

일본 주주행동주의와 상장기업의 지배구조 개선

- 일본의 주주행동주의는 2000년 시작되었으며 회사법, 기업지배구조 코드, 스튜어드십 코드 개정과 같이 2014년부터 이어진 제도적 기반에 따라 글로벌 주주행동주의 펀드의 캠페인 전개, 기관투자자의 의결권행사 활성화로 이어짐
- 일본 상장기업은 기관투자자 주주비율이 증가하고 있으며 성과측면에서는 사외이사 선임비율, 주주환원, 수익률 및 투자지표 개선이 이루어지고 있는 추세
- 장기 경제불황과 저성장에서 벗어나기 위한 노력으로 일본기업은 중장기적 기업가치 향상과 주주가치 극대화의 분위기가 정착, 현재 일본에 집중된 주주행동주의 펀드들의 국내 활동 확산이 예상되며 향후 국내 투자자들과 함께 적극적인 주주활동이 이루어질 것으로 전망

- 일본의 주주행동주의¹⁾는 2000년 시작되었으며 회사법, 기업지배구조 코드, 스튜어드십 코드 개정과 같이 2014년부터 이어진 제도적 기반에 따라 글로벌 주주행동주의 펀드의 캠페인 전개, 기관투자자의 의결권행사 활성화로 이어짐
 - 2000년 무라카미 펀드가 쇼우에이에 실시한 적대적 공개매수(Take over bid)가 시초로 알려져 있으며²⁾ 이후 SteelPartners II, L.P., Dalton Investments 등 글로벌 주주행동주의 펀드도 일본에 진출
 - 당시 사업에 대한 이해보다 기업의 자본효율성 개선을 통한 기업가치 향상만을 호소하는 등 다소 강압적인 투자 방식은 경제계와 여론에서 수용되지 못하였으며 글로벌 금융위기로 침체기에 빠져 주주행동주의는 진정되는 양상
 - 2010년 미국을 중심으로 주주행동주의가 활발해진 흐름에 따라 일본에 진출한 글로벌 주주행동주의 펀드의 투자가 활발히 이루어지고 있으며 기업지배구조 코드 도입 이후 5년간 약 2배로 증가
 - 3,700여개 상장사 중 절반가량이 장부가치 이하로 거래되고 있고 기업지배구조 개선에 대한 국가적 지원 등으로 글로벌 주주행동주의 펀드들의 투자 선호지역 중 미국에 이어 두번째로 높은 우선순위의 시장이 됨³⁾
 - Third Point LLC.의 2013년 소니 엔터테인먼트의 분리상장 제안, 2015년 화낙의 주주환원 정책 요구, 2020년 2월 Elliott Management의 소프트뱅크 자사주매입 및 사외이사 증원 요구가 주목을 받음

1) ACGA는 주주행동주의를 “소수의 주주가 투자기업의 지배구조 개선을 요구하고, 전체 주주의 공평한 취급을 요구하거나 장기적이고 지속적인 기업가치 향상을 추구하기 위한 모든 행동을 포함한다”로 정의(Allen, J., 2005. 11, Asian Corporate Governance Association)

2) 무라카미 펀드는 유휴 부동산과 주식의 활용을 요구하였으나 호응을 얻지 못해 적대적 공개매수를 시도, 당시 최대주주인 후지은행과 캐논이 응하지 않아 실패로 종결되었으나 당시 ‘기업은 과연 누구의 것인가’라는 관점에서 큰 반향을 일으킴

3) Financial Times, 2020. 2. 3, How Japan Inc became a target for activist investors.

