

ESG

거버넌스 이슈 점검: 주주가치제고와 경영권 지키기

ESG 박세연

shannon@hanwha.com
3772-7406

RA 김예인

yein.kim@hanwha.com
3772-8420



| Contents |

I. 연이은 상법개정	04
1. 1차 상법	04
2. 2차 상법(9/9 공포)	05
II. 경영권 지키기	12
1. 상속, 승계 타임라인 임박	12
2. 순환출자 고리 해소 과제	18
III. 주주행동주의	29
1. 주주행동주의 관련 오해	29
2. 연기금의 주주행동주의 전략	34
3. 행동주의 캠페인 현황	38
4. 일본 행동주의	39
5. 우리나라 주주행동주의	48
6. 사회(S) 이슈로도 주주행동주의 가능	55

Appendix. 경영권 지키기

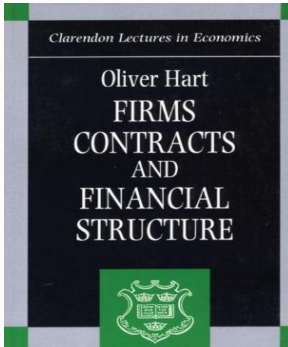
국내 행동주의 성공사례

국내 행동주의 요구 중인 기업

국내 행동주의 캠페인 목표 미달 사례

일본 행동주의 성공사례

들어가며



자료: 구글, 한화투자증권 리서치센터

오늘날 경영 환경은 전에 없는 속도와 불확실성으로 요동치고 있습니다. 예측 불가능한 지정학적 리스크, 그리고 강화되는 ESG규제는 기업 지배구조를 단순한 '소유와 경영의 문제'를 넘어선 '기업 생존의 방정식'으로 격상시켰습니다. 이러한 패러다임 전환 속에서 지배구조는 기업의 장기적인 성장 동력을 확보하고, 지속가능성을 담보하는 핵심 축으로 자리매김하고 있습니다.

올리버 하트(Oliver Hart) 하버드대 교수가 제시한 '불완전 계약 이론'에서 제시하듯이 모든 미래 상황을 완벽히 예측할 수 없는 현실에서 기업은 제한된 합리성 하에 기업 가치를 극대화하고 모든 이해관계자의 이익을 보호하기 위한 최적의 지배구조를 끊임없이 탐색해야 한다는 것입니다.

최근 상법 개정은 우리나라 자본시장의 지배구조와 경영 환경을 근본적으로 바꾸어 놓을 수 있는 중요한 전환점이 될 것입니다.

소수주주의 권리를 보호하며, 해외 투자자 신뢰를 확보하는 긍정적인 계기로 작용하는 계기가 될 것이라고 믿지만, 동시에 기업입장에서는 규제 부담과 불확실성이 함께 따릅니다.

현재의 상법 개정(특히 대주주 의결권 제한의 '3% 룰' 강화)과 투자자들의 ESG 요구는 기업의 체질 변화를 이야기하고 있습니다.

복잡한 순환출자 구조를 가졌던 우리나라 기업들에게 지배구조 개편은 더 이상 미룰 수 없는 시대적 소명이 되었습니다.

반대로 기업들은 거세지고 있는 법률안이 시행되기 전에 경영권을 지키기 위해 다양한 대안을 모색할 것입니다.

예를 들어, 상속 및 승계 작업을 서두르거나, 순환출자 고리를 해소하고, 의무공개매수 제도 도입 전에 합병을 추진하는 등 여러 전략을 통해 우호 지분 확대와 자사주 활용 방안까지 폭넓게 고려하는 기업의 움직임도 많이 보입니다.

이러한 상황들은 시장에서 분명 초과수익을 얻을 수 있는 기회 요인으로 포착됩니다.

아울러 행동주의 캠페인이 모든 문제의 해결책은 아니지만, 분쟁 과정에서 발생하는 기회를 포착하는 것 또한 중요한 투자 전략이 될 수 있습니다.

I. 연이은 상법 개정

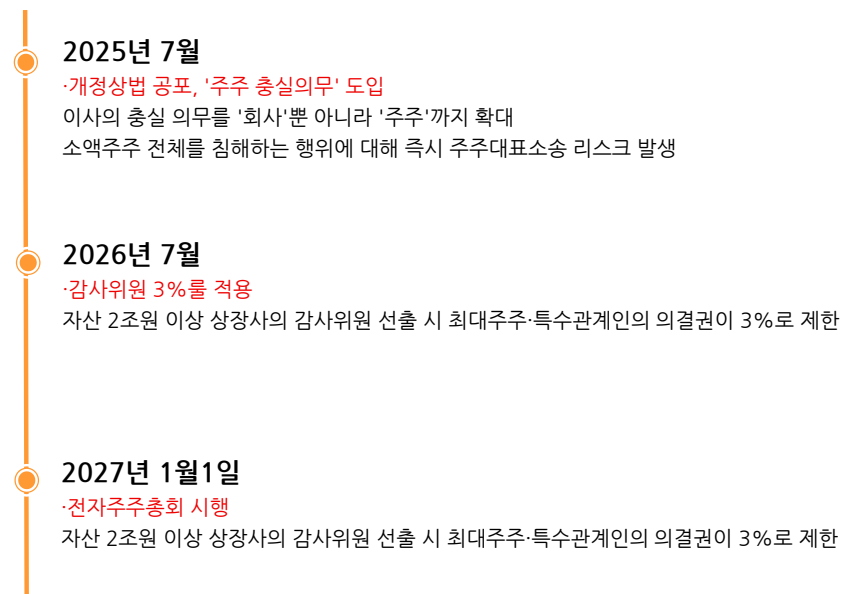
1. 1차 상법

올해 7월 3일 국회를 통과한 1차 상법 개정안은 기업 경영 환경과 주주 권익에 상당한 변화를 가져올 것이다. 특히, 기업 승계와 관련된 타임라인에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 중요한 개정 내용들을 포함하고 있다.

▲이사의 충실의무 범위를 ‘회사’에서 ‘회사 및 모든 주주’로 확대하고, ▲자산 2조 원 이상 상장사에 ‘감사위원 3 %률(1년 유예)’을 ▲같은 규모 기업에 2027년 전자주주총회 의무화를 도입하였다.

이에 이사회는 앞으로 주주 전체의 이익을 고려해 경영 판단을 내려야 하며, 대규모 상장사는 감사위원 선임 시 최대주주 및 특수관계인의 의결권이 3%로 제한되고, 비대면 주주권 행사가 가능한 전자주주총회 개최가 의무화될 예정이다.

[그림1] 상법 개정 타임라인



자료: 한화투자증권 리서치센터

2.2 차 상법 개정(9/9 공포)

2025년 9월 9일 공포된 2차 상법 개정은 대규모 상장회사의 지배구조 투명성 확보, 소수주주 권익 보호, 이사회·감사위원 구성의 독립성과 공정성 제고, 전자주주총회 도입 등 한국 상장기업의 글로벌 수준 경쟁력을 높이는 내용으로, 연차별 시행일정에 따라 점진적으로 적용된다.

[그림2] 상법 2 차 개정 주요사항(국회 본회의 통과, 8/25)

	개정 전	개정 후	시행시기
대규모 상장회사 집중투표제도 배제 금지 (제542조의 7)	정관으로 배제 가능	대규모 상장회사 집중투표제도 배제 금지	공포 후 1년 시행 후 최초 이사 선임 주총 소집부터 적용
감사위원 분리선출 인원 상향 (제542조의12)	기본 1인 정관으로 2인 이상 선임 가능	기본 2인 정관으로 3인 이상 선임 가능	공포 후 1년

자료: 국회 의안정보시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 올해 상법 개정안(8/27 기준)

구분	개정 전	개정 후	시행시기
7/3 공포·개정 이사의 충실의무 확대 (제382조의3)	회사	회사 + 주주	2025.7.22 즉시
사외이사 → 독립이사 명칭 변경 및 구성비율 상향 조정 (제542조의8 등)	사외이사 의무선임비율 이사 총수의 1/4	독립이사 의무선임비율 이사 총수의 1/3	2026.7.23 (구성비율은 시행 후1년 이내 요건 구비 필요)
감사위원 선임·해임 관련 3%를 강화 (제542조의12)	사외이사가 아닌 감사위원 선출 시에만 최대주주+특수관계인 합산 지분 3% 의결권 제한	모든 감사위원 선출 시 최대주주+특수관계인 합산 지분 3% 의결권 제한	2026.7.23
8/25 본회의 통과 9/9 공포·개정 대규모 상장회사 집중투표제도 배제 금지 (제542조의 7)	정관으로 배제 가능	대규모 상장회사 집중투표제도 배제 금지	공포(9/9) 후 1년 시행 후 최초 이사선임 주총 소집 부터 적용
감사위원 분리선출 인원 상향 (제542조의12)	기본 1인 정관으로 2인 이상 선임 가능	기본 2인 정관으로 3인 이상 선임 가능	공포(9/9) 후 1년
7/3 공포·개정 전자주주총회 도입 (제542조의14 및 제542조의 15)	-	대규모 상장회사 전자주주총회 개최 병행 의무화	2027.1.1

자료: 국회 의안정보시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[참고] 의무공개매수제도의 부재 시 발생하는 사례

태광산업의 애경산업 인수관련

태광산업의 애경산업 인수는 사업 다각화와 재무구조 개선을 위한 전략적 거래이나, 소액주주 권익 침해 우려가 존재하는 대표적인 의무공개매수제도 도입 필요성을 보여주는 사례이다. 경영권 프리미엄이 대주주에게만 귀속되는 구조적 문제와 의무공개매수제도 부재로 인한 소액주주 기회비용은 약 914억원에 달할 것으로 추정된다.

>> ① 거래 구조 및 배경

1. 거래 구조 및 전략적 배경 태광산업은 2025년 9월 12일 애경산업의 인수 우선협상대상자로 선정되었다. 태광산업 컨소시엄은 애경그룹 지주사인 AK홀딩스 등이 보유한 애경산업 지분 약 63%를 인수한다. 거래규모는 경영권 프리미엄을 고려할 때 전체 기업가치는 약 6000억원, 인수가액은 4,000~4,500억원대에서 논의된 것으로 전해진다.

전략적 거래 배경 태광산업은 애경산업의 인수 우선협상대상자로 선정, 3년 연속 적자에서 벗어나기 위한 '체질 전환'을 본격화하고 있다. 석유화학 의존도가 75%에 달하는 사업 구조에서 벗어나 화장품·부동산·숙박 등 신사업을 키워내겠다는 포석으로 알려져 있다.

태광산업은 2022년부터 3년 연속 영업손실을 기록하며 구조적 어려움에 직면했다. 중국발 공급과잉과 저가 공세로 주력 사업인 석유화학·섬유 부문의 수익성이 급격히 악화되었다. 반면 애경산업은 상반기 영업이익 172억원을 기록했으며, 화장품은 K-Culture의 글로벌 인기로 중국, 미국, 일본, 유럽에서 성장하고 있다.

>> ② 소액주주 권익 침해 우려

경영권 프리미엄 배제 구조 이번 거래의 핵심 문제는 소액주주가 경영권 프리미엄 혜택에서 배제되는 구조이다. 애경산업의 지분 구조를 보면, AK홀딩스 등 대주주가 63.38%를 보유하고 있으며, 소액주주는 30.38%를 보유하고 있다. 현재 거래 구조상 대주주 지분 63%만이 매각 대상으로, 소액주주는 동일한 조건으로 주식을 매각할 기회를 갖지 못한다.

애경산업 소액주주의 기회비용은 약 914억원 정도로 추산된다.

✓ 약 914억원 (8,023,372주(30.38%) × 9/12 종가 기준 × 프리미엄율 기준)

>> ③ 의무공개매수제도와 연관성

제도 도입 배경 우리나라는 현재 의무공개매수제도가 없어 이러한 문제가 구조적으로 발생한다. 우리나라 기업 M&A는 '주식양수도' 방식이 대다수(84.3%)이나, 합병 등 다른 유형에 비해 피인수회사 주주에 대한 권리보호 장치가 상대적으로 미흡한 측면이 있다.

입법 진행 현황

금융위원회는 2022년 12월 의무공개매수제도 도입을 발표했으며, 강훈식 더불어민주당 의원이 상장사가 인수합병(M&A)을 목적으로 피인수 기업 주식을 사들일 때, 매수한 뒤 남은 주식도 모두 의무적으로 공개 매수하는 자본시장법 개정안을 20일 발의했다.

현재 국회에서는 다음과 같은 방안들이 논의 중이다:

- ✓ 정부안: 25% 이상 취득 시 50%+1주까지 공개매수 의무
- ✓ 민주당 발의안: 100% 의무공개매수 규정

태광산업의 애경산업 인수는 우리나라 자본시장의 지배구조 개선 필요성을 보여주는 상징적 사례이다. 소액주주 보호 강화를 위한 의무공개매수제도를 2026년 상반기 도입을 앞두고 있다.

[참고] 태광 산업의 EB 발행 관련 법원 판결

>> 분쟁의 발화점 : 자사주 현금화 vs 소각 딜레마

애경산업 인수협상대상자로
선정되기 이전(9/10),
법원은 태광산업 EB발행
가처분 신청을 기각

2025년 6월 27일, 태광산업은 애경산업 인수 등 신사업 투자를 위해 자사주(24.41%) 전량을 대상으로 3,186억 원 규모의 교환사채(EB) 발행을 공식적으로 결의했다.

트리스톤자산운용 등 일부 주주는 '자사주 소각을 통해 주당 가치를 높일 수 있었음에도 불구하고, EB 발행으로 유통주가 늘어나 주가 하락 등 주주 가치 하락을 우려했다'며 반발하며 법적 분쟁(가처분, 이사 책임소송 등)에 나섰다.

EB 발행은 신주 발행과 달리 회계상 지분 희석은 없지만, 유통 주식 수가 늘어나 주가 하락 압력 등 시장의 우려를 낳는다.

금감원도 EB 발행 관련 공시 투명성(발행 상대방 누락 등)을 지적해 정정 명령을 내렸다.

>> 법원, EB 발행금지 가처분 신청 기각, 결국 시간이 증명

확정적 피해의 부재,
태광산업의 인수 후 성과에
달려있어

서울중앙지법은 9월 10일 트리스톤의 EB 발행금지 가처분 신청을 기각하며 다음과 같이 판시했다.

"EB 발행이 특정 주주만을 위한 행위라고 단정하기 어렵고, 이사의 충실의무는 전체 주주의 균형을 고려해 판단해야 한다."

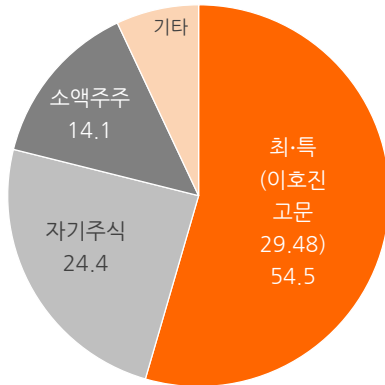
법원은 개별 주주의 선호보다는 전체 주주 이익의 균형점을 찾는 것이 이사회 의 핵심 책무라는 원칙을 확인시켜주었다.

금융감독원 또한 공시의 투명성 문제를 지적했고, 피해가능성을 인정했을 뿐, 소액주주에게 '확정적' 피해가 발생했다고 판단하지는 않았다.

주주 가치 훼손 여부는 EB 발행 자체의 부당성보다는 태광산업이 인수 후 실제로 어떤 성과를 내느냐에 따라 사후적으로 판단될 문제로 남게되었다.

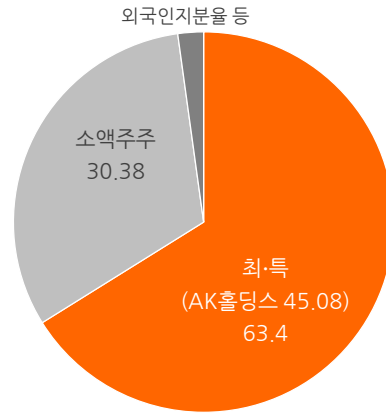
EB 발행이 주주가치를 훼손했는지, 성공적인 사업 다각화의 마중물이 되었는지는 시간이 증명할 것이다.

[그림4] 태광산업 주식분포



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 애경산업 주식분포



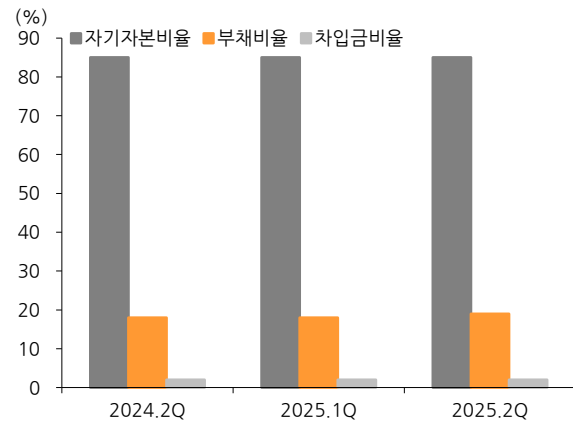
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 태광산업 '25년 실적(연결)

구분	'24년	'25년		동기 대비 (C)-(A)	전기 대비 (C)-(B)
	2분기 (A)	1분기 (B)	2분기 (C)		
매출액	5,546	5,075	4,646	△900	△429
영업이익 (%)	69 1%	27 1%	△189 △4%	△258 △5%	△216 △5%
EBITDA (%)	171 3%	126 2%	△91 △2%	△262 △5%	△217 △4%
세전이익 (%)	596 11%	822 16%	△222 △5%	△818 △16%	△1,044 △21%
당기순이익 (%)	496 9%	758 15%	△255 △5%	△751 △14%	△1,013 △20%

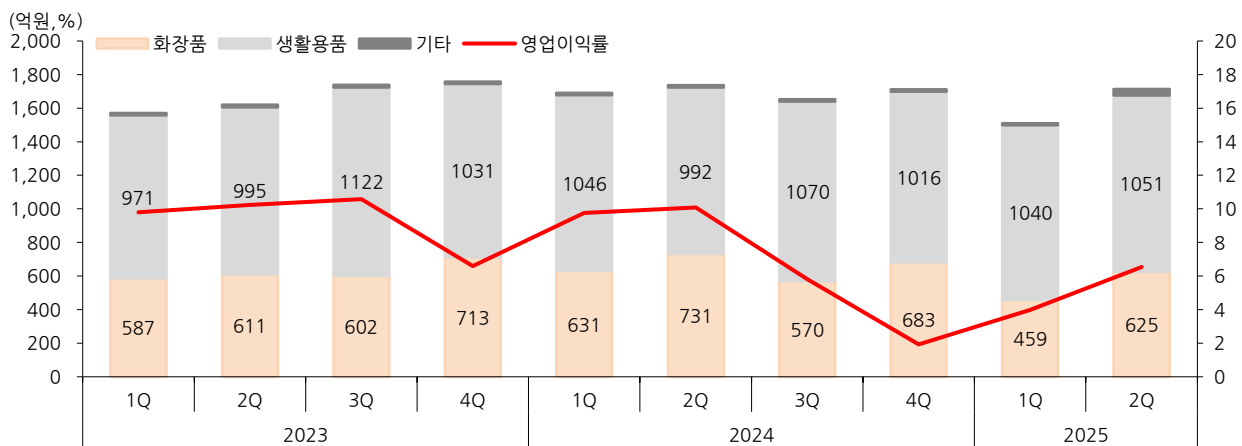
자료: 태광산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 태광산업 주요 재무지표



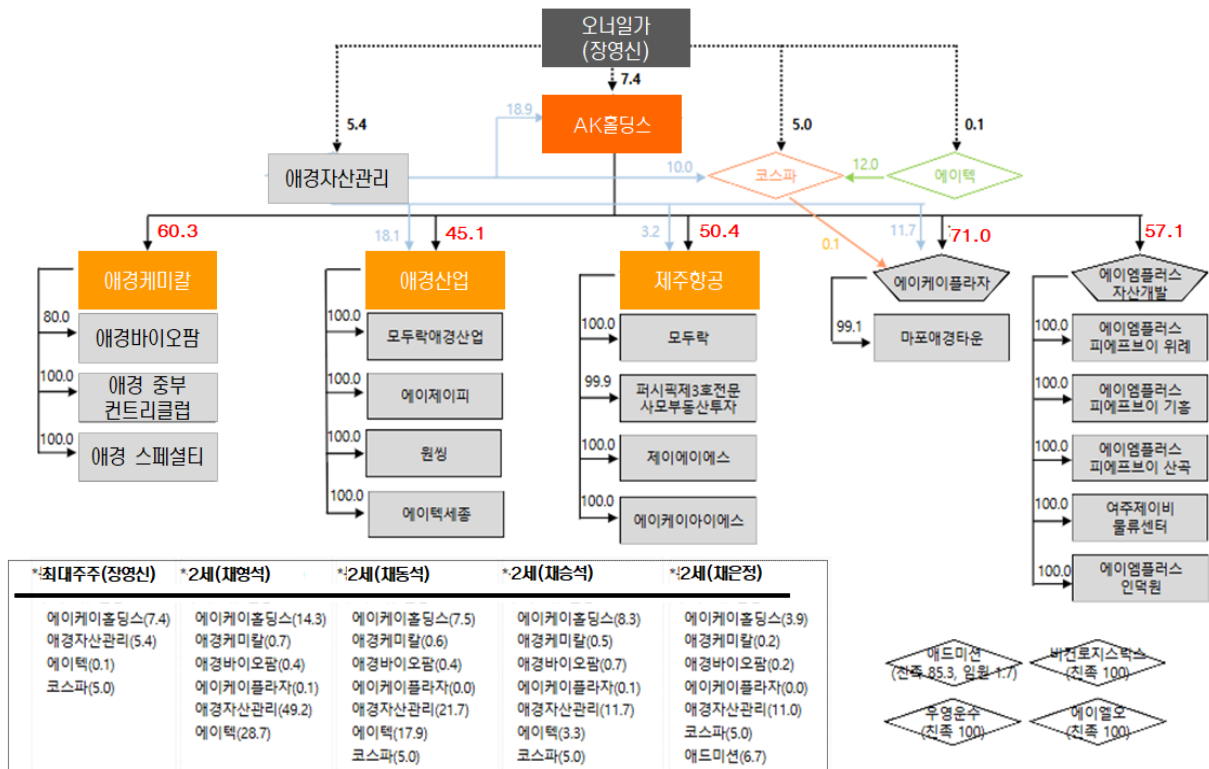
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 애경산업, 분기별 성과 → 25년 2Q 매출액 1,713 억 원, 영업이익 112 억 원(QoQ 각각 +13.4%, +84.6%)



자료: 애경산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림] AK홀딩스 그룹 지분도 → AK홀딩스, 지배력 집중(주요 계열사의 50% 이상 지분 확보)



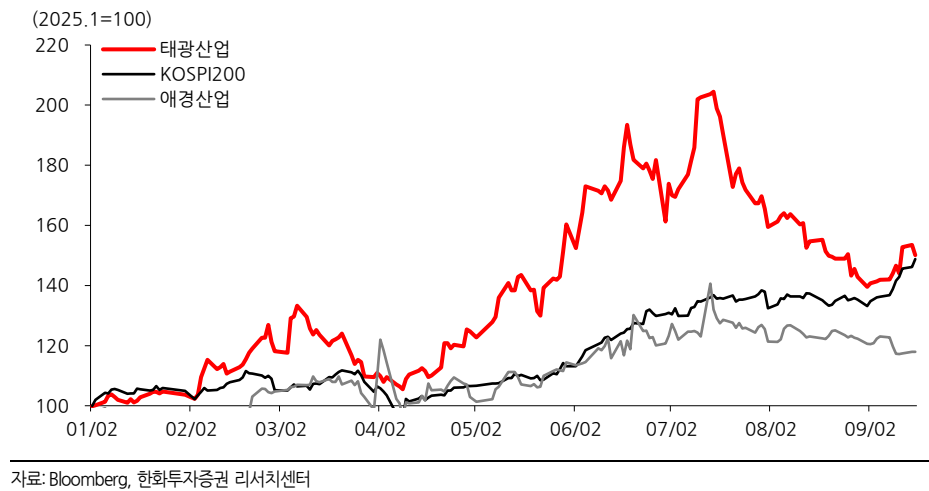
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 의무공개매수 도입 관련 국회 발의 법안 → 민주당에서 발의된 5개가 잔여주식 전량(100%) 의무공개매수를 규정

