

2026년 8월 10일 | 키움증권 리서치센터

# 2026H1 국내외 주주총회 리뷰

## : 주주총회는 또 하나의 실적 발표다

경제 Analyst 김유미

미국주식 Analyst 박기현

RA 김정현



# Contents

## Part 1. 국내 주주총회 ..... p.05

: 제도 변화에서 실행력 검증으로

## Part 2. 미국 주주총회 ..... p.27

: 자본규율 중심으로 재편된 의결권 행사

## Part 3. 기업 펀더멘털의 선행지표가 된 주주총회 ..... p.42

: 패시브 자금의 표심과 주요 기업 주주총회 Case Study





## 2026H1 주주총회 총평: 모두의 화두가 된 ‘자본 효율성’

2026년 정기주주총회는 상반기에 마무리되었지만, 주주총회에서 논의되고 결정된 주요 안건의 영향은 하반기부터 기업의 실제 경영과 자본배분 과정에서 보다 구체적으로 나타날 전망이다. 배당정책과 자기주식 보유·처분 계획, 이사회 구성 및 운영 방향 등이 실제 주주환원과 투자, 거버넌스 변화로 이어지는 시점이기 때문이다. 특히 개정 상법 시행과 밸류업 정책이 본격화되는 가운데, 2026년 주주총회는 변화하는 제도와 시장의 요구에 기업들이 어떻게 대응하기 시작했는지를 보여주는 중요한 기준점이라는 의미를 갖는다.

한국과 미국의 2026년 주주총회에서는 기업가치를 바라보는 시장의 시각이 변화하고 있다는 점도 확인할 수 있다. 한국에서는 밸류업 정책과 상법 개정을 계기로 배당 확대와 자기주식 매입·소각, 지배구조 개선 등 주주가치 제고와 관련된 안건의 중요성이 높아졌다. 미국에서는 AI를 중심으로 대규모 투자가 이어지면서 성장투자의 필요성뿐만 아니라 투자 효율성과 수익성, 주주환원과의 균형이 중요한 평가 요소로 부상하고 있다. 양국의 제도와 시장 환경은 다르지만, 기업이 창출한 자본을 어디에, 어떠한 기준으로 배분하고 활용하는지가 기업가치를 결정하는 핵심 요소로 중요해지고 있다는 점에서는 공통적인 흐름을 보이고 있다.

이는 기업가치를 평가하는 기준이 단순한 외형 성장에서 자본의 효율적인 활용으로 확대되고 있음을 의미한다. 과거에는 매출과 이익의 성장, 사업 규모의 확대가 중요한 평가 기준이었다면, 이제는 기업이 창출한 자본을 성장투자과 배당, 자기주식 매입·소각 등에 어떻게 배분하고 그 결과 어떠한 가치를 창출하는지가 더욱 중요해지고 있다. 결국 ‘얼마를 벌었는가’뿐만 아니라 ‘벌어들인 자본을 어디에, 얼마나 효율적으로 사용했는가’가 기업가치와 시장 평가를 좌우하는 핵심 기준으로 자리 잡고 있는 것이다.

이러한 변화 속에서 주주총회 역시 단순한 연례행사를 넘어 기업의 자본배분 전략과 주주환원 정책, 거버넌스 방향을 확인할 수 있는 중요한 지표로 의미가 확대되고 있다. 특히 하반기에는 주주총회에서 제시된 정책과 계획이 실제 투자와 주주환원, 이사회 운영 등에 어떻게 반영되는지가 중요한 관전 포인트가 될 전망이다. 향후 기업가치의 차별화는 주주총회에서 제시한 계획 자체보다 이를 얼마나 일관되게 실행하고, 자본의 효율적 활용을 통해 실질적인 성과로 연결하는지에 달려 있을 것으로 보인다.

- ▶ 한국은 제도 변화에 따라 주주환원·지배구조 관련 안건이 확대된 반면, 미국은 규제 환경 변화로 비재무적 안건이 축소되며 재무 중심 의제로 재편
- ▶ 양국 모두 기업가치 제고를 공통된 방향으로 제시하는 가운데, 한국은 '주주가치 제고와 거버넌스 개선', 미국은 '투자·자본배분의 효율성'에 상대적으로 무게

## 2026년 한·미 주주총회 주요 특징 비교

| 구분          | 한국                                     | 미국                                             |
|-------------|----------------------------------------|------------------------------------------------|
| 핵심 키워드      | 주주가치 제고와 지배구조 개선                       | 자본배분 효율성과 경영 성과                                |
| 주요 관심사      | 배당·자사주, 이사·감사위원 선임, 이사회 독립성, 소수주주 권익   | AI 투자·리스크, M&A·사업재편, 이사회 책임, 경영진 보상            |
| 행동주의 초점     | 주주환원 확대와 이사회·지배구조 개선                   | 사업재편·M&A 등 전략적 거래를 통한 기업가치 제고                  |
| 기관투자자 판단 기준 | 주주환원 실행력, 이사회 독립성, 소수주주 보호, 기업가치 개선 효과 | 투자수익성, 자본배분, 경영성과, 보상과 성과의 연계성                 |
| 제도 변화       | 상법 개정의 단계적 시행, 자기주식 규제 강화, 주총 결과 공시 확대 | 주주제안 관련 규제 환경 변화, ESG 안건 영향력 약화, 프록시 자문사 감독 논의 |
| 기업 대응       | 중장기 주주환원 정책과 구체적인 지배구조 개선안 제시          | AI·설비투자의 수익성 강조, 포트폴리오 조정 및 자본배분 원칙 제시         |
| 핵심 평가       | 주주가치 제고 방안을 얼마나 구체적으로 실행하는가            | 투입 자본을 얼마나 효율적으로 성장과 수익으로 전환하는가                |