- 2019년말 글로벌 주주행동주의 펀드의 일본주식 보유액은 약 3조 4,000억엔으로 2015년 6월 기업지배구조 코드 도입 당시 1조 5,000억엔 이후 5년간 2배 이상 증가
- 2013년 6월 공표된 일본재흥전략 이후 일본기업의 생산성 향상 실현을 위해 회사법, 스튜어드십 코드, 기업지배구조 코드의 개정이 이루어졌으며 주주행동주의가 가속화되는 기반이 됨⁴⁾
 - 2014년 6월 회사법 개정으로 사외이사 도입의 필요성, 상장기업의 감사등위원회 설치가 주요 내용이며 2019년 개정으로 상장기업의 사외이사 선임이 의무화
 - 2014년 4월 도입된 기업지배구조 코드는 상호출자주식⁵⁾과 같은 정책보유주식의 목적과 합리성에 대한 설명을 요구하고 있으며 이사회 등의 검증내용을 기재⁶⁾
 - 2014년 2월 제정된 일본판 스튜어드십 코드에 따라 기관투자자는 적절한 의결권을 행사하도록 요구⁸⁾되고 있으며 2017년 개정에서 개별 투자기업의 의안별 의결권행사 결과의 공표가 필요⁹⁾하게 되어 의결권행사가 증가하게 된 환경이 조성¹⁰⁾
 - 주주행동주의 펀드들이 중장기적 기업가치 향상에 이바지하는 주주제안을 할 경우 기관투자자들의 동의를 얻을 수 있는 환경이 점차 갖추어지고 있음
- 최근 일본의 주주행동주의는 투자방식의 변화, 투자대상의 대형화가 진행되어 사회적인 주목도도 높아지고 있음
 - 주주행동주의 펀드들은 적은 지분으로 참여(engagement)하며 동의를 얻지 못할 경우 주주행동주의 캠페인을 실시하여 다른 투자자와 이해관계자의 호응을 얻는 방법을 전개¹¹⁾
 - 위와 같이 의결권 활용(leverage)으로 자금부담이 적어지기 때문에 대기업의 투자가 가능해졌으며 사회의 주목도가 높아져 이해관계자에 대한 주지가 용이

4) 당시 마이너스 금리와 높은 유동성으로 기업이 주식 및 채권시장으로 자금을 조달할 수 있게 되면서 아베총리는 기업지배구조 개혁을 산업정책으로 내세우며 은행과 기업의 상호출자주식의 공개 및 설명하도록 압력을 가함(Economist, 2019. 5. 28, Japan toys with shareholder capitalism just as the West balks)

5) 순수 투자가 아닌 거래처나 관련회사간의 관계유지 및 인수 방어 등 경영전략적으로 보유하고 있는 주식

6) 원칙1~4. 정책보유주식: 상장기업이 정책보유주식으로 상장주식을 보유하는 경우에는 정책보유주식의 감축에 관한 방침·생각 등, 정책보유에 관한 방침을 분명히 나타내야 한다. 또한 매년 이사회에서 개별 정책보유주식에 대해, 보유목적이 적절한지, 보유에 수반하는 편익이나 위험이 자본비용에 알맞는지 등을 구체적으로 정밀 조사하여 보유의 적부를 검증하는 것과 동시에 그러한 검증의 내용에 대해 설명해야 한다. 상장기업은 정책보유주식과 관련된 의결권행사의 결과에 대해서 적절한 대응을 확보하기 위한 구체적인 기준을 책정·공개하고, 그 기준에 따른 대응을 해야 한다.

7) 상호출자주식을 가진 안정주주의 영향력 감소로 이는 주주행동주의가 확산될 수 있는 제도적 뒷받침이 마련

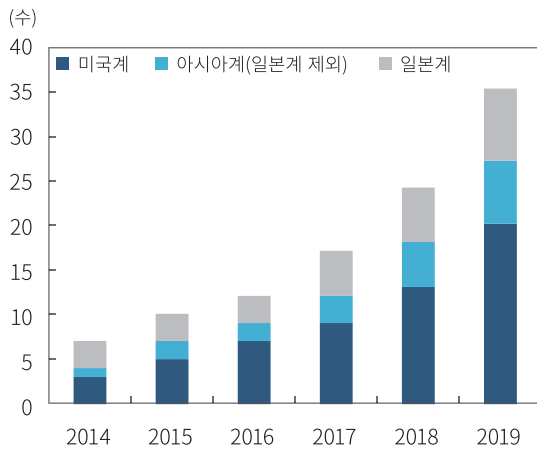
8) 원칙5: 기관투자자는 의결권행사와 행사결과 공표에 대해 명확한 방침을 갖고 의결권행사 방침에 대해서는 단순히 형식적인 판단 기준에 그치는 것이 아니라 투자기업의 지속적 성장에 기여하도록 해야 한다.

