

2024. 11. 15



Global Strategy

일본 주주행동주의 사례의 교훈

해외주식 이상연
lee.sang-yeon@shinyoung.com

자산배분/투자전략 박소연
park.so-yeon@shinyoung.com



Content

I. 일본과 주주행동주의	3
주주행동주의는 건강한 메기가 될 수 있을까?	
(1) 일본 기업 경제사: 재벌 해체와 기업집단의 등장	
(2) 일본 주주행동주의의 역사: 아베노믹스를 기점으로 부활	
II. Case Study 주주행동주의의 명과 암	10
닌텐도(2016): 포켓몬 고의 탄생	
삿포로 홀딩스(2023): 부동산 매각을 통한 사업구조 재편	
후지텍(2023): 오너 중심 지배구조에서 기관투자자 중심 지배구조로	
도시바(2023): 도시바는 어떤 선택을 했어야 할까?	
III. Appendix	15

I. 일본과 주주행동주의

분석의 기본 가정

- 일본판 기업 밸류업 프로그램의 성공에는 주주행동주의 펀드들의 역할이 있었음
- 기업 스스로의 근본적인 기업가치 제고에 대한 고민과 공감대 형성도 중요

주주행동주의는 건강한 메기가 될 수 있을까?

중요한 것은
기업 스스로의 변화 의지

‘메기 효과’란 정체된 생태계에 강력한 포식자(=메기)가 나타나면 오히려 분위기가 활성화되는 현상을 의미한다. 올 상반기 일본 중시의 강세가 바로 주주행동주의 펀드의 메기 효과 덕분이라는 평이 자자하다. 하지만 이러한 메기 효과에서 중요한 것은 메기와 함께 살아가는 다른 물고기들(=기업)의 변화 의지였다. 기업 스스로 기업가치에 대해 고민하고 주주행동주의 펀드의 제안을 적극적으로 수용했을 경우 주가 상승이 함께했다는 점이 이를 뒷받침한다.

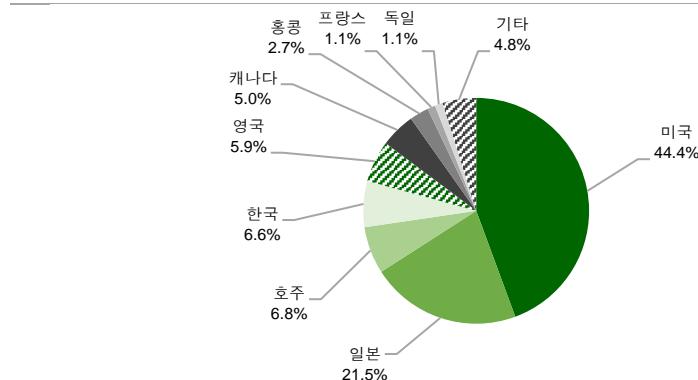
일본판 기업 밸류업
프로그램과 함께하며
증시 상승을 이끌어낸
주주행동주의 펀드

일본도 과거에는 주주행동주의 펀드의 이미지가 그다지 긍정적이지는 못했었다. 그러나, 아베노믹스의 일환으로 주주행동주의 펀드가 활발히 활동할 수 있는 환경이 조성되면서 미국에 이어서 2번째로 주주행동주의 펀드의 활동이 활발한 국가가 되었다. 최근에는 주주행동주의 펀드들이 일본판 기업 밸류업 프로그램과 흐름을 함께하며 전반적인 증시 상승에도 기여했다는 평을 받고 있다. 실제로 주주행동주의를 표방하고 있는 펀드들의 일본 주식 매입액이 계속해서 증가한다는 점도 이들의 영향력이 점차 확대될 것임을 시사한다.

닌텐도, 샷포로홀딩스와
같은 긍정적인
케이스에 주목

물론 모든 주주행동주의 활동이 기업에 긍정적인 영향을 준 것은 아니나 닌텐도, 샷포로홀딩스와 같이 기업 체질 개선과 주가 상승을 동시에 이뤄낸 케이스에 주목하고자 한다. 여전히 주가 측면에서는 주주행동주의가 단기 이벤트에 불과하다는 지적도 존재하나 기업들이 기업가치에 대한 진지한 고민을 할 수 있는 긍정적인 트리거가 될 수 있을 거라 기대한다.

도표 1. 2024 글로벌 주주행동주의 캠페인 국가별 비중



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

(1) 일본 기업 경제사: 재벌 해체와 기업집단의 등장

메이지 유신때 탄생하고
세계 2차 대전 때
사라진 일본의 재벌

일본의 대기업 형태는 재벌(財閥, 자이바츠)에서 현재의 기업집단(系列, 게이레츠)으로 변화해왔다. 오너 가문을 중심으로 한 대규모 기업단체를 의미하는 재벌의 역사는 메이지 유신으로 거슬러 올라간다. 당시 일본 기업들은 서구 문명을 받아들이며 급속도로 성장했고 특히 은행업, 보험업과 같은 금융업종을 필두로 무역업, 식료품업, 제조업 등 다양한 업종으로 뻗어나가며 외형을 키워나갔다. 지금 우리에게도 익숙한 미쓰비시, 미쓰이, 스미토모가 3대 재벌에 해당된다.

기업집단의 등장으로
일본 특유의 주식
상호보유 문화 탄생

그러나, 세계 2차 대전이 종전되면서 일본 경제의 주축이었던 재벌기업들은 전범기업으로 분류되며 미국 정부에 의해 해체 수순을 밟게 된다. 이후 기존의 재벌을 대신해 관계사 간의 연대를 지향하며 ‘계열’을 의미하는 게이레츠라는 이름의 기업집단이 새롭게 등장했다. 동시에 전후 기업 성장을 위해 자본을 대출해준 은행, 보험 등을 중심으로 일본 특유의 상호주(또는 정책보유주) 보유가 하나의 관습으로 자리잡게 되었다. 1960~1980년대 동안 일본의 상호보유주식 비중은 계속해서 증가해 폐쇄적인 자본구조 형성에 일조하게 된다. 이러한 상호보유주식은 상대 기업의 경영사항에 사실상 전면적 지지로 이어져 소액주주의 의견이 고려되지 않았다는 점에서 일본 거버넌스의 문제점으로 인식되어 왔다.

