

ZOOM  
-IN

## 일본 주주행동주의 부상과 기업 경영의 변화

- 일본에서 행동주의 펀드 활동이 최근 몇 년 동안 급격하게 확대되면서 기업들도 주주 요구를 적극적으로 반영하며 구조조정과 경영 전략 변화에 나섬
- 일본의 주주행동주의 강화는 기업지배구조 개혁 요구 및 자본효율성 제고 정책, 글로벌 저금리 환경, 그리고 해외 투자자들의 압력 등 다양한 요인이 복합적으로 작용한 결과
- 과거 폐쇄적인 지배구조를 유지하던 일본 기업들은 이사회 개편, 주주환원 강화 등 실질적인 개선 조치를 추진하며 점차 개방적인 경영 환경으로 전환
- 주주행동주의의 확산으로 일본 기업들은 보다 투명하고 책임 있는 경영을 추구하게 되었고, 장기적으로는 일본 경제의 경쟁력 강화로 이어질 것으로 기대
- 국내에서도 미국, 일본에 이어 행동주의 펀드 활동이 활발해지고 있는 가운데, 자본효율성 개선이나 기업지배구조 개편 등 긍정적 효과와 함께 단기 이익 중심의 요구나 경영권 분쟁 등 부작용에 대한 균형 잡힌 대응이 필요

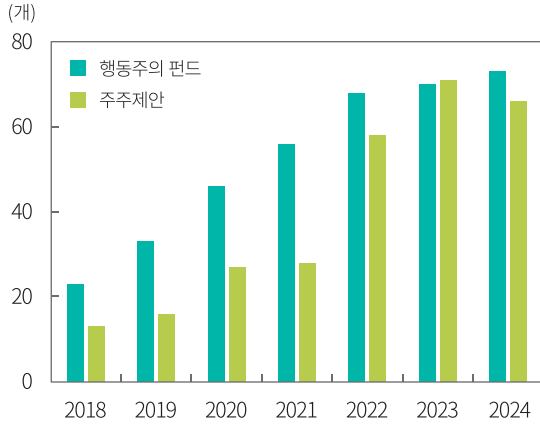
- 일본에서 행동주의 펀드 활동은 최근 몇 년 동안 급격하게 확대되었고, 이에 따라 일본 기업들은 주주 요구를 적극 반영하며 구조조정과 경영 변화에 나섬
  - 일본 기업을 대상으로 한 행동주의 펀드 활동이 지속적으로 확대되고 있고, 2024년에도 행동주의 펀드 수와 활동이 모두 증가
    - 행동주의 참여 펀드의 수는 10년 전 8개에서 2024년에는 73개로 증가했고 주주제안 건수 역시 2019년 대비 4배 이상 증가<그림 1><sup>1)</sup>
    - 블룸버그에 의하면 2024년 일본 기업을 대상으로 한 행동주의 캠페인<sup>2)</sup>이 전년 대비 47% 증가하여 미국에 이어 세계에서 두 번째로 많은 활동이 이루어짐<그림 2>
  - 행동주의 펀드들은 부동산 매각, 사업 재편이나 자사주 매입 등의 전략 변화를 요구하고, 이에 따라 일본 기업도 주주 의견에 민감하게 대응
    - 일부 기업에서는 주주 압력을 의식해 상장폐지나 M&A를 고려하는 등 기존의 방어적 자세에서 보다 적극적인 전략적 의사결정으로 전환<sup>3)</sup>

1) Nikko Asset Management, 2024. 9. 18, From taboo to trend: the rise of shareholder activism in Japan.

2) 주주행동주의 캠페인(Shareholder Activism Campaign)은 주주가 단순히 투자 수익만을 기대하는 것을 넘어, 기업의 의사결정이나 전략, 지배구조 등 특정한 사안에 영향을 미치기 위해 적극적인 행동에 나서는 활동

3) Freedman, A., 2025. 3. 25, 2024 year end activism review, Havard law school forum on corporate governance.