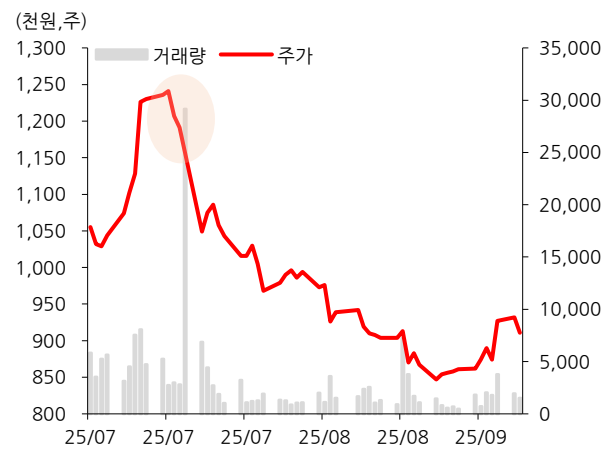
발의자	발의일	핵심 내용	공개매수 범위
강훈식 의원 (민주당)	2024.06.20	25% 이상 지분 취득시	잔여 주식 전량(100%)
강명구 의원 (국민의힘)	2024.10.24	25% 이상 지분 취득시	50%+1 주 (대통령령)
정태호 의원 (민주당)	2024.11.01	25% 이상 지분 취득시	50%+1 주까지
김남근 의원 (민주당)	2024.12.24	25% 이상 지분 취득시	잔여 전량+최근 1년 최고가
천준호 의원 (민주당)	2025.02.07	25% 이상 지분 취득시	잔여 전량
이정문 의원 (민주당)	2025.02.12	25% 이상 지분 취득시	잔여 전량+물적분할 보호
김현정 의원 (민주당)	2025.08.29	25% 이상 지분 취득시	잔여 전량+NAV 반영 가격

자료: 국회, 언론보도 한화투자증권 리서치센터

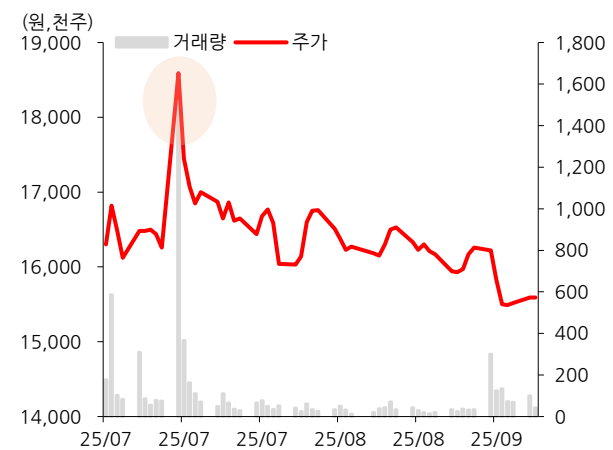
[그림10] 태광산업, 애경산업 주가수익률



[그림11] 태광산업 주가 및 거래량(7/1~현재)



[그림12] 애경산업 주가 및 거래량(7/1~현재)



[표2] 애경산업, 태광산업 등 주가 및 Valuation

기업명	시가총액 (십억원)	주가 (KRW)	주가수익률 (%)					P/E		P/B		ROE		EPS		
			1M	3M	6M	1Y	YTD	24년	25년	24년	25년	24년	25년	24년	25년	YoY
애경산업	411.7	15,590	-4.2	1.8	9.4	-10.1	17.9	8.2	14.3	0.8	0.0	10.8	0.0	1,612	1,094	-32%
태광산업	1,037.7	932,00	-0.8	-8.9	24.3	55.3	53.5	3.2	-	0.1	-	5.5	-	192,681	-	-
금호석화	2,974.1	112,400	3.8	-4.0	-1.0	-15.7	24.1	8.0	8.5	0.4	0.5	5.9	6.4	11,321	13,297	17%
LG 화학	20,718.9	293,500	3.9	40.8	27.1	-8.7	17.4	-28.3	-293.4	0.6	0.7	-2.1	-0.2	-8,825	-1,000	-89%
롯데케미칼	2,844.6	66,500	9.2	3.1	-10.3	-17.5	11.2	-1.5	-3.3	0.2	0.2	-11.4	-6.2	-39,988	-20,158	-50%
코오롱인더	1,071.9	38,950	9.1	17.7	22.9	15.2	43.5	8.3	14.0	0.2	0.3	3.1	2.3	3,256	2,781	-15%

주: 2025.09.16 기준

자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

II. 경영권 지키기

1. 상속·승계 타임라인 임박

개정 상법은 국내 기업 지배구조에 중대한 변화를 예고하며, 특히 현대차그룹과 같이 복잡한 지배구조를 가진 대기업들에게는 경영 패러다임 전환을 요구하는 촉매제가 될 것으로 보인다.

>> ① 감사위원 3%를 → ‘지배력 희석’ 카운트다운

이번 개정안은 자산 2조 원 이상 상장사가 감사위원을 선임·해임할 때 최대주주와 특수관계인의 의결권을 합산해 3%로 제한했다. 오너 일가가 감사위원회를 사실상 좌우하기 어려워졌고, 이사회 내 견제력은 강화됐다. 감사위원회는 회계·내부통제를 감독하는 경영권 통제의 핵심 조직이다.

특히 정의선 회장의 현대모비스 지분(0.33%)으로는 이러한 새로운 환경에서 그룹 지배력을 유지하기 어려울 수 있다. 오너가 1년의 유예기간이 끝나기 전에 우호 지분을 확보하거나 지배구조를 재설계하여 경영권 방어책을 마련해야 하는 유인이 커질 것이다.

>> ② ‘회사와 모든 주주’ 충실의무 → 소송 리스크 상승

이번 개정안으로 이사의 충실의무 범위가 ‘회사’에서 ‘회사와 모든 주주’로 확대되었다. 법이 공포되는 즉시 적용되기 때문에, 물적분할·자사주 활용·내부거래 같은 승계 관련 거래가 주주 전체의 이익을 해치면 주주대표소송의 표적이 될 수 있다.

소송이 얹히면 승계 일정은 지연될 가능성이 크다. 이런 규범은 공포 즉시 발효돼 경영권 방어 장치가 하루아침에 약해졌다는 점에서 승계 일정에 ‘시간 프리미엄’이 붙는다. 오너 일가가 서둘러 지분 구조를 확정하고 지배구조를 재설계해야 할 유인이 커졌다.

>> ③ 전자주총 2027년 의무화 → 행동주의의 진입장벽 허락

2027년부터 자산 2조원 이상 상장사는 온라인 주총을 병행해야 한다. 전자주주총회 의무화는 지리적 제약 없이 의결권을 행사할 통로를 열어 주주 제안·표 대결의 장벽을 낮췄다. 행동주의 펀드가 연합전선을 꾸리기 쉬워지면, 승계 과정에서 필연적으로 동반되는 합병·분할·자사주 활용 같은 ‘지분 재배열’ 안건이 더 빈번히 저지되거나 수정될 수 있다. 오너 일가는 주주연합 결집이 본격화되기 전에 지분 구조를 확정하고 우호 지분을 확보해 승계를 마무리해야 할 유인이 커졌다.

>> ④ 지배구조 투명성 강화 → 글로벌 투자자 압력 ↑

순환출자 등 전통적인 오너 지배 구조가 상법에 의해 제약되면서, 현대차그룹은 글로벌 기준에 맞는 투명한 피라미드형 단순 구조로의 전환 압력을 받을 수 있다.

이사회 중심 경영으로의 전환과 비핵심 계열사 정리의 필요성도 증가한다. 상법 개정 이후 외국인 투자자 및 기관의 ESG 요건 및 투명성 요구 충족은 필수가 된다. 주주권 강화와 경영 투명성에 뒤처지면 자본 조달, 해외 투자 유치, 신사업 확대 등 그룹의 성장 전략 전반이 제약을 받을 수 있다.

>> ⑤ 주가 상승 → 상속세 부담 증가

최근 상법 개정안 통과와 밸류업 프로그램에 대한 기대감이 맞물리면서, 국내 지주사 지수가 단기간에 두 자릿수 상승을 기록하는 등 긍정적인 변화가 나타나고 있다. 다만, 주가 상승은 지분 재편이 완료되지 않은 그룹에게는 상속 및 증여세 부담을 가중시키는 요인이다.

게다가 여당은 ‘자사주 원칙적 소각’ 법안에 대한 빠른 처리 의사를 밝히 자사주 활용 여지도 추가로 제약될 수 있다. 대기업 오너 일가는 시간이 지날수록 지배력 방어비용과 법적·주주 압박이 커질 것이므로, 승계 일정을 가능한 한 빠르게 마무리할 유인이 강해졌다. 결과적으로 승계 절차는 빠르면 빠를수록 상대적으로 유리한 상황이다.

[표3] 상속세 산정 체계

1 단계	기본 세율 체계	상속세 = (상속재산가액 - 상속공제) × 세율	상속세법 제 13 조, 제 26 조
2 단계	최대주주 할증 평가	최대주주가 취득하는 주식 등에 대해서 20%포인트를 가산	상속세법 제 63 조 제 3 항 상속세법 시행령 제 54 조
3 단계	과세표준 선정	과세표준 = 할증평가액 - 각종 공제(자녀공제, 가업상속공제 등)	상속세법 제 19 조~제 23 조
4 단계	세율적용 및 산출세액 결정	산출세액 = 과세표준 × 세율 - 누진공제	상속세법 제 26 조
5 단계	할증세액 산정 및 가산	산출세액에 최대주주 할증세액(20% 등) 가산	상속세법 제 63 조 제 3 항, 제 27 조
6 단계	세액 공제 적용	증여세 공제, 외국납부세액 공제 등 다양한 세액공제 적용	상속세법 관련 조항
7 단계	상속세 확정 및 납부	세액공제 후 최종 납부세액 결정 및 신고·납부 시행	상속세법 제 67 조, 제 69 조

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 기본 상속세율

과세표준	세율	누진공제
1 억원 이하	10%	-
1 억원 초과 ~ 5 억원 이하	20%	1 천만원
5 억원 초과 ~ 10 억원 이하	30%	6 천만원
10 억원 초과 ~ 30 억원 이하	40%	1 억 6 천만원
30 억원 초과	50%	4 억 6 천만원

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

우리나라, 증여/상속은 주로 남성후계자에게 승계 집중

언론보도에 따르면, 정몽구 명예회장의 예상 상속 시나리오와 관련하여, 정의선 회장은 현대모비스(정몽구 명예회장 지분 대부분), 현대제철(경영권 확보를 위한 지분 상당 부분), 보스톤다이내믹스 등 주요 계열사 지분을 대부분 상속받을 것으로 보인다. 우리나라 대기업의 승계 관행상 그룹 경영 핵심 계열사의 지배력은 주로 남성 후계자에게 집중되는 경향이 있다.

반면, 누나들인 정성인과 정명인은 현대위아 또는 소액 지분을 배분받아 주요 의사결정 권한이 제한적일 수 있다.

법적 고려사항 및 상속세 부담

2025년에도 최고 증여세율은 50%로 유지될 것으로 예상된다. 특히, 10년 이내 증여분은 합산 과세되며, 형제자매 간에는 2천만원의 증여 공제가 적용된다.

상속세 및 증여세법 제47조 제2항에 따르면, 해당 증여일 전 10년 이내에 동일인(증여자가 직계존속인 경우에는 그 직계존속의 배우자를 포함한다)으로부터 받은 증여 재산가액을 합친 금액이 1천만원 이상인 경우에는 그 가액을 증여세 과세 가액에 가산한다.

주식 가치는 증여일 전후 1개월 평균 시가를 기준으로 평가된다. 일례로, A(주)기업의 지분 1% 증여 시 약 1,350억원의 세금이 발생할 것으로 예상된다.

[C 그룹 사례] 상속 시나리오(안)

현재 상황과 한국 대기업의 승계 관행을 고려할 때 '우호지분·의결권 행사 합의'를 통한 '단계적 증여' 시나리오가 가장 높은 실현 가능성을 가진다. 막대한 상속세 부담을 피하고, 실제 경영권 이전을 효율적으로 달성할 수 있기 때문이다.

>> C 그룹 시나리오 1 : 직접 지분 증여 방식

직접 지분 증여 방식의 실현 가능성은 매우 낮다. 이 방식은 소유권 명확화와 법적 투명성 확보에 유리하다는 장점이 있지만, 초과액 증여세 부담, 단기 유동성 확보의 어려움, 합산과세 부담이 크다는 단점을 가진다. 또한 수조원에 달할 것으로 예상되는 상속세를 단기에 유동성으로 확보하기 어렵다는 현실적 문제가 존재하며, 10년 이내 증여분에 대한 합산과세 부담 또한 크다. 실제로 우리나라 대기업 오너 일가는 증여세로 인해 직접 증여 방식을 거의 채택하지 않았다.

>> C 그룹 시나리오 2 : 우호지분 · 의결권 행사 합의

우호지분 및 의결권 행사 합의를 기반으로 한 단계적 증여는 세금 부담을 최소화하면서 가족 간 결속력을 유지하고 경영권 승계의 실효성을 높일 수 있는 현실적인 대안이다.

비록 법적 구속력이 약하고 장기적 지배력이 불안할 수 있다는 우려가 있으나, 삼성, LG 등 주요 그룹에서 이와 같은 경영권 승계 방식을 거쳤다.

핵심 계열사 지분을 우선 증여하고 나머지 지분을 단계적으로 배분하는 방식이 합리적이며, 상속세 납부를 위한 재원은 계열사 배당 확대, 비핵심 계열사 지분 매각, 주식담보대출, 또는 합병 및 상장 등을 통해 마련할 가능성이 있다.

>> C 그룹 시나리오 3 : 지주회사 전환 및 지배구조 개편 후 승계

지주회사 전환 및 구조개편 방식은 세제 부담을 일부 경감하고, 경영권 승계와 지배구조 개편을 동시에 추진할 수 있다는 장점이 있다. 과거 B그룹, C그룹 등 일부 대기업에서 활용된 사례도 있다. 그러나 복잡한 규제, 시장의 민감성, 그리고 강화된 공시 규제 등의 어려움이 따르며, 최근에는 세제 이연 혜택이 축소되어 과거만큼의 매력이 떨어진 측면이 있다.

더욱이, 대주주가 고령일 경우, 5~7년이 소요될 것으로 예상되는 복잡한 지배구조 개편 과정을 완료하기에 시간적 제약이 있을 수 있다는 점 또한 시나리오의 실현 가능성을 낮추는 요인으로 작용한다.

[그림13] A 그룹 증여/상속 시나리오

시나리오1. [REDACTED]	
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] - 소요 기간: 3~5년	
장점	단점
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
시나리오2. [REDACTED]	
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] - 소요 기간: 5~10년	
장점	단점
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
시나리오3. [REDACTED]	
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]	
장점	단점
[REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 순환출자 고리 해소 과제

2014 년 이전부터 순환출자 그룹은 공시만 의무화

>> 현대차그룹, 주요 대기업 집단 중 유일한 순환출자 구조를 유지

현대차 그룹, 당장 순환출자고리를 해소해야 하는 것은 아니지만...

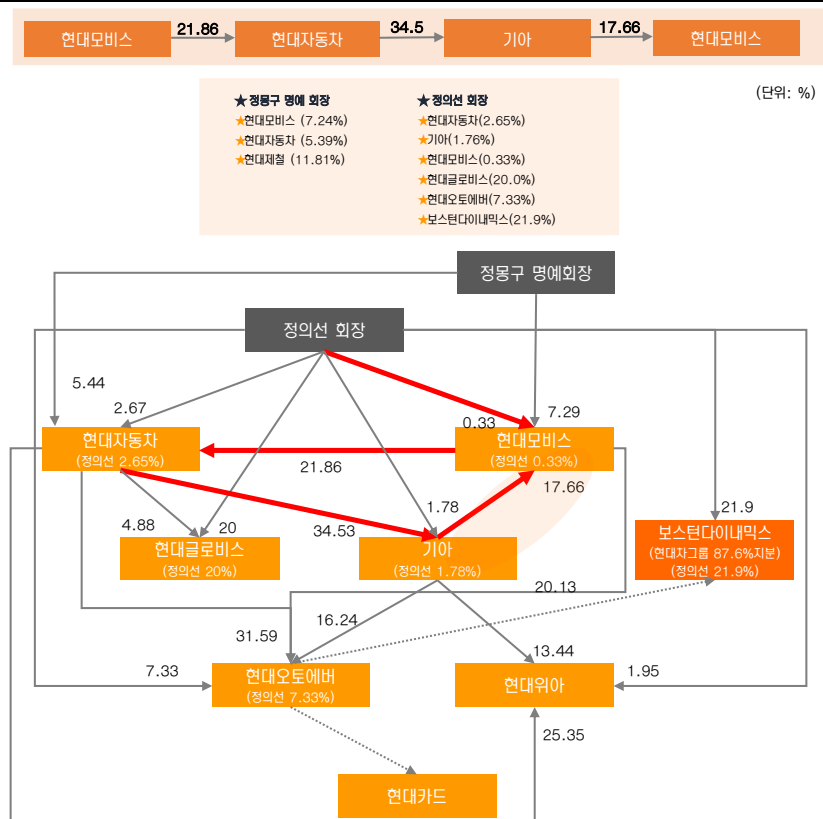
순환출자 기업에게 또다른 부담을 줄 수 있다. 대표적으로 현대차그룹은 국내 10대 대기업집단 중 유일하게 순환출자 구조를 유지하고 있다. 현대차그룹은 순환출자금지법이 생기기 전부터 고리를 형성하고 있었기 때문에, 당장에 순환출자고리를 해소할 필요는 없다. 그렇지만, 순환출자고리를 해소해야 하는 이유를 시장에서는 찾고 있다.

현대차그룹은 현대모비스(21.86%) → 현대자동차(34.5%) → 기아(17.66%) → 현대모비스로 이어지는 고리가 여전히 남아 있다.

엘리트 매니지먼트를 비롯한 해외 투자자들이 지속적으로 현대차그룹의 지배구조 개선을 요구하고 있는 것은 현재 구조가 글로벌 투자 기준에 부합하지 않기 때문이다.

해외 기관투자자들은 ‘지배주주-소수주주 이해 일치’와 지배구조 투명성을 중요한 투자 판단의 기준으로 삼고 있기 때문에 현대차그룹은 구조적으로 해외 자금 유입에 불리할 수 있다. 순환출자는 현대차-현대모비스 주가에 50% 이상의 디스카운트를 야기하는 직접 요인이다. 현대차 PBR 0.53배가 이를 방증한다.

[그림14] 현대차그룹 주요 계열사



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

순환출자 해소와 기업가치 제고

현대차그룹은 순환지분 비중이 전체 계열사에서 차지하는 비율이 16.7%이다. 2023년 20%에서 16.7%로 감소했으나, 절대적인 순환고리 수가 줄었다기보다 전체 계열사 수(분모)가 커져 순환출자의 집계 비율이 하락했다고 봐야 한다. 이미 순환출자를 해소한 삼성·SK·LG(0%) 대비 현저히 높은 수준이다.

우리나라는 2014년 순환출자 금지제도 시행 이래로 대부분의 대기업집단이 순환출자를 해소해왔다. 삼성(2018년), SK(2015년), LG(2003년), 롯데(2015년 대규모 순환출자 고리(약 417개) 대부분 해소, 2018년 완전 해소) 등 각각 지주사 체제 전환·자사주 소각 등을 통해 순환투자를 정리했다. 2014년 도입된 순환출자 금지법 이후 국내 주요 대기업들은 지주사 전환, 계열사 합병, 자사주 소각 등을 통해 순환출자 해소에 적극적으로 나섰다.

삼성그룹, 롯데그룹 등이 순환출자를 해소한 후 주가 상승을 경험한 사례는 현대차그룹에도 동일한 효과가 나타날 가능성을 시사한다. 거버넌스 디스카운트 해소, 글로벌 투자자 유치, 투명성 제고로 밸류에이션 정상화를 기대할 수 있다.

[표5] 주요 그룹의 순환출자 해소 현황 비교

그룹명	순환출자 해소 시기	해소 비율	현재 상태
삼성그룹	2018년 9월	100%	완전 해소
SK 그룹	2015년	100%	완전 해소
LG 그룹	2003년	100%	완전 해소
롯데그룹	2015년	84% → 100%	완전 해소
현대차그룹	미해소	미해소	16.7% 순환지분 유지

주: 순환지분 비중=(순환출자고리 포함 계열사 수 ÷ 전체 계열사 수)×100

- 전체 계열사 수 : 72개, 순환출자 고리에 직접 포함된 계열사 수 : 12개

- 계열사 수 기준으로 순환출자 구조에 포함된 계열사 비율을 구하며, 2023년에 약 20%에서 16.7%로 내려간 이유도 전체 계열사 수가 60개에서 72개로 늘어난 데 기인

자료: 한화투자증권 리서치센터

국내외 기관투자자도 지속적인 지배구조 개선 요구

2018년 ISS-국민연금의
명확한 반대 메시지

글로벌 투자기관에서 지속적인 지배구조 개선의 목소리를 높이는 이유는 일관된다.

의결권 자문기관 ISS는 현대모비스-글로벌비스 합병안에 대해 ‘순환출자 해소·지주사 전환이 선행되어야 한다’며 강력한 반대 입장을 표명했다.

2018년, 엘리엇 매니지먼트
지배구조 개선 로드맵

이와 함께 2018년 엘리엇 매니지먼트가 제시한 4가지 핵심 요구사항은 다음과 같다.

- ✓ 이사회 독립성 강화: 현대차그룹 이사진 일부 교체를 통한 독립적 경영진단 체계 구축
- ✓ 주주환원 정책 강화: 배당성향 40% 확대를 통한 적극적 주주가치 환원
- ✓ 자본 효율성 제고: 정례적 자사주 소각을 통한 주주가치 제고
- ✓ 사업 집중화: 비핵심 계열사 및 부동산 매각을 통한 자동차 사업 집중

현대차그룹이 실제 경험한 ESG 자본 이탈

현대차그룹의 지배구조 리스크가 실제 자본 이탈로 연결된 대표적 사례가 2018년 MSCI 코리아 ESG 리더스 지수 제외였다. MSCI는 2018년 6월 정기변경에서 현대모비스, 현대위아, 현대중공업지주를 해당 지수에서 제외했다. 현대차그룹의 지배구조 개편안 무산과 관련된 지배구조 불확실성이 반영된 결과였다. 현대모비스는 기존 4.04% 편입 비중에서 완전히 제외되었다.

비록 당시 국내 ESG 추종 자금 규모가 작아 즉각적인 매도 압력은 미미했으나, 글로벌 연기금의 중장기 투자 결정에 부정적 영향을 미쳤다.

최근 해외 연기금들은 ESG 투자 기준을 강화하며 지배구조가 불투명한 기업들에 대해 적극적인 주주권 행사를 검토 중이다.

