한화투자증권

2025년 7월 18일
ESG & Transition

ESG & Transition

지배구조 뉴노멀③: 일본-우리나라 주주행동주의, 지배구조 프리미엄

▶Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

[표] 주주행동주의 목적에 따른 초과 수익률

캠페인 목적	초과 수익률	
	평균 1 일	평균 1Y α*
자본환원(배당·자사주)	4.10%	11.30%
이사회 의석 확보	3.50%	15.60%
사업분할·매각	2.90%	9.80%
Stake-Only	1.20%	4.60%

일본 및 우리나라 주주 행동주의, 지배구조 프리미엄의 부상

최근 일본과 우리나라에서 주주 행동주의가 사상 최고 수준으로 급증하며 기업 지배구조 개선에 대한 시장의 높은 기대를 반영 '지배구조 프리미엄' 현상은 중장기적으로 지속될 전망

올해 국내 행동주의 타겟 기업 중 KOSPI200에 포함된 비중은 22%에 불과하며, 나머지 78%는 중소형주에 집중. 비교적 적은 자본으로도 기업에 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 구조적 특성과 관련됨

행동주의 펀드, 노이즈를 통한 성과를 창출한다는 오해와 실제

일부 시장의 우려와 달리, 행동주의 펀드는 '노이즈' 없이도 초과 수익을 창출. 기업의 순응, 비공개 압력과 정보 선반영, 장기적 가치 제고 등 다양한 방식으로 가치를 창출하기 때문

주주행동주의 캠페인별 초과 수익 및 투자 전략 방향 유효

초과 수익 : 이사회 의석 확보 〉 자본 환원 제안 〉 지분 보유 순

투자 전략 방향 :

✓주주행동주의 타겟 대상 기업들 중 PBR이나 높은 현금 보유량을 넘어, 이사회 구성의 불균형, 낮은 독립성, 경영진의 과도한 보상 등 지배구조 취약점을 가진 기업을 주목

✓밸류업 예비 편입 기업 중 배당성향 확대, 소각 계획을 밝힌 종목 선매수

✓행동주의 캠페인과 의결권 행사를 통해 기업 가치 제고를 지원하는 전략

[그림] 행동주의 캠페인 시작 시점과 TOPIX 성과 비교

기간	구분	2022	2023	2024	2025	차이 평균(a-b)	
캠페인 시작 전일~시작일	액티비스트 펀드(a)	0.8	0.9	0.8	2	+1.7%	+0.95
	TOPIX지수(b)	0.1	0.1	0.2	0.3		
캠페인 시작 전후, 3일간	액티비스트 펀드(a)	3.3	2.7	3.1	4.6	+4.4%	+3.2
	TOPIX지수(b)	0.2	0.1	0.3	0.2		

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

일본과 한국의 행동주의 : 지배구조 프리미엄

일본, 행동주의·주주제안의 급증

일본의 경우, 올해 정기 주주총회에서 53개 기업이 주주 제안을 제출하여 2018년 대비 4~6배 증가한 사상 최고치를 기록했다. 이는 일본 기업들의 지배구조 개선에 대한 요구가 그 어느 때보다 강해지고 있다.

우리나라 또한 이러한 추세에 동참하며, 2024년 66개 목표 기업에 대한 주주 제안이 이루어져 2020년 대비 약 6배 증가한 수치를 보이고 있다. 미국(1위), 일본(2위)에 이어 글로벌 3위의 주주행동주의 시장으로 부상했다.

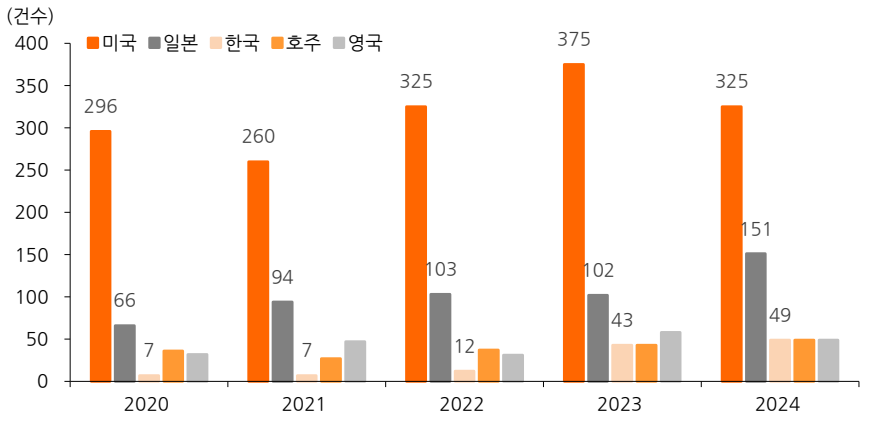
올해 행동주의 타겟 기업 중 KOSPI200에 포함된 비중은 22%에 불과하며, 나머지 78%는 중소형주에 집중되어 있다. 이는 비교적 적은 자본으로도 기업에 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 구조적 특성과 관련되어 있다고 볼 수 있다.