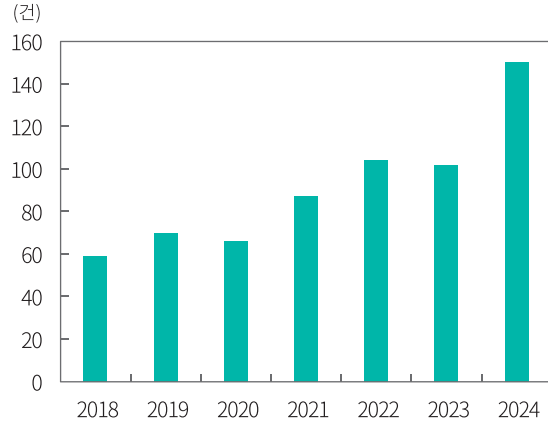
〈그림 1〉 일본 행동주의 펀드 현황



주 : 2024년 8월까지의 수치임

자료: Nikko Asset Management(2024. 9. 18)

〈그림 2〉 일본 행동주의 캠페인 현황



자료: Bloomberg Global Activism League Tables

□ 일본의 주주행동주의 강화는 기업지배구조 개혁 요구 및 자본효율성 제고 정책, 글로벌 저금리 환경, 그리고 해외 투자자들의 압력 증가 등이 복합적으로 작용한 데 기인

- 일본 정부와 규제 당국은 2010년대 중반부터 기업지배구조 개선과 주주권 강화를 위한 정책을 적극적으로 추진
- 2014년 도입된 스투어드십 코드<sup>4</sup>는 연기금과 자산운용사 등 기관투자자들의 수탁자 책임을 요구하며, 기업 경영에 적극적으로 개입하고 의결권을 적극 행사하도록 유도
  - 이에 따라 일본 연기금(GPIF)과 대형 자산운용사들은 기업의 ESG 경영 강화와 주주환원 확대 요구에 동참하기 시작
  - ROE가 낮거나 PBR이 1배 미만인 기업에 대해 기관투자자가 CEO 재선임에 반대하는 사례처럼 기관투자자가 행동주의 펀드와 함께 기업 경영진에 압력을 가하는 경우도 증가<sup>4)</sup>
- 또한 2015년 기업지배구조 코드(Corporate Governance Code) 도입 이후 기업의 투명성과 주주가치 제고를 위한 정책이 지속적으로 추진되었으며 2018년과 2021년 개정을 통해 실효성이 더욱 강화
  - 이 같은 제도 변화에 따라 상장기업들은 사외이사 수를 확대하고 경영권 방어장치를 폐지하여 보다 개방적인 거버넌스를 구축해 왔고, 실제로 포이즌필 도입 비율은 2019년 5.6%에서 2023년 1.8%로 크게 감소하며 경영진의 방어 수단이 약화<sup>5)</sup>

4) 2024년 6월 소프트뱅크 그룹의 CEO 재선임에 대한 주주 지지율이 전년 95.93%에서 79.22%로 하락했는데, 이는 ISS가 소프트뱅크의 최근 5년간 평균 ROE가 5% 미만이라는 이유로 재선임에 반대했기 때문(Reuters, 2024. 6. 25, Shareholder support for SoftBank CEO Son's reappointment falls to 79%)

미쓰비시UFJ자산운용은 2027년 4월부터 과거 3기 연속으로 ROE가 8% 미만이고 PBR이 1배 미만인 기업의 CEO 재임에 반대할 방침을 표명(nikkeimatome, 2024. 5. 28, 三菱UFJアセットマネジメントがROE8%以下PBR1倍未満の企業の代表取締役再任に反対する方針表明: 90兆円の日本株運用大手の議決行使基準厳格化で一段と経営改革を迫られる上場企業)

5) MSCI, 2024. 3. 14, Have corporate reforms in Japan unlocked shareholder value?

