

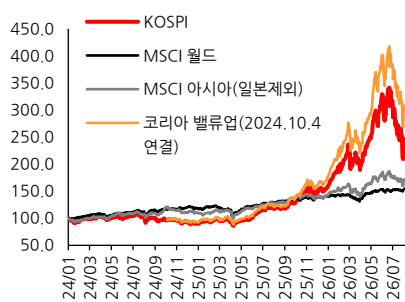
ESG

거버넌스 임팩트 : 주주행동주의의 진화 ①

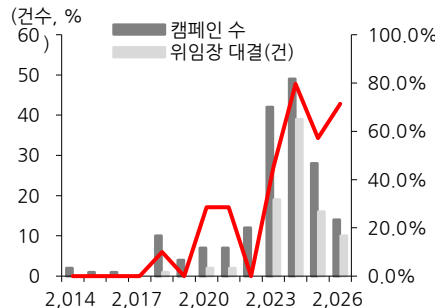
▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 02 3772 8420



[코리아 밸류업 +203%]



[국내 위임장 대결 비율 8배 급증]



코리아 밸류업 지수가 KOSPI 를 64.5%p, MSCI 지수 대비 130%p 이상 앞선 초과수익은 제도적 거버넌스 드라이브와 종목 선별 효과가 병존한 결과이며, 그 배경에는 한국을 포함한 아시아 전역의 주주행동주의 강도 상승이 있습니다.

코리아 밸류업, 제도 드라이브와 선별 효과의 병존

코리아 밸류업 지수는 2024년 출범 이후 2년 7개월간 202.7% 상승, 2024년 밸류업 프로그램에서 2025년 상법 개정, 2026년 자본시장 체질개선 방안-중복상장 규제로 이어진 정부의 단계적 정책이 이 초과수익의 배경으로 지목되나, 지수 자체가 자본효율-주주환원 우수 기업을 선별해 담은 만큼 성과의 일부는 종목 선별 효과이며 제도 효과만으로는 설명하기에 한계가 있음

글로벌 주주행동주의: 절대 규모는 미국, 증가 속도는 일본

2025년 글로벌 행동주의 캠페인은 765건으로 사상 최다치를 기록했고, 미국이 367건으로 절대 규모에서 여전히 압도적이다. 그러나 2018~2025년 증가분(163건)의 81%는 일본, 92%는 일본+한국에서 나와 미국의 순증가 기여도는 13%에 불과

우리나라, 주주행동주의 건수 조정, 강도는 상승

캠페인은 2022년 연 10건 안팎에서 2024년 49건까지 급증한 뒤 2025년 28건, 2026년 상반기 14건(연환산 약 27건)으로 조정. 위임장 대결 비율은 2025년 57.1%에서 2026년 상반기 71.4%로 오히려 높아져, 건수 감소가 2018년 이전으로의 회귀가 아니라 한 단계 높아진 기준선 위에서 자리를 잡아가는 과정임을 시사. 주도 세력도 2024년 개인-소액주주 중심에서 전업 펀드 참여가 줄고, 2026년 상반기 14건 중 상당수가 개인 투자자 명의로 개시돼 개입의 무게중심이 이 기관에서 개인으로 이동하는 흐름이 확인

밸류업 지수 초과수익과 일본 주총의 역설

제도 드라이브가 만든
초과수익, 다만 선별 효과
병존

코리아 밸류업 지수는 2024년 이후 2년 7개월 간 202.7% 상승했다. 같은 기간 KOSPI(+138.2%)를 64.5%p 앞섰고, MSCI 월드(+54.8%)·MSCI 아시아 일본제외(+70.0%)와의 격차(각 147.9%p·132.7%p)는 더 크다 (그림1).

2024년 밸류업 프로그램에서 2025년 상법 개정, 2026년 자본시장 체질개선 방안과 중 박상장 규제로 이어진 정부의 단계적 거버넌스 드라이브가 이 초과수익의 배경으로 지 목된다. 다만 밸류업 지수 자체가 자본효율·주주환원 우수 기업을 선별해 담은 만큼, 성 과의 일부는 종목 선별 효과로 봐야 하며 제도 효과만으로는 설명하기에는 한계가 있 다.

