

## 최근 주주행동주의 동향과 대응방안

성균관대학교 법학전문대학원 명예교수 최준선

### 【요 지】

2025년 주주행동주의 활동을 분석한 결과, 주주행동주의자들이 이사회 자리를 노리는 것이 새로운 경향이지만, 이로써 무자격자들이 이사회에 진입할 가능성이 높아졌다. 정관을 변경해 집중투표를 의무화하려는 움직임도 결국은 이사회 자리를 노리는 것이다. 이에 대한 대응으로 각 기업이 이사회 운영규칙을 제정·보완하여 이사회 추천 이사후보나 주주제안을 통한 이사 후보 양자에 모두 적용되는 자격요건을 명확히 정해 이를 공시하여야 할 것이다.

다음으로 M&A 추진을 행동주의자들의 가장 효과적인 exit 방식으로 인식하고 있다. M&A 추진이 기업의 성장의 모멘텀이 된다면 이를 피할 수 없을 것이나, 부당한 M&A 요구에는 단호히 거부할 수단이 마련되어야 한다.

2025년 한국 주주행동주의 동향을 조사하면서 확인할 수 있었던 것은 한국에서는 기관투자자들보다는 액트, 헤이홀더 등과 같은 플랫폼을 중심으로 하는 소액주주 행동주의 활동이 가장 활발했으며, 이들 플랫폼과 의결권 권한을 위임받는 임치기관(HSIS)의 등장으로 소액주주들은 과거 대비 훨씬 낮은 비용으로 효과적인 지분결집이 가능해졌다.

주주행동주의 활동 목표는 대체로 다음 두 가지로 집중되고 있다. 첫째는 이사회를 장악하여 경영권 취득을 시도하려는 유형이고, 둘째는 주주이익 제고 등을 위해 경영에 간섭하려는 유형이다. 다만, 어느 유형이든 방어수단은 동일하므로 모 교수가 한국에서는 경영권 탈취 시도가 없었고, 행동주의자들도 장기투자자로서 기업의 자기적 가치를 제고하며, 지배주주가 존재하는 회사는 지배주주의 존재 자체가 경영권 방어수단이기

때문에 경영권 방어수단이 필요 없다는 주장은 그릇된 주장이다. 이 주장은 경영간섭 통해 주주 이익 제고하려는 시도는 경영권에 대한 공격이 아니라는 생각에 근거한 것으로 보인다. 예컨대 경영진은 장기적 발전 모델에 따라 투자할 자금을 축적하고자 하나, 행동주의자들은 대부분의 자금을 이익배당하라고 압박하는 경우, 그런 것쯤은 경영권 탈취 시도가 아니므로 그냥 수용해야 한다는 것이나 같다. 이것이 '떡튀'를 허용하라고 하는 것인 만큼 그 부당하다. 한국 기업 중에는 절대적 지배주주가 없는 경우도 많은데 그 경우에는 경영권 방어수단을 마련해야 한다는 것인지도 궁금하다.

기업에게 주주행동주의에 대한 대응책을 마련해 주어야 한다는 것은 한국 기업계의 오랜 숙원이다. 그러나 한국 국회나 일반 주주들은 이를 들어줄 생각이 없다. 그러므로 신주인수선택권(포이즌필), 차등의결권제도의 도입은 요원할 것으로 생각된다. 다만, 프랑스의 Tenure Voting제도 도입 정도는 한국에서도 검토해 볼 수 있지 않을까 생각한다.

우리나라의 주주행동주의는 미국 일본에 이어 세 번째로 활동성이 강한 것으로 정평이 나 있고, 기업 규모와 수를 비교해 볼 때는 일본보다 더 활동성이 강하다. 그러나 기업을 위한 방어수단은 아무것도 없는 점이 특이하다. 이러면서 친기업 정부 운용하는 것은 아무런 설득력이 없다. 신주인수선택권, 차등의결권제도, 테뉴어 보팅 등 최소한의 경영권 방어장치가 마련되어야 한다.

## I. 머릿말

2024년에 이어 2025년에도 세계 각국의 주주행동주의자들이 활동범위를 크게 넓히고 있다. 우리나라에서도 예외가 아니다. 2025년 3월 정기주주총회에서도 감사선임 요구, 배당률 제고 등 다수의 주주제안이 이루어졌다. 최근 300개 상장기업을 대상으로 실시한 ‘주주행동주의 확대에 따른 기업 영향 조사’ 결과, 상장기업 40.0%인 120개사가 최근 1년간 주주들로부터 경영진과의 대화, 주주서한(letter), 주주제안 등 기업 경영에 직접적 영향을 미치기 위한 주주행동주의 활동을 의미하는 주주관여(engagement)를 받은 사실이 있다고 응답했다고 한다.<sup>1)</sup>

우리나라는 미국과 일본에 이어 세계에서 세 번째로 행동주의자들의 주주관여가 많은 나라이다. 그러나 시장규모 또는 상장회사 수가 세 나라 중 가장 적은 점을 감안하면, 다른 나라보다 행동주의 활동이 지나치게 많은 것으로 평가될 정도로 행동주의자들의 관여가 많다. 주주제안 증가 배경에는 정부의 밸류업(value-up) 드라이브가 크게 작용했다.

이 글은 최근 행동주의자들의 동향을 미국, 일본, 한국 등 행동주의가 활발하게 활동하고 있는 대표적인 국가에서 행동주의자들의 요구사항을 분석하고 바람직한 대응방안을 제안한다. 행동주의 동향을 관찰한 시간대는 2034~2025년이다. 실무적으로 기업들이 이익배당기준일을 영업연도 말이나 다른 날에도 자유롭게 정할 수 있어 정기주주총회를 3월에 개최하지 않아도 되지만, 2025년에도 주주총회 시즌이 3월이었고, 12월 결산 상장법인 2687개사 중 1761개사가 3월 넷째 주(3월 23일~3월 29일)에 정기 주총을 개최했기 때문에 한국 상황은 2024~2025년 상황을 반영하였다. 미국과 유럽은 1월부터 5월 사이에 총회가 개최되는 경향이 있고, 유럽은 주로 4~5월, 일본은 매년 6월에 집중되어 아직 시즌이 끝나지 않았으므로, 이들 지역에 대해서는 2024년 자료를 참고하였다.

---

1) 신용아, “상장사 40% “주주관여 받았다”…거세진 소액주주 행동주의에 재계 우려“ 서울신문, 2025-03-09. <https://www.seoul.co.kr/news/economy/2025/03/09/20250309500082>

## II. 2024~2025년 각국의 주주행동주의자 활동 개관

### 1. 각국의 행동주의 활동 개관

2024년 전세계 행동주의 캠페인은 총 1,028건으로, 이는 전년 1,038건 대비 소폭 감소했지만, 유럽, 호주, 기타지역을 제외하고는 장기적으로는 증가하는 추세이다. 유럽의 경우는 장기화되는 우크라이나 전쟁과 전반적인 경제 불확실성으로 주주행동주의 활동은 꾸준히 약화되고 있다.<sup>2)</sup>

#### 《주주행동주의자들이 공개적으로 주주제안을 한 기업 수: 연도별 및 지역별》

지역	2021	2022	2023	2024
아시아	134	189	221	202
호주	71	64	55	59
캐나다	45	55	73	57
유럽(영국 포함)	180	143	128	105
기타	22	16	8	13
미국	462	510	552	592
<b>합계</b>	<b>914</b>	<b>977</b>	<b>1,038</b>	<b>1,028</b>

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

일본 자료는 보면 행동주의 활동 기업 수가 미국에서의 조사 수치보다는 약간 적은 것으로 집계되고 있다.<sup>3)</sup> Insightia社가 조사한 “주주행동 대상기업 수 추이”와 “주주행동 건수 추이”에 관한 다음 각 표를 보면, 전반적인 추세는 미국 자료가 제시한 것과 큰 차이는 없고, 미국자료는 아시아지역으로 표상하고 있으나 여기서는 일본과 한국의 경우를 나누어 표시하고 있다.

2) Diligent Market Intelligence Report, “Shareholder Activism Annual Review 2025”, 2025.

3) 牛田明(三菱UFJ信託銀行法人コンサルティング部株主戦略グループ上級調査役)・丸谷国央(三菱UFJ信託銀行法人コンサルティング部会社法務グループ調査役・弁護士), “近時のアクティビストの動向—2024年6月総会の株主提案の状況を踏まえて—”, 日本商事法務, No. 2372 (10月25日号) .

《アクティビズム対象企業数の推移》

対象企業の 本拠地	アクティビズム対象企業数					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
合計	1,032	956	880	938	998	796
米国	543	482	437	486	537	484
日本	66	63	65	106	93	77
韓国	6	9	27	47	73	51
カナダ	61	54	44	54	72	41
オーストラリア	80	72	67	61	52	38

(出所) 牛田明・丸谷国央の 論文, Insightia社のデータに基づきJSS (日本シェアホルダーサービス) 作成 (2024年9月26日時点)。

《アクティビズム件数の推移》

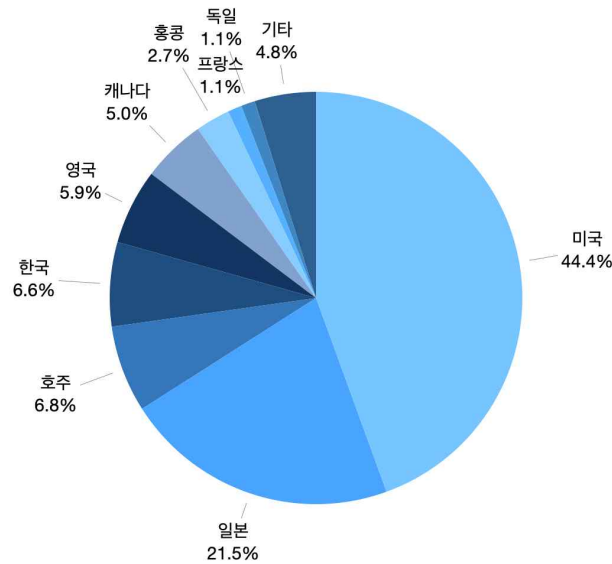
対象企業の 本拠地	アクティビズム件数					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
合計	2,558	2,462	2,240	2,821	3,113	2,489
米国	1,298	1,144	1,175	1,362	1,545	1,464
日本	154	184	150	422	377	252
韓国	23	24	103	166	297	183
カナダ	153	173	103	151	200	155
オーストラリア	263	235	136	236	158	123

(出所) 牛田明・丸谷国央の 論文, Insightia社のデータに基づきJSS作成 (2024年9月26日時点)。

한국 신영증권이 작성한 자료를 보면 구체적으로 미국이 44.4%, 일본이 21.5%, 호주가 6.8%, 한국이 6.6% 정도라고 하는데, 호주가 한국보다 더 많은 것은 위 일본 자료와 비교해 차이가 있지만 중요한 차이는 아니다. 4)

4) 이상연·박소연, “Global Strategy - 일본 주주행동주의 사례의 교훈”, 신영증권 리서치센터, 2024.11.15.

