사, 금융투자업자, 벤처캐피탈, 중소벤처기업 진흥공단 등이며 국내 재무적 투자자에 상응하는 외국 투자자도 사전공시의무자에서 제외하였다.

자본시장법은 거래계획의 거래수량 및 거래금액과 그 거래계획의 개시일 기준과거 6개월간 거래수량 및 거래금액을 합산한 내역이 일정 규모 미만인 경우에는 사전공시의무를 면제한다.

시행령에 따르면, 과거 6개월(거래개시일 기준)과 거래기간 중 합산한 특정증권 등(우선주를 포함한 지분증권, 전환사채, 신주인수권부 사채, 관련 증권예탁증권 등 포함)의 거래수량 및 금액이 당해 상장회사 ‘발행주식 총수 의 1% 미만’과 ‘50억 원 미만’의 2가지 요건을 모두 충족한 경우는 보고의무를 면제하였다.

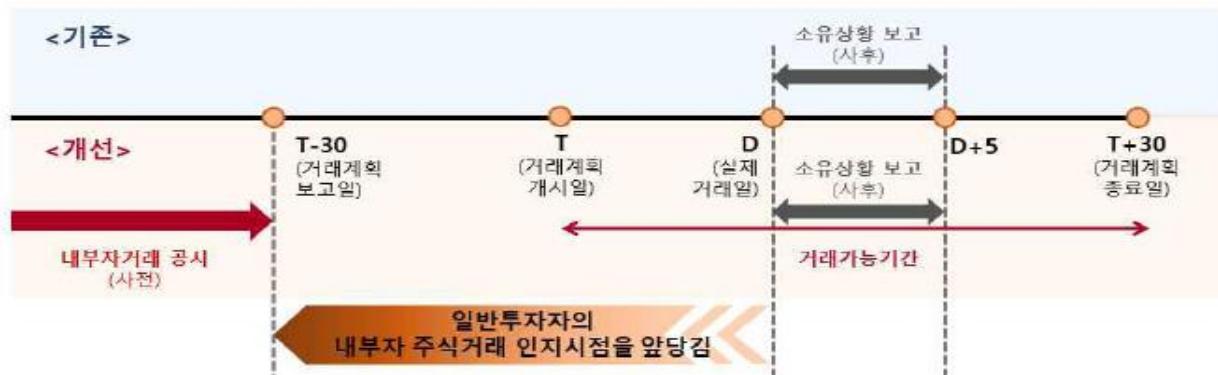
또한, 법령에 따른 매수·매도, 안정조작이나 시장조성을 위한 매매 등 미공개 중요정보 이용 우려가 없는 경우와 더불어 상속, 주식배당, 주식 양수도 방식 M&A, 분할·합병에 따른 취득·처분, 담보가치 하락으로 인한 반대매매 등 외부요인에 따른 거래 등 부득이한 사유에 따른 거래는 사전 공시의무 대상에서 제외하였다.

표10. 내부자거래 사전공시제도 요약

| 구분 | 현행 사후공시(임원 등 소유상황 보고제도) | 내부자거래 사전공시 |
|-----------|---------------------------------|--|
| 의무자 | 임원 & 주요주주 | 임원 & 주요주주 |
| 대상증권 | 특정증권 등 | 특정증권 등 |
| 기한(생각기간) | 소유상황 변동일 기준 5영업일 이내 | 매매예정일 기준 30일 전 |
| 소규모 거래 예외 | 변동수량 1천주 미만 & 취득 · 처분금액 1천만원 미만 | 거래수량 총발행주식 1% 미만 & 거래금액 50억원 미만 |
| 공시내용 | 매매, 그밖의 거래(특정증권등의 소유현황) | 매매, 그밖의 거래 (매매목적 · 가격 · 수량 및 매매예정기간 등) |
| 적용예외 | - | 외부요인 (상속 등) |
| 변경 · 철회 | - | 제한적 허용 (회생 · 파산절차 개시 등 객관적 사유 필요) |
| 관리 · 감독 | 금감원 보고 | 금감원 보고 |
| 제재 | 형벌, 행정조치 등 | 과징금, 행정조치 등 |

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림8. 자본시장 개정(제 173 조의 3)에 따른 상장회사 임원 및 주요주주의 주식거래 관련 공시의무 변화



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

(4) 전환사채(CB) 제도개선 통한 지배주주의 사익추구 차단

전환사채의 경우, 보다 원활한 자금조달을 위해 콜옵션, 리픽싱 등 투자매력도를 제고하는 다양한 조건을 적극적으로 활용하고 있다. 그러나 해당 조건이 최대주주 등의 편법적 지분확대 및 이익취득에 이용되는 등 불공정거래 수단으로 악용되고 있다.

전환사채 시장이 이러한 우려를 극복하고 기업의 건전한 자금조달 수단으로 발전할 수 있도록 하기 위하여 전환사채 발행 및 유통공시 강화, 전환가액 조정(refixing) 합리화, 전환가액 산정 기준일 명확화 등의 내용이 포함된 전환사채 제도개선안이 2024년 12월 1일부터 시행되었다.

1) 전환사채 등의 발행 및 유통공시 강화

콜옵션 행사자, 만기 전 취득한 전환사채 처리 계획과 같이 기업의 지배구조와 지분가치에 큰 영향을 미칠 수 있는 정보가 보다 투명하게 공개될 수 있도록 전환사채 발행 및 유통 공시를 강화한다.

콜옵션은 회사가 사채권자에게 빌린 돈을 갚고 채권을 회수하겠다고 요구할 수 있는 권리로 회사는 콜옵션으로 회수한 채권을 동일한 조건(전환가격 등)으로 제3자에게 넘길 수 있다.

문제는 회사가 콜옵션을 다른 이에게 넘겨도 공시의무가 없어 다른 투자자는 정보 파악이 어렵다는 점이다. 특히 회사가 콜옵션으로 회수한 채권을 최대주주 등에게 무상 또는 협값에 채권을 넘기는 사례도 있다.

이에 따라 회사가 콜옵션 행사자를 지정하거나, 콜옵션을 제3자에게 양도한 경우에 구체적인 행사자, 대가 수수 여부(발행기업이 제3자에게 콜옵션 양도시) 및 지급금액 등을 공시해야 한다.

다른 한편으로는 만기 전 취득한 전환사채의 경우 향후 최대주주 등에 재매각되어 주식으로 전환되는 등 방법으로 불공정거래에 악용될 우려가 있다. 이러한 만기 전 취득 후 재매각은 사실상 신규발행과 유사함에도 불구하고 신규발행에 비해 시장에 충분한 정보가 제공되지 못하는 문제가 있었다.

이를 개선하기 위하여 발행회사의 만기 전 전환사채 취득시 투자자들이 해당 전환사채에 대한 정보를 알 수 있도록 만기 전 취득 사유, 향후 처리방법(소각 또는 재매각 등) 공시해야 한다.

2) 전환가액 조정(refixing)을 합리화하여 기존주주의 이익침해를 방지

일부 기업이 특정인에 대한 이익 제공 목적으로 임의적으로 전환가액을 조정하여 주주가치를 훼손하는 문제를 개선하기 위하여 전환가액 조정(refixing)을 합리화 한다.

기존에는 시가 변동에 따른 리픽싱 최저한도를 최초 전환 가액의 70%로 제한하였다. 예외적으로 기업 구조조정과 같이 경영정상화를 위해 불가피한 사유가 있는 경우에만 주주총회 특별결의 또는 정관을 통한 70% 미만 적용을 허용하고 있다.

그럼에도 불구하고, 일부 기업들이 정관을 이용해 불가피한 경우가 아닌 통상의 사유(자금조달, 자산매입 등)를 이유로 최저한도(70%) 제한을 회피하는 사례가 있어왔다.

이에 개정된 규정은 전환사채 등의 발행 시마다 주주총회 특별결의를 통해서만 리픽싱 최저한도에 대한 예외 적용(최초 전환가액의 70% 미만으로 조정)을 허용하였다.

한편, 시가변동에 따른 전환가액 조정과 달리 증자, 주식배당 등에 따른 전환가액 조정은 발행기업이 이사회 결의로 자유롭게 조정 방법을 정할 수 있어 일부 기업들이 전환가액을 과도하게 하향 조정하는 사례가 있었다.

이를 개선하기 위해 개정된 규정은 증자, 주식배당 등으로 전환권의 가치가 희석되는 경우 희석효과를 반영한 가액 이상으로만 전환가액 하향 조정을 할 수 있도록 하였다.

3) 사모 전환사채 등의 전환가액 산정 기준일을 명확히 규율

현행 규정은 전환가액 산정시 청약일이 없는 경우에만 납입일 기준 시가를 반영토록 하고 있는데 사모 전환사채의 경우 배정자가 정해져 있어 청약일이 의미가 없음에도 일부 기업들이 임의로 이사회 결의일 등을 청약일로 정하고, 납입일을 계속 연기하여 시가 반영을 회피한다는 지적이 있었다.

이에 개정된 규정은 발행 직전 주가를 전환가액에 공정하게 반영할 수 있도록 사모 전환사채 등의 전환가액 산정시 실제 납입이 이루어지는 날의 기준시가를 반영토록 하였다.

(5) M&A 제도개선 등을 통하여 일반주주의 권익 보호

기업합병 과정에서 일반주주의 권익을 보호하고, 합병제도의 글로벌 정합성을 제고하기 위해 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」과 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」개정안이 2024년 11월 26일부터 시행된다.

이러한 개정안에는 상장사 합병 등에 관한 공시강화, 외부평가제도 개선, 비계열사간 합병가액 산정규제 개선 등의 내용을 담고 있으며, 합병에 준하는 중요한 기업 활동인 중요한 영업 또는 자산의 양수도, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할·분할합병에도 준용된다.

1) 이사회 의견서 작성 의무화 등 합병 의사결정 과정에 대한 공시 강화

종전에는 합병 시 주요사항보고서, 증권신고서 등을 회사가 공시하였으나, 합병 진행 배경은 간략히 기재하여 충분한 정보(회사와 관련 전문가 간의 접촉, 협상 등 중요한 진행 경과 등)가 제공되지 않았다.

이를 개선하고자 미국 등 해외사례를 참고하여 합병 추진배경, 합병 상대방 선정 이유, 합병 진행시점 결정 이유 등 주요 의사결정 사유를 의무적으로 공시하도록 하였다.

또한 종전에는 합병 관련 이사회 논의 내용이 상세히 공시되지 않아 지배주주에게 편향된 의사결정을 하더라도 일반주주가 문제를 제기하기 곤란한 상황이 존재하였다.

이사회 의사결정 과정과 내용의 투명성을 높이고자, 합병 목적, 합병가액 및 거래조건의 적정성, 합병에 반대하는 경우 그 사유 등에 대한 이사회 의견이 포함된 이사회 의견서의 작성·공시를 의무화하였다.

이러한 이사회 의견서를 당해 합병 관련 증권신고서·주요사항보고서의 첨부 서류에 추가하여 공시하도록 규정하였다. 이를 통해 합병 진행과정에서 이사회 책임성이 강화되고, 합병과정의 공정성·투명성이 제고될 것으로 기대된다.

2) 외부평가제도 개선

현재 상장기업과 비상장기업 간 합병의 경우에는 외부평가가 의무화되어 있으나, 외부평가기관에 대한 행위규율이 미비하여 평가결과에 대한 공정성·신뢰성을 담보하기 어렵다는 지적이 있다. 이에 대하여 객관적이고 내실있는 외부평가가 가능하도록 외부평가기관의 행위규율을 마련하였다.

시행령 개정안은 외부평가기관이 합병관련 업무수행시 준수해야 할 품질관리규정을 마련하도록 의무화하고, 품질관리규정을 마련하지 않은 경우 외부평가업무를 할 수 없도록 규정하였다.

규정 개정안에서는 시행령 개정안이 위임한 외부평가기관 품질관리규정의 구체적인 내용을 규율하였다. 즉, 합병 관련 업무수행시 독립성·객관성·공정성을 유지하기 위한 사항, 이해상충가능성 검토와 기피 의무에 관한 사항, 미공개 정보의 이용 금지 등 비밀유지에 관한 사항, 외부평가업무 품질관리규정 위반자에 대한 조치에 관한 사항 등을 담도록 하였다.

또한, 규정 개정안은 외부평가기관의 합병가액 산정과 평가 업무의 동시 수행을 금지하였다. 기업에게 특정 합병가액을 권고하거나 산정방법을 제시하는 등 합병가액 산정과정에 관여한 경우 외부평가기관으로 선정될 수 없도록 하였다.

마지막으로, 계열사간 합병의 경우 공정성에 대한 우려가 큰 만큼, 시행령 개정안은 외부평가기관 선정시 감사위원회 의결 또는 감사의 동의를 거치도록 의무화하였다. 이를 통해 외부평가기관에게 독립적인 업무 수행 환경을 제공하여 공정한 평가에 기여할 것으로 기대된다.

3) 비계열사간 합병가액 산정 규제 개선

현행 자본시장법령은 구체적인 합병가액은 상장사의 경우 이사회 결의일과 합병 계약일 중 앞선 날의 전일을 기준으로, 최근 1개월간 평균종가, 최근 1주일간 평균종가, 최근일 종가를 거래량으로 가중평균한 후 산술평균을 적용해야 하며, 계열사간 합병의 경우 기준시가의 $\pm 10\%$, 비계열사간 합병의 경우 $\pm 30\%$ 내에서 합병가액 할인·할증이 가능하다.

이렇게 직접적으로 규율하여 기업간 자율적 교섭에 따른 구조개선을 저해한다는 비판이 있다. 미국, 일본, 유럽 등 해외 주요국은 합병가액을 직접 규제하는 대신, 공시와 외부평가를 통하여 타당성을 확보하는 것과 대조된다.

이에 대하여 시행령 개정안은 합병에 대한 공시 강화, 외부평가 의무화 등을 전제로, 비계열사간 합병은 합병가액 산식의 적용대상에서 제외하였다. 이를 통해 기업의 자율적인 구조개선을 지원하고 합병제도의 글로벌 정합성을 제고할 수 있을 것으로 기대된다.

즉, 금번 제도개선은 경제적 실체가 있는 기업으로서 대등한 당사자간 협의가 가능한 비계열사간 합병에 대해서만 적용하고, 계열사간 합병(대등한 당사자 간 거래라고 보기 어렵고, 그 결과 합병가액 산정시 일반주주에 대한 피해가 발생할 가능성성이 있는 측면)과 기업인수목적회사(SPAC) 합병(외형상 합병의 형식을 취하나, 비상장회사의 IPO를 주된 목적으로 하는 특수성을 감안)은 적용대상에서 제외한다.

(6) 의무공개매수 도입을 통한 지배주주의 사익추구 차단

1) 의무공개매수 도입 필요성 및 해외 도입 사례

의무공개매수제도는 상장회사의 지배권을 확보할 정도의 주식 취득시, 주식의 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수의 방법으로 취득하도록 하는 제도로 무분별한 계열사 확장을 막고 일반주주 보호를 위한 목적이 있다. 즉, 기업의 지배주주가 변경되는 M&A 과정에서, 이를 찬성하지 않는 일반주주에게도 자신이 보유한 주식을 새로운 지배주주(인수인)에게 매각할 수 있는 기회를 보장할 뿐만 아니라 지배권 이전 시 소액주주들은 경영권 프리미엄을 지배주주와 공유할 수 있으므로 일반투자자의 권익을 보호하는 장점이 있다.

우리나라 상법은 합병 및 영업양수도 방식의 M&A 관련하여, 주주총회결의, 주식매수청구권 등 다양한 주주 보호장치를 규정하고 있다. 그러나 주식양수도 방식의 경우 경영권이 이전된다는 점에서 타유형과 경제적 실질이 동일함에도 불구하고, 주주보호 장치가 상대적으로 미비하다. 특히 해당 M&A에 반대하는 일반주주는 자금회수 기회가 없고, 지배주주와의 경영권 프리미엄 공유도 불가능한 문제가 있다.

2016년 5월 KB금융지주가 현대증권의 22.56%의 지분을 매입하며 지배주주인 현대상선에게는 주당 23,182원을 지급하였다. 2016년 9월 완전자회사화를 위해 KB 금융지주와 현대증권 간의 주식교환을 결정함에 따라 현대증권주식의 교환가격은 주당 6,766 원으로 결정되었고, 주식교환에 반대하는 주주에게는 주당 6,737 원에 주식매수청구권이 부여되었다.

또한 미래에셋증권은 대우증권을 인수할 때 43%의 지분을 매입하면서 지배주인 산업은행에게 주당 16,518원을 지급하였다. 이후 대우증권은 미래에셋증권을 합병하여 미래에셋대우증권이 출범함에 따라 합병가액은 7,825 원(보통주 기준)이고, 합병과 관련된 주식매수청구권 가격은 7,999 원이었다.

2021년 12월 한샘의 최대주주 조창걸 외 특수관계인이 보유하고 있는 주식 652만주(27.7%)를 주당 221,000원에 IMM PE(하임 유한회사, 하임1호 유한회사 및 하임2호 유한회사)에 매각하였다. 이와 같이 높은 경영권 프리미엄을 받을 수 있게 된 요인의 하나로는 26.7%의 자사주가 있었기 때문이다. 결국에는 그 동안의 자사주 매입으로 인하여 주주들의 이익이 최대주주로 이전하는 효과를 가져온 셈이다.

이와 같이 지배주주가 지나치게 높은 경영권 프리미엄을 독식하는 문제를 해결하기 위한 의무공개매수 제도 도입 논의를 촉발시키는 계기가 되었다.

의무공개매수제도는 상장회사의 지배권을 확보할 정도의 주식 취득시, 주식의 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수의 방법으로 취득하도록 하는 제도로 무분별한 계열사 확장을 막고 일반주주 보호를 위한 목적이 있다. 즉, 기업의 지배주주가 변경되는 M&A 과정에서, 이를 찬성하지 않는 일반주주에게도 자신이 보유한 주식을 새로운 지배주주(인수인)에게 매각할 수 있는 기회를 보장할 뿐만 아니라 지배권 이전 시 소액주주들은 경영권 프리미엄을 지배주주와 공유할 수 있으므로 일반투자자의 권익을 보호하는 장점이 있다.

국내에서는 1997년 1월 당시 상장기업 주식의 대량소유제한 제도가 폐지되면서 소액주주 보호를 위해 증권거래법에 따라 상장기업 발행주식총수의 25% 이상을 취득하고자 하는 자는 의무적으로 발행주식총수의 50%+1주를 공개매수 하도록 한 의무공개매수제도를 도입하였다. 하지만 도입 직후 IMF 외환위기 발발로 M&A를 위축시킬 수 있다는 지적과 더불어 기업구조조정 촉진을 위해 1998년 2월말 폐지하였다.

이와 같이 의무공개매수제도가 폐지 이후 지속적으로 재도입을 검토하기도 하였으나 법 개정으로 이어지지 않았다.

한편, 유럽과 아시아 등 주요 국가에서는 인수기업이 M&A를 위해 일정 비율 이상의 피인수기업 지분을 인수하는 경우 잔여지분의 전부 또는 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수 하도록 하는 제도를 시행 중에 있다.

최초로 의무공개매수제도를 도입한 영국에서는 30% 미만의 의결권 있는 주식을 보유하고 있던 주주가 30% 이상 보유하게 되거나 30% 이상 50% 미만의 주식을 보유한 자가 1주라도 추가로 취득하는 경우 잔여주식 전부에 대해 의무적으로 공개매수를 해야 한다.

유럽에서도 일정규모 이상의 주식을 취득하려는 경우 소액주주 보호를 위해 잔여지분 전체에 대해 동일한 가격으로 공개매수를 하도록 하는 것을 원칙으로 하고 지분 비율 기준이나 기간 등은 각국이 재량적으로 결정할 수 있다.

독일과 네덜란드, 스페인 등 대부분의 유럽 국가들은 30% 이상의 의결권 있는 주식을 취득하는 경우 잔여주주를 대상으로 공개매수 청약을 하도록 규정하고 있다.

일본의 경우 상장기업이 장외에서 지분을 취득하여 1/3을 초과하는 경우 해당 주식을 공개매수 방식으로 취득해야 하며, 2/3를 초과하여 주식을 취득하는 경우 잔여주주가 보유한 모든 주식에 대해 매수 의무가 부과된다.

미국은 대부분의 주에서 의무공개매수 제도를 도입하고 있지 않지만 이사회의 광범위한 충실의무 강화 및 발달된 민사소송 제도 등에 기반하여 M&A 과정에서 일반주주를 보호하고 있다. 무엇보다 지배주주의 일반주주에 대한 충실의무에 따라 기업의 가치를 저해할 수 있는 지배주주에 매각시 손해배상을 인정하는 판례가 다수 있어 일반주주가 보호되고 있는 편이다.

2) 의무공개매수 도입 방안 및 효과

2022년 12월 금융위원회에서는 의무공개매수제도의 도입을 발표하였다. 이러한 발표안에 따르면 인수인이 주권상장법의 지분매입으로 의결권 있는 주식의 25% 이상을 보유하는 최대주주가 되는 경우 인수인은 지분율이 전체 주식의 50%에 1주를 더한 분량에 대해 공개매수청약 의무를 지게 되며 지배주주와 동일한 가격(경영권 프리미엄 포함)에 해당 주식을 구입해야 한다. 유예기간은 1년 이상 충분히 부여할 계획이다.

다만, 공개매수에 응한 주식이 50%에 미달하면 청약물량만 매수해도 의무를 다한 것으로 규정하였다. 예를 들어 인수회사가 피인수회사 최대주주(지분율 30%)의 지분을 매입할 때, 10%의 지분을 가진 일반주주가 공개매수에 응했다면 인수회사는 최대주주지분과 공개매수물량을 합해 한 전체 40%의 물량만 매입하면 된다.

또한 공개매수에 응한 주식이 50%+1주를 초과하는 경우, 안분 계산해 인수회사가 매수할 수 있도록 할 계획이다. 예를 들어 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입한 후 공개매수에 60%의 주식이 응한 경우, 60%를 3분의 1로 고르게 나눠 20%만 인수해도 해당 규정을 충족한 것으로 판단한다. 결과적으로 인수회사가 총 50%+1주를 보유하기 때문이다. 인수자가 원하는 경우 공개매수에 응한 주식 전부를 인수하는 것도 가능하다.

한편, 일반주주의 권리 침해 가능성 등을 감안하여, 합리적이고 타당성 있는 사유에 대해서는 공개매수제도가 적용되지 않을 수 있다. 또한 기업 구조조정 등과 같이 산업합리화를 위해 필요한 경우와 더불어 다른 법률에서 부과된 의무에 따라 지분을 취득하는 경우 등에서도 공개매수제도 적용 예외사유에 해당된다. 이와 같은 공개매수제도 적용 예외사유는 자본시장법 개정 이후 시행령 등 하위법령 개정과정에서 이를 구체화할 예정이다.

이와 같은 의무공개매수제도는 일반주주도 경영권 변경과정에서 소외되지 않고 해당 주식을 매각할 수 있는 기회를 부여함으로써 본인이 투자한 자금을 회수할 수 있는 권리가 한 층 더 보장될 수 있을 것이다. 특히, 일반주주도 기업 경영권 변경과정에서 지배주주와 마찬가지로 경영권 프리미엄을 공유하는 효과가 기대된다. 즉, 주주평등의 원칙을 구현할 수 있을 뿐 아니라, 상당한 지분으로 기업을 인수하도록 하여 소유구조의 왜곡을 줄일 수 있을 것이다.

무엇보다 지배주주와의 불투명한 거래를 통해 일부 지분만으로 기업을 인수하여 일반주주에 피해를 주는 약탈적 기업인수 사례가 미연에 방지되는 효과도 기대된다.

이러한 내용을 담은 자본시장법 개정안은 지난 21대 국회에 제출되었으나 임기 만료로 폐기된 상황이다. 그러나 22대 국회에 자본시장법 개정안을 다시 제출하여 의무공개매수 도입을 추진할 예정이다.