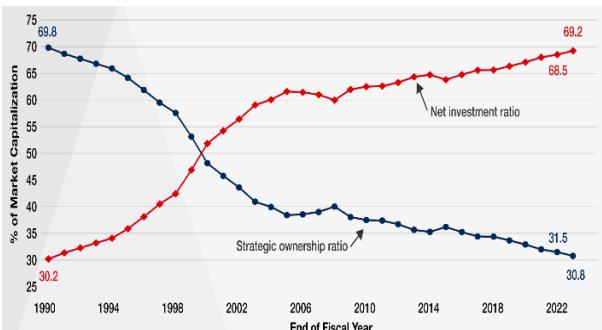
이러한 흐름이 변하게 된 것은 2000년대 처음으로 일본 내에서 국내외 주주행동 주의 펀드의 움직임이 본격화되었기 때문이다. 이 과정에서 상호보유주식에 대해서 강도 높은 비판이 등장했고 기업 거버넌스에 대한 문제의식이 최초로 논의되기 시작했다. 실제로 일본 정부와 금융당국은 기업간 상호보유 문제를 해소하기 위해 2010년부터 상장기업을 대상으로 상호보유 주식 규모와 기업현황을 공시하도록 했다. 이후 2023년에는 일본판 벨류업 프로그램과 함께 경영상 또는 업무상 상호보유의 구체적인 목적 등을 밝힐 것을 요구하는 등 사실상 지분 매각을 압박하기도 했다.

도표 2. 일본 3대 재벌(자이바츠)&6대 기업집단(게이레츠)



자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

도표 3. 감소하고 있는 상호보유주식 비중



자료 : NOMURA, 신영증권 리서치센터

(2) 일본 주주행동주의의 역사: 아베노믹스를 기점으로 부활

사회적 공감을 얻는 데는 실패했던 초창기

2000년대에 등장한
일본의 주주행동주의,
그러나 효과는 미미

올해 상반기 낫케이225가 꾸준히 상승 곡선을 그려온 데에는 주주행동주의가 큰 역할을 했다는 평가가 나오고 있다. 일본 정부가 주주행동주의 펀드 활동 장력을 통해 기업 거버넌스와 출자구조 개선을 이끌어내는데 성공해 외국인들 투자자금이 몰렸다는 해석이다. 실제로 2024년 10월 기준 일본은 미국에 이어서 2번째로 주주행동주의 펀드의 활동이 활발한 국가이다. 일본 내 주주행동주의 캠페인 사례는 Bloomberg 집계 기준 최근 10년간 2014년 11건에서 2024년 134건으로 꾸준히 증가해왔다.

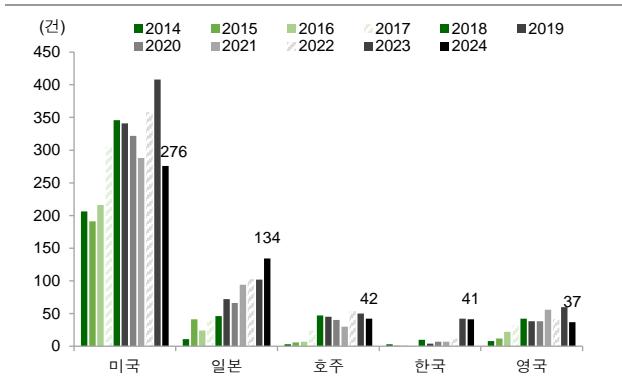
적대적 공개매수를
주로 진행했던
일본의 과거 주주행동주의

일본 내에서 주주행동주의가 본격적으로 활발해진 시기는 스튜어드십 코드가 제정된 2014년부터다. 물론 그 이전에도 국내외 펀드들의 적극적인 주주행동주의 활동 사례도 존재하나 대부분 긍정적인 결과를 낳지는 못했다. 미국의 Steel Partners Holdings(이하 Steel Partners)와 Dalton Investment가 대표적인 사례에 해당된다. 이들의 주주행동주의 활동은 공격적이고 강압적으로 진행됐다는 평을 받아 당시 기업계와 여론의 공감을 사는데 한계가 있었다.

Steel Partners의 경우 2008년 인스턴트 라면 업체 묘조식품(明星食品) 인수합병을 선언했으나 묘조식품(明星食品)은 백기사로 등장한 낫신식품(日清食品)의 지원으로 위기를 넘겼다. 2009년 2월에는 샤포로홀딩스의 지분 66.6%를 매입하겠다고 제안했으나 샤포로 홀딩스(サッポロホールディングス)의 반발로 무산되었다. 이후에도 여러 기업을 상대로 주식공개매수에 나서거나 배당금 증액을 요구하는 등 주주행동주의 활동을 이어나갔으나 일본 기업의 반감만 사며 긍정적인 결과를 얻는 데는 실패했다.

특히 2001년 주주행동주의를 표방하면서 높은 수익률로 유명했던 로컬 펀드인 무라카미 펀드(村上ファンド)가 2008년 내부거래 혐의로 법적 절차를 밟게되면서 일본 내 주주행동주의에 대한 관심은 사그라져가는 것만 같았다.

도표 4. 국가별 주주행동주의 캠페인 현황 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 일본 과거 주주행동주의 펀드

주주행동주의 펀드	연도	대상 기업	세부내용
Dalton Investment	2006	선 텔레폰	적대적 M&A 목적 공개매수
Steel Partners Holdings	2006	모죠식품	인수 합병 제안
	2006	불독소스	적대적 M&A 목적 공개매수
	2007	덴류세이쿄	적대적 M&A 목적 공개매수
	2009	에자키 글리코	배당금 5배 증액 요구
무라카미 펀드(村上ファンド)	2001	쇼에이	적대적 M&A 목적 공개매수
	2005	한신전철	적대적 M&A 목적 공개매수

자료 : 언론종합, 신영증권 리서치센터

아베의 세 번째 화살이었던 주주행동주의

아베노믹스에는
기업 거버넌스 개선도
포함되어 있어

이런 주주행동주의가 일본에서 다시 부활하게 된 데에는 아베노믹스의 역할이 컸다. 아베노믹스는 통화정책(양적완화), 재정정책(재정확대), 산업정책(규제개혁과 해외진출)의 일명 3가지 화살을 축으로 아베 신조 총리가 10년간 추진했던 일본경제 재흥 전략이다. 이 중 개별 기업의 경쟁력 제고와 동시에 외국인 투자자 자금 유치를 목적으로 하는 세 번째 화살을 위한 정책적 기반을 마련하는 과정에서 주주행동주의가 선택되었다.

2000년대에 등장한
일본의 주주행동주의,
그러나 효과는 미미

아베 총리가 주주행동주의를 선택한 이유는 경제 활성화를 위해서는 기업 거버넌스의 개혁이 필요하다고 판단했기 때문이다. 이를 위해 2014년 2월 스튜어드십 코드를 채택하고 2015년 6월 기업거버넌스 코드를 도입하면서 기업 경영에서 주주 가치 제고를 고려하도록 했다. 스튜어드십 코드는 도입 첫 해 일본 최대 연금기관인 GPIF를 포함해 약 160 곳의 기관투자자가 참여했고 2024년 6월말 기준 334개의 기관이 도입하고 있다. 또한, 2019년에는 회사법 개정으로 상장기업들이 사외이사를 의무적으로 선임하게 됐다.