일본과 한국은 규제 및 지배구조 환경이 유사한 궤도로 수렴하고 있으므로, '지배구조 프리미엄'은 양국 시장에서 상당 기간 지속될 것으로 예상된다. 지배구조 개선을 통해 기업 가치가 재평가되고, 이는 투자자들에게 초과 수익을 제공할 수 있기 때문이다.

이러한 환경에서 초기 대응이 늦은 기업은 우호 지분 확보 및 지주사 전환 등에 필요한 비용이 급등할 수 있다. 따라서 기업들은 선제적으로 지배구조를 개선하고 주주 친화 정책을 강화하여 시장의 신뢰를 확보하는 것이 중요하다.

[그림1] 국가별 주주행동주의 캠페인 수

▸미국, 325건으로 1위
▸일본 66건('20년)→151건('24년) CAGR 22.9%



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

행동주의 펀드, 노이즈를 통한 성과를 창출한다는 오해와 실제

최근 기업 관계자나 펀드 매니저들을 만나보면, 행동주의 펀드에 대한 우려의 목소리가 존재한다. '우리나라 기업들이 행동주의 펀드 요구에 예상보다 빠르게 순응하는 것 같다.' '공개적인 논란(이른바 '노이즈')이 없어지니, 초과 수익을 내기가 어려워질 수 있겠다'와 같은 시각이다. 이러한 우려는 행동주의 캠페인이 항상 '노이즈'(경영진과의 갈등, 언론 플레이 등)를 통해 성과를 낸다는 오해에서 비롯될 수 있다고 생각한다.

일본 시장 데이터로 본 행동주의 펀드의 실질적인 성과

일본 시장에서 행동주의 펀드의 캠페인 시작 전후 주가 성과를 분석한 데이터는 이러한 인식을 재해석할 필요가 있음을 시사한다. [그림2]는 행동주의 펀드의 캠페인 시작 전후 주가 성과를 TOPIX 지수와 비교한 것으로, 행동주의 펀드가 캠페인 공식 발표 시점과 그 직후에도 시장에서 긍정적인 반응을 이끌어내며 실제 주가 상승으로 이어지고 있다.

행동주의 펀드가 캠페인 시작 전일(~1일)부터 시작일(0일)까지 TOPIX 지수 대비 평균 1.7%p 높은 수익률을, 그리고 캠페인 시작 전일(~1일)부터 다음날(+1일)까지 3일간 TOPIX 지수 대비 평균 4.4%p라는 더욱 유의미한 초과 수익률을 달성했다.

행동주의 펀드의 캠페인 공식 발표 시점과 그 직후의 긍정적인 시장 반응은 단순히 '노이즈'의 크기 때문이라기보다는, 캠페인이 가져올 기업 가치 개선에 대한 시장의 기대감, 기업의 잠재적 순응, 그리고 비공개적 정보의 가시화 등 복합적인 요인이 작용한 결과로 해석해야 한다고 생각한다.

행동주의 펀드가 가치를 창출하는 다양한 방식

행동주의 펀드가 가치를 창출하는 방식은 다양하다.

- ✓ **'말을 잘 듣는' 것 자체가 성과:** 기업이 행동주의 펀드의 요구를 '잘 듣고' 수용한다는 것은 펀드가 제시하는 주주환원 확대, 사업 구조 개편, 지배구조 개선 등 기업 가치 제고 방안이 실제로 실행된다는 의미라고 봐야한다. 변화 자체가 시장에 긍정적인 신호로 작용하여 주가 상승을 견인하며, 이는 곧 행동주의 펀드의 초과 수익으로 이어질 수 있다.

- ✓ **비공개적 압력과 정보의 선반영:** 많은 행동주의 캠페인은 공개적인 발표 이전에 비공개적인 대화와 압력으로 시작된다. 시장은 이러한 움직임을 미리 감지하거나, 캠페인 발표가 임박했음을 예측하여 미리 관련 주식을 매수하는 경향이 있다. 이는 캠페인 시작 전후에 나타나는 주가 상승(위 표의 +1.7%p)으로 설명될 수 있으며, 반드시 '노이즈 마케팅'이 없더라도 정보의 비대칭성과 시장의 기대감이 주가에 선반영되는 현상이다.