글로벌 절대 규모는 미국,
증가 속도는 일본

이런 거버넌스 압박은 우리나라만의 현상은 아니다.

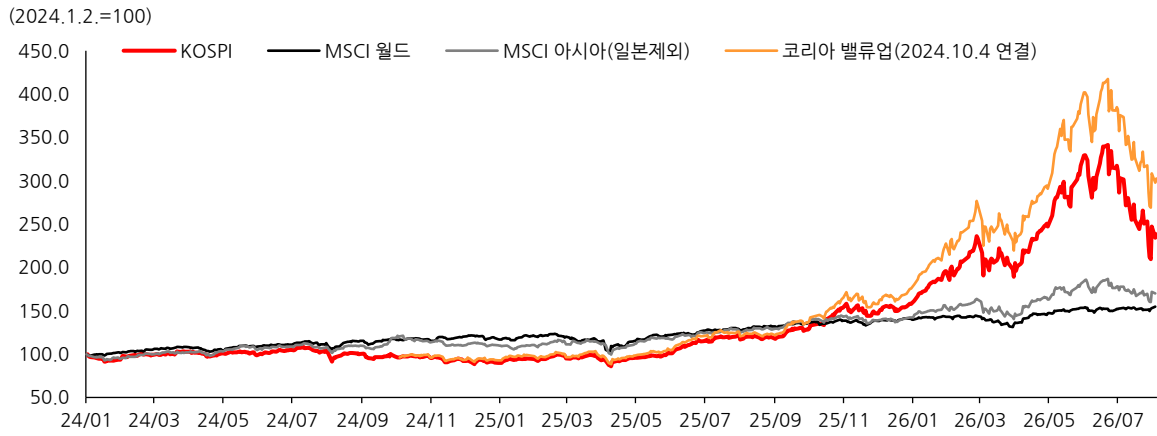
글로벌 행동주의 캠페인 역시 사상 최다치를 기록했으며, 절대 규모에서는 미국이 여전 히 압도적이다. 2025년 글로벌 행동주의 캠페인은 글로벌 765건·미국 367건, 일본 177, 한국 28건으로 나타났다. 올해는 연초부터 지금까지 미국 186건, 일본 122건, 한국 14 건이다.(단순 지분공시를 포함하는 Bloomberg 집계 기준로는 집계 기관마다 수치의 차 이는 있다.)

증가 속도의 무게중심은 아시아로 이동했다. 2018~2025년 글로벌 캠페인은 602건에서 765건으로 163건 늘었는데, 이 증가분의 81%(132건)는 일본 단독에서 나왔고, 한국을 더하면 92%가 두 나라에서 나왔다. 전통적 본산으로 꼽혀온 미국은 346건에서 367건 으로 늘어나는 데 그쳐 순증가 기여도가 13%에 불과했고, 나머지 국가는 오히려 8건 줄었다.

일본의 압박 강도는 주총 표결에서도 확인된다. 2026년 6월 정기주총에서 행동주의 성 향 기관투자가가 제출한 주주제안은 139건(미쓰비시UFJ신탁은행 집계, 전년 137건)으 로 늘었고, 이런 주주제안을 받은 기업 수도 52개사로 집계 이래 최다를 기록했다. 임원 선임·해임 관련 안건은 14건에서 19건으로 36% 증가해, 압박의 초점이 배당 확대에서 이사회 구성 자체로 옮겨가고 있음을 알 수 있다.

표결 결과는 상반됐다. 주주제안이 가결된 기업은 지난해 7개사에서 올해 2개사로 줄었 지만, 찬성률 40% 이상을 받은 기업은 4개사에서 9개사로 늘었다. 표결에서 이겨 통과 시키는 캠페인은 줄었어도, 이사회에 실질적 압박을 가하는 표는 오히려 늘어난 셈이다.

