



삼일회계법인

What's on

주주행동주의 동향과 이사회 가이드

삼일PwC 거버넌스센터



주주행동주의 동향과 이사회 가이드

주주행동주의는 보다 넓은 관점에서 바라볼 필요가 있다. 흔히 주주행동주의라고 하면 헤지펀드가 목표 기업의 이사회 장악을 위해 위임장 대결(proxy fight)을 벌이는 모습을 떠올리기 쉽다. 물론 이러한 사례도 주주행동주의의 한 형태인 것은 맞다. 다만 본고에서 말하는 주주행동주의는 이에 한정되지 않는다. 주주로서의 권리와 특권을 활용해 기업의 경영 관행이나 전략에 변화를 요구하는 투자자의 다양한 활동 전반을 의미한다. 여기에는 기업지배구조 문제에 대한 기관투자자의 관여, 개인투자자의 주주제안, 헤지펀드의 위임장 대결 등이 모두 포함된다. 미국 주주행동주의를 중심으로 동향을 알아보고, 이사회가 취해야 할 장기적 관점과 대응 방안을 알아본다.

Contents

1. 서론

주주행동주의 동향

2. 장기적 관점

주주행동주의자: 누구이고, 무엇을 원하는가?

전술: 주주행동주의자의 목표 추구 방법

위험 요소: 주주행동주의자를 유인할 수 있는 위험 요소

주주행동주의자 고려하기

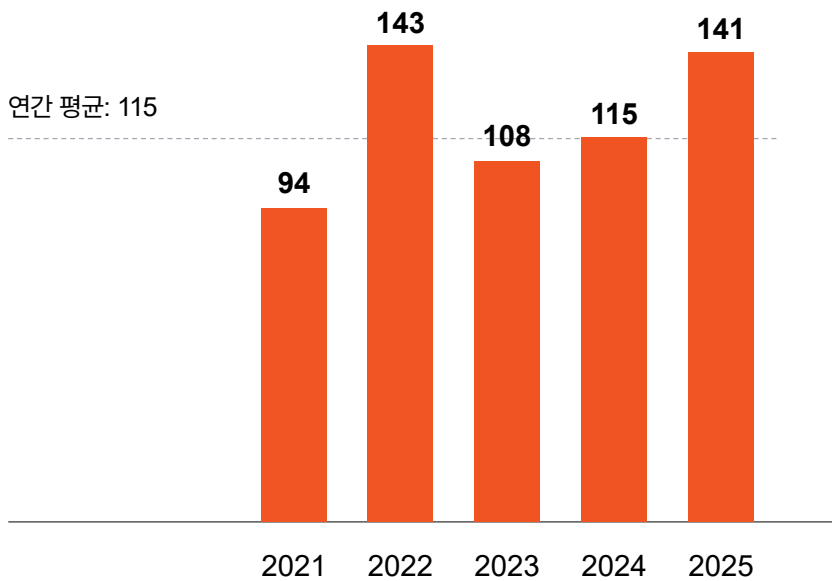
주주행동주의자에 대응하는 방법

1. 서론

주주행동주의 동향

주주행동주의는 이사회가 지속적으로 주목해야 할 기업지배구조와 리더십 이슈로 자리 잡았으며, 그 형태와 내용도 계속 진화하고 있다. 전 세계적으로 주주행동주의 캠페인 건수는 사상 최고 수준에 이르렀고, 그 중 미국이 가장 큰 비중을 차지한다. 이러한 압력이 이사회 구성원의 교체, 전략 방향의 수정, CEO 교체 등 구체적인 결과로 이어지는 사례도 점점 늘어나고 있다. 많은 캠페인이 기업 가치에 대한 평가 논쟁에서 출발하지만, 주주행동주의자들이 **기업의 실행력 부족, 전략에 대한 신뢰성 결여, 이사회 감독 기능 미흡**을 인식할 경우 갈등은 더욱 심화되는 경향이 있다.

[그림: 미국의 주주행동주의 캠페인 건수]



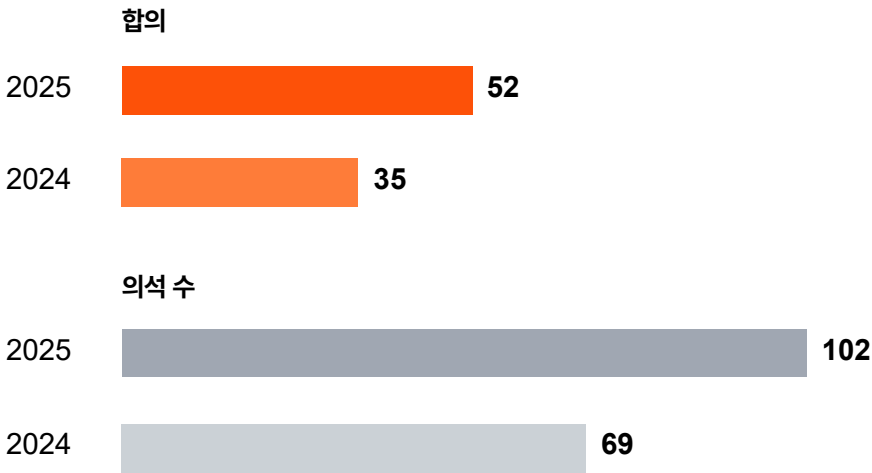
Source: Barclays Shareholder Advisory Group, 2025 Review of Shareholder Activism, January 2026

거래 시장과 자금 조달 여건이 개선됨에 따라, 행동주의 투자자들은 다시 한번 M&A 중심의 투자 논리에 적극적으로 집중하고 있다. 여기에는 자산 매각, 분할(spinnoff), 사모 거래 또는 전면 매각에 대한 요구가 포함된다. 미국의 경우, 유니버설 프록시 제도(Universal Proxy)¹가 이사회 의석 확보의 문턱을 낮추면서 이러한 흐름을 더욱 강화했다. 그 결과, 전면적인 위임장 대결에서 승패가 갈리는 'all-or-nothing' 방식보다는, 협상을 통한 합의와 절충안 도출이 늘고 있다. 또한, 행동주의 투자자들은 전면적인 위임장 경쟁에 나서기보다는, 의결권 유보(withhold vote) 캠페인²이나 특정 이사에 대한 선별적 반대와 같은 상대적으로 저비용의 압박 수단을 점점 더 적극적으로 활용하여, 영향력을 확보하고 주주들의 지지를 가늠하며 회사와의 협상을 유도하고 있다.

¹ 유니버설 프록시 제도(Universal Proxy Rule / Universal Proxy Card)는 미국 상장회사의 이사 선임 분쟁(위임장 대결)에서 주주가 회사 측 후보와 행동주의 주주(또는 반대파)측 후보를 한 장의 투표용지에서 자유롭게 조합해 선택할 수 있도록 한 제도이다. SEC가 2021년 채택함에 따라, 2022년 9월 1일 이후 주주총회부터 의무 적용됐다. 행동주의 투자자의 입장에서는 이사회 일부 진입 전략이 훨씬 현실화되었으며, 회사 입장에서는 전면적인 위임장 대결(proxy fight)보다 협상이나 합의 유인이 증가했다.