자료: 키움증권 리서치센터

# Part 1. 국내 주주총회

: 제도 변화에서 실행력 검증으로



- ▶ 개정 상법 시행을 앞두고 기업들의 정관 변경, 자기주식 보유·처분계획 승인 등 제도 변화에 대응한 선제적 정비 필요성이 확대

상법 개정에 따른 주요 제도 변화와 2026년 주주총회 영향

| 제도      | 주요 내용                      | 시행시기                       | 주총 영향                                     |
|---------|----------------------------|----------------------------|-------------------------------------------|
| 사외이사    | 독립이사로 명칭 변경                | 2026.7.23                  | 정관 변경                                     |
|         | 독립이사 비율 상향(1/4 → 1/3)      | 2026.7.23 (2027.7.22까지 이행) | 정관 변경, 이사(독립이사) 선임                        |
| 감사위원회   | 3%를 강화(최대주주 등 합산 3%)       | 2026.7.23                  | 감사위원 선임                                   |
|         | 분리선임 감사위원 수 확대             | 2026.9.10                  | 정관 변경, 감사위원 분리선임                          |
| 집중투표제   | 자산 2조원 이상 상장회사의 집중투표 배제 금지 | 2026.9.10                  | 정관 변경                                     |
| 전자주주총회  | 대규모 상장사의 병행형 전자주주총회 의무화    | 2027.1.1                   | 정관 변경(필요 시)                               |
| 자기주식    | 자기주식 의무소각, 예외적 보유·처분       | 2026.3.6                   | 정관 변경, 자기주식 보유·처분계획 승인                    |
| 이사 충실의무 | 이사 충실의무 대상 확대              | 2025.7.22                  | 직접적인 상정 안건 없음<br>(이사 선임·주주환원 정책 등에 간접 영향) |

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

| 항목               | 개정 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 기대효과                      | 공포시기                 | 시행시기       |
|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|----------------------|------------|
| 이사의 충실의무 확대      | <ul style="list-style-type: none"> <li>이사는 회사 뿐 아니라 주주에 대해서도 직무를 충실하게 수행</li> <li>주요 변경사항:               <ol style="list-style-type: none"> <li>총 주주 이익 보호</li> <li>전체 주주의 공평 대우</li> </ol> </li> </ul>                                                                                            | 일반주주 권익 보호 강화, 경영투명성 제고   | 1차 개정안<br>2025.07.22 | 2025.07.22 |
| 독립이사 제도          | <ul style="list-style-type: none"> <li>상장사는 사외이사 '독립이사'로 명칭 변경, 의무선임 수 증원</li> <li>주요 변경 사항:               <ol style="list-style-type: none"> <li>독립이사로 명칭 변경</li> <li>이사회 내 독립이사 비율 상향(1/4 → 1/3) : '27.7.22까지 이행 필요</li> </ol> </li> </ul>                                                       | 소수주주의 권한 강화 및 경영참여 확대     | 1차 개정안<br>2025.07.22 | 2026.07.23 |
| 감사위원 선·해임 3%를 확대 | <ul style="list-style-type: none"> <li>사외이사 감사위원 선임 또는 해임 시 최대주주 의결권 3% 제한 적용</li> <li>주요 변경 사항:               <ol style="list-style-type: none"> <li>최대주주 3% 합산률을 감사위원 전원에게 적용</li> </ol> </li> </ul>                                                                                             | 감사위원회 독립성 강화, 소수주주 권한 확대  | 1차 개정안<br>2025.07.22 | 2026.07.23 |
| 전자주주총회 도입        | <ul style="list-style-type: none"> <li>상장사 전자주주총회 개최 허용 및 전자주주총회 참석 시 소집지에 출석한 것으로 간주</li> <li>주요 변경 사항:               <ol style="list-style-type: none"> <li>현장 병행형 방식 채택</li> <li>일반상장사 채택(이사회 결의), 시행령 대상 상장사 의무</li> </ol> </li> </ul>                                                         | 주주참여 확대                   | 1차 개정안<br>2025.07.22 | 2027.01.01 |
| 집중투표제 의무화        | <ul style="list-style-type: none"> <li>자산총액 2조원 이상의 대규모 상장회사는 정관으로 집중투표를 배제할 수 없도록 함.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                   | 소수주주의 선임권한 강화, 기업 지배구조 개선 | 2차 개정안<br>2025.09.09 | 2026.09.10 |
| 감사위원 분리 선출 정원 확대 | <ul style="list-style-type: none"> <li>대규모 상장회사(자산총액 2조원 이상)의 경우, 의무적으로 분리 선출해야 하는 인원을 1인에서 2인으로 확대</li> </ul>                                                                                                                                                                                     | 감사 독립성 강화, 투자신폭향상         | 2차 개정안<br>2025.09.09 | 2026.09.10 |
| 자사주 소각 의무화       | <ul style="list-style-type: none"> <li>상장사는 자기주식 취득 이후 소각을 원칙적으로 의무화</li> <li>주요변경사항:               <ol style="list-style-type: none"> <li>신규 취득 자기주식 취득일로부터 1년 내 소각 원칙</li> <li>기존 보유 자기주식 시행일로부터 6개월 유예 기간 부여 후 1년 내 소각 원칙</li> <li>예외적 보유, 처분시 이사회는 자기주식보유처분계획서 매년 주총 승인</li> </ol> </li> </ul> | 주주환원 강화, 지배구조 투명성 개선      | 3차 개정안<br>2026.03.06 | 2026.03.06 |