도표 6. 아베노믹스 세개의 화살 내용 요약

분류	세부사항
첫번째 화살, 과감한 금융완화	엔저 기조 유지
	물가 상승률 2% 목표
	통화 공급량 2배 수준 증가
	채권 매입 확대
	금리 인하 및 콜금리 제로 정책
두번째 화살, 재정지출 확대	대규모 추가 경정예산 편성
	국토 재난방지 계획
	공공사업 진흥
세번째 화살, 성장전략 추진	전방위적 규제완화 및 감세 정책
	국내 기업 활성화
	국내 기업 해외 진출 지원
	국가전략 특구 추진
	민간자금을 활용한 사회간접자본 구축

자료 : 언론종합, 신영증권 리서치센터 정리

도쿄거래소, 정부의
일본판 벤처업 프로그램에
함께한 주주행동주의 펀드

이렇게 정부의 적극적인 지지를 받게 된 주주행동주의 펀드들은 과거와 다른 전략을 취하게 된다. 이전에는 일부 지분을 확보한 뒤 일방적으로 기업에게 파격적인 주주제안을 했다면 아베노믹스 이후에는 기업에 우호적인 주주행동주의를 펼치게 된다. 예를 들어 주주제안을 통해 도쿄거래소의 개혁안에 동참하기 요구하거나 정부 정책 설정에 자문하는 식이다. 실제로 Oasis Management는 경제산업성 등 정부기관을 상대로 자문을 할 뿐만 아니라 회사임원육성기, 일본 스튜어드십 이니셔티브, 환경성 ESG 논의 플랫폼 등에 참여하며 거버넌스 개혁에 일조하고 있다. 과거 부정적인 이미지로만 비추어졌던 주주행동주의 펀드들이 실제로 기업가치 개선에 집중하는 모습을 보여주면서 적대적인 이미지를 탈피하려 노력하고 있는 것이다.

도표 7. 아베 내각 정책 타임라인

2014	스튜어드십 코드 도입 (14.02) • 기관투자자의 적절한 의결권 행사 요구 회사법 개정 (14.06) • 사외이사 비도입 사유 설명 의무화 및 사외이사 요건 엄격화
2015	기업지배구조 코드 도입 (15.05) • 정책보유주식의 목적과 합리성에 대한 설명 요구 • 기업들이 통합보고서 작성을 시작하게 된 계기
2016	스튜어드십 코드 1차 개정 (17.05) • 개별 기업 의안별 의결권 행사 결과 공표 의무화 기업지배구조 코드 1차 개정 (18.06)
2017	회사법 개정 (19.12) • 상장회사의 사외이사 선임 의무화(최소 1명) 스튜어드십 코드 2차 개정 (20.03)
2018	기업지배구조 코드 2차 개정 (21.06) • 사외이사 선임 2명 이상으로 비중강화
2019	도쿄거래소의 자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현 방안 회신 요구 (23.03)
2020	
2021	
2022	
2023	
2024	

자료 : 언론종합, 신영증권 리서치센터 정리

도표 8. 일본 주요 주주행동주의 펀드 활동 사례

연도	주주행동주의 펀드	대상 기업	세부내용
2013	Oasis Management	닌텐도	모바일 게임 출시 요구
2015	Third Point LLC.	화낙	배당확대 및 자사주 매입
	Oasis Management	교세라	태양광 사업 구조조정 및 일본항공 지분 매각
2016	Third Point LLC.	세븐&아이 홀딩스	스즈키 회장의 사장 교체안 반대
	Third Point LLC.	소니	반도체 사업 분사 및 소니파이낸셜홀딩스 지분 매각
	Oasis Management	도쿄돔 코퍼레이션	입장료/이용료 인상 및 시설 개조를 통해 순이익 개선
2019	ValueAct Capital	올림푸스	추천 이사 선임
	Elliott Management	소프트뱅크	투자 결정과정의 투명성 제고, 자사주매입 및 사외이사 증원
2020	Oasis Management	후지텍	창업자 및 가족 중심의 거버넌스 구조 지적
2023	3D Investment Partners	삿포로 홀딩스	유동성 확보를 위해 미활용 부동산 매각
	Ariake Capital	치바공업은행	직원 인센티브 개선 및 대출 사업부 조정
	Palliser Capital	케이세이 전철	오리엔탈랜드 지분 일부 매각 후 철도사업 투자
	ValueAct Capital	세븐&아이 홀딩스	편의점 사업부 분리, 이사진 교체
2024	Oasis Management	카오	실적이 저조한 브랜드 정리 및 핵심 사업 집중

자료: Bloomberg, 언론종합, 신영증권 리서치센터 정리

도쿄거래소를 중심으로 진행된 일본판 밸류업 프로그램은 기업의 자율성을 표방해 강제/의무조항보다는 가이드라인에 가깝다는 점에서 국내와 유사하다. 그럼에도 불구하고 주주행동주의 펀드들이 PBR이 1배 이하인 상장사들의 배당확대 및 자사주 매입/소각 흐름에 동참하며 적극적으로 관련 주주제안을 한 효과가 나타나고 있다.

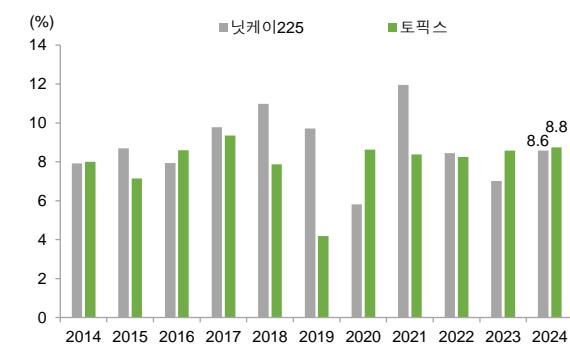
실제로 일본 증시의 배당성향은 2021년부터 증가세를 보여 2023년에는 닛케이 225 기준 50.6%, 토픽스 기준 35.8%를 기록하였다. 또한, 전체 증시의 ROE도 꾸준히 증가하고 있어 올해 도쿄거래소의 목표치인 8%를 달성한 상황이다(닛케이 225 8.6%, 토픽스 8.8%). PBR의 경우에도 올해 기준 닛케이225는 1.99배, 토픽스는 1.34배를 기록하고 있어 일본판 밸류업 프로그램이 단순히 기업들의 회신에서 만 끝나지 않고 실제 행동까지 이어졌음을 짐작하게 한다.