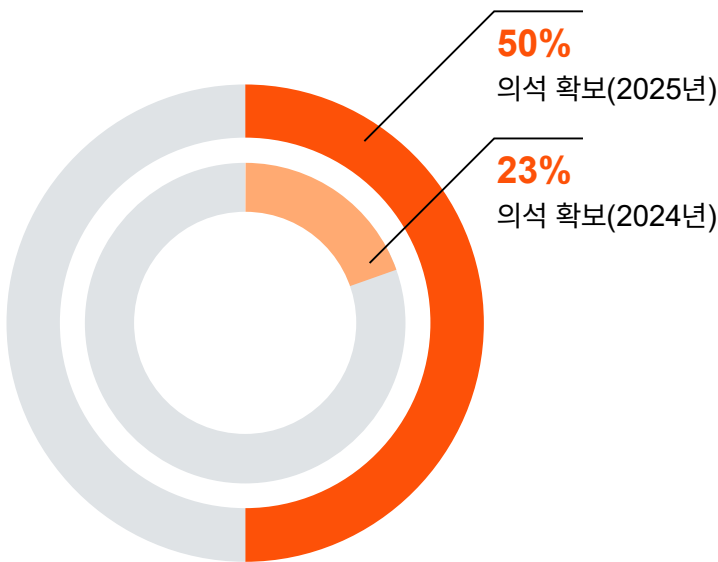
² 기존의 전통적인 위임장 대결과 달리, 의결권 유보(withhold vote) 캠페인은 새로운 이사 후보군을 제시하거나 장기간의 위임장 권유전을 벌이지 않는다. 대신 행동주의 투자자들은 보수나 지배구조 이슈에 책임이 있다고 판단되는 특정 이사들의 퇴진을 요구함으로써, 전면적인 충돌로 사태를 키우지 않으면서도 분명한 경고 메시지를 전달한다. (출처: Diligent)

[그림: 분쟁은 줄고, 이사회 의석은 증가]



Source: Barclays Shareholder Advisory Group, 2025 Review of Shareholder Activism, January 2026

미국에서는 합의에 의한 종결 사례가 늘어나면서 이사회 의석 확보 건수가 전년 대비 49% 증가하였다. 미국에서 진행된 12개 주주행동주의 캠페인 중 절반에서 행동주의자들이 이사회 의석을 확보했으며, 이는 2024년의 23%와 대비된다.



Source: Barclays Shareholder Advisory Group, 2025 Review of Shareholder Activism, January 2026

행동주의 환경 자체도 변화하고 있다. 점점 더 많은 캠페인이 신생 또는 소규모 펀드에 의해 시작되고 있으며, 이들은 주로 중소형 기업을 대상으로 한다. 그 결과 행동주의의 전개 양상을 예측하기 어려워지고, 캠페인의 통과 정교함 역시 다양해지는 추세다.

한편 이사회는 더욱 복잡해진 주주 구성과 의결권 행사 환경에 직면하고 있다. 미국의 경우, 실질 소유권 공시 제도³의 변화, '수동적(passive)' 소유권⁴과 관여에 대한 해석의 변화, 대리투표 프로그램⁵의 확대, 의결권 자문사 및 주주제안에 대한 제도적 점검이 이어지면서 투자자 심리를 판단하던 전통적인 기준들은 더 이상 명확한 신호로 작동하지 않고 있다.

이러한 변화는 행동주의 투자자의 활동이 본격화되기 이전 단계에서부터 이사회에 더 높은 수준의 대응을 요구하고 있다. 즉, 이사회는 주주 구성과 성향을 선제적으로 이해하고, 전략과 성과에 대한 설명 논리를 사전에 점검할 필요가 있다. 아울러 사전 공지 규정(advance notice bylaws)⁶과 주주 소통 프로토콜을 포함한 거버넌스 체계 전반을 재평가하고 정비하는 것이 중요하다.

Zoom in - 국내 주주행동주의

2025년 행동주의 요구를 받은 한국 기업은 60곳으로, 2024년(66곳) 대비 감소했으나 2021년 대비로는 55% 증가한 수준이다. 2025년 한국의 주주행동주의는 가파른 상승세를 보인 주식시장으로 인해 주주들의 직접적인 행동 필요성이 줄어들면서 다소 둔화되었다. 그러나 실제로 진행된 캠페인들은 종종 논쟁적이었으며, 많은 분쟁이 법정 소송으로 이어졌다.

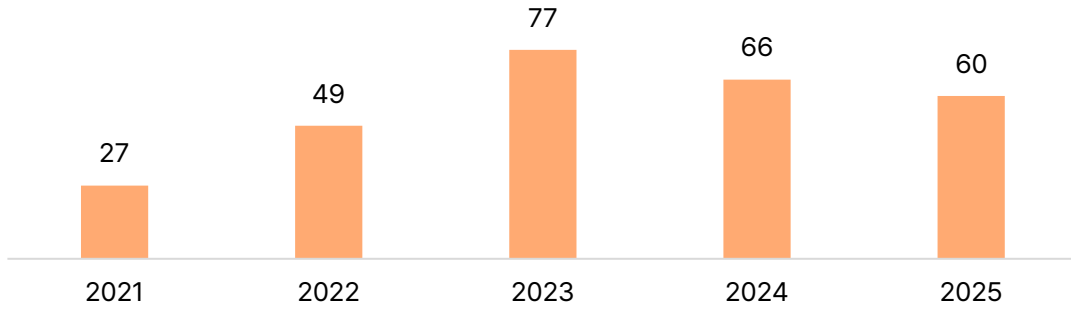
³ 실소유자 보고 제도(Beneficial Ownership Reporting)는 기업을 실질적으로 소유하거나 지배하는 자연인을 식별·보고하는 제도이다. 실소유자란 법적인 소유 형태와 무관하게, ① 25% 이상의 지분 또는 의결권을 보유하거나 ② 회사에 실질적인 지배력을 행사하는 개인을 의미한다. 국제자금세탁방지기구(FATF)의 권고에 따라 25% 기준이 글로벌 표준으로 자리 잡았으며, 이에 근거하여 미국의 기업 투명성 법(CTA)을 비롯한 각국의 자금세탁방지(AML) 제도는 실소유자 정보의 수집·보관 및 신고를 법적으로 의무화한다.

⁴ 수동적 소유권(passive ownership)은 최소한의 매매를 통해 장기적 성장을 목표로 하는 투자 방식으로, 시장 평균 초과 수익을 추구하는 액티브 투자자와 구별된다. 시장 지수의 추종을 목표로 하므로 기업지배구조 개선에 대한 유인이 상대적으로 낮으며, 기업의 일상적 의사결정 과정에 적극적으로 참여하지 않는 경향을 보인다.

⁵ 대리투표 프로그램(pass-through voting programs)은 ETF 등 패시브 펀드의 확대로 소수의 대형 자산운용사에 집중된 의결권을 기술 플랫폼을 활용해 펀드의 최종 투자자에게 이전하거나 선택권을 부여하는 제도이다. 투자자는 개별 안건에 대해 직접 의결권 지침을 제시하거나, 자산운용사가 사전에 제시한 복수의 의결권 정책 중 하나를 선택하는 방식으로 의결 과정에 참여할 수 있다. 이러한 프로그램은 최종 투자자의 통제권을 확대하고 주주 민주주의를 강화할 수 있다는 긍정적 측면이 있는 반면, 다수 투자자의 낮은 참여율로 실질적 효과가 제한될 수 있고 의결권 행사의 최종 주체가 불명확해질 수 있다는 점에서 책임성과 투명성에 대한 우려도 제기되고 있다.

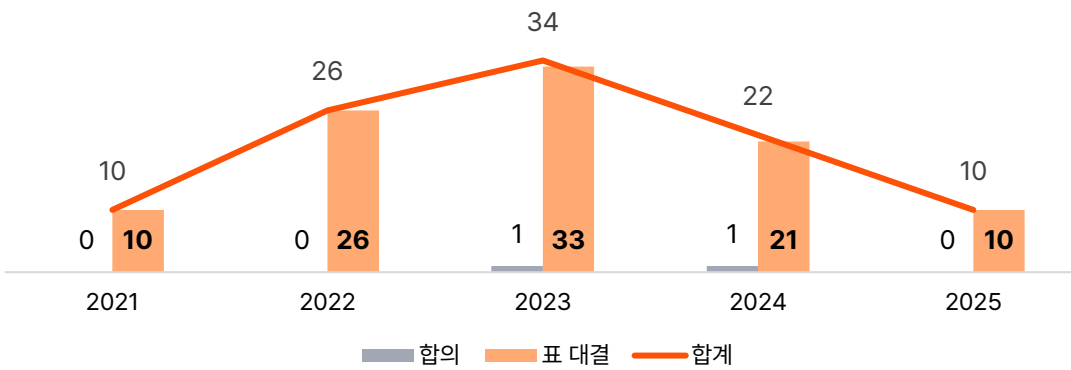
⁶ 이사 후보자를 추천하거나 주주제안(의안)을 상정하려는 경우, 정기주주총회 이전의 일정 기간 내에 정해진 형식과 내용에 따라 회사에 미리 통지하도록 요구하는 정관에 근거한 규정이다. 이는 주주가 총회 당일 '기습적으로' 이사 후보나 의안을 제안하는 것을 제한하기 위한 장치이다.