## 《2024 글로벌 주주행동주의 캠페인 국가별 비중》



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2024~2025년 주주행동주의 활동의 뚜렷한 특징은 다음 세 가지이다.

(1) **주주행동주의자들의 이사회 진입**: 주주행동주의자들이 점점 더 많은 이사회 자리를 확보하고 있는 것으로 집계되고 있다. 이는 행동주의가 이사회 장악을 직접 목표로 함으로써 전략적으로 진화하고 있다는 것을 알 수 있다. 확보 방법은 미국과 유럽은 합의(settlement)에 의존하는 비중이 높은 반면, 아시아에서는 대부분 투표(표대결, vote)를 통해 확보하고 있다.

《주주행동주의자들이 확보한 이사회 의석 수: 확보방법 및 지역별》

지역 및 방법	2020	2021	2022	2023	2024
<b>미국</b>					
합의	145	112	145	146	130
투표	41	20	31	15	25
<b>유럽 (영국 포함)</b>					
합의	24	31	14	11	24
투표	34	20	24	25	21
<b>아시아</b>					
합의	19	9	14	18	4
투표	62	63	76	81	76
<b>캐나다</b>					
합의	22	7	15	25	27
투표	31	13	15	19	21
<b>호주</b>					
합의	17	15	18	8	3
투표	8	17	15	18	4

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

(2) M&A에 대한 관여 확대: 최근 행동주의자들이 기업에 사업 부문 매각, 회사분할 등을 통한 기업가치 상승을 요구하면서 벌이는 캠페인이 증가하고 있다. 이는 일반적으로 많은 작업과 시간이 소요되는 주주가치 제고나 경영권 변경을 시도하는 것보다 보통 단기에 결과를 가져오는 M&A에 집중하려는 행동주의자들의 전략으로 볼 수 있다. 특이한 것은 반대(Oppose M&A) 보다는 M&A에 대한 적극적 추진(Push for M&A) 요구가 훨씬 더 많다는 점이다. 금리 하락, M&A 규제 완화, 사모펀드의 대규모 대기 자금 보유 등으로 M&A 추진을 선호하는 추세는 더욱 가속화될 것으로 전망된다.<sup>5)</sup> 이러한 점은 미국 및 일본의 행동주의 활동에서 두드러지게 나타나고 있다.<sup>6)</sup>

5) Diligent Market Intelligence Report, ibid.

6) Diligent Market Intelligence Report, ibid.; 中村 拓海・笹岡 武史, “近時におけるアクティビストの潮流”;

[https://www.ey.com/ja\\_jp/insights/strategy-transactions/info-sensor-2023-03-07-trend-watcher](https://www.ey.com/ja_jp/insights/strategy-transactions/info-sensor-2023-03-07-trend-watcher)

### 《M&A 관련 주주행동주의 캠페인 현황》

	2021	2022	2023	2024
<b>아시아</b>				
M&A 반대	12	5	11	6
M&A 추진	10	11	11	11
<b>호주</b>				
M&A 반대	4	3	4	4
M&A 추진	6	4	3	6
<b>캐나다</b>				
M&A 반대	6	5	11	7
M&A 추진	4	1	10	8
<b>유럽 (영국 포함)</b>				
M&A 반대	30	15	10	6
M&A 추진	13	15	20	18
<b>기타</b>				
M&A 반대	1	1	1	0
M&A 추진	3	1	1	1
<b>미국</b>				
M&A 반대	25	25	30	18
M&A 추진	37	44	42	56

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

(3) 플랫폼을 이용한 소액주주연대 활동량 증가: 플랫폼(platform)을 이용한 소액주주 활동은 한국만의 특징이다. 주주 관여를 받은 120개 기업 가운데 90.9%는 ‘소액주주 및 소액주주연대’가 주체였다. 이에 반해 ‘연기금’은 29.2%, ‘사모펀드 및 행동주의펀드’는 19.2%로 나타났다.<sup>7)</sup> 이 분야 1위인 행동주의 플랫폼 액트에만 회원 수가 10만 명이 넘는다고 한다. 코스닥에 상

7) 신용아, “상장사 40% “주주관여 받았다”...거세진 소액주주 행동주의에 재계 우려“ 서울신문, 2025-03-09. <https://www.seoul.co.kr/news/economy/2025/03/09/20250309500082>

장된 한 바이오 회사에서는 플랫폼을 이용해 지분 35%를 모은 소액주주연대에 의해 창업자가 이사회 진입에 실패한 일도 있었다.<sup>8)</sup>

## 2. 미국

미국에서 주주행동주의자들이 기업에 대해 요구하는 바를 사항별로 분석하면, 2024년 총 1,065건의 주주제안 중에 지배구조(governance)에 관한 건이 247건으로 가장 많았으며, 사회(social) 및 임원 선임(appoint personnel)에 관한 건이 각각 167건, 164건이었다. 2023년에 비해 요구 증가 폭이 큰 사항은 주주환원(return cash to shareholders)이 58.8%로 가장 크게 늘었다. 그러나 건수로 보면 임원 선임 요구가 162건, 임원 해임 요구가 64건으로 임원선·해임 건이 압도적으로 많다. 그리고 M&A 추진(push for M&A) 및 M&A 반대 건수가 56건과 19건이다.

---

8) 2025년 3월 오스코텍 창업주 김정근 대표 재선임 안건이 부결됐고, 2025년 2월에는 아미코젠 창업주 신용철 회장이 사내이사에서 해임됐다. <https://biz.newdaily.co.kr/site/data/html/2025/03/28/2025032800185.html>

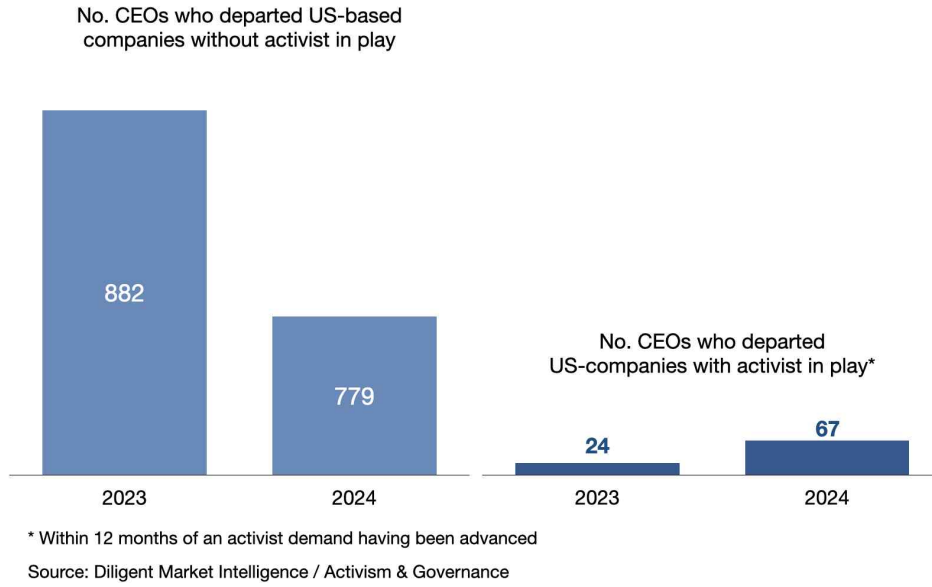
### 《미국 기업에 대한 주주행동주의자들의 주주제안 유형 분석》

주주제안 유형	2022	2023	2024	23 - 24 % change
임원 선임	139	153	162	↑ 5.9%
자본구조	22	19	20	↑ 5.3%
분할매각	22	27	36	↑ 33.3%
환경	73	87	99	↑ 13.8%
지배구조	262	254	247	↓ 2.8%
운영	40	53	57	↑ 7.5%
M&A 반대	24	30	19	↓ 36.7%
M&A 추진	44	42	56	↑ 33.3%
임원 해임	59	53	64	↑ 20.8%
임원 보수	59	82	84	↑ 2.4%
주주환원	35	34	54	↑ 58.8%
사회	109	131	167	↑ 27.5%
<b>합계</b>	<b>888</b>	<b>964</b>	<b>1,065</b>	

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

(1) 임원의 선·해임과 CEO에 대한 직접 공격: 미국 기업에 대한 주주행동주의 활동 중 특기할 것은 행동주의자들이 종래 최후의 수단이라는 불문율을 깨뜨리고 CEO를 직접 공격하는 예가 크게 늘었다는 점이다. 2024년 행동주의자들의 압력에 따라 사임한 CEO 수가 67명으로 2023년 24건의 2.8배 증가했고, 전체 교체된 CEO의 8%에 달했다. 임기만료 등으로 인하여 자연스럽게 교체된 CEO 수는 2023년 882명에서 2024년 779명으로 줄었다. CEO를 타겟팅(targeting)하는 것은 언론 보도를 생성하고, 대중이 모든 이사회 멤버를 다 알 수는 없으므로 CEO의 인지도에 힘입는 디지털 마케팅을 수법으로 이해된다.