도표 9. 일본 증시 배당성향 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. 일본 증시 ROE 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

아베노믹스에는
기업 거버넌스 개선도
포함되어 있어

주주행동주의 테마의 펀드 상품

일본에서는 주주행동주의 펀드들이 개별적인 캠페인만 벌이는 것이 아니라 관련 컨셉의 펀드 상품들을 출시하고 있다. HC Asset Management의 일본 액티브 펀드 유니버스 분류에 따르면 주 투자 종목의 특징에 따라 Core(핵심), Growth(성장), Value(가치), Engagement(인게이지먼트)로 나눌 수 있다. 이중 가치형과 인게이지먼트형 펀드가 일본판 밸류업 프로그램과 흐름을 함께한 카테고리에 해당한다. 특히, 인게이지먼트형 펀드의 경우 단기적인 주주제안을 넘어서 기업의 본질적인 가치 제고를 목적으로 한다는 것이 특징적이다.

도표 11. 일본 주요 가치형, 인게이지먼트형 펀드 사례

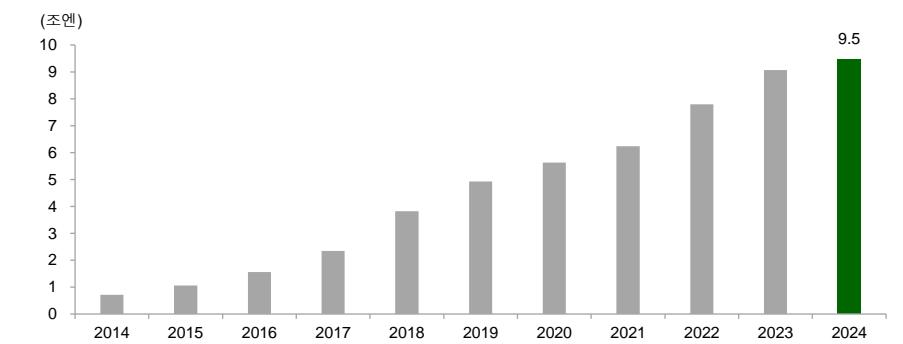
운용사	펀드명	운용사	펀드명
Aizawa	Asuka Value up	SPARX Asset Management	Japan Equity Stewardship Fund
Asset Value Investors Ltd	AVI Japan Opportunities Strategy		Enterprise Value Creation Japan Equity Fund
Dalton Investments LLC	Dalton Japan Equity	Strategic Capital	Strategic Capital Japan-Up Unit Trust
Go Investment Partners	The TMAM-GO Japan Engagement Fund	Symphony	SFP Value Realization Fund
Misaki Capital	Misaki Engagement Master Fund	Taiyo Pacific Partners LP	Taiyo Fund
Rising Sun Management	Nippon Active Value Fund	Trivista Capital	Trivista Fund
Simplex Asset	Simplex Japan Value UP Fund	VARECS	VARECS Japan Equity Small Cap

주) 공모형/사모형 모두 포함, 외국계/로컬 펀드운용사 모두 포함

자료: Bloomberg, 언론종합, 신영증권 리서치센터 정리

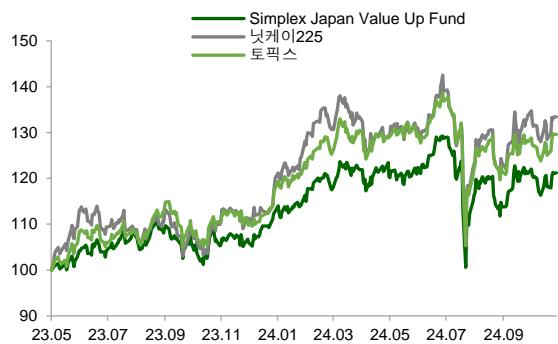
아쉽게도 시장수익률이 확인되는 일본의 인게이지먼트형 펀드에 한해서는 시장지수(닛케이225, 토픽스)를 상회하는 결과를 내지는 못했다. 그러나, 역으로 펀드 수익률 곡선이 대표 지수와 흐름이 유사하다는 점에서 해당 펀드 운용사들이 전체 증시에 미치는 영향이 적지 않음을 확인할 수 있었다. 또한 실제로 주주행동주의를 표방하고 있는 펀드들의 일본 주식 매입액이 계속해서 증가세를 보이고 있다는 점도 이들의 영향력이 점차 확대될 것임을 시사한다.

도표 12. 주주행동주의 펀드의 일본 주식 투자액 추이: 10 조엔에 육박



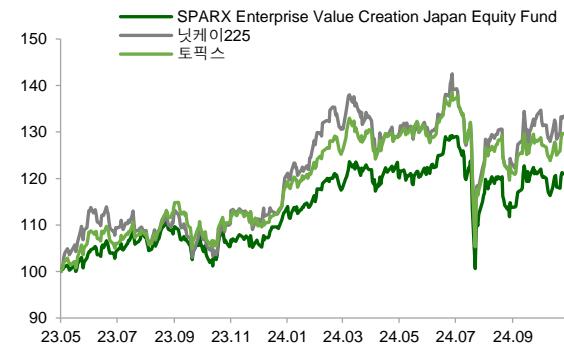
자료 : IR Japan, 일본경제신문, 신영증권 리서치센터

도표 13. Simplex Japan Value up Fund vs. 시장 지수



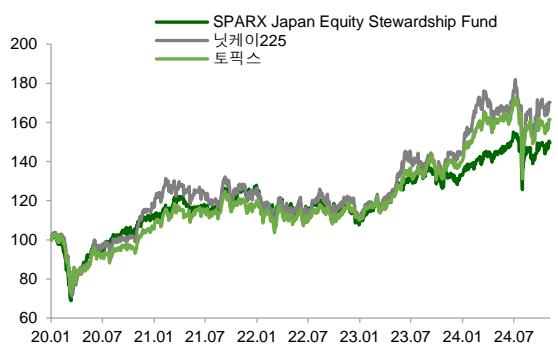
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 14. SPARX Enterprise Value Creation Fund vs. 시장 지수



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 15. SPARX Japan Equity Stewardship Fund vs. 시장 지수



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 16. SPARX Japan Equity Stewardship Fund 보유종목

	기업명	보유 비중
1	Eizo Corp	8.81%
2	Max Co Ltd	8.69%
3	Maruwa Co Ltd	8.31%
4	Nakanishi	8.28%
5	Pilot Corp	8.15%
6	Shoei	6.61%
7	Wacom Co Ltd	6.30%
8	Renesas Electronics Corp	5.89%
9	Mitsubishi Heavy Industries	5.84%
10	Morinaga Co Ltd	5.34%

자료 : Investing.com, 신영증권 리서치센터

II. Case Study 주주행동주의의 명과 암

닌텐도(Nintendo, 7974 JP): 포켓몬 고의 탄생(2016)

닌텐도 사업 철학을
바꾼 주주행동주의 펀드

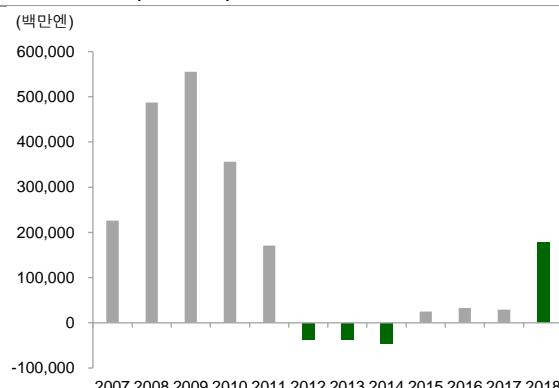
당연히 일본에서 진행된 모든 주주행동주의 활동이 긍정적인 결과를 낳은 것은 아닙니다. 그럼에도 단기차익이 아닌 본질적인 기업 편더멘탈의 변화를 이끌어낸 대표적인 사례가 바로 닌텐도의 포켓몬 고 출시이다.