[그림: 국내 주주행동주의 대상 기업 수]



행동주의 펀드가 확보한 이사회 의석 수는 2021년 10석에서 2023년 34석으로 정점을 찍은 후 다소 감소하는 추세를 보이며, 대부분의 의석은 표 대결을 통해 확보됐다.

[그림: 국내 기업에서 행동주의 펀드가 확보한 이사회 의석 수]



(출처: Diligent, Shareholder Activism Annual Review 2026)

2. 장기적 관점

2-1. 주주행동주의자: 누구이고, 무엇을 원하는가?

어떤 자산운용사는 ESG 이슈에서 기준에 미달하는 기업의 이사회에 반대표를 행사하겠다는 입장을 밝히고 있다. 또 어떤 헤지펀드는 재무상태표상 과도한 현금 보유가 문제라고 판단되는 기업을 상대로 위임장 대결에 나설 수 있음을 시사한다. 두 사례는 모두 주주행동주의라는 범주에 속하는데, 경영진이 기업의 잠재력을 충분히 극대화하지 못하고 있다고 판단할 경우 변화를 추구한다는 점에서 공통적이다. 그러나 궁극적인 목표가 같더라도, 이를 구현하기 위한 전술은 크게 다를 수 있다.

기관투자자

연기금, 보험회사 및 뮤추얼펀드와 상장지수펀드(ETF)를 운용하는 자산운용사는 기관투자자의 대표적인 예다. 기관투자자는 개인투자자에 비해 상장기업 지분 비중이 클 뿐 아니라, 의결권 행사 비율 역시 현저히 높다. 따라서 기관투자자는 다수의 상장기업에서 영향력 있는 이해관계자가 된다.

기관투자자는 일반적으로 장기 주주에 해당한다. 대부분 S&P 500과 같은 광범위한 상장 지수를 기준으로 포트폴리오를 구성하며, 일부는 낮은 수수료를 강점으로 개인투자자에게 인덱스펀드를 제공하기도 한다. 이러한 패시브 펀드는 특정 종목의 성과가 부진하거나 기업지배구조가 장기적 가치 창출을 저해한다고 판단하더라도, 포지션을 단순히 매도하기 어렵다. 그 결과 주주행동주의는 기관투자자가 이러한 우려를 해소할 수 있는 몇 안 되는 수단으로 자리잡았다.

기관투자자는 주주행동주의를 통해 시장에 문제의식을 제기하고, 기업지배구조 관행의 개선을 포함하여 장기적 가치를 창출할 수 있는 변화들을 주도할 수 있다. 대규모 자산운용사들은 견고한 기업지배구조를 갖춘 기업이 장기적으로 더 높은 가치를 제공한다는 점을 분명히 인식하고 있다.

헤지펀드

헤지펀드는 평균 이상의 수익을 기대하는 투자자로부터 대규모 자금을 유치하는 만큼, 아직 시장에 반영되지 않은 가치를 주로 찾는다. 주주행동주의 성향의 헤지펀드는 이러한 잠재 가치를 기업의 운영 방식이나 추구하는 전략에서 발견하는 경우가 많다. 대표적으로 비효율적인 경영, 활력을 잃은 이사회, 또는 새로운 기회를 충분히 활용하지 못하고 있는 기업이 그 대상이 된다. 또한 새로운 자본 배분 전략이나 운영상의 변화가 주주가치 제고로 이어질 수 있는 가능성에도 주목한다. 이러한 문제의식을 바탕으로 경영진이나 이사와의 대화를 시도하였음에도 성과를 거두지 못할 경우, 이사회 진입을 추진하는 경우가 많다.

전통적으로 주주행동주의 헤지펀드는 배당 확대나 자사주 매입과 같은 자본 배분 이슈에 주력해 왔다. 이후에는 인수·합병이나 기업 분할, 카브아웃, 스핀오프 등 기업 결합과 구조 재편에도 관심을 넓혔다. 최근에는 보다 장기적인 관점에서 가치 제고를 도모하는 운영 중심 행동주의(operational activism)의 비중이 커지고 있다. 행동주의 투자자들은 이사회에 직접 참여하거나 독립이사를 선임하고, 경영진을 교체하거나 새로운 전략의 실행을 지원하기도 한다. 그동안 많은 헤지펀드가 단기 수익에 지나치게 집중하는 투자자로 인식돼 왔지만, 보다 장기적인 관점에서의 운영 중심 행동주의가 확산되면서 이러한 인식도 다소 변화하고 있다.

기타 투자자

전통적인 자산운용사와 헤지펀드는 전체 주주행동주의 활동의 상당 부분을 차지한다. 이들은 가장 많은 자금을 운용하고, 의결권 행사 규모도 크기 때문에 실질적인 변화를 이끌어낼 수 있는 영향력 또한 가장 크다. 다만 주주행동주의는 이들에 국한되지 않는다.

종교 단체, 비영리단체, 기타 시민사회 단체 등도 주주행동주의 수단을 활용해 기업의 변화를 촉구하며, 그중에서도 주주제안이 대표적이다. 기후 대응, 기업의 사회적 책임, 또는 다양성 정책 도입에 대한 반대 등 특정 이슈를 중심으로 결성된 투자자 연합 역시 규모와 영향력을 확대하고 있다.

이와 함께 소액투자를 통해 주주행동주의자로 이름을 알린 개인투자자들도 소수이지만 존재한다. 실제로 이들은 미국에서 주주총회 시즌마다 표결에 부쳐지는 주주제안의 과반수를 제안하는 주체이기도 하다. 전통적으로 이들은