표11. 우리나라 M&A 관련 주요 주주보호 장치

| | 합병 | | 영업양수도 | | 주식양수도 | |
|---------|-------------|------|-------------|-------------|-------|------|
| | 인수회사 | 대상회사 | 인수회사 | 대상회사 | 인수회사 | 대상회사 |
| 주주총회결의 | O (소규모X) | O | O (중요양수) | O (중요양도) | X | X |
| 주식매수청구권 | O (소규모X) | O | O (중요양수) | O (중요양도) | X | X |

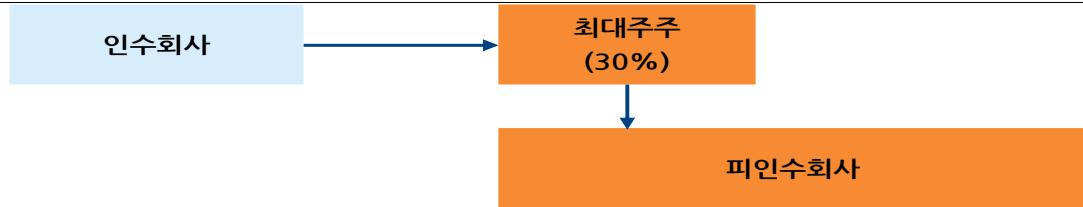
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표12. 주요국 공개매수제도 현황

| 입법례 | 매수요건 | 매수 대상 | 매수 가격 |
|---------|------------------------|--|-------------|
| EU | 일정비율 이상 취득 (회원국 결정사항) | 잔여주주가 보유한 주식 전체 | 경영권 프리미엄 포함 |
| 영국 | 30% 이상 취득 | 잔여주주가 보유한 주식 전체 | 경영권 프리미엄 포함 |
| 독일 | 30% 이상 취득 | 잔여주주가 보유한 주식 전체 | 경영권 프리미엄 포함 |
| 일본 | 1/3 초과 취득 2/3 초과 취득 | 해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 잔여주주가 보유한 주식 전체 | 경영권 프리미엄 포함 |
| 舊 증권거래법 | 25% 이상 취득 | 해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 (최소 50%+1주 이상) | 경영권 프리미엄 포함 |
| 미국 | | 제도 미도입 | |

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림9. 공개매수제도 사례 1: 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입



⇒ 의무공개매수 대상 (\because 지분율 25% 이상 & 최대주주)

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

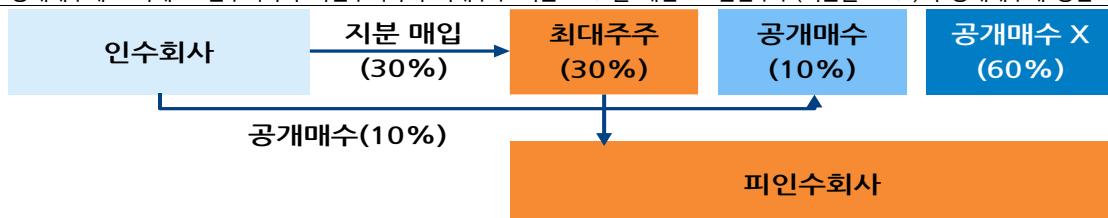
그림10. 공개매수제도 사례 2: 인수회사가 피인수회사의 2대주주 지분 30%를 매입



⇒ 의무공개매수 대상 아님 (\because 최대주주가 아님)

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

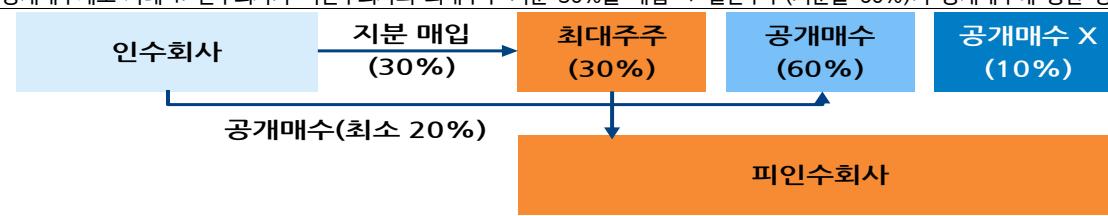
그림11. 공개매수제도 사례 3: 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입 ⇒ 일반주주(지분율 10%)가 공개매수에 응한 경우



⇒ 인수회사는 최대주주 지분(30%) + 공개매수물량(10%) 매입

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림12. 공개매수제도 사례 4: 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입 ⇒ 일반주주(지분율 60%)가 공개매수에 응한 경우



⇒ 인수회사는 최대주주 지분(30%) + 공개매수 물량(최소 20%*) 매입

*인수회사가 일부물량(예: 20%)만 매수하는 경우, 안분비례 방식으로 매수물량 할당(60% 지분에 대해 1/3씩 매입)

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

(7) 일반주주 이익 보호 강화를 위한 자본시장법 개정 방향

이사의 주주 충실의무 도입 등을 내용으로 하는 상법 개정안에 대한 정부의 대안으로 2024년 12월 금융위원회에서는 일반주주 이익 보호 강화를 위한 기업의 재무구조에 적용되는 자본시장법의 개정 방향을 제시하였다.

자본시장법 개정 방향의 주요 내용으로는 1)기업 합병 시 이사회의 주주 보호 노력 명시, 2)합병 가액 산정 기준 변화, 3)외부 평가 기관에 의한 평가와 공시를 의무화하였으며, 4)물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주 보호를 위해 일부 공모신주를 우선배정하고, 5)거래소의 일반주주 보호 노력 심사 기한을 삭제하는 것이다.

1) 기업 합병 시 이사회의 주주 보호 노력 명시

상장법인이 합병, 중요한 영업·자산의 양수도, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할·분할합병 등을 하는 경우 그 이사회는 합병 등의 목적, 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 의견서를 작성·공시하는 등 주주의 정당한 이익이 보호될 수 있도록 노력해야 함을 명시할 예정이다.

합병 등 자본거래시 이사회 의견을 투명하게 제공하는 등 실질적으로 주주의 이익을 적극 고려하는 환경을 조성하여 주주이익 보호의 실효성 등을 제고시킬 예정이다.

2) 합병 가액 산정 기준 변화

2024년 11월 자본시장법 시행령을 개정을 통해 상장법인이 비계열사간 합병 등을 하는 경우 주식가격, 자산가치, 수익가치 등 다양한 정보를 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하도록 규정을 개선하였다. 이와 더불어 계열사간 합병 등에 대해서도 가액 산정기준을 전면 폐지할 예정이다.

이로 인하여 합병 등의 가액이 일률적인 산식에서 벗어나 기업의 실질가치 등을 반영할 수 있을 것이다.

3) 외부 평가 기관에 의한 평가와 공시를 의무화

현재는 상장 계열사간 합병 등에 있어서는 외부평가 및 공시가 선택사항 이지만 원칙적으로 모든 합병 등에 대해 외부평가기관에 의한 평가 및 공시를 의무화할 예정이다.

이로 인하여 모든 합병 등의 가액 결정에 있어 객관성 및 중립성 등이 제고될 뿐만 아니라 정보 비대칭성 등을 완화시킬 수 있을 것이다.

4) 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주 보호를 위해 일부 공모신주를 우선배정

물적분할 후 자회사를 상장하는 경우 모회사 일반주주(대주주 제외)에게 공모신주 중 20% 범위 내에서 우선배정 할 수 있는 근거을 마련할 애정이다.

이로 인하여 모회사 일반주주에게 물적분할 후 상장된 유망 사업부문의 가치를 향유할 수 있는 기회 등이 제공될 수 있을 것이다.

5) 거래소의 일반주주 보호 노력 심사 기한 삭제

물적분할 후 자회사를 상장하는 경우 뿐만 아니라 물적분할을 우회할 수 있는 영업양도 및 현물출자 방식 등의 기업 분할 형태에 대해 거래소가 일반주주 보호 노력을 심사하는 기간 제한(5년)을 삭제할 예정이다.

기간 제한 없이 상장기업이 모회사 일반주주에 대해 충분한 보호노력을 이행하도록 유도할 예정이다.

6) 상장법인에 한정된 실효적인 주주보호

이와 같은 자본시장법 개정 방향은 적용 대상을 상장법인으로 한정함으로써 모든 다수 회사, 비상장, 중소중견기업에 미치는 영향을 최소화하고자 하는 것이다. 또한, 자본시장법 개정 시 상법 개정에 따른 일상적 경영 활동 불확실성을 해소할 수 있을 뿐만 아니라 실효적인 주주 보호를 할 수 있을 것으로 예상된다.

IV. 이사의 주주 충실의무 ⇒ 이사회 활성화 계기 마련

1. 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용 구도를 지배주주
對 소액주주로 변화시키는 것임 ⇒ 사외이사의 이사회 내부 견제
기능 활성화로 지배구조 개선

1) 이사의 충실의무 확대의 배경

주식회사 제도의 본질적인 특징은 소유와 경영의 분리이다. 경영자(Agent)는 정보와 경영능력을 소유한 계약당사자이고 주주(Principal)는 경영자에게 경영을 위임하게 되는데, 경영자의 이익과 주주의 이익은 항상 일치하지 않기 때문에 필연적으로 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

이러한 대리인 비용은 주주와 경영자 사이의 이해 상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 큰 전제하에 발생한다. 즉, 주주가 기업 경영에 관한 정확한 정보가 부족한 상황(정보의 비대칭성)에서 주주 이익과 경영자 이익이 상충할 때(이해 상충) 경영자는 자신의 이익을 추구하기 때문에 대리인 비용이 발생한다.

무엇보다 우리나라의 경우 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과의 배분을 방해하는 대리인 비용의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주에 의한 경영권의 사적 이익 추구를 들 수 있다.

이러한 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용은 기업구조 개편 과정에서도 많이 발생한다.

기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입 및 매각 할뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법을 통해 가능하다. 그러나 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 대리인 비용이 자주 발생한다.

무엇보다 지배주주의 사적이익이 클수록 지배주주가 전체 주주의 이익보다 자신의 이익을 추구하는 내용으로 의사결정을 할 유인이 높기 때문에 일반 투자자의 주주환원에 대한 수요와 대립되곤 한다.

2) 이사의 충실의무 개정 논의

상법상 이사는 선관주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)를 부담한다. 통상 충실의무의 경우 이사 개인과 회사의 이해상충에 관한 의무이기 때문에 선관주의 위반시와 달리, 이를 위반할 경우 경영판단의 원칙(business judgment rule)에 의해 이사가 면책되는 것이 아니라 그 거래가 전체적으로 공정하다는 점이 추가로 입증되어야 면책이 가능하다.

현행 상법은 충실의무에 관하여 포괄규정으로 제382 조의 3(이사의 충실의무)에 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다고 규정하고 있다. 또한 이하에 개별규정으로 제397 조(경업금지), 제397 조의 2(회사의 기회 및 자산의 유용 금지), 제398 조(이사 등과 회사 간의 거래)등 금지규정을 두고 있다.

이러한 환경하에서 민주당에서는 상법 제382조의3(이사의 충실의무 등)의 ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다는 규정을, 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다로 변경하자는 개정안을 국회에 제출하였다. 또한 상법 제382조의 3의 ② 이사는 그 직무를 수행하에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다를 신설하는 개정안도 국회에 제출하였다.

이러한 이사의 주주 충실의무 규정이 도입될 경우 주주는 상법 제401조(제3자에 대한 책임)를 통하여 통해 주주 충실의무를 위반한 이사에게 직접 책임을 추궁할 수 있다.

이에 대한 반론으로서 현행 상법상 회사의 이익은 본질적으로 이미 주주의 이익을 포함하는 것이며, 회사의 수임인인 이사가 개별 주주에 대해서도 충실의무를 부담하는 것은 현행 상법 체계에 부합하지 않는다는 비판이 제기되고 있다.

재계에서는 이사의 충실의무 대상이 주주로 확대될 경우, 이사회는 의사결정 과정에서 회사의 장기적 이익뿐만 아니라 단기적인 주주의 이익까지 고려해야 하는 부담이 커지며, 그 과정에서 경영상 의사결정이 교착될 위험성이 크다는 것이다.

또한 주주들이 이사회를 상대로 충실의무 위반을 원인으로 한 소송을 낭비하는 등 법적 분쟁이 증가할 위험이 존재한다는 것이다. 즉, 상법 개정으로 인해 이사가 주주의 이익을 보호해야 하는 의무까지 부담하게 되면 주주에 대한 배임죄가 성립할 수 있어 주주들이 경영진을 상대로 형사 고소를 낭비할 위험이 있다는 것이다.

그러나 상법이 개정되더라도 배임죄의 구성요건 해석상 주주에 대한 배임죄가 성립하기 어렵다는 반론도 제기되고 있어, 상법 개정안으로 인한 경영진의 법적 책임을 둘러싼 논란은 개정 이후에도 한동안 이어질 것으로 전망된다.

3) 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 것임 ⇒ 사외이사의 이사회 내부 견제 기능 활성화로 지배구조 개선

이사의 충실 의무 대상을 회사에서 주주로 확대하는 상법 개정안은 지난 2월 26일 야당 주도로 국회 법제사법위원회를 통과해 본회의 처리를 앞두고 있다. 국민의힘에서는 상법 개정안이 통과될 경우 최상목 대통령 권한대행 부총리 겸 기획재정부 장관에게 재의요구권(거부권) 행사를 건의한다는 방침이다.

향후 이사의 충실 의무 대상을 회사에서 주주로 확대하는 상법 개정안의 도입 여부가 결정될 것이다.

만약 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

한편, 이사회에서 사외이사의 역할은 지배주주 또는 경영진과 독립적인 위치에서 감시·감독 업무를 수행하는 것이다. 이에 따라 상법에서는 일반적으로 3명 이상의 이사로 이사회를 구성할 것을 요구하고 있으며, 상장회사의 경우 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 한다. 특히 자산 2조 원 이상의 대규모 상장회사에는 보다 강화된 기준이 적용되어, 사외이사를 3명 이상으로 하고 이사 총수의 과반수가 되도록 해야 한다.

무엇보다 지배주주가 직접 경영에 참여하고 이사회에도 깊이 관여하는 집중된 소유구조 하에서 사외이사의 실효성을 높이기 위해서는 이사회 내부 견제 기능을 활성화 되어야 한다.

이사의 주주 충실의무가 도입된다면 이사회에서 사외이사들이 거수기 논란에서 벗어날 수 있는 계기를 만들 수 있을 뿐만 아니라 사외이사의 이사회 내부 견제 기능 등이 활성화 될 수 있을 것이다. 이에 따라 이사회에서 보다 더 지배구조가 개선될 수 있는 방향으로 의사결정이 이뤄질 수 있을 것이다.

지주회사의 경우 지주회사와 자회사의 중복상장으로 유동성 할인이 불가피한 상황하에서 태생적으로 지배주주와 소액주주간의 이해 상충이 발생할 가능성이 높다. 따라서 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 지배구조 개선 측면에서 지주회사 등이 가장 크게 수혜 받을 것으로 예상된다.

표13. 이사의 충실의무 상법개정안

| 구분 | 현행 | 개정안 |
|-----------------------|---|--|
| 제382조의3 (이사의 충실의무) | 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실히 수행하여야 한다. | ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실히 수행하여야 한다 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다. |

자료: 국회, iM증권 리서치본부

2. 상법개정안: 전자주주총회 제도의 법적 근거 명문화, 감사위원 분리선출 확대, 대기업 집중투표제 활성화

1) 전자주주총회 제도의 법적 근거 명문화

주주총회는 기업의 중요한 의사결정을 내리는 최고 기구로, 주주들의 의견을 반영하여 경영의 투명성과 책임성을 확보하는 역할을 하지만 현실적으로 일반 주주들이 주주총회에 직접 참석하는 것은 쉽지 않다.

현행 상법에서는 주주총회를 회사 본점이나 인근 지역에서만 개최하도록 규정해, 주주가 전자통신수단을 사용하여 주주총회에 원격으로 실시간 참여하면서 의결권을 행사할 수 있는 법적 근거가 부족한 상황이다.

전자주주총회는 주주들이 물리적으로 회의장에 참석하지 않고도, 온라인을 통해 실시간으로 회의에 참여하고 의결권을 행사할 수 있도록 하는 제도로, 미국, 영국, 일본 등 해외 주요 국가에서도 이미 도입되어 활용되고 있다.

지금도 일부 개별 기업은 차별적으로 부분적인 온라인 주총을 실시하고 있다. 현장 주총 영상을 온라인으로 송출해 주주들이 시청하는 방식이다. 하지만 주총을 시청하는 주주들에게 출석이 인정되지 않아 실시간 의결권 행사는 불가능하다. 전자로 의결권을 행사하려는 주주들은 주총 전날까지 직접 투표하거나 의결권 위임을 마쳐야 한다. 전자주총이 가능하게끔 법이 개정되면 통지와 회의 참석, 주총 당일 투표까지 전자 방식으로 이뤄지면서 완전한 온라인 주총이 가능해지는 셈이다.

이러한 환경하에서 민주당에서는 전자주주총회 도입의 법적 근거를 마련할 뿐만 아니라 ‘자산규모 등을 고려해 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최해야 한다’는 의무화 조항 등이 포함된 상법 개정안을 국회에 제출하였다.

전자주주총회를 도입하는 내용의 상법 개정안을 지난 2월 26일 야당 주도로 국회 법제사법위원회를 통해 본회의 처리를 앞두고 있다.

전자주주총회는 소액주주와 개인 투자자들의 주주총회 참여를 확대함으로써 기업 경영의 투명성을 높이는 긍정적인 효과를 가져올 수 있을 것이다.

동시에 전자주주총회는 해킹, 데이터 유출, 시스템 오류 등의 기술적 문제가 발생할 가능성이 높아 그 과정에서 전자주주총회에 참여한 주주들의 권리가 침해될 수 있을 뿐만 아니라 전자주주총회의 효력을 다투는 법적 분쟁이 증가할 위험이 존재한다.

따라서 전자주주총회 제도의 실효성을 확보하기 위하여는 기업 부담을 완화하는 동시에 전자주주총회에 참여한 주주들을 보호하기 위한 절차적 요건 및 결의의 효력에 관한 명확한 법적 기준을 정립할 필요가 있다.

2) 감사위원 분리선출 확대를 통한 감사위원회 독립성 확보

기업 경영의 투명성을 확보하고 주주들의 이익을 보호하기 위하여는 이사의 업무를 감시·감독하는 독립적인 감사 기구의 역할이 매우 중요하다.

이에 따라 상법에서는 주식회사에 감사 또는 감사위원회의 설치를 의무화하고 있으나, 감사위원 선임 과정에서 지배주주가 지나치게 큰 영향력을 행사하는 문제가 지속적으로 지적되었다.

이러한 문제를 해결하기 위해, 2020년 상법 개정에서는 감사위원 분리선출 제도가 최초로 도입되었다. 이에 따라 자산총액 2조 원 이상의 상장회사는 최소 1명의 감사위원을 다른 이사들과 분리하여 선임하여야 하고, 그 과정에서 지배주주의 의결권은 3%로 제한되고 있다.

그러나 상장회사의 감사위원회는 통상 3명의 감사위원으로 구성되고 있어, 그중 1명만 분리 선출할 경우 지배주주가 여전히 감사위원회의 과반수를 장악할 수 있다는 비판이 이어지고 있다.

이러한 환경하에서 민주당에서는 감사위원 분리선출 대상을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하는 동시에 해당 감사위원 선출 시 기존의 3% 률을 동일하게 적용하는 상법 개정안을 국회에 제출하였다. 이는 감사위원회의 독립성을 더욱 강화하려는 취지이다.

3) 대기업 집중투표제 활성화

집중투표제를 실시하면, 이사의 선임결의에 관하여 각 주주는 1주마다 선임할 선임할 이사의 수와 동일한 수의 의결권을 가지며, 그 의결권은 이사 후보자 1인 또는 수인에게 집중하여 방법으로 행사할 수 있다. 그리고 투표의 최다수를 얻은 자부터 순차적으로 이사에 선임되는 것으로 한다.

예를 들어, 주주총회에서 이사 5명을 선임한다면 1주당 5개의 의결권을 부여하며, 주주는 특정이사 후보에게 집중적으로 5표를 몰아 줄 수 있다. 물론 여러 명의 후보에게 분산해 투표할 수도 있다.

집중투표제는 2인 이상의 이사 선임을 목적으로 한 주주총회 소집이 있을 때, 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 3% 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 기업에 대해 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있으나, 정관에서 배제하는 경우는 해당되지 않는다.

이러한 환경하에서 민주당에서는 자산 2조원 이상의 상장회사는 집중투표제를 정관으로 배제할 수 없도록 하는 상법 개정안을 국회에 제출하였다.

표14. 전자주주총회 상법개정안 주요 내용

| 구분 | 현행 | 개정안 |
|----------------------------|----|--|
| 제542조의14 (전자주주총회) | 신설 | ① 상장회사는 정관으로 달리 정하는 경우를 제외하고는 이사회에 결의로 주주의 일부가 소집지에 직접 출석하지 아니하고 원격지에서 전자적 방법에 의하여 결의에 참가할 수 있는 방식의 총회(이하 「전자주주총회」라 한다)를 개최할 수 있다. |
| | | ② 자산규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최하여야 한다. |
| | | ③ 상장회사가 전자주주총회를 개최하는 경우 주주는 소집지에 직접 출석하는 방식과 전자통신수단에 의하여 출석하는 방식 중 어느 한 가지 방식에 의하여만 총회에 출석할 수 있다. |
| | | ④ 전자주주총회에 출석한 주주 등은 제364조에 따른 소집지에 직접 출석한 것으로 본다. |
| | | ⑤ 상장회사가 전자주주총회를 개최하는 경우 제363조제1항에 따른 소집통지에 전자주주총회를 개최한다는 뜻과 출석방법, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 포함하여야 한다. |
| | | ⑥ 제1항과 제5항에 따른 전자통신수단, 전자주주총회 개최요건, 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다. |
| 제542조의15 (전자주주총회의 운영 등) | 신설 | ① 상장회사가 제542조의14에 따라 전자주주총회를 개최하는 경우 주주가 총회의 의사 진행 및 결의에 실시간으로 참가할 수 있도록 총회를 적정하게 운영하여야 한다. |
| | | ② 상장회사는 전자주주총회의 운영의 효율성 및 공정성을 확보하기 위하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 전자주주총회를 관리하는 기관을 지정하여 전자주주총회의 의사진행 및 결의에 참가하는 절차의 운영을 위탁할 수 있다. |
| | | ③ 제2항에 따라 지정된 전자주주총회 관리관 및 그 임직원은 직무상 일개 된 정보로서 외부에 공개되지 아니한 정보를 정당한 사유 없이 자기 또는 제 3자의 이익을 위하여 이용하여서는 아니된다. |
| | | ④ 상장회사는 대통령령이 정하는 바에 따라 전자주주총회의 개최에 관한 기록을 총회가 끝난 날로부터 5년간 보존하여야 한다. |
| | | ⑤ 상장회사는 제4항에 따른 기록을 총회가 끝난 날부터 3개월간 본점에 갖추어 두어야 하고 주주는 영업시간 내에 기록의 열람을 청구할 수 있다. |
| | | ⑥ 주주의 질의 방법 및 절차, 의장의 의사진행 등 전자주주총회의 운영과 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다. |

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표15. 집중투표제 상법개정안

| 구분 | 현행 | 개정안 |
|--------------------------|---|---|
| 제542조의7 (집중투표에 관한 특례) | ③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다. | ③ 제2항의 상장회사(자산총액 2조원이상의 회사를 의미)는 제382조의2제1항에도 불구하고 정관으로 집중투표를 배제할 수 없다. |

자료: 국회, iM증권 리서치본부

V. 주주행동주의 전략 및 사례

1. 주주행동주의 유발 요인

(1) 전통적 요인

주주행동주의는 소수의 특정 회사에 지분을 집중적으로 보유하고 주주행동을 개시하지만 단독으로 목적하는 바를 실현하기는 실제 쉽지 않다. 따라서 주주행동주의가 내건 명분으로 수동적인 투자자에 머물렀던 기관투자자를 설득할 수 있다면 기관투자자들과 연대하여 행동하기가 용이해진다. 그만큼 주주행동주의 타겟기업 선택에 있어서 명분이 중요하다.

주주행동주의가 기업을 선택할 때 가장 많이 고려하는 부분은 해당 기업이 드러나 있는 문제점들이나 이슈를 해결했을 경우 기업의 성과가 가시적으로 향상될 수 있을지에 대한 가능성 여부다. 가령, 산업내 경쟁 피어(Peer) 그룹과의 비교에 있어서 저성과가 두드러지거나 이러한 저성과가 주가와도 연동된다고 봤을 경우 주주행동주의를 유발할 수 있다.

기본적으로 주주행동주의를 유발할 수 있는 요인으로는 기업의 투자 자본 배분 방식, 수면 위로 부각되고 있는 경영 리스크에 대한 대처 방식, 현재 기업 경영 실적 수준의 적정성에 대한 의문 등으로부터 시작된다고 볼 수 있다. 그리고 추가적으로 과도한 현금 흐름, 낮은 배당 성향, 비즈니스 모델의 주요 변화가 예상되는 사업 등이 포착되는 경우 주주행동주의의 타겟이 될 가능성이 커진다.

또한 전형적으로 해지펀드들은 장부가 대비 시장가치의 비율이 낮거나, 보유 현금이 과다하거나, 부동산과 같이 수익을 창출할 수 있는 자산이 많은 기업은 타깃이 될 수 있다.

다른 한편으로는 주주의 이익을 높이도록 경영전략을 재설계하고 개선하기 위해 누가 이사가 되는지, 자격이 있는 자인지가 중요하기 때문에 주주행동주의에서는 타겟기업의 이사 선임에 관심이 높다. 경우에 따라서는 주주행동주의의 경영전략에 반영시킬 이사 선임을 적극적으로 모색할 수 있다.

ESG 이슈의 경우 환경과 관련하여 기후 변화 위험에 대한 공시 부족이 원인이 될 수 있을 뿐만 아니라 부적절한 노동, 보건, 안전 관행을 포함한 기업의 사회적 책임과 관련될 수도 있다. 또한 과다한 정치적인 지출과 로비 등도 해당 될 수 있다.

지속가능성과 기업가치 창출 간에 연계가 있다고 보고 있기 때문에 ESG 성과와 주주가치 사이의 관련성이 있다. 이에 따라 주주행동주의 캠페인의 촉매제로서 ESG에 점점 더 집중하고 있다.

무엇보다 투자자에 대한 대응 부족은 주주행동주의를 유발 시킬 수 있다. 즉, 주주관여 과정에서 제기된 우려사항 이슈 등을 회사가 조치를 취하지 않으면 주주제안으로 발전할 수 있다.

결론적으로 주주의 의견을 듣고 해당 주장이 타당한지 검토해 보고, 만약 타당하다면 이에 대한 대응을 고려하는 것은 회사에게도 나쁘지 않다.