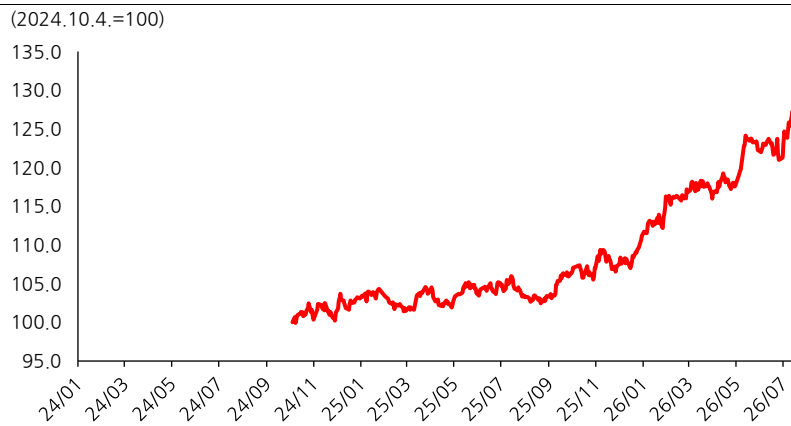
[그림1] 코리아 밸류업 +203%, KOSPI +138%, MSCI 월드 +55%, MSCI 아시아(일본제외) +70% ('24.1.2=100



주: KOSPI는 2024년 첫 거래일(1.2.)=100, MSCI 지수는 2024.1.1.=100· 코리아 밸류업 지수는 2024.9.30 산출 개시로 연결기준일(2024.10.4.)의 KOSPI 수준에 연결, 상대강도(RS)는 2024.10.4.=100 기준

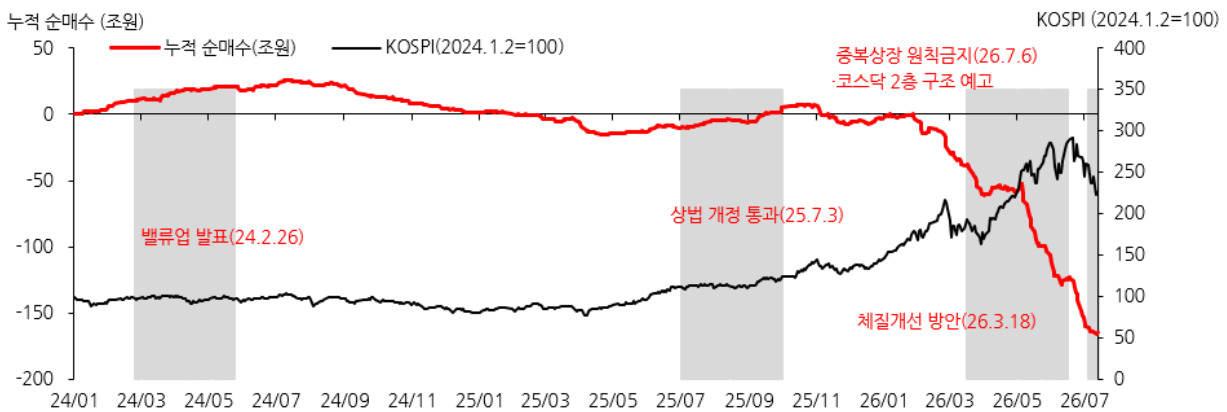
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] Value-Up / KOSPI 상대강도 (2024.10.4.=100)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 외국인+기관 누적 순매수 vs KOSPI - 밸류업 발표·상법개정·중복상장 규제 등 정책 이벤트 전후 수급 변화