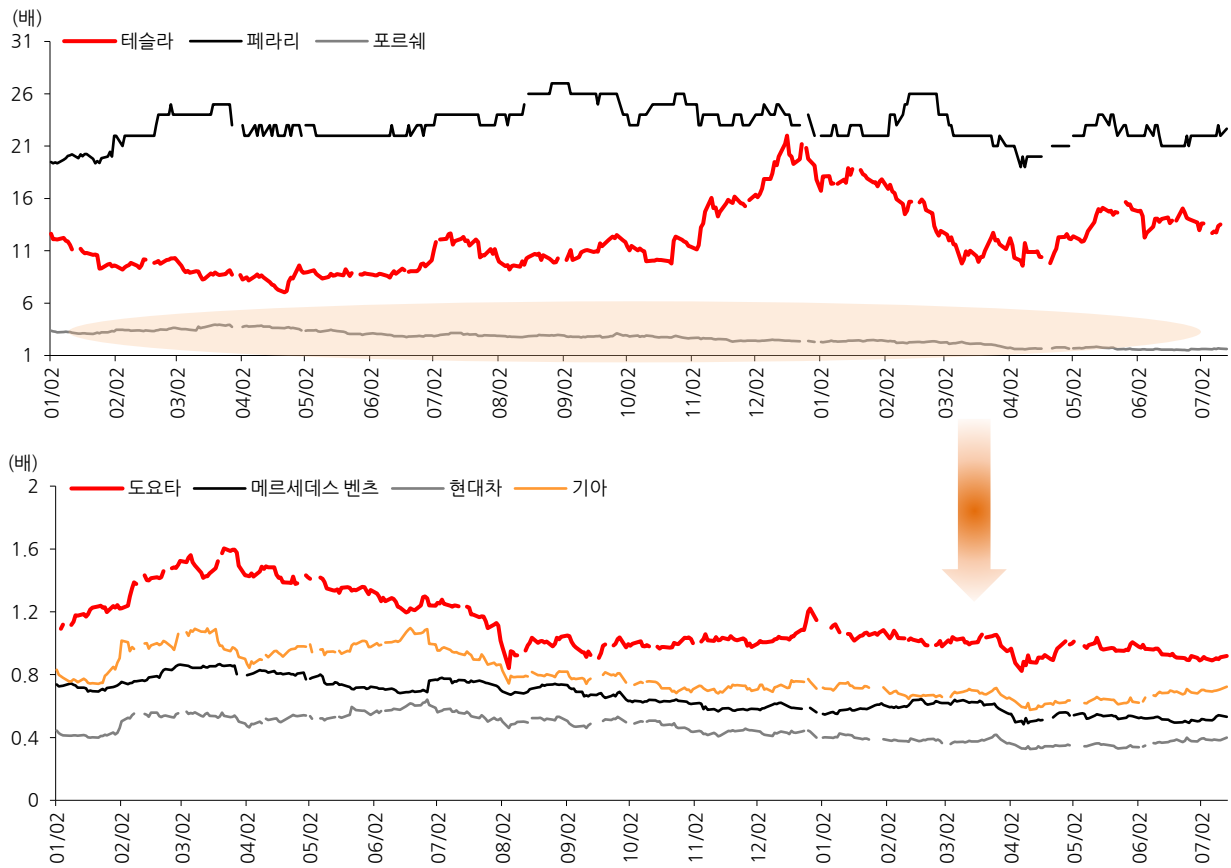
지배구조 개선을 통한 ESG 투자 유치 효과

현대차그룹이 현대모비스 중심의 지주회사 체제로 전환하고 순환출자를 해소할 경우, 다음과 같은 구체적 효과를 기대할 수 있다:

- ✓ MSCI Governance 등급: BB → BBB~A 등급 상승 가능
- ✓ ESG 지수 편입 확대: 현재 제외된 상태에서 정상 편입으로 복귀
- ✓ 글로벌 자금 유입: ESG 기준을 중시하는 해외 연기금과 기관투자자들의 투자 확대

현대차그룹의 지배구조 개선은 단순한 규제 대응이 아닌, 글로벌 ESG 투자 자금 유치를 위한 필수 조건이며, 이를 통해 '거버넌스 디스카운트'를 해소하고 기업가치를 제고할 수 있는 현실적인 방안이라고 판단한다.

[그림15] 글로벌 동종업계 P/B 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

정몽구 명예회장 만 86 세, 정의선 회장의 지배력 확대 과제

현대차그룹은 상속 진행 예정 그룹으로 현대차그룹은 재계 상위 5대 그룹 중 유일하게 상속계획이 밝혀지지 않은 그룹이다. 정몽구 명예회장은 만 86세로 현대자동차 5.44%, 현대모비스 7.29% 등 핵심 계열사 지분을 여전히 보유하고 있으며, 약 수조 원으로 추정되는 상속세 규모는 아직 납부 방식이 미정이고 상속 절차가 착수되지 않은 것으로 알려져있다.

특히 정의선 회장의 현대모비스 지분은 0.33%에 불과하여 지배력이 취약한 편이다. 오히려 일가는 시간이 지날수록 지배력 방어비용과 법적·주주 압박이 커질 것이므로, 승계 일정을 가능한 한 빠르게 마무리할 유인이 강해졌다. 결과적으로 승계 절차는 빠르면 빠를수록 상대적으로 유리하다.

주요 대기업 집단의 상속세 비교

국내 주요 대기업 집단의 상속세 부담 규모와 납부 방식은 그룹별로 상이하다.

삼성그룹은 약 12조 원의 상속세 중 미술품 기증 등 문화재 물납을 활용하여 5년 분할 납부를 진행 중이다. LG그룹은 약 7,200억 원의 상속세를 구본무 회장 사후 구광모 회장 승계 과정에서 5년 분할 납부 방식으로 거의 완료하였다. 롯데그룹은 약 3,000억 원의 상속세를 신격호 명예회장 사후 신동빈 회장 승계와 함께 일시납부와 연부연납을 병행하여 납부를 완료했다고 알려져 있다.

반면, 현대차그룹은 주요 대기업 그룹 중 상속세 부담이 남아 있다.

현대차그룹 지배구조 개편 방향 : 2018 년 vs 2025 년 환경 비교

2018년 현대차그룹의 지배구조 개편안은 주주 반대로 무산된 바 있다. 이후 현대차그룹은 새로운 지배구조 개편 방안을 지속적으로 모색해왔을 것이다. 2025년 현재는 당시와 비교해 매크로 환경이 바뀌었다.

2018년 무산된 승계 계획과 달리, 2025년 현재는 ① 상법개정으로 소액주주 권익 보호 장치 마련, ② 정의선 회장 직접 경영체제 확립, ③ 현대차그룹의 캐시카우 역할 강화, ④ 보스턴다이내믹스 등 미래 성장동력 확보로 승계 환경이 바뀌었다.

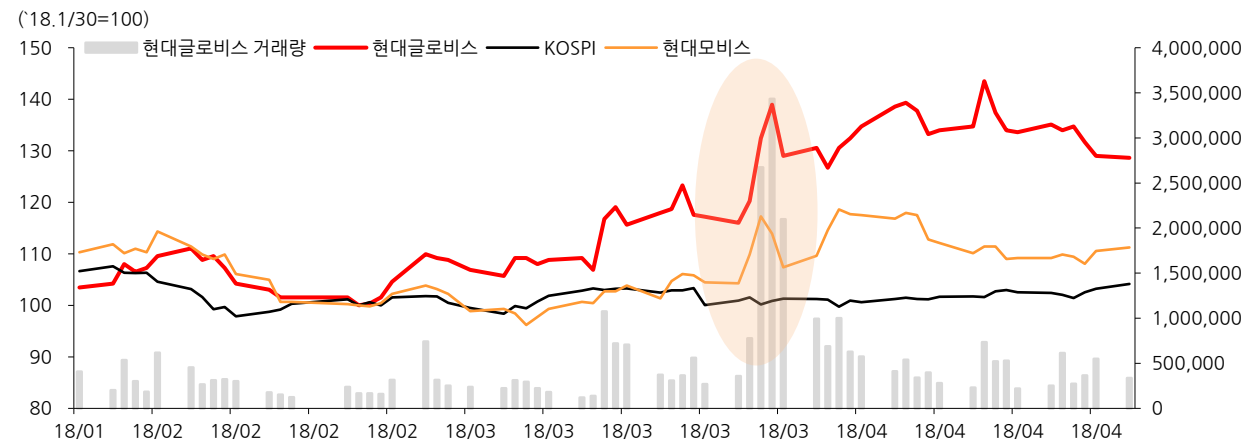
다만 3% 룰 확대 적용 등 지배구조 리스크는 여전히 존재한다. 현대차그룹은 시장 신뢰 확보를 핵심 과제로 삼아 지배구조 개편을 추진할 수 있다.

[그림16] 2018 년 VS 2025 년 승계 환경 비교

	2018년	VS	2025년
승계 계획 핵심	·현대모비스 분할 + 현대글로벌비스 합병 추진 → 소액주주 반대로 무산	→	
주요 규제환경	·상법/공정거래법 개정 전 → 소액주주 권한 제한적	→	·상법개정 통과 (2025.7.3) → 3% 룰, 이사 충실의무 확대, 전자주주 의무화
외부 견제세력	·엘리엇 강력 반대 + ISS 등 의결권 자문사 반대 → 합병비율 논란, 국제 표준 미달	→	·대형 기관투자자 협력 관계 구축 → 밸류업 프로그램, 주주환원 확대 선언
경영권 안정성	·정의선 수석부회장 체제 → 정몽구 회장 지분 ·영향력 우위	→	·정의선 회장 공식 체제 확립 → 정몽구 명예회장 지분 이전 준비 단계
그룹 역량 변화	[자동차 제조 중심 비즈니스 모델] ✓ 핵심 역량이 내연기관 ·완성차 제조에 집중 ✓ 신기술 선제적 투자 미흡(순환출자 유지 위한 자본 동원력 제한) ✓ 주가 저평가 상태(현대차 PBR 0.5배 수준)		[모빌리티 솔루션 전환 본격화] ✓전기차 ·자율주행 ·로봇 3축 역량 강화(EV 매출 비중 15% 돌파) ✓미래 투자 여력 확보(자본시장 신뢰 회복, 현금창출능력 증대) ✓현대차 PBR 1.0배 돌파, KOSPI 대표 가치주 부각
시장 환경 변화	[주주권의 강조 흐름 초기] ✓삼성그룹 합병 후유증으로 합병비율 높은 관심 ✓엘리엇의 적극적 주주행동주의 등장 (현대차 등 압박) ✓지배구조 개선 압력 본격화 (스튜어드십 코드 도입)		[밸류업, 상법 등 ESG 강조] ✓상법개정 통과로 소액주주 권한 강화 (2025.7.3) ✓글로벌 투자자 ESG 요구 강화 (지배구조 개선 필수화) ✓코스피 5000 시대 진입, 기업가치 재평가 압력 증가

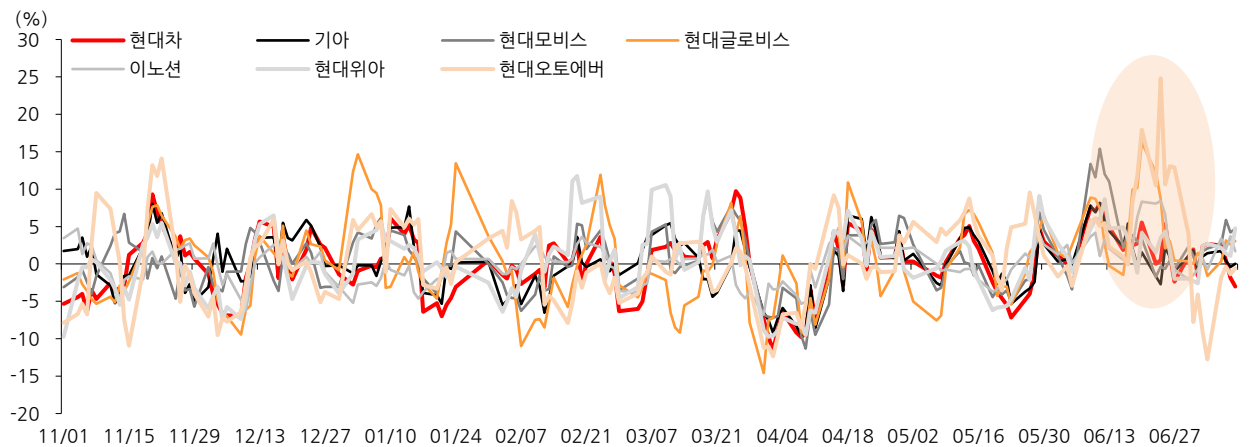
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 2018년 현대차그룹 지배구조 개편 이벤트 전후 현대모비스, 글로벌비스 추가수익률 비교



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 현대차그룹 1 주 대비 수익률(2024.11/1~2025. 7/11)



자료: 한화투자증권 리서치센터

현대차그룹, 주요 계열사 기업가치 제고 계획에 진심

시장의 오해와는 조금 다른 현실 현대차그룹의 계열사별 기업가치 제고 계획을 두고, 시장에서는 일부러 특정 기업의 주가를 누르고 다른 기업의 주가를 띄우려는 것이 아니냐는 오해가 종종 제기된다.

그러나 실상은 이와 다르다.

현대차그룹 내 대부분의 계열사가 주주가치 제고 계획에 진심이다. '밸류업'이라는 일관된 방향성 아래 그룹 내 대부분의 계열사가 각 사의 특성을 반영한 구체적인 실행 방안을 통해 주주가치 제고에 나서고 있다.

그룹 전반의 주주환원 강화와 자본 효율성 개선이라는 공통된 목표를 가지고 있다.

- 1) 공통된 주주환원 의지: 모든 주요 계열사가 25% 이상의 배당성향을 제시하거나 주당 최소 배당금을 보장하고, 자기주식 소각을 포함하는 등 주주환원에 대한 강력한 의지를 표명하고 있다. 주주환원 확대에 그룹 차원에서 적극적으로 나서고 있음을 의미한다.
- 2) ROE 개선을 통한 자본 효율성 강조: 기아, 현대모비스, 현대글로비스가 구체적인 ROE 목표를 제시한 것은 단순한 주주환원을 넘어, 사업 구조 개선과 효율적인 자본 배분을 통해 기업의 본질적인 가치를 높이겠다는 의지를 반영한다.
- 3) TSR 중심의 성과 관리: TSR을 핵심 지표로 삼은 것은 단순한 재무 성과를 넘어 주가 상승을 포함한 총체적인 주주 수익률 관리에 집중하겠다는 그룹의 전략적 방향을 보여준다. 이는 경영진의 성과 평가와 보상 체계에도 영향을 미쳐 주주가치 제고를 위한 경영진의 동기를 강화할 수 있다.

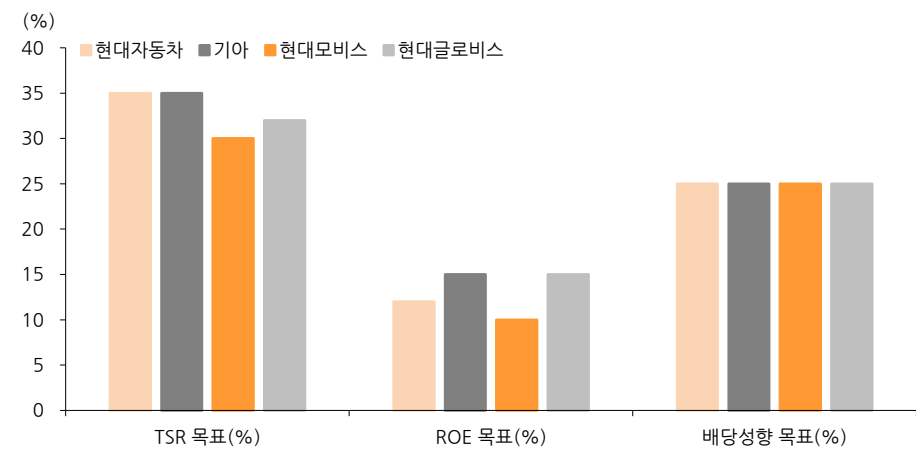
이 외 각 사가 발표 시점과 목표 설정 방식에 다소 차이는 있지만, 전반적으로 구체적인 수치와 기간을 제시하며 실행력을 높이려 노력 중이다. 이는 투자자들의 예측 가능성을 높여 줄 것이다.

[표6] 주요 계열사별 기업가치 제고 핵심 지표 비교

회사명	TSR 목표	배당정책	ROE 목표	공시일자
현대자동차	2025-2027: 35%+	배당성향 최소 25% 주당 최소배당금 10,000 원	목표 지향형 (수치 미공개)	2024.08.28
기아	2024: 30~35% 2025-2027: 35%	배당성향 25% 이상 주당 최소배당금 5,000 원	15% 이상	2024.12.03
현대모비스	2025-2027: 30%+	주주환원 규모 확대 3년간 자기주식 소각 ('25~'27)	10%+ 목표	2024.11.19
현대글로비스	핵심지표로 선정 (구체적 수치 미공개)	배당성향 최소 25% 이상 DPS 전년비 최소 5% 상향	2024-2030 평균 15%+ α	2024.10.31

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 주요 계열사별 2025-2027 핵심 지표 비교



자료: 한화투자증권 리서치센터

사례 : D 그룹 지배구조 개편 시나리오

D그룹은 지배구조 재편과 승계 비용 최소화라는 두 과제를 동시에 풀기 위해 E와 F기업을 활용할 수 있다.

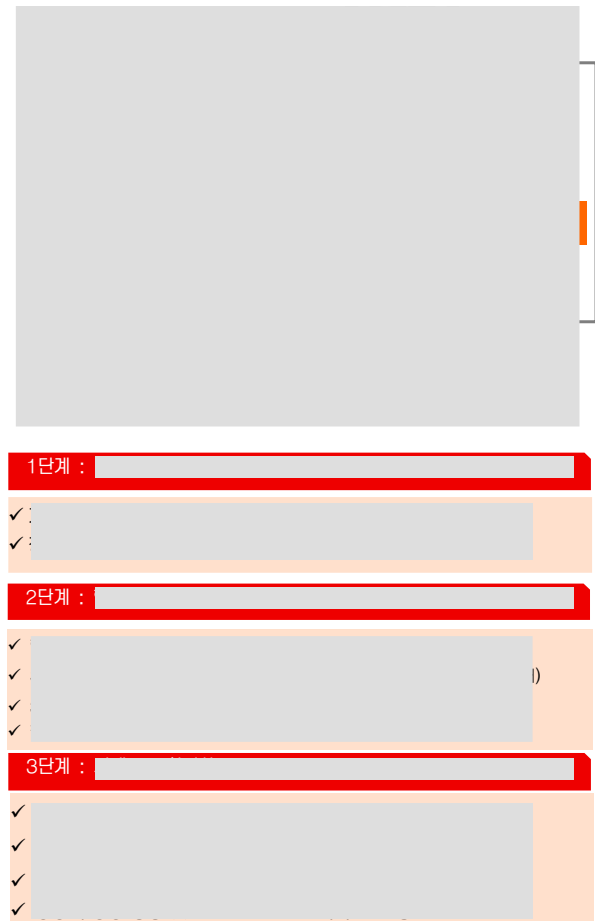
E는 배당 확대와 자사주 소각으로 투자자 신뢰를 높이고, 그룹 전체는 행동주의 펀드의 공격을 차단할 수 있다. 대주주는 지분 희석을 최소화하면서 상속세 재원까지 마련하는 효과적인 방법이다.

[그림20] 현재 순환출자 구조(2025)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 지배구조 개편 시나리오



자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 주주행동주의

정의	주주행동주의는 기업 지분 확보 후, 의결권 행사·주주제안·대외 캠페인을 통해 배당 확대, 자사주 소각, 지배구조 개선 및 사업재편을 유도하여 기업가치 재평가와 주가 상승을 도모하는 전략이다. 글로벌 행동주의의 공통적 수단 및 목적이다.
주주행동주의는 단순한 이벤트 테마로 접근하는 방법과 다름	액티브 주식 투자자에게는 주주행동주의 테마가 새로운 알파 창출의 기회를 제공할 수 있다. 다만, 장기적 관점에서 기업의 본질적 가치 개선에 초점을 맞춘 투자여야 한다.

1. 주주행동주의 관련 오해

① 행동주의 목적은 수익률이 물려서 하는 것이라는 선입견

“A기관, B기관에서 왜 행동주의 열심히 하는 줄 아세요? 주가가 하락했으니 이제 행동주의를 통해서라도 손실을 만회하려는 것이예요~그래서 캠페인 시작했잖아요~”

아직까지도 시장 참여자 중 몇몇이 그렇게 말하는 것을 보고 적잖이 놀랐다. 이러한 시각은 행동주의의 본질을 오해한 것이다. 행동주의 펀드 관심의 출발점이 보유 주식의 부진일 수는 있으나, 성공적인 행동주의 펀드의 타겟 선정 기준은 전혀 다르다.

행동주의 타겟 선정의 원칙은 다음과 같다. 첫째, 내재가치 대비 저평가 상태이면서도 경영진의 소극적 태도로 잠재력이 실현되지 못하는 기업이다.

둘째, 비효율적 의사결정 구조로 인해 주주가치가 훼손되고 있는 기업이다.

셋째, 시장의 근시안적 평가로 진정한 경쟁력이 가려진 우량 기업이다.

일본 행동주의 캠페인(2010-2025) 분석 결과, 타겟 기업의 73%가 현금부자·고효율 기업이었으며, 이들의 평균 ROE는 8% 이상이였다. 단순히 '물린 주식'이 아닌, 명확한 가치창출 잠재력을 보유한 기업들이 선택받았다.

행동주의의 진정한 가치는 지배구조 혁신에 있다. 사업구조 최적화, 자본배분 효율화, 주주환원정책 강화를 통해 기업의 펀더멘털을 개선하는 것이 핵심이다. TSE 개혁 이후 일본에서 행동주의 성공률이 42%에 달하는 이유도 바로 이러한 구조적 가치창출이 시장에서 인정받고 있기 때문이다.

행동주의를 단순한 손실 만회 수단으로 보는 시각은 이 전략의 본질적 가치를 간과한 것이다.

② 행동주의 펀드 요구에 기업이 빨리 순응하기 때문에 의미가 없다는 오해

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 있다. 행동주의 펀드의 캠페인 시작 전후 주가 성과를 TOPIX 지수와 비교해보면, 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 '가치'를 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.

[그림22] 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

주주행동주의 펀드 수익 경로

주주행동주의 수익 모델	행동주의 펀드의 수익 모델은 기본적으로 관리보수(Management Fee)와 성과보수(Performance Fee)를 병행하는 인센티브 기반 모델이다. 관리보수는 운용자산(AUM)의 1.5~2.5% 수준으로 매년 고정적으로 발생하며, 성과보수는 기준 수익률을 초과하는 성과에 대해 15~20%의 인센티브를 부여하는 방식이다. 특히, '2 and 20' 모델은 2%의 관리보수와 20%의 성과보수를 결합한 대표적인 구조이며, 하이워터마크(High-watermark)를 적용하여 투자 손실이 회복된 이후에만 성과보수를 부과하여 투자자의 이익을 보호한다.
행동주의 펀드, 5% 지분 확보 필요	주주행동주의의 수익은 크게 두 가지 경로로 발생한다. 첫째, 캠페인 개시, 주주제안 수용, 배당 및 자사주 매입 공시 등 특정 이벤트 발생 전후로 단기 초과수익을 얻는 사건별(Event) 알파를 창출하는 방법이다. 일반적으로 2~6%p의 초과수익을 의미한다. 기업 가치 재평가를 통해 장기적인 성과를 실현하는 것이 핵심이다. 일본에서는 행동주의 펀드 공시 당일 TOPIX 대비 약 1.8%p의 초과수익이 발생했다. 둘째, 지배구조 개선과 자본배분 정책 변화를 통해 기업의 펀더멘털을 개선하고 지속적인 밸류에이션 상승을 유도하는 '구조적 알파(Structural Alpha)'이다. TSE 개혁 이후 일본 행동주의 캠페인의 평균 초과수익률은 기존 8.7%에서 15.3% 수준으로 약 1.76배 증가했으며, 이는 구조적 변화가 실질적인 가치 창출로 이어지고 있음을 증명한다. 행동주의 펀드는 보통 기업 지분 5~15%를 확보한 후 경영에 적극적으로 개입한다. 행동주의 지분이 5% 미만일 때 캠페인의 성공률이 극히 떨어진다는 것은 글로벌 행동주의 공통적으로 발견되는 부분이다. JPMorgan은 “의결권 확보 없이 공개행동만으로 이사회 결과를 바꾸는 것은 어렵다”고 반복적으로 지적한다.