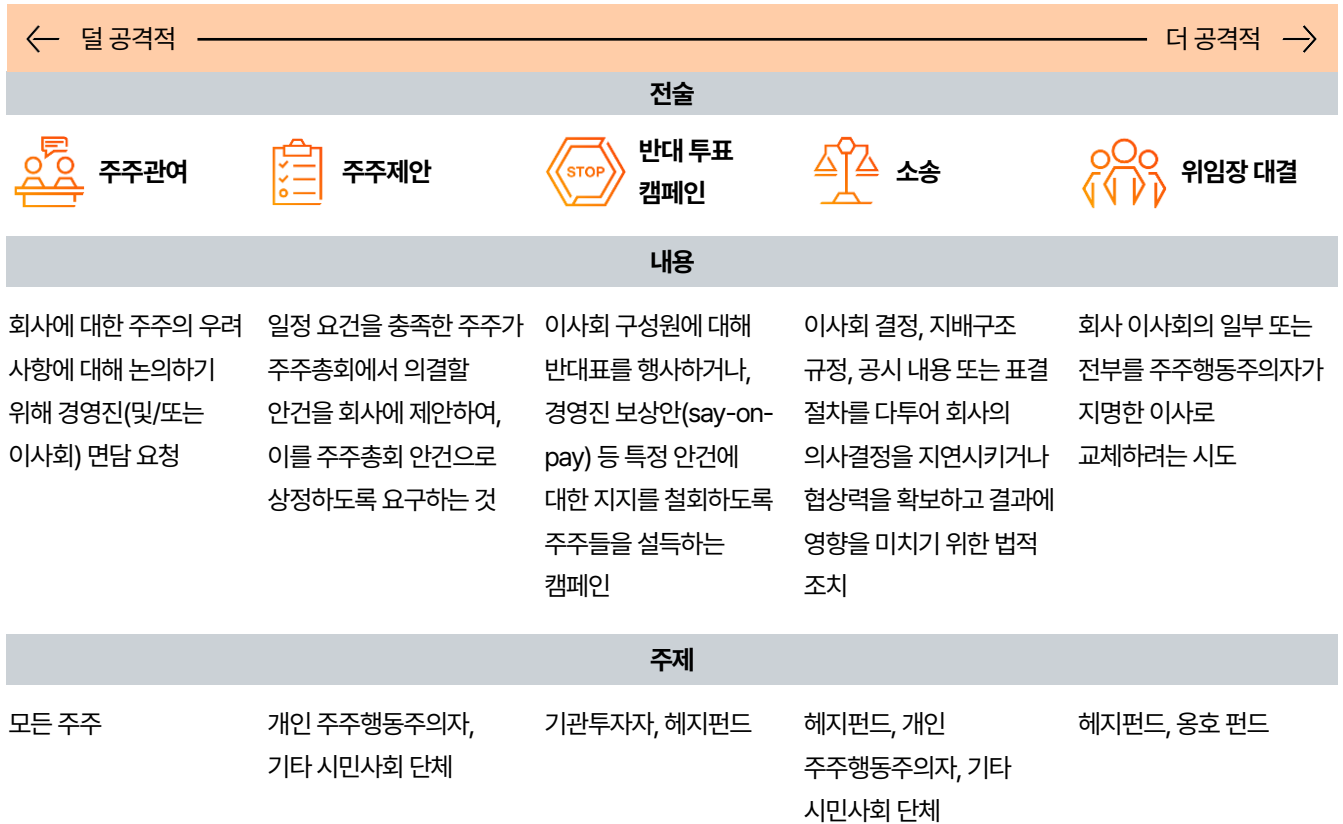
이사 선임에 대한 과반수 찬성 제도나 이사회 시차임기제 폐지와 같은 '바람직한 지배구조(good governance)' 이슈에 주력해 왔으나, 최근에는 지속가능성 이슈를 비롯한 다양한 사안으로 활동 범위를 넓히고 있다.

2-2. 전술: 주주행동주의자의 목표 추구 방법

일부 주주들은 자신이 보유한 기업의 가치를 높이는 데 있어 주주행동주의가 효과적인 수단이라고 판단해 이를 선택한다. 또 어떤 주주들은 장기적 가치를 훼손하고 있다고 판단되는 기업지배구조 관행을 개선하기 위해 주주행동주의를 선택한다. 기업의 제품이나 비즈니스 관행 자체에 문제를 제기하기 위해 행동에 나서는 경우도 있다. 주주행동주의의 형태는 다양하지만, 궁극적인 목표는 하나다. 경영진과 이사회가 기업 운영 방식의 변화를 추진하도록 압박하는 것이다.

주주들이 선택하는 전술은 각자의 목적에 따라 달라진다. 장기적인 관점을 지닌 기관투자자에게 적합한 방식이 단기 수익을 추구하는 헤지펀드에는 효과적이지 않을 수 있다. 주주행동주의 전술은 일상적인 주주 관여에서 시작해, 보다 적극적인 개입으로 이어지는 하나의 연속선상에 놓여 있다고 볼 수 있다. 모든 경영진과의 면담 요청이 곧바로 더 강경한 주주행동주의로 이어지는 것은 아니다. 그러나 변화를 추구하는 다수의 주주들은 설득을 시도하는 데서 출발한다. 반면, 처음부터 공격적인 방식으로 접근하는 주주들도 있다.

[그림: 주주행동주의자 스펙트럼]



주주제안

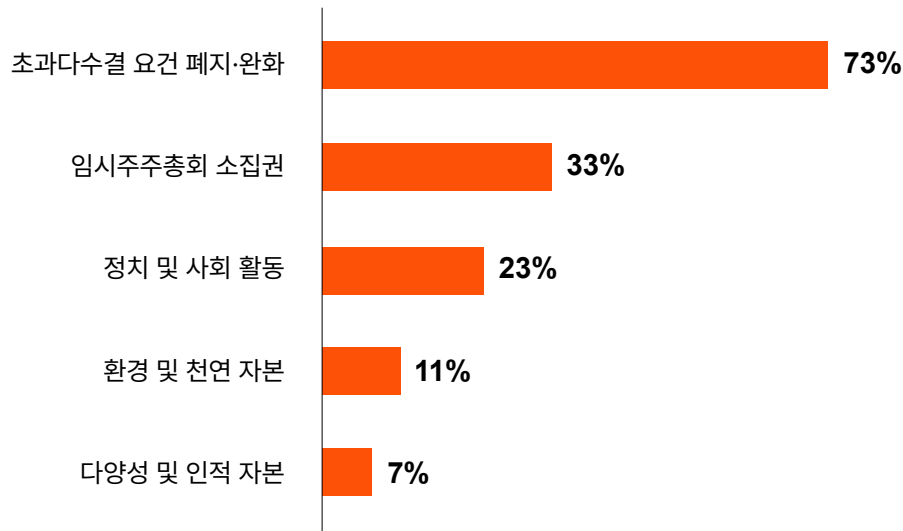
투자자들은 주주제안을 기업과의 논의를 시작하기 위한 계기로 활용하기도 한다. 기업이나 이사회와 직접적인 관여를 했음에도 불구하고 실질적인 변화로 연결되지 않는 경우, 기관투자자와 개인투자자는 주주제안을 제출하거나 제출 가능성을 시사하기도 한다. 미국에서는 주주제안이 노동조합의 전략적 수단으로 사용되기도 하는데, 조합원 신분의 주주가 제출한 제안이 기업과의 단체협약 체결 과정에서 협상 카드로 기능하는 경우도 있다. 주주제안은 주로 기업지배구조 관행이나 정책, 경영진 보상, 기업 시민으로서의 기업 행동에 중점을 둔다. 특히 환경 및 사회 관련 정책의 도입을 지지하거나 이에 반대하는 주주제안은 최근 들어 크게 증가하고 있다. 통상적으로 제안자들은 주요 기관투자자들의 의결권 행사 경향을 참고하여, 제안에 우호적일 가능성이 있는 주주들을 사전에 가늠해 왔다.

제안자	주주제안 건수	지분율
John Chevedden (and associates)	248	29.7%
As You Sow Foundation	59	7.1%
Chris Mueller	37	4.4%
National Center for Public Policy Research	37	4.4%
New York State Common Retirement Fund	35	4.2%
Bowyer Research	34	4.1%

Source: Proxy Analytics, 2025.06.30 기준

최근에는 안건의 가결 가능성이 높지 않더라도, 특정 이슈에 대한 주목을 유도하거나 시장 내 논의를 촉발하기 위한 목적으로 주주제안을 제출하는 사례도 나타나고 있다. 환경(E)·사회(S) 관련 주주제안에 대한 지지율이 기업지배구조(G) 관련 제안에 비해 상대적으로 낮게 나타나는 이유 중 하나로 풀이될 수 있다. 또 다른 이유로는 최근 몇 년간 지속적인 주주행동주의의 영향으로 환경·사회 이슈에 대한 전반적인 공시 수준이 개선된 점을 들 수 있다.