2000년대 초중반 닌텐도는 닌텐도 DS, 닌텐도 Wii와 같이 가정용 게임기기와 콘텐츠 판매를 주 사업으로 영위하고 있었다. 하지만 2000년대 후반 가정용 게임기 기업의 경쟁도는 심화되었고 스마트폰이 출시되면서 글로벌 게임 산업의 트렌드도 자연스럽게 모바일 중심으로 옮겨가게 되었다. 결국 닌텐도는 기존 시장의 경쟁 포화와 신사업 미진출로 인해 성과 부진을 면치못하고 2012~2014년 3년간 연속 적자를 기록하게 된다.

이때 홍콩계 주주행동주의 펀드인 Oasis Management(이하 Oasis)가 닌텐도의 소수지분을 확보하며 닌텐도의 경영에 관여하기 시작했다. Oasis는 2013년 지분 매입을 시작으로 3차례의 공개서한을 보내는 등 공격적인 활동을 펼쳤다. 특히 이 과정에서 모바일 게임의 시장의 성장성이 기존 닌텐도의 주력시장보다 크다는 점과 모바일 게임 시장에 진출할 경우 추가 상승이 가능하다는 점을 강조했다. 이와 더불어 당시 닌텐도의 1대, 2대 주주가 State Street Bank, JP Morgan Chase Bank로 모두 미국계 기관 투자자였다는 점도 Oasis에게는 우호적인 환경이었다.

결국 Oasis의 지속적인 요구에 닌텐도는 모바일 게임 시장 진출의 필요성을 인정하게 되었다. 이후 AR 기반 모바일 게임인 포켓몬-고 개발에 착수하게 되었고 2016년 7월 출시까지 이어졌다. 부진했던 닌텐도 주가는 포켓몬-고 출시를 기점으로 상승 반전하였고 이후에도 추세적인 상승궤도에 오르며 2008 글로벌 금융위기 이후 고점을 경신하기도 했다.

도표 17. 닌텐도(7974 JP) 영업이익 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 18. 닌텐도(7974 JP) 주가 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

삿포로 홀딩스(サッポロホールディングス, 2501 JP): 부동산 매각을 통한 사업구조 재편(2023)

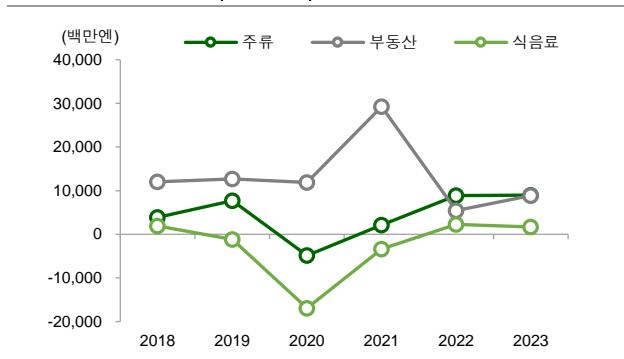
주주행동주의 펀드의
요구에 사업부 구조 개편을
단행한 삿포로 홀딩스

싱가폴계 주주행동주의 펀드인 3D Investment Partners(이하 3D)는 2023년 삿포로 홀딩스에 근본적인 경영 개선을 요구한 바 있다. 삿포로 홀딩스가 부동산 사업의 이익을 숨기기 위해 주요 사업인 주류 및 식음료 부문의 저수익성을 방치했다고 비판한 것이다. 이후 2023년 12월 말 기준 삿포로홀딩스의 지분 16.2%를 확보하는데 성공하며 최대주주의 자리에 올랐고 압박을 지속적으로 이어 나갔다.

결국 삿포로 홀딩스는 2024년 2월 3D의 요구를 수용해 보유 부동산 매각을 검토 중임을 밝혔다. 세부적으로는 외부자본을 도입해 도쿄의 에비스 가든 플레이스 및 긴자 등에 보유한 부동산 매각안을 발표했고, 이렇게 얻은 자본 차익은 맥주사업의 M&A 등을 통한 기업 성장에 활용될 예정이다. 또한, 향후 ROE를 중장기적으로 10% 이상으로 상향한다는 목표도 밝혔다.

또한, 3D는 후지 소프트, 세이부 홀딩스를 상대로 주주행동주의 활동을 이어나가고 있어 삿포로 홀딩스 외에도 긍정적인 결과를 얻을 수 있을 것이라는 기대감이 존재한다.

도표 19. 삿포로 홀딩스(2501 JP) 사업부별 영업이익 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

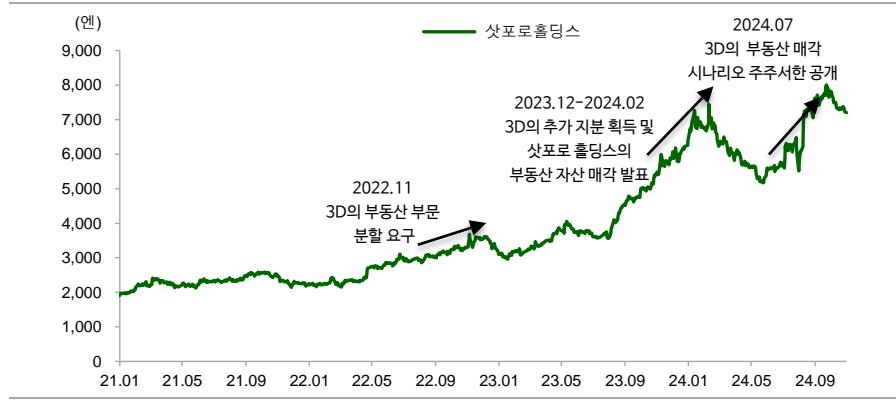
도표 20. 삿포로 홀딩스(2501 JP) 최대주주 목록

순위	보유자명	보유 비중
1	3D Investment Partners	15.97%
2	State Street	7.39%
3	GPIF	6.07%
4	미즈호 파이낸셜 그룹	5.39%
5	미쓰이 스미토모 트러스트 그룹	4.89%
6	노무라 홀딩스	4.87%
7	Vanguard Group	2.93%
8	니폰 생명보험	2.84%
9	메이지 야스다 생명보험	2.84%
10	노린주킨 은행	2.38%