- ✓ **장기적인 가치 제고:** 행동주의 펀드는 단기적인 시세 차익보다는 기업의 펀더멘털 개선을 통해 장기적인 수익을 추구하는 경우가 많다. 기업이 요구를 수용하여 체질을 개선하면, 이는 지속적인 주가 상승의 동력이 된다.

기업이 행동주의 펀드의 요구를 순응하는 것 자체, 그리고 비공개적인 압력을 통한 시장의 정보 선반영 또한 강력한 가치 창출의 원동력이 될 수 있으며, 이는 일본 시장의 데이터가 명확히 보여주고 있다.

[그림2] 행동주의 캠페인 시작 시점과 TOPIX 성과 비교 → 주주행동주의 펀드의 우수한 성과

기간	구분	2022	2023	2024	2025	차이 평균(a-b)	
캠페인 시작 전일~시작일	액티비스트 펀드(a)	0.8	0.9	0.8	2	+1.7%	+0.95
	TOPIX지수(b)	0.1	0.1	0.2	0.3		
캠페인 시작 전후, 3일간	액티비스트 펀드(a)	3.3	2.7	3.1	4.6	+4.4%	+3.2
	TOPIX지수(b)	0.2	0.1	0.3	0.2		

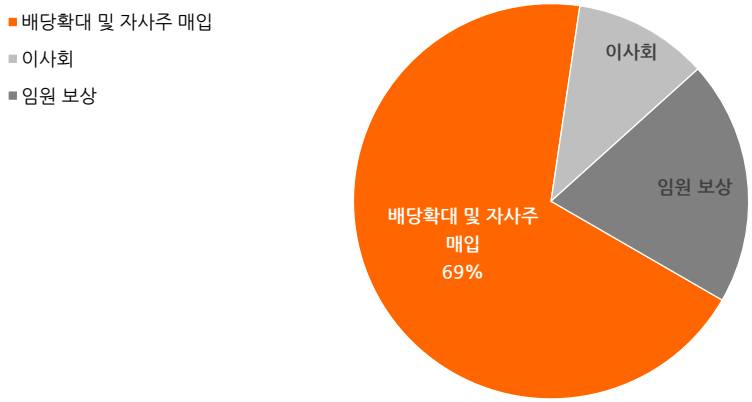
- **캠페인 시작 전일(-1일)부터 시작일(0일)**: TOPIX 대비 **1.7%포인트 높은 수익률**
- **캠페인 시작 전일(-1일)부터 다음날(+1일)**: TOPIX 대비 **4.4%포인트 높은 수익률**

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

일본 주주제안 테마별 비중

일본은 2024년 정기 주주총회 기간 동안 약 100건에 달하는 주주 제안이 제출되었다. 이 중 약 69%가 배당 확대 및 자사주 매입과 같은 '자본 환원'에 집중되었다. 저평가된 시장에서 주주 가치 제고를 위한 가장 효과적인 수단이 주주환원 정책임을 보여주는 것이기 때문이다. 그 외 임원 보상 및 이사회 구성에 대한 주주 제안이 많았다. 경영진의 책임성과 이사회의 독립성에 대한 주주들의 요구가 큰 것을 알 수 있다.

[그림3] 일본 주주제안 테마별 비중(2024)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주주행동주의 캠페인 목적별 초과 수익 분석

초과수익 : 이사회 의석 확보 > 자본 환원 제안 > 지분 보유 순

주주 행동주의 캠페인의 목적에 따라 시장 대비 초과 성과에는 유의미한 차이가 나타났다. 이전의 주주 제안이 배당 확대 및 자사주 매입과 같은 '자본 환원'에 집중된 경향을 보인 것과 대조적으로, 수익률 측면에서는 이사회 의석 확보를 목표로 하는 공격적인 행동주의가 가장 높은 성과를 기록했다.

이사회 의석 확보를 목표로 하는 캠페인이 평균 1년 누적 초과 수익률 15.60%로 가장 높은 성과를 기록하고 있다. 시장이 이사회 구성원 변화를 통해 기업 지배구조의 근본적인 개선을 기대하기 때문이며, '거버넌스 체질 개선'이라는 강력한 신호로 받아들여지는 경향이 강하다.