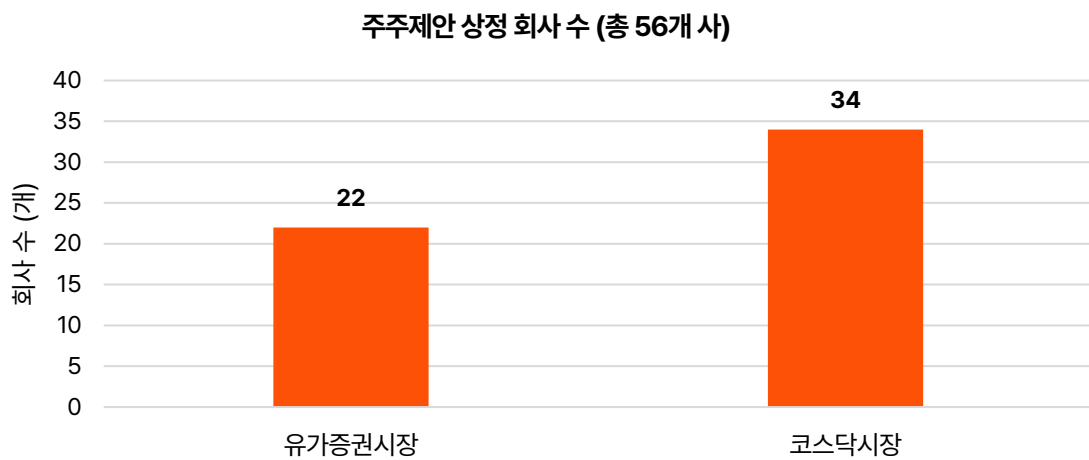
[그림: 2025년 주요 주주제안에 대한 평균 지지율]



Source: Proxy Analytics, 2025.06.30 기준

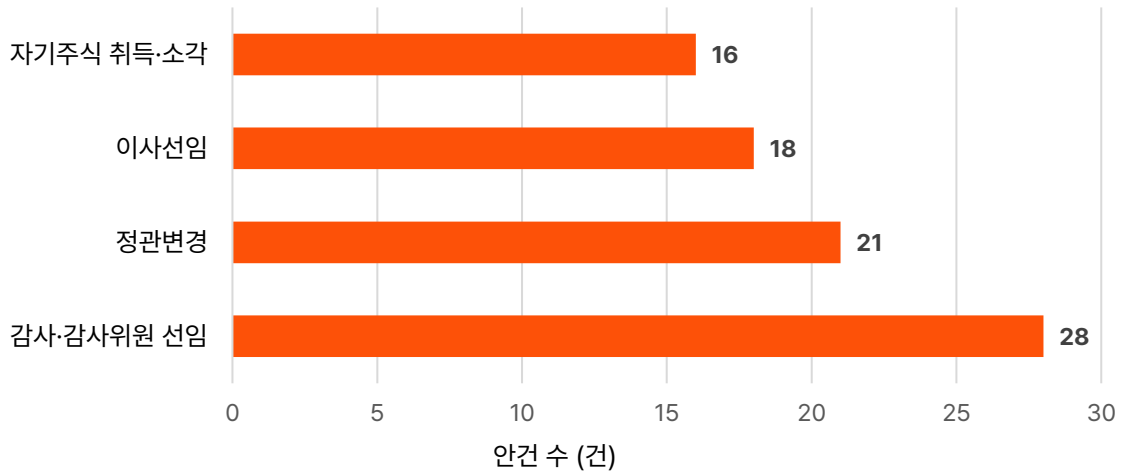
Zoom in - 2026년 국내 주주제안

올해 주주제안이 상정된 회사는 총 56개사로 집계됐다. 유가증권시장 22개사, 코스닥시장 34개사로 전년 41개사 대비 증가세를 보였다.



상정된 주주제안 안건을 유형별로 살펴보면, 감사·감사위원 선임이 28건(21.1%)으로 가장 많았고, 정관변경 21건(15.8%), 이사선임 18건(13.5%), 자기주식 취득 및 소각 16건(12.0%) 순으로 나타났다. 이는 총 주주제안 안건 133건을 기준으로 한 비율이다.

상정된 주주제안 안건 유형 (총 133건 중 일부)



특히 주목할 점은 주주제안의 가결률이 상승했다는 것이다. 상정된 주주제안 안건 중 1건이라도 가결된 회사는 15개사로, 전체 56개사 중 26.8%의 가결률을 기록했다. 이는 전년도 가결률 24.4%보다 2.4%포인트 증가한 수치로, 주주제안에 대한 수용성이 점차 높아지고 있음을 보여준다.

(출처: 상장회사협의회, 12월 결산 상장사 2026년 정기총회 운영 현황 및 주요 특징, 2026.4.14)

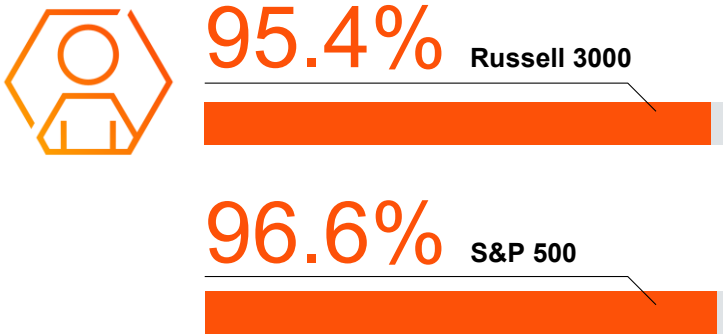
반대 투표 캠페인

반대 투표 캠페인은 주주들에게 이사 후보자나 경영진 보상 안건(say-on-pay) 등 특정 안건에 대해 반대 또는 기권 표를 행사할 것을 촉구한다. 이러한 캠페인을 통해 주주의 우선순위 변화에 대한 강력한 신호를 보낼 수 있다.

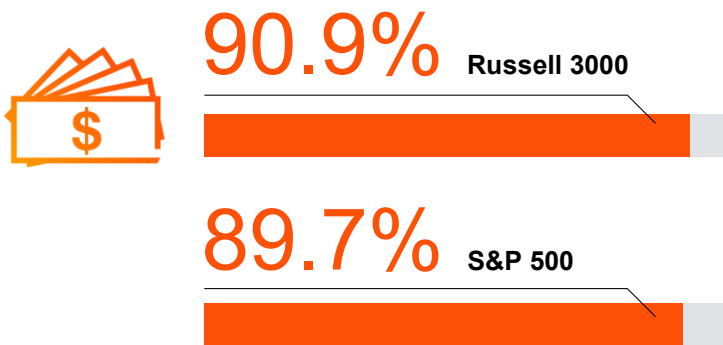
캠페인의 목적을 달성하기 위해 반드시 부결되어야 할 필요는 없다. 미국의 경우 이사 선임이나 경영진 보상 안건은 주주 지지율이 90%를 상회하는 경우가 많아, 지지율이 60~70% 수준으로 하락할 경우 주주 불만이 상당함을 보여주는 엄중한 신호가 된다. 이러한 결과는 언론의 주목을 불러일으키고, 해당 이사의 평판에도 영향을 미칠 수 있다. 미국의 경우 이사들이 다수 기업의 이사회에서 활동하는 경우가 많기 때문에, 한 기업에서의 낮은 지지율이 다른 기업에서의 평가에까지 영향을 미치기도 한다.

2025년 기준 이사 선임과 임원 보수 안건에 대한 평균 주주 지지율은 전반적으로 여전히 견조한 수준을 유지하고 있다.

이사 선임에 대한 평균 주주 지지율



임원 보수 안건에 대한 평균 주주 지지율



Source: Proxy Analytics, 2025.06.30 기준

위임장 대결

주주행동주의자들은 기업 이사회 일부 또는 전체를 교체하는 것이 목표 달성을 위한 최선의 방법이라고 결론 내릴 수 있다. 이 경우 자체적으로 이사 후보군을 구성하고, 다른 주주들을 설득해 해당 후보자들에게 표를 행사하도록 유도한다. 위임장 대결은 비용 부담이 크고 논쟁적인 수단이기 때문에, 전통적으로는 행동주의 헤지펀드와 밀접하게 연관되어 왔다. 다만 최근에는 유니버설 프록시 제도의 도입 이후, 기타 시민사회 단체들 역시 위임장 대결의 활용 가능성을 시험하고 있다.