(2) 지배구조 요인

지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제는 기업구조개편에서 많이 발생한다. 기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입, 매각 뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법이 가능한데, 이러한 지배구조개편에 있어서 기업가치 향상 등 고유한 목적 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주 이해관계만을 위한 개편 등으로 소액주주 간의 대리인 문제가 발생한다.

코리아 디스카운트를 유발하는 요인은 다양하나 가장 대표적으로 이렇게 취약한 기업지배구조를 들 수 있다. 즉, 지배주주가 사적이익을 추구할 유인은 높은 반면에 지배주주를 경제할 수 있는 소액주주 권리보호 수단, 이사회 기능 등이 취약하다.

또한 지배주주의 사적이익 남용 가능성 등이 투자자의 주주환원에 대한 수요를 충족시키지 못한다. 무엇보다 지배주주인 총수일가가 작은 지분으로도 기업을 지배하고 있어 배당에 인색할 수 밖에 없고, 이러한 현상은 단기투자 차의 위주의 시장을 형성하는 요인이 되었다.

이와 같이 기업지배구조의 취약성은 오랜 기간 코리아 디스카운트의 주요인이 되어왔다. 이에 따라 주식시장에서 주주행동주의로 이렇게 취약한 기업지배구조를 개선시키는 등 시정효과를 기대할 수 있을 것이다.

구체적으로 지배구조 측면에서는 이사회 구조 및 구성, 경영진 보상, 재무보고 내부통제의 취약점 등을 들 수 있다. 특히 경영진의 보상의 경우 관행이 문제가 되거나, 회사 실적과 동떨어진 보상, 보상에 대한 낮은 지지에도 불구하고 대응이 없는 기업은 주주들이 조치를 취하려 할 수 있다.

무엇보다 회사의 소유구조가 일부 주주에게 집중되면서 잘못된 관행으로 경영활동이 이루어지는 경우 지배구조 개선 효과가 클 수 있다.

2. 주주행동주의 실현하기 위한 법적 수단 및 전략

주주행동주의의 대다수는 1~2% 지분만 보유하고 있기 때문에 무조건 단독으로 특정 기업에 변화를 이끌어 내기에는 역부족이다. 결국에는 다른 주주들을 같은 편으로 만들었을 때 특정 기업으로부터 의도한 변화를 이끌어낼 수 있기 때문에 주주행동주의를 실현하기 위한 전략이 그 만큼 중요하다.

주주행동주의는 다양한 형태로 목표를 추구하지만 경영진과 이사회가 회사 운영 방식을 바꾸도록 동기를 부여한다.

주주행동주의자의 스펙트럼은 기업에 대한 모니터링이나 사적대화 등의 주주관여(shareholder engagement), 주주총회에 안건을 직접 제안하는 주주제안(shareholder proposal), 경영자제안 안건에 대해 반대투표를 격려하는 반대투표 캠페인(vote no campaign), 그리고 주주 행동주의자들이 원하는 이사회멤버를 주총에서 통과시키기 위한 위임장 대결(proxy contest)등으로 구분할 수 있다.

주주관여가 가장 소극적, 위임장 대결이 가장 공격적인 주주권 강화활동이라고 할 수 있다.

과반수의 회사 지분율을 보유한 지배주주일수록 다른 주주들의 관여에 소극적일 가능성이 크므로 주주들이 목소리를 낼 수 있는 방법이 매우 제한적이며, 주주제안 상정을 통해 공개적인 신호(signaling)를 보내는 것이 효과적인 수단으로 작용할 수 있다.

(1) 비공식적 행동

주주행동주의의 비공식적인 주주활동에는 경영진 또는 이사회와의 직접 대화를 개시하거나 미디어를 이용한 캠페인 등이 이용된다. 그 외에 투자자연대를 통한 영향력 확대 내지 입법운동도 이에 속한다.

국내에서는 의결권 반대 행사만을 적극적인 주주활동으로 간주하는 경향이 있는데 해외에서는 비공식적인 활동도 적극적인 주주활동으로 공식적인 활동 못지않게 영향을 발휘하고 있다.

(2) 공식적/법적 행동

1) 주주제안

주주제안은 주주의 적극적인 경영참여와 경영감시를 강화하기 위하여 일정 비율의 주식을 보유한 주주에게 주주총회의 목적사항을 이사에게 제안할 수 있는 권한을 부여하고자 1998년 12 월 28일 상법개정으로 도입되었다. 이는 기업경영에서 소외되는 주주들이 회사의 의사결정에 직접 참여할 수 있는 기회를 부여하여 주주총회를 활성화시키기 위한 취지를 가진다.

상법에서 주주제안의 경우 회사의 자본규모에 따라 권리행사요건을 달리하고 있는데, 비상장 회사의 경우 의결권 있는 발행주식 총수의 3% 이상을 소유한 주주만이 이 권리를 행사할 수 있도록 하였고(상법 제363조의2, 일반규정), 상장회사의 경우에는 1% 이상(자본금 1000억원 이상은 0.5%, 금융회사는 0.1%)에 해당하는 주식을 ‘6개월 전부터 계속하여 보유한 자’가 행사할 수 있도록 하였다.(상법 제542조의6 제2항, 상장회사에 대한 특례규정)

2020년 12월 29일 개정 상법에서는 제542조의2 제2항 즉, 상장회사 특례조항이 우선한다는 규정에도 불구하고 일반조항에 따른 소수주주권의 행사에는 영향을 미치지 아니한다고 정하여, 상장회사의 주주가 6개월 이상 보유 기간을 만족하지 못한 경우라 하더라도 일반조항에 따른 소수주주권의 행사요건을 갖추고 있으면 권리를 행사할 수 있는 것으로 하였다.

결국 기업경영의 투명성을 제고하고, 소수주주의 권익을 보호하려는 상장회사 특례조항의 본래 입법취지에 따라, 개정 상법 시행 이후 일반조항에서 정한 3% 이상의 주식을 소유한 소수주주는 상장회사의 경우에도 6개월 이상 보유 기간에 관계없이 소수주주권을 행사할 수 있게 되었다.

이와 같은 주주제안은 경우에 따라서는 회사와의 대화를 시작하기 위한 방법으로 볼 수 있다. 회사와 이사회에 대한 직접적인 관여에도 불구하고 변화가 없는 경우, 기관투자자와 개인투자자는 주주제안을 하거나 하겠다고 압박할 수 있다. 즉, 경영자에게 조직적 변화를 가지도록 압력을 주거나 보다 중요한 이슈에 주주행동이 이루어지도록 다른 주주들에게 상기시킴으로써 간접적으로 회사 정책에 영향을 미치는 효과가 있다.

이러한 주주제안은 지배구조(이사 후보 추천 및 선임, 경영진 교체, 이사 보수 등), 자본구조(배당 정책, 자기주식 등), 사업전략(비핵심 자산 분사 또는 매각, 비관련 다각화 금지 등) 등을 대상으로 한다.

모든 주주 앞에서 이러한 제안을 표결에 부치는 과정은 정보 통합과 확산을 촉진시키고, 그 제안이 적지 않은 지지를 얻을 경우 회사로 하여금 기존의 지배구조나 회사 사업방향을 제고하도록 하는 효과를 가질 수 있다.

2) 반대 투표 캠페인

반대 투표 캠페인은 주주들에게 이사 후보나 경영진 보상과 같은 문제들에 대해 반대표를 던질 것을 촉구하는 것이다. 반대 투표 캠페인을 통해 주주의 우선순위 변화에 대한 강력한 신호를 보낼 수 있다.

캠페인의 목적을 달성하기 위해 반드시 부결되어야 할 필요는 없다. 미국의 경우 이사 및 보상에 대한 전반적인 주주 지지는 일반적으로 90% 이상이다. 따라서 지지도가 60%대나 70%대로 떨어진다면 주주들의 불만에 대한 엄중한 메시지를 보내는 것이다.

또한 언론의 취재를 야기하거나 이사의 평판에 영향을 미칠 수 있다. 이사들은 다수의 이사회에서 활동하는 경우가 많기 때문에 한 회사에서의 낮은 지지율은 해당 이사에 대한 다른 회사의 평가에도 영향을 줄 수 있다.

3) 위임장 대결

주주행동주의자가 목표를 달성하는 가장 좋은 방법으로 회사 이사회 일부 또는 전체를 교체하는 것을 선택할 수도 있다. 이 경우 주주행동주의자는 자체적으로 이사 후보자 명단을 발표하고 다른 주주들이 이들을 지지하도록 설득한다. 위임장 대결은 비용이 많이 들고 논란이 될 수 있다. 역사적으로 이러한 방식은 행동주의 헤지펀드와 가장 밀접하게 연관되어 있다.

구체적인 주주행동주의 전략은 투자자마다 다를 수 있지만, 위임장 대결의 위험을 더 신뢰할 수 있도록 만들기 위해 헤지펀드가 일반적으로 취하는 몇 가지 조치가 있다. 즉, 헤지펀드는 원하는 변화에 대한 사례를 제시하는 장문의 백서를 배포하거나 회사 경영진이나 이사회에 그들의 우려사항을 나열한 공개서한을 보내서 다른 주주들의 지지를 얻으려고 할 수 있다. 또한 언론 플레이 등을 통하여 압박을 더욱 가중시킬 수 있을 것이다.

위임장 대결은 시간과 비용이 많이 소요되므로 회사에 소모적일 뿐만 아니라 해지펀드의 성공도 보장되지 않는다. 그래서 주주행동주의자와 투자대상기업은 전면적인 위임장 대결을 막기 위해 때때로 합의에 이른다. 합의 결과, 주주행동주의자는 회사의 이사회에 자리를 확보하거나, 목표 사항 중 일부의 실행에 대해서 경영진의 확약을 받을 수도 있다.

이러한 과정에서 기관투자자들은 경우에 따라 주주행동주의자의 의견에 동의하기도 하지만, 때로는 주주행동주의자에 대항하여 회사가 입장을 고수하기를 원한다.

4) 임시주주총회 소집

경영권 확보에 영향력을 행사할 수 있을 만큼의 의결권을 확보한 주주는 이사 선임 및 해임 등을 안건으로 한 주주총회를 개최하여 새로운 경영진으로의 교체를 할 수 있기 때문에 국내외 기관투자자와 소액주주들이 합쳐 상장사를 상대로 임시주총 소집을 하는 경우도 있다.

이러한 시도에 대하여 주주총회의 소집권한은 이사회에 속하므로(상법 제362조), 대상회사의 이사회를 장악하고 있는 기존이사 및 지배주주들은 방어에 충분한 의결권 확보시까지 주주총회의 소집을 최대한 미루려는 경향이 있다.

그러나 상법은 다수결원칙에 의한 기존 지배주주들의 횡포를 견제하기 위해 일정한 지주요건을 갖춘 주주에게 임시주총 소집을 청구할 수 있도록 하고 청구가 있은 후 자체없이 이사회가 총회소집절차를 밟지 않는 경우 청구한 소수주주가 법원의 허가를 얻어 총회를 소집할 수 있게 하고 있어 임시주총 소집 허가 신청을 통해 기존 이사회의 총회소집 거부를 무력화할 수 있다.

즉 상법은 소수주주의 권리 보호를 위하여 발행주식 총수의 100분의 3 이상 가진 주주에 대하여 주주총회 소집청구권을 인정하고 있으며(상법 제366조), 상장회사의 경우에는 발행주식총수의 1천분의 15 이상에 해당하는 주식을 보유하고 6개월 이상 계속하여 주식을 보유한 경우에 한하여 주총소집 청구권을 인정하고 있다(상법 제542조의 6 제1항). 이러한 청구가 있는데도 자체없이 이사회가 총회소집의 절차를 밟지 않은 경우에는 청구한 주주는 법원의 허가를 받아 총회를 소집할 수 있다.

그런데 법원의 허가를 받아 소수주주가 임시주총을 소집하려면 각하 내지 기각사유가 없어야 하는데 총회소집 허가신청이 권리남용에 해당하는 경우와 주총 소집의 필요성이 없는 경우는 기각사유가 된다.

이러한 소수주주에 의한 주주총회 소집청구는 대체로 경영권 분쟁과정에서 일어나고 이사 및 감사의 해임/선임을 목적으로 하는 경우가 많다.

5) 대표소송 및 집단소송

주주행동주의의 주주행동 중 가장 적극적인 것으로 분류되는 것이 대표소송 내지 집단소송을 제기하는 것이다. 이를 소송은 미국에서 가장 많이 이용되고, 그 뒤로 네덜란드와 독일에서 활발하게 이용되는 반면에 영국에서는 이러한 소송이 잘 이용되지 않는다.

이러한 방식의 주주행동주의의 경우 그들의 권리를 남용할 우려가 있고 그 결과 문제된 이사의 행위보다 회사에 더 많은 손해를 가져올 수도 있다. 따라서 이러한 권리를 행사하는 문제된 상황을 정확하게 파악하고 다른 주주들에게 상세히 알릴 필요가 있고 이에 관한 규제도 엄격해야 한다.

6) 감사위원 분리선출

상법에서 정하는 주식회사의 감사기관은 내부감사기관(감사, 감사위원회, 이사회, 주주총회, 주주, 소수주주, 검사인, 준법지원인, 준법감시인)과 외부감사기관(외부감사인, 법원, 감독기관)으로 구분한다.

감사제도는 회사의 경영진이 불법적인 수단으로 경영활동을 할 가능성으로부터 회사와 채권자, 주주 등 공공의 이익을 보호하고, 상호견제가 가능하도록 하는 기능을 수행한다.

감사 및 감사위원 선임과 관련하여, 2017년 12월 31일 자로 새도우보팅제도가 폐지되면서 감사 및 감사위원 선임시 정족수 확보에 대한 우려가 제기되었고, 이를 통해 주주총회 활성화와는 별개로 감사 및 감사위원 선임에 대한 규율의 변화 필요성이 제기되었다.

기존 상법에서는 감사위원회 제도가 도입되어 감사 선임시 대주주 의결권 3% 제한이 감사위원에게만 적용되고 이사 선임시에는 적용되지 않았다. 그리하여 이사 선임단계에서는 이사 및 감사위원 후보자를 구분하지 않고 3% 의결권 제한규정을 적용하지 않은 채 선임하고, 이렇게 선임된 이사들 중에서 감사위원을 선임하기 위하여 3% 의결권 제한을 적용해 왔다.

이를 두고 이사선임단계에서 이미 지배주주나 경영진의 선호에 부합하는 이사들이 선임되었기 때문에 소수 주주가 원하는 감사위원을 선임할 수 있는 기회가 제공되지 않아 의결권 제한규정은 무력화 될 수 밖에 없었고, 감사 및 감사위원회가 지배주주의 영향력에서 벗어나지 못할 수 있다는 우려가 지속되었다.

이에 대하여 2020년 상법 제542조의 12 규정의 개정되어 감사위원 선임시 이사선임 단계에서부터 감사위원이 되는 1인 이상의 이사를 다른 이사들과 분리하여 선임하도록 하여 3% 의결권 제한의 실효성을 거둘 수 있도록 하였다.

이러한 감사위원 분리선출 기준이 명확해 지면서 감사위원 선출시 대주주의 부당한 영향력을 배제할 수 있고 실무상 의결방식의 혼동 등이 해소되었다. 무엇보다 감사위원 분리선출을 통해 독립적이고 투명한 감사기능을 기대할 수 있을 뿐만 아니라 회사 내 통제시스템을 강화하여 감사기능을 상호보완 할 수 있을 것이다.

표16. 주주행동주의 스펙트럼

| 구분 | 덜 공격적 | - | 더 공격적 |
|----|--|---|--|
| 전술 | 주주관여 | 주주제안 | 반대 투표 캠페인 위임장 대결 |
| 정의 | 회사에 대한 주주의 우려 사항을 논의하기 위해 경영진(및 이사회) 면담 | 주주가 주주총회 안건을 직접 제안 주주총회에 대한 지지를 보류하도록 하는 캠페인 | 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 | 요청 모두 | 개인 주주행동주의자, 특정 단체 | 기관투자자 해지펀드 |

자료: 삼일회계법인, iM증권 리서치본부

표17. 현행 상법상 소수주주권 행사요건

| 소수주주권 | 일반규정 | 상장회사 특례규정(제542조의6 제1항~제7항 / 6개월 계속 보유) | | 지분비율 기준주식 |
|-----------------|------------|--|-------------|-------------------------|
| | | 자본금 1천억원 미만 | 자본금 1천억원 이상 | |
| 해산판결청구권 | 10% | - | - | - |
| 주주총회소집청구권 | 3% | 1.5% | - | 별행주식총수 |
| 업무/재산상태 검사권 | 3% | 1.5% | - | 별행주식총수 |
| 주주제안권 | 3% (의결권주식) | 1% | 0.5% | 의결권 있는 주식 제외한 별행주식총수 |
| 이사/감사/청산인 해임청구권 | 3% | 0.5% | 0.25% | 별행주식총수 |
| 회계장부열람권 | 3% | 0.1% | 0.05% | 별행주식총수 |
| 위법행위유지청구권 | 1% | 0.05% | 0.03% | 별행주식총수 |
| 검사인 선임청구권 | 1% | - | - | 별행주식총수 |
| 대표소송제기권 | 1% | 0.01% | - | 별행주식총수 |
| 다중대표소송제기권 | 1% | 0.5% | - | 별행주식총수 |

자료: 상법, 한국법학원, iM증권 리서치본부

표18. 주주총회 주요 결의사항 및 상법 규정

| 구분 | 결의사항 | 근거규정 |
|------|--|---|
| 보통결의 | 이사·감사 선임 | 상법 제382조 제1항, 제409조 제1항 |
| | 이사·감사에 대한 보수의 결정 | 상법 제388조, 제 415조 |
| | 감사위원회의 선·해임 (자산 1천억억원 이상 상장회사의 경우) | 상법 제542의12제1항 |
| | 청산인의 선·해임과 보수의 결정 | 상법 제531조, 제539조 제1항, 제 542조 제2항, 제 388조 |
| | 재무제표의 승인 (정관에 다른 정함이 없는 경우) | 상법 제449조 제1항, 제533조 제1항, 제534조 제5항 |
| | 이익배당 (재무제표 승인을 주주총회에서 하는 경우), 주식배당 | 상법 제462조 제2항, 제462의2 제2항 |
| | 이사·감사의 책임회피에 관한 다른 내용의 결의 | 상법 제450조 |
| | 검시인의 선임 | 상법 제366조 제3항, 제367조, 제542조 제2항 |
| | 청산종결의 승인 | 상법 제540조 제1항 |
| | 총회의 연기 또는 속행의 결정 | 상법 제372조 제1항 |
| | 결손의 보전을 위한 자본금의 감소 | 상법 제438조 제2항 |
| | 법정준비금의 감소 | 상법 제461조의2 |
| | 정관변경 | 상법 제433조, 제434조 |
| | (1)영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도 (2)영업 전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손의 전부를 같이 하는 계약, 기타 이에 준하는 계약의 체결·변경·해약 (3) 회사 영업에 중대한 영향을 미치는 다른 회사 영업 | 상법 제 372조 |
| 특별결의 | 전부·일부양수 | |
| | 사후설립 | 상법 제375조 |
| | 이사·감사의 해임 | 상법 제385조 제1항, 제415조 |
| | 결손의 보전 목적 이외의 자본금의 감소 | 상법 제438조 제1항 |
| | 주식의 할인발행 | 상법 제417조 제1항 자본시장법 제 165조의8 제1항 |
| | 주주 외의 자에게 전환사채 발행시 발행가능 전환사채의 액, 전환조건, 전환으로 발행할 주식 내용, 전환청구기간에 관한 정관의 정함이 없는 때 | 상법 제513조 제3항 |
| | 주주 외의 자에게 신주인수권부사채 발행시 발행가능 신주인수권부사채의 액, 신주인수권 내용, 신주인수권 행사 기간에 관한 정관의 정함이 있는 때 | 상법 제516조의2 제4항 |
| | 주주 이외의 자에게 이익참가부사채를 발행하는 경우 발행할 수 있는 이익참가부사채의 기액, 이익배당 참가 내용에 관하여 정관에 정함이 없는 때 | 상법 시행령 제21조 제2항 |
| | 회사의 해산 또는 계속 | 상법 제518조, 제519조, 제520조의2 제4항 |
| | 신설합병의 경우 설립위원의 선임 | 상법 제175조 |

자료: 상법, iM증권 리서치본부

3. 주주행동주의 사례

주주행동주의의 경우 국내 기업 지배구조에서 기업가치 훼손 내지 주주권익 침해 행위가 발생한 기업에 이사 선임 주주제안, 대표소송 제기 등 적극적인 주주활동을 추진함으로써 기업 스스로 지배구조 개선의 기회를 갖도록 하면서 그 과정에서 배당성향 개선, 주가상승 등 주주가치가 개선 될 것으로 기대할 수 있을 것이다.

반면에 주주행동주의가 단기적인 수익극대화만을 추구함에 따라 일시적으로 주가가 상승하더라도 주식을 모두 팔고 떠남과 동시에 주가가 하락하는 경향이 있으며, 이사 선임 주주제안 등을 추진함에 따라 경영권 방어를 위한 비용이 증대되고 경영의 안정성도 해칠 수 있는 부정적인 영향도 존재한다.

한편, 2020년 12월 상법개정으로 도입된 감사위원 분리선출제의 영향이 커졌다. 상장회사의 감사위원은 주주총회에서 선임하되 발행주식 총수의 3%를 초과하는 주식을 소유한 주주는 그 초과분에 대해 의결권을 행사할 수 없다. 다만, 종전에는 3% 제한 없이 이사를 일괄선임한 후 그들 중에서 3% 제한 하에 감사위원을 선임하였기 때문에 대주주가 원하지 않는 사람은 아예 이사로 선임되기 어려워짐에 따라 감사위원 후보도 될 수가 없었다.

반면에 2020년 개정 상법에는 감사위원 중 적어도 1명을 분리선출제로 선임하게 하였다. 분리선출제에 따르면 감사위원이 되는 이사와 감사위원이 되지 않는 이사를 이사 선임 단계에서부터 분리해 별도 안건으로 처리하고 감사위원이 되는 이사의 경우 이사 선임 단계에서부터 3% 제한을 적용한다. 이사 지위를 취득하는 단계에서부터 대주주의 영향력이 차단되는 것이다.

이로써 일반주주들이 주주제안권을 행사해 자신들이 원하는 사람을 감사위원이 되는 이사 후보로 올리고 이들을 당선시키는 것이 가능해졌다. 지배주주가 원치 않는 일반주주 측 인사가 이사회에 입성할 가능성이 열리게 된 것이다.

이렇듯 주주제안 후보의 감사위원 선임 안건 가결 가능성에 높아짐에 따라 관련 주주제안이 크게 증가하였다.

이와 같이 주주권익보호 및 주주행동주의에 대한 관심이 확산됨에 따라 적극적인 주주행동주의 이행 방식 중 하나인 주주제안이 최근 급격하게 증가하고 있다.

특히 정기주주총회 시즌에 주주행동주의의 일반적 활동 방식 중 하나인 주주제안이 크게 증가하고 있는 중이다.

주주제안 안건이 가결되지 않더라도, 해당 안건에 대해 회사와 이사회, 다른 주주의 관심을 높이고 변화를 이끌어 내는 효과를 기대할 수 있기 때문이다. 주주제안에 대한 공시가 강화 됨에 따라 이러한 효과는 증대될 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 주주행동주의의 적극적인 주주제안이 기업의 지배구조개선 및 지속가능성을 높이려는 방향에서 제안된 것이라는 공감대 등이 투자자들로부터 형성되는 것이 무엇보다 필요하다.

향후 주주행동주의는 기업의 경영상의 문제에 대해 단순히 이의를 제기하거나 무리한 요구라는 인식 보다는 기업 의사 결정이 지배주주에게 일방적으로 유리하게 이뤄지지 않게 적극 문제에 나서는 등 책임성, 투명성, 주주권리 강화 등의 높은 수준의 기업지배구조 개선을 가져오도록 해야 한다.

이렇게 함으로써 다른 주주의 이익이나 권리 강화 등에 기여해야 성공할 가능성 뿐만 아니라 지속성을 높일 수 있을 것이다.

(1) 소버린 vs SK (2003)

1997년 IMF 외환위기로 인하여 SK증권이 부실화 되자 SK증권을 구제하기 위하여 JP모건과 이면계약을 체결하였으며, JP모건이 유상증자에 참여함으로써 입을 손실을 SK글로벌이 모두 떠맡기로 하였다. 2003년 검찰 수사로 이러한 이면계약이 드러나고 SK그룹 최고경영진의 지시로 계열사들이 분식회계를 한 것이 적발되어 최태원 회장은 구속되고 SK주가는 급락하였다.

이때 사모펀드 소버린 자산운용은 철저한 계획을 통해 SK주식 14.99%을 1,800억원에 매집하였다. 그 이후 소버린 자산운용은 최태원 회장 등 분식회계에 연루된 경영진 퇴진과 지배구조 개선을 요구하며 전방위적으로 압박하고 나섰다. 특히 SK은 SK그룹 전체의 지주회사 역할을 하고 있었으므로 SK의 주인이 바뀌면 SK그룹 전체의 주인이 바뀔 수도 있는 상황이었다.