### 《주주행동주의자들의 압력으로 인해 교체된 미국기업 CEO 수》



CEO 교체 상황을 보면, Ancora Advisors가 철도회사 The Tempest Norfolk Southern의 CEO Alan Howard Shaw와 최고법률책임자 Nabanita C Nag를 해임하고 Mark R. George를 새 CEO에 선임했다. Elliott Management의 요구로 Starbucks가 CEO Laxman Narasimhan를 해임하고 Chipotle의 CEO Brian Niccol을 새 CEO로 임명했다. 2017에 설립된 헤지펀드 Mantle Ridge(CEO Paul Hilal)는 Air Products의 80세 된 CEO Seifi Ghasemi를 Eduardo Menezes로 교체했다.

이처럼 CEO들의 교체가 빈번해지는 가운데 미국 기업의 CEO들은 주주행동주의자들의 요구가 없어도 이제 어느 시점에서 물러나야 하는지 판단해야 할 어려운 과제에 직면한 것으로 보인다.

(2) **M&A Push:** 미국의 경우 M&A가 진행되는 곳에는 반드시 행동주의가 뒤따르거나 때로는 M&A를 리드해 왔다. 미국 기업의 M&A 추진(push) 건수가 2023년 42건에서 지난해 56건으로 증가했다. 보통 시간이 오래 걸리고 진행이 더딘 다른 주주제안보다 M&A 추진은 신속한 결말과 공격 포인트가 많아 행동주의자들이 선호한다고 알려져 있다. 기업 운영 개선을 요구하고 그 실행을 추적하는 것보다 M&A는 상대적으로 빠르고 확실하게 경영권 프리미엄

을 창출할 수 있기 때문에 행동주의자들이 오랫동안 선호해 온 가치 창출 방식이다. 특히 행동주의자들은 일반적으로 많은 작업과 시간이 소요되는 경영권 변경을 시도하는 것보다 보통 단기 또는 중기적으로 매각할 수 있는 대상을 찾는 것을 선호한다는 것은 명백하다. M&A 수요 건수는 2024년 1월 1일 94건에서 12월 31일 109건으로 증가해 연중 최고치를 기록했으며, EY-Parthenon 보고서에 따르면 2025년에는 M&A 활동이 10% 증가할 것으로 예측되고 있다. 행동주의자들이 보유한 기록적인 수준의 투자 대기자금 규모로 볼 때 이러한 예측이 실현될 가능성은 매우 크다.<sup>9)</sup>

### 3. 캐나다

2024년 주주행동주의자들의 활동대상이 된 캐나다 기업 수는 57개사로, 2023년 73개사에 비해 감소한 수치였다. 이처럼 주주행동주의 활동이 감소한 이유는 2023년에 S&P/TSX Composite index(S&P/TSX 복합 지수)가 8% 가까이 상승하여 주주행동주의 활동 목표가 줄어들었기 때문으로 분석됐다.

다만, 캐나다에서도 이사회 진출을 위한 투쟁은 치열했다. 이사회 진출은 2023년 44개 의석에서 2024년 48석을 확보하여 큰 성공을 거두었다. 특히 두 건의 치열한 표 대결 결과, 행동주의자들의 활동으로 Gildan Activewear Inc.와 Dye & Durham Limited의 이사회가 완전히 개편된 점은 강렬한 인상을 남겼다. Montreal에 본사를 둔 의류 제조업체인 Gildan Activewear Inc.의 경우, 주식 5%를 보유한 Browning West와 Gildan 이사회와의 갈등으로 Gildan의 공동 창업자이자 전 CEO Glenn Chamandy가 2023년 12월에 해임됐다. 행동주의투자자 Browning West는 현 이사회 12명 전체 이사를 교체하고 CEO를 복직시키는 캠페인을 시작해, 소액주주들이 이에 동조, 8명으로 이뤄진 새 이사회를 구성하여 Glenn Chamandy를 CEO로 복귀시키고, Michael Kneeland을 이사회 의장으로 임명했다.

2024년 말에는 Toronto에 본사를 둔 법률 기술 회사인 Dye & Durham Limited와 행동주의투자자 Engine Capital LP가 회사의 전략적 방향에 대해

---

9) Diligent Market Intelligence Report, ibid.

이견을 보이며 9개월간 분쟁 끝에 Engine Capital이 주주들의 승인을 얻어 현 이사진 전체를 교체하고 CEO를 사임시켰다.<sup>10)</sup>

#### 4. 일본

일본에도 2024년 새로운 행동주의 캠페인이 증가하여 아시아 태평양 지역에 기반을 둔 전략적 펀드들인 Dalton Investment 및 Oasis Management 등의 활동량이 늘어, 2024년에 약 100개의 일본 기업이 행동주의 활동의 대상이 되었다. 행동주의 캠페인이 진행된 캠페인의 수는 2020년 67개사, 2021년 66개사, 2022년 109개사, 2023년 103개사, 2024년 96사였다.

#### 《일본과 한국에서의 주주행동주의 활동 기업 수》

지역	2020	2021	2022	2023	2024
일본	67	66	109	103	96
한국	10	27	49	77	66

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

2024년 일본 총 97개 기업에 대한 211건의 주주제안 중에 거버넌스(지배 구조)에 대한 제안이 56건으로 가장 많았고, 주주환원이 52건, 임원 임명과 임원 보수에 관한 건이 각 19건으로 집계되었다.

여기서 거버넌스에 대한 주주제안이란, 기업의 운영에 관한 보다 많은 정보 공개를 요구하는 것이다. 구체적인 정량적 목표가 포함된 경영 계획, 부동산이나 주식 교차 보유와 같은 비핵심 자산에 대한 세부 정보 등에 대한 요구를 말한다. 예컨대 Strategic Capital(설립자 Tsuyoshi Maruki)는 의류 회사인 Daidoh의 이사회에 6명의 이사 후보를 추천하여 그 중 3석을 차지했다. 또한 오사카제철을 표적으로 삼아 온실가스 감축 계획을 수립하고 이사회 과반수를 사외이사로 구성하며 주가와 장부가치 간의 가치 격차를 줄이기 위한 전략을 수립하기도 할 것을 촉구하기도 했다.

10) Diligent Market Intelligence Report, ibid.

### 《일본 기업에 대한 주주행동주의자들의 주주제안 유형 분석》

주주제안 유형	2023	2024
임원 선임	19	19
자본 구조	8	7
분할 매각	17	14
환경	13	7
지배구조	58	56
운영	10	8
M&A 반대	5	4
M&A 추진	4	9
임원 해임	16	10
임원 보수	34	19
주주환원	58	52
사회	4	6
<b>합계</b>	<b>246</b>	<b>211</b>

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

이사 관련 정책의 독립성 및 이사회 역량 등을 요구하는 것도 거버넌스에 포함된다. 이사의 독립성과 관련하여 한국과 다른 점은 일본에서는 2촌을 겨우 벗어난 경우 또는 상당한 지분을 교차 소유하고 있는 회사와의 개인적인 관계에도 불구하고 이사를 독립적인 것으로 간주하는 경향이 있다. 예컨대 일본에서는 지배주주와 3촌 사이인 경우와 이사가 대상 회사의 주식을 10% 이상 보유한 관계회사 출신의 이사라 하더라도 독립 이사가 된다. 한국은 상법 시행령에 6촌 이내의 친족과 4촌 이내의 인척까지도 사외이사의 결격사유에 해당하는 등 결격사유가 지나치게 엄격하므로 일본에 비하면 한국의 모든 사외이사가 독립이사이다. 따라서 한국에서는 민주당이 입법하겠다고 주장하는 독립이사를 논의할 의미가 없다.

전술한 바와 같이 일본에서도 근래 M&A 추진 요구가 늘어나고 있다.<sup>11)</sup> 도

11) 中村 拓海・笹岡 武史, 전제, “近時におけるアクティビストの潮流” 참조.

교증권거래소가 주도하는 기업 지배구조 개혁과 경제산업성의 기업 인수에 관한 새로운 가이드라인이 추진력을 불어넣어, 2024년 일본의 M&A 규모가 전년 대비 30% 증가했다고 한다. 투자자들은 M&A와 관련된 구체적인 거버넌스 요구사항을 제시했는데, 예를 들면 Artisan Partners는 주요 소매 대기업인 Seven & i Holdings에 다수의 인수 제안과 관련된 투명성과 책임성을 개선할 것을 촉구하면서, 입찰을 검토하는 특별위원회의 이사 명단 공개를 요구하기도 했다. Palliser Capital은 Tokyo Tatemono에 부동산 및 다른 상장사의 지분을 포함한 비핵심 자산을 파악하고 처분하기 위한 명확한 로드맵을 마련할 것을 촉구하기도 했다.

한편 일본에서도 2024년 행동주의자들이 7명의 이사를 이사회에 진입시켰지만, 2022년 44명, 2023년 29명에 비하면 매우 적은 숫자이다. 다만, 미국과 캐나다 등에서는 주로 합의에 의해 이사가 임명되는데 비하여 일본과 한국은 합의보다는 투표(표대결)를 통하여 이사에 임명되는 점이 크게 다르다. Oasis Management는 의약품 사고를 빌미로 Kobayashi Pharmaceutical를 공격했고, 또한 Hankyu Hanshin의 CEO Kazuo Sumi는 자회사 Takarazuka Revue의 여성 단원 자살에 대한 책임 지도를 하여 사임시켰다. Fuji Media Holdings의 주식 7%를 보유한 Rising Sun은 Fuji Media Holdings의 주요 자회사인 Fuji TV의 Minato Koichi(小湊圭一) 사장과 Kanoh Shuji(嘉納修治) 회장을 자사 간부의 성추문에 대한 책임을 물어 사임시켰다.