9) 원칙5 방침 5-3: 기관투자자는 의결권행사 결과를 적어도 의안의 주요 종류별로 정리, 집계하여 공표해야 한다. 또한 기관투자자가 책임을 다하기 위한 방침에 따라 적절히 의결권을 행사하고 있는지 여부에 대한 가시성을 더욱 높인다는 관점에서 의결권행사 결과를 개별 투자기업 및 의안별로 공표해야 한다. 기관투자자가 처한 상황에 따라 개별 투자기업 및 의안별로 의결권행사 결과를 공표하는 것이 반드시 적절하지 않다고 여겨지는 경우에는 그 이유를 적극적으로 설명해야 한다. 의결권행사 결과를 공표할 때 기관투자자가 의결권행사 찬반 이유에 대해 대외적으로 명확히 설명하는 것도 가시성을 높이는 데 기여할 것으로 보인다.

10) 기관투자자의 주주제안을 받은 기업수는 2014년 이후 꾸준히 증가(2014년 30개사 → 2015년 45개사 → 2016년 50개사 → 2017년 52개사 → 2018년 58개사 → 2019년 65개사), 또한, 도쿄증권거래소에서는 주주총회 활성화 및 의결권행사의 원활화에 대한 방안으로 의결권 전자행사 플랫폼을 운영하고 있으며 기관투자자용 의결권 전자행사 플랫폼을 이용하고 있는 기업은 31.4%로 이중 제1부 기업 45.3%가 이용, 넷케이 400기업은 85%가 이용(JPX, 2019. 6. 25, 東証上場会社 コーポレートガバナンス白書2019)

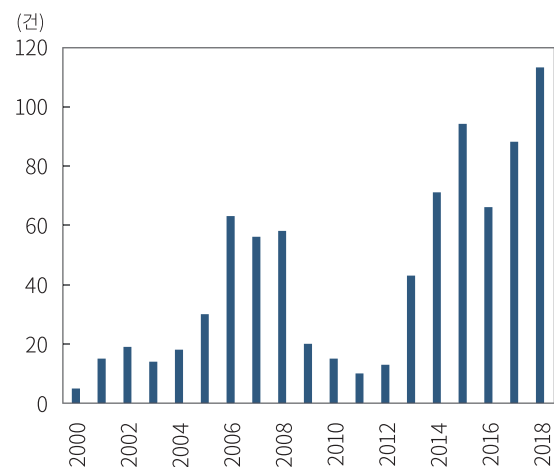
11) 과거에는 영향력을 높이기 위해 대상기업 주식보유 비율을 10%이상, 많게는 과반수까지 높이는 것이 일반적이었으므로 시가총액이 큰 대기업이 주주행동주의의 대상이 되는 경우는 드물었음

일본 내 주주행동주의 펀드 수 추이



주 : 일본 주식에 투자한 국내의 활동실적이 있는 펀드 수
(주주제안제출, 서신, 캠페인 사이트, 언론을 통한 요구 등)
자료: IR-JAPAN

주주행동주의 관련 기사 게재 건수 추이



주 : 검색어는 액티비스트(주주행동주의자)
자료: 미즈호 은행

□ 일본 상장기업은 기관투자자 주주비율이 증가하고 있으며 성과측면에서는 사외이사 선임비율, 주주 환원, 수익률 및 투자지표 개선이 이루어지고 있는 추세

- 과거 안정주주를 다수로 한 주주구성에서도 변화가 생겼으며, 은행과 사업법인이 감소하는 한편 국내 및 해외 기관투자자 비율이 크게 증가
 - 신탁은행, 보험사, 증권사 등의 국내 기관투자자와 외국법인인 해외 기관투자자의 주주구성 비율의 합은 1990년 33.7%에서 2018년 57.9%로 증가하였으며 이는 주주총회에서 상당한 영향력을 행사할 수 있는 수준
- 이사회에서 독립 사외이사비율이 3분의 1 이상 선임하는 기업의 증가, 여성이사 선임의 증가가 눈에 띄며 기관투자자에 대해서도 감사위원회, 지명위원회, 독립 사외이사 등 의결권행사 기준 변경에 따른 움직임이 파악
 - 2018년 6월 개정된 기업지배구조 코드 원칙 4-8¹²⁾에 따라 2명 이상의 독립 사외이사를 선임하고 있는 상장기업은 2011년 15%에서 2019년 93.4%로 증가¹³⁾
 - 또한 원칙 4-11¹⁴⁾에 따라 여성임원 또는 이사 선임도 진행되고 있으며 2014년 29.9%에서 2019년 73.4%로 증가¹⁵⁾