행동주의 펀드 투자 프로세스

LP 모집 및 투자 프로세스

행동주의 펀드의 투자 프로세스는 명확한 단계로 구분된다. 1단계는 펀드 설계와 전략 수립으로, 타깃 기업 선정 기준과 개입 방식을 구체화한다. 2단계에서는 연기금, 보험사 등 기관투자자(LP)를 대상으로 사전 투자설명서(PPM)를 작성하고 자금을 모집한다.

3단계에서는 저평가되었거나 지배구조에 문제가 있는 대상 기업을 발굴하고 지분을 매입한다. 이후 4~5단계에서 경영진과의 사적 미팅을 시작으로 공개적인 캠페인을 전개하고 이사회 진출을 시도한다. 마지막으로 6~8단계에 걸쳐 주가 상승, 배당 확대를 통한 가치 실현 후 엑시트(Exit)하여 LP에게 수익을 배분하는 구조다.

팰리서 캐피탈의 삼성물산

삼성물산에 대한 팰리서 캐피탈(Palliser Capital)의 개입은 지배구조 단순화, 주주가치 제고, 투자수익률(ROI) 상승으로 이어진 대표적인 사례다.

2023년 12월 공개된 이 캠페인은 0.62% 지분(약 1,200억원) 투자를 바탕으로 다음과 같은 구체적 가치 창출 방안을 제시했다:

핵심 요구사항:

- ✓ 지주회사 전환: 투명한 지배구조를 통한 밸류에이션 리레이팅
- ✓ 비핵심 사업 정리: 패션·F&B 부문 매각/분할상장으로 자원 집중
- ✓ 주주환원 정책: 배당 확대 및 자사주 소각을 통한 직접적 가치 환원
- ✓ 자본 재배분 최적화: 미래 성장동력 집중 투자로 ROE 개선

2. 연기금의 주주행동주의 전략

펀드 목표 캘리포니아 공무원 퇴직연금(CalPERS)는 주주행동주의 투자의 하나의 표준을 제시한다. CalPERS는 1992년부터 2005년까지 Focus List 전략을 통해 총 31억 달러의 주가 가치를 창출했다는 연구결과가 있다.

CalPERS의 주주행동주의 전략은 다음과 같은 특징을 갖는다.

1. Focus List 운영: 저성과 기업을 선정하여 공개적으로 압박
2. 적극적 의결권 행사: ESG 주주제안에 대해 49.8%의 찬성률 기록
3. 공개 대화(Engagement): 기업과의 직접적 소통을 통한 변화 유도
4. 대표소송 활용: 경영진의 책임 추궁을 위한 법적 수단 동원

연기금들이 주주행동주의에 참여하는 방식은 크게 세 가지로 구분된다.

1. 직접 주주권 행사: 보유 종목에 대한 의결권 행사, 주주제안 등
2. 위탁 운용: 행동주의 전문 펀드에 자금 위탁
3. ETF 투자: 주주행동주의 테마 ETF를 통한 간접 참여

주주행동주의 활용 전략 : ETF

ACTF 와 VOTE 행동주의 ETF인 VOTE는 ACTF에 비해 모든 기간에서 우수한 성과를 달성했다. 특히, 1년 수익률은 VOTE가 ACTF보다 22.83%p 높은 것으로 나타났으며, S&P 500 대비로도 VOTE는 0.84%p의 초과 성과를 기록한 반면, ACTF는 21.98%p 언더퍼폼했다.

투자자는 자신의 규모와 성향에 따라 다양한 전략을 선택할 수 있다.

운용자산 규모가 큰 기관투자자는 직접 행동주의 전략을 실행하거나, 행동주의 펀드의 LP로 참여하는 전략을 취할 수 있다. 반면, 소액 또는 개인투자자는 우수한 성과를 보인 VOTE ETF를 중심으로 투자하는 것이 효과적이다. 행동주의 투자는 최소 3~5년의 장기적인 투자 관점을 필요로 한다.

1) ACTF ETF (LeaderShares Activist ETF)

펀드 목표 장기 성장을 추구하는 펀드이다. 주주 행동주의의 타겟이 되는 주식에 초점을 맞추며, SEC의 3D서류를 기반으로 구축한 정량적 방법론을 활용한다.

ACTV (LeaderShares Activist Leaders ETF)는 미국 증권거래위원회(SEC)의 13D 서류를 활용하여 행동주의 투자자들이 5% 이상 지분을 확보한 기업들에 투자하는 전략을 구사한다. 이미 행동주의 투자자의 타겟이 된 기업들을 선별하여 포트폴리오를 구성하는 방식으로 행동주의 캠페인의 성과를 추종하는 방법을 취한다.

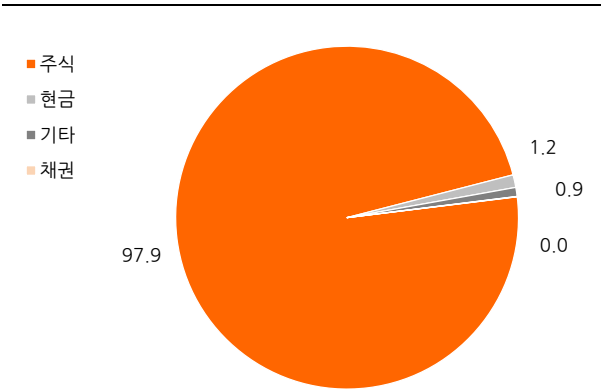
펀드의 최근 성과는 양호한 편이며, 특히 QTD 수익률이 4.70%로 단기적인 상승세를 보여준다.

[표7] 상품 개요

항목	내용
국가	미국
펀드유형	주식형 ETF
순자산총액	USD 12,917,749
설정일	2020-10-26
기준가	USD 33.02
운용사	Redwood Investment Management LLC
펀드보수	0.75%
운용 목표	장기 자본성장 추구 (Long-term Capital Growth)
운용 전략	행동주의 펀드의 표적(SEC에 제출되는 '13D Filing' 등)으로 분류된 기업에 양적(퀀트) 방식으로 집중 투자

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 자산 구성 현황



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 주요 편입 종목

No	기업	티커	비중
1	뱅가드 S&P 500 인덱스 펀드 ETF	VOO	44.79
2	SPDR S&P 500 ETF 트러스트	SPY	26.8
3	레스토랑 브랜드 인터내셔널	RBI	3.98
4	매치 그룹	MTCH	3.88
5	헬스케어 리얼티 트러스트	HR	3.41
6	하워드 휴즈 홀딩스	HHH	3.4
7	램 웨스턴 홀딩스	LW	3.22
8	래피드7	RPD	1.87
9	베스티스 코퍼레이션	VSTS	1.48
10	브라운 브라더스 해리먼 & 코	BBH	1.08

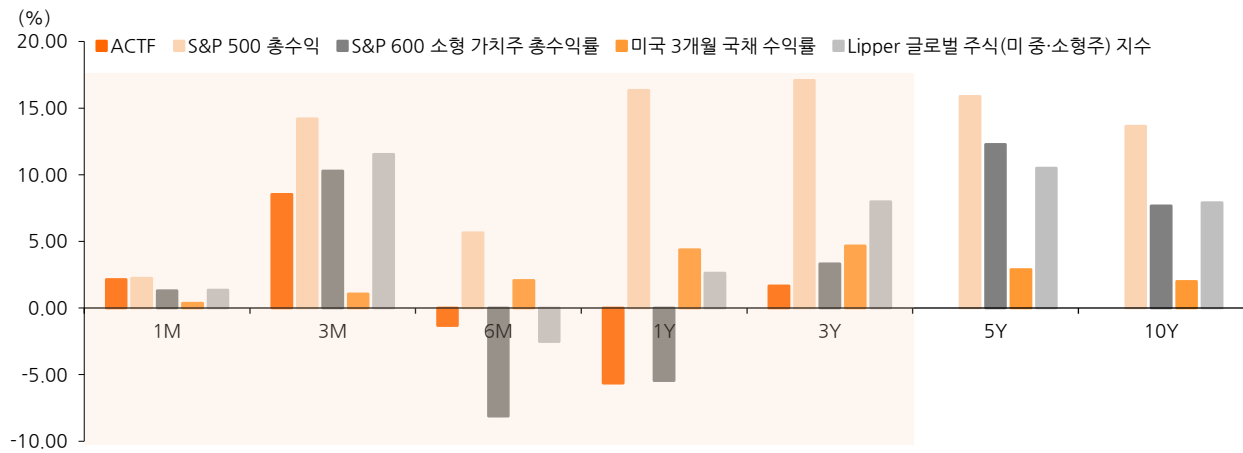
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 주요 운용 성과

구분	1 Year	3 Years
BM 대비 초과수익률	-0.33	-0.15
연간 수익률의 변동성	13.18	20.32
베타	0.62	0.82
상관계수	0.86	0.94
최대 손실폭	-13.07	-17.12
샤프비율	-0.22	-0.04

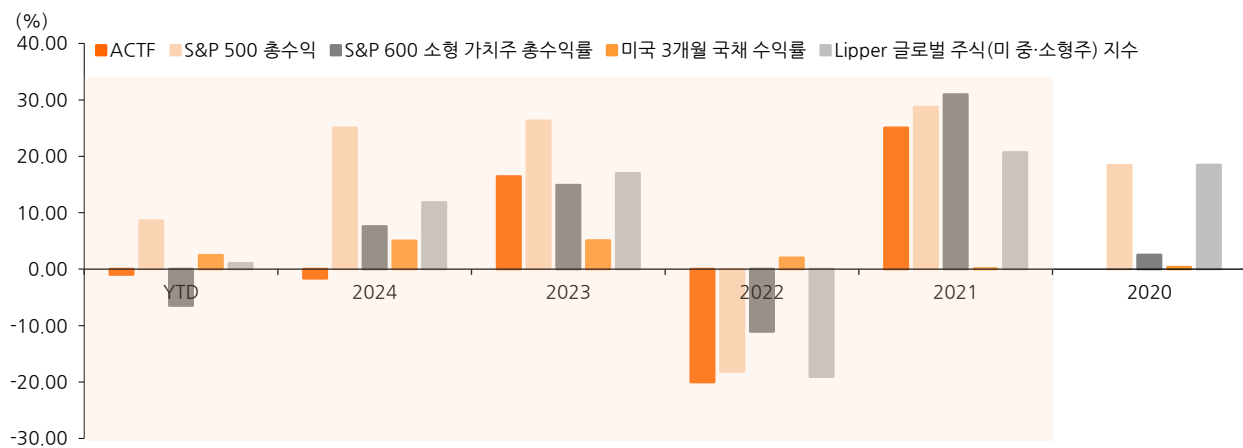
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 누적 수익률 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 연간 수익률 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2) VOTE (Engine No. 1 Transform 500 ETF)

펀드 목표 VOTE (Engine No. 1 Transform 500 ETF)는 엄밀히 행동주의 펀드라고 하기 힘들지만, 보통의 경우 VOTE까지 포함해서 참고하는 경우가 있기 때문에, 사례만 소개한다. ETF의 운용사인 Engine No. 1은 2021년 엑손모빌 이사회에서 기후변화 전문가 3명을 신규 이사로 선임하는데 성공한 사례로 유명하다. 불과 0.02% 지분으로 미국 최대 석유기업의 지배구조를 변화시킨 것은 주주행동주의의 파급력을 보여주었다.

[그림27] 투자 비중

No	기업	티커	비중
1	엔비디아	NVDA	7.62
2	마이크로소프트	MSFT	7.2
3	애플	AAPL	5.65
4	아마존	AMZN	4.12
5	메타 플랫폼스	META	3.07
6	브로드컴	AVGO	2.45
7	알파벳 클래스 A	GOOGL	2.03
8	알파벳 클래스 C	GOOG	1.79
9	버크셔 해서웨이	BRK.A/BRK.B	1.58
10	테슬라	TSLA	1.57

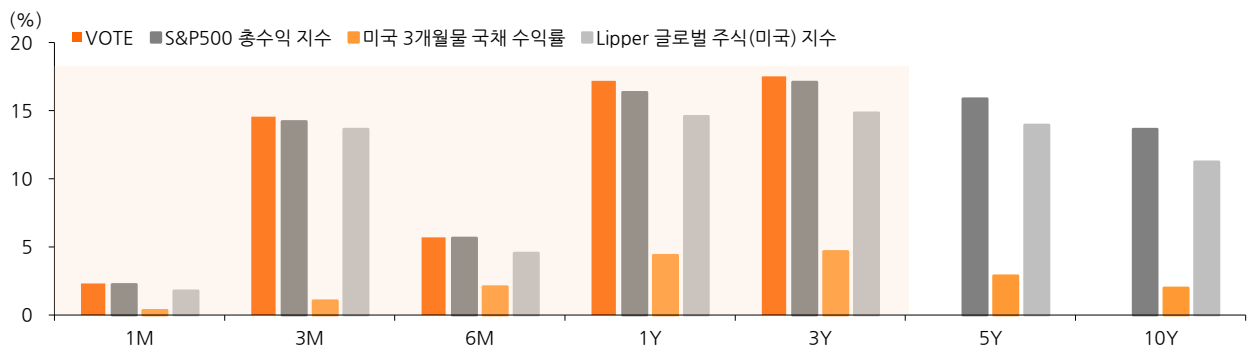
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 운용 성과

구분	1 Year	3 Years
BM 대비 초과수익률	0.03	0.02
연간 수익률의 변동성	12.92	15.29
베타	1.04	1.01
상관계수	1.00	1.00
최대 손실폭	-7.73	-12.81
샤프비율	0.26	0.22

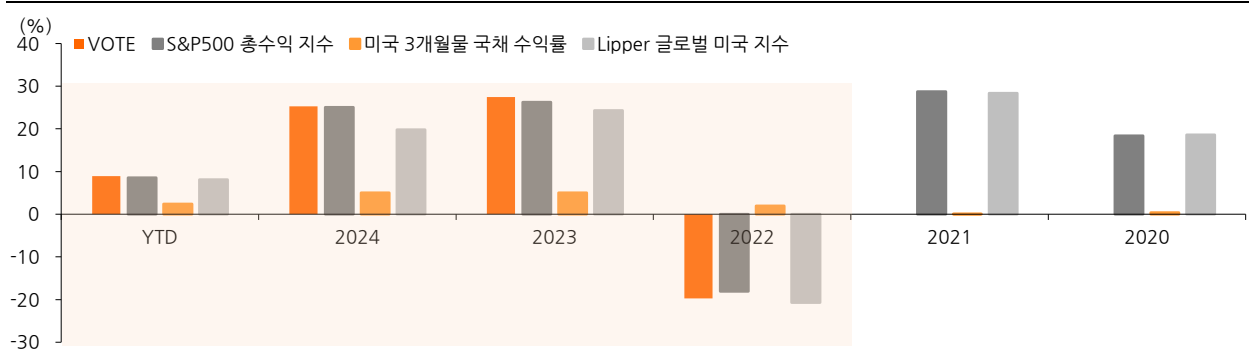
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 기간별 수익



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 기간별 수익



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 행동주의 캠페인 현황

일본, 행동주의·주주제안의
급증

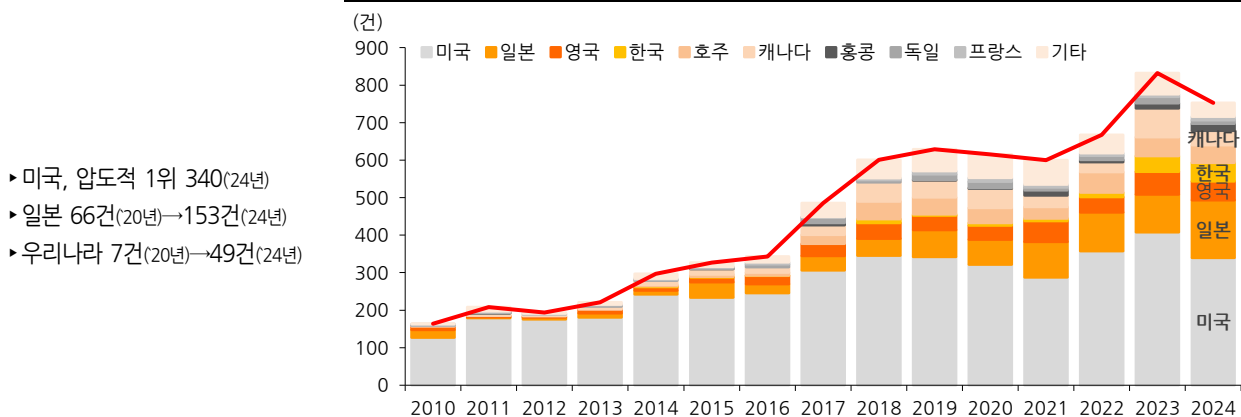
우리나라 행동주의 캠페인은 2024년 49건(기준에 따라 66개로 산정하기도 한다) 목표 기업에 대한 주주 제안이 이루어졌다. 미국(1위), 일본(2위)에 이어 글로벌 3위의 주주행동주의 시장으로 부상했다.

올해 행동주의 타겟 기업 중 KOSPI200에 포함된 비중은 약22%에 불과하며, 나머지 약 78%는 중소형주에 집중되어 있다. 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.

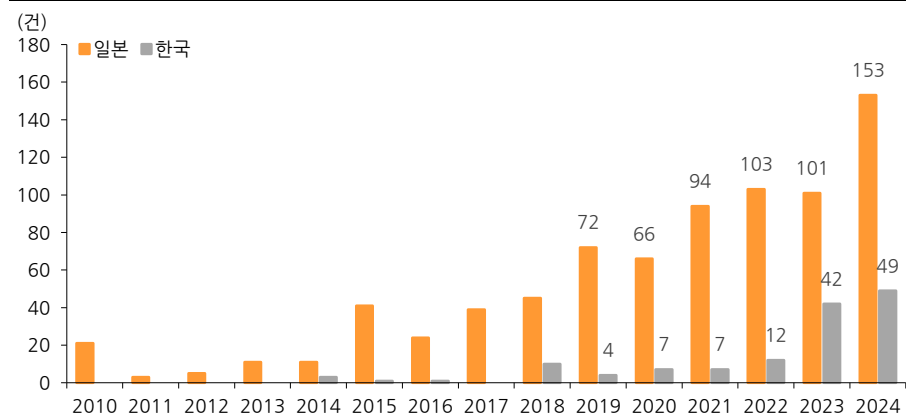
이러한 환경에서 초기 대응이 늦은 기업은 우호 지분 확보 및 지주사 전환 등에 필요한 비용이 급등할 수 있다. 따라서 기업들은 선제적으로 지배구조를 개선하고 주주 친화 정책을 강화하여 시장의 신뢰를 확보하는 것이 중요하다.

[그림30] 주요국 행동주의 캠페인 현황



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 일본, 우리나라 행동주의 캠페인



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

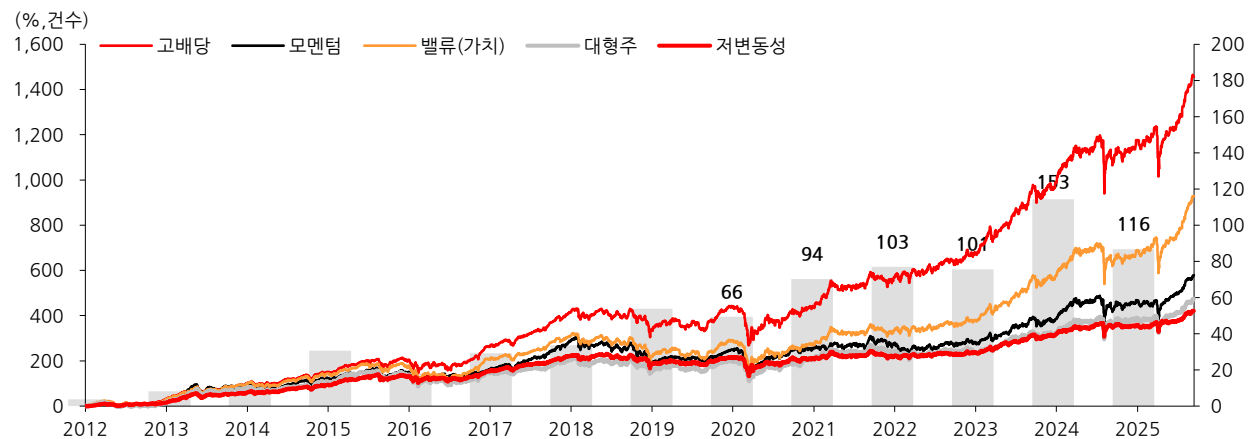
4. 일본 행동주의

TSE(도쿄증권거래소)의 자본 효율성 중시 정책이 일본 주주행동주의 활성화를 견인하고 있다. 그 결과 행동주의 캠페인 건수와 성공률이 급증했다.

2025년 글로벌 행동주의 캠페인 중 일본이 차지하는 비중은 약 28%로, 미국(42%)에 이어 두 번째로 높은 수치를 기록했다. 또한 올해 정기 주주총회에서 53개 기업이 주주제안을 제출하여 2018년 대비 4~6배 증가했다. 일본 기업들의 지배구조 개선에 대한 요구가 그 어느 때보다 강해지고 있다.

특히 주목할 점은 2025년 일본 주주제안이 사상 최고치인 116건에 달했고, 2024년 기업 관련 M&A 규모(행동주의 영향) 또한 역대 최대인 66억 달러를 기록했다. 이는 일본 기업들이 더 이상 '현금 쌓아두기'와 '저효율 경영'을 방치할 수 없는 상황이라는 사실라는 것을 방증한다.

[그림32] 일본 TOPIX 팩터별 누적 총수익률 및 행동주의 캠페인 건수 (2012-현재)



주: TOPIX 팩터별 인덱스 상위20% 누적수익률

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

일본 행동주의 캠페인 : 저평가된 현금부자 기업이 핵심 타겟

일본에서 진행된 903건의 행동주의 캠페인 분석 결과, 전체 성공률은 50.0%(성공 30.0%, 일부 성공 20.0%)로 나타났다. 가장 빈번한 제안 유형은 '자본 환원/자사주 매입'(28.0%)이었으며, 이 유형의 성공률은 71.4%로 매우 높은 비율을 보였다. 일본 기업의 과도한 현금 보유 문제가 행동주의의 핵심 타겟임을 명확히 보여준다. 활동가 펀드 중에서는 Silchester International이 42건으로 가장 많은 캠페인을 진행했고, Elliott Management는 56.2%의 가장 높은 성공률을 기록했다. 또한, 타겟 기업의 83.9%가 2회 이상 반복적으로 공격받는 패턴을 보였다.

주요 타겟 기업
-현금부자 기업 (고효율,
저평가)
-자본효율 수준 : ROE, ROIC
대비 PBR괴리가 큰 기업
-기술/제조 섹터 : Keyence,
Nintendo, Shin-Etsu
Chemical 등 대규모 현금
보유 기업

일본 행동주의의 주요 타겟은 대규모 현금을 보유한 고효율 저평가 기업들이다.

TSE가 PBR 1.0 미만 기업에 대한 개선 방안을 요구하면서, 자본 효율성(PBR 1.0 미만)이 낮은 기업들이 행동주의 투자자들의 집중 타겟이 되고 있다. 그중에서도 현금자산이 풍부하면서도 ROE, ROIC 대비 PBR이 저평가된 기업이다.

2024 회계연도 기준 일본 상장사들은 112조 엔의 현금 및 현금성 자산을 보유하고 있으며, 키엔스(Keyence), 닌텐도(Nintendo), 신에츠화학(Shin-Etsu Chemical)과 같은 기술 및 제조업 섹터의 현금 부자 기업들이 집중 타겟이 된다. 높은 현금 보유는 행동주의 타겟 가능성을 1.5배 증가시키는 요인이라고 보인다.

일본 행동주의의 선구자인 무라카미 펀드는 이러한 기업들을 타겟으로 2025년 기준 시장 점유율 22%를 차지하며 높은 초과수익률을 달성하고 있다.

일본의 주주제안 수용률은 62%정도 되며, 행동주의 자산 규모는 4.8조엔 정도 이다.