주주행동주의의 구체적인 전개 방식은 투자자마다 다를 수 있으나, 헤지펀드가 위임장 대결의 위협을 실질적인 압박 수단으로 활용하기 위해 일반적으로 취하는 조치에는 몇 가지 공통점이 있다. 예를 들어 상세한 백서(white paper)를 배포해 요구하는 변화의 논거를 제시하고, 이를 통해 다른 주주들의 지지를 확보하려 한다. 또는 경영진이나 이사회를 대상으로 공개 서한을 발송해 우려 사항을 명확히 제기하기도 한다. 이러한 문서들은 거의 예외 없이 언론에 노출되며, 기업에 대한 외부 압박을 한층 강화하는 역할을 한다.

위임장 대결은 기업에 상당한 시간과 비용 부담을 유발하며, 헤지펀드 역시 성공을 보장받을 수는 없다. 이로 인해 주주행동주의자와 투자 대상 기업은 전면적인 위임장 대결로 비화되기 전에 합의에 이르는 경우가 많다. 예를 들어,

행동주의 투자자는 이사회 의석을 일부 확보하거나, 목표로 삼은 사안 중 일부에 대해 경영진으로부터 이행에 대한 약속을 받기도 한다.

한편 일부 기관투자자들은 기업이 행동주의 투자자의 요구에 지나치게 쉽게 합의하는 것에 대해 우려하기도 한다. 이들은 기업이 행동주의 투자자와의 합의에 앞서 최소한 주요 주주들과 접촉해 의견을 청취할 것을 권고한다. 경우에 따라 이들 기관투자자는 행동주의 투자자의 문제의식에 동의하기도 하지만, 때로는 기업이 기존 입장을 고수해야 한다고 판단하기도 한다.

2-3. 위험 요소: 행동주의 투자자를 유인할 수 있는 위험 요소

모든 행동주의 투자자는 각기 다른 의제와 목표를 가진다. 그러나 과거 사례를 보면, 주주행동주의의 대상이 되는 기업들은 몇 가지 공통적인 문제를 안고 있는 경우가 많다. 주가 부진, 동종 기업 대비 실적 부진, 지배구조 부실, 환경·사회 이슈에 대한 관심 부족 등은 모두 주주행동주의를 촉발하는 요인이 될 수 있다.

부진한 재무 성과 또는 주가

주주들은 기업이 동종 기업 대비 성과가 저조하거나, 핵심 사업과 부합하지 않는 사업부를 유지하고 있거나, 재무상태표상 과도한 현금을 보유하고 있는 상황을 달가워하지 않는 경우가 많다. 이러한 상황이 실제로 주주행동주의로 이어질지는 투자자의 전략에 따라 달라지지만, 다른 지배구조상 우려가 존재할 경우 그 가능성은 더욱 커진다.

주주행동주의 성향의 헤지펀드는 시장에서 충분히 실현되고 있지 않다고 판단되는 가치를 발굴하는 데 집중한다. 시장가치가 장부가치에 비해 낮게 평가되었거나, 과도한 현금을 보유하고 있거나, 부동산과 같이 현금화 가능한 자산을 대규모로 보유한 기업은 행동주의의 표적이 되기 쉽다. 반면 기관투자자는 해당 기업이 지배구조 취약점을 보유하고 있지 않는 한, 행동주의 투자자를 지지할 가능성이 상대적으로 낮다.

지배구조의 취약점

지배구조상 문제는 기업 내부의 다른 취약점을 시사할 뿐 아니라, 기업 가치에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이러한 지배구조 이슈는 투자자들로 하여금 주주 관여에 나서거나 주주제안을 제출하게 하고, 나아가 보다 강도 높은 조치를 검토하도록 자극할 수 있다. 주요 지배구조 이슈는 다음과 같다.

- **이사회 구조 및 구성:** 많은 기관투자자들은 이사회 구성, 특히 이사회원의 다양성에 각별한 관심을 둔다. 실적이 저조한 이사를 교체하기 어렵게 만드는 구조를 갖춘 기업 역시 주주의 반발을 초래할 수 있다. 대표적인 사례로는 다음과 같은 제도들이 있다.

✓ 시차임기제 이사회

- ✓ 이사 선임에 있어 단순 다수결을 적용하는 제도⁷
- ✓ 과반수 지지를 얻지 못했음에도 이사회에 잔류하는 이른바 '좀비 이사(zombie directors)'

이러한 구조적 문제가 존재하지 않더라도, 일부 주주들은 이사의 재임 기간이나 이사회 구성의 정기적인 쇄신 여부를 놓고 주주 관여에 나서기도 한다.

- **주주 권리:** 주주가 임시주주총회를 소집하거나 서면 결의를 통해 의사를 표명하기 어려운 구조는 주주제안을 촉발하는 요인으로 작용하는 경우가 많으며, 해당 기업의 주주권 보호 수준(또는 부재)에 대한 추가적인 관심을 불러일으킬 수 있다.
- **경영진 보상:** 보수 체계에 문제가 있거나 보수가 경영성과와 적절히 연계되지 않는 기업, 또는 경영진 보상 안건(say-on-pay)에 대한 지지율이 낮은데도 대응하지 않는 기업 등은 주주행동주의의 대상이 되기 쉽다.
- **중요한 내부통제 취약점:** 중요한 내부통제 취약점이 공시될 경우, 감사위원회 구성원을 대상으로 한 반대 투표로 이어지기도 한다. 특히 해당 취약점에 대해 기업이 적절한 개선 조치를 취하고 있지 않다고 인식될 경우 이러한 경향은 더욱 두드러진다.

환경 및 사회적(E&S) 결점

환경 및 사회 관련 리스크와 기회에 대한 대응이 미흡하다고 인식될 경우에도 주주행동주의의 대상이 될 수 있다. 환경 이슈로는 기후변화 관련 리스크에 대한 공시 부족이나 플라스틱 폐기물 관리 미흡 등이 대표적이며, 노동, 보건, 안전 등 사회적 측면에서의 부적절한 관행도 주요 쟁점으로 부각될 수 있다. 또한 행동주의자들은 기업의 정치적 기부 및 로비 활동이 기업이 표방하는 환경 및 사회 정책에 부합하는지 여부에도 주목한다.

다수의 대형 자산운용사들은 환경과 사회 영역에 대해 보다 충실한 공시를 요구하고 있다. 특히 이러한 이슈들이 기업 전략에 어떻게 반영되는지, 그리고 관련 과제에 대한 기업의 대응 방향을 주요 판단 기준으로 삼고 있다.

미국에 기반한 기업에 투자하거나 이를 분석·담당하는 응답자의 78%는 지속가능성 보고가 투자자 관여에 매우 또는 상당히 긍정적인 영향을 미친다고 응답했다.

출처: PwC Global Investor Survey 2025

표본: 미국 기업에 투자하는 글로벌 투자자 778명

주주 우려사항 무시

투자자의 우려에 충분히 대응하지 않을 경우, 기업은 원치 않는 관심을 받게 될 수 있다. 때로는 주주 관여 과정에서 제기된 이슈가 주주제안으로 발전하는 경우도 있으며, 우려 사항에 대해 아무런 조치를 취하지 않을 경우 그 결과는

⁷ 단순 다수결은 가장 많은 찬성을 얻은 후보를 선임하는 방식이다. 이 경우 주주 과반의 지지를 얻지 못하더라도 형식적으로 선임될 수 있어, 주주가 행사할 수 있는 '반대' 또는 '기권'은 상징적 의미에 그치는 경우가 많다

더욱 심각해질 수 있다. 예를 들어, 경영진 보상 안건(say-on-pay)에 대한 지지율이 낮았다면 주주들은 기업의 보상 체계에 대한 변화를 기대할 것이다. 그런데 보상 체계에 개선이 이루어지지 않는다면, 주주들은 보상위원회 이사들에 대한 반대 투표('vote no') 캠페인에 나설 수 있다. 결론적으로 주주의 의견을 경청하고, 그 주장의 타당성을 검토한 뒤, 필요한 경우 이에 적절히 대응하는 것이 기업에 대체로 유익하다.