특이한 것은 소버린은 이사회 내에 감사위원 선임시 상법상 의결권 3% 제한 률을 피하기 위해 보유지분을 조개서 크레스트 증권 내 5개 자회사로 분산하여 의결권을 행사하는 지분쪼개기 방법으로 보유지분 전부에 대하여 의결권을 행사하였고, 반면 최대주주인 SK그룹 계열사와 특수관계인의 의결권은 3%로 제한되었다.

당시 소버린은 재벌구조 해체, 기업경영의 투명화 등의 명분을 내세웠고 재벌에 대한 깊은 반감을 가진 소액주주들과 SK노조는 소버린에게 의결권을 이양하기도 하였다.

소버린에 대항하기 위하여 SK는 국내 소액주주들의 애국심에 호소하였으며, 주가부양을 위한 정책들을 실시하면서 SK 주가는 상승하기 시작하였다. 소액주주의 도움을 받아 SK 주주총회에서 소버린의 도전을 힘겹게 물리쳤다.

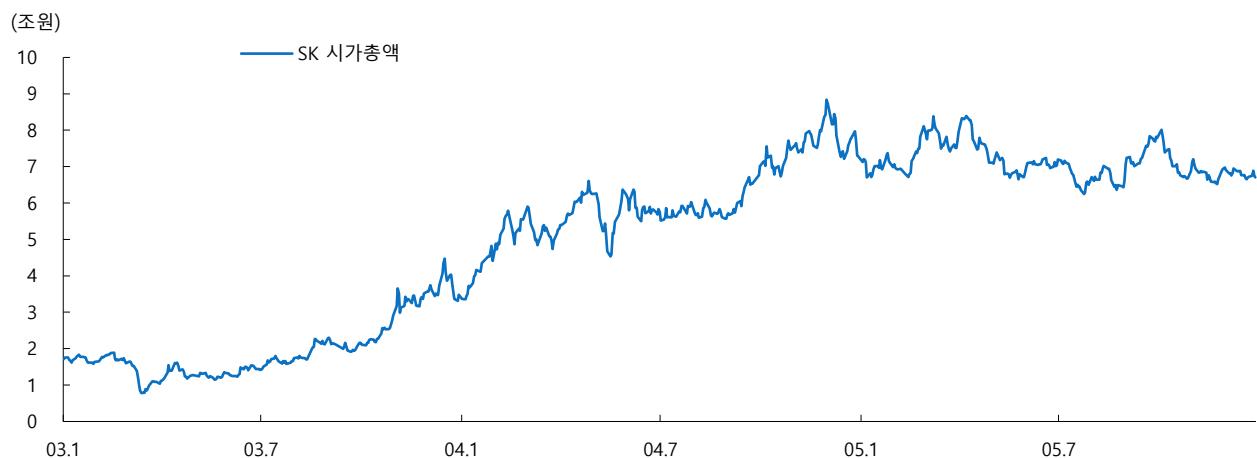
그러자 SK의 경영권을 인수하겠다는 소버린은 2005년 7월 주식을 매입한지 2년만에 SK 주식을 모두 매각하고 한국 시장에서 철수하였다. 1,800억원 투자하였던 소버린은 약 8,000억원의 가량의 시세차익을 얻으면서 주주행동주의는 종결되었다.

표19. 소버린 사태 당시 SK 그룹의 지배구조 관련 이벤트

| 일시 | 내용 |
|----------|------------------------------------|
| 2003.03. | SK글로벌(현 SK네트웍스) 분식회계, 최태원 회장 구속 |
| 2003.04. | 소버린, (주)SK 지분 8.64% 확보, 1대 주주 등극 |
| 2003.04. | 소버린, (주)SK 지분 14.99%로 확대 |
| 2003.05. | 소버린, (주)SK의 SK글로벌 지원 중단 요구 |
| 2003.06. | (주)SK, SK글로벌 매출채권, 8,500억원 출자전환 |
| 2004.12. | 최태원 회장, SKC&C가 (주)SK 지분 매입(15.62%) |
| 2005.03. | 최태원 회장 재선임 |
| 2005.07. | 소버린, (주)SK 지분 전량 매각 |

자료: Dart, 언론 종합, iM증권 리서치본부

그림13. SK 시가총액 추이(2003.01.01~2005.12.31)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

(2) 엘리엇 vs 삼성물산(2015)

삼성물산과 제일모직의 합병 발표가 있자 삼성물산의 2대 주주(7.12%)였던 미국 헤지펀드인 엘리엇은 삼성물산의 낮은 가치평가 등 합병비율 산정 문제를 이유로 삼성물산 합병에 반대한다는 주주서한을 발송한 후 1:0.35 수준인 제일모직:삼성물산 합병비율을 재산정할 것을 요구하였다.

이후 엘리엇은 11.02%의 지분을 가지고 있는 국민연금과 삼성SDI, 삼성화재 등에도 합병반대에 동참할 것을 요구하거나 삼성물산에 합병결의를 위한 주주총회소집통지 및 결의금지 가처분, 삼성물산의 자사주 매각금지 가처분을 신청하는 등 공격적으로 합병을 무산시키기 위하여 행동하였으나 두 가지 가처분신청은 모두 기각되었다.

이에 삼성물산은 소액주주를 대상으로 공개적인 합병지지를 호소하는 등 위임장 확보에 노력하였고, 국민연금의 경우 투자위원회에서 합병관련 내부회의를 통해 합병 찬성입장을 표명함으로써 최종 삼성물산 주주총회에서 69.5%의 찬성으로 합병안을 통과시킬 수 있었다.

표20. 2015년 엘리엇 vs 삼성물산 분쟁 일지

| 일시 | 내용 |
|------------|---|
| 2015-02-04 | 엘리엇, 순자산가치 대비 주가 낮은 데 대해 삼성물산 경영진에 면담 요청 |
| 2015-04-09 | 이영호 삼성물산 CFO, 서울에서 엘리엇과 미팅 |
| 2015-04-30 | 제일모직, 삼성물산에 합병 제의 |
| 2015-05-26 | 삼성물산-제일모직, 합병 이사회 결의 및 계획 발표 |
| 2015-05-27 | 엘리엇, 합병 반대 의견 통보 |
| 2015-06-04 | 엘리엇, 지분 7.12% 매입 및 '경영참가' 공시 현물 배당 및 중간배당 주주제안서 발송 |
| 2015-06-09 | 엘리엇, 주총소집금지 가처분 신청 |
| 2015-06-10 | KCC, 삼성물산 보통주 자사주 전량 매입 |
| 2015-06-11 | 엘리엇, 자사주 매각금지 가처분 신청 |
| 2015-06-12 | 공정위, 제일모직-삼성물산 기업결합신고 승인 |
| 2015-06-18 | 삼성물산, 엘리엇 주주제안 의안 상정하기로 |
| 2015-06-19 | 엘리엇 제기 기처분 관련 1심 심리 |
| 2015-06-24 | 엘리엇, 주주명부 등사 … 의결권 위임 요청 |
| 2015-07-01 | 법원, 주총소집금지 가처분 신청 기각 |
| 2015-07-02 | 글라스루이스, 삼성물산 합병 반대하라 권유 |
| 2015-07-03 | 엘리엇, 기처분 항고하며 '이사회 교체 가능성' 언급 ISS, 삼성물산 합병 반대 권유 |
| 2015-07-07 | 법원, 자사주매각금지 가처분 기각에 엘리엇 항고 |
| 2015-07-13 | 엘리엇 제기 기처분신청 항고심 심리 |
| 2015-07-16 | 고등법원, 기처분신청 항고 모두 기각 |
| 2015-07-17 | 제일모직, 민장일치로 합병 승인 삼성물산, 참석 주식 수 69% 찬성으로 합병 승인 |

자료: Dart, 언론 종합, iM증권 리서치본부

(3) KCGI vs 한진칼(2019)

2019년 한진칼의 발행주식 총수의 약 10.81%(6,396,822주)를 보유하고 있는 참여형 사모집합투자기구의 투자목적회사인 KCGI는 소수주주로서 상법 제363조의2에 따라 회사 경영진에게 이사 선임에 관한 의안 등을 정기주주총회의 목적사항으로 상정할 것을 제안하였다.

그러나 회사 경영진은 KCGI가 상장회사특례규정인 상법 제542조의6 제2항에서 정하고 있는 6개월의 주식보유기간 요건을 충족하지 못했기에 주주제안 자격이 없다는 이유로 제안을 거부하였다.

이에 KCGI는 제363조의2에 정하는 일반규정의 요건을 충족했다는 것을 근거로 주주제안권을 보전하기 위하여 한진칼 등을 상대로 의안상정가처분 신청을 하였고 하급심에서는 이를 일부 인용하였다.

그에 따라 한진칼은 KCGI의 주주제안을 주주총회 안건으로 상정하기로 하였으나, 상급심에서 하급심의 판단을 배척하여 주주제안의 자격이 없다고 보았기에 정기주주총회 안건에서 최종 제외시켰다.

한편, 2020년 1월에 조현아 전 부사장은 KCGI, 반도그룹과 손잡고 3자연합 전선을 구축하였다. 당시 기준 이들이 보유한 한진칼 지분율은 조 전 부사장 6.49%, KCGI 17.29%, 반도그룹 8.28% 등 모두 합해 32.06%였다.

이들 3자연합은 두 달 뒤 열린 정기 주주총회에서 경영권 확보에 실패했고, 조원태 회장은 찬성 56.67%로 사내이사직 연임에 성공하였다.

이러한 한진그룹의 경영권 분쟁은 2020년 11월 산업은행이 대한항공의 아시아나항공 인수를 위해 한진칼에 8000억원을 투자해 지분율 10.66%를 확보하면서 사그라들었다.

이로써 조원태 회장 우호 지분이 42%를 넘어서며 3자연합이 와해되기 시작하였다.

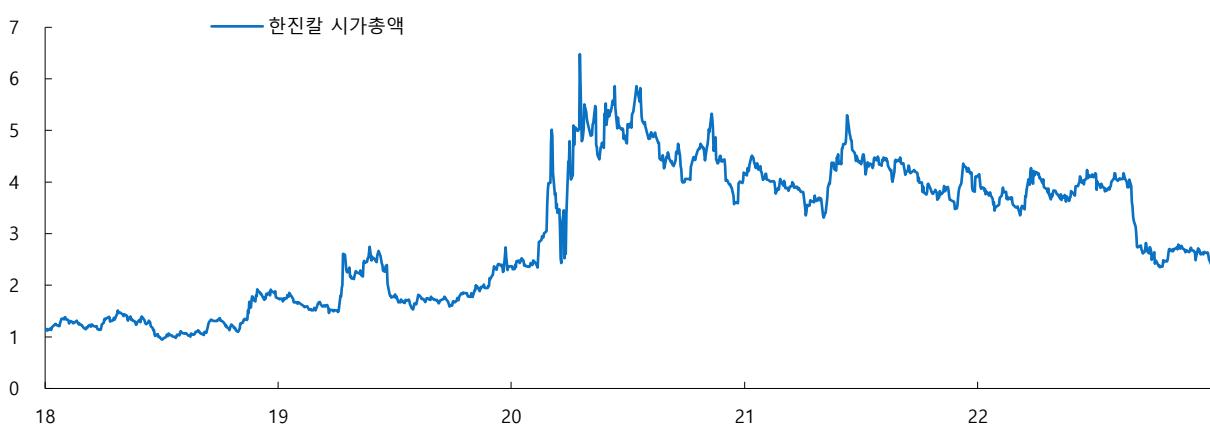
표21. 한진그룹 경영권 분쟁 일지

| 일자 | 내용 |
|---------|--|
| 2018-11 | KCGI, 경영권 참여 목적으로 지분 9% 매입 |
| 2019-04 | 조양호 한진그룹 전 회장 별세 |
| | 조원태 한진칼 대표이사 회장으로 선임 |
| 2019-07 | 델타항공, 한진칼 지분 5.13% 매입해 조원태 회장 백기사 역할 |
| 2019-10 | 한영개발(반도그룹 계열사), 한진칼 지분 4만주 매입 |
| | 반도그룹, 한진칼 지분 5.06% 보유 공시 |
| 2019-12 | 조현아 전 대한항공 부사장 권리행사 예고, 조원태 회장에 반기 |
| 2020-01 | 조현아 · KCGI · 반도건설 3자연합 결성 |
| 2020-03 | 델타항공, 한진칼 지분 추가 매입(9.21% → 14.9%) |
| | 3자연합, 정기주주총회서 경영권 확보 실패 |
| 2020-04 | KCGI, 주총 이후 한진칼 지분 추가 매입(0.62%) |
| 2020-11 | KDB산업은행, 한진칼 투자 결정: 제3자배정 유상증자로 지분 10.58% 보유 |
| 2021-03 | 조현아 전 부사장, KCGI에 주식 5.5만주 매각 |
| 2021-04 | 3자연합 공식 해산 |
| 2021-10 | 이명희 일우재단 이사장, 한진칼 주식 65만주 매각 |
| 2021-11 | KCGI와 반도그룹, 산업은행과 MOU 체결 |
| 2022-03 | KCGI, 보유지분 13.97% 호반건설에 매각 |
| | 호반건설 2대주주로 |
| 2022-08 | 반도건설, 한진칼 지분 3.8% LX 그룹에 매각 |

자료: Dart, 언론 종합, iM증권 리서치본부

그림14. 한진칼 시가총액 추이

(조원)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

(4) 얼라인파트너스 vs 에스엠

에스엠은 최대주주의 개인회사인 라이크기획과 장기간 프로듀싱 계약을 맺어왔으며 2019년 6월 KB자산운용이 두 회사의 합병 요구를 포함한 주주서한을 발송했으나 회사는 이에 대하여 거부의사를 표명하였다.

2022년 3월 얼라인파트너스는 라이크기획과의 용역계약 종료를 요구하는 공개서한을 회사에 발송하였으며 이후 감사 선임의 건을 주주제안으로 상정하였다. 적극적인 캠페인을 통해 주주제안은 가결되었으며, 추가적인 공개서한으로 에스엠은 2022년 10월 라이크기획과의 계약 조기종료를 공시하였다.

2022년 12월, 얼라인파트너스는 사외이사 과반의 이사회 구성, 보상위원회 설치 등을 골자로 하는 비공개 주주서한을 발송하였으며, 에스엠은 얼라인파트너스 측 인사를 기타비상무이사로 영입하고 향후 얼라인파트너스 측 추천 위원이 포함된 임시 사외이사후보추천위원회를 통해 신임 사외이사를 추천할 것이라 밝혔다.

2023년 2월 에스엠은 카카오 대상으로 제3자배정 신주, 전환사채 발행결정을 공시했으며, 해당 안건에 대한 이사회 의결에 얼라인파트너스 측 감사가 유선상 참석한 것으로 확인되었다.

이에 대하여 최대주주인 이수만 총괄은 신주 및 전환사채 발행금지 가처분 신청을 접수하였으며, 하이브는 2023년 2월 10일 공시를 통해 이수만 지분 14.8%를 인수하였다. 또한 2023년 2월 10일부터 20일간 주당 12만원에 공개매수에 돌입하였지만 0.98%만 추가함에 따라 안정적인 경영권을 확보하지 못하였다.

2023년 3월 3일에는 법원에서 카카오 대상 신주 및 전환사채 발행 금지 가처분 신청을 인용하였다. 법원에서는 신주 및 전환사채가 발행될 경우 기존 주주들의 비례적 이익이 침해되거나 지배력이 약화되는 등 주주들이 불이익을 받을 염려가 있다고 언급하였다.

이어서 카카오가 2023년 3월 7일~26일까지 주당 15만원에 에스엠 지분 최대 35%를 확보하는 공개매수가 진행하였다.

이러한 환경하에서 2023년 3월 12일 카카오가 에스엠을 놓고 경영권 분쟁을 벌이던 하이브와 전격 합의함에 따라 경영권 분쟁이 일단락 되었다. 최종적으로는 카카오측이 지분율 40.3%를 확보하여 경영권을 획득하였다.

이렇듯 에스엠을 둘러싼 하이브-카카오 간 경영권 분쟁 끝에 카카오가 승리를 하였기 때문에 얼라이언파트너스의 이사회 구성안을 포함한 주주제안이 이번 정기주주총회에서 통과될 수 있게 되었다.

그림15. 에스엠 시가총액 및 12MF P/E 배수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부 권

표22. 에스엠 경영권 분쟁 일지

| 일시 | 내용 |
|------------|---|
| 2022-02-28 | 얼라인파트너스, 에스엠에 감사 선임 주주제안 및 주주들에게 의결권 다리 행사 권유 |
| 2022-03-31 | 얼라인파트너스 측 곽준호 후보 감사 선임 |
| 2022-08-17 | 얼라인파트너스, 에스엠 이사회에 이수만 개인회사(라이크기획) 계약 개선 요구 |
| 2022-10-14 | 에스엠, 연말까지 라이크기획 프로듀싱 용역 계약 조기 종료 공시 |
| 2022-12-19 | 얼라인파트너스, 에스엠 이사회 구조개편 등 요구 |
| 2023-01-20 | 에스엠, 얼라인파트너스 요구사항 수용 |
| 2023-02-03 | 에스엠엔터테인먼트, '에스엠 3.0' 발표 |
| 2023-02-07 | 카카오, 에스엠엔터와 사업협력계약체결 및 에스엠 지분 9.05% 매입 계획 발표 |
| 2023-02-08 | 이수만 측, 신주 및 전환사채 발행금지 기처분 신청서 제출 |
| 2023-02-10 | 하이브, 이수만 보유 에스엠엔터 자분 인수계획 및 공개매수 계획 발표 |
| 2023-02-16 | 하이브, 에스엠엔터 이사 후보 명단 공개 이성수 현 에스엠 대표, 이수만의 역외탈세 의혹 등 담긴 폭로 영상 공개 |
| 2023-02-17 | 하이브, 이수만 역외탈세 의혹 반박문 공개 에스엠엔터 재반박 및 하이브 추가 입장 발표 이성수 대표이사 연임 포기 발표 |
| 2023-02-22 | 서울동부지법, 에스엠의 신주 및 전환사채 발행 기자분의 첫 심문기일 하이브, 이수만 지분 14.8% 취득 에스엠엔터, 키카오와의 협력안 공개 |
| 2023-02-28 | 하이브, 에스엠엔터 주식 공개매수 마감 |
| 2023-03-03 | 서울동부지법, '키카오 대상 유상증자 · 전환사채 발행 계약 해제 공시 |
| 2023-03-06 | 에스엠엔터, 키카오 유상증자 및 전환사채 발행 계약 해제 공시 |
| 2023-03-07 | 키카오, 에스엠엔터 주식 공개매수 계획 발표 |
| 2023-03-08 | 에스엠엔터 주가 상장 최고가(161,200원) 돌파 키카오-하이브 에스엠 인수전 관련 합의안 발표 (키카오: 에스엠 경영권 / 하이브: 플랫폼 협력) |
| 2023-03-12 | |

자료: Dart, 언론 종합, iM증권 리서치본부

(5) KCGI vs 오스템임플란트

2022년 12월 KCGI는 오스템임플란트 지분 6.57%를 취득해 3대 주주가 되었으며, 지분 보유 목적을 경영권 영향으로 밝혔다.

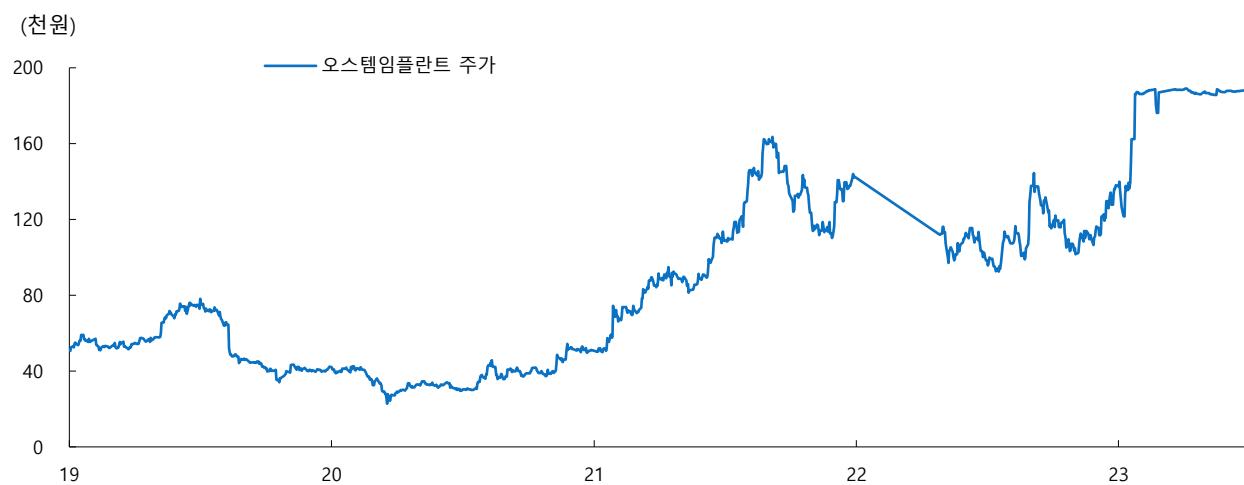
2023년 1월 KCGI는 주주서한을 통해 창업자 최규옥 회장이 회사 지분 20%를 보유함으로써 회사 의사결정 과정을 사실상 통제할 수 있으며, 이러한 후진적 지배구조로 인해 회사가 글로벌 경쟁사 대비 크게 저평가되어 있다고 지적하였다.

2023년 1월 25일 국내 사모펀드인 유니슨캐피탈코리아(UCK)와 MBK파트너스가 결성한 컨소시엄인 덴티스트리인베스트먼트는 최규옥 회장의 보유 주식 중 약 절반(144만주)을 매수하는 것과 더불어 경영권 인수를 목표로 공개매수를 공시하였다.

이에 따라 1월 25일~2월 24일까지 덴티스트리인베스트먼트가 주당 19만원에 공개매수를 실시하였다.

KCGI 등이 이번 공개매수에 참여하였으며, 공개매수 실시한 결과 이미 확보한 지분까지 합치면 덴티스트리인베스트먼트 지분은 88.7%에 이르게 된다.

그림16. 오스템임플란트 주가 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

(6) KT&G

1) 칼 아이칸 vs KT&G(2006)

前 한국담배인삼공사를 민영화하여 탄생한 KT&G는 국내기업 최초로 기업지배구조헌장을 선포를 통해 집중투표제를 도입하는 등 선진화된 지배구조를 갖추었음에도 불구하고, 2006년 미국의 대표적 기업사냥꾼인 칼 아이칸의 경영참여로 인해 경영위기에 직면하였다.

칼 아이칸은 2005년 경부터 KT&G를 공격하기 위하여 스텔파트너스와 연합해 오면서 KT&G 주식 6.59%를 매입 후, 자회사 매각을 요구하는 등 경영에 적극 개입하였다. KT&G의 경영권 분쟁 당시, 국내 주주로 5% 이상을 보유한 주주는 기업은행(5.6%)이 유일하였고, 약 61.78%가 외국인 소유여서 사실상 주인 없는 회사였기에 KT&G는 경영권 위협에 취약할 수 밖에 없었다.

칼 아이칸은 이사선임에 관한 결의방식을 집중투표방식으로 할 것을 KT&G에 제안했으나 거부당하자 주주총회결의금지 가처분신청을 했지만 이마저도 기각되자 칼 아이칸은 그들에게 유리한 사외이사 1명을 확보한 뒤, 갑자기 2006년 12월 KT&G의 지분을 장외매각하는 형태로 처분하고 약 1,500억원의 차익을 실현시켰다. 그에 반해 경영권 분쟁이 발생하는 동안 KT&G는 경영권 방어를 위한 비용으로 2조 8천억원을 투입하게 되었다. 아직도 그들의 목표가 시세차익을 노린 것인지, 진정한 경영권 획득이었는지는 분명하지 않다.

표23. 칼 아이칸 vs KT&G 경영권 분쟁 일지

| 일시 | 내용 |
|------------|----------------------------------|
| 2001-11-01 | 스텔파트너스, KT&G 실사 및 곽영균 사장 면담 요청 |
| 2005-06-17 | 스텔파트너스, KT&G 주식매집 개시 |
| 2005-09-26 | 칼 아이칸, KT&G 주식매집 개시 |
| 2005-11-25 | 아이칸 대리인, KT&G 방문해 곽영균 사장과 면담 |
| 2006-01-27 | 아이칸 · 스텔파트너스 연합, KT&G 공동행동 계약 |
| 2006-02-03 | 아이칸 연합, KT&G 지분 6.6% 확보 공시 |
| 2006-02-24 | 아이칸 연합, 주당 6만원에 KT&G 주식 인수 제안 |
| 2006-02-28 | 아이칸 연합, "KT&G 공개매수 할 수 있다" 의사 밝혀 |
| 2006-03-17 | KT&G 경기주주총회, 리하이텐슈타인 이사 선임 |
| 2006-12-05 | 아이칸, KT&G 주식 700만주 매각 |

자료: Dart, 언론 종합, iM증권 리서치본부

2) FCP&안전자산운용 vs KT&G(2023)

싱가포르 행동주의 펀드 FCP(플래시라이트캐피털파트너스)는 2022년 10월 주주제안서에서 KT&G의 KGC인삼공사 인적분할 및 분리상장, 주주환원 확대 등을 요구하였으며, 이후 같은해 11월 안전자산운용 또한 유사한 내용의 공개서한을 회사에 발송하였다.