주)2024.11 기준

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 21. 삿포로 홀딩스(2501 JP) 주가추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

후지텍(フジテック, 6406 JP): 오너 중심 지배구조에서 기관투자자 중심 지배구조로(2023)

오너 중심 지배구조에서
기관투자자 중심
지배구조로 탈피 성공

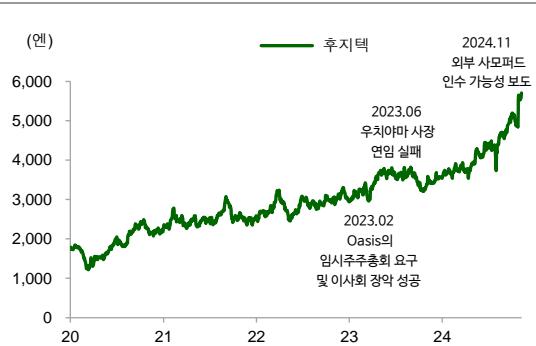
1948년 설립된 후지텍은 엘리베이터 및 에스컬레이터를 제조하는 기업이다. 2023년 2월 Oasis Management(이하 Oasis)는 후지텍 창업자(우치야마 다카카즈 사장)와 가족들이 기업 지배력을 남용했다고 비난하며 사외이사 전원을 교체하기 위한 임시 주주총회 개최를 요구했다. 당시 Oasis는 후지텍 지분의 16.5%를 보유하고 있었다.

후지텍을 상대로 한 Oasis의 주주행동주의 활동은 우치야마 사장 일가의 개인 회사들과 후지텍의 특수 관계자 거래가 의심스럽다는 보고서를 공개하고 사장 연임 안에 반대표를 던지도록 요청한 것에서 출발한다. 당시 ISS 등 국제 의결권 자문사들도 잇따라 Oasis의 편을 들며 우치야마의 연임을 반대했다. 심지어 일부 일본 로컬 자산운용사들도 후지텍의 특수관계자 거래에 이의를 제기하는 것에 동의하기도 했다.

결과적으로 Oasis은 임시 주주총회에서 사외이사 4명을 교체하는 데 성공하며 이 사회를 장악하게 된다. 오아시스의 주주제안으로 우미노 가오루 변호사가 회사의 경영구조가 크게 바뀌었다. 우미노 의장이 취임 후 내건 첫 과제는 내부통제 시스템을 검토하는 일이었다. 그는 외부 고문을 영입해 기업 전반의 구조를 분석한 뒤 경영진 교체에 나섰다.

이후 2023년 6월 정기 주주총회에서 후지텍은 우치야마 사장의 연임안을 고수하려했으나 결국 정기 주주총회를 한 시간 앞두고 해당 제안을 철회하게 된다. 그렇게 이사회와 Oasis는 경영진 교체에 성공했고 이 과정에서 주가도 계속해서 우상향을 그리며 소액주주들에게 큰 호응을 얻었다. 또한, 오너 일가 중심에서 기관투자자 중심으로 지분구조가 변화하며 미국 기업형 거버넌스와 유사한 형태를 띠게 되었다. 이에 최근에는 특정 사모펀드가 지분 인수에 관심이 있다는 뉴스가 보도되며 주가가 크게 움직이기도 했다.

도표 22. 후지텍(6406 JP) 주가추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 23. 후지텍(6406 JP) 최대주주 목록 (2024.11)

	보유자명	보유 비중
1	Oasis Management	19.90%
2	Farallon Capital Management	6.59%
3	Uchiyama International	6.39%
4	골드만삭스 그룹	5.11%
5	모간스탠리	4.80%
6	미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹	4.59%
7	미즈호 파이낸셜 그룹	4.17%
8	GPIF	3.97%
9	리소나 홀딩스	3.50%
10	Vanguard Group	3.50%

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도시바(東芝, 6502 JP): 도시바는 어떤 선택을 했어야 할까? (2023)

주주행동주의 펀드의
자금 수혈로 살아난듯
했던 도시바,
과연 옳은 선택이었을까

지난 2023년 말, 일본의 대표적인 기업인 도시바가 74년만에 상장폐지 되었다. 도시바는 세계 최초로 낸드플래시와 휴대용 컴퓨터를 개발하고 일본 최초로 전기 냉장고, 세탁기를 출시한 기업이다. 그러나, 2015년 불거진 부정회계와 2017년 원자력 발전 자회사(웨스팅하우스) 거액손실로 인해 경영 상황이 악화되었고 결국 상장 폐지의 수순을 밟게 되었다.

하지만 앞서 기술한 원인 이외에도 주주행동주의 펀드들이 도시바의 회복을 가로 막았다는 비판도 존재한다. 최초의 도시바의 상장폐지 위기는 원자력 발전 자회사로 인한 손실액이 약 10조원에 달했던 2017년이다. 위기를 타개하기 위해 도시바는 핵심 사업부인 메모리 반도체 부문 지분 50%를 한미일 컨소시엄에 매각하고 6,000억엔 규모의 3자배정 유상증자를 단행했다. 그런데 문제는 이 유상증자의 대상이 Effissimo Capital Management, 3D Investment, Farallon Capital과 같은 주주행동주의 펀드였다는 것이다.

도시바는 경영 위기에서 벗어난 듯 보였으나 주주총회에서 계속해서 최대주주들과 갈등을 빚으며 경영의사결정이 늦어지는 일이 잦아졌다. 이 과정에서 거버넌스 강화위원회가 출범되는 등 내부 투명성이 높아지기도 했으나 동시에 주주행동주의 펀드의 개입이 경영 환경을 악화시켰다는 평도 존재한다. 경영 체질 개선보다는 무리한 주주환원 확대 요구를 들어주느라 단기적인 의사결정을 했다는 것이다. 도시바는 2018년 6월 7,000억엔, 2021년 주주총회에서 1,500억엔의 주주환원계획을 발표했다. 2017년 증자로 수혈한 금액(6,000억엔)보다 주주환원 자금이 더 많은 역설적인 상황이었다.