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

우리나라 캠페인도 진화

우리나라 위임장 대결은
증가

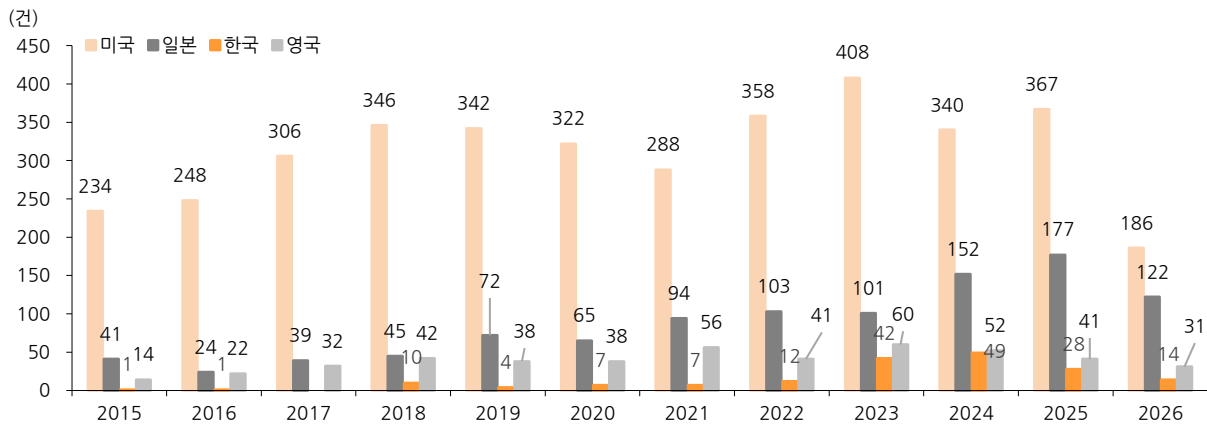
한국은 일본을 5~7년 시차로 뒤쫓는 초기 국면이다. 2022년까지 연 10건 안팎에 머물던 캠페인은 밸류업 프로그램·상법 개정 논의·소액주주연대 활성화에 힘입어 2023년 42건, 2024년 49건(2022년 대비 약 4배)으로 급증했고, 위임장 대결(proxy fight) 비율은 2018년 10.0%에서 2024년 79.6%로 약 8배 뛰었다.

이후 2025년 28건, 2026년 상반기 14건(7월 8일까지, 연환산 약 27건)으로 건수 자체는 조정 국면에 들어섰지만, 위임장 대결 비율은 2025년 57.1%에서 2026년 상반기 71.4%로 오히려 높아져 건수가 줄어도 전술 강도는 세지는 흐름이 뚜렷하다. 즉 건수는 2024년 정점에서 줄었지만 2018년 이전 수준으로 돌아간 것은 아니다. 오히려 한 단계 높아진 기준선 위에서 새롭게 자리를 잡아가는 과정으로 봐야 한다. 한국의 글로벌 비중은 아직 3.7%(2025년 기준)로 작지만, 일본이 밟았던 2015~2020년 구간의 완만한 초기 확산 궤적이 우리나라 중기 벤치마크로 유효하다는 시각이다.

주도 세력의 무게중심도 이동하고 있다. 2024년 폭증기를 이끈 것은 전업 행동주의 펀드가 아니라 개인·소액주주 등 비전업 주체였다. 전업 펀드 주도 캠페인은 2023년 11건에서 2024년 3건으로 급감한 뒤 연 3~4건 수준에 머무는 반면, 2026년 상반기 14건 중 상당수가 개인 투자자 명의로 개시돼 개입의 무게중심이 기관에서 개인·소액주주로 넘어가는 흐름이 확인된다.

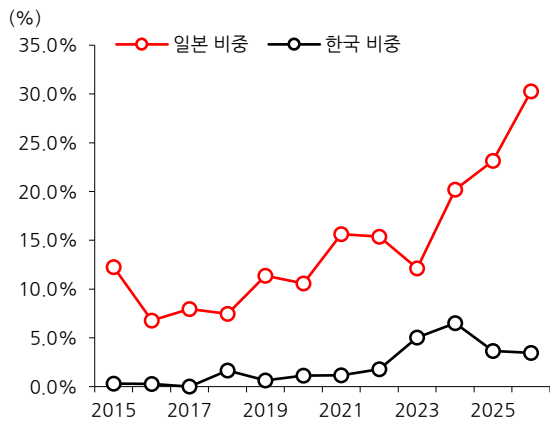
상법 개정과 밸류업 정책이 만든 제도적 공간 위에서 행동주의 펀드·기관투자자·소액주주연대가 함께 이사회 구성·배당정책·지배구조 개편을 압박하는 구도로 진화하고 있으며, 이사회는 소액주주 대표성과 자본배분 규율을 사전에 강화할 필요가 커지고 있다.