### 《주주제안에 따라 임명된 일본 기업 이사 수와 방법》

방법	2020	2021	2022	2023	2024
합의	0	9	10	6	0
투표	24	22	34	23	7
<b>합계</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>7</b>

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

한편 2024년 일본 6월 정기주주총회 시즌에 있었던 주주제안의 의안 내역

을 보면 주주제안 내역은 정관변경이 220건, 잉여금 처분이 41건, 자기주식 취득과 소각이 17건, 이사선·해임이 37건, 감사선·해임이 2건, 기타 19건으로 합계 336건이었다고 한다. 이 중 기관투자자 등은 46개사에 대해 124개의 안건을 제안하였다고 한다.<sup>12)</sup>

#### 《6月総会の株主提案の議案の内訳》

	全体				機関投資家等			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
定款変更	108	184	231	220	20	60	55	62
剰余金処分	17	28	33	41	8	21	16	28
自己株式取得／ 消却	9	27	26	17	8	24	22	14
取締役選解任	16	23	30	37	3	4	5	7
監査役選解任	3	13	7	2	2	7	1	0
その他	9	17	17	19	6	16	13	13
合計	162	292	344	336	47	132	112	124

(出所) 牛田明・丸谷国央의 논문, 召集通知等に基づき集計

일본에서도 액티비스트의 주주제안 증가 배경에는 기록적인 엔저로 일본 주식시장 진입이 용이해진 데다, 기관투자자의 의결권 행사 기준 강화로 기관투자자의 주주제안에 대한 동의를 얻기 쉬워진 환경 변화와 아베총리 정권의 주도 아래 도쿄증권거래소의 밸류업 요청 등에 따른 PBR 등의 개선 분위기가 높아진 것도 액티비스트에게 호재로 작용하고 있다고 한다.<sup>13)</sup> 도쿄증권거래소(TSE)의 “상장기업은 장부가 대비 주가 비율(PTB: price-to-book)이 1 이상을 유지”하도록 한 2023년 초부터 시행된 지침이 행동주의 활동을 크게 활성화시켰다. 행동주의자들은 PTB 지침을 무기화하여 기업들을 공격

12) 牛田明・丸谷国央, 전계 “近時のアクティビストの動向—2024年6月総会の株主提案の状況を踏まえて—”, 日本商事法務, No. 2372 (10月25日号) .

13) 水田 麻衣, キャサリン キム & 日色 ともみ, “株主アクティビズムと投資家の要求の高まりに備える日本企業” July 11, 2024:

<https://www.teneo.com/ja/insights/articles/japan-inc-braces-for-rising-shareholder-activism-and-increasingly-assertive-investor-demands/>; 이상연·박소연, 전계, “Global Strategy - 일본 주주행동주의 사례의 교훈”.

했기 때문이다.

일본 내 행동주의자들의 활동 범위는 해마다 확대되고 있으며, 이제는 기업 몇 곳 중 한 곳은 행동주의자가 주주로 참여하고 있는 것으로 알려져 있다. 행동주의자들의 주장은 더이상 단기적이고 비현실적인 것이 아니라 많은 다른 주주들의 강력한 지지를 받고 있으며, 언뜻 보기에는 중장기적인 기업가치 향상에 기여하는 것으로 보인다. 이와 같은 맥락에서 주주행동주의 활동이 단기차익이 아닌 본질적인 기업 펀더멘탈의 변화를 이끌어 낸 경우도 있다면서 상당히 긍정적인 평가를 받기도 한다. 그 대표적인 사례가 2026년 닌텐도의 포켓몬고 출시, 2023년 삿포로홀딩스(サッポロホールディングス, 2501 JP)의 부동산 매각을 통한 사업구조 재편, 2023년 후지텍(フジテック, 6406 JP)의 오너중심 지배구조에서 기관투자자 중심 지배구조로의 전환 등을 들기도 한다.<sup>14)</sup> 이처럼 몇몇 회사에서 행동주의자들이 기업의 성장과 생존에 도움이 된 것은 사실인데, 그렇다고 일본 행동주의자들은 일본에서 환영받고 있는 것인가는 의문이다. 오히려 행동주의자들의 주장은 기업의 장기적인 성장 전략이나 표면적으로 드러나지 않는 여러 가지 사정을 고려하지 않은 경우가 많기 때문에, 주주행동주의자들이 중장기적인 기업가치 향상에 기여한다는 주장을 전적으로 수용하기 어렵다는 것이 일본 현지 증권가의 일반적인 분위기다.<sup>15)</sup>

액티비스트의 등장으로 기업은 M&A 이외의 평시에도 경영권 방어를 위한 주주협약을 체결하는 경우가 증가하고 있는데, 최근 일본 법원은 Unocal 기준을 사용하여 그 정당성과 합리성을 심사하는 경향이 강화되고 있는 점도 주목해야 한다. Unocal 기준이란 미국 델라웨어주 법원이 적대적 인수 방어책의 적법성을 판단할 때 제시한 ‘위협의 존재’와 ‘방어책의 상당성’이라는 두 단계의 심사기준을 말한다. 일본에서도 적대적 인수방어책의 도입이 진행되고 있는 가운데, ‘기업가치’와 ‘주주 공동의 이익’을 보호하기 위한 합리적인 이유와 과도하지 않은 상당한 내용이 요구된다는 점은 Unocal 기준의 논리와 공통점을 가지고 있다고 한다.<sup>16)</sup>

14) 이상연·박소연, 전제, “Global Strategy - 일본 주주행동주의 사례의 교훈” 참조.

15) 中村 拓海·笹岡 武史, 전제, “近時におけるアクティビストの潮流” 참조.

16) 楠元純一郎(東洋大学教授), “アクティビスト対応等、M&Aの文脈以外で平時防衛機能を

## 5. 기타 국가

주주행동주의자들은 2024년 호주에서는 56개사, 영국 46개사, 독일 13개사, 아일랜드 8개사, 프랑스와 스위스 각각 6개사, 슬로베니아, 네덜란드, 룩셈부르크 각각 3개사, 스페인, 노르웨이, 이탈리아, 벨지움 각각 2개사, 홍콩 12개사를 상대로 활동을 한 것으로 보고되었다.

### Ⅲ. 2024~2025년 한국 주주행동주의 활동 동향

#### 1. 주주제안 기업수 및 안건 수

앞에서 제시한 바 있는 미국 자료를 보면 한국에서도 주주행동주의 활동이 점차 거세어지고 있다는 것이 확인되었다.

#### 《일본과 한국에서의 주주행동주의 활동 기업 수》

지역	2020	2021	2022	2023	2024
일본	67	66	109	103	96
한국	10	27	49	77	66

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

2020년 10개에 불과했던 한국의 주주 행동주의 대상기업은 꾸준히 증가해 2024년에는 66개사로 늘어났다. 행동주의 캠페인이 진행된 캠페인의 수는 2020년 10개사, 2021년 27개사, 2022년 49개사, 2023년 77개사, 2024년 66사였다. 2025년에는 40개 회사에서 59개 회사까지 회사 수에 대한 집계조사기관에 따라 다른데, 작년보다는 회사 수는 줄어든 것으로 보이지만, 주주제안 건수는 최고 217건으로 상당히 늘어난 것으로 보인다.

대신증권의 자료에 따르면<sup>17)</sup> 2025년 정기주주총회에서는 40개 상장사에<sup>18)</sup>

有する株主協定の差止請求に適用拡大されたUnocal基準”, 日本商事法務, No. 2380 (1月25日号).

164건의 주주제안이 상정되었다. **한화투자증권**의 자료에 따르면<sup>19)</sup> 2025년 4월 2주까지 2,478개 회사를 조사하여, 이 중 **59개 상장사**에서 주주제안이 있었고, 안건 수는 142건이었다고 한다.<sup>20)</sup>

**한국ESG기준원** 역시 2025년 1분기 총 315사의 2,127개 정기주주총회 안건을 분석하였고, 그 중 317건(14.9%)에 대하여, 특히 이익배당, 임원 선임, 이사 보수한도 안건에 대한 반대투표를 권고하였으며, 이는 전년(13.7%) 대비 1.2%p 증가한 수치라고 한다.<sup>21)</sup>

**서스틴베스트**는 “2025 정기주주총회 시즌 리뷰”을 내고<sup>22)</sup> 2025년 서스틴베스트의 활동상황을 소개하고 있다. 총 234개사, 1675개의 안건을 분석했다고 하며, 재무제표 및 이익잉여금 처분 안건, 정관변경 안건, 이사 및 감사 선임 안건, 보수한도 안건 등을 심사했다고 한다.

**법무법인 율촌 지배구조센터** 역시 ‘2025 정기주주총회 리뷰: 소액주주 영향력 확대와 기업지배구조 변화’를 발표하였는데, 이번 주주총회 시즌에 부의된 주주제안은 **41개 회사**에서 총 217건이 제기되어, 제안 건수에서 최근 3년 중 가장 많은 주주제안이 상정되었다고 한다.<sup>23)</sup>

**한국상장회사협의회 · 코스닥협회**의 보도자료에 따르면 총 2,440개 상장회사 중 41개사에서 82건의 주주제안이 있었다고 하는데, 회사 수는 전년과 동일하지만 주주제안 건수는 전년(154건) 대비 46.8% 감소한 것이라 한다.<sup>24)</sup> 다만, 상정된 주주제안이 1건이라도 가결된 회사는 10개사(가결률

17) 이경연, “Issue Comment: 2025년주주총회리뷰-주주제안분석”, 대신증권, 2025.4.2.

18) 코스피 17개사, 코스닥 21개사, 코넥스 2개사.

19) 한화투자증권, Hanwha Research “ESG - 다 모았다! 2023~2025 주주제안”, 2025.4.28.

20) 한화투자증권의 자료에서 기업수는 더 많은데 안건 수는 더 적은 것으로 집계된 이유는 한화투자증권의 경우 안건 유형별로 계산하였기 때문이다. 이사선임의 건의 경우 대신증권은 주주제안된 이사 한 사람 한 사람을 각각 하나의 안건으로 계산한 반면, 한화투자증권은 이사선임의 건을 하나의 안건으로 계산한 것이다.

21) 한국ESG기준원, [보도자료] “2025년 1분기 정기주주총회 의안분석 결과”, 2025. 4. 25.