행동주의가 제안한 주주안건이 부결되어도 이익 개선 가능

올해 일본에서 가장 주목받은 사건 중 하나는 Fuji Media Holdings의 행동주의 캠페인이었다. 후지 미디어는 성추행 스캔들로 실적이 악화된 가운데, 달튼·NAVF·Aya Nomura(시티인텍스 Eleventh) 등이 지배구조·부동산 분할·자사주 해소를 요구하며 지분을 확대했다. 2023년 12월 첫 매수 이후 달튼·NAVF는 2025년 5월까지 1,400만 주(지분 7.5%)를 확보했다.

주총에서는 회사 측 후보 11인이 82.35% 찬성으로 선임되고, 달튼, NAVF(Nippon Active Value Fund)가 제안한 이사 12인 후보는 최고 27% 지지에 그쳐 전원 낙선했다.

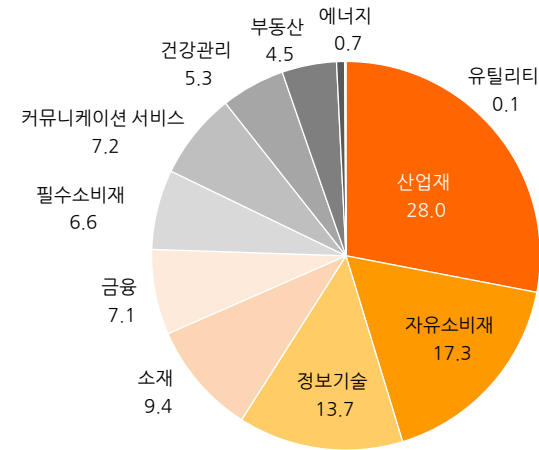
그러나 주가와 자본이득은 주총 결과와 별개로 실현되었고, 회사도 “리얼티 사업 분할 가능성은 열어 두겠다”고 발언하며 기존 전략을 수정했다.

두 펀드는 1년 6개월 만에 주가 89% 상승(1,500엔→2,850엔)을 통해 1,800억 엔의 평가이익을 거두었다.

시장에서는 위임장 대결이니 주총 승리에 집중하지만, 주주제안이 부결되어도 시장이 기대하는 구조 개혁의 신호에 따라서 초과수익을 달성할 수 있다는 사례를 보여줬다.

일본 행동주의 캠페인(2010-현재) 산업별 비중(903 건)

[그림33] 전체 행동주의 캠페인 GICS 대분류 기준



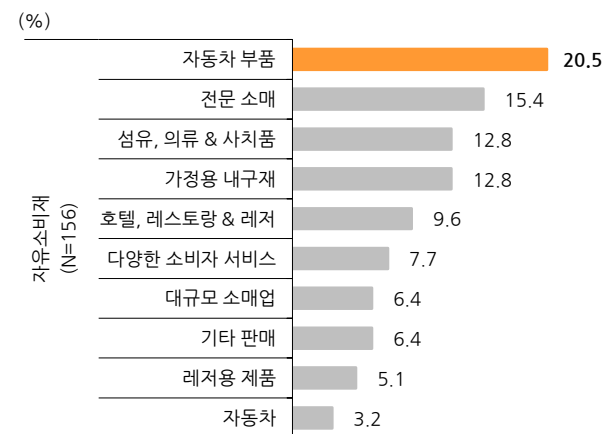
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 산업재 섹터 내 하위 분류별 캠페인 비중



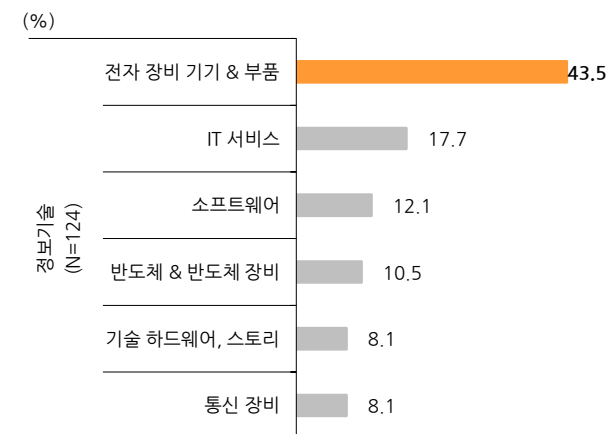
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 자유소비재 섹터 내 하위 분류별 캠페인 비중



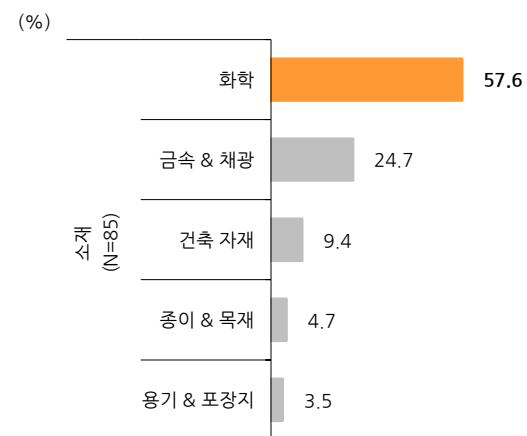
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 정보기술 섹터 내 하위 분류별 캠페인 비중



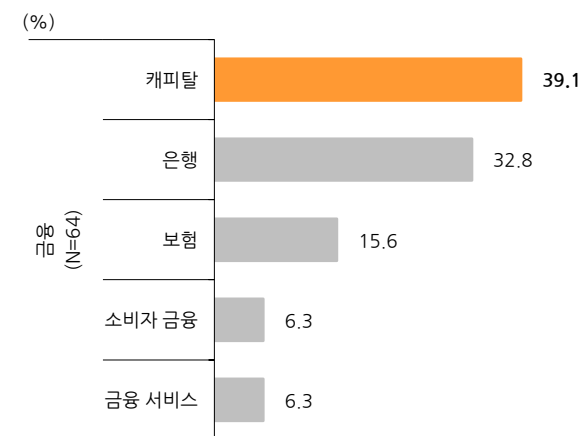
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 소재 섹터 내 하위 분류별 캠페인 비중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

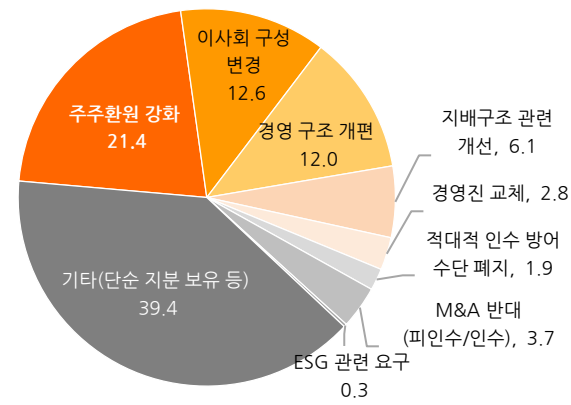
[그림38] 금융 섹터 내 하위 분류별 캠페인 비중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

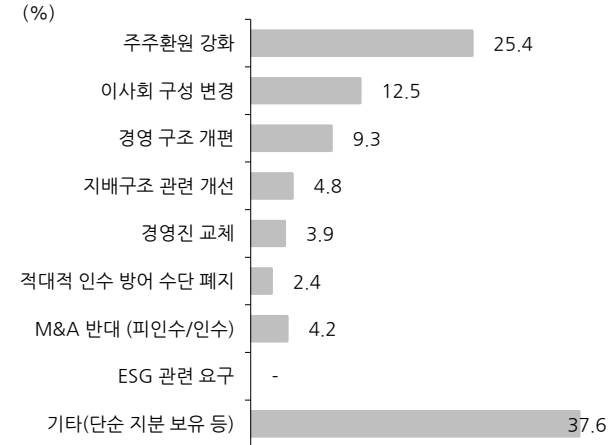
일본 행동주의 캠페인(2010-현재) 유형별 비중(903 건)

[그림39] 전체 행동주의 캠페인 유형별 비중(%)



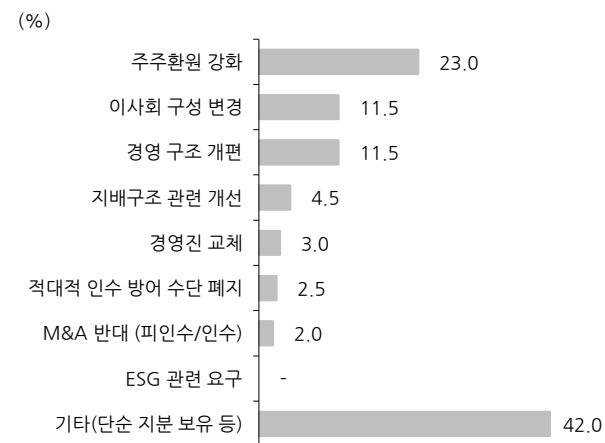
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 산업재 섹터 내 하위 캠페인 유형별 비중



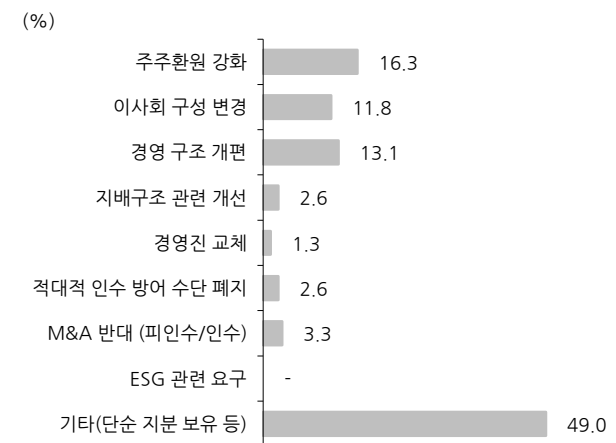
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 자유소비재 섹터 내 하위 캠페인 유형별 비중



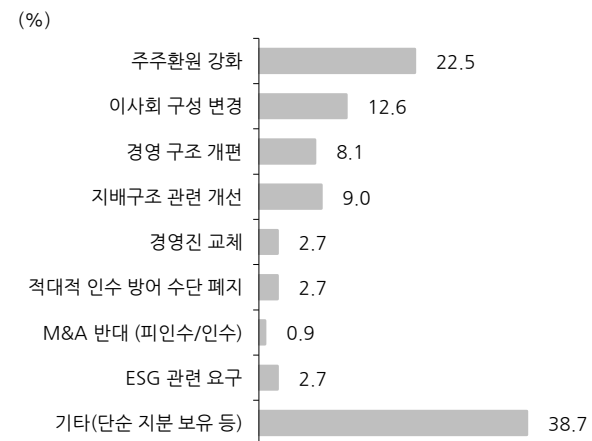
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 정보기술 섹터 내 하위 캠페인 유형별 비중



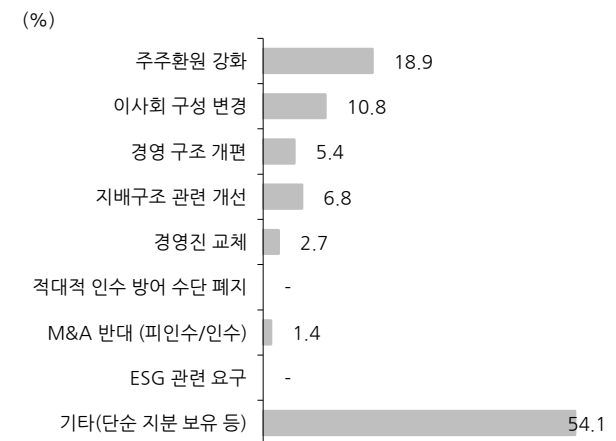
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 소재 섹터 내 하위 캠페인 유형별 비중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 금융 섹터 내 하위 캠페인 유형별 비중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

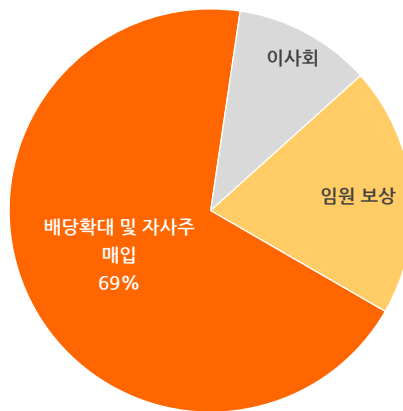
행동주의 캠페인 수용률 상승, 곧 기업의 본질 가치 끌어올려

2024년 일본 행동주의의 성공률은 약 42%로 전년 대비 12.5%p 상승했다. 행동주의 캠페인이 단순히 잡음으로 끝나는 것이 아니라, 기업의 실질적인 변화를 이끌어내고 있다. 행동주의 캠페인 대상 기업의 평균 주가 상승 효과는 +12%에서 +18%에 달하는 수익을 창출했다. TSE의 자본 효율성 중시 정책과 주주환원 압박이 기업의 비효율성을 해소하고, 궁극적으로 주가 상승으로 이어지는 선순환 구조를 만들어냈다.

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 이사회 독립성에 대한 주주들의 요구가 큰 것을 알 수 있다.

[그림45] 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.

[표10] 주주행동주의 캠페인 목적에 따른 초과 수익률 비교

캠페인 목적	초과 수익률		특징
	평균 1일	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

일본의 지배구조 개혁, 3 가지 선순환 고리

△연기금 자본 유입, △주주
행동주의 확산, △외국인
지분 확대라는 선순환
고리가 작동

일본 도쿄증권거래소(TSE)는 2014년 이후 ▲연기금 자본 유입, ▲주주 행동주의 확산, ▲외국인 지분 확대라는 세 갈래 선순환 고리를 구축해 왔다. 핵심 전략은 ‘PBR 1배 미만 해소’를 전면에 내걸고, 기업에 ▲자본비용(COE)을 상회하는 ROE 달성 ▲성장 투자 확대 ▲주주환원 강화 계획 공개를 의무화한 것이다. 이행하지 않는 기업에는 시장 퇴출 가능성을 경고해 압박했다. 그 결과 2025년 3월까지 프라임시장 상장사의 90% 이상이 ‘가치 창출 전략’을 공시했고, 기관투자가(ISS·글래스루이스·노무라자산운용 등)도 ROE 하한선을 5~8%로 제시하며 저효율 구조를 집중 견제했다.

우리나라 거버넌스 개선 진전과 한계

2025년 6월 출범한 신정부의 밸류업 프로그램과 지배구조 개혁 로드맵은 일본 모델을 면밀히 벤치마킹해 저평가 상장사의 PBR 개선과 주주가치 제고를 정책 목표로 삼고 있다. 실제로 국내 기업들은 자사주 소각·처분을 빠르게 늘리고, 기업가치 제고 계획 공시도 확산되는 등 변화 조짐이 분명하다. 연기금 자본 유입과 행동주의 펀드의 등장, 외국인 지분 확대 흐름 역시 초기 선순환을 이루고 있다.

그럼에도 정부 가이드라인은 정량 목표를 자율에 맡겨 ‘ROE>COE’ 같은 직관적 기준을 의무화하지 않았다. 공시된 밸류업 계획 상당수가 COE 산출 근거 역시 8~9%대의 확실적으로 제시해 투자자에게 충분한 가시성을 제공하지 못한다는 지적도 있다.

규제 불확실성과 우회 전략 리스크-자진상폐 또는 Pre-IPO

상법 개정안 전 자진
상장폐지나 Pre-IPO 검토해
시장 감시를 회피하는 기업
증가
세제·지배구조 장벽

상법 개정(자사주 의무 소각제 포함) 전, 일부 기업은 자진 상장폐지나 Pre-IPO를 검토해 시장 감시와 주주 압력을 회피하려는 움직임을 보인다. 이는 소액주주의 유동성 축소와 자본시장 신뢰 훼손으로 이어질 수 있어 정책적 경계가 필요하다.

국내 기업은 여전히 상속세 최고세율 50%와 최대주주 20% 할증, 일부 대기업집단의 순환출자 고리라는 구조적 제약에 놓여 있다. 다만 미환류소득세는 2023년부터 일반 법인은 제외되고, 상호출자제한 기업집단에 한해 2025년 말까지 한시 연장돼 조세 부담이 일부 완화된 상태다.

일본처럼 PBR·ROE 기준을 명확히 제시해 정책 신뢰도를 높여야 하는 부분과 상속할증 과세 완화와 자사주 소각 인센티브를 결합해 상장 유지가 상장폐지보다 유리하도록 설계해야 하는 과제를 안고 있다.

연기금 역할 중요성 확대

이 과정에서 연기금의 역할은 더욱 중요하며, 이미 정부 금융당국을 중심으로 주요 연기금은 기업의 거버넌스 개선 성과를 위한 역할을 이어가고 있다.

기관 역할의 중요성 부각 : 거버넌스 개혁과 연기금 자본

① 거버넌스 개혁 + 연기금 ESG 자본의 결합

연기금의 역할 강화는 정부 정책 실현을 위해 모멘텀을 제공할 수 있는 강력한 수단이다. 상속세, 지배구조 개선, 명확한 목표치 설정 등은 복잡한 법 개정이나 사회적 합의가 필요한 상대적으로 시간이 소요되는 과제인 반면, 연기금의 역할 강화와 함께 위탁 운용사들의 기업 관여 확대는 상대적으로 빠른 시일 내에 구체화될 수 있는 중요한 모멘텀이 될 것이다.

GPIF, 투자 밸류체인 전반의 관여 정책 강화

GPIF, 스튜어드십 코드 개정을 통해 타 운용사와 투자 밸류체인 전반의 관여+ 투자 비중 확대

일본은 TSE의 지배구조 코드 도입과 함께 국부펀드 GPIF가 ESG 투자 비중을 꾸준히 늘려 왔다. 그 결과 FTSE 블로썬 채권 지수는 최근 5년 동안 TOPIX 대비 29.7%p(연평균 5.9%p)의 초과수익을 기록하며, 건전한 지배구조가 밸류에이션 리레이팅으로 이어지고 ESG 자본이 초과수익을 확대하는 선순환 구조가 실증적으로 작동함을 보여주는 증거이다.

현재 259조 엔(약 1.6조 달러)을 운용하는 GPIF는 주식 포트폴리오의 14%에 해당하는 12.4조 엔을 ESG 지수 추종 자산에, 1.6조 엔을 그린본드에 투자하고 있다.

GPIF는 작년 개정된 스튜어드십 정책에서 'ROE가 COE를 상회하도록 로드맵을 제시하지 못한 기업'에 대해 표결 반대·공개 서한·공동주주제안을 단계적으로 적용하겠다고 명시했다.

최근 ESG·스튜어드십 총괄인 시오무라 켄지 전무의 사임으로 조직 공백이 우려되었으나, GPIF는 새로운 5개년 전략에서 자국내 6개·글로벌 3개 등 9개의 신규 ESG 벤치마크를 추가해 ESG 투자 비중을 더욱 확대할 계획이라고 밝혔다. 또한 재생에너지 인프라 등 대체투자 자산을 유지·확대하고, 외부 운용사·피투자 기업·다른 자산주와의 스튜어드십 활동을 심화해 투자 밸류체인 전반의 관여(engagement)를 강화할 계획이다.

우리나라도 스튜어드십 이행 여부 관리 감독 여부 중요해질 것

우리나라는 주요 연기금이 스튜어드십 코드를 개정(올해 시행 예정)해 저PBR·저ROE 기업과의 '집중 대화'를 예고했다. KRX 또한 '밸류업 지수' 편입 인센티브를 부여해 연기금·패시브 자금의 정책적 유입 통로를 마련했다.

일본 사례처럼 '제도(코드) + 자본(연기금)'의 동시 압력이 작동해야 리레이팅 속도가 붙는다. 주요 연기금에서 위탁 운용사 선정 및 평가시 밸류업 이행률을 실제로 반영하는지 여부가 중요해질 것이다.

5. 우리나라 주주행동주의

국내 행동주의 캠페인은 2014년부터 2025년까지 148건을 조사한 결과, 2023-2024년에 전체의 60.1%가 집중되는 급증세를 보였다. 전체 성공률은 39.9%로 일본(50.0%)보다 낮지만, 평균 수익률은 3.39%를 기록했다. 가장 두드러진 특징은 '자사주 매입/주주환원' 요구가 42.6%로 압도적인 비중을 차지한다는 점이다.

성공 사례를 분석하면, Align Partners가 JB금융지주를 상대로 '자사주 매입' 등을 요구하여 +203.8%라는 수익률을 기록한 것이 대표적이다. 성공 패턴은 주로 은행/금융 업종을 타겟으로 한 주주환원 요구 캠페인에서 나타났다.

반면, 실패 사례는 '이사회 장악' 시도(평균 수익률 -5.8%)나 개인 투자자 주도 캠페인에서 주로 발생했으며, 특히 셀리버리 사례는 -99.8%의 손실률을 기록했다. 이는 명확한 자본 정책 변화 요구가 막연한 경영권 교체 시도보다 효과적임을 보여준다.

우리나라 주주행동주의는 저평가된 기업의 주주환원 확대를 통해 기업 가치를 높이려는 전략이라고 할 수 있다.

우리나라 주주행동주의는 지배구조 개선, 주주환원 확대, 경영권 경쟁 등 다양한 목적의 캠페인이 PBR 상승과 같은 긍정적인 재무적 성과로 이어질 수 있음을 보여준다. 평균 PBR 상승률은 +56.4%에 달하며, 이는 행동주의 투자가 기업 가치 제고에 실질적인 영향을 미친다는 것을 입증한다고 할 수 있다.