자료: 법제처 국가법령정보센터, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 주주총회는 개정 상법 시행 및 시행 예정 제도를 반영한 첫 정기 주주총회로, 기업들은 정관 변경과 자기주식 관련 안건 등을 통해 제도 변화에 선제적으로 대응
- ▶ 이에 따라 주주총회는 기업의 자본배분·지배구조 방향과 제도 변화에 대한 실제 대응 수준을 확인할 수 있는 핵심 투자 이벤트로 부상

## 2026년 한국 주주총회 주요 특징

| 구분             | 주요 내용                                                                                                |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 상법 개정 반영       | 개정 상법 시행에 대비해 다수의 상장기업이 정관 변경 등 제도 정비를 추진<br>→ 제도 변화에 대응하기 위한 기업의 선제적 정비 확대                          |
| 정관 변경 안건 확대    | 대상기업 2,498건(코스피 796건, 코스닥 1,702건) 중 코스피 712건, 코스닥 1,353건 정관 변경<br>→ 이사회·전자주주총회 등 제도 변화에 대비한 정관 정비 확대 |
| 자기주식 관련 안건 증가  | 자기주식 제도 개편에 따라 자기주식 보유·처분계획 승인 안건 증가<br>→ 자본배분과 주주환원 정책이 주요 의제로 부상                                   |
| 주주제안 고도화       | 배당, 자기주식, 지배구조 개선 등 주주제안이 다양한 분야로 확대<br>→ 주주환원을 넘어 기업가치 제고와 지배구조 개선 중심으로 발전                          |
| 기관투자자 영향력 강화   | 국민연금과 기관투자자의 적극적인 의결권 행사 지속<br>→ 기업의 지배구조와 주주환원 정책에 대한 견제 강화                                         |
| 행동주의 투자자 활동 확대 | 이사 선임, 배당, 자기주식 등 다양한 안건을 중심으로 주주관여 확대<br>→ 기업과 주주 간 소통 및 자본배분 전략의 중요성 증대                            |

자료: 키움증권 리서치센터

### 03. 정관변경 안건의 확대와 지배구조 변화

- ▶ 2026년 정기주주총회에서는 개정 상법(3차 개정) 시행 및 시행 예정 제도를 반영하기 위한 정관 정비 수요가 확대되며 정관변경 안건이 이사 선임과 감사·감사위원 선임을 제치고 가장 많이 상정
  - 12월 결산 유가증권·코스닥 상장사 2,498개사(유가 796개사, 코스닥 1,702개사) 대상
  - 정관변경 안건은 전년 대비 약 3배 증가하며 단순한 정관 정비를 넘어 기업의 지배구조와 주주권 관련 제도 정비를 반영
- ▶ 정관변경은 일반적인 절차 안건에서 기업의 지배구조 방향을 결정하는 핵심 안건으로 부상
  - 주요 안건은 사외이사 명칭 변경 > 독립이사 비율 상향 > 주주총회 소집·개최 방식 변경 > 이사 충실의무 반영 순
  - 투자자는 정관 변경 여부뿐 아니라 주주 권한 확대, 이사회 독립성 강화, 경영진 권한 변화 등을 중심으로 기업의 지배구조 변화를 평가할 필요

2026년12월 결산사 정기주주총회 주요 의안 상정 현황

| 주요의안             | 유가증권시장 |     |       | 코스닥시장  |       |       | 전체     |       |       |
|------------------|--------|-----|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                  | 안건수    | 회사수 | 비율(%) | 안건수    | 회사수   | 비율(%) | 안건수    | 회사수   | 비율(%) |
| 이사 보수한도 승인       | 820    | 788 | 99    | 1,983  | 1,645 | 96.7  | 2,803  | 2,433 | 97.4  |
| 재무제표 승인          | 771    | 753 | 94.6  | 1,677  | 1,643 | 96.5  | 2,448  | 2,396 | 95.9  |
| 정관 변경            | 1,665  | 712 | 89.4  | 2,089  | 1,353 | 79.5  | 3,754  | 2,065 | 82.7  |
| 이사 선임            | 1,644  | 664 | 83.4  | 2,956  | 1,303 | 76.6  | 4,600  | 1,967 | 78.7  |
| 감사 보수한도 승인       | 305    | 304 | 38.2  | 1,299  | 1,289 | 75.7  | 1,604  | 1,593 | 63.8  |
| 감사위원회 위원 선임      | 967    | 455 | 57.2  | 511    | 253   | 14.9  | 1,478  | 708   | 28.3  |
| 감사 선임            | 123    | 112 | 14.1  | 482    | 458   | 26.9  | 605    | 570   | 22.8  |
| 자기주식 소각·취득·처분    | 125    | 112 | 14.1  | 250    | 215   | 12.6  | 375    | 327   | 13.1  |
| 주식매수선택권          | 25     | 20  | 2.5   | 250    | 223   | 13.1  | 275    | 243   | 9.7   |
| 임원 퇴직금규정 승인·개정   | 54     | 52  | 6.5   | 116    | 116   | 6.8   | 170    | 168   | 6.7   |
| 이익배당 승인          | 45     | 31  | 3.9   | 108    | 78    | 4.6   | 153    | 109   | 4.4   |
| 합계(중복 제외 실제 회사수) | 6,695  | 796 | 100   | 12,068 | 1,702 | 100   | 18,763 | 2,498 | 100   |

자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

- ▶ 2025년 정기주주총회는 재무제표 승인, 이사 선임 등 법정 필수안건이 중심을 이루며 기업 운영을 위한 정례 안건 위주로 구성
- ▶ 감사·감사위원 선임과 정관 변경 등 거버넌스 안건도 높은 비중을 차지했으나, 자본배분 및 주주 환원 관련 안건의 비중은 상대적으로 제한적
- ▶ 2025년 주주총회는 기업 운영과 지배구조 유지에 초점을 둔 반면, 2026년에는 개정 상법과 밸류업 정책의 영향으로 자기주식, 주주환원, 지배구조 개선 등 기업가치 제고 관련 안건이 확대되며 주주총회의 중심 의제가 변화