22) 류호정 · 이연진, “2025 정기주주총회 시즌 리뷰”, 서스틴베스트 2025.4.9.

23) 법무법인 율촌 지배구조센터, “2025 정기주주총회 리뷰: 소액주주 영향력 확대와 기업 지배구조 변화”, 2025. 04.

24) 한국상장회사협의회 · 코스닥협회, [보도자료] 12월 결산 상장사 2025년 정기총회 운영 현

24.4%)로 전년 15개사(36.6%) 대비 12.2% 감소했다고 한다. 대형 펀드들이 행동주의자 활동을 하지 않은 반면 소액주주연대의 활동이 활발했던 것이 원인이 아닌가 추정된다.

주요 주주제안 가결 안건을 보면 **강남제비스코**에서 주식 액면분할을 위한 정관 변경, **고려아연**에서 집중투표를 위한 정관 변경, 기타비상무이사 강성두·김광일 선임 및 사외이사 권광석 선임, **고려제강**에서 IR활동 강화, **고바이오랩**에서 사외이사인 감사위원 정세운 선임, **기아**에서 신현정 사외이사 선임, **넥스틴바이오**에서 기타비상무이사 권익기 선임, **DI동일**에서 전자투표제 도입을 위한 정관 변경, 사외이사 이상국 선임 및 상임감사 김종태 선임, **BF랩스**에서 사내이사 김영훈·박명철·박수진 선임, **상지건설**에서 사내이사 고병현 선임, **세원이엔씨**에서 사내이사 김동화 해임·사내이사 최정환 해임·사내이사 김강우 선임·사내이사 김종성 선임·사외이사 나유신 선임, **스튜디오산타클로스**에서 사내이사 정재욱 선임, **싸이토젠**에서 사외이사 장인근 선임, **아미코젠**에서 사내이사 소지성 선임·감사 김춘구 선임, **에이치피오**에서 감사위원인 사외이사 남중구 선임, **오스코텍**의 집중투표 의무화를 위한 정관변경 및 비상근감사 이강원 선임, **와이엠티**에서 감사 한영태 선임, **유엑스엔**에서 사외이사 김병철·이한남 선임, **인포바인**에서 자본준비금 감액 및 이익잉여금 전입, **콜마홀딩스**에서 기타비상무이사 임성운 선임, **티웨이항공**에서 사내이사 정홍근·사내이사 김형이·감사위원인 사외이사 최성용 선임, **티플렉스**에서 구희찬 상근감사 선임, **페이퍼코리아**에서 사내이사 권육상 선임, **피엔티엠에스**에서 사내이사 김준섭 재선임, **현대사료**에서 사외이사 서아람 선임·사외이사 조완우 선임·사외이사 Benjamin Tan 선임 등이다.<sup>25)</sup>

## 2. 주주제안 유형

법무법인 **울촌 지배구조센터**가 작성한 위 표를 보면, 순서대로 이사 및 감사, 감사위원 선임, 정관 변경, 임원 보수 등의 주주제안이 활발했음을 보여주고 있다. 특히 주목할 점은 ‘정관변경’(42건)과 ‘이사 및 감사, 감사위원

---

항 및 주요 특징, 2025. 5. 22.

25) 이상, 이경연, 전계 “Issue Commen” 참조.

선임'(134건) 관련 주주제안이 전년 대비 각각 110%, 113% 증가한 점이다.<sup>26)</sup> 주주제안이 증가한 이유는 집중투표제 도입, 권고적 주주제안 신설, 소액주주 보호 명문화 등 소액주주 권리 보장 요구 증가, 경영권 분쟁에 따른 표대결, 소액주주 및 행동주의 펀드의 사외이사/감사 추천 증가, 주주활동 플랫폼(액트, 헤이홀더 등)과 임치기관(HSIS)의 등장으로 소액주주의 효과적인 지분결집 용이해진 것을 들 수 있다.<sup>27)</sup>

### 《최근 3년 간 정기주주총회에 부의된 주주제안 유형》

	2023	2024	2025
3월 정기주총 주주제안 상정회사	43	34	41
3월 정기주총 주주제안 안건 수	146	115	217
주주환원(배당, 자기주식 소각 등)	39	21	24
정관변경	24	20	42
이사 및 감사, 감사위원 선임	74	63	134
임원보수	7	7	3
기타	2	4	14

\* 주주총회소집결의가 최초로 공시된 시점을 기준으로 집계하였으며, 주주총회 개최 전 안건철회 등으로 실제 주주총회에 부의된 숫자는 차이가 있을 수 있음(자료: 법무법인 율촌 지배구조센터).

서스틴베스트가 수행한 주주제안 상정 안건 동향분석 역시, 금년에 집중투표제 도입 요구 안건이 증대하였고, 소액주주 행동주의 대두에 따른 영향이 증대했으며, 권고적 주주제안이 저조하기는 하였지만 한국에서도 처음 대두되었고, 고려아연과 영풍 사건 및 티웨이 항공 사건으로 경영권 분쟁 관련 주주제안 등을 특징으로 지목하고 있다.<sup>28)</sup>

### 3. 이사회 의석 확보 전략

위 법무법인 율촌 지배구조센터가 조사한 주주제안 유형 중에는 ‘이사 및

26) 법무법인 율촌 지배구조센터, 위의 자료.

27) 법무법인 율촌 지배구조센터, 위의 자료.

28) 류호정·이연진, 전계, “2025 정기주주총회 시즌 리뷰”.

감사, 감사위원 선임'이 134건, 정관변경이 42건이었다.<sup>29)</sup> **대신증권**의 자료에 따르면<sup>30)</sup> 2025년 정기주주총회에서는 40개 상장사에<sup>31)</sup> 164건의 주주제안이 상정되었고, 그중 임원 선임 및 이사회 구성과 관련된 안건이 전체의 절반 이상(55.5%)인 91건을 차지하였다. 주주행동주의자들이 기업 거버넌스 개선이라는 명분 하에 **이사회 자리를 노리는 것이다**. 과거 주주들의 관심이 배당 확대와 자사주 소각 같은 것에서 이사회 진입으로 목표를 전환하고 있음을 보여준다.<sup>32)</sup> 후술하는 바와 같이 **정관변경**을 요구하는 것도 **집중투표 의무화**를 정관에 규정하여 소수주주파에서 이사회에 임원을 진입시키기 위한 사전작업인 점을 감안하면, 행동주의자들은 이사회 진입을 가장 중요한 목표로 설정하고 있음이 드러난다. 작년에는 주주제안에 따라 최소 22명이 이사 또는 감사로 선임됐지만, 2025년 총회 시즌에서 주주제안에 따라 최소 33명이 이사 또는 감사로 선임됐다.

#### 《주주제안에 따라 임명된 한국 기업 이사 수와 방법》

방법	2020	2021	2022	2023	2024
합의	0	0	0	1	1
투표	0	10	26	33	21
<b>합계</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>26</b>	<b>34</b>	<b>22</b>

Source: Diligent Market Intelligence / Activism

이 점은 앞에서 미국에서 CEO를 직접 공격하는 사례가 늘고 있다는 점을 지적한 바 있는데, 한국에서도 동일한 움직임이 있다. 한국ESG연구소 다음의 조사자료에서도 이 점은 뚜렷하게 나타난다.

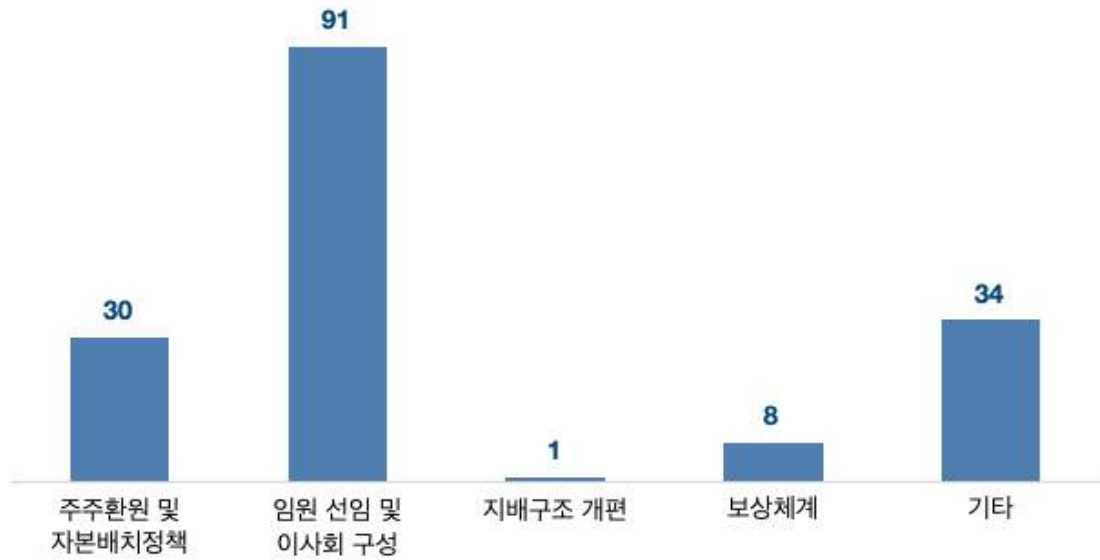
29) 법무법인 율촌 지배구조센터, 전개, “2025 정기주주총회 리뷰: 소액주주 영향력 확대와 기업지배구조 변화”.

30) 이경연, 전개 “Issue Comment”.

31) 코스피 17개사, 코스닥 21개사, 코넥스 2개사.

32) <https://blog.naver.com/the-economy/223773134255>

《2025년 정기주총 주주제안(총164건) 안건의 세부 내용》



자료: DART, 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

아래 한화투자증권의 자료에 따르면 2025년 top 5 주주제안 안건 중 정관변경 주주제안이 16.2%, 사외이사선임 제안이 15.5%, 사내이사선임 제안이 14.8%, 감사선임 제안이 13.4%, 배당 제안이 11.3%여서, 결국 사내이사·사외이사·감사선임 제안건이 43.7%로 전체 주주제안의 1위이다.