자본 환원 제안(배당 및 자사주 매입) 또한 평균 1년 누적 초과 수익률 11.30%로 높은 성과를 보이며, 이는 즉각적인 주가 재평가와 더불어 장기적인 배당 성장에 따른 추가 리레이팅으로 이어질 수 있다.

반면, **단순 지분 보유(Stake-Only)**는 초기 영향이 미미하지만, 향후 협상 결과에 따라 추가적인 주가 탄력성을 기대할 수 있는 특징을 보인다.

[표1] 주주행동주의 캠페인 목적에 따른 초과 수익률 비교

캠페인 목적	초과 수익률		특징
	평균 1 일	평균 1Y α*	
자본환원(배당·자사주)	4.10%	11.30%	공시 직후 즉각적인 재평가로 이어지며, 장기적으로 배당 성장에 따른 추가 리레이팅을 기대할 수 있음
이사회 의석 확보	3.50%	15.60%	'거버넌스 체질 개선'의 가장 강력한 신호로 인식되며, 시장 신뢰도 및 성과 편차가 가장 크게 나타남
사업분할·매각	2.90%	9.80%	자산 가치(NAV) 실현에 대한 기대를 반영하나, 절차상의 불확실성이 리스크로 작용
Stake-Only	1.20%	4.60%	공시 직후 영향은 미미하나, 이후 협상 결과에 따라 추가적인 탄력성을 보일 수 있음

주: α는 시장 대비 초과성과, α*는 1년 누적 초과성과를 의미
자료: 한화투자증권 리서치센터

시사점

일본에서는 잉여 현금이 풍부한 PBR 1.0 미만 기업들이 대규모 자사주 매입 후 전량 소각하여 주당 가치(EPS)를 성공적으로 끌어올렸다. 2024년에만 약 16조엔(+60% YoY)에 달하는 자사주 매입 규모가 기록했다.(Bloomberg)

우리나라 기업들 역시 배당 확대와 자사주 소각 계획을 잇달아 공시하며 긍정적인 움직임을 보이고 있다. 배당소득세, 미환류소득세 등 현행 세제 개편을 통한 법 개정이 이루어진다면, 일본과 유사한 밸류업 흐름이 더욱 가속화될 것으로 기대된다. 소각 비용에 대한 세제 인센티브(등록세·증권거래세 감면 등)가 마련되지 않는다면, 자사주 바이백-소각이 단순한 '계획 공시'에 머무를 위험이 크다는 점을 인지해야 한다. 선제적으로 자사주 소각에 나서는 현금 부자 기업들이 첫 번째 리레이팅 수혜군이 될 가능성이 높다.

행동주의 투자와 ESG 자본 유입의 선순환

일본 모델이 보여준 거버넌스 개선 → ESG 자본 유입 → 초과수익 실현의 선순환 구조는 우리 시장에서도 재현될 토대가 이미 마련되어 있다. 일본 시장에서 행동주의 캠페인이 활성화되고 주주 제안이 증가하는 것은 기업 가치 제고를 목표로 하는 행동주의 펀드들에게 매력적인 투자 기회를 제공한다.

이는 우리나라 시장에서도 저평가된 기업 중 주주환원 확대나 지배구조 개선 여지가 큰 행동주의 타겟 기업들을 선별하여 미리 투자하는 전략이 유효할 수 있다. 주주 제안은 기업에게는 압력으로 작용하지만, 동시에 시장의 요구를 파악하고 선제적으로 대응할 수 있는 기회를 제공한다. 시장의 기대에 부응하는 자발적인 밸류업 계획을 수립하여 실행함으로써 불필요한 경영권 분쟁을 피하고 기업 가치를 높일 수 있다.

투자 방향

시장 변화에 대응하여 다음과 같은 투자 전략을 고려할 수 있다.

- ✓ **주주행동주의 타겟 대상 기업들 중 PBR이나 높은 현금 보유량을 넘어, 이사회 구성의 불균형, 낮은 독립성, 경영진의 과도한 보상 등 지배구조 취약점을 가진 기업을 주목**
- ✓ **밸류업 예비 편입 기업 중 배당성향 확대 및 소각 계획을 명확히 밝힌 종목을 선매수**
- ✓ **행동주의 캠페인과 동행한 의결권 행사를 통해 기업 가치 제고를 적극적으로 지원하는 전략**
- ✓ **ESG·거버넌스 지수 편입 가능성을 고려한 패시브 자금 유입을 모니터링하여 시장 흐름에 편승**

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.