

ZOOM
-IN

최근 부상하고 있는 일본의 주주관계펀드

- 주주관계펀드(Engagement Fund: EF)는 기업가치 제고를 위해 경영진과의 협력적 대화(engagement)를 중시하는 장기투자형 펀드로 일본에서도 최근 활발히 운영되고 있음
- EF 투자 기업의 규모 확대와 개선 사례들도 관찰되고 있으며 지배구조, 자본정책, 사업·투자정책, 경영전략 등 주주제안의 범위도 다양함
- 일본의 EF는 2010년대를 기점으로 정부 및 공공기관의 정책적 지원과 제도적 기반 정비를 통해 본격적으로 발전하기 시작함
- EF의 활동은 대화 문화 확산 및 지표 개선 등 긍정적 효과를 보이고 있어, 국내에서도 협력 기반 생태계를 통한 기업가치와 시장 신뢰 제고가 필요함

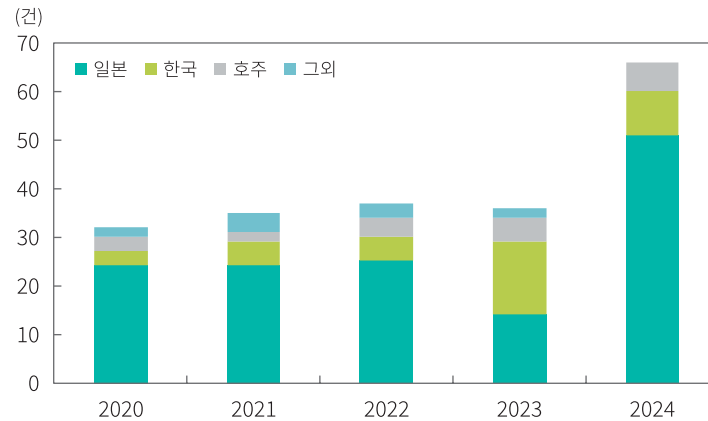
- 주주관계펀드(Engagement Fund: EF)는 기업가치 제고를 위해 경영진과의 협력적 대화(engagement)를 중시하는 장기투자형 펀드로 일본에서도 최근 활발히 운영되고 있음
 - 기업가치 제고 목적으로 경영진과의 실질적 대화를 수행하기 위한 펀드로 주주행동주의 펀드와 유사함
 - 행동주의 펀드가 단기적인 주주제안과 같은 공세적 경영개입을 특징으로 한다면 주주관계펀드는 장기적인 대화를 통해 기업의 자발적 변화를 유도함으로써 기업가치를 높이려는 점에서 차별화됨
 - 2010년대 이후 행동주의 펀드의 한계를 보완하고 ESG 투자 활성화와 더불어 협력적 대화 중심의 관여형 펀드로 발전함
 - 일본에서는 기업의 낮은 자본효율성(ROE), 과도한 내부유보금 문제와 함께 지배구조 개선 및 기업가치 제고 요구가 확산되면서 2010년대 중반 이후 등장함
 - 글로벌 펀드의 아시아지역 진출이 크게 확대되었으며 2024년에는 일본이 그 중 절반 이상을 차지하고 있음¹⁾
 - 일본 공적연금(GPIF)의 책임투자 확대 및 ESG 중시 기조가 EF 활성화의 주요 촉매 역할을 하였음
 - 일본 내 기업과 투자자의 대화 건수는 FY2017 3,128건에서 FY2022 6,096건으로 증가함²⁾

1) Barclays, 2025. 1. 21, Barclays Shareholder Advisory Group 2024 Review of Shareholder Activism.

2) 年金積立金管理運用獨立行政法人, 2024. 11. 19, GPIFによるエンゲージメントの効果検証プロジェクトについて.

- 2023년 GPIF의 위탁을 받은 일본 자산운용사들은 924개 기업과 대화를 진행하였는데 이는 GPIF가 보유한 일본 주식의 40%, 시가총액 기준으로는 94%에 해당함

〈그림 1〉 글로벌 펀드의 아시아지역 진출 추이



자료: Barclays

- EF 투자 기업의 규모 확대와 개선 사례들도 관찰되고 있으며 지배구조, 자본정책, 사업·투자정책, 경영전략 등 주주제안의 범위도 다양함
 - 2025년 5월 기준 일본 내 EF는 약 73개로 추정되며 글로벌 상위 10개 EF 중 5개가 일본기업을 주요 대상으로 활동한 것으로 나타남³⁾
 - 과거 중소형 기업 중심에서 최근에는 세븐&아이 홀딩스, 카오, 교세라 등 대기업에도 EF가 제안하는 사례가 늘고 있음
 - 과거 일본에 진출한 펀드들은 규모가 작기 때문에 적은 투자금액으로도 주요주주로 될 수 있는 중소형 기업이 주로 타겟이 되었으며 저 PBR, 저 ROE, 순현금 보유 비율이 높은 기업을 중심으로 주주제안을 하였음⁴⁾
 - 최근 미국 ValueAct Capital Master Fund LP(세븐&아이 홀딩스, 2023년), 홍콩 Oasis Japan Strategic Fund Ltd.(카오, 2024년), 홍콩 Oasis Management(교세라, 2025년)와 같은 해외 EF 들의 대기업 대상 주주제안 사례도 관찰되고 있음
 - Japan Engagement Fund(JEF)는 일본 스낵회사인 Calbee의 지분을 1%도 보유하지 않았으나 2014년부터 지속적으로 대화를 추진하였음
 - 장기보유를 전제로 한 비공개 미팅 중심의 기업대화를 실시하였으며 배당정책, 성장전략, 현금 활용 등을 주제로 하였음⁵⁾

3) IR ジャパン, 2025. 5. 13, 2025 年3月期決算説明會資料.