### 《연도별 정기주총 Top 5 주주제안 안건》

	2023	2024	2025
1	사외이사 선임 (18.0%)	사내이사 선임 (17.2%)	정관변경 (16.2%)
2	사내이사 선임 (16.9%)	사외이사 선임 (15.1%)	사외이사 선임 (15.5%)
3	정관변경 (14.3%)	감사 선임 (14.6%)	사내이사 선임 (14.8%)
4	감사 선임 (13.2%)	정관변경 (11.5%)	감사 선임 (13.4%)
5	배당 (13.2%)	이사 해임 (8.3%)	배당 (11.3%)

주: 하위 안건(예: 이사 선임 안건의 경우 각 후보자별 안건)을 고려하지 않고 유형별로 계상함  
 자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

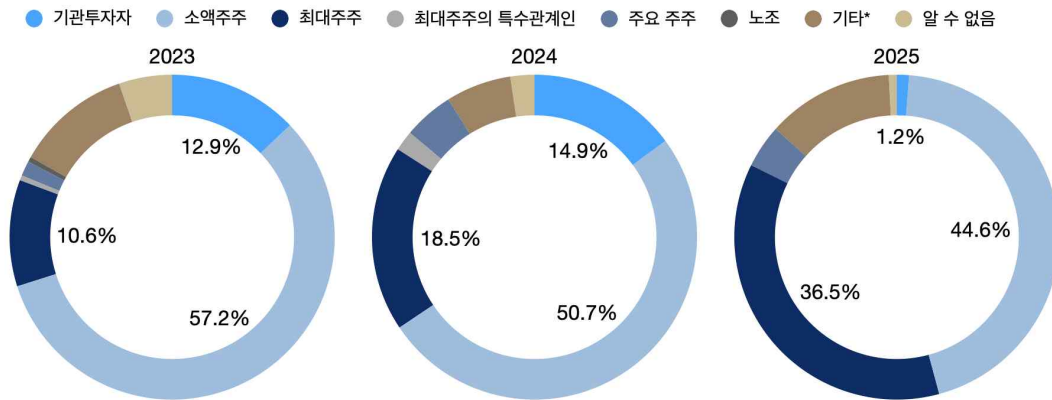
한국상장회사협의회·코스닥협회의 보도자료에 따르면이라도 임원 선해임 주주제안이 28건(이사 선임 12건, 감사 선임 16건)으로 34.2%로서 비율이 가장 높다.<sup>33)</sup>

#### 4. 소액주주 플랫폼의 활약

제안자를 기준으로 분류했을 때 소액주주가 제안한 주주제안 안건이 가장 많았다. 한화투자증권 리서치센터가 작성한 다음 표를 보면 2025년 상황에서 상단 시계바늘 방향으로 ‘기관투자자’ 1.2%, ‘소액주주’ 44.6%, ‘최대주주’ 36.5%, 그리고는 ‘주요주주’, ‘기타’, ‘알 수 없음’이다. 소액주주 행동주의가 44.6%로서 소액주주들의 주주제안이 압도적으로 많은데, 이는 한국만의 특징인 플랫폼(platform) 주주행동주의의 영향이다. 이에 비해 기관투자자들의 주주제안 비중은 2023년 12.9%, 2024년 14.9%였던 것에 비해 2025년에는 고작 1.2%로 현격하게 줄었다. 기관투자자들은 행동주의 역할을 자제하고 있는 것으로 보인다.

#### 《제안자별 비중》

33) 한국상장회사협의회·코스닥협회 전계 [보도자료].



주: 하위 안건(예: 이사 선임 안건의 경우 각 후보자별 안건)까지 고려함

\* 주주인 사내이사, 변경 전 최대주주, 전 대표이사, 주주 추천 사외이사 제도, 복수의 주체인 경우 등 / 분류 방식에 따라 '주요 주주'의 비중이 더 증가할 수 있음

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

## 5. 기업규모별 주주제안 현황

대한상의 조사에 따르면 2024년 경영권 분쟁에 휘말린 기업은 중소기업이 59개사(67.8%), 중견기업 22개사(25.3%), 대기업은 6개사(6.9%)로 기업규모가 커질수록 분쟁에 덜 노출됐다고 한다. 2022년 말 기준 코스피·코스닥 상장사 가운데 중견·중소기업은 35.3%이지만 경영권 분쟁 건수에서 차지하는 비중은 93.1%에 달했다. 그 이유는 중소기업은 비교적 소액으로도 경영권 공격이 가능하고, 지분구조가 단순한 경우 경영개입이 용이하며 분쟁 발생 시 대응 인력과 자금 등이 부족해 경영권 공격의 주요 타깃이 되고 있기 때문으로 보인다.<sup>34)</sup> 특히 최대주주 및 특수관계인 등의 우호 지분율이 상대적으로 낮은 경우 공격의 대상이 되기 쉬웠다. 전체적으로 2024년 경영권 분쟁 소송에 휘말린 상장사가 전년보다 18% 증가한 87개사로 5년 이내 가장 높은 수준으로 조사됐다.

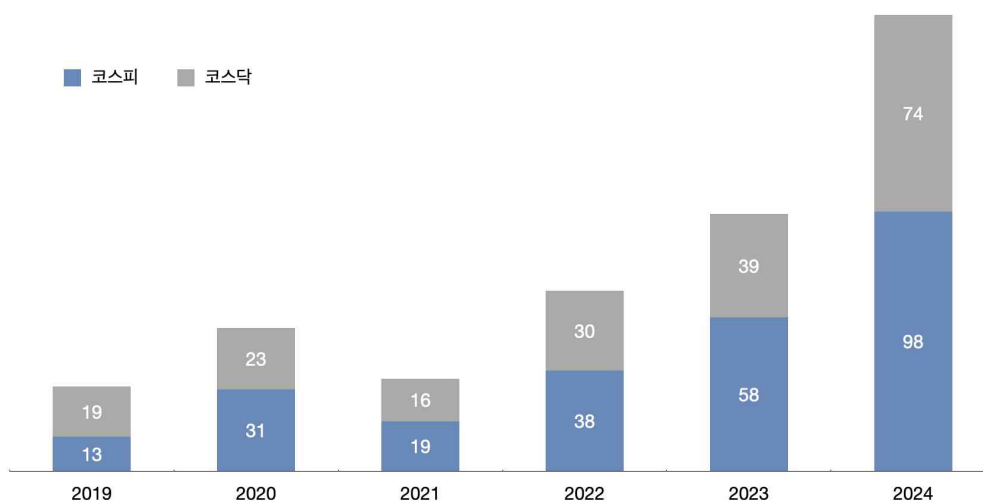
## 6. 자사주 소각을 통한 주주환원 규모 확대

위 대신증권의 자료에 따르면 2025년 정기주총에서 자사주 소각 관련 주

34) 송은아, “경영권 분쟁 상장사 2024년 18% 증가” 세계일보, 2025-02-11. <https://www.segye.com/newsView/20250210514166>

주제안은 전체의 5.0%(8건)에 불과했다. 그러나 기업들의 실제 자사주 소각 결정 건수는 2019년 코스피와 코스닥 합산 32개사에서 2024년에는 172개사로 5배 이상 증가했다. 코스피 시장 상장사뿐 아니라 코스닥 시장 상장사도 74개사가 자사주 소각에 참여하여 나름 정부 밸류업 정책에 참여하려고 애쓴 흔적을 발견할 수 있다.

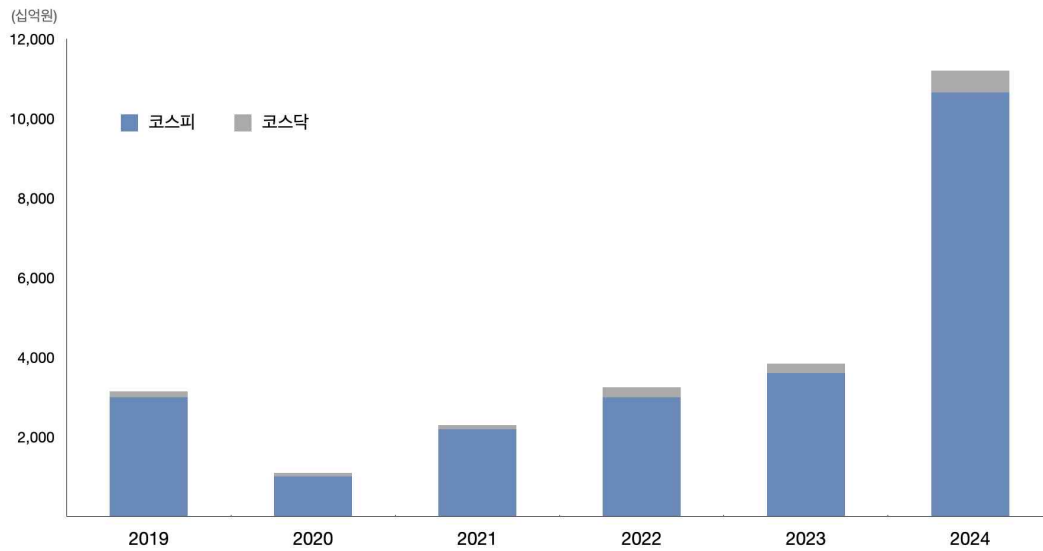
### 《2024년 자사주 소각 결정 공시 기업 수》



자료: DART, 대신증권 Research Center

특히 2024년 소각 예정금액은 약 11.2조 원으로 전년(4조 원)의 약 3배에 달하며, 이 중 대형 상장사가 10.8조를 소각했다. 이는 정부의 밸류업 추진에 기업들이 호응한 것으로 볼 수 있으나, 전년의 3배 수준은 과도한 것이라 생각된다. 그렇다고 해서 자사주 소각이 실제로 주가지수에 어떤 영향을 미쳤다는 증명도 할 수 없다.