[그림4] 글로벌 주주행동주의 추이



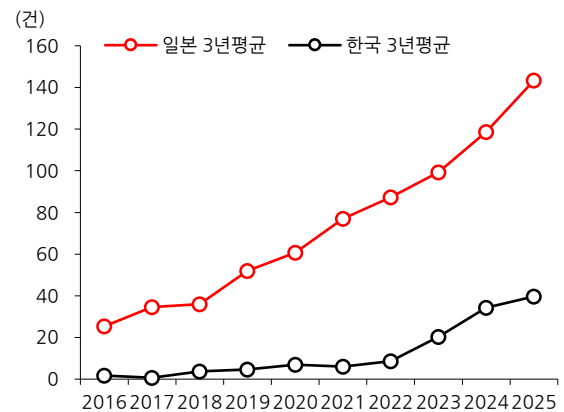
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 글로벌 행동주의 전체에서 일본과 한국 비중



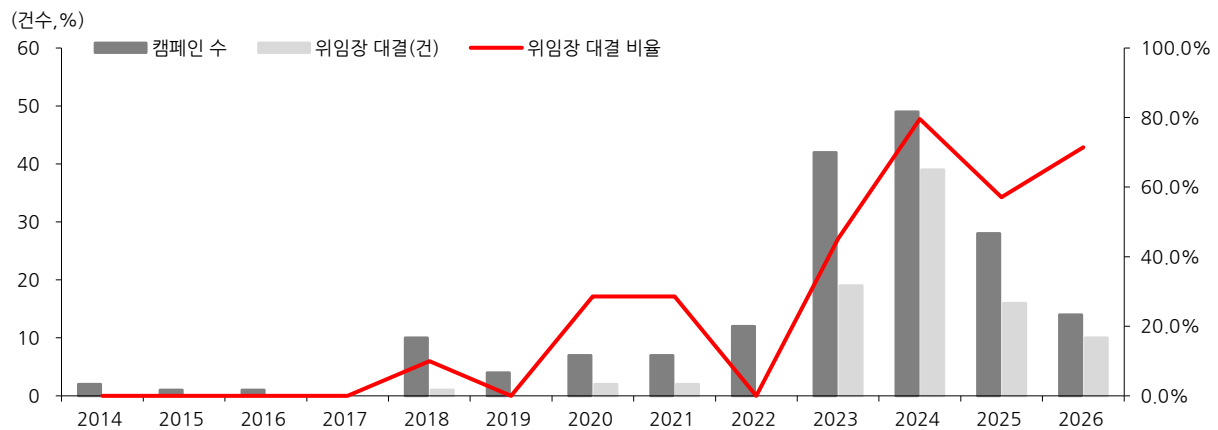
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 일본, 한국 주주행동주의 3개년 평균



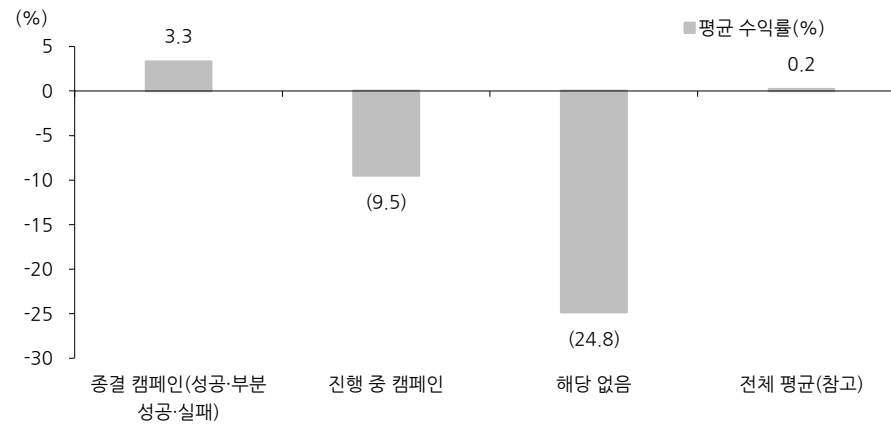
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국내 주주행동주의 캠페인 수 4배, 위임장 대결 비율 8배 급증... 이제 위임장 대결이 기본 전술.