4) 日経ビジネス, 2025. 2. 10, アクティビストの論理 - データで予測 狙われる40社 -.

5) Calbee, 2024. 3. 31, Annual report 2014.

- Calbee의 해외진출 지원에 대한 대화 중 자사주 매입을 제안하였으나 조언을 따르도록 강요하지 않았음
- Calbee의 매출액은 2014년 1,999억엔에서 2022년 2,454억엔으로 증가하였으며 JEF의 운용자산(AUM)은 2015년 4.2억달러에서 2022년 5.93억달러로 확대되었음
- Japan Engagement Consortium(JEC)는 2009~2016년까지 일본의 글로벌 맥주·음료그룹에 해외사업 전략 재검토, 비핵심사업(소프트 드링크 사업) 매각, 포이즌필 폐지 등을 7년간 약 16번 비공개 미팅을 통해 대화하였음
 - 기업은 포이즌필 폐지에 반대하였으나 JEC의 메모·서한 등 설득으로 2013년 폐지를 결정하였으며 이 발표(2013년 2월 13일)를 전후로 3일 CAR(-1~+1일) +7.0%, 11일 CAR(-5~+5일) +14.1%의 비정상수익이 관측됨⁶⁾
- 2020년 영국 자산운용사 M&G Investment는 산리오와 3년간 대화를 통해 신규 중국 사업 전략 등에 대한 브레인스토밍 세션을 제안했고, 이와 함께 중국 전자상거래 업체와의 제휴가 이루어졌음⁷⁾
 - 2020년 약 1,135억엔이던 시가총액은 2025년 11월 기준 1조 4,847억엔까지 증가하였으며 매출액은 2020년 411억엔에서 2024년 1,449억엔으로 증가함
- EF의 주주제안은 공개적 압박보다는 건설적 대화를 통해 중장기적 개선을 유도하여 궁극적으로 자본생산성 향상과 주가상승을 목표로 함⁸⁾⁹⁾
 - 지배구조: 이사·사외이사 선임·교체, 위원회 설치, KPI·보수제도 설계 등
 - 자본정책: 배당정책, 자사주 매입, 레버리지 수준, 과잉 현금·정책보유주식·부동산 정리 등
 - 사업·투자정책: 사업 포트폴리오 재편, 저수익 사업·자회사 매각, M&A·비상장화 제안 등
 - 경영전략·오퍼레이션: 중기경영계획의 구체화·목표 상향, 생산성/비용구조 개선, 해외전략·브랜드 전략 재검토 등

□ 일본의 EF는 2010년대를 기점으로 정부 및 공공기관의 정책적 지원과 제도적 기반 정비를 통해 본격적으로 발전하기 시작함

- 2014년 스튜어드십 코드, 2015년 기업지배구조 코드 도입을 계기로 기관투자자의 적극적 관여 활동이 제도화되었음
 - 2014년 이전에도 장기투자를 수행하는 펀드 매니저나 애널리스트가 기업 경영자와 기업 가치 향상에 대한 논의가 있었지만 기업분석이나 투자활동의 일부로 인식되는 경우가 많았음
 - 이러한 인식의 변화는 2014년 2월 금융청이 발표한 스튜어드십 코드로 다양한 투자자가 관여를 수행하게 되었고 이후 기업지배구조 코드 제정으로 활동내용이 ESG 등 다방면으로 확대됨

6) Becht, M., Franks, J.R., Miyajima, H., Suzuki, K., 2021, Outsourcing active ownership in Japan.

7) M&G Investment, 2023. 7. 26, 日本企業とのエンゲージメントについて深堀りする.

8) 日本証券経済研究所, 2025. 6. 16, 日本株エンゲージメントファンドの現状と課題.

9) 大和総合研究所, 2025. 2. 10, アクティビスト投資家動向 (2024年総括と2025年への示唆).