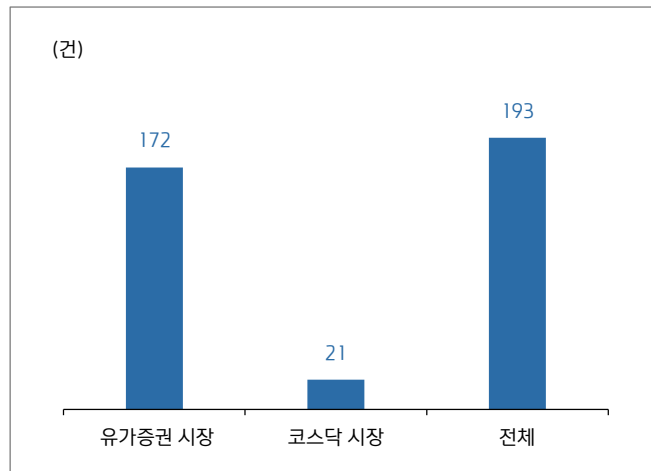
## 2025년 국내 주주총회 주요 안건 현황

| 주요의안             | 유가증권시장 |     |       | 코스닥시장  |       |       | 전체     |       |       |
|------------------|--------|-----|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                  | 안건수    | 회사수 | 비율(%) | 안건수    | 회사수   | 비율(%) | 안건수    | 회사수   | 비율(%) |
| 이사 보수한도 승인       | 802    | 783 | 98.1  | 1,643  | 1,620 | 97.9  | 2,445  | 2,403 | 98    |
| 재무제표 승인          | 777    | 748 | 93.7  | 1,651  | 1,609 | 97.2  | 2,428  | 2,357 | 96.1  |
| 이사 선임            | 2,023  | 658 | 82.5  | 3,665  | 1,249 | 75.5  | 5,688  | 1,907 | 77.7  |
| 감사 보수한도 승인       | 315    | 313 | 39.2  | 1,302  | 1,298 | 78.4  | 1,617  | 1,611 | 65.7  |
| 정관 변경            | 483    | 325 | 40.7  | 771    | 611   | 36.9  | 1,254  | 936   | 38.2  |
| 감사 선임            | 113    | 92  | 11.5  | 645    | 458   | 27.7  | 758    | 550   | 22.4  |
| 감사위원회 위원 선임      | 790    | 348 | 43.6  | 449    | 182   | 11.0  | 1,239  | 530   | 21.6  |
| 주식매수선택권          | 32     | 24  | 3.0   | 228    | 196   | 11.8  | 260    | 220   | 9.0   |
| 임원 퇴직금규정 승인·개정   | 69     | 66  | 8.3   | 106    | 106   | 6.4   | 175    | 172   | 7.0   |
| 이익배당 승인          | 45     | 32  | 4.0   | 80     | 65    | 3.9   | 125    | 97    | 4.0   |
| 합계(중복 제외 실제 회사수) | 5,526  | 798 | 100   | 10,739 | 1,655 | 100   | 16,265 | 2,453 | 100   |

자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

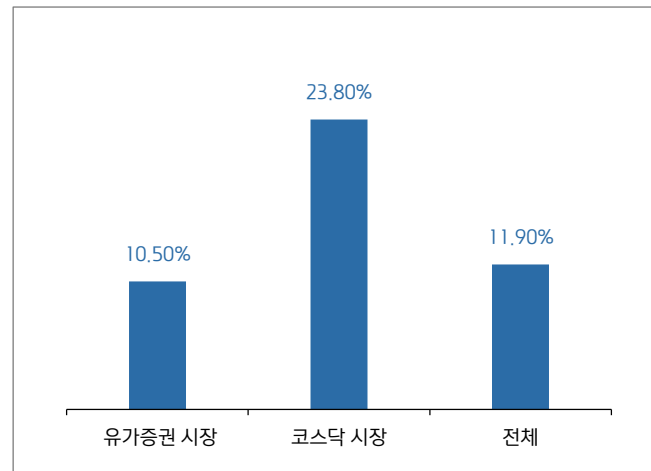
- ▶ 집중투표제 배제조항 삭제 안건은 상정된 193개사 중 23개사(11.9%)에서 부결되며, 일부 기업에서는 집중투표제 유지에 대한 주주들의 견제가 확인
- ▶ 다만 2026년 9월 개정 상법 시행 이후에는 정관 규정과 관계없이 집중투표제 배제조항의 효력이 상실될 예정이므로, 이번 안건의 장기적 실익은 제한적
- ▶ 이번 사례는 집중투표제와 같은 지배구조 관련 안건에 대해 주주들의 관심과 심사가 강화되고 있음을 보여주는 사례로 평가