## 《2024년 자사주 소각예정 공시 금액의 급격한 증가》



자료: DART, 대신증권 Research Center

## 7. 기타 안건

기타 안건으로는 주주환원 및 자본배치정책 관련 안건(30건), 보상체계 관련 안건(8건), 지배구조 개편 안건(1건)이었고, 나머지 34건은 집중투표 제도입(8건), 전자적 의결권행사 의무화, 주주가치 제고 계획 수립 및 이행 의무화 등 거버넌스 개선을 위한 안건이었다. 집중투표 요구 안건은 사실 이사회 진입을 목표로 하는 사전작업이다.

얼라인 파트너스는 7개 국내 은행에 금융 전문성을 갖춘 이사를 더 영입 하고 주당 순이익 지표를 개선하여 외국계 기업과의 가치 격차를 좁히는 데 집중하라고 압박했다. 특히 한국 행동주의자들은 현행 한국 법이 가족 경영, 재벌 대기업, 지배주주가 이사로 하여금 일반투자자의 이익을 희생시키 면서까지 창업주 일가에 이익이 되는 행동하도록 하고 있다고 주장하면서 상법 개정을 외치고 있다. 다만, 이러한 주장은 외국에서는 존재하지 않는 주장으로 글로벌 스탠더드에 맞지 않다는 상법학계의 비판을 받고 있다.

주주제안이 아닌, 회사가 올린 안건으로 예년에 비해 특이한 것은 **자본준**

비금 감액 안건이 상정된 회사 수는 총 124개사(유가 23개사, 코스닥 10개사)로 전년 19개사 대비 약 6.5배 증가했는데, 이는 자본준비금을 이익잉여금으로 전환하여 배당재원으로 사용하는, 이른바 ‘감액배당’을 실시하고자 하는 회사가 증가한 것으로, 금년 주주총회에서 자본준비금 감액결의를 통해 전환된 이익잉여금은 차년도 배당 재원으로 사용하기 위한 것으로 보인다.<sup>35)</sup> 이는 2024년 초 금융위원회가 기업 밸류업(가치제고) 드라이브의 일환으로 상장기업의 연례 지배구조보고서에 ‘기업가치개선계획’과 구체적인 ‘배당금지급계획’을 포함하도록 의무화하면서 기업들이 이에 순응한 것으로 보인다.

## V. 시사점 및 대응 방안

### 1. 주주행동주의의 목표

주주행동주의자들이 이사회 자리를 노리는 것이 새로운 경향이나, 무자격자들이 이사회에 진입할 가능성이 높아지는 부작용이 나타났다. 정관을 변경해 집중투표를 의무화하려는 움직임도 결국은 이사회 자리를 노리는 것이다. 이에 대한 대응으로 각 기업이 이사회 운영규칙을 제정·보완하여 이사회 추천 이사 후보나 주주제안을 통한 이사 후보 양자에 모두 적용되는 자격요건을 명확히 정해 이를 공시하여야 할 것이다.

다음으로 M&A 추진을 행동주의자들의 가장 효과적인 exit 방식으로 인식하고 있다. M&A 추진이 기업의 성장의 모멘텀이 된다면 이를 피할 수 없을 것이나, 부당한 M&A요구에는 단호히 거부할 수단이 마련되어야 한다.

한국ESG기준원 역시 2025년 정기주주총회에서 주목할 만한 변화 및 특징으로 집중투표에 의한 이사 선임 안건 및 집중투표제 도입을 위한 정관 변경안이 예년 대비 이례적으로 증가하였으며, 배당 관련 주주제안은 감소한 반면, 비핵심자산 매각, 기업가치 제고계획 공시, 임원 보수 등 기업지배구

---

35) 한국상장회사협의회·코스닥협회, 상기 [보도자료].

조 전반의 이슈로 주주제안의 범위가 다양화되었다는 점을 꼽았다. 이익배당과 관련하여서는 과소배당을 사유로 한 반대 권고가 전년 대비 증가하였으며, 이들 기업의 기업가치 제고 계획 공시 수준은 상당히 낮은 것으로 확인되었다고 한다. 이사 보수한도와 관련하여 특정 기업집단 계열회사를 중심으로 이사보수한도 안전에 양도제한조건부주식(RSU) 부여 관련 내용을 기재한 사례가 관찰되었다고 한다.<sup>36)</sup>

## 2. 소액주주 주주행동주의의 급격한 부상

2025년 한국 주주행동주의 동향을 조사하면서 확인할 수 있었던 것은 한국에서는 기관투자자들보다는 액트, 헤이홀더 등과 같은 플랫폼을 중심으로 하는 소액주주 행동주의 활동이 가장 활발했으며, 이들 플랫폼과 의결권 권한을 위임받는 임치기관(HSIS)의 등장으로 소액주주들은 과거 대비 훨씬 낮은 비용으로 효과적인 지분결집이 가능해졌다.<sup>37)</sup> HSIS는 소액주주들의 주식을 모아 의결권을 법인인 HSIS 주식회사에 위임해 단일 대주주로서의 지위를 확보, 최대주주와 동등한 위치에서 소액주주들의 권익을 보장하기 위해 세운 특수목적법인(SPC)으로 알려졌다. 그러나 실질은 소액주주연합이기 때문에 의결권대리행사권유 신고는 반드시 했어야 한다고 본다.

HSIS는 2025년 2월 26일 화승인더스트리에 1차 주주서한을 보냈다. 요구사항은 크게 △실적 증가에 따른 배당확대, △기존 자사주 보유물량 전량 소각, △올해부터 2027년까지 3년간 매년 최소 5%에서 10%대의 자사주 매입 소각 등이며, 2025년 5월 14일 2차 주주서한을 통해 장기적으로 공개 매수 후 자진상폐(이중상장 해소)를 권유하는 내용을 전달했다. HSIS는 현재 이 회사 지분을 5% 이상 매집한 것으로 알려졌다. 그렇다면 5%보유(대량보유) 신고를 했어야 하는데, 이를 했는지 의문이다. 이중상장 해소 및 공개매수를 요구하는 것은 회사에 부담이 큰데, HSIS가 과연 ‘모범적인 주주행동’을 하는 것인지, ‘부당한 경영간섭’인지는 좀 더 두고 봐야 할 것이다.

36) 한국ESG기준원, [보도자료] “2025년 1분기 정기주주총회 의안분석 결과”, 2025. 4. 25.

37) 김경아, “진화하는 주주행동주의 ... 소액주주 의결권 전문행사 SPC 등장”, 파이낸셜뉴스, 2025.02.27.

주주행동주의자들은 주주에 대한 이사의 충실의무를 범정하는 상법 개정안 국회 통과를 강력히 요구하고 있다. 소액주주 행동주의 활동을 규제할 필요가 있을지 의문이지만, 이런 활동을 규제한다고 해도 마땅한 수단이 없다. 소액주주 행동주의에게는 Stewardship Code도 적용되지 않는다. 다만, 의결권대리행사권유 신고 및 주식대량보유 신고 정도는 적용해야 하지 않을까 생각된다. 그렇게 해야 기업으로서도 대응할 수 있을 것이다.

### 3. 주주행동주의에 대한 대응책

주주행동주의 활동 목표는 대체로 다음 두 가지로 집중되고 있다. 첫째는 이사회를 장악하여 경영권 취득을 시도하려는 유형이고, 둘째는 주주 이익 제고 등을 위해 경영에 간섭하려는 유형이다.<sup>38)</sup> 최근에는 글로벌 펀드, 소액주주들이 둘째 유형, 즉 경영간섭 통해 주주 이익 제고하려는 시도도 자주 발견되고 있다. 일본에서는 모자회사 사이에서 경영 간섭을 목적으로 감사권 행사 등의 분쟁이 발생하는 경우도 있다고 한다.

다만, 어느 유형이든 상법상 방어수단은 동일하다. 경영간섭 유형과 이익 제고 시도 유형에 각각 적합한 방어수단이라는 것은 없다. 혹자는 “한국에서는 경영권 탈취 시도가 없었고, 행동주의자들도 장기투자자로서 기업의 장기적 가치를 제고한다”라고 하면서, “행동주의 대응할 경영권 방어 수단 주장은 모순”이라고 하는데, 이는 마치 “전투는 자주 일어나지만 전쟁은 일어나지 않기 때문에 전쟁을 대비할 필요는 없다”는 것만큼 졸견이다. 전쟁이 일어나면 국가의 안위가 위태로워지듯이, 경영권 탈취 시도가 있게 되면 기업은 망가지기 십상이다. 국가의 안전이 무너지고 기업이 탈취되고 나면 그 후에는 어떤 처방이 무슨 소용인가.

한국에서 경영권 탈취 시도가 없었던 것도 아니다. 최근에도 고려아연, 한미사이언스, 금호석유화학, 한국엔컴퍼니, DB하이텍, 오스텀임플란트, SM 엔터테인먼트, KCGI나 호반건설의 한진칼 지분보유 확대 등에서 경영권 탈취 가능성이 전혀 없었던가 답해야 할 것이다. “행동주의자들도 장기투자자”

38) 松元暢子(慶應義塾大学教授), “アクティビズムに関連する法的検討課題”, 日本商事法務, No. 2367 (8月25日号).

라고 보는 것도 상대적인 것이다. 행동주의자들이 처음 계획과는 달리 투자금을 회수(exit)하지 못하여 다소 오랜 기간 물려 있는 경우는 많이 있지만, 주식을 아예 매도할 수 없는 지배주주만큼의 장기투자자는 존재할 수 없다. 지배주주는 그 사업에서 손을 떼기로 결정하지 않은 이상 가 주식을 대량 매각할 수는 없다.