[표11] 국내 주주행동주의 주요 사례 및 성과

기업명	시기	주요 요구사항	결과 및 성과
SM 엔터테인먼트	2022-2023	지배구조 개선, 경영권 경쟁 (얼라인+하이브 공격, 이수만 경영권 도전) →얼라인파트너스와 하이브의 집요한 경영권 경쟁 및 공개 경영 개선 요구가 이수만 체제 해체, 카카오의 경영권 확보, 경영진 독립, 배당정책 확대 등 실질적 지배구조 개편과 주가 재평가(109% PBR 상승)로 귀결되었다. 정관·지배구조, 배당, 실적 프리미엄 모두 시장 기대 이상으로 실현	성공 +109% PBR 상승, 배당 및 M&A 프리미엄 확보
KT&G	2022-2024	배당 확대, 자사주 소각, 사업부 분할 (플래시라이언 주주환원 요구) →플래시라이트(Flashlight Capital) 등 글로벌 행동주의 세력의 배당확대·사업분할(인삼)·자사주 소각 등 요구가 있었으나, 일부 주주환원정책(배당 증액 및 자사주 일부 소각)은 시장 기대에 미치지 못했고, 주요 사업분할·경영개편(인삼 사업 등)은 경영진-이사회 반대 등으로 실현되지 않음. 그러나, CEO 교체, 배당정책 등 시장 기대치 대비 "일부" 요구만 실현	부분 성공 +58% PBR 상승, 주주환원 정책 강화
SK (주)	2022-2023	자사주 소각, 배당 확대 (미국계 행동주의 투자자 지분 확보) →행동주의자 및 장기투자 세력의 자사주소각 및 적극적 환원 요구가 실제 자사주소각·배당 확대 정책 도입, 주주환원을 급상승, PBR 상승(+53%) 등으로 나타났으며, 시장 신뢰를 획득하여 전방위적 재평가 성과 달성	성공 +53% PBR 상승, 자사주 소각 프로그램 도입
한진칼	2018-2021	지배구조 개편, 경영권 분쟁 (KCGI vs 조원태) →KCGI, 반(反)조원태 세력, 백기사 전략 등 경영권 분쟁이 있었으나, 결과적으로 주총 승리·지배구조 일부 변경(3자연합의 부분적 이사회 진입, M&A 합병)만 실현, 본질적 경영권 장악까지는 미달. 백기사(KDB 등) 역공, 정책 일부 수용 등 "양보와 교착"의 절충형. 실질적 오너 교체가 아님	부분 성공 +53% PBR 상승, 백기사 전략 활용
오스템임플란트	2023	지배구조 개선, PE 인수 (IMM PE vs 오너) →기업지배구조 스캔들 후 PE(사모펀드) IMM-MBK의 경영권 인수 성공, 인수 프리미엄 반영(주가 고점), 경영 정상화, 실질적인 오너체제 전환에 성공	성공 +63% PBR 상승, PE 인수 성공
남양유업	2021	경영권 매각, 지배구조 정상화 (오너 지분 매각 압력) →오너리스크(불공정 마케팅, 사회적 비난 등)로 인해 오너일가가 지분 매각 압력을 받고 결국 한앤컴퍼니로 매각, 60년 오너체제 종결. 기업지배구조와 경영 투명성 면에서 근본적 변화가 확정되어 시장의 구조적 리레이팅(48% PBR 개선) 사례	성공 +48% PBR 상승, 오너 지분 매각
금호아시아나	2016-2020	구조조정, 채권단 관리 (박삼구 vs 채권단 경영권 다툼) →채권단 주도의 구조조정 성공과 계열사 자산매각 등 신속한 경영 정상화로 경영 리스크 해소, 기업가치 재평가(64% PBR 개선)	성공 +64% PBR 상승, 구조조정 성공

자료: Bloomberg, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

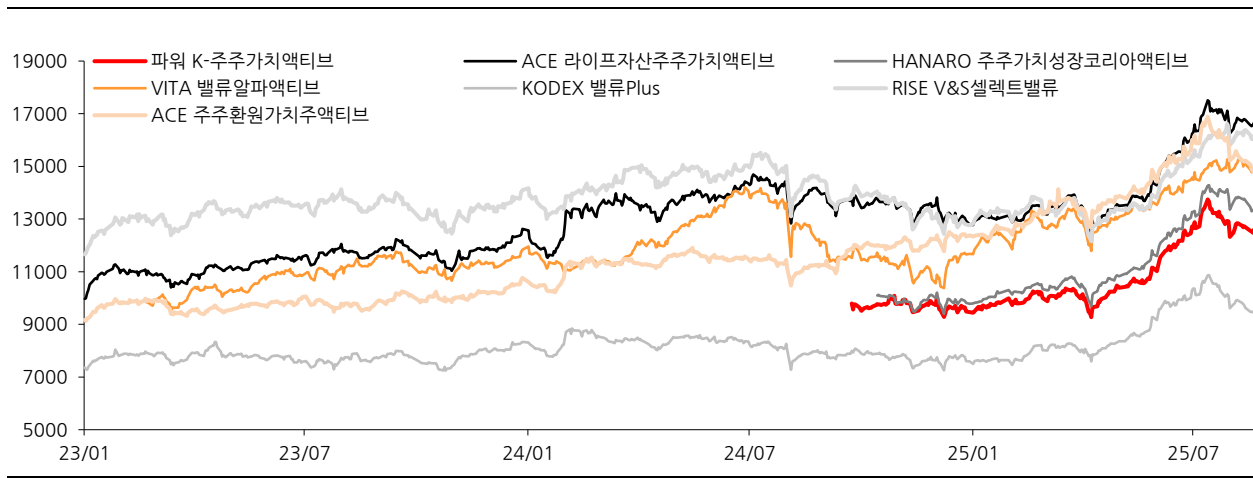
국내 기업지배구조 개선 목적 상품

[표12] 국내 지배구조 개선 목적의 상품

종목명	특징	투자 전략	수익률 (1Y)	순자산총액	설정일	운용사
파워 K-주주가치 액티브	기업가치 상승을 위해 노력하는 저평가 기업에 투자	“FnGuide K-주주가치 지수” 구성 종목을 기초로 포트폴리오 구성 - KOSPI 지수 구성종목 중 기업가치 제고 노력 우수한 저평가 종목 (배당수익률, 자사주 취득/이익 소각 여부, ROE, 배당성향을 평가) - 기업 공시 모니터링을 통해 기업가치 제고 정책(배당성향 향상, 자사주 매입/소각, ROE 개선) 시행하는 비구성 종목의 정성적 편입 - Event-driven 등 저위험 전략 중심으로 집중 투자 - IPO, 동일 업종 내 페어 트레이딩, 개별주식선물 차익거래 등	0.00	15,704,430,968	2024/09	교보 약사 자산 운용
ACE 라이프자산주 주가치액티브	주주환원을 위한 구조적 개선 가능성이 높은 국내 가치주 종목 선별하여 투자	2차 스크리닝, 펀더멘탈 분석 및 가치평가 (정성적 분석) - 비재무적 요소 등을 포함한 펀더멘탈(기업의 정책, 지배구조 리스크 검토, 기업 본업 경쟁력, 주주환원 정책의 현실성 등) 분석, 점수 부여 - 포트폴리오 구성 - 시가총액 감안하여 비중 부여하되, 스크리닝을 통해 도출된 종목별 스코어에 따라 가중치 부여 - 기업의 내재가치 도달 판단 시 매도 또는 포트폴리오 조정. 지배구조 개선 캠페인 종료 또는 개선시 매도 검토 (필요시) 주주권한 행사 : 주주제안, 의결권 행사 등	0.00	49,447,009,221	2024/10	한국 투자 신탁 운용
HANARO 주주가치성장 코리아액티브	저평가된 우량 기업을 선별해 주주가치 제고와 기업가치 향상을 추구	- 비교지수 구성종목 및 저평가 가치주 종목을 유니버스로 구성 - 저평가 가치주: 코스피 및 코스닥 종목 중 PBR 하위 30% 또는 PBR 1 배 미만 기업 - 기업 세미나, 회의 등을 통한 기업 환경 변화 분석 등 Bottom-up 리서치, 매크로지표 및 산업 등을 반영 - 주주환원, 기업 지배구조 및 소액주주 권리, 주주가치 개선 가능성 등 주주가치 요소에 대한 리서치 및 평가를 반영 - 유동성, 기업 펀더멘탈, 밸류에이션, 주주가치 등을 고려하여 최종 포트폴리오 구성	20.43	10,035,124,851	2024/06	NH 아문디자 산 운용
BNK 주주가치 액티브	주주환원책임 배당 뿐 아니라 자사주 매입까지 고려한 주주수익률 상위 기업에 집중 투자	“FnGuide K-주주가치 지수” 구성 종목을 기초로 포트폴리오 구성 - 주주가치 (배당수익률+바이백[Buy-back]비율) 상위 및 ‘자사주 취득율’ 상위 종목을 추출 / 합산하여 지수 구성종목 선정 “범 주주가치” 전략의 수행을 통한 추가 수익 기회를 모색 - 액면분할, 무상증자, 자사주 소각 등 일반적으로 주가상승에 기대되는 기업들의 주주환원 이벤트를 적극적으로 활용	24.34	19,372,758,247	2022/10	BNK 자산 운용
ACE 주주환원가치 주액티브	견고한 펀더멘탈, 장기 성장성을 갖추고 있으나 저평가 된 가치주에 주로 투자	“FnGuide 올라운드 가치주 지수” 기초로 포트폴리오 구성 - 가치스코어[순자산, 현금흐름, 배당금, 2개년 평균 당기순이익] 상위 500 종목을 선정하여 동일가중방식으로 구성한 지수 - 포트폴리오 구성 - 펀더멘탈 지표(PER, PBR, EV/EBITDA, 배당수익률 등), 경쟁우위, 경영진 역량/마인드, 기업/제품 브랜드 등 무형 가치 등 정량적/정성적 리서치를 기반으로 하여 적정가치 대비 저평가된 가치주 선별 - 수익/자산 가치가 높은 기업의 지배구조 변화 or 주주환원율이 높아질 때 주로 투자	27.15	80,914,420,782	2022/11	한국 투자 신탁 운용
TRUSTON 주주가치 액티브	기초체력이 우수하나 저평가 받고 있는 기업 중 주주가치 확대를 기대할 수 있는 종목에 투자	- 우량한 펀더멘탈을 보유중이나 낮은 주주환원율 등의 이유로 저평가되어있는 기업 중 아래와 같은 종목들을 발굴하여 주주가치 확대에 따른 수익 및 펀드의 초과성과를 추구 - 경영진 또는 대주주의 주주환원 확대 동기가 발생한 종목 - 정부 정책 변화 노출도 등 고려한 주주환원 확대 가능성이 높은 종목 - 주주행동주의 타겟이 되었거나 타겟이 될 가능성이 높은 종목	30.93	13,967,517,085	2023/12	트러스트 자산운용

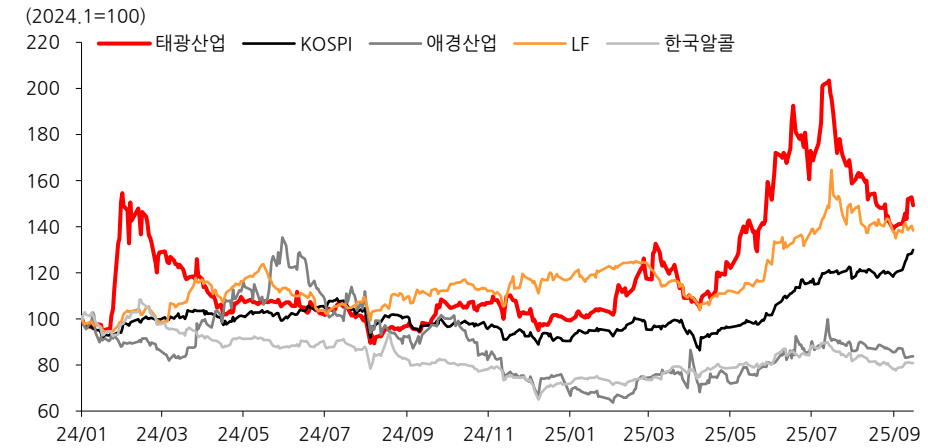
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 기간별 수익



사례 : 트러스톤자산운용 주주권 활동

[그림47] 트러스톤자산운용, 태광산업, 애경산업 주가수익률 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 트러스톤자산운용의 주주활동 주요 내역

대상기업	일시	내용
태광산업	2021.06	지분공시 : 태광산업 지분 5.01%를 취득하며 일반투자 목적 공시
	2022.03	1 차 주주서한 송부 : 현금성자산 활용 방안, 주식 유동성 확대, 합리적 배당정책 수립, 정기적 IR 계획 수립 등 요구
	2022.06-07	2 차 주주서한 송부 및 4 가지 요구사항에 대한 의견 요구
	2022.12	홍국생명 유상증자 참여 반대 주주가치 훼손 우려로 반대 태광산업 증자 철회
	2022.12	투자목적 변경 : 태광산업 주식 투자의 목적을 일반투자에서 경영참여로 변경
	2023.03	주주제안 : 배당금, 정관변경, 감사위원이 되는 사외이사 선임, 자기주식 취득 등의 주주제안 부결
	2025.05-12	비공개 대화 지속 : 분기별 경영진 대화를 통해 주주가치 제고를 위한 주주활동 지속 감사위원회향 비공개 주주서한 발송
	2024.02	이사회 추천 주주제안 공문발송
	2024.03	정기주주총회 출석, 의결권 행사, 당사 제안이사 모두 선임
	2024.12	비공개 대화 지속
LF	2022.11	비공개 주주서한 발송 - 주주회원 정책 수립, 내부거래 근절, 주주가치 제고 요구
	2022.11	비공개 미팅: 실무진
	2022.12	일반투자목적 대량보유 공시
	2023.03	정기주주총회 참석
	2023.06	비공개 서한 이사회에 발송
	2023.08-10	비대면 소통 (이메일 등)
	2023.11	비공개 미팅: 경영진
	2024.09	LF 지분 1.00% 추가 매입 (총 7.11%)
	2024.12	비공개 대화 지속
한국알콜	2022.10-2023.03	경영진과 비공식 미팅을 통하여 주주가치 제고 방안 및 이사회 중심 경영 논의
	2022.05	배당정책 수립 요구 및 자회사 상장에 따른 주주회원 정책 요구
	2022.10-2024.06	내부거래구조에 대한 문제제기 및 내부거래에 대한 절차 준수 요구
	2023.11	내부거래 관련 이사회 의사록 열람 등사 요구
	2023.03-2024.03	COE 보다 높은 ROE 달성 요구
	2024.12	비공개 대화 지속

주: 주) 2024 년 12 월까지의 주주활동 내역을 기재하였으며, 해당 기업에 대한 주주활동은 계속 진행중임

자료: 한화투자증권 리서치센터

거버넌스 정책 예고 :스튜어드십,밸류업,위탁평가

국내 자본시장의 거버넌스 개선을 위한 변화는 올해 하반기부터 제도와 자본이 동시에 움직이는 구조로 재편될 것이다. ① 스튜어드십 코드 개정 ② KRX 코리아 밸류업 지수 ③ 연기금 위탁운용사 평가지표 개편 세 갈래다.

① 스튜어드십 코드 개정-집중 대화가 공식 절차로 지정 가능성 ↑

올해 3월 개정된 가이드라인은 ‘저(低) PBR·저 ROE 장기 지속 기업을 별도 리스트로 지정해 단계적·대상별 대화를 실시’하도록 명시했다. 구체적인 수치는 최종 고시 전이지만, 초안 단계에서 PBR 0.6배·ROE 5%미만이 3년 이어질 경우 1차 경고 서한을 발송하고, 1년 내 개선이 없으면 정기주총 의결권·주주제안으로 단계가 올라가는 가능성도 존재한다.

금융위원회는 2월 세미나에서 ‘이행 점검을 외부 독립기구가 맡고, 결과를 정기적으로 공개하겠다’고 밝혔다. 스튜어드십 코드가 가입·선언 중심에서 이행·평가 중심으로 전환 되는 첫 제도적 장치다.

② KRX 코리아 밸류업 지수 편입, 인센티브 추진

작년 9월 발표된 지수는 시장가치 상위 400개 중 수익성·주주환원·PBR·ROE 요건을 통과한 100개 종목으로 구성됐다. 산업 편중을 막기 위해 섹터 상대평가 방식을 적용했고, KOSPI 67%·KOSDAQ 33% 비중으로 설계됐다.

작년 9월까지 ‘가치 제고 계획’을 공시한 기업은 요건을 충족하지 못해도 우선 편입됐지만, 하반기부터는 ‘계획 이행 여부’가 재편입·퇴출을 결정한다. 지수 자체가 기업 행동을 자극하는 관여(Engagement) 플랫폼으로 자리 잡도록 설계된 셈이다.

2024년 11월 첫 ETF가 상장됐고, 한국거래소는 2025년 안에 커버드콜·레버리지형 파생 ETF까지 풀어 유동성을 키운다는 방침이다.

③ 연기금 위탁운용사 평가, 밸류업 이행률이 가점 항목으로

금융감독원은 올해 업무계획에서 금감원은 ‘자산운용사 스튜어드십 코드 이행 강화를 위한 의결권 행사 비교·공시 시스템 구축’과 ‘사전예방적 감독·검사 강화’를 밝혔다.

국민연금은 “위탁운용사 평가에 밸류업 요소를 반영해 81조 원(국내 주식 위탁) 중 6조 원 이상을 가치 제고 성과와 연동하겠다”고 공식 언급했다.

대형 자금을 위탁하는 기관투자자들은 의결권 행사·주주대화가 미흡한 운용사를 재위탁에서 배제하거나 위탁 규모(AUM)를 줄인 전례가 있어, 운용사가 적극적 대화를 소홀히 할 경우 실제 자금 회수가 이뤄질 가능성은 열려 있다.

소결

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

6. 사회(S) 이슈로도 주주행동주의 가능

노란봉투법

2009년 금속노조 쌍용자동차지부가 평택공장에서 77일간 벌인 파업은 한국 노동운동사의 전환점이 되었다. 정리해고에 맞선 노조의 저항은 47억원이라는 천문학적 손해배상 부담으로 돌아왔다. 법원은 쌍용차에 대한 33억원의 배상과 함께 경찰 측 청구까지 인정했다.

이후 CJ대한통운 20억원, 하이트진로 28억원, 대우조선해양 470억원 등 기업들의 손해배상 청구가 줄을 이었다. 파업권 행사가 곧 경제적 파산을 의미하는 현실에서, 노동기본권은 사실상 무력화되고 있었다. 이러한 사례는 현행 노동법 체계의 한계를 보여주는 대표적인 사건으로, 노란봉투법 제정 논의의 중요한 배경이 되었다.

노란봉투법, 노동조합 및
노동관계조정법 2조,3조를
말함

'노란봉투법'은 노동조합 및 노동관계조정법(노동조합법) 2·3조 개정을 통해 두 가지 핵심 변화를 추구한다. 첫째, 정당한 쟁의행위에 대한 과도한 손해배상 청구와 가압류를 제한한다. 둘째, '실질적 지배력'을 행사하는 원청기업을 사용자 범위에 포함시켜, 하청 노동자들의 교섭권을 보장한다.

동 법안은 첨예한 논쟁의 중심에 있다. 경영계는 원청이 하청 노동자의 단체교섭 당사자가 되는 것이 기업 운영의 예측가능성을 훼손한다고 반발한다. 더 근본적으로는 민법 750조가 규정하는 손해배상의 기본 원칙과 충돌한다는 위헌 논란도 제기된다. "고의 또는 과실로 인한 위법행위"에 대한 배상 책임을 제한하는 것이 법체계상 정당한가라는 물음이다. 물론, 법안이라는 것이 늘 그러하듯 논란도 존재한다.

일부 연구는 법안 시행 시 연간 GDP 4조원 감소와 2만개 일자리 소멸을 경고한다. 하지만 이러한 추정치는 가정과 변수에 따라 크게 달라질 수 있다. 정치권과 노동계가 오랜 숙원으로 여겨온 이 법안의 실제 영향은, 노동기본권 보장과 기업 경영권 사이의 균형점을 어디서 찾느냐에 달려 있다.

① 사용자 범위 확대

노란봉투법은 근로조건에 '실질적 지배력 또는 영향력'을 행사하는 자를 사용자로 규정한다. 원청 기업이 하청업체 근로자의 단체교섭 대상이 될 수 있음을 의미하며, 대우조선해양 사례처럼 원청 사업장에서 파업이 발생했을 때 원청이 직접적인 법적 책임을 지게 될 수 있다. 경영계에서 반대하는 이유는 '기업 경영의 예측 가능성을 크게 저해하는 요소'로 작용할 수 있다는 우려 때문이다.

② 손해배상 청구 제한

쟁의행위로 발생한 손해에 대해 사용자의 손해배상 청구를 제한하는 조항은 민법상 불법행위 책임의 기본 원칙에 반한다는 지적이 끊이지 않는다. 민법 750조는 "고의 또는 과실로 인한 위법행위로 타인에게 손해를 가한 자는 그 손해를 배상할 책임이 있다"고 규정하고 있다. 노란봉투법은 이러한 기존 법체계와 충돌하며 위헌 논란을 야기하는 대목이다.

[그림48] 노란봉투법 주요 내용

1. 사용자 범위 확대 (제2조 2호)

현행법	국회 통과안(2024)	이번 개정안(원노위 통과안)	본회의 통과안(2025.8월)
•직접 근로계약 당사자 -원청 기업은 하청 노동자의 단체교섭 대상x	•근로계약 외에도 실질적으로 근로조건(임금, 근무 환경 등)에 결정적·구체적으로 영향력을 행사하는 자(원청, 발주자 등) 또한 사용자로 간주, 교섭 및 책임의무가 부여	•근로조건 지배·결정 가능한 자 포함까지 확대	•환노위안 유지 + 대법원 판례 기준 구체 명시 - '지배·결정'의 구체적 요건(대표성, 근로계약상 통제력) 대법원 판례 따름
- "사용자"라 함은 사업주, 사업의 경영담당자 또는 그 사업의 근로자에 관한 사항에 대하여 사업주를 위하여 행동하는 자를 말한다.	•"근로조건에 대하여 실질적·구체적으로 지배·결정할 수 있는 지위에 있는 자도 사용자로 본다."		

노동계 입장

- 원청 책임 강화
- 간접고용 노동자(하청, 파견 등)의 교섭권 실질화 목적
- 간접고용 보호 기능

경영계 입장

- 원청기업의 잠재적 교섭 의무 및 노무비용 증가
- 경영권 침해 우려

2. 노동쟁의 대상 확대 (제2조 5호)

현행법	국회 통과안(2024)	이번 개정안(원노위 통과안)	본회의 통과안(2025.8월)
•임금/근로시간 등 근로조건 관련 사항에 한정	•'결정' 문구로 쟁점화되어 근로조건에 관한 추정의 불인정 혼선 지속, 임금·해고 등 근로조건 결정을 넘어 사업·경영상 결정이 근로조건에 미치는 영향까지 노동쟁의 범위로 확대 •'사용자의 명백한 단체협약 위반'도 쟁의행위 대상으로 포함 •사용자의 부당노동행위도 노동쟁의 대상으로 포함 (판례에 따라 일부 제한)	•'근로조건에 사실상 영향을 미치는 경영상 결정(구조조정, 사업장 이전 등)도 쟁의 대상. - 단, '경영권 본질적 사항' 및 일부 부당노동행위는 판례상 쟁의대상에 해당하지 않을 수 있음(대법원 판례, 임법 취지 명확화)	- 쟁의 범위 전문 구체화/추가, 현장 혼란 방지와 판례 반영 -사실상 영향을 미치는 경영상 결정도 포함, 단 부당노동행위·임금 취지 목적은 제외' 등 구체화

노동계 입장

- 합법적 쟁의행위 범위 확대
- 구조조정, 사업장 이전 등 근로조건에 영향을 미치는 사업상 결정도 포함

경영계 입장

- 경영권 침해 및 기업 경영의 불확실성 증대 우려
- 투자 결정 등 정당한 경영활동 침해

3. 손해배상 청구 제한 (제3조)

현행법	국회 통과안(2024)	이번 개정안(원노위 통과)	본회의 통과안(2025.8월)
•합법적인 단체교섭 또는 쟁의행위로 인한 손해에 대해서는 노동조합 또는 근로자에게 배상 청구 불가 •불법 쟁의행위로 인한 손해에 대해서는 사용자가 노동조합이나 근로자에게 손해배상 청구 가능	•쟁의행위의 목적과 방법, 구체적 양상에 따라 법원이 불법여부를 개별적으로 판단하고, 정당한 쟁의행위일 경우 과도한 손해배상청구 및 가압류를 제한 •규책 사유와 기여도에 따라 개별적으로 책임 범위 정해야 함 •개별 조합원의 책임 범위 엄격 귀속(연대책임 완화), 집단소송 시 재해 위주와 판별 구분	•쟁의행위 목적의 정당성·방법·태양에 따라 법원이 불법행위 여부를 판단하며, 정당한 쟁의행위에 대해서는 과도한 손해배상 및 가압류 청구를 제한	조합원·임원 개인 청구 금지, 신원보증인 면책 명문화. 법원 판단 기준 더 명확화
•노동조합 및 노동관계조정법 제3조 (손해배상 청구의 제한) "사용자는 이 법에 의한 단체교섭 또는 쟁의행위로 인하여 손해를 입은 경우에 노동조합 또는 근로자에 대하여 그 배상을 청구할 수 없다."		각 호에 따라 책임비율 정해야 1. 노조에서의 지위와 역할 2. 쟁의행위 등 참여 경위 및 정도 3. 손해 발생에 대한 관여 정도 ...	

노동계 입장

- 과도한 손해책임 감소로 방어 범위 확대

경영계 입장

- 간접고용 노동자(하청, 파견 등)의 교섭권 실질화 목적
- 노조의 불법 행위에도 배상 청구 어려운 구조

자료: 국회, 법제처, 언론보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

노란봉투법, 꼭 필요했나?

노란봉투법은 그동안 판례가 조심스럽게 인정해온 원청의 사용자성을 법적 권리로 격상시키는 셈이다.

일부에서는 기존에 법리로 해석해오던 내용을 법률 조문에 명시하면서 구체적인 가이드라인이 없어 확대 해석 가능성이 높다고 주장한다. 이에 정부는 2026년 1월까지 구체적인 판단 기준과 가이드라인을 마련해 제시할 예정이다. 후속조치를 통해 원청의 사용자성 판단, 교섭 범위, 손해배상 책임 등을 명확히 하여 법 시행에 따른 혼란과 불확실성을 최소화한다고 밝혔다.