이에 대하여 회사는 2023년 1월 투자자설명회(IR)를 통해 KGC인삼공사의 글로벌 성장을 위해 필요한 KT&G의 자금력, 독립상장 시 시가총액 축소로 인한 투자금 조달의 어려움, 분할 상장 과정에서 발생할 세금 부담 등을 제시하며 분리상장 요구를 사실상 거부하였다.

또한 주주환원 규모 확대 요구에 대해서는 중장기(2021~2023) 주주환원 정책에 따라 2023년 자사주 매입(3,000억 원)과 배당 확대(5,900억 원)를 이행할 것이라고 밝혔다.

2023년 3월 28일 정기주주총회에서 현금배당, 자사주 소각 및 취득, 사외이사 증원 및 선임 등의 안건을 상정하였다. 다만, KGC인삼공사 인적분할 안건을 KT&G 주총에 상정해 달라는 안전자산운용의 거처분 신청을 대전지방법원이 기각함에 따라 이번 주주총회 안건에서 빠졌다.

또한 이번 주주총회에서 글로벌 의결권 자문기관인 ISS(Institutional Shareholder Service)는 대체로 주주행동주의펀드 제안안건에 찬성을 권고한 반면, 글로벌 의결권 자문기관인 글래스루이스는 KT&G 제안안건에 찬성을 권고했다.

먼저 현금배당과 관련해 이사회는 주당 5,000원, 안전자산운용은 7,867원, FCP는 10,000원을 제안하였다. 또한 FCP의 15%에 달하는 자기주식을 소각하고 1조2000억원 규모의 자기주식을 취득하라는 자사주 소각 및 취득 관련 안건도 상정하였다.

사외이사 선임 건에서도 KT&G 이사회와 행동주의 펀드들의 의견이 갈렸다. KT&G는 사외이사를 6명으로 유지하고자 하고 안전자산운용은 8명으로 증원하자는 입장이다. 증원 시 KT&G 측은 김명철·고윤성·임일순을, FCP는 차석용·황우진을, 안전자산운용은 이수형·김도린·박재환을 내세워 8명의 후보가 맞붙였다.

주주총회 표결 결과, 사외이사 현원 증원 안건은 부결되었고 배당안건과 사외이사 선임 안건은 모두 이사회 안이 가결되었다. 다만, FCP가 제안한 분기배당 신설을 위한 정관 변경안은 통과되어 분기배당을 할 수 있는 정관상 근거가 마련되었다.

이와 같이 다른 기관투자자들로부터 두터운 지지를 받지 못하고 점진적이고 안정적인 개선쪽에 대한 지지가 많아지면서 FCP와 안다의 주주제안은 대부분 부결되었다.

표24. FCP&안다자산운용 vs KT&G 분쟁 일지

| 시기 | 주요 내용 |
|----------|--|
| 2022.10. | FCP, KT&G에 주주서한 발송 (한국인삼공사 분리 상장, 비핵심 사업 정리, 배당 상향 제안) |
| 2022.11. | 안다, KT&G에 주주서한 발송 (한국인삼공사 분리 상장, 사외이사 충원, 배당 상향 제안) |
| 2022.12. | FCP, 주주대상 온라인 설명회 개최 및 KT&G CEO와의 공개토론 요청 |
| 2023.01. | 안다, KT&G 주주명부 열람 가처분 신청 |
| 2023.01. | FCP, 주주총회 제안서 접수 |
| 2023.03. | KT&G 주주총회에서 배당 및 주식소각, 임원선임 안건 관련하여 행동주의(FCP&안다)의 주주제안 승인 실패 |

자료: FCP, 안다자산운용, KT&G, 언론 종합, iM증권 리서치본부

표25. KT&G 2023년 정기주주총회 주요 주주제안 안건

| 구분 | KT&G 이사회 | 안다자산운용 | FCP |
|-------------|-------------------|-----------------------|---------------|
| 배당금 | 주당 5,000원 | 주당 10,000원 | 주당 7,867원 |
| 자사주 취득 및 소각 | 3,000억원 규모 자사주 매입 | 1조 2,000억원 규모 취득 및 소각 | |
| 사외이사 규모 | 현원 유지(6명) | 8명으로 확대 | |
| 사외이사 추천 후보 | 김명철, 고윤성, 임일순 | 차석용, 황우진 | 이수형, 김도린, 박재환 |

자료: FCP, 안다자산운용, KT&G, iM증권 리서치본부

3) FCP vs KT&G(2024)

2023년 10월 10일 FCP는 KT&G를 상대로 회계장부 등의 열람, 등사를 청구하는 거처분 소송을 제기하였다.

FCP가 공개를 요청한 정보는 크게 두가지로 첫번째는 전자 담배의 매출과 이익 등을 국내와 해외 시장으로 구분해 정확히 감사보고서에 기재하라는 것이다. 두번째는 2022년 4분기에 KT&G가 컨설팅 수수료의 명목으로 1900만달러(약 257억원)를 지출한 것과 관련해 용처를 공개하라고 요청하였다.

또한 2023년 11월 KT&G는 2조8000억 규모 3개년(2024~2026년) 주주환원 정책을 발표하였다. 향후 3년간 1조8000억원 현금 배당과 1조원 규모 자사주 매입 및 소각과 함께 보유한 자사주를 7.5%를 소각하겠다고 밝혔다.

이번에 발표한 주주환원정책의 경우 지난 2021년 발표한 3개년 2조7500억 규모 주주환원 정책과 비교해 총액은 크게 늘지 않았지만 보유 자사주 소각이 포함되었다.

이에 대하여 FCP는 KT&G가 보유한 자사주를 산하 재단에 무상 기부하거나 상호 보유를 통해 경영권 방어에 활용할 수 있다고 우려하면서 자사주 전량 소각을 주장하였다.

다른 한편으로는 최근 4연임에 도전할 것으로 예상되었던 백복인 KT&G 대표이사가 이사회에 자진 사퇴 의사를 전달함에 따라 2024년 1월 11일 KT&G 지배구조위원회는 외부 14명, 내부 10명 등으로 구성된 차기 대표이사 후보 총 24명의 롱 리스트를 확정하였다.

이에 대하여 KT&G 사장추천위원회는 방경만 수석 부사장을 차기 대표이사 후보로 확정하고 정기 주주총회에 추천하기로 결정하였다.

2024년 3월 28일 KT&G 정기 주주총회에서 재무제표 승인안, 목적사업 추가 등 정관 일부 변경안, 이사 2명 선임안, 감사위원회 위원이 되는 사외이사 선임안 이사 보수한도 승인안 등을 차례로 의결하였다.

사장 후보에는 KT&G가 추천한 방경만 후보가, 사외이사 후보에는 KT&G가 추천한 임민규 KT&G 엘엠케이컨설팅 대표와 기업은행이 추천한 손동환 성균관대 법학전문대학원 교수 두 명이 이름을 올렸다.

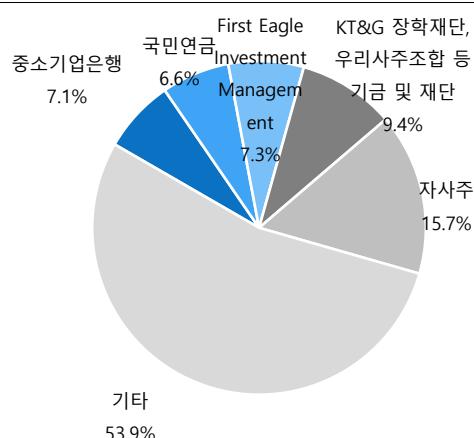
KT&G의 1대 주주인 기업은행(7.1%)과 행동주의펀드 FCP은 방경만 사장에 대해 KT&G 수석부사장을 맡아 회사 실적 악화의 책임이 있다는 이유로 반대 의사를 표명한 바 있다.

KT&G의 3대 주주인 국민연금(6.6%)은 방경만 KT&G 수석부사장의 대표 이사장 선임안에 찬성표를 던졌다. 국민연금은 기업은행이 추천한 손동환 성균관대법학전문대학원 교수의 사외이사 선임안에 대해서도 찬성하였다.

이번 KT&G 주주총회에서는 사내이사와 사외이사를 구분하지 않고 후보자 중 상위 득표자 두 명을 선임하는 통합집중투표가 도입되었다. 대표와 사외이사 후보 등 3명 중 다득표자 두 명인 방경만 사장과 손동환 교수가 이사로 선임되었으며, KT&G 이사회가 추천한 임민규 엘엠케이컨설팅 대표는 낙마하였다.

이와 같이 기업은행과 FCP 등이 지지하는 사외이사가 이사회에 진입함에 따라 일회성 요인이 아니라 좀 더 중장기적 관점에서 경영에 참여할 수 있는 기반을 마련하였다.

그림17. KT&G 주주 분포(2023년 12월 31일 기준)



자료: KT&G, iM증권 리서치본부

(7) 얼라인파트너스 vs JB금융지주

1) 얼라인파트너스 vs JB금융지주(2023)

2023년 1월 얼라인파트너스는 7곳의 금융지주(KB금융, 신한지주, 하나금융지주, 우리금융지주, JB금융지주, BNK금융지주, DGB금융지주)에 공개주주서한을 보내 보통주자본비율의 13% 초과분에 대해 원칙적으로 주주환원을 실시하고, 이를 통해 확보된 재원을 바탕으로 총주주환원율(배당, 자사주 매입/소각 포함) 50%를 원칙으로 하는 중장기 주주환원정책 발표를 요구하였다.

이에 대하여 7곳의 금융지주 모두 2022년 실적발표를 통해 얼라인의 요구사항을 고려한 자본비율관리, 중장기 목표 주주환원율을 제시하였으며, 얼라인파트너스는 이 중 JB금융지주의 자본배치 및 주주환원정책이 불충분하다는 판단하에 배당금 확대와 사외이사 추가선임을 요구하는 주주제안을 제출하였다.

즉, 얼라인파트너스는 JB금융지주 지분 14.04%를 보유한 2대 주주로서 JB금융지주에 정기주총 안건으로 주당 결산배당금 900원(연간 배당성향 33%)의 보통주 현금배당을 상정하는 내용의 주주제안을 제출하였으며, 김기석 크라우디 대표이사를 사외이사로 추가 선임하는 안건의 주주제안도 추가로 제출하였다.

이번 정기주주총회에서 주주총회 표결 결과, 보통주 현금 배당과 사외이사 선임 안건은 모두 이사회 안이 가결되었다. 이는 얼라인파트너스의 주주제안에 대하여 8.2%의 지분율을 가진 국민연금의 지지를 받지 못하였기 때문이다.

이와 같이 주주행동주의 경우 다른 기관투자자들의 지지를 적극적으로 확보하기 위한 노력이 무엇보다 중요하다..

표26. JB 금융지주 2023년 정기주주총회 주요 주주제안 안건

| 구분 | JB금융지주 이사회 | 얼라인파트너스자산운용 |
|------------|-----------------|-------------|
| 배당금 | 주당 715원 | 주당 900원 |
| 사외이사 임기 | 최장 5년에서 6년으로 연장 | 임기 제한 연장 반대 |
| 사외이사 추천 후보 | 유관우, 성재환 | 김기석 |

자료: 얼라인파트너스자산운용, iM증권 리서치본부

2) 얼라인파트너스 vs JB금융지주(2024)

2024년 1월 12일 얼라인파트너스는 7곳의 금융지주(KB금융, 신한지주, 하나금융지주, 우리금융지주, JB금융지주, BNK금융지주, DGB금융지주)에 공개주주서한을 보내 지난해 약속했던 주주환원정책을 실적에 맞춰 이행하라고 요구하였다.

이번 주주서한에서 은행별로 기존에 발표한 정책에 부합한 주주환원율 적정치를 제시하며 조만간 열릴 각 사 결산 이사회에서 이에 맞춰 주주환원정책을 이행할 것을 촉구하였다. 특히 우리금융(12.5%)과 JB금융(13.0%)에 대해서는 각 사가 목표한 보통주자본(CET1)비율에 도달할 때까지 위험가중자산(RWA)의 성장률을 연 3~4% 이내로 제한하고 주주환원율을 매년 2~3%포인트씩 점진적으로 높일 것으로 세부적으로 요구하였다.

얼라인파트너스는 각 은행 이사회가 공개주주서한 내용에 대해 충분히 논의한 후 주주들에게 이에 대한 답변과 입장을 2023년도 결산 이사회 직후 공시 및 실적발표 등을 통해 발표해달라고 요청하였다.

또한 얼라인파트너스는 요청 기한까지 발표 정책을 미준수하기로 하거나 주주서한에 대한 충분히 답변이 이뤄지지 않을 경우 대안적으로 주주제안을 통해 3월로 예상되는 7개 은행지주들의 정기주주총회에서 관련한 의제들이 다루어질 수 있도록 하는 방안을 고려하고 있다고 밝혔다.

한편, 2024년 1월 5일 얼라인파트너스는 JB금융지주에 김기석, 정수진, 김동환 3인을 사외이사 후보로, 감사위원회 위원이 되는 사외이사 후보로 이희승을 추천하는 주주제안권을 행사하였다. 이는 현재 JB금융 사외이사 7명 중 6명은 2024년 정기 주주총회에서 임기가 만료되기 때문이다.

또한 얼라인파트너스는 이와 같은 사외이사 선임에 집중 투표 방식을 사용할 것을 청구하였다. 주주제안 만으로 투표 방식이 확정되진 않지만 집중투표제 요구가 있을 경우 이를 배제하긴 어려울 것이다.

얼라인파트너스는 2023년 성재환 사외이사 후보 선임에 반대하고 김기석 사외이사 후보 선임을 주장하였지만, 최대주주 삼양사 측의 지지를 받는 성 후보는 60%대 찬성표를 얻은 반면 김 후보는 30%대 표를 모으는 데 그치며 이사회 입성에 실패하였다. 이와 같이 통상적인 투표 방법으로 개별 사외이사를 선임하는 건 불리하다는 점이 확인되었기 때문에 집중투표 방식을 요구하는 것이다.

이와 같은 집중투표 방식에선 확보한 의결권을 특정 후보에게 몰아주는 게 가능하기 때문에 6명에게 나누어 행사할 수 있는 의결권을 1명의 후보에게 집중할 수 있게 됨에 따라 얼라인파트너스 입장에선 최소 1명의 후보를 선임할 수 있는 가능성성이 높아진다.

또한 얼라인파트너스는 사외이사 선임 안건과 분리돼 부쳐지는 감사위원이 되는 사외이사 선임에도 집중적으로 공략할 수 있다.

2024년 3월 28일 JB금융지주 정기 주주총회에서 얼라인파트너스 측에서 제시한 비상임이사를 2인으로 증원하는 건이 부결되었으나, 얼라인파트너스 측 후보자인 김기석 후보자는 1위 득표로 사외이사에 선임되었다. 이는 얼라인파트너스가 집중투표제 하에 확보한 의결권을 이남우 후보가 아닌 김기석 후보에게 집중한 결과로 해석된다.

또한 얼라인파트너스 측 후보자이면서도 JB금융지주가 동의한 인사인 이희승 사외이사는 득표수 2위로 선임되었다.

감사위원이 되는 사외이사 선임 안건에서는 JB금융 추천 후보들이 전원 선임되었으며, 얼라인파트너스가 추천한 백준승·김동환 후보자는 보통결의 요건을 충족시키지 못해 선임되지 못했다.

이와 같이 얼라인파트너스가 이사회 진입을 통해 일회성 요인이 아니라 좀 더 중장기적 관점에서 경영에 참여할 수 있는 기반을 마련하였다.

(8) 동업은 3세에서 일단락 ⇒ 진흙탕(후계구도) 싸움을 지배구조 개선 vs 약탈적 M&A 구도로 바꾸다(MBK vs 고려아연)

1) 최씨 일가 3세 체제로 들어서면서 결별 준비 본격화 ⇒ 영풍 석포제련소 폐기물 처리 종료 등이 결별의 신호탄 역할

현재 영풍그룹 지배구조의 최정점에 있는 영풍의 최대주주는 50.2%를 가진 장씨 일가이다.

장씨가 거느린 영풍은 고려아연 지분 25.2%를 들고 있고, 장씨 일가가 별도로 6.8%를 갖고 있다. 최씨 일가는 고려아연 이사회를 장악하는 등 경영권은 갖고 있지만 보유 지분은 15.9%가 전부이다.

장씨 일가와 최씨 일가가 비슷하게 갖고 있던 지분율이 장씨 우위로 바뀐 건 2000년대 들어서면서 2세인 최창걸 명예회장은 고려아연이 추진한 신사업과 투자에서 성공을 거두지 못하자 영풍 보유 지분 27%를 장 고문 측에 넘겼다.

하지만 영풍은 장씨, 고려아연은 최씨가 맡는다는 동업정신에 따라 고려아연 경영은 계속 맡아 왔었다. 최대주주는 장씨, 경영은 최씨란 특이한 구조가 형성된 배경이다.

두 가문 간 갈등은 3세 체제로 접어들면서 본격화 되었다. 두 회사의 3세들은 어릴 적부터 친분을 쌓은 부친과는 달리 별다른 교류가 없었다. 1975년생인 최윤범 회장은 학창 시절 대부분을 미국에서 보냈으며, 1974년생인 장세준 코리아써키트 부회장도 미국에서 대학과 대학원을 다녔지만, 최 회장과 친분을 쌓을 기회는 많지 않았다.

두 가문이 엇나간 건 최윤범 회장이 신사업을 적극 추진한 2022년부터다. 신재생에너지와 2차전지 소재, 리사이클링(자원 순환)에 투자를 하면서 2018년 300억원에 불과하던 차입금이 2022년 1조원을 넘어섰다.

2023년 최윤범 회장은 현대차그룹, 한화, LG화학 등을 대상으로 제3자 배정 유상증자를 실시함에 따라 결국에는 최윤범 회장측 우호지분으로 확보하게 되었다.

영풍과 고려아연은 2024년 3월 고려아연 정기 주주총회에서 배당안과 정관 변경안을 놓고 사상 처음으로 표대결을 벌인 것을 시작으로 빠르게 연결고리를 끊어나갔다. 즉, 2024년 3월 고려아연 주주총회는 90.32%로 높은 출석률을 보였으며, 1주당 5천원의 결산 배당 안건은 62.74%의 찬성으로 가결되었지만 신주 발행 대상을 외국 합작법인으로 제한하는 정관을 삭제하는 안건은 특별결의 사항이었기에 출석주주의 3분의 2 이상 동의를 얻어야 하였지만 53.02%로의 찬성표를 받으며 부결되었다.

또한 2024년 4월에는 고려아연은 그동안 영풍과 공동으로 진행해왔던 ‘원료 공동구매 및 공동영업 종료’를 선언하였다.

한편, 그동안 영풍 석포제련소는 시설 노후화와 비용 문제로 제련소 운영에서 발생하는 산업폐기물 처리에 어려움을 겪고 있었다. 최윤범 회장이 취임 이후 ESG를 강조하며 환경경영에 적극 나서고 있는 상황에서 고려아연이 석포제련소 폐기물 처리를 떠맡는 것은 상당한 경영 부담이자 배임이라고 판단하였다.

이에 따라 2024년 6월부로 고려아연은 영풍과의 황산취급대행 계약도 종료하였다. 영풍측에서는 고려아연이 지난 수십 년간 양사가 유지해온 공동 비즈니스를 칼로 무 자르듯 끊어버렸다고 했지만, 고려아연은 위험물질인 황산 취급을 고려아연에 강요하는 위험의 외주화이자 대주주의 횡포라고 비판하였다.

서린상사는 고려아연 온산제련소와 호주 자회사 선메탈, 영풍 석포제련소 제품의 수출과 판매, 물류 업무를 전담하는 회사이다. 이러한 서린상사에 대하여 고려아연측이 지분 66.7%를 갖고 있지만 경영권은 영풍에 양보해왔다.

2024년 6월 20일 서린상사 임시주총을 열고 고려아연측 인사 4명을 서린상사의 신규 사내이사로 선임했다고 발표하였다. 이로써 총 9명으로 구성된 서린상사 이사회는 영풍 측 인사인 장형진 영풍그룹 고문을 제외하고 모두 고려아연 측 인사로 채워졌다.

또한 2024년 7월에는 영풍과 함께 쓰던 서울 강남구 논현동 영풍빌딩에서 나와 종로 그랑서울로 사옥도 이전하였다. 1980년대 초부터 영풍빌딩 1층 로비에 나란히 놓여 있던 장병희·최기호 창업자 흉상이 있었는데, 고려아연은 종로로 사옥을 이전하며 최기호 창업 흉상을 가져왔다.

2) 동업은 3세에서 일단락 ⇒ 진흙탕(후계구도) 싸움을 지배구조 개선 vs 약탈적 M&A 구도로 바꾸다(MBK vs 고려아연)

영풍은 MBK와 2024년 9월 13일부터 10월 6일까지 고려아연·영풍정밀에 대한 주식 공개매수에 나서면서 영풍-고려아연 경영권 분쟁이 본격화 되었다.

이러한 공개매수 이후 임시주주총회 등을 통하여 특별결의 사항인 정관변경도 하고 보통결의 사항인 이사를 선임하여 경영권을 획득하겠다는 의도이다.

장형진 일가는 MBK파트너스와 주주 간 계약을 체결하고 의결권을 공동행사하기로 하고 영풍 및 특수관계인 소유 지분 일부에 대해서는 콜옵션을 부여받기로 한 상태이다. 결국에는 2세인 장형진 고문이 3세인 장세준 등에게 지분 대신 현금을 물려주는 것이다.

영풍과 MBK파트너스는 고려아연이 2022년 8월부터 지난해 11월까지 한화그룹(7.75%)과 LG화학(1.89%), 현대차그룹(5.05%) 등에 잇달아 제3자 배정 유상증자 및 자사주 상호 교환을 진행한 부분에 대해 최윤 회장은 16% 상당의 지분가치를 회석해 기존 주주들의 비례적 이익을 침해했다고 비판하였다.

또한 영풍과 MBK파트너스는 고려아연의 원아시아파트너스 등 사모펀드에 대한 투자 결정, 해외 자회사인 이그니오흘딩스에 대한 투자 결정 등으로 고려아연이 막대한 손실을 입었다며 최윤범 회장 등을 업무상 배임 혐의로 서울중앙지검에 고소하였다.

반면에 고려아연 측은 이번 공개매수를 적대적·약탈적 인수합병(M&A)으로 규정하고 영풍과 MBK파트너스를 비판하고 있다. 고려아연 경영권이 넘어가면 사모펀드 속성상 중국 등 해외에 매각될 가능성이 높고 이로 인해 기업가치가 심각하게 훼손될 것이란 우려이다. 즉, 투기자본 이익에만 충실한 채 기업과 지역, 근로자의 생존권을 파괴한다고 비판하였다

영풍과 MBK파트너스 공개매수 결과 5.34%를 확보함에 따라 고려아연 지분율이 38.47%가 되었다. 또한 최근 장내 매수를 통하여 추가로 1.36%를 확보함에 따라 고려아연 지분율이 39.83%으로 상승하였다.

고려아연의 경우 공개매수를 통하여 확보한 물량 11.26% 중 고려아연이 9.85%의 자사주를, 베인캐피탈이 1.41%를 확보하였다. 이에 따라 최윤범 회장 측 고려아연 지분율은 최대 34.65%로 추정된다.

이를 고려하면 영풍-MBK 연합, 최윤범 회장 측 등 양측의 지분을 격차는 최소 5.18%p 셈이다.

고려아연 발행 주식 중 유통 가능한 물량은 대부분 영풍-MBK 연합, 최윤범 회장 측, 국민연금이 보유하고 있는 것으로 파악된다. 나머지 지분은 대부분이 자사주 및 이번 공개매수로 확보한 소각예정 자사주로 기관투자자의 페시브펀드 물량을 포함해도 소액주주의 지분율은 4~5% 수준으로 추정된다.

3) MBK vs 고려아연 이사회 장악 2라운드 돌입

올해 1월 23일 임시주총 주요 안건으로는 집중투표제 도입, 이사회 최대인원 19명 제한, 사외이사 후보 7인 추가 선임, 집행임원제도, 발행주식 액면 분할, 소액주주 보호, CEO와 이사회 의장직 분리 등 총 일곱 건이다.

지난 1월 21일 서울중앙지법은 MBK파트너스와 영풍이 고려아연을 상대로 제기한 의안상정금지 등 가처분 신청을 인용하였다. 재판부 결정에 따라 1월 23일 고려아연 임시 주총에서 집중투표제를 통한 이사 선임은 가로막히게 되었다.

지난 1월 22일 고려아연은 손자회사인 호주 선메탈코퍼레이션(SMC)이 최씨 일가 및 영풍정밀이 보유한 영풍 지분 약 10.3%를 취득해 고려아연 →SMH(선메탈홀딩스-SMC의모회사)→SMC→영풍→고려아연의 순환출자 고리를 형성했다고 공시하였다.

상법 369조 3항에 따르면, 상호주 의결권 제한으로 A사가 직접 또는 자회사·손자회사를 통해 B사의 주식을 10% 이상 보유한 경우 B사가 가진 A사의 지분은 의결권이 없어진다. 또한 국내 계열사를 통한 순환출자만 금지한다는 공정거래법도 활용하였다.

이에 따라 1월 23일 임시주총에서 상법에 근거해 영풍이 보유한 고려아연 주식 526만여주의 의결권을 전부 제한하면서 MBK-영풍 연합의 의결권은 46.7%에서 15.55% 수준으로 급감하였다.