2022년 3월 회사측에서 마련한 기업 분할안이 주주행동주의 펀드들의 반대로 주주총회의 문턱을 넘지 못하면서 비판의 목소리는 더 커졌다. 당초 2021년 11월에 도시바 측은 복합기업 디스카운트 해소를 위해 3사 분할계획을 발표했으나 다음해 1월 최대주주들이 반대의사를 표명해 분할계획을 2사 분할안으로 수정하기도 했다. 그런데 수정과정에서 우호지분을 확보하기 위해 당초 2년간 1,000억엔이었던 주주환원 규모를 3,000억엔으로 3배 늘리면서 주객전도의 상황이 벌어지기도 했다.

결국 도시바는 주주행동주의 펀드들의 자금을 수혈받은지 6년 만에 JIP 컨소시엄에 인수되며 상장폐지를 피하지 못했다. 갈등을 빚는 동안 주가 흐름이 부정적인 것은 아니었으나 상장폐지를 피할 수 없었다는 점에서 최대주주들의 목소리가 진정으로 기업을 위했는지에 대해서는 의문이 든다. 도시바를 인수한 JIP 컨소시엄이 기업가치를 높이고 5년 뒤에 재상장을 추진하겠다는 계획을 밝혔다는 점에서도 그러하다.

도표 24. 도시바(6502 JP) 2015년 최대주주 리스트

	보유자명	보유 비중
1	GPIF	15.5%
2	일본 마스터 신탁은행	12.2%
3	다이이치 생명보험	6.4%
4	제이피모간체이스	6.3%
5	TOSHIBA MOCHIKABUKAI	6.2%
6	뱅가드 그룹	4.0%
7	블랙록	3.8%
8	노무라 홀딩스	3.5%
9	스미토모 미쓰이 파이낸셜 그룹	3.0%
10	미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹	2.8%

주)1Q15 기준

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 25. 도시바(6502 JP) 2018년 최대주주 리스트

	보유자명	보유 비중
1	골드만삭스 그룹	24.43%
2	Effisimo Capital Management	12.83%
3	Farallon Capital Management	6.01%
4	King Street Capital Management	5.93%
5	비클레이즈	4.28%
6	제이피모간체이스	3.90%
7	크레디트 스위스 그룹	3.84%
8	미즈호 파이낸셜그룹	3.03%
9	블랙록	3.03%
10	모간스탠리	2.90%

주)2Q18 기준, 주주행동주의 펀드인 경우 음영처리

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 26. 도시바(6502 JP) 주가추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

III. Appendix

도표 27-1. 일본 주요 주주행동주의 캠페인 목록

날짜	티커	대상기업	주주행동주의 펀드	내용	시가총액	지분율
2024.10.22	8804 JP	Tokyo Tatemono Co Ltd	Palliser Capital UK Ltd	기업 분할	3,215	-
2024.08.31	3382 JP	Seven & i Holdings Co Ltd	Artisan Partners Asset Management Inc	기업 매각	37,377	1.0
2024.07.10	7906 JP	Yonex Co Ltd	Hibiki Path Advisors Pte Ltd	비용 절감	1,130	-
2024.06.05	9984 JP	SoftBank Group Corp	Elliott Investment Management LP	주주환원 및 자사주매입	85,504	2.3
2024.05.17	4966 JP	C Uyemura & Co Ltd	Dalton Investments LLC	주주환원 및 자사주매입	1,164	0.4
2024.05.15	9715 JP	Transcosmos Inc	Nippon Value Investors KK	주주환원 및 자사주매입	1,003	-
2024.05.10	6201 JP	Toyota Industries Corp	Dalton Investments LLC	주주환원 및 자사주매입	31,658	-
2024.05.10	8359 JP	Hachijuni Bank Ltd/The	LIM Advisors Ltd	상호보유주 매각 주주환원 및 자사주매입	3,498	-
2024.05.07	6201 JP	Toyota Industries Corp	Asset Value Investors Ltd	기업 매각	31,772	0.1
2024.05.07	5991 JP	NHK Spring Co Ltd	Dalton Investments LLC	보상체계 변화	2,551	-
2024.04.25	2875 JP	Toyo Suisan Kaisha Ltd	Nihon Global Growth Partners Management Inc	주주환원 및 자사주매입	6,635	3.8
2024.04.23	8218 JP	Komeri Co Ltd	Nippon Value Investors KK	주주환원 및 자사주매입	1,198	-
2024.04.18	3382 JP	Seven & i Holdings Co Ltd	ValueAct Capital Management LLC	기업 분할	33,558	-
2024.04.18	7912 JP	Dai Nippon Printing Co Ltd	Japan Catalyst Inc	이사진 교체	8,033	-
2024.04.04	4452 JP	Kao Corp	Oasis Management Co Ltd	CMO 선임, 이사진 다양성	17,822	3.0
2024.03.15	8227 JP	Shimamura Co Ltd	Japan Catalyst Inc	주주환원 및 자사주매입	4,276	-
2024.03.06	9627 JP	Ain Holdings Inc	Oasis Management Co Ltd	이사진 제안	1,073	9.6
2024.02.26	6701 JP	NEC Corp	Oasis Management Co Ltd	지분매각 반대	18,540	-
2024.02.22	6701 JP	NEC Corp	Curi RMB Capital LLC	기업 바이아웃 제안 공개 지분 매각 반대	17,572	-
2024.02.20	4581 JP	Taisho Pharmaceutical Holdings Co Ltd	Curi RMB Capital LLC	합병 반대 및 기업 매각	4,871	-
2024.02.14	6592 JP	Mabuchi Motor Co Ltd	Nippon Value Investors KK	주주환원 및 자사주매입	2,299	-
2024.02.14	4634 JP	Artience Co Ltd	Nippon Value Investors KK	주주환원 및 자사주매입	1,127	-
2024.02.13	4581 JP	Taisho Pharmaceutical Holdings Co Ltd	Oasis Management Co Ltd	합병 반대	4,901	-
2024.02.13	2206 JP	Ezaki Glico Co Ltd	Dalton Investments LLC	주주환원 및 자사주매입 보상체계 변화	1,919	5.1
2024.02.05	8801 JP	Mitsui Fudosan Co Ltd	Elliott Investment Management LP	주주환원 및 자사주매입 기업 분할 부동산 분할	23,124	2.5
2023.12.28	4631 JP	DIC Corp	Oasis Management Co Ltd	기업 분할	1,711	6.9
2023.12.12	4676 JP	Fuji Media Holdings Inc	Nippon Active Value Fund PLC/Fund & Dalton Investments LLC	기업 매각	2,637	5.0
2023.12.01	4581 JP	Taisho Pharmaceutical Holdings Co Ltd	Japan Catalyst Inc	합병 반대	5,041	-