2-4. 주주행동주의자 고려하기

주주행동주의는 종종 기업에 예기치 않게 다가올 수 있다. 헤지펀드가 성과가 부진한 자산 매각이나 기업 매각을 압박할 경우, 경영진과 이사회는 혼란에 빠질 수 있다. 이 과정에서 왜 이러한 상황을 사전에 인지하지 못했는지 자문하게 되기도 한다. 심지어 주주제안을 받는 것만으로도 기업 입장에서는 달갑지 않은 개입으로 느껴질 수 있다. 이사회는 주주행동주의 대비에 있어 핵심적인 역할을 수행해야 한다. 어떤 행동주의 투자자가 기업에 관여할 가능성이 있는지, 어떤 이슈가 제기될 수 있는지, 그리고 다른 주주들이 이에 어떻게 반응할지를 미리 예측할 수 있어야 한다. 또한 주주행동주의의 표적이 될 수 있는 사안에 대해 경영진이 미리 대응하도록 촉구할 수 있다. 이러한 노력은 행동주의 투자자의 관심에서 선제적으로 벗어나는 데 기여할 수 있을 뿐만 아니라, 기업의 성과 개선과 주요 이해관계자와의 관계 강화에도 도움이 될 수 있다. 더 나아가 실제로 행동주의 투자자가 등장하더라도, 이사회는 기업이 보다 건설적인 방식으로 대응하고 그 과정을 전략적으로 활용하도록 지원할 수 있다.

회사를 솔직하게 바라보기

이사는 기업의 전략과 그 전략이 얼마나 효과적으로 실행되고 있는지를 항상 숙지하고 있어야 한다. 이를 위해서는 기업의 성과를 비판적인 시각에서 점검하는 노력이 필요하다. 다만 이사회에 제공되는 정보가 지나치게 세부적일 경우 전체적인 그림을 파악하기 어려울 수 있으며, 반대로 지나치게 개괄적인 경우에는 중요한 세부 사항이 간과되기 쉽다.

이러한 점에서 주주행동주의 관여를 촉발하는 전형적인 요인에 초점을 맞추는 접근은 도움이 될 수 있다. 예를 들어, 기업의 ESG 관련 공시가 모범 사례와 비교해 어느 수준에 있는지, 또는 배당 정책이 과거 행동주의의 표적이 되었던 동종 기업들과 비교해 경쟁력을 갖추고 있는지를 점검해 보는 것이 유용하다. 또한 외부 전문가, 산업 애널리스트, 투자은행 관계자 등 회사 외부 인사들의 의견을 청취함으로써, 투자자나 잠재적 행동주의자의 관점에서 기업이 어떻게 인식되고 있는지를 보다 입체적으로 이해할 수 있다. 이때 경영진에 의해 완화되거나 미화되지 않은, 있는 그대로의 견해를 요청하는 것이 중요하다.

만약 개선이 필요한 이슈가 존재한다면, 이에 대해 선제적인 대응 조치를 취할 필요가 있다. 이러한 노력은 주주행동주의의 표적이 될 가능성을 낮출 뿐만 아니라, 회사에 대한 주주들의 신뢰를 강화하는 데에도 기여한다. 비록 기업이 변화를 추진하지 않기로 결정하더라도, 이러한 비판적 검토 과정은 경영진과 이사회가 기업이 올바른 방향으로 나아가고 있다는 판단의 근거를 재확인하고 이를 명확히 설명할 수 있는 기반이 된다.

주주 파악

행동주의 투자자가 해당 기업 또는 동종 업계 경쟁사의 지분을 상당한 규모로 취득할 경우, 이사회는 이를 적시에 파악해야 한다. 또한 향후 기업에 영향을 미칠 수 있는 광범위한 주주행동주의 동향도 지속적으로 업데이트할 필요가 있다. 이러한 주주들이 원하는 바를 이해하는 것은, 기업이 주주행동주의의 표적이 될 위험을 평가하고 예상되는 전술을 미리 가능하는 데 도움이 된다.

이사회는 기업의 주요 주주들의 입장 변화에도 지속적으로 주의를 기울여야 한다. 특히 이들의 공개적인 관여 사안의 우선순위나 의결권 행사 기준(proxy voting agenda)의 변경 여부를 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

아울러 기업은 개인투자자와 소액주주를 포함한 일반 주주들과도 신중하게 소통할 필요가 있다. 이들은 근소한 표차이의 위임장 경쟁이나 개인 주주의 공감을 얻을 수 있는 이슈에서 의결 결과와 주주 여론에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 이사회와 경영진은 정기주주총회나 실적 발표 시점에 국한하지 않고, 연중 지속적인 대화를 통해 일반 주주들과 소통함으로써 기업 전략을 설명하고 신뢰를 구축할 수 있다. 또한, 갈등 상황이 발생하기 전에 주주의 우선순위를 이해하는 데 실질적인 도움을 얻을 수 있다.

관여 계획 수립하기

주주행동주의자의 관심을 끌 수 있는 영역을 식별했다면, 해당 주제에 대해 다른 주주들과 사전에 소통함으로써 향후 행동주의 캠페인에 대비할 수 있다. 경우에 따라서는 이러한 캠페인을 예방하는 데에도 도움이 될 수 있다. 기업의 취약 요인과 전략적 선택에 대해 투명하게 소통하는 것은 특정 이슈에 대한 주주의 인식을 전환시키는 데 도움이 될 뿐 아니라, 이사회가 감독 책임을 충실히 수행하고 있음을 보여주는 신호로 작용한다.

행동주의 투자자의 공식적인 접촉 전이더라도, 주요 투자자와의 논의에 이사회가 직접 참여하는 것은 유익할 수 있다. 만약 기업이 행동주의 투자자의 표적이 될 경우, 이사회는 이미 다른 투자자들로부터 일정 수준의 신뢰를 확보했을 것이기 때문이다. 이 경우 이사회는 기업의 입장을 보다 효과적으로 대외에 설명하고 전달하는 데 기여할 수 있다.

2-5. 주주행동주의자에 대응하는 방법

행동주의 투자자가 목소리를 내기 시작할 때 기업의 대응 방식은 매우 중요하다. 실효성 없는 대응은 경영진과 이사회가 주주의 우려를 충분히 인식하지 못하고 있다는 인상을 주어 상황을 오히려 악화시킬 수 있다. 행동주의 투자자의 문제 제기가 불편할 수는 있지만, 이를 효과적으로 관리한다면 장기적으로 기업을 더 강하게 만드는 계기가 될 수 있다.

당면 문제를 객관적으로 고려하기

주주행동주의 헤지펀드는 통상 기업에 접근하기에 앞서 광범위한 사전 분석을 수행한다. 이러한 분석을 바탕으로, 최소한 단기적으로 기업 가치를 제고할 수 있다고 판단하는 구체적인 제안을 마련하며, 그 과정에서 이미 다른 주주들과 해당 아이디어를 논의했을 가능성도 높다. 즉 기업의 주요 기관투자자들은 행동주의 투자자의 제안을

검토하는 데 이미 일정한 시간을 할애했을 것이라고 가정해 보자. 주주들은 경영진과 이사회 역시 동일한 수준의 검토를 수행하기를 기대할 것이다. 이사들에게 불편한 사안도 예외는 아니다.

행동주의 투자자는 이사회 구성의 변화를 요구할 수도 있는데, 이는 이사들에게 개인적인 문제 제기처럼 느껴질 수 있다. 또한, 경영진 교체에 대한 요구는 현 CEO에게 직접적인 공격으로 받아들여질 가능성이 크다. 그러나 이러한 제안들도 처음부터 배제되어서는 안 된다.