집중투표제 도입을 위한 정관 변경의 건(제1-1호)은 참석 주식수 901만6432주 중 689만6228주(76.4%)가 찬성하며 가결되었다.

또한 최 회장측이 제안한 19인 이사 수 상한 설정 안건(찬성 73.2%)도 모두 가결됨에 따라 신규 이사 선임(7명) 건도 통과되었다.

이에 따라 이사회 구도는 최 회장 측 18명, MBK 측 1명(장형진 영풍 고문)으로 경영권 방어는 물론 최 회장 중심 체제가 더욱더 공고해졌다.

MBK-영풍과 최 회장 간 분쟁은 향후 2개 경로로 이루어질 것으로 전망된다. 먼저 이번 임시주총 결의의 효력을 놓고 다툴 예정이다. 이에 따라 1월 31일 MBK-영풍이 결의의 효력 정지를 구하는 가처분을 신청서를 제출하였다.

MBK-영풍은 임시주총 결의 무효화를 뒷받침하는 근거로 최 회장 측 전략의 상법상 오류를 꺼내 들었다. SMC는 호주에서 설립된 외국 법인이며 유한회사이므로 상법상 의결권 제한 규정은 적용되지 않는다는 것이다.

만약 이 가처분이 인용되면 임시 주총에서 가결된 집중투표제 도입 및 이사 수 제한은 모두 무효가 되며, 임시 주총에서 제한된 영풍의 의결권도 인정받을 수 있게 된다. 이에 따라 3월 정기주총에서 MBK-영풍이 이길 가능성성이 높아질 수 있다.

이에 대하여 최 회장 측은 정기주총 결의를 취소해달라는 본안 소송을 낼 가능성이 크다. 이 경우 소송전은 2~3년간 계속될 가능성이 크다.

다른 한편으로는 최 회장 측의 공정거래법 위반 여부를 놓고 다툴 전망이다. 2월 3일 MBK-영풍은 최 회장과 박기덕 고려아연 사장, 이성채 SMC 대표와 최주원 SMC 최고재무책임자(CFO) 등을 특정경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률(특경법)상 배임과 공정거래법 위반 혐의로 서울남부지검에 고발하였다.

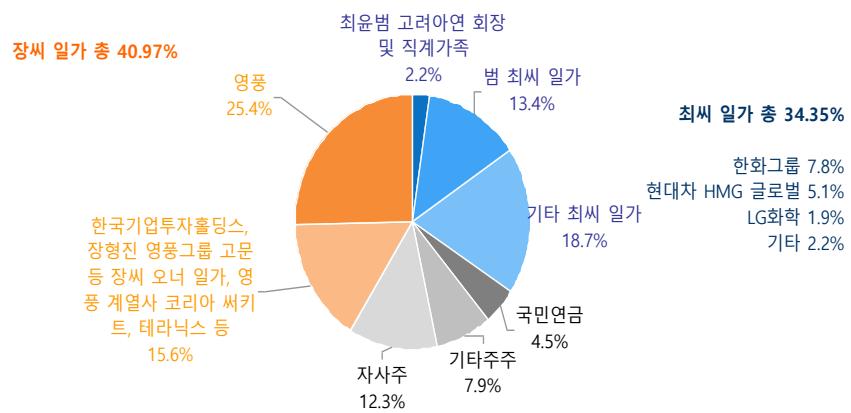
MBK-영풍은 이 소송에서 이겨야만 이번에 최 회장 측이 만들어 놓은 순환출자 구조를 원 상태로 돌려놓고 향후 다시 있을지 모를 분쟁의 씨앗을 없앨 수 있다.

공정거래법 제21조(상호출자의 금지), 제36조 제1항(기업집단 규제 회피 금지), 시행령 제42조 제4호(상호출자 금지에 대한 탈법행위 규정) 등 상호출자 및 순환출자 관련 탈법 행위를 금지하고 있다.

공정거래법 시행령 제42조에 따르면, ‘탈법 행위’의 유형에는 ‘자기의 주식을 취득·소유하고 있는 계열회사의 주식을 타인의 명의를 이용해 자기의 계산으로 취득하거나 소유하는 행위’가 포함되어 있다.

MBK-영풍측에서는 공정거래법 시행령 42조 속 ‘자기’는 고려아연, ‘계열회사’는 영풍, ‘타인’은 SMC라고 주장하고 있다. 즉, ‘고려아연 주식을 갖고 있는 영풍의 주식을 SMC의 명의를 이용해 고려아연의 계산으로 취득했다’는 것이다.

그림18. 고려아연 지분 현황



자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

(9) 머스트자산운용 vs 영풍

2024년 11월 25일 머스트자산운용은 영풍의 낮은 PBR(당시 0.14배)은 회사의 취약한 기업지배구조 및 미흡한 주주정책에 기인한다고 지적하며 이를 개선하기 위한 방안을 제언하는 공개입장문을 표명하였다.

이러한 공개입장문에는 기보유 자사주 전량 소각, 무상증자 혹은 액면분할 시행, 투자부동산 자산재평가, 밸류업 공시 등을 요청하는 내용이 포함되어 있다.

또한 2025년 2월 5일 영풍에 주주친화적 정책의 신속한 실행을 요청함과 동시에 3인의 사외이사 후보를 추천하는 주주제안서를 보냈다.

한편, 영풍과 경영권 분쟁 중인 고려아연 측은 2025년 2월 5일 계열회사 영풍정밀을 통해 집중투표제 도입, 현물배당 도입, 감사위원 분리선출 등 주주제안 안건을 제출하였다.

영풍에 외국인 사외이사 선임, 집중투표제 등을 골자로 한 주주제안을 준비하고 있던 영풍의 소액주주 연대는 2025년 2월 14일 머스트자산운용과 영풍정밀의 주주제안을 지지하며, 영풍에 별도의 주주제안을 제출하지 않되 해당 안건들의 통과를 위해 최선을 다할 것이라는 입장을 밝혔다.

지배주주 지분이 소수에게 집중된 영풍의 소유구조를 고려할 때 상법상 ‘3% 률’이 적용되는 집중투표제 도입 안건에서 일반주주의 영향력이 클 것으로 예상되며, 집중투표제가 도입된다면 향후 이사회에 고려아연 측 인사가 진입할 가능성이 높아지는 만큼 일반주주들의 지지를 확보하기 위한 영풍의 대응에 주목할 필요가 있다.

(10) 얼라인파트너스 vs 코웨이

2025년 1월 6일 코웨이는 기취득 자사주 전량 소각 및 기밀 현금배당을 통해 2024년 주주환원 규모를 연결 당기순이익의 40% 수준으로 확대하고, 향후 3년간 동일한 수준을 유지하는 주주환원정책을 제시하였다.

그러나, 당초 경영진과 비공개 대화를 진행 중이던 얼라인파트너스는 여전히 회사의 주주환원율이 적정한 수준과 괴리가 크다고 판단하여 공개캠페인으로 전환하였다.

2025 2월 6일 코웨이에 집중투표제 도입, 이사 정원 확대, 사외이사 및 감사위원 선임 안건 등 주주제안을 제출하였다.

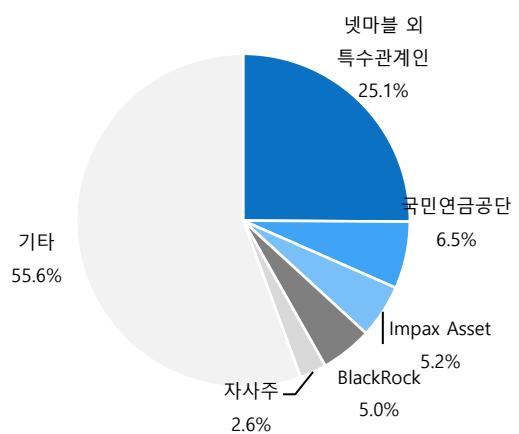
코웨이의 주주환원율은 MBK파트너스가 최대주주이던 시절 평균 91% 수준이었으나, 2020년 넷마블이 최대주주가 된 이후 20% 내외로 감소하였을 뿐만 아니라, PBR 역시 MBK파트너스가 최대주주이던 시기 평균인 6.3배에서 2025년 1월 6일 종가 기준 1.5배로 감소하였다.

이에 대하여 얼라인파트너스는 넷마블의 코웨이 지분율(25%)이 상대적으로 낮아 코웨이의 주가가 본질가치보다 낮게 형성될 경우 부족한 지배력을 강화하기에 더 유리하기 때문에 일반주주와 이해상충이 발생하지만, 넷마블이 적은 지분을 보유하고 있음에도 실질적으로 코웨이의 이사회 전원을 임명하고 있기 때문에 적절한 견제 장치가 없다는 점을 지적하였다.

이에 대한 해결책으로 얼라인파트너스는 이사회 독립성 확보가 필요하다는 점을 주주제안의 이유로 제시하였다.

한편, 코웨이의 이사회는 현재 7명으로 구성되어 있고 최대 정원이 9명인 상황에서 코웨이가 기존 사외이사 1인의 재선임 안건과 함께 신규 사외이사 2인을 신규 선임하는 의안을 추가로 상정함에 따라 다가오는 2025년 정기주주총회에서 이사회 추천 후보와 주주제안 후보가 경합하며, 선임은 다득표 순으로 결정될 예정이다.

그림19. 코웨이 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: 코웨이, iM증권 리서치본부

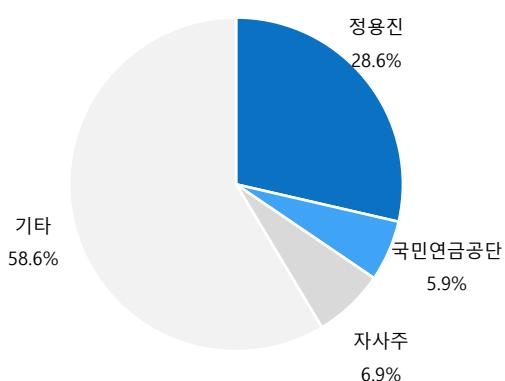
(11) 소액주주 연대, 경제개혁연대 vs 이마트

2025년 1월 8일 이마트 소액주주 연대는 유통업 수익성 개선을 위한 전략 부채, 지속적인 재무구조 악화, 최대주주인 미등기임원의 실적 대비 과도한 보수 등을 지적하면서 이마트에 저매출 점포 매각, 자회사에 대한 지원 축소·중단, 정용진 회장의 등기임원 선임, 등기임원의 보수 정책 및 중장기 경영 비전에 대한 주주와의 소통을 요구하는 주주서한을 발송하였다.

2025년 2월 11일 이마트는 성장성 개선(차별화 상품 개발, 지속 출점 등), 수익성 개선(매입조직 통합, 물류체계 개편 등), 주주환원 확대(최저배당 25% 상향, 기보유 자사주 일부 소각), 소통 강화(IR 활동 강화 등) 방안을 골자로 하는 기업가치 제고 계획을 발표하였다.

또한 2월 13일 소액주주 플랫폼 액트는 이마트의 기업가치제고계획에 경영개선 계획 등 요구사항 일부가 반영된 점에 대해 환영의 뜻을 밝히면서도, 경제개혁연대와 함께 이마트에 기업가치 제고계획 재공시 및 이행 현황의 분기별 공시, 기보유 자기주식의 전량 소각, 집중투표제 도입, 주주총회 보수심의제 도입, 권고적 주주제안권 도입 등의 주주제안 안건을 제출하였다.

그림20. 이마트 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: 이마트, iM증권 리서치본부

VI. 재벌가 오너 3·4세 시대 주주총회 등을 통하여 주주행동주의 확장세 본격화

1. 주주행동주의 활동 본격적인 증가세 진입

주주행동주의를 실행하는 투자자는 사모펀드, 기관투자자, 소액개인투자자 등으로 다양하다. 이들 투자자 유형중에서 주주행동주의를 가장 적극적인 형태로 추구하는 그룹은 사모펀드라고 볼 수 있다.

글로벌 자본시장에서 주주행동주의 투자자들의 활동은 코로나19 팬데믹 기간 동안 위축되는 모습을 보였으나 2022년부터 다시 회복세를 보이고 있다.

전통적으로 주주행동주의 활동은 미국, 캐나다, 영국, 호주 등의 서구권 국가에서 상대적으로 활발하였다.

그런데 일본의 경우 2020년 이후 주주행동주의 활동이 뚜렷하게 증가하고 있는 중이다. 이는 2014년 이후 회사법, 기업지배구조코드, 스튜어드십코드 개정 등을 통해 제도적 기반이 마련됨에 따라 활발해지고 있는 것으로 판단된다. 특히 2023년 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영> 시행이후 주주행동주의 활동이 가속화 되고 있다.

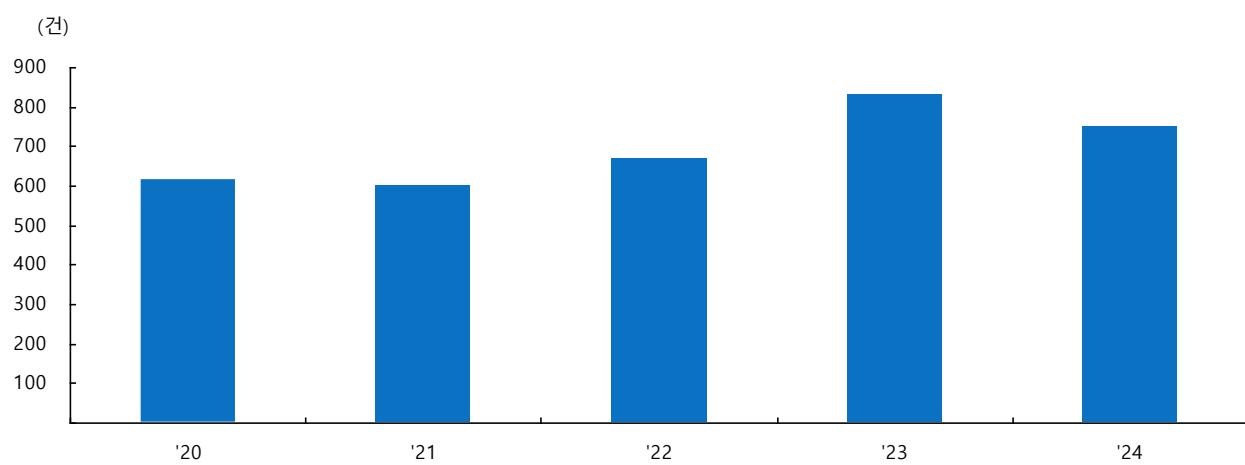
우리나라의 경우도 2022년 이후 주주행동주의 활동이 뚜렷하게 증가하고 있는 중이다. 이는 2016년 도입된 스튜어드십코드제도와 2020년 12월 감사위원 분리선출과 더불어 최대주주의 의결권을 3%로 제한하는 등의 내용이 상법 개정을 통해 제도화 된 것 등이 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

또한 정부에서는 주주 권익을 보호하기 위한 기업가치 제고 계획 수립 및 이행을 추진하는 주주행동주의 활성화에 기여를 하였다..

국내 주주행동주의 투자자들의 주주제안 내용을 살펴보면 임원(이사·감사·감사위원)선임 등 지배구조에 대한 제안이 높은 비중을 차지하고 있다. 이와 같은 주주제안에 의한 기업가치 제고 노력은 결국에는 기업경영을 담당하는 이사회와의 구성에 의해 크게 영향을 받을 가능성이 높아지면서 지배구조에 영향을 미칠 것이다.

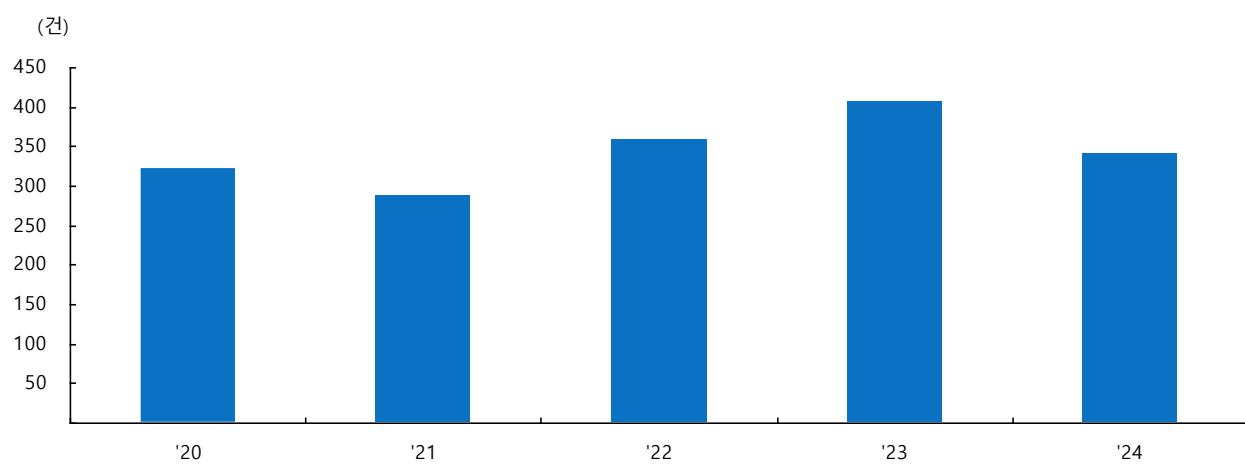
향후 상법 또는 자본시장법 등 법령과 더불어 공시제도 등이 보다 주주친화적으로 개정 등이 이루어질 것으로 예상됨에 주주행동주의 활성화에 제도적 기반이 마련될 수 있을 것이다.

그림21. 글로벌 주주행동주의 캠페인 수 추이



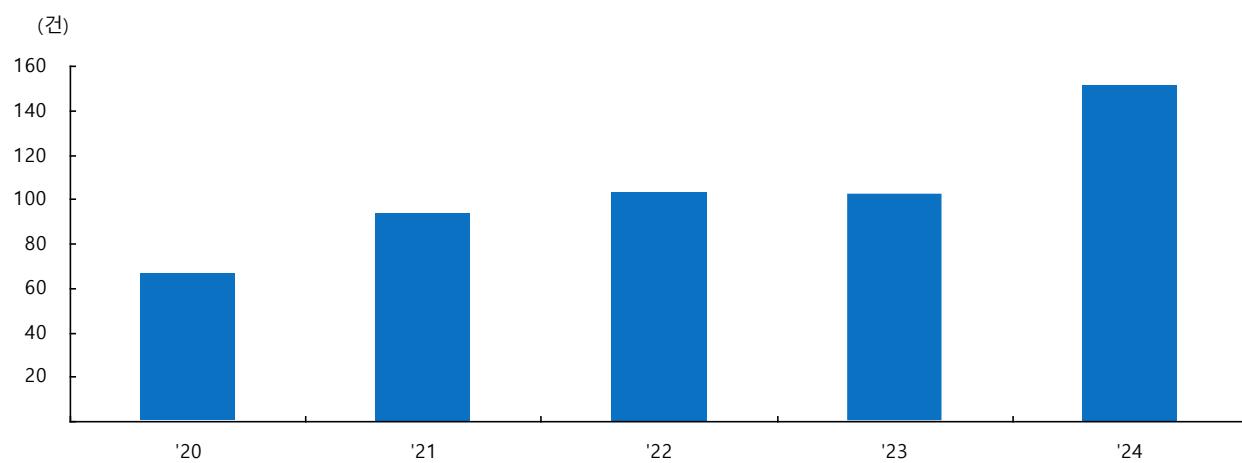
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림22. 미국 주주행동주의 캠페인 수 추이



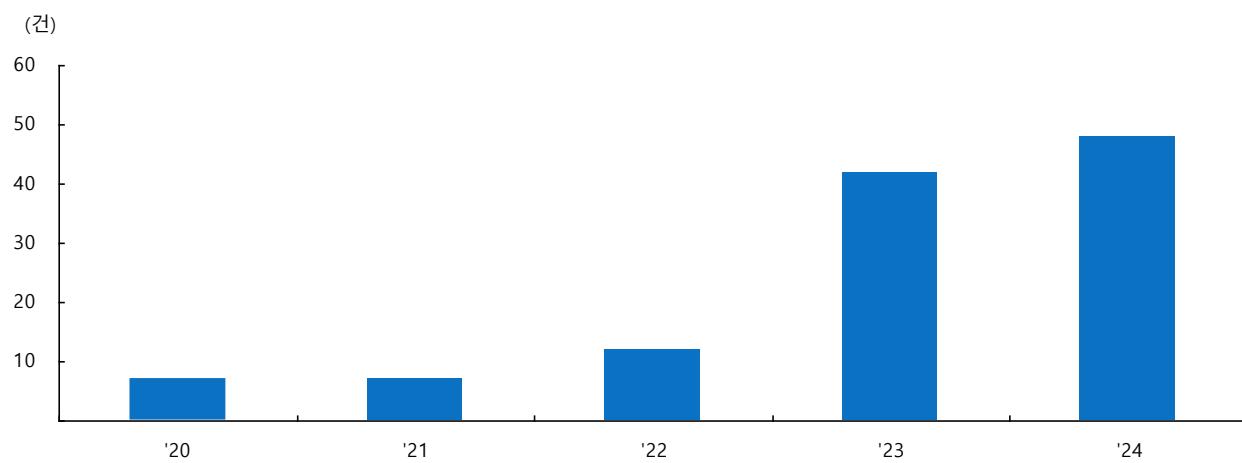
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림23. 일본 주주행동주의 캠페인 수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림24. 한국 주주행동주의 캠페인 수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

2. 재벌가 오너 3·4세 시대 행동주의 PEF 확장세 본격화

제한적인 경제 성장 전망 및 시장 포화로 인하여 기업들의 기존 성장 방식이 한계에 봉착 하였기 때문에 M&A 등 기업구조개편 등으로 인하여 주주행동주의 활동이 늘어날 수 있는 환경이 도래하고 있다. 또한 기업의 성패는 선제적 혁신 여부에 달려있는데, 변화의 노력이 내부에서 이루어지지 않는다면 주주행동주의 등 외부로부터 압력이 가해질 것이다.

이러한 성장방식의 한계 때문에 TSR(Total Shareholder Return) 증대가 가장 큰 이슈로 부각될 것이며 이를 기반으로 주주우선주의가 향후에도 지속되거나 더 강화될 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 주주행동주의의 타겟이 되는 기업들은 대체로 이전에 성과와 재무상의 수익률이 평균 이하인 경우가 많고, 특히 행동주의주주가 해지펀드인 경우 전형적으로 대상기업에 대한 시장의 저평가 상태를 이용하여 단기수익을 추구하므로 경쟁기업에 비해 평균이하의 주식가격이나 성장률을 보일수록 주주행동주의의 관심대상이 될 가능성이 크다.

보다 근본적으로 주주행동주의의 관심 대상은 지배구조가 취약한 기업들이다. 이와 결부되어 기업의 유보자금 활용계획이 투명하게 공개되지 않았거나, 장기간 유보자금 활용을 하지 않아 기업 성장이 정체시키거나 배당 등 주주들에게 이익을 배분하지 않는 등 자본배분 정책 등이 불확실성한 기업들에 대하여 주주행동주의의 대상이 될 수 있을 것이다.

무엇보다 실제 주주행동주의 단독으로는 기업의 행동을 바꿀 수 없기 때문에 다른 투자자와 연합하거나 기관투자자 내지 일반주주를 우호세력으로 만드는 것이 필수이다. 이를 달성하기 위해서는 주주행동주의가 제기하는 이슈가 일관성 있고 책임질 수 있어야 한다.

기업 벤류업 프로그램 및 자사주 제도 개선 등 정부의 지배구조 개선 정책 등이 본격화 되고 있기 때문에 지배구조 취약한 기업 대상으로 크나큰 명분을 가지고 주주행동주의를 펼칠 수 있을 것이다.

주식시장에서 행동주의 투자에 대한 부정적 평가가 줄고 있는 가운데 막대한 투자자금이 유입되었지만 경쟁이 치열해지면서 수익을 창출할 기회가 적어짐에 따라 글로벌적으로 행동주의 투자 전략을 활용하는 PEF가 확대되고 있다.

이렇듯 우리나라에서도 PEF 관련 자금이 늘어나고 있는 가운데 경쟁이 치열지면서 바이아웃 전략으로는 수익을 창출할 기회가 적어짐에 따라 향후 행동주의 전략을 활용하는 PEF의 확대가 본격화 될 것이다.

무엇보다 재벌가 오너 3·4세 시대를 맞이하여 상속, 증여 등이 이뤄지는 환경하에서 합병, 분할 등 기업구조 개편 등으로 자기 뜻을 쟁기면서 해어지는 사례가 빈번하게 일어날 것이다.

그동안 소유구조가 안정적이고 견고하였던 재벌가 오너 1·2세 시대에 비하여 재벌가 오너 3·4세들이 자기 뜻을 쟁기는 과정 속에서 경영권 분쟁 뿐만 아니라 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 PEF 확장세에 중요한 분기점이 될 것이다.

고려아연, 한미약품그룹 경영권 분쟁 등이 대표적인 사례로 들 수 있다.

향후에도 재벌가 오너 3·4세 시대 이러한 사례들이 무궁무진하게 발생하면서 행동주의 PEF의 확장세가 본격화 될 것으로 예상된다.