12) 원칙 4-8 독립 사외이사의 유효한 활용: 독립 사외이사는 기업의 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치 향상에 기여하도록 역할 및 책무를 다해야 하며, 상장기업은 그러한 자질을 충분히 갖춘 독립 사외이사를 적어도 2명 이상 선임해야 한다. 또한 업종, 규모, 사업특성, 기관, 회사를 둘러싼 환경 등을 종합적으로 감안하여 적어도 3분의 1 이상의 독립 사외이사를 선임할 필요가 있다고 생각하는 상장기업은 상기와 관계없이 충분한 인원의 독립 사외이사를 선임하여야 한다.

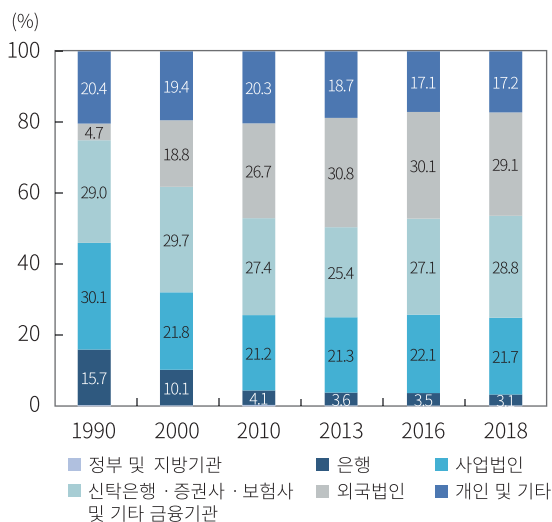
13) 도쿄증권거래소 독립임원의 선임 상황 (<https://www.jpx.co.jp/listing/others/ind-executive/index.html>)

14) 원칙 4-11 이사회·감사역회의 실효성 확보를 위한 전제조건: 이사회는 그 역할·책무를 실효적으로 다하기 위한 지식·경험·능력을 전체적으로 균형있게 갖추어 성별, 국제성을 포함한 다양성과 적정규모를 양립시키는 형태로 구성되어야 한다.

15) 여성이사의 선임은 사회책임투자(ESG)의 일환으로 보고 있으며 2017년 일본 공적연금(GPIF)은 여성인력 활용기업으로 구성된 MSCI 일본주 활약지수에 투자하겠다고 발표(홍지연, 2020, 이사회 성별 구성 관련 각국의 규제와 국내현황, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-02호.)

- 2019년 상장기업의 배당 및 자사주매입 금액의 합은 25조엔에 이르며 주주환원은 꾸준히 증가하는 추세
 - 주주환원이 강화되는 추세이지만 그 수준에 만족하지 않고 절반이상의 투자자는 30%이상의 배당성향을 요구하고 있으며 이러한 주주의 요구를 배경으로 배당성향을 높이는 기업이 증가¹⁶⁾
- 상장기업의 ROE(자기자본이익률)는 2014년 8.2%에서 2019년 10.3%로 증가하였으며 투자한 자금에 대한 수익률을 측정하는 ROIC(투자자본이익률)도 2014년 5.8%에서 2018년 6.8%로 상승
 - 도쿄증권거래소는 2018년 상장기업의 기업지배구조 코드를 개정하여 자사의 자본비용 파악을 요구¹⁷⁾하고 있으며 이를 계기로 ROIC를 도입한 기업의 증가, 일본경제신문에 따르면 WACC(가중평균자본비용)를 상회하는 ROIC 상승을 목표로 한 기업은 전체의 약 70%로 추정¹⁸⁾