주1) 2022년 이후 시가총액 십억달러 이상의 기업에 한함, 시가총액 백억달러 이상인 경우 음영처리

주2) 단순 지분취득은 제외

자료: 신영증권 리서치센터

도표 27-2. 일본 주요 주주행동주의 캠페인 목록

날짜	티커	대상기업	주주행동주의 펀드	내용	시가총액	지분율
2023.11.15	6098 JP	Recruit Holdings Co Ltd	ValueAct Capital Management LLC	비용 절감	52,452	1.1
2023.10.17	9009 JP	Keisei Electric Railway Co Ltd	Palliser Capital UK Ltd	주주환원 및 자사주매입 오리엔탈랜드 지분 매각	5,876	1.6
2023.10.13	1944 JP	Kinden Corp	Hibiki Path Advisors Pte Ltd	주주환원 및 자사주매입 사업부 다각화	2,958	-
2023.10.04	5947 JP	Rinnai Corp	Dalton Investments LLC & Nippon Active Value Fund PLC/Fund	주주환원 및 자사주매입	2,796	5.3
2023.09.11	5344 JP	Maruwa Co Ltd/Aichi	Sparx Asset Management Co Ltd/Japan	자본차입 증대 (자본구조 변화)	2,181	-
2023.05.25	3865 JP	Hokuetsu Corp	Nippon Active Value Fund PLC/Fund	주주환원 및 자사주매입 사외이사 수 증가	1,272	-
2023.05.18	3549 JP	Kusuri no Aoki Holdings Co Ltd	Oasis Management Co Ltd	특정 이사 해임 보상체계 변화	1,528	5.5
2023.05.15	6960 JP	Fukuda Denshi Co Ltd	Kaname Capital LP	포이즌 필 반대	1,336	-
2023.05.12	9735 JP	Secom Co Ltd	Dalton Investments LLC	주주환원 및 자사주매입 사외이사 변화	15,199	-
2023.05.11	9401 JP	TBS Holdings Inc	Hibiki Path Advisors Pte Ltd	주주환원 및 자사주매입	2,709	-
2023.05.10	5947 JP	Rinnai Corp	Dalton Investments LLC & Nippon Active Value Fund PLC/Fund	주주환원 및 자사주매입	3,661	5.3
2023.05.10	2810 JP	House Foods Group Inc	Dalton Investments LLC	주주환원 및 자사주매입	2,257	-
2023.05.09	6963 JP	Rohm Co Ltd	Dalton Investments LLC	보상체계 변화	8,156	-
2023.04.25	1802 JP	Obayashi Corp	Silchester International Investors LLP	주주환원 및 자사주매입	5,655	1.7
2023.04.25	6406 JP	Fujitec Co Ltd	Takakazu Uchiyama	주주환원 및 자사주매입	2,087	6.0
2023.04.25	1860 JP	Toda Corp	Dalton Investments LLC	주주환원 및 자사주매입	1,808	-
2023.02.10	4045 JP	Toagosei Co Ltd	Kiltearn Partners LLP	주주환원 및 자사주매입	1,081	1.7
2023.02.01	3382 JP	Seven & i Holdings Co Ltd	Dalton Investments LLC	기업 분할	41,715	-
2023.01.24	7912 JP	Dai Nippon Printing Co Ltd	Elliott Investment Management LP	주주환원 및 자사주매입 부동산 분할	6,376	4.9
2023.01.20	2914 JP	Japan Tobacco Inc	LIM Advisors Ltd	기업 분할 주주환원 및 자사주매입	40,543	-
2022.12.26	3391 JP	Tsuruha Holdings Inc	Oasis Management Co Ltd	보상체계 변화 기업 매각	3,698	5.3
2022.11.07	2501 JP	Sapporo Holdings Ltd	3D Investment Partners Pte Ltd	증장기 계획 지연특정 이사 선임 반대 부동산 분할 기업 분할	1,772	4.0
2022.08.29	7164 JP	Zenkoku Hoshō Co Ltd	Hibiki Path Advisors Pte Ltd	ROE를 비롯한 기업가치 제고 배당성향 70%	2,276	-
2022.08.09	8595 JP	JAFCO Group Co Ltd	Murakami Funds	주주환원 및 자사주매입	1,124	6.5
2022.06.29	6406 JP	Fujitec Co Ltd	Asset Value Investors Ltd	회장 취임 반대	1,807	2.7

주1) 2022년 이후 시가총액 십억달러 이상의 기업에 한함, 시가총액 백억달러 이상인 경우 음영처리

주2) 단순 지분취득은 제외

자료: 신영증권 리서치센터

도표 27-3. 일본 주요 주주행동주의 캠페인 목록

날짜	티커	대상기업	주주행동주의 펀드	내용	시가총액	지분율
2022.05.26	7716 JP	Nakanishi Inc	Hibiki Path Advisors Pte Ltd	현금 배분 공개	1,788	-
2022.05.16	2875 JP	Toyo Suisan Kaisha Ltd	TIH Ltd	정관변경	3,737	-
2022.05.11	5706 JP	Mitsui Mining & Smelting Co Ltd	Hidesho Co Ltd	주주환원 및 자사주매입 자본비용 공개 탈탄소화 계획 독립이사진	1,361	-
2022.04.28	5947 JP	Rinnai Corp	Dalton Investments LLC	주주환원 및 자사주매입 목표 ROE 공개	3,162	-
2022.04.25	8369 JP	Bank of Kyoto Ltd/The	Silchester International Investors LLP	주주환원 및 자사주매입	3,112	7.0
2022.04.12	5832 JP	Chugin Financial Group Inc	Silchester International Investors LLP	주주환원 및 자사주매입	1,406	5.1
2022.04.05	5021 JP	Cosmo Energy Holdings Co Ltd	Murakami Funds	주주환원 및 자사주매입(30%) 기업 분할	1,899	5.8
2022.03.25	3088 JP	MatsukiyōCocokara & Co	Hibiki Path Advisors Pte Ltd	주주환원 및 자사주매입	5,091	-
2022.03.24	6406 JP	Fujitec Co Ltd	Oasis Management Co Ltd	이사진 보상체계 변경 경영진 변화	2,068	7.3
2022.02.04	6406 JP	Fujitec Co Ltd	Dalton Investments LLC	사측 자본 분배안 반대	1,999	2.5
2022.01.24	3382 JP	Seven & i Holdings Co Ltd	Artisan Partners Asset Management Inc	기업 분할 독립이사 선임 사외이사 수 확대	40,874	1.0
2022.01.12	6406 JP	Fujitec Co Ltd	Kempen Capital Management NV	주주환원 및 자사주매입 상호보유주 매각 독립이사 선임	1,904	3.5
2022.01.04	4819 JP	Digital Garage Inc	Oasis Management Co Ltd	주주환원 및 자사주매입 기업 분할	2,013	6.3

주1) 2022년 이후 시가총액 십억달러 이상의 기업에 한함, 시가총액 백억달러 이상인 경우 음영처리

주2) 단순 지분취득은 제외

자료: 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 저작재산권은 당시에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.