과거 판례들(2010년 현대중공업 사건 대법원 판결 2007두8881 등)은 "실질적·구체적 지배력"이라는 추상적 기준으로 원청의 사용자성을 판단했다. 이로 인해 개별 사안마다 해석이 달라지고, 노사 간 예측 가능성이 떨어져 분쟁이 끊이지 않았다.

노란봉투법은 이러한 모호함을 해소하고자 원청의 사용자 지위를 법률에 명문화했다. 하청 노동자가 원청과 직접 교섭할 수 있는 법적 근거를 분명히 제시함으로써, 판례가 보여준 "예외적 인정"을 "법적 요건 충족 시 당연한 권리"로 전환시켰다.

판례와 입법의 차이

▶판례: 개별 사건의 특수성을 고려한 제한적 인정

▶노란봉투법: 실질적 지배력 개념을 법제화하여 보편적 적용 가능

노란봉투법 시행은 원청 사용자성 인정의 불확실성을 법적으로 줄이고, 노동시장 구조 및 기업 경영·ESG 리스크, 투자자 관점에서 매우 중대한 구조 변화를 의미한다.

[그림49] 노란봉투법 개정안 주요 내용 및 시장 영향

사용자 정의 확대 하청 노동자도 원청과 직접 교섭	공급망 리스크 내재와 우발부채 급증 외국인 투자자 불확실성 심화
노동쟁의 정의 변경 쟁의 인정범위 확장	경영 의사결정 지연/경직성 주주 가치 상충
쟁의행위 손해 발생시 기업 손해배상 청구 제한	파업 빈도/강도 증가, 소송비용 증가 우려, 법적 분쟁 장기화

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 노란봉투법 3대 쟁점

법안	현행	개정안
사용자 범위 확대 (제2조2호)	사업주·경영담당자 등	근로자 근로조건을 실질적이고 구체적으로 지배·결정할 수 있는 자
노동쟁의 개념 확대 (제2조5호)	‘임금 등 근로조건 결정에 관한’ 주장의 불일치	‘임금 등 근로조건에 관한’ 주장의 불일치
불법쟁의행위에 대한 손해배상책임 제한(제3조)	민법에 따른 연대책임	개인에게 배상 청구 금지 또는 가담 정도에 따라 개별 책임

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[참고] 노란봉투법에 대한 시장의 오해와 진실

노란봉투법은 노동조합의 손해배상 책임과 원·하청 간 교섭 관계에 대한 시장의 오해를 불러일으키고 있다. 이 법안은 책임의 개별화를 강조하고, 원·하청 간 직접 교섭은 '실질적 지배력'이라는 엄격한 기준에 따라 판단하는 것이 핵심이다. 그러나 소송의 복잡성과 경영 불확실성이 증가할 수 있다는 우려가 존재하는 것도 사실이다.

» 오해 1. 모든 불법 파업은 면책된다는 오해

첫째, "모든 불법파업이 면책된다"는 주장은 사실이 아니다. 2023년 대법원 판례와 같이, 손해배상 책임은 조합원 개개인의 파업 참여 정도와 역할에 따라 개별적으로 결정된다. 즉, 노조 간부와 단순참여 조합원의 책임 강도가 다르며, 판례는 "손해의 공평·타당한 분담이라는 손해배상제도의 이념"에 따라 결정된다고 밝혔다.

노란봉투법 시행 이후에는 노조 파업이나 노동쟁의로 회사가 입는 피해에 대해, 각각의 조합원에게 따로따로 책임이 부과된다. 이로 인해 회사는 손해배상을 청구할 때 각 조합원이 실제로 얼마나 개입했는지, 책임이 어느 정도인지 일일이 따져서 입증해야 한다.

많은 조합원이 각각 다른 책임을 지게 되므로, 회사는 여러 명을 상대로 개별적 소송을 제기해야 한다. 법원에서 각자의 귀책 사유와 기여도를 상세히 증명해야 하기 때문에, 소송 절차가 복잡해지고 길어지며, 각 조합원별로 변호사를 선임하고 자료를 준비해야 하므로, 회사 입장에서는 방어 비용(법률자문비, 소송비)이 크게 늘어난다. 이와 함께 사건 자체의 불확실성이 커져, 분쟁 해결 기간도 길어진다.

» 오해 2. 모든 하청 노동자가 원청과 직접 교섭이 가능하다는 주장

하청 노동자가 무조건 원청과 직접 교섭할 수 있는 것은 아니다. 원청이 단체교섭 당사자가 되는 핵심 기준은 '실질적 지배력'이다. 법원과 중앙노동위원회는 원청의 '실질적 지배력'이 있는지를 복합적으로 판단한다. ①교섭 요구 의제에 대한 원청의 실질적·구체적 지배·결정력, ②하청 근로자 노무가 원청 사업에 필수적이고 사업체계에 편입된 정도, ③집단교섭의 필요성과 타당성 등을 고려한다.

원청의 사용자성은 사건마다 개별적으로 판단되고, 법원의 해석에 따라 법적 불확실성이 일정 기간 이어질 수밖에 없다. 판결에 따라 교섭의 범위와 방식에 상당한 차이가 발생할 수 있다.

사례 : 안도 하자마(Hazama Ando) vs 오아시스

일본 건설 대기업 안도 하자마, 행동주의 펀드 오아시스가 자본 환원 요구와 함께 건강·안전 등 ESG 요인을 정관에 명문화하며 지배구조 개선을 유도

일본 건설 대기업 안도 하자마(Hazama Ando, 1719 JP Equity)를 겨냥한 오아시스의 행동주의 캠페인은 안전 리스크 관리 실패와 미흡한 지배구조라는 두 가지 문제에서 출발했다. 일본 건설업의 고유한 산업재해 리스크를 고려하면서 자본 효율성 개선과 ESG 역량 강화라는 두 목표를 동시에 추구했다. 오아시스는 2020년 5월 13일부터 2023년 10월 2일까지 약 3년 반 동안 주주들을 대상으로 두 가지 핵심 요구를 제시했다.

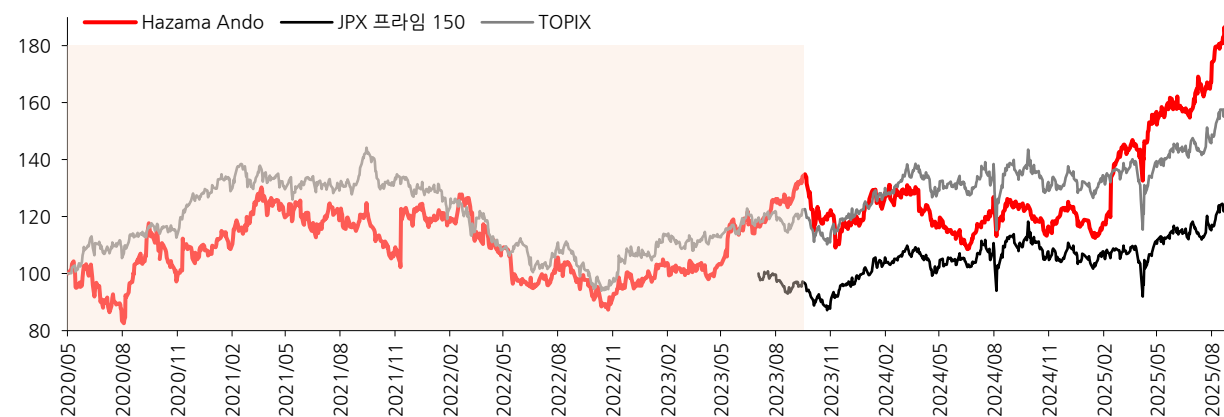
1) 자사주 매입/소각 요구

2) 사회적 책임(Social)의 일환으로 건강, 안전경영 관련 조항을 정관에 명문화하고, 내부 회계, 준법통제 및 ESG관련 시스템 보완, 사외이사 비중 확대, 기 경영진 중심 구조에서 외부 전문가(특히 안전·산업 분야)에 기반한 이사진 구성 강화

오아시스는 캠페인 기간 중 최대 5.7%의 지분을 확보하며 실질적인 영향력을 행사했다. 캠페인 시작 시점부터 종료 시점까지 안도 하자마 주가는 40.7%라는 놀라운 수익률을 기록하며 기업가치가 크게 상승했다. 이는 행동주의 펀드의 요구가 단기적인 주가 부양을 넘어, 기업의 ESG 및 자본정책에 대한 구조적 변화를 이끌어내고 궁극적으로 시장의 신뢰와 긍정적 평가를 유도했음을 명확히 보여준다.

안도 하자마 사례는 자본시장에서 행동주의와 ESG가 결합될 때, 기업의 지배구조와 운영 방식이 혁신되고 장기적인 주주가치 제고로 이어질 수 있다는 시사점을 제공한다.

[그림51] 안도 하자마 캠페인(2020.5-2023.10) 성과 → 40.66%수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 오아시스, 안도 하자마 AGM 2 가지 주주제안 제출(2020년 5월)

- Oasis has submitted two proposals to Hazama Ando for upcoming June AGM
- Oasis recommends a 9.98% share buyback, enhanced health and safety management provisions
- Shareholders should vote for the Oasis proposals to protect corporate value and improve corporate governance

For more information, please see: <https://hazamaandocorp.gov.com>

HONG KONG & TOKYO--(BUSINESS WIRE)--Oasis Management Company Ltd. ("Oasis") is the manager to funds that are one of the largest minority shareholders of Hazama Ando Corporation ("Hazama Ando", "Hazama" or the "Company") (1719 JP), and has submitted two shareholder proposals for the Company's annual general shareholders meeting ("AGM") in June aimed at improving corporate governance and value.

Hazama Ando is on the brink of repeating the same mistakes that led to the restructuring of its predecessor entity, Hazama Corporation, in 2003 after incurring significant losses in real estate investments. Shareholders must act quickly to prevent Hazama's destructive plan to invest ¥100 billion of excess cash in real estate. Shareholders must unite to stop Hazama's management from risking the future of the Company once again.

In order to protect Hazama Ando's future and corporate value for all stakeholders, Oasis has submitted two shareholder proposals, and urges the Company to:

1. Implement a 9.98% share buyback; and
2. Add health and safety management provisions to the Articles of Incorporation.

Oasis urges all shareholders who care about Hazama's future and corporate value to vote FOR these proposals at the upcoming AGM.

Hazama Ando is a great company but has been rocked by a history of work safety accidents and scandals, including fires, fatalities, underreporting income, as well as poor capital allocation. The Company trades at a normalized PE adjusted for cash of just 1.1x and we believe has an upside of over 140%.

In Hazama's revised Medium-Term Business Plan published in February 2020, the Company announced new plans to invest ¥100 billion – representing approximately 73% of Hazama's net assets and 77% of its market capitalization -- in real estate and power projects. These are low-return, high-risk businesses in which Hazama has little expertise, and a history that led not only to significant losses and restructuring, but also the ultimate dismissal of over 1,000 employees. It is imperative that shareholders act now to prevent Hazama from taking this misstep, before it is too late.

- 자사주 매입(9.98%)
- 정관에 건강 및 안전 관리 조항 추가

- 안도, 화재, 사망사고, 부실한 자본배분 등 산업안전 사고와 스캔들로 PER1.1, 향후 140% 상승 여력이 있다고 판단

- '20년 2월, 부동산 관련 사업에 1,000억엔(순자산의 약 73%, 시총의 77%) 투자 결과 구조조정, 1,000명 이상의 직원 해고

자료: Oasis, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 오아시스의 요구사항, 안도 하자마의 중장기 경영-ESG 전략과 지배구조 개편 로드맵에 상당 부분 반영

		数値指標	重点施策
環境 Environment	脱炭素社会の実現に貢献	2030年度GHG排出量 (2017年度比) Scope1+2 55%以上削減 Scope3 33%以上削減	・2050年カーボンニュートラル実現に向け、1.5℃シナリオに見直し 2025年断面でscope1+2 34%以上削減、scope3 21%以上削減 ・TCFDフレームワークへの対応継続、CDP評価ランクアップに向けた取組推進
	再エネ事業開発規模 80 MW (当社持分換算)		・創エネの促進 (3-3-1-05 参照) と省エネ技術の展開(3-3-1-02, 04, 07 参照) で、当社、お客様の事業活動、社会全体の脱炭素化に貢献
社会 Society	인적자본 가치 향상	人財投資 人材투자率 (前年度比 55% 증액)	・待遇改善, 교육 체계 검토, 일 방법 개혁 등
	인권 대응	教育研修受講率 100%	・人権方針に基づくサプライチェーンを含めた教育・研修の充実
企業統治 Governance	地方創生	3件以上 (3か年累計)	・地域の抱える課題解決に向けて脱炭素化、雇用創出などをはじめとする地域の魅力を高める新たなソリューションの提供事業を推進
	감사위원회 설치 등	사외이사 중 여성비율 33% 이상	・取締役会の監督機能の強化によるコーポレート・ガバナンスのさらなる充実 ・経営意思の決定迅速化による業務執行の機敏性の向上
오아시스 요구 -안전, 사회 책임 강화 -인적자본 가치 강화 등	지속가능위원회	4회 이상 개최	・이사회 자문기관, 인권 과제 도출, 인권 DD를 위한 체제 정비 및 실천 및 공개 ・取締役の選出、人権リスクの特定・評価(人権DD)に向けた体制整備と実施、および適宜な開示
	정책保有株式의縮減		・資本の効率性や取引先企業との関係維持・強化の観点から経済合理性および保有意義を検証し、企業価値の向上に繋がると判断できる場合を除き、上場株式を縮減していく方針

자료: 안도 하자마, 한화투자증권 리서치센터

사례 : 선코어 에너지(Suncor Energy) vs 엘리엇

행동주의 시작 배경
: ① 안전 리스크 관리
실패와 재무 성과 악화

② 미흡한 지배구조와
시장 저평가

선코어 에너지에 대한 행동주의 투자는 안전 리스크 관리 실패와 미흡한 지배구조라는 두 가지 문제에서 비롯됐다.

- **(안전 리스크 관리 실패)** '14년 이후 12건의 사망사고를 포함한 반복적인 중대재해는 Suncor의 기업 신뢰도를 떨어뜨리고, 직원 사기를 저하. 대규모 손해보험료 부담으로 이어져 영업이익과 EBITDA하락에 영향을 미침
- **(미흡한 지배구조)** 이사회와 경영진이 뚜렷한 혁신책을 내놓지 못했고, 주주환원·배당 등 자본관리 정책 역시 경쟁사 대비 소극적. PER 26%디스카운트

엘리엇의 주주제안

- 1) 이사회 개편 및 경영진 교체 요구 : 기존 이사진과 경영진의 교체, 외부 전문가(특히 안전/ESG 분야)를 중심으로 한 이사회 재구성 요구
- 2) 주주환원 및 자본 효율성 강화 : 적극적인 자사주 매입과 배당, 비핵심 사업 매각 등
- 3) 안전관리 강화 : 안전 관련 예산 확대, 최신 안전시스템(충돌방자·피로감지 등)의 도입, 하청업체까지 포함한 안전관리 체계 전면 재구축 요구
- 4) 기업 미래 전략의 재검토 : 전체 사업 포트폴리오에 대한 전략적 옵션(사업 분할, 구조조정 등) 검토를 위한 특별 위원회 설치 등

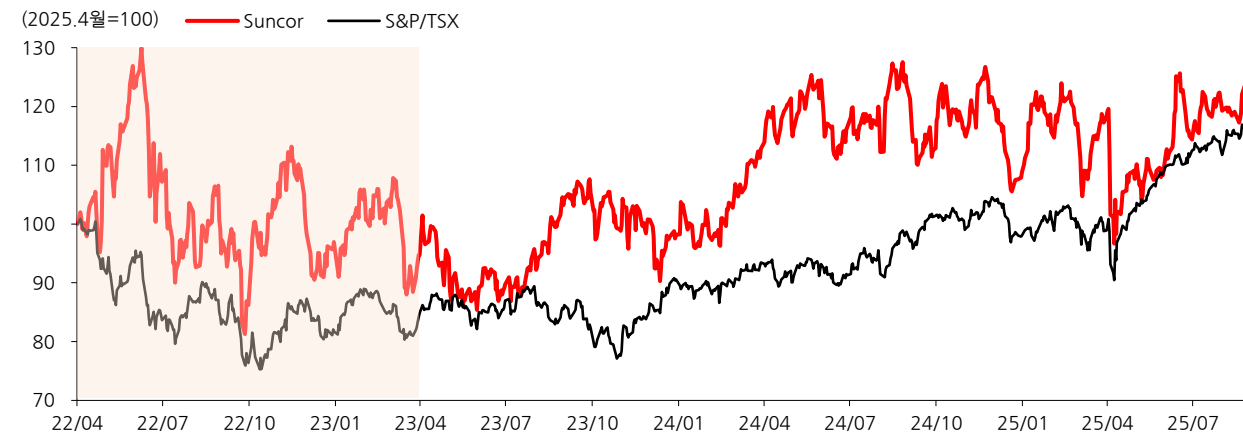
회사의 수용 및 이행

- 1) 이사회 개편 및 경영진 교체 요구 : 2022년 7월 이사 3명을 신규 선임. 신규 이사는 '안전' 및 '리스크 관리' 전문가 위주로 구성. 기존 CEO 사임 후 전 엑스모빌 임원인 리치 크루거(Rich Kruger)를 새로운 CEO로 임명. 크루거 재임 이후 선코어 에너지의 안전기록과 경영성고가 향상되어, 엘리엇은 투자 규모를 2배 증액
- 2) 주주환원 및 자본 효율성 강화 : 자사주 매입 확대, 분기 배당 인상 등으로 자본효율 개선을 시작, 비핵심 자산 매각 등으로 신규 투자재원을 마련
- 3) 안전관리 강화 : 사고 집중 지역(광산, 정유플랜트 등)에 컨설팅과 독립안전진단 실시. 18~24개월 내 전 사업장에 첨단 안전설비 도입. 하청업체 관리계획도 전면 재정비
- 4) ESG·리스크 공시 강화 : 연례보고서와 IR 세션에서 안전지표, 개선계획, 실행 현황, ESG 관련 정보를 투명하게 공개했고, 투자자 커뮤니케이션을 전향적으로 수행

주가 성과

엘리엇이 공개서한을 발송한 '22년 4월 이후, 경영진 교체, 안전체계 혁신, 적극적 자본 환원 등이 진행되면서 주가는 약 31.6% 상승하였고, 중대/사망건수도 현저히 감소

[그림54] 선코어 에너지 캠페인(2022.04~2023.04) 성과



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 엘리엇, 선코어 에너지 이사회에 보낸 서한(2022.4월) → Restore Suncor 플랜 하에 가치 향상을 위한 5 가지 주주제안 요구

Calls for Board Enhancement, along with Strategic and Management Review

Sees \$30 Billion Value Creation Opportunity, a Potential Share-Price Increase of 50% or More

Full Letter and Presentation Available at [RestoreSuncor.com](https://www.restore-suncor.com)

WEST PALM BEACH, Fla., April 28, 2022 /PRNewswire/ -- Elliott Investment Management L.P. ("Elliott"), which manages funds that have made an investment representing approximately a 3.4% economic interest in Suncor Energy Inc. (NYSE:[SU](#)) (the "Company" or "Suncor"), today sent a letter and presentation to the Board of Directors of Suncor. According to the letter, the purpose of the materials is to outline the right path forward to restore Suncor to its role as a leader of the Canadian energy industry.

Suncor has seen a decline in the exceptional performance that was formerly its hallmark, the letter said, which has led to, among other things, missed production goals, high costs, and safety failures. In particular, shareholders have seen their investment lag behind nearly all large-cap North American oil and gas companies, as Suncor's share price has remained virtually unchanged since early 2019, even as oil prices have climbed to their highest level in almost a decade.

To deliver improved results and restore the confidence that has been lost, Elliott believes the Company must pursue the critical steps detailed in its Restore Suncor plan, including:

- **Board Enhancements:** Add five new independent directors with deep expertise in the Canadian energy industry to refresh governance and oversee the necessary change.
- **Management Review:** An objective review of Suncor's executive leadership by the refreshed board will ensure the right management is in place to deliver excellence in operating and safety performance.
- **Operations:** Overhaul the Company's operational and safety culture, which is critical if Suncor is to regain its place as a top performer. Deliver on the long-promised \$2 billion cash flow improvement plan.
- **Enhanced Capital Return:** Increase capital returns from 50% to 80%+ of discretionary cash flow after capex and dividends to provide Suncor's shareholders an industry leading annual cash return yield.
- **Strategic Review:** Explore opportunities to unlock the value of high-multiple assets outside of core Oil Sands business, including a strategic review of retail.

- 이사회 개편
- 경영진 평가 및 교체
- 운영 및 안전 문화 확산
- 자본 환원 정책 강화(잉여현금흐름의 80% 이상 주주환원)
- 사업 포트폴리오 전략 검토

Through realizing the Company's full potential, Elliott believes that the Board can unlock more than \$30 billion in value for shareholders, a potential increase of 50% or more from today. Elliott looks forward to engaging with the Board, along with fellow shareholders, as soon as possible.

자료: PR Newswire, 한화투자증권 리서치센터

소결

반복적인 중대재해와 산업재해 사망사고를 겪은 기업은 행동주의 투자자들의 새로운 공격 대상이 될 수 있다. 반복되는 안전관리 실패는 재무적 가치 훼손뿐만 아니라, 경영진과 이사회에 무능력함을 드러내며 주주들의 불만을 야기한다.

특히, 지난 5년간 다수의 사망사고가 발생하여 언론이나 공공 데이터에 자주 노출된 업종은 건설사와 철강·운송·화학·조선업 등이다. 기업이 대규모 현금흐름에도 불구하고 낮은 배당, 소극적인 주주환원 정책을 유지하고, 사외이사 독립성이 미흡하며, 반복적인 안전 리스크로 ESG 평가에서 감점을 받는다면 행동주의 펀드의 최우선 타겟이 될 가능성이 높다.