집중투표제 배제 조항 삭제 관련 정관변경 현황



자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

집중투표제 배제 조항 삭제 관련 정관변경 부결 비율



자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

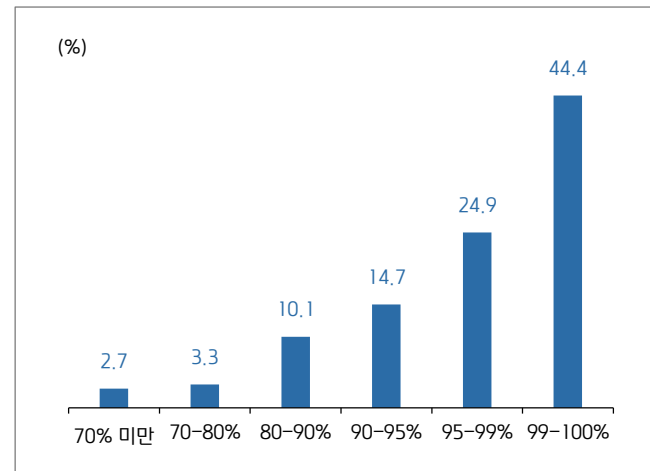
- ▶ 감사위원 관련 안건 확대되며 감사위원회 운영체계 정비 확대
- ▶ 감사위원회 독립성 강화 준비 → 개정 상법 시행에 대비한 정관 정비와 감사위원 관련 안건 상정 확대
- ▶ 주주 심사 강화 → 대부분 안건은 가결됐으나 일부 기업에서는 찬성률이 낮게 나타나며 감사위원 후보의 독립성과 적격성에 대한 엄격한 평가 확인
- ▶ 지배구조 평가지표 부상 → 향후 감사위원 선임 결과와 찬성률이 기업의 지배구조 수준과 주주 신뢰를 판단하는 핵심 지표로 활용될 전망

자산규모별 감사위원 분리선임 안건 현황과 찬성률

| 자산규모    | 회사수 | 평균 찬성률 |
|---------|-----|--------|
| 2조원 이상  | 203 | 94.80% |
| 1천억~2조원 | 467 | 94.60% |
| 1천억원 미만 | 26  | 98.60% |

자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터 | 주 2026 정기주총 감사위원 분리선임 상정 699개사(코스피 455코스닥 244) 기준, 찬성률은 의결권 기준. 특례감사위원회 해당 95.9%, 복수 안건 상정 62.4%.

찬성률 구간별 비중

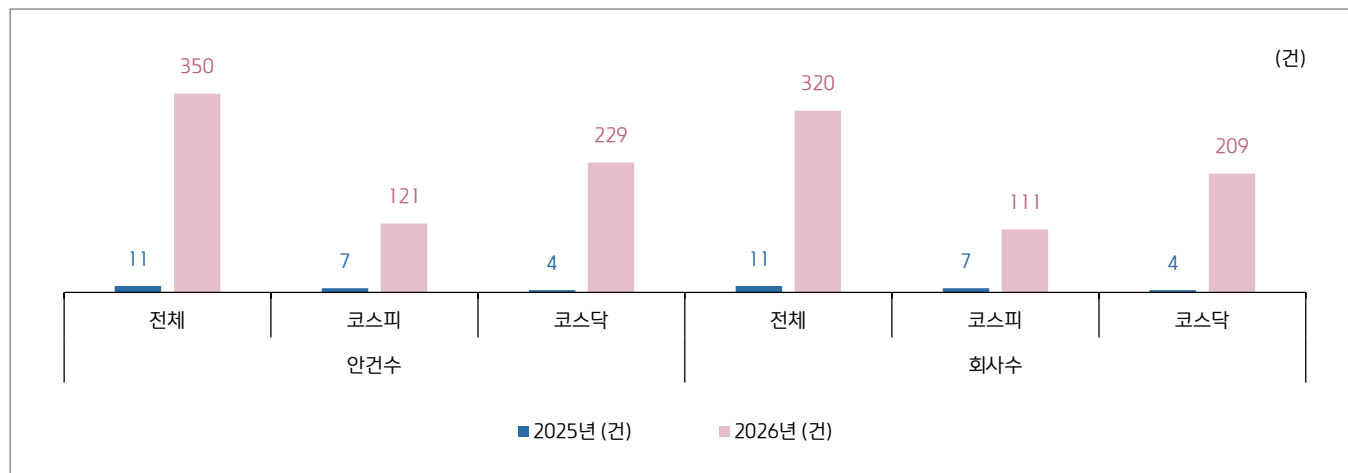


자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

## 07. 자사주 정책의 핵심 의제화와 제도화

- ▶ 자사주 관련 안건이 전년 11건에서 350건으로 약 32배 증가하며, 자사주 정책이 정기주주총회의 주요 의제로 부상  
- 코스닥 기업이 229건(65.4%)으로 코스피(121건, 34.6%)보다 높은 비중을 차지해 자사주 관련 안건 상정이 활발
- ▶ 자사주 정책이 단순한 재무정책을 넘어 자본배분과 주주환원 전략의 주요 의제로 확대되는 모습 확인
- ▶ 개정 상법에 따라 자사주 보유·처분계획의 주주총회 승인과 공시가 제도화되면서, 자사주 관리체계의 투명성과 주주 통제가 강화되는 전환점으로 평가