- 또한 과거 일본 대기업들 사이에서 관행적으로 유지되던 '상호주식보유(cross-shareholding)'는 거래관계 유지를 위한 수단으로 행동주의 펀드에 대한 방패 역할을 했으나 기업지배구조 코드 개정에 따라 기업들이 보유 주식의 목적을 명확히 하여 필요 없는 지분은 매각하도록 요구되면서<sup>6)</sup> 행동주의 펀드가 영향력을 행사하기 용이한 환경이 조성
  - 그리고 일본 기업들이 장기간 낮은 PBR과 ROE로 인해 글로벌 투자자들 사이에서 저평가되어 있다는 인식도 주주행동주의 부상의 배경
    - 2020년대 들어 중국 등 신흥시장의 불확실성이 커지면서 상대적으로 안정적인 일본 시장에 대한 관심이 증대되었고<sup>7)</sup>, 아베노믹스 이후 거시환경이 개선되면서 장기투자자부터 행동주의 헤지펀드들까지 일본 기업에 대한 투자가 확대
    - 특히 엘리엇(Elliott), 서드포인트(Third Point), TCI 등 미국계 행동주의 펀드들이 일본 기업에 대한 지분을 확보하여 이사 선임, 사업구조 개편, 자사주 매입 등 구체적인 경영 개선 요구를 제시
    - 또한 도쿄거래소는 저평가 문제 해결을 위한 자본효율성 개선 정책의 일환으로 2023년 3월 상장기업을 대상으로 '자본비용과 주가를 의식한 경영 실천 방안'을 통해 PBR 1배 미만인 기업들에게 구체적인 개선책을 공시하도록 요청<sup>8)</sup>
    - 이와 같은 거래소 방침은 행동주의 펀드의 주주가치 제고를 위한 요구를 정당화하는 근거로 활용되어 행동주의 펀드 활동을 더욱 촉진시키는 계기가 됨
  - 엔화 캐리 트레이드 약화로 헤지펀드들의 일본 주식 매도가 늘면서 일본 기업들은 수익성 압박과 투자자들의 수익률 요구에 직면해 주주행동주의가 강화되는 환경이 조성
    - 일본은행이 17년 만에 금리를 인상하면서 수년간 지속된 '엔화 캐리 트레이드' 구조가 흔들리자 이에 의존하던 헤지펀드들이 일본 주식을 매도하기 시작했고, 그 결과 일본 기업들은 자본유치를 위한 수익성 개선 압박에 직면하였으며 이러한 흐름은 투자자들의 수익률 요구를 더욱 높이는 요인으로 작용하며, 결과적으로 주주행동주의를 촉진하는 환경이 조성<sup>9)</sup>
    - 특히 일본 소형주들은 낮은 PBR과 높은 현금 보유 수준으로 행동주의 펀드들의 핵심 대상이 됨
- 일본 기업들은 행동주의 펀드 활동의 확대로 과거 폐쇄적인 지배구조에서 벗어나 주주요구를 수용하며 이사회 개편, 주주환원 강화 등 실질적인 변화가 확산
- 과거 일본 기업은 외부 주주요구에는 방어적인 경향을 보였으나 점차 수용적 태도로 전환하고 있으며 자발적으로 개선하기도 하면서 경영투명성 향상과 주주친화 경영이 확산
    - 일본 기업들은 전통적으로 폐쇄적인 지배구조를 유지하며 경영진 중심의 장기적 운영 방식을 고수해 왔으나 주주의견 수용이 증가하며 경영 패러다임이 변화

6) Nomura, 2024. 9, Japan cross-shareholdings enter a dynamic new era.

7) MSCI, 2024. 3. 14, Have corporate reforms in Japan unlocked shareholder value?

8) 여필림, 2024, 도쿄증권거래소의 기업 가치 제고 계획 현황과 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2024-21호.

9) White&Case, 2024. 9. 18, Land of the rising dissension: Japanese shareholder activism in focus.

- 장기주주 인센티브 제도를 도입하는 등 지속가능한 주주정책을 도입하고 행동주의 펀드의 요구를 반영하여 분기별 실적 발표와 동시에 ROE 목표, 자본정책 계획 등을 공개
- 행동주의 펀드의 압력에 대응하여 지배구조 개편 및 자사주 매입, 배당 확대 등 다양한 방식으로 기업가치 제고 및 주주환원 정책을 강화
  - 행동주의 펀드의 압박을 받은 닌텐도와 샷포로홀딩스는 성공적인 사업구조 재편으로 주가가 상승하는 결과로 이어지면서 행동주의가 단기적인 이벤트에 그치지 않고, 기업가치 제고를 위한 긍정적 역할을 했다는 평가<sup>10)</sup>
  - 올림푸스도 행동주의 펀드의 제안에 따라 의료기기 사업 강화를 위한 비핵심 자산 매각과 함께 이사회 재편에 착수

□ 이와 같이 주주행동주의 강화로 일본 기업들은 보다 투명하고 책임 있는 경영을 추구하게 되었고, 이는 장기적으로 일본 경제의 경쟁력 강화에 기여할 것으로 기대