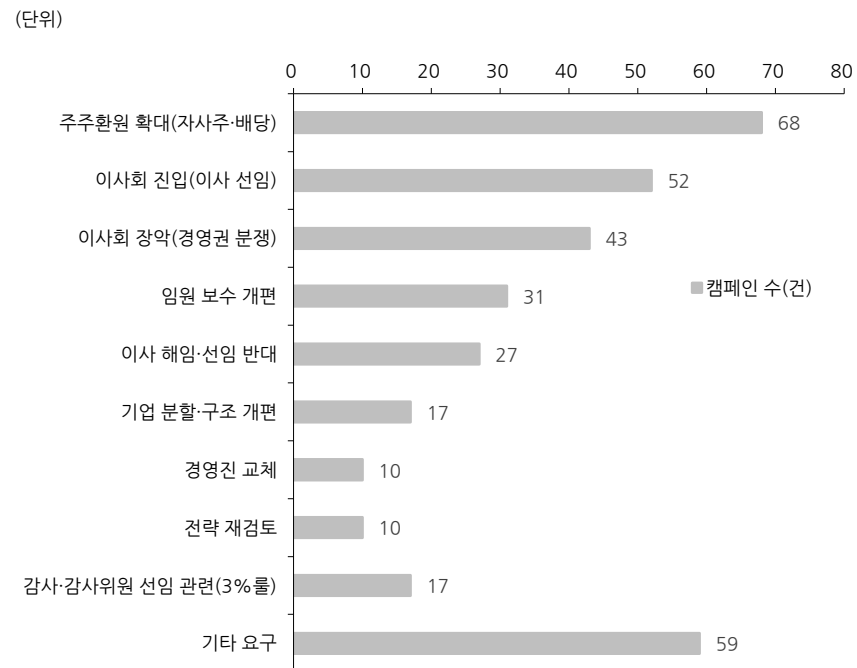
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 종결 vs 진행 중 캠페인 수익률 비교



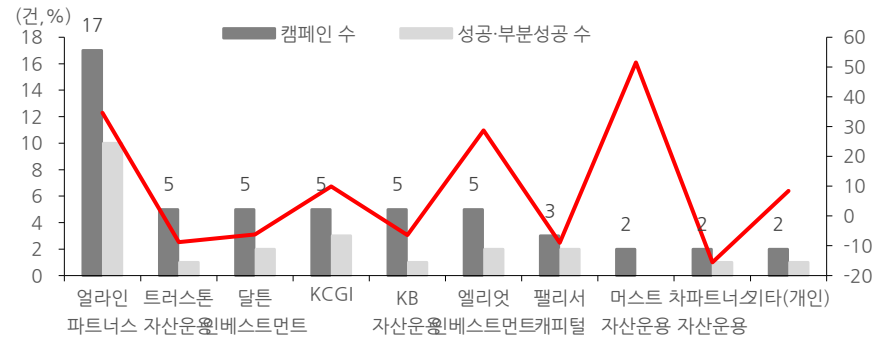
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 국내 주주행동주의 캠페인 요구사항 - 주주환원 vs 이사회



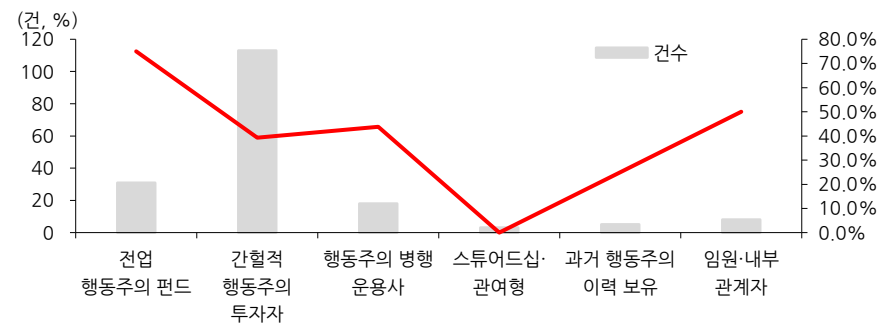
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 국내 주요 기관별 캠페인 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 행동주의 주체 유형별 성과



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.