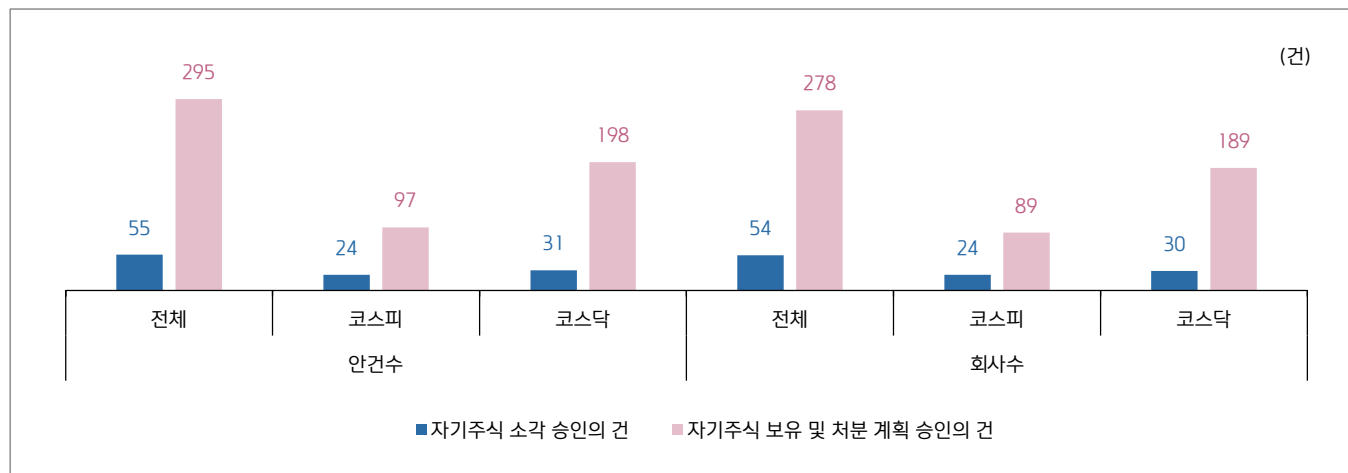
2025년과 2026년 주주총회 안건 유형 중 자사주 소각 건수 변화



자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

- ▶ 자사주 관련 안건의 대부분이 보유·처분계획 승인으로 구성되며, 실제 소각보다 제도 이행과 관리체계 구축을 위한 안건이 중심
- ▶ 개정 상법에 따라 자사주 보유·처분계획의 주주총회 승인 체계가 도입되면서, 다수 기업이 관련 안건을 상정하고 대부분 가결
- ▶ 자사주 정책이 소각 중심에서 보유·처분계획을 포함한 관리체계 중심으로 확대되는 모습 확인

2026년 주주총회 안건 유형 중 자사주 소각 내 세부 안건

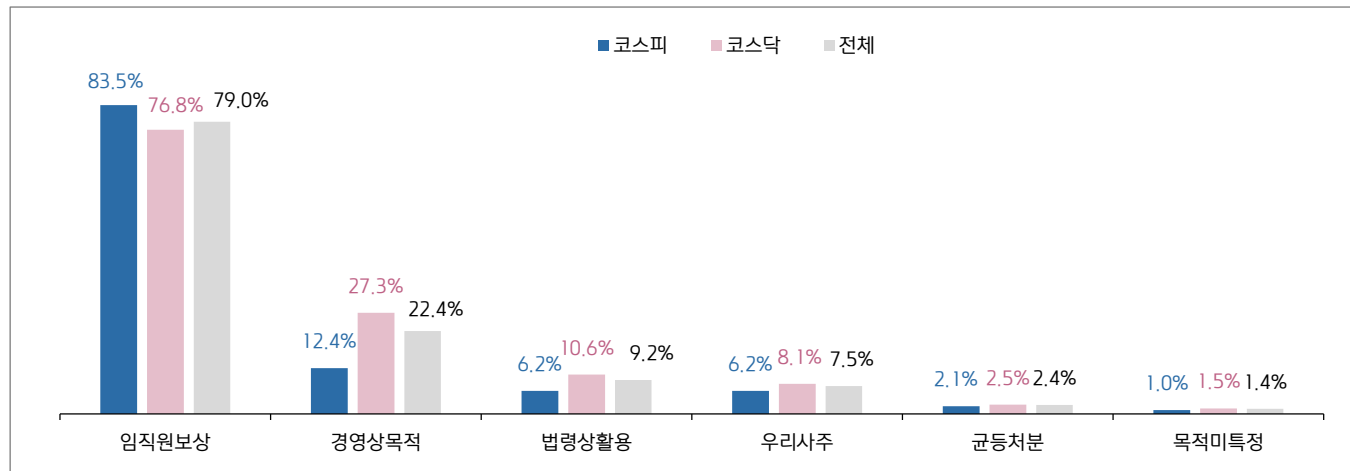


자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

주: 안건수 기준에서 소각수반(55건)=실제 소각 안건, 보유·처분계획(295건)=개정 상법에 따른 계획 승인 안건.

- ▶ 자기주식 보유·처분의 활용 목적은 임직원 보상이 79.0%(233건)로 가장 큰 비중을 차지했으며, 스톡옵션·RSU 등 개정 상법상 소각 예외 사유를 중심으로 활용
- ▶ 코스피는 임직원 보상 목적(83.5%)이 높은 반면, 코스닥은 재무구조 개선·신사업·전략적 제휴 등 경영상 활용 비중(27.3%)이 상대적으로 높아 기업 특성에 따른 활용 목적의 차별화가 확인
- ▶ 기존 보유 자기주식의 활용계획까지 주주총회 승인 대상으로 편입되면서, 자기주식의 활용 목적과 이행 계획에 대한 주주 공시 및 관리가 강화

2026년 자기주식 보유·처분계획의 활용 목적별 현황



자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터  
 주: 자기주식보유·처분계획에서 활용 목적별 차지하는 비중

## 10.

## 자사주 정책, 높은 가결률 속 기업 주도 유지

- ▶ 자사주 관련 안건이 대부분 가결되며, 기업들이 자사주 보유·처분 관련 제도에 대응하는 모습이 확인
- ▶ 높은 가결률은 대부분 자사주 보유·처분 계획 승인 안건에 대한 것으로, 실제 주주환원 확대보다 제도 이행과 관리체계 구축의 성격이 강한 것으로 평가
- ▶ 회사가 제안한 자사주 소각 안건은 대부분 가결된 반면, 주주제안은 대부분 부결되어 자사주 정책은 여전히 회사 주도로 운영되는 모습
- ▶ 향후에는 실제 자사주 소각과 보유·처분계획의 이행 여부가 기업의 자본배분 및 주주환원 정책을 평가하는 주요 요소가 될 전망