- 일본 주주행동주의의 확산은 보수적인 기업문화 속에서도 외부 이해관계자의 영향력이 확대되고 있음을 시사
  - 특히 과거에는 드물었던 대형 기업까지 행동주의의 대상이 되고 있어, 기업 규모와 관계없이 자본시장 전반의 구조적 전환이 진행 중
- 행동주의 펀드의 압력은 일본 기업들의 낮은 수익성과 비효율적인 자산 활용 문제를 직시하게 만들면서 불필요한 사업을 정리하고 핵심 역량에 집중함으로써 경영 효율을 높이는 방향으로 이어짐
  - 일본 기업들은 전통적으로 이익 대비 자본활용이 저조하여 ROE가 국제적 평균보다 낮았지만<sup>11)</sup>, 최근 많은 기업이 ROE 목표치를 재설정하고 사업구조를 재편하는 등 효율성 제고에 집중
- 행동주의의 가장 가시적인 효과 중 하나는 주주환원 정책의 실질적 개선
  - 과거 일본에서는 소액주주의 배당 확대 요구가 경시되었고, 배당성향도 낮은 편이었으나 최근에는 외국인 및 기관 주주들의 요구가 강해지면서 기업들이 배당 확대와 자사주 매입 등 적극적인 주주환원에 나서고 있음<sup>12)</sup>
  - 2024년 일본 기업의 배당성향은 약 67.4%로 전년 57.1%에서 크게 상승하였고<sup>13)</sup>, 연간 자사주 매입 발표액도 18조 엔을 넘어 사상 최고치를 기록
  - 이런 주주환원 확대는 기업의 PBR 개선에도 기여하여 시장에서 기업가치 재평가를 촉진
- 주주행동주의는 기업지배구조 및 경영문화에도 변화를 주도

10) 신영증권, 2024. 11. 15, 일본 주주행동주의 사례의 교훈.

11) Nikko Asset Management, 2024. 9. 18, From taboo to trend: the rise of shareholder activism in Japan.

12) Nikko Asset Management, 2024. 9. 18, From taboo to trend: the rise of shareholder activism in Japan.

13) The Japan Times, 2025. 1. 20, Listed Japanese firms' share buybacks hit record in 2024.

- 행동주의 투자자들은 이사회 구성의 다양성 확보, 경영 투명성 강화 등을 요구하고 있으며, 이러한 지배구조 개선안은 다른 주주들의 지지를 받아 통과되는 경우도 증가<sup>14)</sup>
- 또한 행동주의 펀드들은 지배주주가 있는 기업에서 지배주주에게 유리한 조건으로 진행되는 M&A 등으로 인한 소액주주의 불이익을 방지하기 위해 경영진에게 투명한 거래 절차와 공정한 조건 마련을 요구하기도 함<sup>15)</sup>
- 더 나아가 행동주의 펀드는 기후변화 대응이나 ESG 이슈를 근거로 기업에 경영 개선을 요구함으로써 기업의 공시 투명성과 이사회 독립성 등의 ESG 지표 전반이 개선되는 결과로 이어질 수 있음

□ 국내에서도 행동주의 펀드가 미국, 일본에 이어 활발하게 활동이 이루어지고 있는 가운데, 자본효율성 제고나 기업지배구조 개선 등 긍정적 영향이 기대되는 한편, 단기 이익 중심의 요구나 경영권 분쟁 등 부작용에 대한 균형 잡힌 대응이 필요

- 2024년 한 해 동안 국내에서 주주행동주의 캠페인 대상이 된 기업은 66개로 미국과 일본에 이어 세 번째로 많은 수치<sup>16)</sup>
  - 행동주의 펀드 대상이 되는 기업 수도 지속적으로 증가하고 있으며, 외국계 헤지펀드뿐 아니라 국내 행동주의 펀드의 참여도 확대
  - 이사회 독립성 강화, 사외이사 선임, 감사위원 분리 선출 등 지배구조 개선을 위한 다양한 주주제안이 활발하게 이루어짐
- 국내에서도 지속적인 제도적 변화와 대응으로 주주권 행사가 더욱 활발해짐
  - 2016년 도입된 스튜어드십코드는 기관투자자의 수탁자 책임을 강조하며, 주주권 행사를 활성화하는 데 기여
  - 소액주주의 의결권 행사를 용이하게 하기 위해 전자투표제가 확대되고 있으며, 이는 주주 참여율 제고에 기여
- 국내 행동주의 펀드는 더욱 활성화될 것으로 예상되며, 기업의 장기적인 기업지배구조 개선과 주주가치 제고로 이어지는지 지속적 검토가 필요
  - 단기 수익을 추구하는 과도한 요구나 경영권 분쟁의 가능성 등 부정적 영향도 존재하므로, 기업과 투자자 모두 장기적 관점에서 균형 잡힌 대응 전략을 마련할 필요

선임연구원 홍지연

---

14) Nikko Asset Management, 2024. 9. 18, From taboo to trend: the rise of shareholder activism in Japan.

15) Lexology, 2020. 10. 15, In review: recent trends in shareholder activism in Japan.

16) Diligent Market Intelligence, 2025, *Shareholder Activism Annual Review 2025*.