[그림56] 중대재해 및 산업재해 다발 기업



자료: 지자체, 고용노동부, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 환경 법규 위반 사례가 다수 발생한 기업

그룹	소속회사	환경 리스크	리스크점수 (횡수*강도)	저별수준별 위반횟수 Total	lev1	lev2	lev3	주요내용
A	B	■■■	-8	7	6	1	-	대기환경보전법 제84조, 배출시설 가시배 (악적) 조정정지 10일 고압가스안전관리법 제11조 제5항 위반(20만원 부과)
			-0.5	1	1	-	-	대기환경보전법 제31조(배출시설과 방지시설의 운영)의 2항, 운영일지 미작성 사유(경고)
			0.5	1	1	-	-	제32조 위반 배출시설의 성능이 폐수배출시설 또는 방지시설의 결함·고장 또는 운전미숙 등으로 배출허용기준
		■■■	-7	14	14	-	-	폐기물 1건, 소음진동 12건) 대기환경보전법 제43조(비산먼지의 규제) 위반(실수주지 운영 [2021.4) 폐기물 보관기준 및 방법 위반(2021.4) 소음진동관리법 제61조 소음저감대책 미이행(2021.4)
			-1	2	2	-	-	화학물질관리법 제28조 제2항 위반(벌금 1,000만원) 등
		■■■	-6	3	2	1	-	대기오염물질 측정대행업체와 공모, 측정하지 않고 기록부를 작성하거나 측정값보다 낮은 가짜 유관기관에 제출, 공무원의 업무집행 방해 혐의(직위 2인 각 700만원의 등) 대기환경보전법 부식/마모로 인한 오염물질이 새나가는 배출시설 방지 토양환경보전법 제43조의2(토양오염의 우려기준)의거 토양오염 방지 조치명령 이행
C	D	■■■	-1.5	3	3	-	-	대기환경보전법 제23조(배출시설의 설치 허가 및 신고)의 2항 또는 23조 3항 [사업장 대기환경보전법 제23조(배출시설의 설치 허가 및 신고)의 2항 또는 23조 3항 [사업장 대기환경보전법 제23조(배출시설의 설치 허가 및 신고)의 2항 또는 23조 3항
			-1.5	3	3	-	-	대기환경보전법 제38조제3항에 따른 폐수배출시설 및 방지시설의 운영에 관한 지침으로 기록하거나 보존·비치하지 아니한 경우 [사업장 대기환경보전법 제23조(배출시설의 설치 허가 및 신고)의 2항 또는 23조 3항

주: 리스크 = 발생가능성(Pof)* 심각성(최근 3년간 법규위반 내역 중 사건 빈도, 영향력)

자료: 지자체, 고용노동부, 한화투자증권 리서치센터

Appendix

>> 국내 행동주의 성공 사례

[표14] 국내 기업 대상 행동주의 캠페인 성공 사례(약 30 건) → 주주제안을 수용한 경우 성공 사례로 분류

코드	기업명	행동주의 그룹/개인	시작일	주요 요구 사항/목표	수익률 (%)	시가총액 (백만\$)	지분율 (%)
A180640	한진칼	KCGI, 조현아	18/11/15	기타(단기 차입금 증가 중단), 감사 선임, 보수 변경, 경영진 교체 등	124.6	1297.5	9.0
A024720	콜마홀딩스	달튼인베스트먼트	25/03/12	이사회 주도권 장악	102.9	168.8	5.7
A316140	우리금융지주	얼라인파트너스	23/01/02	주주 환원·자사주 매입	43.9	6,658.5	1.0
A086790	하나금융지주	얼라인파트너스	23/01/02	주주 환원·자사주 매입	39.7	9852.4	0.0
A060980	HL 홀딩스	VIP 자산운용	23/05/22	자본 환원/자사주 매입	33.7	265.3	
A055550	신한지주	얼라인파트너스	23/01/02	주주 환원·자사주 매입	25.6	14,180.9	0.0
A030200	KT	배창식	23/06/14	이사회 진입/경영 참여, 기타(이사회 축소, 복수 CEO 제도 폐지)	22.5	6282.6	0.0
A003240	태광산업	트러스톤자산운용	23/02/08	이사회 주도권 장악, 경영참여, 주주 환원·자사주 매입 등	16.7	645.3	5.9
A052670	제일바이오	심광경	23/05/22	이사회 진입/경영 참여	11.3	40.3	10.9
A011000	진원생명과학	동반성장투자조합	25/07/28	이사회 진입/경영 참여, 보수 변경	11.0	139.1	
A033780	KT&G	IBK 기업은행	24/02/28	이사회 주도권 장악	7.2	9,212.4	7.1
A011330	유니캠	햇발	23/02/08	이사회 주도권 장악, 경영 참여	0.0	75.3	0.0
A033340	좋은사람들	박시형	21/12/13	기타(정관 변경), 이사회 진입/경영참여, 이사 해임/선임 반대	0.0	0.0	0.1
A033560	블루콤	진수정	24/03/07	기타 (상근 감사 선임)	-0.7	39.8	0.8
A068940	셀피글로벌	셀피글로벌주주 1 호	25/07/09	이사회 진입/경영 참여	-1.0	21.7	
A215090	솔디펜스	제우스 2 호조합	23/09/18	제 3 자 행동주의 지원, 이사회 진입/경영 참여	-3.6	91.0	7.6
A008930	한미사이언스	임종윤	24/03/06	이사회 주도권 장악, 경영 참여	-4.4	2,097.9	12.1
A139050	BF 랩스	심재영	24/09/26	이사회 진입/경영 참여	-4.9	18.4	0.0
A000990	DB 하이텍	소액주주연합	24/02/28	주주 환원·자사주 매입,	-13.0	1,568.1	0.0
A024810	이화전기	이화그룹 주주연합	23/07/26	이사회 주도권 장악	-13.3	142.4	0.0
A096040	이트론	이화그룹 주주연합	23/07/26	이사회 진입/경영 참여	-13.3	192.5	0.0
A068790	DMS	박성표	24/03/07	주주 환원·자사주 매입,	-15.7	127.6	
A000240	한국엔컴퍼니	조희경·조현식	21/02/26	경영진 교체 및 이사회 주도권 장악, 기타(이한상 감사위원 선임)	-23.2	1,497.5	3.4
A006090	사조오양	차파트너스, KB 자산	22/03/03	주주 환원·자사주 매입, 이사회 진입/경영 개입 등	-29.5	82.6	1.7
A020560	아시아나항공	KCGI	19/07/29	기타 (지배 지분 취득)	-30.7	1,151.9	0.0
A000990	DB 하이텍	KCGI	23/03/30	주주 환원·자사주 매입, 이사회 주도권 장악, 이사 해임/선임 반대(사외이사 추가 선임, 다양성)	-34.1	2,091.3	7.1
A034730	SK	달튼인베스트먼트	22/04/07	주주 환원·자사주 매입	-34.7	15,123.2	0.0
A002460	HS 화성	이홍중	22/03/18	이사회 진입/경영 개입, 주주 환원·자사주 매입	-57.2	234.6	0.0
A105560	KB 금융	얼라인파트너스	23/01/02	자본 환원/자사주 매입, 주주 환원·자사주 매입			0.0

주: 2025.09.16 기준 / 시가총액, 지분율은 캠페인 시작일 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 국내 행동주의 요구 중인 기업 → 정관개정 등 다양한 이슈와 형태로 제기

[표15] 국내 행동주의 요구 중인 기업

기업명	행동주의자	시작일	핵심 요구목표	수익률 (%)	지분율 (%)	시사점
알테오젠	형인우	2025-07-07	코스닥에서 코스피로 상장 전환	17.2		마켓 변경은 자금조달능력, 기관투자자 참여 확대 등 긍정적이나, 재무건전성 진입장벽 및 정보공개 실사 부담까지 동반될 수 있음
영풍	영풍정밀	2025-03-13	자본환원(배당·자사주 매입) 지속 요구	4.6	3.59	현금성자산 과다, 유보이익 잔존 등 저평가 원인 해소 차원에서 자사주 매각 목적 환원 요구. 현금흐름과 투자활동 균형 필요. 고배당이 재무구조 악화로 이어지 않도록 균형 필요
유엔젤	더원엠티에스	2025-03-11	자본환원, 이사진 참여 및 경영권 개입(이사회 통제 강화)	1.6	7.8	소액주주 집중 결집, 이사회 의결권 장악 시도, 경영전반부의 투명성·IR 강화 요구. 대주주 방어 부담, 경영권 분쟁까지 연계될 가능성 존재
미동일	장준호	2025-03-11	이사회 리더십·임원 지명권 배분(대표이사 등 제안)	15.0	0.03	가족·대주주 경영 일원화에서 벗어나 소수주주 의견 및 리더십 다변화를 도모할. 투명성과 경쟁력 개선 대전환이 이뤄질 수 있으나, 정책 일관성과 내부 노하우 단절 가능성도 병행 존재
쿠콘	KIB 솔루션	2025-03-06	이사회 거버넌스 변화(대표이사 등 선임), 감사위원 임명 반대 및 기존 임원 탄핵	129.3	4	'비정상 낙하산 인사·대주주 전환 구도 탈피, 소액주주 가치제고, 거버넌스 진단 및 이사회의 피드백비판기능 강화. 만약, 경영효율성이 개선되지 않을 경우 추가 회복 한계
오스코텍	소액주주 다수(익명)	2025-02-26	임원 교체(감사위원·이사 등 주요 임원 선출 시 유통주주 의견 반영 강화)	66.7		개혁세력으로 진화, 임시총회, 소수주주제안 등 법적 권리 행사 확대 중. 거래소, 금감원 등 외부감독 기능 활성화 및 대주주·경영진 책임 강화가 중요한 상황
코웨이	얼라인파트너스	2025-01-21	자본환원, 이사회 참여, 누적투표제 등 반기평가 제도, 거래소 질서 개선 요구	30.6	2.8	기업가치 제고 및 임원진 확보, 배당 확대, 현금유출 성장동력 약화 우려로 경영진과 대립 우려
티웨이항공	대명소노시즌	2025-01-20	임원 교체, 유상증자 등 자금조달, 기존 임원 탄핵	34.3	26.8	무리한 유상증자·자금조달 시도, 대주주 일방 주도에 대한 소액주주 집단 행동주의. 신사업 추진 역량 vs. 자본시장 신뢰 회복, 균형 필요
아미코젠	주주연대	2025-01-09	임원진 임회(이사 선임)	4.4		주주 집단 권리확대, 이사회 리더십 변화를 통한 대주주와의 권한 균형. 기술중심·성장기업의 지배구조 약점 극복, 투자자 스토리텔링 변화 가능
영풍	머스트자산운용	2024-12-03	자본환원(배당·자사주 매입) 추진	0.7	2	소액주주 권익확대 투자는 장기적 배당 성향 및 주주관계(IR) 강화로 이어질 수 있으나, 영업이익 한계내에서 수익 재투자와의 균형 필요
와이엠	유승덕	2024-11-28	현 임원진 교체 요구, 이사 해임 동의 요청	36.6	0.0014	친인척·우호지분에 대한 외부 도전. 이사회 리더십 확보, 법정비준 여부에 따라 성과 임계점 도출 가능
두산에너빌리티	컨두잇	2024-11-27	분사사업부문 분할 반대, 기업 전략적 경영 평가 및 개선(투자자 대상 설명 강화)	179.7	0.000012	'혁신'·'효율화'의 명분하에 영업자산 일부 매각, 이익 외부 유출에 대한 투자자 요구. 대규모 산업/에너지 기업의 포트폴리오 재편 전략 주시
방림	오덕진	2024-11-26	감사위원 선임(배제한 감사위원 등 외부인사 임명)	32.3	0.059	대주주일통경영에서 탈피, 감사기능 정상화·실질화. 비즈니스 공공성·지배구조 투명성 제고, 국내외 경영진 선임 기준 변화에 대한 신호
오션인더블유	이석빈	2024-11-20	회사정관 상장 주주 의결조항(제 55 조) 철회 반대(정관 삭제 반대)	16.8	1.19	정관의 임의적·일방적 개정 저지, 실제 의결결정력 강화. 소액주주 지배구조 영향력 경계, 그러나 과도한 변경은 경영권 소모성 유발
두산밥캣	얼라인 파트너스	2024-10-18	사업부문 매각, 임원 보상체계 개선, 글로벌 자본시장(미국) 진출, 자본환원 확대 등	26.9	1	분할매각, 프리미엄 상장, 글로벌 자본조달과 자본환원은 기업 가치평가 기준을 일시에 끌어올릴 수 있지만, 성장성·자금재무 한계 동반할 수 있음
BF 랩스	신재영	2024-10-11	기존 임원진 교체 요구, 임원 해임 결의 안건 상정	2.3	0.0026	중소기업에서 행동주의가 활성화되면서 장기적 투자자 수익률, 경영진 프로파일, 사업 성과 의사결정 구조에 대한 욕구 대두

[표15] 국내 행동주의 요구 중인 기업

기업명	행동주의자	시작일	핵심 요구-목표	수익률 (%)	지분율 (%)	시사점
대양금속	비비원어 소시에이션	2024-10-07	이사회 거버넌스(경영권) 장악	9.0	17.87	대주주 1인 지배체계 위협, 외부주주 연대에 의한 이사회 구성 및 경영권 주도 시도. 기업 내부 감사위원 등 투자자 권익 제고 목소리 확대
대호에이엘	요청주주 (지 OO 외)	2024-09-27	이사회 통제(임원진 교체 요구 및 임원 해임 결의안 상정)	36.9		기업별 개별성과 및 경영권 구조에 대응한 외부 주주의 맞춤형 행동주의. 대주주 일가 친인척 경영에서 탈피
DI동일	동일 소수주주연합	2024-09-27	회계장부 열람, 감사 위원 임명 등 투명성 개선 요구	2.8		투명성 개선, 경영권 방어와 투자자 권리 행사의 균형, 외부감사내부회계 처리 무결성 등 소송 등 이슈 모니터링
세토피아	월로우 투자연합	2024-08-20	이사회 주도(임원 선임권 요구), 상장폐지 저지(법제도적 조치 요구)	3.8	0.55	상장폐지 우려 등 비관적 전망 시 경영진 교체 압박, 지배구조 공격, 임원진 교체 등 복합적 요구사항. 신사업 리스크, 실사 필요
대양금속	박영두	2024-03-21	임원 교체, 보상체계 개선, 외부 경영권 개입	27.2	0.046	반복적 경영권 위협, 외부 자본 연대 속 기업 성장과 주주환원, 경영진 갈등의 균형, 대주주 초과이익 협상력, 프로세스 투명성 중요
오스코텍	주주연대 (이진화)	2024-03-13	정관 개정 반대, 외부 행동주의 연대, 경영권 분쟁	40.5	0	대주주 일방 독점적 의결권 인상·남용 방지 및 의결권 제한 시도, 외부 행동주의펀드와 연계한 심리전, 단기·장기 주가 변동성 확대
베뉴지	배진한	2023-12-07	주주자본환원, 이사회 통제, 참여(임원·감사 선임 등 요구)	18.6	9.14	
선사인푸드	김상훈	2023-07-10	이사회 통제(의결권, 경영권 장악), 경영진 교체 등)	62.6	6.91	장기 저평가, 기관 미참여, 실질적 영업성과 미흡 등 개선 촉구. 경영진 정상화 및 소액주주 권익확대
만호제강	MK 자산	2023-06-30	주주환원, 임원 보상 개선, 경영권 분쟁 등	17.9	15.88	가족경영의 한계, 대주주 초과이익 갈등, 외부 전문인 임용 요구
대호에이엘	김재웅	2023-03-08	이사회 통제, 임원 교체·해임, 정관 개정 등	10.7	1.3	부실관리, 낙후지배구조의 개선 욕구, 대주주 일방 의결권 고정에서 이사회 의사결정 다변화 시도
KT&G	플래시라이트 캐피탈	2022-10-26	구조조정, 미국 상장, 자본환원, 임원 보상, 경영진 교체 등	88.3	1	사업부문 매각, 핵심자산 가치평가, 배당확대 등 실제 자금흐름, 실물자산 건전성, 투자자 신뢰 회복 전략이 중요

주: 2025.09.16 기준 / 시가총액, 지분율은 캠페인 시작일 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 국내 행동주의 캠페인 목표 미달 사례

[표16] 국내 기업 대상 행동주의 캠페인 목표 미달 사례

코드	기업명	행동주의 그룹/개인	시작일	핵심 요구목표	수익률 (%)	시가총액 (백만\$)	지분율 (%)
A001080	만호제강	소액주주	2024.07	이사 해임/선임 반대	-45.6	142.3	0.0
A079970	투비소프트	카발로블란코	2024.07	이사 해임/선임 반대	-73.1	12.8	2.7
A215200	메가스터디교육	달튼인베스트먼트	2024.04	주주 회원/자사주 매입	-25.3	521.4	0.0
A096610	알에프세미	김사원	2024.03	이사 해임/선임 반대, 보수 변경	-8.6	38.3	0.1
A073640	테라사이언스	김서태	2024.03	이사 해임/선임 반대, 보수 변경	-8.6	46.5	0.1
A011200	HMM	홍이표	2024.03	주주 회원/자사주 매입, 이사 해임/선임 반대	14.6	8,275.5	0.0
A092040	아미코젠	이정훈	2024.03	이사 해임/선임 반대	-50.9	276.3	0.1
A377220	프롬바이오	김형철	2024.03	이사 해임/선임 반대, 기타 (감사 선임 반대)	-40.3	59.3	0.1
A102940	코오롱생명과학	윤영기	2024.03	기타 (감사 선임 반대)	20.3	187.8	0.0
A117670	알파칩스	이용대	2024.03	이사회 주도권 장악	3.0	27.4	
A005690	파미셀	리판자산운용	2024.03	이사 해임/선임 반대	134.7	249.0	0.0
A060900	DGP	김인수	2024.03	이사회 주도권 장악	-48.6	29.5	0.4
A001530	DI 동일	정성희	2024.03	이사 해임/선임 반대	50.8	545.4	0.0
A011780	금호석유화학	차파트너스자산운용	2024.02	주주 회원/자사주 매입, 이사회 대표권 확보	-26.6	3039.7	0.0
A028260	삼성물산	안다자산	2024.02	주주 회원/자사주 매입, NAV 실현	-22.9	20,743.7	
A028260	삼성물산	화이트박스 어드바이저스	2023.12	보수 변경, 기타(자본 배분 계획), NAV 실현, 주주 회원/자사주 매입	16.0	18123.3	0.6
A028260	삼성물산	시티오브런던	2023.11	자주 회원/자사주 매입, NAV 실현	33.8	15,715.1	0.5
A215090	솔디펜스	포트헤밀턴조합 1 호	2023.09	이사회 진입/경영 참여	-0.8	91.1	6.6
A036180	지더블유바이텍	고승환	2023.08	이사회 진입/경영 참여	-22.6	41.0	23.3
A003550	LG	실체스터 인터내셔널	2023.04	자본 회원/자사주 매입	-4.7	10,153.2	5.0
A203450	유니온바이오메트릭스	슈프리마에이치큐	2023.03	기타 (장승수 감사 선임)	-18.9	46.6	8.7
A041510	에스엠	하이브	2023.03	주주 회원/자사주 매입, 이사회 진입/경영 개입	-40.3	2,318.0	18.5
A001940	KISCO 홀딩스	밸류파트너스	2023.02	이사회 대표권 확보, 주주 회원/자사주 매입, 보수 변경	24.1	250.8	0.7
A127120	제이에스링크	천무진 외	2023.02	이사회 진입/경영 참여	-12.8	48.6	12.6
A051360	토비스	차파트너스, KB 자산 등	2022.02	기타 (이사 보수한도 제한), 황금낙하산 제거, 사외이사 추가 선임, 심해섭 감사 선임), 자본 회원/자사주 매입, 보수 변경	6.3	130.8	3.3
A060980	HL 홀딩스	VIP 자산운용	2022.02	주주 회원/자사주 매입	-22.8	357.4	5.1
A215090	솔디펜스	포트헤밀턴조합 1 호	2022.01	이사회 진입/경영 개입, 기타 (경관 변경)	2.2	98.9	6.6
A009240	한샘	티턴캐피탈파트너스	2021.09	기타 (MM 지분 매각 저지, 티턴 제안 감사 선임, 임시주총), 이사회 대표권 확보	-64.8	2,354.4	8.6
A285130	SK 케미칼	메트리카파트너스	2021.09	사업 분할, 자본 회원/자사주 매입, 기타(임원-이사 겸직 제한, 이사회 다양성 제고, 전략적 검토, 회사 매각, 사업 분할, 합병 반대	-68.9	2697.8	0.0
A065570	삼영이엔씨	황혜경, 이선기, 조경민	2021.03	경영진 교체	8.1	60.9	1.2
A003550	LG	화이트박스 어드바이저스	2020.12	기타 거래 반대 (분할 반대), NAV 실현, 사업 분할, 전략적 검토, 기타 (자배구조위원회 신설)	-3.2	12,164.8	1.0
A002320	한진	HYK 파트너스	2020.12	주주 회원/자사주 매입, 사업 분할, 보수 변경, 이사회 주도권 확보, 감사위원 전원 개별 선임, 기타(전문경영인 제도 도입, 전자투표제 도입, 전과자 이사 취임 제한 규정 도입, 이사회 10 명으로 확대)	-41.3	645.3	9.8
A180640	한진칼	반도홀딩스	2020.01	경영진 교체	41.0	2,129.4	8.3

주: 2025.09.16 기준 / 시가총액, 지분율은 캠페인 시작일 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 일본 행동주의 캠페인 성공 사례

[표17] 일본 기업 대상 행동주의 캠페인 성공 사례

코드	기업명	행동주의 그룹/개인	시작일	핵심 요구/목표	수익률 (%)	시가총액 (백만\$)	지분율 (%)
6736 JP	썬 전자	오아시스	19/03/26	이사회 주도권 확보	298.0	168.7	9.2
6772 JP	도쿄코스모스전기	스위스 아시아	24/04/25	주주 환원/자사주 매입, 이사회 진입/경영 개입	162.1	39.5	11.3
7733 JP	올림푸스	밸류액트 캐피탈	18/05/31	논의만 진행	142.1	11,815.3	5.0
9401 JP	도쿄 방송 홀딩스	히비키 패스 어드바이저즈	23/05/11	주주 환원/자사주 매입	129.2	2,709.1	0.0
1944 JP	긴덴	히비키 패스 어드바이저즈	23/10/13	주주 환원/자사주 매입, 기타 (다른 사업 결합 모색)	88.4	2958.5	0.0
9984 JP	소프트뱅크 그룹	에셋 밸류 인베스터스	20/04/03	주주 환원/자사주 매입, 사업 분할, 전략적 검토	79.5	72,931.6	0.1
7273 JP	이쿠요	닛토덴코	24/01/15	이사회 진입/경영 개입	72.5	21.6	54.7
3088 JP	마츠키요코카라 앤코	히비키 패스 어드바이저즈	22/03/25	주주 환원/자사주 매입	57.0	5,090.9	0.0
5820 JP	미쓰보시	아데이지 캐피탈	22/02/28	이사회 진입/경영 참여	55.4	36.4	0.0
4549 JP	에이켄 화학	니폰 액티브 밸류 펀드, 달튼	23/12/05	이사회 주도권 확보, 경영 참여	48.5	471.7	5.1
2705 JP	오토야	Colowide Co	20/04/13	회사 인수, 이사회 진입/경영 개입	46.9	121.0	19.2
6772 JP	도쿄코스모스전기	SEISEI CO	25/05/01	이사회 주도권 확보	42.0	69.6	15.7
8783 JP	abc	CP1/Japan	24/01/05	기타 (주식 병합)	35.4	16.6	1.2
1890 JP	도요 건설	야마우치 No.10	22/04/18	회사 매각/인수, 이사회 주도권 확보, 포이즌필 철회	34.1	683.2	25.3
2323 JP	폰펀 코프	DX 인계이지먼트 파트너스	21/10/29	회사 인수	34.0	10.1	15.0
7868 JP	고사이드 홀딩스	Kosaido family	19/02/18	기타 (MBO 반대)	25.5	160.5	0.0
6954 JP	화낙	Third Point	15/02/11	주주 환원/자사주 매입	24.4	41,643.6	0.0
1860 JP	도다건설	달튼	23/04/25	주주 환원/자사주 매입	20.2	1,808.1	0.0
8358 JP	스루가 은행	노지마	20/04/06	경영진 교체	19.7	697.6	0.0
4045 JP	토아고세이	켈티언 파트너스	23/02/10	주주 환원/자사주 매입	19.4	1,080.9	1.7
9327 JP	e-로지 T	Ryoichi Kakui	25/05/12	이사회 진입/경영 개입, 기타 (주주명부 열람 청구권)	15.2	13.8	6.5
8595 JP	자프코	무라카미 펀드	22/08/09	주주 환원/자사주 매입	13.9	1124.4	6.5
3544 JP	사투도라홀딩스	산겐쇼쿠	24/07/05	이사회 주도권 확보	13.7	72.0	13.5
4634 JP	아티언스	니폰 밸류 인베스터스	24/02/14	주주 환원/자사주 매입	11.7	1,126.7	0.0
7269 JP	스즈키자동차	Third Point	15/09/17	기타 (폭스바겐 자사주 매입 취소)	7.3	17,865.5	0.0
6678 JP	테크노메디카	바렛스 파트너스	20/08/07	주주 환원/자사주 매입	5.1	144.6	5.3
5938 JP	릭실	Kinya Seto, Keiichiro Ina	19/03/23	이사회 진입/경영 개입, 이사회 대표권 확보, 경영진 교체	3.4	4,271.0	0.2
6678 JP	테크노메디카	United Managers Japan	18/07/04	주주 환원/자사주 매입	2.0	156.3	5.0
9984 JP	소프트뱅크 그룹	엘리엇	20/02/07	주주 환원/자사주 매입	1.4	89,829.5	3.0
5938 JP	릭실	플래티늄 에셋	19/02/22	제3자 행동주의 지원, 이사 해임/선임 반대, 경영진 교체, 사업 분할, 전략적 검토	1.1	4,368.9	4.4

주: 2025.09.16 기준 / 시가총액, 지분율은 캠페인 시작일 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[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.