2026년 주주총회 안건 유형 중 자사주 소각

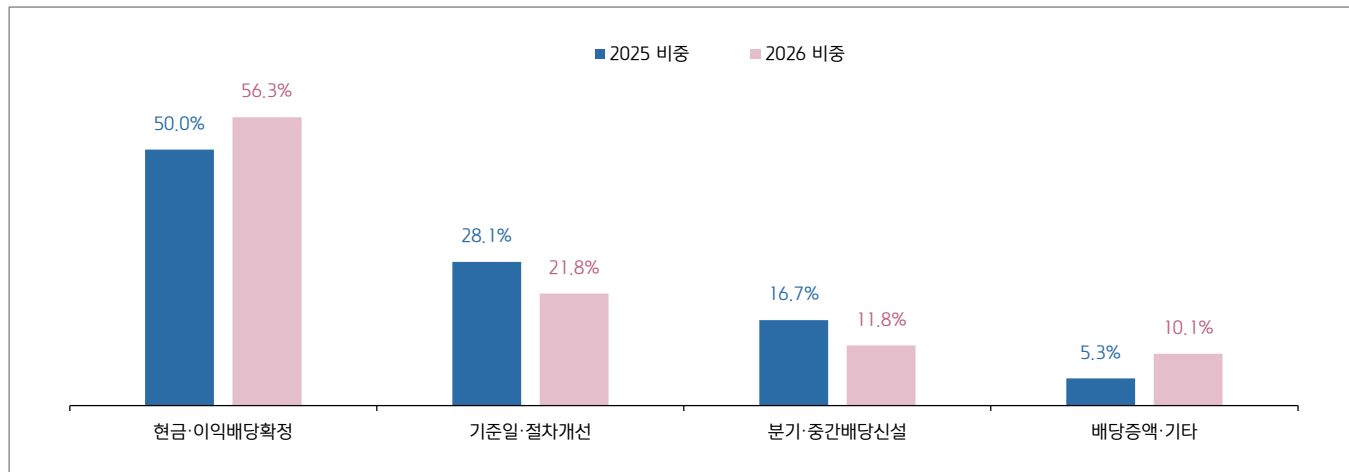
| 구분  | 보유·처분계획 |     |    |    | 소각 수반 |    |    |    | 합계 (전체) |     |    |    |
|-----|---------|-----|----|----|-------|----|----|----|---------|-----|----|----|
| 항목  | 안건수     | 가결  | 부결 | 미결 | 안건수   | 가결 | 부결 | 미결 | 안건수     | 가결  | 부결 | 미결 |
| 코스피 | 97      | 96  | 0  | 1  | 24    | 23 | 0  | 1  | 121     | 119 | 0  | 2  |
| 코스닥 | 198     | 196 | 2  | 0  | 31    | 25 | 5  | 1  | 229     | 221 | 7  | 1  |
| 전체  | 295     | 292 | 2  | 1  | 55    | 48 | 5  | 2  | 350     | 340 | 7  | 3  |

자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

주: 안건수 기준에서 소각수반(55건)=실제 소각 안건, 보유·처분계획(295건)=개정 상법에 따른 계획 승인 안건.

- ▶ 2025년이 배당 제도와 정관을 정비한 시기였다면, 2026년은 실제 배당 규모를 결정하는 단계로 전환되며 시장의 관심도 '배당 방식'에서 '배당 규모와 주주환원 실행력'으로 이동
  - 2025년에는 배당기준일 변경과 분기·중간배당 도입 등 제도 정비가 중심이었으나, 2026년에는 현금·이익배당 확정 안건 비중이 50.0%에서 56.0%로 확대된 반면 정관 정비형 안건은 44.7%에서 33.6%로 축소

2026년 배당 안건 중 각 세부 내용별 비중



자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

## 12. 배당정책, 제도 정비에서 실행력 평가로

- ▶ 배당정책 정비는 대형 코스피 기업에서 중소형·코스닥 기업으로 확산되며, 배당제도 개선이 시장 전반으로 확산
- ▶ 2026년에는 배당 관련 주주제안이 증가하며 배당정책이 주주와 회사 간 핵심 의제로 부각됐으나, 실제 배당 수준은 회사 제안이 중심을 이루고 배당 증액을 요구한 주주제안은 대부분 부결
- ▶ 배당정책이 제도 구축에서 실행 단계로 전환되면서, 향후에는 제도 도입 여부보다 실제 배당 규모와 지속성, 주주환원 실행력이 기업 평가의 주요 기준으로 자리 잡을 전망

2025 vs 2026 주주총회 배당 안건 비교

| 지표                  | 2025년         | 2026년          |
|---------------------|---------------|----------------|
| 배당 안건 수             | 114<br>(0.7%) | 119<br>(0.6%)  |
| 배당 안건 상정 회사 수       | 100<br>(4.1%) | 104<br>(4.2%)  |
| 코스피 안건              | 44<br>(0.8%)  | 34<br>(0.5%)   |
| 코스닥 안건              | 70<br>(0.6%)  | 85<br>(0.7%)   |
| 가결<br>(배당안건수 대비 비중) | 87<br>(76.3%) | 115<br>(96.6%) |
| 부결                  | 2             | 3              |

자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터 | 주: 1) 안건유형 '배당' 추출  
데이터 · 정기주주총회 기준, 2) ( ) 는 전체 안건수(상정회사수) 대비 비중

2026년 주주제안 배당

| 회사 | 회사안 (가결) | 주주제안<br>증액  | 결과 | 찬성률<br>(의결권)      |
|----|----------|-------------|----|-------------------|
| A사 | 주당 170원  | 주당 300원     | 부결 | -                 |
| B사 | 보통주 300원 | 보통주<br>800원 | 부결 | 13.0%             |
| C사 | -        | 현금배당<br>증액  | 부결 | 16.0%<br>(반대 84%) |