표27. 사모펀드 유형별 구분

| 구분 | 2021년 10월 이전 | | 2021년 10월 이후 | |
|-------------|--|------------------------------|---|---|
| | 전문투자형 사모펀드 (헤지펀드, 일반사모펀드) | 경영참여형 사모펀드(PEF) | 일반 사모펀드 | 기관전용 사모펀드 |
| 운용 주체 | 전문사모운용사(금융투자업자) | 업무집행사원(GP) (非금융투자업자) | 일반사모운용사(금융투자업자) | 업무집행사원(GP) (非금융투자업자) |
| 운용 목적 | 경영참여 목적 외 | 경영참여 목적 | | 모두 가능 |
| 투자 목적 | 해당 없음 | 출자금 50% 이상 2년 내 경영참여목적 투자 | | 투자목적 제한 폐지 |
| 투자자 범위 | ① 전문투자자 ② 최소투자금액(3억원*)이상 투자하는 일반투자자 * 레버리지 200% 초과시 5억원 | | 현행 유지 ① 전문투자자 ② 최소투자금액(3억원*)이상 투자하는 일반투자자 * 레버리지 200% 초과시 5억원 | 기관투자자 및 이에 준하는 자* * 금융기관, 특수법인, 연기금, 일정 요건을 갖춘 주권상장법인 등 |
| 투자자 보호장치 | 공모펀드에 비해 원화된 투자자 보호장치 적용 * 표준화된 설명서 작성 · 교부의무 없음, 자산운용보고서 교부의무 없음 등 | | ① 일반투자자 대상: 투자자 보호 강화 (판매사 · 수탁사 운용감시 등) ② 전문투자자 대상: 현행 수준 유지 | 현행 수준 유지 |
| 투자자수 | 49인 이하 | | 투자자 수 100인 이하 (기관투자자는 투자자 수 산정시 제외) | |
| 차입 | 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등) | 10% 이내 (SPC는 30% 이내) | 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등) | |
| 대출 | 기능 (단, 개인대출 금지) | 불기능 | 기능 (단, 개인대출 금지) | |
| 의결권 제한 | 10% 초과 주식보유분 의결권 행사 제한 | 해당 없음 | | 의결권 제한 폐지 |
| 지분 취득 | 해당 없음 | 의결권 있는 주식 10% 이상 취득 | | 지분의무 취득 폐지 |
| 보유 | 해당 없음 | 취득 후 6개월 이상 보유 | | 지분의무 취득 폐지 |

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

3. 2025년 정기주주총회 등을 통하여 주주행동주의 확장세 본격화

2024년 상장기업의 자사주 매입금액은 전년 대비 2.3배 증가(10.6조원↑)하였으며, 자사주 소각금액은 2.9배(9.1조원↑) 증가하였고, 현금배당 금액은 전년 대비 6.3%(2.7조원↑) 증가하는 등 2024년에는 기업들의 주주환원 확대 기조가 뚜렷하게 나타났으며, 주주환원 확대 요구에 대한 주주들과 기업들의 입장에 대한 간극은 상대적으로 크지 않다고 판단된다.

반면에 주주들의 기업지배구조 개선 요구가 집중투표제 도입, 독립적인 사외이사 선임, 이사보수 적정성 등 이사회 구성 및 보수 수준, 경영 견제 기능 강화에 초점을 맞추고 있는 것과 달리, 기업들의 대응은 배당의 예측가능성 강화, 배당정책 및 배당실시 계획 통지 등 제한적인 수준에 머물러 있다.

이에 따라 벤류업 정책이 비단 주주환원 확대에 머무는 것이 아니라 기업지배구조 개선 전반에 작용할 수 있음을 인지하여야 하며, 기업들은 주주들의 요구를 반영해 기업가치를 중장기적으로 제고할 수 있는 보다 체계적이고 구체적인 기업지배구조 개선 방안을 제시할 필요성이 커질 것으로 전망된다.

2025년 정기주주총회에서는 개인투자자, 주주연대, 주주행동주의 투자자의 적극적인 주주권 행사가 펼쳐질 것으로 예상된다.

개인투자자는 최근 3년간 꾸준히 1,400만 명 수준을 유지하고 있고, 개인투자자를 위한 다수의 플랫폼이 활성화되면서 주주연대를 통한 결집도 이루어지고 있다.

주주행동주의의 경우도 2025년 정기주주총회 대상기업들에게 주주서한을 보냈으며, 이러한 주주제안을 통한 집중투표제 도입, 감사위원 등 임원 선임 사례도 많아질 것이다.

다만, 2025년 정기주주총회에서는 일반주주들이 요구하는 구체적인 기업지배구조 개편 방향과 기업들의 대응 간의 간극이 부각될 것으로 예상되며, 이를 둘러싼 논의가 더욱 심화될 것으로 예상된다.

이러한 자본시장의 변화에 발맞추어서 정부에서는 주주 권익을 보호하기 위한 기업가치 제고 계획 수립 및 이행을 추진할 것으로 예상된다. 이러한 환경하에서 상법 또는 자본시장법 등 법령과 더불어 공시제도도 보다 주주친화적으로 개정 등이 이루어질 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세가 본격화 될 수 있을 것이다.

표28. 한국 주주행동주의 현황(2024년 기준)

| 대상 기업 | 시기총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|---------|-----------|-------------------------------|--|
| 삼성물산 | 21,366 | 안디자산운용 등 | 자본금 환원/자사주 매입, 순자산가치 실현 |
| HMM | 17,797 | 홍이표 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사 해임/투표 보류 |
| 두산에너빌리티 | 17,295 | Conduit Co Ltd | 기타 거래 반대 (분할 반대), 사업전략 검토 |
| 고려아연 | 15,859 | KCGI, 영풍 | 타 행동주의자 지원, 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 개편 |
| SK스퀘어 | 12,567 | Palliser Capital UK Ltd | 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 대표성, 비용 절감, 보수 변경 |
| KT&G | 12,499 | IBK기업은행 | 이사회 대표성 |
| 두산밥캣 | 4,797 | 얼라인파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입, 해산, 보수 변경, 미국 상장, 이사회 대표성 |
| 한미약품 | 3,292 | 한미사이언스 | 이사회 대표성, 이사회 개편 |
| 금호석유 | 3,223 | 차파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 대표성 |
| DB하이텍 | 2,160 | 소액주주 연합(오영호) | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 한미사이언스 | 1,997 | 임종윤 | 이사회 개편 |
| 오스코텍 | 1,126 | 이진화 | 과반수 결의 제도 삭제, 이사회 대표성 |
| DI동일 | 944 | DI동일 소액주주연대, 정성희 | 회사 회계 장부 열람, 신규 감사인 선임, 이사 해임/투표 보류 |
| 영풍 | 808 | 머스트자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 파마셀 | 641 | 리판자산운용 | 이사 해임/투표 보류 |
| 아닌티 | 538 | 박장호 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사 해임/투표 보류 |
| 메가스터디교육 | 465 | Dalton Investments LLC | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 코오롱생명과학 | 334 | 윤영기 | 감사 선임 반대 |
| 삼목에스풀 | 301 | 이보열 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사 해임/투표 보류, 보수 변경 |
| 에치에프알 | 270 | 엄진선 | 자본금 환원/자사주 매입, 감사 선임, 보수 변경 |
| 비덴트 | 256 | 박해진 | 보수 변경, 감사인의 보수 한도 승인 반대 |
| 아미코젠 | 236 | 이정훈 | 이사 해임/투표 보류 |
| 방림 | 164 | 오덕진 | 감사 선임 |
| DMS | 151 | 박성표 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 엠벤처투자 | 105 | 김세진 | 보수 변경, 감사 선임 반대 |
| 만호제강 | 103 | 소액주주연대 | 이사 해임/투표 보류 |
| 대호에이엘 | 86 | 소액주주연대 | 이사회 개편 |
| 세토피아 | 82 | Willow Investment Association | 이사회 개편, 상장 폐지 방지 |
| 오로리월드 | 76 | 김정삼 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사 해임/투표 보류, 보수 변경 |
| 테라사이언스 | 70 | 김서태 | 이사 해임/투표 보류, 보수 변경 |
| 세원이엔씨 | 67 | 강홍철, 범한메카텍 | 이사회 개편 |
| 일파홀딩스 | 61 | 이용대 | 이사회 대표성 |
| 블루콤 | 60 | 진수경 | 상근감사 선임 |
| 대양금속 | 59 | 비비원조합, 박영두 | 이사회 개편, 이사 해임/투표 보류, 보수 변경, 타 행동주의자 지원 |
| 대유 | 57 | 임준혁, 신수은 | 이사회 대표성, 상근감사 선임 반대 |
| 프롬바이오 | 54 | 김형철 | 이사 해임/투표 보류, 감사 선임 반대 |
| 알에프세미 | 52 | 김시원 | 이사 해임/투표 보류, 보수 변경 |
| 와이엠 | 48 | 유승덕 | 이사 해임/투표 보류 |
| 오션인더블유 | 44 | 이석빈 | 정관 삭제 제안 반대 |
| BF랩스 | 24 | 심재영 | 이사 해임/투표 보류 |
| DGP | 23 | 김인수 | 이사회 대표성 |
| 투비소프트 | 6 | Cavallo Blanco | 이사 해임/투표 보류 |
| 나라소프트 | 2 | 황승현 | 이사회 개편, 감사 선임, 이사 해임/투표 보류 |
| 커넥트웨이브 | - | 이승조 | 자본금 감소 승인 반대 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표29. 한국 주주행동주의 현황(2023년 기준)

| 대상 기업 | 시기총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|---------|-----------|--|--|
| JB금융지주 | 31,718 | 얼리언파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 신한지주 | 23,813 | 얼리언파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 삼성물산 | 21,366 | Whitebox Advisors LLC, Palliser Capital UK Ltd, City of London Investment Group PLC | 보수 변경, 자본 배분 계획 수립, 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 개편, 경영진 개편, 해산, 사업전략 검토, 타 행동주의자 지원, 순자산가치 실현 |
| KB금융 | 17,579 | 얼리언파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 하나금융지주 | 12,528 | 얼리언파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| KT | 11,933 | 배창식 | 이사회 축소, 복수 CEO 제도 폐지, 이사회 개편 |
| LG | 10,995 | Silchester International Investors LLP | 자본금 환원/자사주 매입 |
| BNK금융지주 | 3,701 | 얼리언파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 우리금융지주 | 3,477 | 얼리언파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 대표성, 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 개편, 사외이사 규모 확대 및 선임 |
| 에스엠 | 2,377 | 하이브, 애수만 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 개편, 기타 거래 반대 (카카오에 대한 신주 및 CB 발행 반대), 이사회 의장 매년 재선출 |
| 현대엘리베이 | 2,228 | KCGI | 이사 해임/투표 보류, 보수 변경, 자본금 환원/자사주 매입 |
| DB하이텍 | 2,160 | KCGI | 자본금 환원/자사주 매입, 사외이사 추가, 이사회 개편, 이사 해임/투표 보류, 이사회 대표성 |
| DGB금융지주 | 1,578 | 얼리언파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 태광산업 | 823 | 트러스트자산운용 | 이사회 대표성, 자본금 환원/자사주 매입, 감사 선임 |
| 남양유업 | 492 | 차파트너스자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입, 독립 감사 선임, 주식 분할(5:1) |
| SBS | 417 | 얼리언파트너스자산운용 | 논의 단계 |
| HL홀딩스 | 365 | VIP자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| 아이아이디 | 354 | 이화그룹 주주연합 | 이사회 개편 |
| 한국철강 | 270 | 밸류파트너스자산운용 | 이사회 대표성, 자본금 환원/자사주 매입, 보수 변경 |
| 이트론 | 246 | 이화그룹 우리사주조합 | 이사회 개편 |
| 이화전기 | 197 | 이화그룹 주주연합 | 이사회 대표성, 이사회 대표성 |
| 한국알콜 | 187 | 트러스트자산운용 | 논의 단계 |
| 다올투자증권 | 163 | 김가수 | 자본금 환원/자사주 매입, 보수 변경, 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 대표성 |
| 휴센텍 | 150 | 제우스2호조합, 포트헤밀턴조합1호 | 타 행동주의자 지원, 이사회 개편 |
| 디엔에이링크 | 133 | Mujin Chen and others | 이사회 개편 |
| 유니켐 | 132 | 햇발 | 이사회 대표성, 이사회 개편 |
| 만호제강 | 103 | 엠케이에셋 | 자본금 환원/자사주 매입, 보수 변경, 이사회 개편 |
| 베뉴지 | 100 | 배진한 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 개편, 이사회 대표성 |
| 대호에이엘 | 86 | 김재웅 | 이사회 대표성, 이사회 개편 |
| SCL사이언스 | 65 | 김경수 | 공식 활동 미전개 |
| KH 건설 | 61 | 김형건 | 이사회 대표성 |
| 제일바이오 | 61 | 심광경 | 이사회 개편 |
| 대유 | 57 | 조남일 | 이사회 개편 |
| 지더블유바이텍 | 54 | 고승환 | 이사회 개편 |
| 유니온커뮤니티 | 41 | 슈프리마에이치큐 | 감사 선임 |
| 디딤이엔비에프 | 27 | 김상훈 | 이사 해임/투표 보류, 이사회 개편, 이사회 개편, 경영진 개편 |
| 셀리버리 | 3 | 셀리버리 주주연합 | 이사회 개편, 보수 변경 |
| 멜파스 | - | 강정훈 | 이사 해임 반대 투표 진행 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표30. 한국 주주행동주의 현황(2022년 기준)

| 대상 기업 | 시기총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|---------|-----------|------------------------------|---|
| 메리츠금융지주 | 23,096 | Dalton Investments LLC | 경영진 지원 해산, 보수 변경, 여성 이사 1인 이상 선임, 이사 선임, 자본금 환원/자사주 매입, 사업전략 검토, 이사회 확대, 이사회 대표성, 경영진 개편, 타 행동주의자 지원 |
| KT&G | 12,499 | 인디자산운용, Flashlight Capital | 자본금 환원/자사주 매입 |
| SK | 10,767 | Dalton Investments LLC | 감사 선임, 기타 거래 반대 |
| 에스엠 | 2,377 | 얼리언파트너스자산운용 | 해산, 자본금 환원/자사주 매입, 집중투표제 도입, 이사회 대표성 |
| SK케미칼 | 752 | 인디자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입 |
| HL홀딩스 | 365 | VIP자산운용 | 이사 보수한도 개편, 낙하산 제거, 사외이사 추가, 자본금 환원/자사주 매입, 감사 선임, 보수 변경 |
| 토비스 | 300 | 차파트너스자산운용, KB자산운용, NH투자증권 | 이사회 개편, 정관 변경 |
| 휴센텍 | 150 | 포트해밀턴조합1호 | 이사회 개편, 정관 변경 |
| 화성산업 | 95 | 이홍중(대표이사) | 이사회 개편, 자본금 환원/자사주 매입 |
| 사조오양 | 82 | 차파트너스자산운용, KB자산운용, NH투자증권 | 이사 선임, 자본금 환원/자사주 매입, 청산, 이사회 개편 |
| 오스템임플란트 | - | KCGI | 거버넌스 향상 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표31. 한국 주주행동주의 현황(2021년 기준)

| 대상 기업 | 시기총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|--------|-----------|---------------------------|--|
| 금호석유 | 3,223 | 박철완 | 자본금 환원/자사주 매입, 인수 반대, 독립 이사 선임, ESG 팀 출범, IPO 시작, 자사주 소각, 이사회 개편, 이사회 대표성 |
| 한국엔컴퍼니 | 1,540 | 조희경, 조현식(고문) | 이사회 대표성, 감사 선임 |
| 한샘 | 1,094 | Teton Capital Partners LP | 이사회 대표성 |
| SK케미칼 | 752 | Metrica Partners Pte Ltd | 해산, 자본금 환원/자사주 매입, 경영진 및 이사의 겸업 금지, 이사회 다양성 강화, 사업전략 검토, 해산, 합병 반대 |
| BYC | 171 | 트러스톤자산운용 | 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 의사록 열람, 사외이사 선임 |
| 좋은사람들 | 65 | 박시형 | 정관 변경, 이사회 개편, 이사 해임/투표 보류 |
| 삼영이엔씨 | 12 | 황혜경, 이선기, 조경민 | 경영진 개편 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표32. 한국 주주행동주의 현황(2020년 기준)