아울러 주주제안이나 반대 투표('vote no') 캠페인도 진지하게 받아들여야 한다. 한 걸음 물러서서 점검해 보자. 기업의 현재 관행이 충분히 정당화될 수 있는 경우도 있을 것이다. 그러나 개선의 여지는 없는지, 현상 유지 편향⁸으로 인해 검토가 미뤄진 변화는 없었는지를 점검해야 한다. 주주들의 문제 제기가 무시되지 않는다면 기업에 의미 있는 경고이자 전환의 계기가 될 수 있다.

최선의 대응 방법 결정

헤지펀드 주주행동주의자에 대한 대응 전략은 상황에 따라 달라질 수 있다. 비공개적으로 접근해 오는 경우에는 서면 대응이나 대면 회의와 같은 방식이 합리적일 수 있다. 이를 통해 행동주의 투자자가 제기하는 비판의 내용을 직접 확인하고, 향후 비공개 협의를 이어가기 위한 기반을 마련할 수 있다. 이러한 과정은 추후 기업이 행동주의자와의 합의를 모색하는 데에도 도움이 된다.

반면 공개적인 캠페인이 전개되는 경우에는 발언을 최소화하는 것이 보다 신중한 대응이 될 수 있다. 언론을 통해 행동주의자와 공방을 벌이는 것은 기업에 실질적인 이익이 되지 않는다. 특히 위임장 대결 상황에서는 관련 당사자들 중 일부가 같은 이사회에서 함께 활동하게 될 가능성도 있다. 따라서 향후 관계를 염두에 둔 장기적인 시각에서 대응 전략을 설계할 필요가 있다.

주주제안을 받았거나 반대 투표 캠페인의 표적이 된 기업의 경우에는 해당 투자자와 직접 접촉해 구체적인 우려 사항을 논의하는 것이 가장 효과적인 대응이 될 수 있다. 주주제안과 관련해 기업과 주주가 제안 철회를 전제로 일정한 조치에 합의하는 경우도 적지 않다. 주주가 항상 즉각적인 변화를 요구하는 것은 아니며, 변화에는 시간이 필요하다는 점을 인식하고 있는 경우도 많다. 따라서 기업이 문제를 해결하기 위한 명확한 계획을 보유하고 있음을 보여주는 것만으로도 충분할 수 있다.

소통만으로 반대 투표 캠페인을 즉각 중단시키기는 어려울 수 있다. 그러나 주주의 관점을 이해하는 과정은 기업이 보다 효과적인 대응 전략을 마련하는 데 중요한 단서를 제공한다. 실제로 경영진이나 이사회가 다른 주주들과 소통하는 과정에서, 기업과 해당 행동주의 투자자 간의 관계에 대해 질문을 받는 경우도 빈번하다.

다른 주주들에게 연락하기

행동주의 투자자들이 반대 투표 캠페인이나 위임장 대결을 검토하고 있는 경우, 실질적인 효과를 거두기 위해서는 다른 주주들의 지지가 필수적이다. 이들이 이미 기업의 다른 투자자들과 활발히 교류하고 있을 가능성이 높은 만큼,

⁸ 현상 유지 편향(Status Quo Bias)은 변화가 명확한 이익을 제공하지 않는다고 인식될 경우, 기존 상태를 유지하려는 의사결정상의 인지적 편향을 의미한다. 이로 인해 개인은 더 나은 대안이 존재하더라도, 변화에 따른 불확실성이나 손실 가능성을 회피하기 위해 현 상태를 선택하는 경향을 보이게 된다.

경영진과 이사회도 적극적으로 소통에 나설 필요가 있다. 행동주의 투자자의 접근은 제기된 이슈를 다른 주주들과 논의할 수 있는 계기가 될 수 있다. 이를 통해 기업은 현재의 전략적 방향이 기업과 모든 투자자의 장기적 이익에 부합하는 이유에 대해 명확히 설명할 수 있다.

이상적으로는 기업이 이미 주요 주주들과 구축해 온 관계를 바탕으로 이러한 논의를 이어갈 수 있어야 한다. 행동주의 투자자가 제안한 변화가 장기적 관점에서 최선이 아니라고 기업이 판단했다면, 투자자들은 그 이유뿐만 아니라 그러한 결론에 이르게 된 판단 과정도 알고자 할 것이다. 반대로 기업이 일부 변화를 수용하기로 결정했다면, 그 내용도 투명하게 공시할 필요가 있다. 아울러 주주와의 폭넓은 소통 노력을 공시함으로써, 기업의 노력을 투자자들에게 효과적으로 전달할 수 있다. 실제로 행동주의자가 제시하는 제안의 상당수는 기업이 이미 내부적으로 검토해 오던 사안과 겹치는 경우가 많다.

공감대 형성을 위한 방법 모색하기

최근에는 행동주의 투자자와 협력할 수 있는 방안을 모색하는 기업이 이전보다 훨씬 늘어나고 있다. 위임장 대결은 비용과 시간이 크게 소모되는 과정이므로, 행동주의 투자자와의 공통분모를 찾아 이러한 리스크를 사전에 차단하는 것이 합리적인 선택이 될 수 있다.

행동주의 투자자와 합의에 도달하기 위해, 기업은 특정 정보에 대한 공시를 확대하고, 자본 배분 정책을 조정하거나, 경우에 따라서는 이사회에 새로운 이사를 선임하는 등의 조치를 검토해야 할 수 있다. 그리고 이러한 조치는 회사의 원래 계획에 포함되지 않았을 수 있다. 그러나 위임장 대결로 이어져 행동주의 투자자가 이사회에 대한 실질적 통제력을 확보하게 되는 극단적인 상황과 비교하면, 상대적으로 현실적인 대안이 될 수 있다.

행동주의 투자자도 합의에 도달할 유인을 가지고 있다. 통상적으로 대상 기업이 위임장 권유 과정에서 훨씬 더 많은 비용을 지출하지만, 행동주의 투자자에게도 그 부담이 결코 가볍지 않다. 선택지가 주어진다면, 대부분의 행동주의 투자자는 목표 달성을 위해 소요되는 시간과 비용을 최소화하는 방식을 선호한다. 합의가 성사되면, 행동주의 투자자와 기업은 향후 상호 관계의 기본 원칙과 행동 범위를 정하는 스탠드스틸 계약(standstill agreement)⁹을 체결하게 된다.

구속력이 없는 주주제안이라 하더라도, 가결되거나 원치 않는 언론의 주목을 받는 것만으로 기업에 부담이 될 수 있다. 따라서 기업과 제안자 모두가 수용할 수 있는 중간 지점을 모색하는 것은 충분히 가치가 있다.

결론

기관투자자와 헤지펀드 등 다양한 주체에 의한 주주행동주의가 꾸준히 이어지는 가운데, 경청과 사전 대비는 이제 선택이 아닌 필수로 자리잡고 있다. 이러한 환경 변화 속에서 주주행동주의의 흐름을 정확히 파악하고 이에 효과적으로 대응해 나가는 것은 이사회와 핵심적인 책무라 할 수 있다.

⁹ 미국에서는 행동주의 투자자와 대상기업 간 분쟁이 합의로 마무리될 때, 당사자 간 향후 주주활동을 제한하는 스탠드스틸(standstill) 약정이 합의서의 핵심 조항으로 포함되는 경우가 많다. 이러한 합의의 공시 방식과 공개 범위는 합의 내용의 중요성(materiality) 판단 및 합의 체결 방식에 따라 달라질 수 있다. 전형적인 스탠드스틸 조항에는 추가 지분 매집 한도 설정, 이사 후보 추천 및 위임장 권유 금지, 주주제안 제출 금지, 공개적 요구나 비판적 발언 제한 등의 내용이 포함된다.