- 일본 금융청은 스튜어드십 코드와 기업지배구조 코드 간 연계성을 강화하고, '투자자와 기업 간 대화 가이드라인'을 제정하여 대화의 절차·주제 설정·성과 측정 방식을 구체화하였음
- 2023년 3월 도쿄증권거래소 및 4월 금융청의 요청, 8월 경제산업성의 공표로 EF의 실질화가 이루어졌음¹⁰⁾
 - 경제산업성의 공표에서 적대적 인수는 동의 없는 인수라는 표현으로 변경되었으며 이사회가 인수 제안에 진지하게 대응하는 것이 이사회 행동규범에 포함되었음
 - 경영진은 EF를 포함한 투자자들과의 대화에서 자본생산성 향상을 고려해야 했고 기업가치 향상에 기여할 것으로 여겨지는 인수제안을 이사회 논의의 대상으로 삼아야 했음
 - 또한 이러한 과정들을 공개하여 투자자와의 대화가 기업의 중요한 경영활동으로 인식되는 단계로 접어들게 됨

□ EF의 활동은 대화 문화 확산 및 지표 개선 등 긍정적 효과를 보이고 있어, 국내에서도 협력 기반 생태계를 통한 기업가치와 시장 신뢰 제고가 필요함

- 이러한 활동은 기업과의 비공개적·건설적 대화를 통해 경영진 참여를 확대하고 시장 전반의 신뢰 기반을 형성함
 - 상장기업을 대상으로 한 조사에서 사외이사와 투자자의 대화를 한 시가총액 5,000억엔 이상의 기업 비율이 2020년 18%에서 2024년 48%까지 상승하였음¹¹⁾
- GPIF가 2017~2022년 EF를 대상으로 한 연구에서 그렇지 않은 기업 대비 기업의 자본효율성 및 배당정책 개선, ESG 리스크 관리 강화 등 긍정적 변화가 관찰됨¹²⁾
 - 관여 대상 기업의 ROE 1.38 증가, 배당수익률 3.68 증가, PBR 0.11 증가 등 유의미한 지표들이 관찰되었음
 - 또한 관여 대상 기업은 그렇지 않은 기업 대비 평균 시가총액이 6% 증가하였음
- 최근에는 인적자본·기후변화 이슈 등 비재무 영역으로 확장되고, 해외 투자자와의 공동 관여도 늘고 있음
 - 이는 단순 ESG 정보공개를 넘어, 기업의 인적자원 전략·탄소중립 목표 설정 등 비재무적 경영지표를 관여 주제로 포함하기 시작했음을 의미함
 - 일본내 주요 자산운용사 뿐 아니라 해외 장기투자자 및 연기금의 참여가 증가하고 있으며 공동 참여를 통해 관여의 범위와 깊이 모두 점차 확대되고 있음
- 국내에도 상법개정 등 기업지배구조 및 주주총회 관련 법적 제도적 변화가 있는 만큼 향후 기업과 투자자 간 건설적인 대화 메커니즘의 형성이 중요함

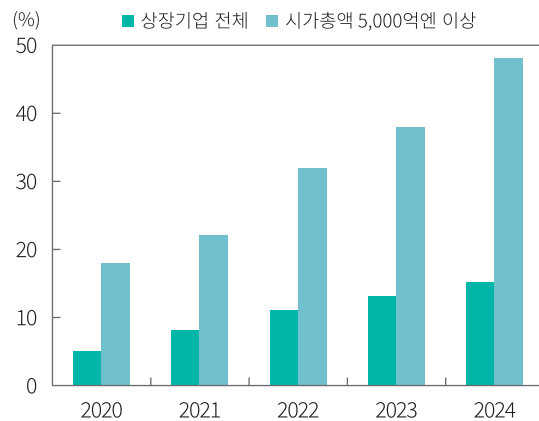
10) 도쿄증권거래소(資本コストや株価を意識した経営の實現に向けた対応について、株主との對話の推進と開示について), 금융청(コーポレートガバナンス改革の實質化に向けたアクション・プログラム), 경제산업성(企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—).

11) GPIF, 2024. 5,エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書.

12) 상계서.

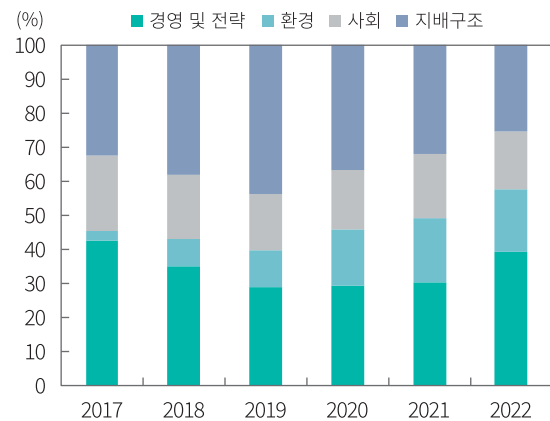
- 앞서 언급한 바와 같이 일본 내 EF가 기업 가치 향상을 위해 경영진 이사회와의 대화를 중심으로 지배구조와 자본정책, 비재무영역까지 활동범위를 확대하고 있음
- 향후 제도 개선으로 EF의 이사회 영향력 확대가 예상될 수 있어서, 주주협력 기반의 기업가치 제고형 펀드 생태계 구축이 중요해질 것임

〈그림 2〉 상장기업 대화 건수 추이



자료: 미쓰이스미토모 신탁은행

〈그림 3〉 주제별 대화 비중 추이



자료: GPIF

선임연구원 여밀림