| 대상 기업 | 시기총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|-------|-----------|---|--|
| LG화학 | 17,683 | 국민연금 | 기타 거래 반대 (해산 반대) |
| LG | 10,995 | Whitebox Advisors LLC | 기타 거래 반대 (분할 반대), 순자산가치 실현, 해산, 사업전략 검토, 거버넌스 위원회 설립 |
| 한진칼 | 5,414 | 반도건설 | 경영진 개편 |
| 한진 | 293 | HYK파트너스 | 해산, 보수 변경, 전문경영인 제도 도입, 이사회 대표성, 감사 선임, 전자투표제 시행, 이사 결격규정 도입, 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 규모 확대 |
| 삼영무역 | 248 | Highdene International Investors LLP | 공식 활동 미전개 |
| 케이프 | 209 | KH Chai Co Ltd | 이사회 대표성, 자본금 환원/자사주 매입, 보수 변경 |
| 파나케이아 | - | 소액주주연대 | 이사회 대표성 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표33. 미국 주주행동주의 현황 (2024년 기준 시가총액 10조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|------------------------------------|-----------|--|---|
| Amazon.com Inc | 3,277,021 | Blue Duck Capital LLC | 자본금 환원/자사주 매입, 비용 절감 |
| Texas Instruments Inc | 260,365 | Elliott Investment Management LP | 비용 절감 |
| Pfizer Inc | 215,987 | Starboard Value LP | 논의 단계 |
| Honeywell International Inc | 198,136 | Elliott Investment Management LP | 해산 |
| Starbucks Corp | 185,169 | Elliott Investment Management LP, Starboard Value LP | 논의 단계 |
| CVS Health Corp | 116,148 | Glenview Capital Management LLC | 이사회 대표성 |
| Air Products and Chemicals Inc | 100,729 | Mantle Ridge LP, DE Shaw & Co LP | 이사회 대표성, 보수 변경, 자본금 환원/자사주 매입, 경영진 개편, 타 행동주의자 지원, 이사회 개편 |
| Autodesk Inc | 88,604 | Starboard Value LP | 이사회 대표성, 비용 절감, 보수 변경, 경영진 개편, 자본금 환원/자사주 매입 |
| American Electric Power Co Inc | 82,220 | Icahn Enterprises LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| Johnson Controls International plc | 80,861 | Elliott Investment Management LP, Soroban Capital Partners LP | 공식 활동 미전개 |
| Norfolk Southern Corp | 79,069 | Ancora Advisors LLC, EdgePoint Investment Group Inc/Canada | 이사회 개편, 경영진 개편, 비용 절감, 보수 변경, 이사회 대표성, 타 행동주의자 지원 |
| Kenvue Inc | 64,021 | Starboard Value LP | 이사회 대표성 |
| Crown Castle Inc | 57,448 | Theodore B Miller Jr "Ted" | 이사회 대표성, 해산, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Texas Pacific Land Corp | 44,812 | Bulldog Investors LLP | 보통주 추가 발행에 대한 주주 승인 |
| Kellanova | 41,145 | TOMS Capital Investment Management LP | 논의 단계 |
| Markel Group Inc | 34,764 | JANA Partners LLC | 사업전략 검토, 해산 |
| Twilio Inc | 26,380 | Sachem Head Capital Management LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| Southwest Airlines Co | 26,239 | Elliott Investment Management LP, Artisan Partners Asset Management Inc | 경영진 개편, 사업전략 검토, 이사회 대표성, 이사회 개편, 타 행동주의자 지원 |
| Sun Communities Inc | 24,620 | Land & Buildings Investment Management LLC | 이사회 의석 추가 부여 |
| Amcor PLC | 21,040 | Ancora Advisors LLC | 논의 단계 |
| Solventum Corp | 20,944 | Trian Fund Management LP | 해산, 자본금 환원/자사주 매입, 비용 절감 |
| U-Haul Holding Co | 18,093 | Trian Fund Management LP | 논의 단계 |
| VF Corp | 14,241 | Kelly Barbee | 타 행동주의자 지원 |
| Wynn Resorts Ltd | 13,983 | Tilman Fertitta | 기타 (브랜드 확장) |
| Hasbro Inc | 13,689 | Seven Corners Capital Management LLC | 이사 해임/투표 보류, 보수 변경, 사업전략 검토, 해산, 이사 선임 |
| Henry Schein Inc | 12,995 | Anonym Capital Management LP | 비용 절감, 해산, 이사회 대표성, 경영진 개편, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Frontier Communications Parent Inc | 12,943 | Glendon Capital Management LP, Cooper Investors Pty Ltd, Carronade Capital Management LP | 합병 반대, 회사 인수 |
| Match Group Inc | 11,809 | Elliott Investment Management LP, Anson Funds Management LP, Starboard Value LP | 논의 단계, 이사회 대표성, 비용 절감, 자본금 환원/자사주 매입, 회사 인수, 사업전략 검토 |
| Dropbox Inc | 11,581 | Half Moon Capital LLC | 기타 조항 변경 |
| Paramount Global | 11,455 | Blackwood Capital Management LLC, Matrix Asset Advisors Inc | 합병 반대, 회사 인수, 사업전략 검토 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표34. 미국 주주행동주의 현황(2023년 기준 시가총액 10조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|---------------------------------------|-----------|--|---|
| Tesla Inc | 1,349,364 | Gerber Kawasaki Inc | 이사회 대표성 |
| Alibaba Group Holding Ltd | 476,710 | RC Ventures LLC | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Salesforce Inc | 424,284 | Elliott Investment Management LP, Inclusive Capital Partners LP, ValueAct Capital Management LLC, Third Point LLC | 이사회 대표성 |
| Walt Disney Co/The | 291,645 | ValueAct Capital Management LLC, Blackwells Capital LLC, Ancora Advisors LLC | 경영진 지원, 이사회 대표성, 해산, 장부 및 기록 열람 요구, 타 행동주의자 지원 |
| Union Pacific Corp | 213,994 | Soroban Capital Partners LP | 경영진 개편, CEO 임명 |
| Starbucks Corp | 185,169 | Strategic Organizing Center | 이사회 대표성, 직원 처우 개선 |
| Spotify Technology SA | 177,362 | ValueAct Capital Management LLC | 비용 절감 |
| 3M Co | 115,465 | Flossbach von Storch AG | 경영진 개편 |
| Phillips 66 | 73,776 | Elliott Investment Management LP | 이사회 대표성, 비용 절감, 경영진 개편, 해산, 자본금 환원/자사주 매입, 회사 인수, 이사회 대표성, 이사회 투명성 제고 |
| Allstate Corp/The | 72,041 | Trian Fund Management LP | 공식 활동 미전개 |
| Crown Castle Inc | 57,448 | Elliott Investment Management LP | 경영진 개편, 사업전략 검토, 보수 변경, 이사회 개편, 해산, 회사 장부 검토 |
| L3Harris Technologies Inc | 54,966 | DE Shaw & Co LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| Constellation Brands Inc | 46,499 | Elliott Investment Management LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| Texas Pacific Land Corp | 44,812 | Horizon Kinetics LLC and SoftVest LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| FleetCor Technologies Inc | 37,393 | DE Shaw & Co LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| PPL Corp | 37,138 | Elliott Investment Management LP | 논의 단계 |
| Expedia Group Inc | 37,092 | ValueAct Capital Management LLC | 비용 절감 |
| NRG Energy Inc | 33,117 | Elliott Investment Management LP | 이사회 대표성, 비용 절감, 사업전략 검토, 자본금 환원/자사주 매입, 해산, 경영진 개편 |
| PulteGroup Inc | 30,506 | William J Pulte "Bill" | 경영진 개편 |
| Twilio Inc | 26,380 | Legion Partners Asset Management LLC | 이사회 대표성, 해산, 사업전략 검토, 비용 절감, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Twilio Inc | 26,380 | Anson Funds Management LP | 회사 인수, 자본금 환원/자사주 매입, 경영진 개편, 이사회 대표성, 해산 |
| Trimble Inc | 25,313 | JANA Partners LLC | 자본금 환원/자사주 매입, 회사 인수 |
| News Corp | 23,995 | Starboard Value LP | 해산, 차등의결권 구조 폐지 |
| Grayscale Bitcoin Trust BTC | 23,804 | Alameda Research Ltd | 순자산기자치 실현 |
| Illumina Inc | 21,491 | Icahn Enterprises LP | 이사회 대표성, 해산, 경영진 개편, 이사회 개편 |
| BioMarin Pharmaceutical Inc | 18,937 | Elliott Investment Management LP | 논의 단계 |
| Host Hotels & Resorts Inc | 16,146 | Land & Buildings Investment Management LLC | 환경 제도 개편 |
| Exelixis Inc | 15,153 | Caligan Partners LP, Farallon Capital Management LLC | 이사회 대표성, 자본금 환원/자사주 매입 |
| VF Corp | 14,241 | Engaged Capital LLC, Legion Partners Asset Management LLC | 비용 절감, 해산, 사업전략 검토, 부동산 분리, 이사회 대표성, 타 행동주의자 지원, 해산, 사업전략 검토 |
| Frontier Communications Parent Inc | 12,943 | JANA Partners LLC, Cerberus Capital Management LP | 사업전략 검토, 회사 인수, 해산, 합병 반대 |
| Wyndham Hotels & Resorts Inc | 12,057 | Choice Hotels International Inc | 이사회 대표성, 회사 인수, 이사회 개편 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표35. 미국 주주행동주의 현황(2022년 기준 시가총액 10조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|--|-----------|---|--|
| Alphabet Inc | 3,054,331 | TCI Fund Management Ltd | 비용 절감, 자본금 환원/자사주 매입, 보수 변경, 비용 절감 |
| Meta Platforms Inc | 2,462,446 | Altimeter Capital Management LP | 비용 절감 |
| Netflix Inc | 610,957 | Seven Corners Capital Management LLC | 자본금 환원/자사주 매입, 이사 해임/투표 보류 |
| Coca-Cola Co/The | 439,284 | Engine No 1 LLC | 환경 정책 검토 (캔과 병의 재활용 확대) |
| Salesforce Inc | 424,284 | Starboard Value LP | 이익률 향상 |
| McDonald's Corp | 313,603 | Icahn Enterprises LP | 이사회 대표성, 보수 변경 |
| Walt Disney Co/The | 291,645 | Third Point LLC | 비용 절감, 자본금 환원/자사주 매입, 해산, 이사회 대표성, 사업전략 검토 |
| Walt Disney Co/The | 291,645 | Trian Fund Management LP | 경영진 개편, 비용 절감, 이사회 대표성, 보수 변경 |
| BlackRock Inc | 213,613 | Bluebell Capital Partners Ltd | 경영진 개편, 이사 해임/투표 보류 |
| Colgate-Palmolive Co | 105,565 | Third Point LLC and TOMS Capital Investment Management LP | 해산 |
| PayPal Holdings Inc | 102,820 | Elliott Investment Management LP | 비용 절감 |
| FedEx Corp | 88,990 | DE Shaw & Co LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| CSX Corp | 88,966 | Chris Larson | 이사회 대표성 |
| Kroger Co/The | 66,599 | Icahn Enterprises LP | 이사회 대표성 |
| Verisk Analytics Inc | 58,286 | DE Shaw & Co LP | 해산, 독립 이사 선임 |
| Vertiv Holdings Co | 54,167 | Starboard Value LP | 비용 절감 |
| Fidelity National Information Services Inc | 52,656 | JANA Partners LLC, DE Shaw & Co LP | 논의 단계, 이사회 의석 추가 부여 |
| Texas Pacific Land Corp | 44,812 | Schwartz Investment Counsel Inc, Lion Long Term Partners | 이사회 투명성 제고, 증자 반대 투표 |
| Humana Inc | 44,393 | Starboard Value LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| Cardinal Health Inc | 44,320 | Elliott Investment Management LP | 이사회 대표성 |
| Ventas Inc | 43,058 | Land & Buildings Investment Management LLC | 이사회 대표성, 이사 해임/투표 보류 |
| Pinterest Inc | 36,084 | Elliott Investment Management LP | 회사 인수, 사업전략 검토 |
| Chesapeake Energy Corp | 34,139 | Kimmeridge Energy Management Co LLC | 논의 단계 |
| International Flavors & Fragrances Inc | 29,718 | Icahn Enterprises LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| NiSource Inc | 27,111 | Elliott Investment Management LP, HITE Hedge Asset Management LLC | 논의 단계, 회사 인수, 사업전략 검토 |
| Nutanix Inc | 26,805 | Legion Partners Asset Management LLC | 공식 활동 미전개 |
| Western Digital Corp | 25,169 | Elliott Investment Management LP Irenic Capital Management LP, | 해산, 사업전략 검토 |
| News Corp | 23,995 | Independent Franchise Partners LLP, T Rowe Price Group Inc | 사업전략 검토, 해산, 합병 반대, 타 행동주의자 지원 |
| Grayscale Bitcoin Trust BTC | 23,804 | Fir Tree Capital Management LP | 순자산가치 실현, 기타 거래 반대 |
| American Homes 4 Rent | 18,582 | Land & Buildings Investment Management LLC | 이사 해임/투표 보류, 환경 제도 개편 |
| Curtiss-Wright Corp | 17,339 | Saddle Point Management LP | 이사회 대표성, 사업전략 검토, 해산 |
| CH Robinson Worldwide Inc | 16,813 | Ancora Advisors LLC and Pacific Point Wealth Management | 이사회 의석 추가 부여 |
| Wix.com Ltd | 15,751 | Starboard Value LP | 논의 단계 |
| Crown Holdings Inc | 15,197 | Impactive Capital LP, Icahn Enterprises LP | 해산, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Masimo Corp | 14,824 | Politan Capital Management LP | 이사회 대표성, 이사회 대표성, 해산, 경영진 개편 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표36. 미국 주주행동주의 현황(2021년 기준 시가총액 10조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|--|-----------|--|---|
| ExxonMobil Corp | 685,186 | Federated Hermes Inc | 타 행동주의자 지원 |
| Duke Energy Corp | 129,364 | Elliott Investment Management LP | 이사회 대표성, 해산, 사업전략 검토, 독립 이사 선임, 보수 변경 |
| Public Storage | 77,003 | Land & Buildings Investment Management LLC | 집중투표제 도입 |
| General Motors Co | 69,559 | Engine No 1 LLC | 환경 제도 개편 (경차 배기기스 배출량 감축) |
| Delta Air Lines Inc | 57,497 | Invictus Global Management LLC | 기타 거래 반대 |
| Texas Pacific Land Corp | 44,812 | ATG Capital Management LLC | 이사회 투명성 제고 |
| Centene Corp | 40,717 | Poltian Capital Management LP | 이사회 대표성 |
| GoDaddy Inc | 36,086 | Starboard Value LP | 회사 인수, 사업전략 검토, 비용 절감, 이사회 대표성, 자본금 환원/자사주 매입 |
| FirstEnergy Corp | 35,792 | Icahn Enterprises LP | 이사회 대표성 |
| International Flavors & Fragrances Inc | 29,718 | Sachem Head Capital Management LP | 이사회 대표성 |
| Principal Financial Group Inc | 27,953 | Elliott Investment Management LP | 이사회 대표성, 해산, 사업전략 검토 |
| Grayscale Bitcoin Trust BTC | 23,804 | Marlton LLC | 순자산가치 실현 |
| US Foods Holding Corp | 23,480 | Sachem Head Capital Management LP | 이사회 대표성, 이사회 개편, 경영진 개편, 회사 인수, 사업전략 검토 |
| Dollar Tree Inc | 22,999 | Mantle Ridge LP | 경영진 개편, 이사회 개편 |
| Encompass Health Corp | 14,421 | JANA Partners LLC | 해산 |
| Skechers USA Inc | 13,865 | Tremblant Capital LP | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Old Republic International Corp | 13,585 | Owl Creek Asset Management LP | 사업전략 검토, 해산, 자본금 환원/자사주 매입, 이사회 투명성 제고, 이사회 다양성 |
| Berry Global Group Inc | 12,021 | Ancora Advisors LLC | 회사 인수, 사업전략 검토, 자본금 환원/자사주 매입 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표37. 미국 주주행동주의 현황(2020년 기준 시가총액 10조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|---------------------------------|-----------|--|--|
| ExxonMobil Corp | 685,186 | Engine No 1 LLC, California State Teachers' Retirement System, DE Shaw & Co LP | 이사회 대표성, 청정 에너지 투자, 보수 변경, 비용 절감, 환경 정책 검토 ('50년 Net Zero), 타 행동주의자 지원, 환경 정책 검토 (탄소 포집 \$30억 투자 철회) |
| Walt Disney Co/The | 291,645 | Third Point LLC | 연간 배당 정책 제고, 사업전략 검토 |
| Intel Corp | 146,916 | Third Point LLC | 사업전략 검토, 해산, 이사회 대표성 |
| Public Storage | 77,003 | Elliott Investment Management LP | 이사회 대표성, 사업전략 검토 |
| Corteva Inc | 62,715 | Starboard Value LP | 이사회 개편, 경영진 개편 |
| Crown Castle International Corp | 57,448 | Elliott Investment Management LP | 자본금 환원/자사주 매입, ROIC 수익률 제고, 사업전략 검토, 해산 |
| HP Inc | 46,020 | Xerox Holdings Corp | 이사회 개편, 회사 인수 |
| CenterPoint Energy Inc | 32,004 | Elliott Investment Management LP | 이사회 의석 추가 부여 |
| ON Semiconductor Corp | 30,731 | Starboard Value LP | 비용 절감, 회사 인수, 사업전략 검토 |
| Energy Inc | 22,902 | Elliott Investment Management LP | 이사회 대표성, 회사 인수, 사업전략 검토, 환경 정책 검토 |
| American Homes 4 Rent | 18,582 | Land & Buildings Investment Management LLC | 이사회 대표성 |
| Ovintiv Inc | 15,735 | Kimmeridge Energy Management Co LLC | 보수 변경, 이사회 대표성, 해산, 자본금 환원/자사주 매입, 배출 관련 환경 목표 설정 |
| Invesco Ltd | 11,100 | Trian Fund Management LP | 이사회 대표성, 회사 인수 |
| CommVault Systems Inc | 10,907 | Starboard Value LP | 이사회 개편 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표38. 일본 주주행동주의 현황(2024년 기준 시가총액 1조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|---|-----------|---|---|
| SoftBank Group Corp | 125,124 | Elliott Investment Management LP | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Seven & i Holdings Co Ltd | 53,549 | ValueAct Capital Management LLC, Artisan Partners Asset Management Inc | 해산, 회사 인수, 보수 변경 |
| Toyota Industries Corp | 41,486 | Asset Value Investors Ltd, Dalton Investments LLC | 회사 인수, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Sumitomo Corp | 40,214 | Elliott Investment Management LP | 논의 단계 |
| NEC Corp | 39,090 | Curi RMB Capital LLC, Oasis Management Co Ltd | 사업전략 검토, 인수 제안에 대한 정보 공개, 기타 거래 반대 |
| Mitsui Fudosan Co Ltd | 35,073 | Elliott Investment Management LP | 자본금 환원/자사주 매입, 해산, 부동산 분리 |
| Kao Corp | 29,540 | Oasis Management Co Ltd | CMO(Chef Marketing Officer) 재선임, 해산, 이사회 다양성, 이사회 개편, 보수 변경 |
| Tokyo Gas Co Ltd | 17,753 | Elliott Investment Management LP | 해산 |
| SBI Holdings Inc | 12,927 | GAM Holding AG | 순자산기자치 실현, 블록체인 기술 및 암호화폐 비즈니스 전략 수립 |
| Dai Nippon Printing Co Ltd | 11,823 | Japan Catalyst Inc | 이사회 대표성 |
| Sanwa Holdings Corp | 10,830 | ValueAct Capital Management LLC | 공식 활동 미전개 |
| Seibu Holdings Inc | 10,062 | 3D Investment Partners Pte Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Toyo Suisan Kaisha Ltd | 9,691 | Nihon Global Growth Partners Management Inc, Dalton Investments LLC | 자본금 환원/자사주 매입, 보수 변경, 자본비용 공개, 해산, 사업전략 검토, 자본금 환원/자사주 매입, 타 행동주의자 지원 |
| NS Solutions Corp | 7,000 | 3D Investment Partners Pte Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Shimamura Co Ltd | 6,141 | Japan Catalyst Inc | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Tokyo Tatemono Co Ltd | 4,925 | Palliser Capital UK Ltd | 해산 |
| NEC Networks & System Integration Corp | 4,762 | Oasis Management Co Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Hachijuni Bank Ltd/The | 4,667 | LIM Advisors Ltd | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Fujitec Co Ltd | 4,475 | Farallon Capital Management LLC | 공식 활동 미전개 |
| Kobayashi Pharmaceutical Co Ltd | 4,188 | Oasis Management Co Ltd | 이사회 대표성 |
| NHK Spring Co Ltd | 4,036 | Dalton Investments LLC | 보수 변경 |
| Mercari Inc | 3,724 | Oasis Management Co Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Zeon Corp | 3,257 | Oasis Management Co Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Kokuyo Co Ltd | 3,180 | Oasis Management Co Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Ezaki Glico Co Ltd | 3,050 | Dalton Investments LLC | 자본금 환원/자사주 매입, 보수 변경, 비용 절감 |
| Toho Holdings Co Ltd | 3,027 | 3D Investment Partners Pte Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Aozora Bank Ltd | 3,018 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Mabuchi Motor Co Ltd | 2,945 | Nippon Value Investors KK | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Wacoal Holdings Corp | 2,767 | 3D Investment Partners Pte Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Suruga Bank Ltd | 2,520 | Ariake Capital Inc | 공식 활동 미전개 |
| Jeol Ltd | 2,512 | Misaki Capital Inc | 공식 활동 미전개 |
| GungHo Online Entertainment Inc | 2,497 | Strategic Capital Inc/Japan | 회사 인수, 자본금 환원/자사주 매입, 보수 변경 |
| Hokuetsu Corp | 2,397 | Daio Kaiun Co Ltd | 이사회 대표성, 타 행동주의자 지원 |
| Exedy Corp | 2,254 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Yonex Co Ltd | 2,105 | Hibiki Path Advisors Pte Ltd | 비용 절감 |
| Kaken Pharmaceutical Co Ltd | 2,019 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Create SD Holdings Co Ltd | 1,817 | Orbis Investment Management Ltd | 공식 활동 미전개 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표39. 일본 주주행동주의 현황(2023년 기준 시가총액 1조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|------------------------------------|-----------|--|---|
| Recruit Holdings Co Ltd | 146,615 | ValueAct Capital Management LLC | 비용 절감 |
| Japan Tobacco Inc | 72,303 | LIM Advisors Ltd | 해산, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Seven & i Holdings Co Ltd | 53,549 | Dalton Investments LLC | 해산 |
| Secom Co Ltd | 23,258 | Dalton Investments LLC | 자본금 환원/자사주 매입, 사외이사 구성 재편 |
| Obayashi Corp | 14,025 | Silchester International Investors LLP | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Dai Nippon Printing Co Ltd | 11,823 | Elliott Investment Management LP | 자본금 환원/자사주 매입, 부동산 분리, 투자자산 처분 |
| Sanwa Holdings Corp | 10,830 | Dalton Investments LLC | 공식 활동 미전개 |
| Keisei Electric Railway Co Ltd | 7,265 | Palliser Capital UK Ltd | 자본금 환원/자사주 매입 |
| TBS Holdings Inc | 6,662 | Hibiki Path Advisors Pte Ltd | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Fuji Soft Inc | 6,379 | Farallon Capital Management LLC | 공식 활동 미전개 |
| Kinden Corp | 6,186 | Hibiki Path Advisors Pte Ltd | 자본금 환원/자사주 매입, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Rohm Co Ltd | 6,044 | Dalton Investments LLC | 보수 변경 |
| Fuji Media Holdings Inc | 5,654 | Nippon Active Value Fund PLC/Fund, Dalton Investments LLC | 회사 인수, 이사회 개편, 이사 해임/투표 보류 |
| Rinnai Corp | 4,775 | Dalton Investments LLC, Nippon Active Value Fund PLC/Fund | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Fujitec Co Ltd | 4,475 | Takakazu Uchiyama | 이사회 개편, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Maruwa Co Ltd/Aichi | 4,212 | Sparx Asset Management Co Ltd/Japan | 자본 배분 계획 재수립 |
| Nihon Kohden Corp | 3,622 | ValueAct Capital Management LLC | 공식 활동 미전개 |
| Alps Alpine Co Ltd | 3,312 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Kusuri no Aoki Holdings Co Ltd | 3,208 | Oasis Management Co Ltd | 이사회 대표성, 보수 변경, 이사 해임/투표 보류 |
| DIC Corp | 2,968 | Oasis Management Co Ltd | 해산 |
| Topcon Corp | 2,957 | ValueAct Capital Management LLC | 논의 단계 |
| Toda Corp | 2,920 | Dalton Investments LLC | 자본금 환원/자사주 매입 |
| House Foods Group Inc | 2,667 | Dalton Investments LLC | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Suruga Bank Ltd | 2,520 | Ariake Capital Inc | 공식 활동 미전개 |
| Fukuda Denshi Co Ltd | 2,422 | Kaname Capital LP | 포이즌 필 제거, 이사회 대표성, 보수 변경 |
| Hokuetsu Corp | 2,397 | Nippon Active Value Fund PLC/Fund | 자본금 환원/자사주 매입, 사외이사 수 증가 |
| Digital Garage Inc | 2,065 | Asset Value Investors Ltd | 이사 해임/투표 보류 |
| Kanematsu Corp | 2,055 | Grantham Mayo Van Otterloo & Co LLC | 공식 활동 미전개 |
| Yodogawa Steel Works Ltd | 1,821 | Strategic Capital Inc/Japan | 경영진 개편, 포이즌 필 제거, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Kumagai Gumi Co Ltd | 1,592 | Oasis Management Co Ltd | 자본금 환원/자사주 매입, 사업전략 검토, 이사 해임/투표 보류, 경영진 개편, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Toagosei Co Ltd | 1,526 | Kiltearn Partners LLP | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Kureha Corp | 1,501 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| H.U. Group Holdings Inc | 1,467 | Grantham Mayo Van Otterloo & Co LLC | 공식 활동 미전개 |
| Ichigo Office REIT Investment Corp | 1,268 | Berkeley Global LLC | 이사회 개편, 보수 변경 |
| Tokyotokeiba Co Ltd | 1,227 | Oasis Management Co Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Hosiden Corp | 1,196 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표40. 일본 주주행동주의 현황(2022년 기준 시가총액 1조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|---------------------------------|-----------|--|--|
| Seven & i Holdings Co Ltd | 53,549 | Artisan Partners Asset Management Inc | 해산, 이사 선임 |
| Trend Micro Inc/Japan | 15,012 | ValueAct Capital Management LLC | 공식 활동 미전개 |
| Toyo Suisan Kaisha Ltd | 9,691 | TIH Ltd | 법 개정 |
| Matsukiyococokara & Co | 9,524 | Hibiki Path Advisors Pte Ltd | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Credit Saison Co Ltd | 6,315 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Sapporo Holdings Ltd | 6,041 | 3D Investment Partners Pte Ltd | 사업전략 검토, 이사회 대표성, 부동산 분리, 해산 이사회 대표성, 자본금 환원/자사주 매입, 자사주 30% 취득, 해산, 자본금 환원/자사주 매입, 이사 해임/투표 보류 |
| Cosmo Energy Holdings Co Ltd | 5,608 | Murakami Funds | Target ROE 공개, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Rinnai Corp | 4,775 | Dalton Investments LLC | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Fujitec Co Ltd | 4,475 | Kempen Capital Management NV | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Fujitec Co Ltd | 4,475 | Dalton Investments LLC | 자본 배분 정책 철회 |
| Fujitec Co Ltd | 4,475 | Oasis Management Co Ltd | 이사 해임/투표 보류, 이사회 개편, 이사 보상 개편, 경영진 개편 |
| Fujitec Co Ltd | 4,475 | Asset Value Investors Ltd | 회장 취임 반대 |
| Tsuruha Holdings Inc | 4,461 | Oasis Management Co Ltd | 이사회 개편, 보수 변경, 회사 인수 |
| Zenkoku Hosho Co Ltd | 3,729 | Hibiki Path Advisors Pte Ltd | 기업가치 및 ROE 개선 |
| Chugin Financial Group Inc | 2,863 | Silchester International Investors LLP | 자본금 환원/자사주 매입 |
| PeptiDream Inc | 2,605 | Taiyo Pacific Partners LP | 공식 활동 미전개 |
| Daiwabo Holdings Co Ltd | 2,463 | Hibiki Path Advisors Pte Ltd | 논의 단계 |
| Shiga Bank Ltd/The | 2,445 | Silchester International Investors LLP | 자본금 환원/자사주 매입 자본금 환원/자사주 매입, 자본비용 공개, 텔레소화 전환, 이사 해임/투표 보류 |
| Mitsui Mining & Smelting Co Ltd | 2,400 | Hidesho Co Ltd | 해산, 자본금 환원/자사주 매입 |
| Digital Garage Inc | 2,065 | Oasis Management Co Ltd | 자본 분배 계획 공개 |
| Nakanishi Inc | 1,923 | Hibiki Path Advisors Pte Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Monex Group Inc | 1,907 | Oasis Management Co Ltd | 공식 활동 미전개 |
| DTS Corp | 1,732 | Asset Value Investors Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Nisshinbo Holdings Inc | 1,487 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Sanken Electric Co Ltd | 1,475 | Oasis Management Co Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Paramount Bed Holdings Co Ltd | 1,458 | Hibiki Path Advisors Pte Ltd | 자본금 환원/자사주 매입, 현금 배분 정책 공개 |
| JAFCO Group Co Ltd | 1,248 | Murakami Funds | 자본금 환원/자사주 매입 |
| Hokkoku Financial Holdings Inc | 1,188 | Ariake Capital Inc | 논의 단계 |
| Sumitomo Osaka Cement Co Ltd | 1,123 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Zojirushi Corp | 1,079 | LIM Advisors Ltd | 포이즌 필 제거, 자본금 환원/자사주 매입, 자본비용 공개, 이사 보수 공개, 상호출자 매각 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표41. 일본 주주행동주의 현황(2021년 기준 시가총액 1조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|---------------------------------|-----------|---------------------------------|--|
| Seven & i Holdings Co Ltd | 53,549 | ValueAct Capital Management LLC | 해산, 사업전략 검토, 회사 인수, 해산, 이사회 대표성 |
| Yakult Honsha Co Ltd | 10,156 | VGI Partners Ltd | 자본금 환원/자사주 매입 |
| NS Solutions Corp | 7,000 | Asset Value Investors Ltd | 자본금 환원/자사주 매입, 이사 보상 개편, 잉여금 충당, 전략적 자본 매각 & 처분 |
| Fuji Soft Inc | 6,379 | 3D Investment Partners Pte Ltd | 이사회 대표성, 회사 인수, 부동산 분리, 해산, 자본금 환원/자사주 매입, 감사 선임 |
| Marui Group Co Ltd | 5,274 | Misaki Capital Inc | 이사회 의석 1석 부여 |
| Toyo Seikan Group Holdings Ltd | 3,967 | Oasis Management Co Ltd | 보수 변경, 자본금 환원/자사주 매입, 기후 관련 공시 |
| Zenkoku Hosho Co Ltd | 3,729 | Taiyo Pacific Partners LP | 공식 활동 미전개 |
| Hokuetu Corp | 2,397 | Oasis Management Co Ltd | 바이오매스 발전소 사업 투자, 상호출자 절감, 비용 절감, 경영진 개편, 이사회 다양성, 포이즌 필 제거, 보수 변경, 자본금 환원/자사주 매입, 이사 해임/투표 보류, 이사회 대표성 |
| Heiwa Real Estate Co Ltd | 1,767 | LIM Advisors Ltd | 자분 매각 |
| Japan Securities Finance Co Ltd | 1,525 | Strategic Capital Inc/Japan | 회장 포함 주요 임원들 급여 공개, 보수 변경, 회장직 폐지 |
| SK Kaken Co Ltd | 1,387 | Asset Value Investors Ltd | 자사주 소각, 이사회 대양성, 자본금 환원/자사주 매입, 사외이사 선임, Scope 1 & 2 온실가스 배출량 공개 |
| JAFCO Group Co Ltd | 1,248 | Oasis Management Co Ltd | 공식 활동 미전개 |
| Kohnan Shoji Co Ltd | 1,208 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Ai Holdings Corp | 1,072 | Dalton Investments LLC | 공식 활동 미전개 |
| Hogy Medical Co Ltd | 1,048 | Dalton Investments LLC | 공식 활동 미전개 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표42. 일본 주주행동주의 현황(2020년 기준 시가총액 1조원 이상 선별)

| 대상 기업 | 시가총액(십억원) | 행동주의자 | 내용 |
|--------------------------------|-----------|---|--|
| Nintendo Co Ltd | 143,008 | ValueAct Capital Management LLC | 논의 단계 |
| SoftBank Group Corp | 125,124 | Elliott Investment Management LP, Asset Value Investors Ltd | 자본금 환원/자사주 매입, 해산, 사업전략 검토 |
| Takeda Pharmaceutical Co Ltd | 65,988 | Concerned Shareholders | 이사회 대표성 |
| Sekisui House Ltd | 21,957 | Isami Wada | 경영진 개편, 이사회 개편 |
| Fujitec Co Ltd | 4,475 | Asset Value Investors Ltd, Oasis Management Co Ltd | 사업전략 검토, 회사 인수, 이사회 대표성, 이사회 대표성, 이사회 개편, 자본 투명성, IR 전담 책임자 임명, 포이즌 필 제거, 해산, 순자산가치 실현, 자본금 환원/자사주 매입, 운전자본 관리 강화, 이사회 대표성 |
| Mitsubishi Logistics Corp | 3,958 | Oasis Management Co Ltd | 이사회 대표성, 자본금 환원/자사주 매입 |
| TV Asahi Holdings Corp | 2,661 | Curi RMB Capital LLC | 자본금 환원/자사주 매입, 자사주 매입, 사업전략 검토 (새로운 웹 기반 채널 및 콘텐츠 투자) |
| Daiwabo Holdings Co Ltd | 2,463 | Grantham Mayo Van Otterloo & Co LLC | 공식 활동 미전개 |
| Hazama Ando Corp | 2,374 | Oasis Management Co Ltd | 자본금 환원/자사주 매입, 독립 이사 선임, 건강/안전 보장 하가 |
| Nishimatsu Construction Co Ltd | 1,985 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Nippon Soda Co Ltd | 1,613 | Murakami Funds | 공식 활동 미전개 |
| Toshiba Machine Co Ltd | 867 | Murakami Funds | 회사 인수, 포이즌 필 제거, 자본금 환원/자사주 매입 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.4% | 6.9% | 0.7% |