나아가 지배주주가 존재하는 회사는 지배주주의 존재 자체가 경영권 방어 수단이기 때문에 경영권 방어수단이 필요 없다고 주장하는데, 이 주장 역시도 그릇된 주장이다. 이 주장은 경영간섭 통해 주주 이익 제고하려는 시도는 경영권에 대한 공격이 아니라는 생각에 근거한 것으로 보인다. 예컨대 경영진은 장기적 발전 모델에 따라 투자할 자금을 축적하고자 하나, 행동주의자들은 그 자금 대부분을 이익배당 재원으로 사용하라고 압박하는 경우에도, 그런 것쯤은 경영권 탈취 시도가 아니므로 그냥 수용해야 한다는 것이나 같다. 이것은 이른바 ‘떡튀’를 허용하라는 것이다. 현금보유율이 낮은 회사는 투자할 자원이 없다는 의미이며, 새로운 사업 진출도 불가능한 회사라는 의미다. 그러므로 주주환원율이 높다고 해서 주가가 오르는 것도 아니다. 회사의 수익률과 현금보유율이 더 중요할 수도 있다. 그리고 한국 기업 중에는 절대적 지배주주가 없는 경우도 많은데 그 경우에는 경영권 방어수단을 마련해야 한다는 것인지도 궁금하다.

이어, 주주행동주의들의 활동이 “회사의 장기적 성장 잠재력이 훼손돼 장기에 수익성이 낮아질 것”이 아니라는 취지로 말하는데, 이는 주주행동주의자들의 활동이 회사의 장기적 성장 잠재력을 훼손하지도 않으며 장기 수익성도 낮아지지 않는다는 말이다. 이 말은 일부는 맞지만 홉플러스의 경우와 같이 항상 그런 것은 아니다. 오히려 49개 연구에서 1,186개의 추정치를 종합한 현재까지 가장 포괄적인 메타 분석에 따르면 주주 행동주의의 장기적 가치 영향은 결정적이지 않으며, 대상 기업의 성과를 전체 시장과 비교했을 때 주주 행동주의는 어느 정도 가치를 더하는 것으로 보이지만, 표적이 되지 않은 유사한 기업이나 동종 업계와 비교하면 장기적인 이점은 통계적으로 유의미하지 않거나 명확하지 않다는 것이 연구의 결과이다.<sup>39)</sup>

---

39) Working Paper Series — 10/2023 Does Shareholder Activism Have a Long-Lasting

일반적으로 행동주의자들의 활동은 투자 및 성장여력 감소(실제로 행동주의 요구가 관철된 기업들은 자본투자가 10% 이상 감소), 고용 축소(평균적으로 고용이 1~2년 내 3%, 장기적으로는 5.6~7% 감소), 연구개발(R&D) 투자 감소(R&D 투자가 평균 9% 감소), 기업가치 하락(행동주의 펀드 개입 후 1년간은 주가가 일시적으로 오르지만, 4~5년 뒤에는 기업가치가 오히려 4.9~9.7% 하락하는 부정적 장기 효과), 부채비율 상승, 경영권 방어 비용 증가(경영권 방어를 위한 소송, 자문, 마케팅 등 천문학적 비용이 소모되어 본업에 집중하지 못하는 상황이 잦아짐), 기업 이미지 및 내부 안정성 훼손 등의 부작용이 있다고 알려져 있다.<sup>40)</sup>

기업에게 주주행동주의에 대한 대응책을 마련해 주어야 한다는 것은 한국 기업계의 오랜 숙원이다. 그러나 한국 국회나 일반 주주들은 이를 들어줄 생각이 없다. 그러므로 신주인수선택권(포이즌필), 차등의결권제도의 도입은 요원할 것으로 생각된다. 다만, 프랑스의 Tenure Voting제도 도입 정도는 한국에서도 검토해 볼 수 있지 않을까 생각한다.

프랑스는 장기 주주를 우대하기 위한 대표적인 제도로는 장기 주식 보유 시 배당금 추가 지급, 의결권 추가 부여 등의 제도를 운영하고 있다. 특히 1999년 라파르지(Lafarge)가 배당금 추가 지급 제도를 도입한 이후, 프랑스 기업들 사이에서 장기 투자 인센티브를 활발하게 제공하는 추세이다. 이 중 테뉴어 보팅제도는 2016년 3월부터 시행된 플로랑주법(Florange Act)에 근거하며, 프랑스 주요 상장기업의 다수가 이를 정관에 반영하고 있다. 이에 따르면 2년 이상 보유 주주는 의결권을 주당 2배로 배정받는다. 의결권뿐 아니라 장기 보유 주주에게 배당금 인센티브도 함께 제공하는 경우가 많아

---

Impact on Company Value? A Meta-Analysis Josef Bajzik.

40) 박의명, “행동주의 펀드 공격, 5년새 10배 늘어...기업가치 훼손 심각”, 한국경제신문, 2024.10.21., 자, 8면: <https://www.hankyung.com/article/2024102194211>; 한국경제인 협회 보고서, “행동주의 행동주의 캠페인이 기업가치에 미치는 영향”, 2024. 10.; 박대웅, “행동주의 펀드의 외침...‘제안’일까, 공격일까.”, 오피니언뉴스, 2024.10.17.: <https://www.opinionnews.co.kr/news/articleView.html?idxno=106609>; 한민형, “행동주의 펀드 공격받은 기업수 77개사 10배↑... 미리 대비해야”, SMARTODAY 2024. 10.22.: <https://www.smarttoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=62390>; 김태용, “한국의 주주행동주의 부상과 기업의 대응은?”, 한경CFO Insight, 2025.3.12.: <https://kpmg.com/kr/ko/home/media/experts-column/2025/03/experts-column-12.html>

단기 투기 자본보다 장기 투자자를 우대하여, 기업의 안정적 경영과 경영권 방어에 도움이 된다. 프랑스 증권시장을 대표하는 120개 기업(SBF 120) 중 70개가 넘는 기업이 정관에 테뉴어 보팅을 명시하고 있다. 대표적 사례로, 글로벌 화장품 기업 로레알(L'Oréal)은 2년 이상 주식을 보유한 투자자에게 배당금을 최대 10% 추가로 지급하고, 의결권도 2배로 부여한다. 전력회사 EDF(일렉트릭시테 드 프랑스), 금융그룹 크레디 아그리콜(Crédit Agricole), 가전·주방용품 그룹 세브(Groupe SEB) 등도 장기 보유 주주에게 배당 인센티브와 함께 의결권 가중을 시행하고 있다.

일본의 경우 주주제안 요건 강화, Cash-out 요건 3분의 2 이상으로 완화, 서면주주총회 결의요건 완화 등 논의 중인데, 일본에서는 오히려 친기업적인 방향으로 법률 개정이 논의되고 있다. 우리나라의 주주행동주의는 미국 일본에 이어 세 번째로 활동성이 강한 것으로 정평이 나 있고, 기업 규모와 수를 비교해 볼 때는 일본보다 더 활동성이 강하다. 그러나 기업을 위한 방어수단은 아무것도 없는 점이 특이하다. 이러면서 '친기업 정부'를 지향한다는 주장은 아무런 설득력이 없다. 신주인수선택권, 차등의결권제도, 테뉴어 보팅 등 최소한의 경영권 방어장치가 마련되어야 한다.

## 【참고 문헌】

법무법인 율촌 지배구조센터, “2025 정기주주총회 리뷰: 소액주주 영향력 확대와 기업지배구조 변화”, 2025. 04.

류호정·이연진, “2025 정기주주총회 시즌 리뷰”, 서스틴베스트, 2025. 4. 9.

이경연, “Issue Comment: 2025년주주총회리뷰-주주제안분석”, 대신증권, 2025. 4.

이상연·박소연, “Global Strategy - 일본 주주행동주의 사례의 교훈”, 신영증권 리서치센터, 2024. 11. 15.

엄수진·김예인, “다모았다! 2023~2025 주주제안”, 한화투자증권, 2025. 5.

한국ESG기준원, [보도자료] 2025년 1분기 정기주주총회 의안분석 결과, 2025. 4. 25.

한국상장회사협의회·코스닥협회, [보도자료] 12월 결산 상장사 2025년 정기총회 운영 현황 및 주요 특징, 2025. 5. 22.

Diligent Market Intelligence Report, “Shareholder Activism Annual Review 2025”, 2025.

Lazard, “Annual Review of Shareholder Activism 2024”  
<https://www.lazard.com/research-insights/annual-review-of-shareholder-activism-2024/>

Jim Rossman, “Shareholder activism surged in 2024”,  
<https://www.ib.barclays/our-insights/shareholder-activism-surged-2024.html>

Andrew Freedman, “Shareholder Activism - 2024 Mid-Year Review”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, June 17, 2024.

Rossman, Quinn Pitcher, and Josh Jacobs, Barclays, “2024 Review of Shareholder Activism”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, January 21, 2025: <https://corpgov.law.harvard.edu/>

楠元純一郎(東洋大学教授), “アクティビスト対応等、M&Aの文脈以外で平時防衛機能を有する株主協定の差止請求に適用拡大されたUnocal基準”, 日本商事法務, No. 2380 (1月25日号) .

牛田 明, (三菱UFJ信託銀行法人コンサルティング部株主戦略グループ上級調査役)・丸谷国央(三菱UFJ信託銀行法人コンサルティング部会社法務グループ調査役・弁護士), “近時のアクティビストの動向—2024年6月総会の株主提案の状況を踏まえて—”, 日本商事法務, No. 2372 (10月25日)

号) .

松元暢子(慶應義塾大学教授), “アクティビズムに関連する法的検討課題”, 日本  
商事法務, No. 2367 (8月25日号) .

杉田 健 (公財) 年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員, “株主アクティビ  
ズムと年金基金 – 「アクティビストの遊び場」と評される日本におけ  
る年金基金・受託金融機関の議決権行使の課題 –”, 2022 年 12 月 6  
日: [https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr\\_r04\\_10.pdf](https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r04_10.pdf)

水田 麻衣, キャサリン キム & 日色 ともみ, “株主アクティビズムと投資家の  
要求の高まりに備える日本企業” July 11, 2024:  
<https://www.teneo.com/ja/insights/articles/japan-inc-braces-for-rising-shareholder-activism-and-increasingly-assertive-investor-demands/>

中村 拓海・笹岡 武史, “近時におけるアクティビストの潮流”:  
[https://www.ey.com/ja\\_jp/insights/strategy-transactions/info-sensor-2023-03-07-trend-watcher](https://www.ey.com/ja_jp/insights/strategy-transactions/info-sensor-2023-03-07-trend-watcher)