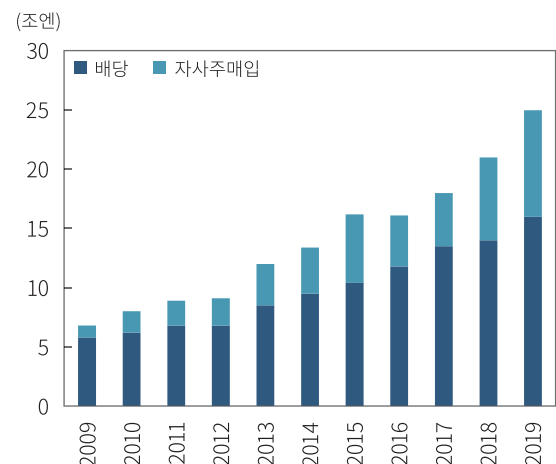
일본 상장기업의 주주구성 추이



주 : 신탁은행·증권사·보험사 및 기타 금융기관은 신탁은행, 증권사, 생명보험사, 손해보험사, 기타 금융기관의 합산

자료: JPX

일본 상장기업의 주주환원 추이



주 : 자사주매입은 일본 내 상장 보통주 기준

자료: 일본경제신문

□ 장기 경제불황과 저성장에서 벗어나기 위한 노력으로 일본기업은 중장기적 기업가치 향상과 주주가치 극대화의 분위기가 정착, 현재 일본에 집중된 주주행동주의 펀드들의 국내 활동 확산이 예상되며 향후 국내 투자자들과 함께 적극적인 주주활동이 이루어질 것으로 전망

- 1990년대 버블경제 붕괴와 장기 저성장이 이어지면서 정부에서는 대외적인 경기부양책과 더불어 대내적으로는 기업의 생산성 향상을 위해 구조개혁의 필요성을 관련 제도 개정으로 시장에 끊임없이 전달하였으며 이는 주주권리를 중요시하는 환경 조성으로 이어짐

16) 生命保険協会, 2018.4.20, 株式価値向上に向けた取り組みについて.

17) 원칙 5-2. 경영전략 및 경영계획의 책정·공표: 경영전략이나 경영계획의 책정·공표에 있어서는 자사의 자본비용을 정확하게 파악한 후 수익계획이나 자본정책의 기본적인 방침을 제시하는 동시에 수익력·자본효율 등에 관한 목표를 제시하고, 그 실현을 위해서 사업 포트폴리오의 재검토나, 설비투자·연구개발 투자·인재 투자 등을 포함한 경영자원의 배분 등에 관해 구체적으로 무엇을 실행하는지에 대해서 주주에게 알기 쉬운 말·논리로 명확히 설명해야 한다.

18) 日本経済新聞, 2019. 4. 16., 企業の7割、ROICが資本コスト上回る.

- 국내에서 글로벌 주주행동주의 펀드는 행동주의 전략에 우호적이지 않은 분위기로 뚜렷한 족적을 남기지 못하였으나 2016년 12월 스튜어드십 코드를 도입하면서 주주행동주의의 전환점을 제공
- 2019년 글로벌 주주행동주의 펀드는 일본 58건에 비해 국내는 6건으로 상대적으로 확산되지 않은 편¹⁹⁾, 일본의 예처럼 기업지배구조 개선, 주주가치 향상을 위한 제도적 기반과 여론이 형성되면서 국내에 진출하는 사례가 늘어날 것으로 전망
 - Dalton Investmets는 2019년 초에 국내에 캠페인을 시작하였으며 국민연금, 정부, 국회에 주주성과 개선을 위한 서한을 보냈음을 밝힘²⁰⁾
- 기관투자자는 주주관계정책에 대한 점진적인 접근이 필요하며 기업은 주주와 적극적으로 소통하기 위한 기업 내 체계적인 대응방안 마련이 중요
 - 주주관계정책은 기관투자자 유형별로 차이가 있으며 이해관계자와 이해상충을 해소할 수 있는 의지와 정책이 필요²¹⁾
 - 투자자들의 적극적인 의결권행사와 기업과 주주와의 건설적인 대화의 환경이 조성되면 장기적인 투자로 이어져 자본시장의 효율성을 증가시킬 것이며 이를 통해 국내 상장기업의 지배구조 개선을 기대

선임연구원 여밀림

19) Activist Insight, 2019.11.20., SHAREHOLDER ACTIVISM IN 2019.

20) Activist Insight, 2020. 2. 19, THE ACTIVIST INVESTING ANNUAL REVIEW 2020.

21) 국민연금은 지배구조 개선을 통해 주주권 행사에 따른 이해상충을 사적연금은 계열회사나 거래기업과의 이해상충을 그리고 대기업 계열 자산운용회사는 계열기업과의 이해상충을 해소할 수 있는 의지와 정책이 필요(송홍선, 2018, 스튜어드십코드와 기관투자자의 주주권 행사, 자본시장연구원 조사보고서 2018-03호.)