자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

## 13.

## 이사보수 승인, 형식 안건에서 의결권 확보 경쟁으로

- ▶ 2025년 대법원 판결의 영향으로 임원을 겸하는 주주의 의결권 제한이 적용되면서, 이사보수한도 승인 안건은 단순 형식 안건에서 실제 의결권 확보가 중요한 안건으로 변화
- ▶ 이사보수한도 부결은 보수 수준에 대한 반대보다 정족수 미달에 따른 사례가 대부분이었으며, 전체 부결의 94%가 코스닥에서 발생해 대주주 의결권 의존도가 높은 중소형 기업의 특성이 확인
- ▶ 향후에는 대주주 지분율보다 소액주주와 기관투자자의 의결권 확보 역량이 이사보수한도 승인에 영향을 미치는 주요 요인으로 작용할 전망

이사보수한도·의결권제한 — 자산규모·시장별 부결 현황 (2026 정기주총)

| 자산규모    | 시장     | 상정건수  | 부결건수 | 부결률  |
|---------|--------|-------|------|------|
| 2조원 이상  | 유가증권시장 | 201   | 0    | 0.0% |
|         | 코스닥    | 11    | 0    | 0.0% |
| 1천억~2조원 | 유가증권시장 | 536   | 2    | 0.4% |
|         | 코스닥    | 917   | 69   | 7.5% |
| 1천억원 미만 | 유가증권시장 | 47    | 4    | 8.5% |
|         | 코스닥    | 741   | 65   | 8.8% |
| 합계      | 전체     | 2,480 | 153  | 6.2% |

자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

주: 부결에는 실제 표결 부결과 '의결권 제한으로 정족수 미달' 상정불가 사례 포함. 회사안·주주제안 중 하나라도 가결 시 제외.

## 14. 주주제안, 수용 확대에도 회사 제안 우세

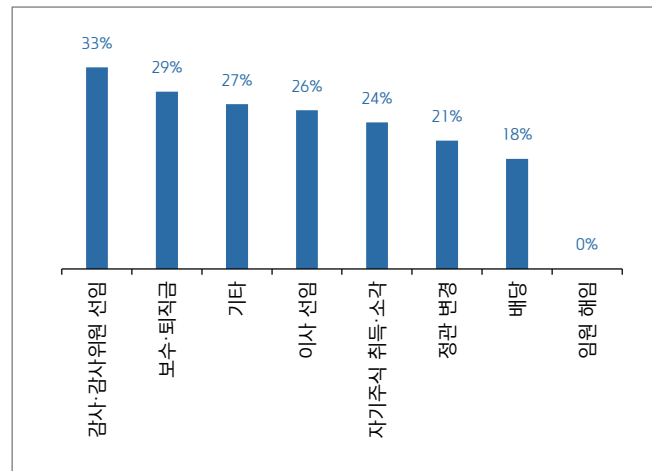
- ▶ 주주제안은 59개사 중 23개사(39%)가 최소 1건 이상 수용되며 기업 단위의 수용 사례는 확대됐지만, 개별 안건 기준 가결률은 16.0%에 그쳐 실제 가결은 제한적
- ▶ 주주제안은 감사·감사위원 선임 등 일부 거버넌스 관련 안건에서 수용 사례가 확인된 반면, 정관 변경·임원 해임 및 자본정책 관련 안건은 대부분 부결
- ▶ 기업 단위의 주주제안 수용 사례는 증가했지만, 개별 안건의 가결률은 낮아 주주제안의 실질적인 관철은 제한적이며 자본정책과 경영권 관련 안건은 여전히 기존 경영진의 영향력이 우세한 것으로 확인

주주제안 가결률 비교 — 집계 단위별 성공률

| 집계 단위 | 의미              | 성공률 |
|-------|-----------------|-----|
| 회사    | 최소 1건 이상 가결된 기업 | 39% |
| 의제    | 주주제안 안건 기준      | 25% |
| 개별 표결 | 실제 표결 항목 기준     | 16% |

자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

안건 유형별 가결 현황



자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

- ▶ 주주들은 과도한 배당 확대나 자기주식 취득·소각 등 일회성 주주환원 확대 요구에는 신중한 태도를 보였으며, 단기적인 현금 유출을 수반하는 주주제안은 대부분 부결
- ▶ 지배구조 개선 관련 안건은 제안의 타당성뿐 아니라 실제 의결권 확보 여부가 성패를 좌우했으며, 특히 특별결의가 필요한 정관 변경 등은 높은 의결요건을 충족하지 못해 다수 부결
- ▶ 향후 행동주의 펀드와 기관투자자는 단순한 주주제안 제시를 넘어 기관투자자 및 일반주주의 지지를 확보할 수 있는 의결권 결집과 설득 역량이 더욱 중요해질 전망

## 2026년 정기주주총회 주주제안

| 특징          | 주요 내용                                    | 시사점                               |
|-------------|------------------------------------------|-----------------------------------|
| 소수주주 영향력 확대 | 개정 상법 시행을 앞두고 소수주주와 행동주의 펀드의 주주제안이 증가    | 의결권 확보와 주주 설득이 주주제안 성패의 핵심 요소로 부상 |
| 주주환원 요구의 변화 | 과도한 배당·자사주 취득 등 일회성 주주환원 요구는 낮은 지지를 받음   | 주주환원은 규모보다 지속가능성과 실행 가능성이 중요      |
| 주주제안의 고도화   | 배당 중심에서 정관 변경, 이사·감사위원 선임 등 지배구조 전반으로 확대 | 주주제안이 기업가치 제고를 위한 거버넌스 개선 수단으로 확대 |

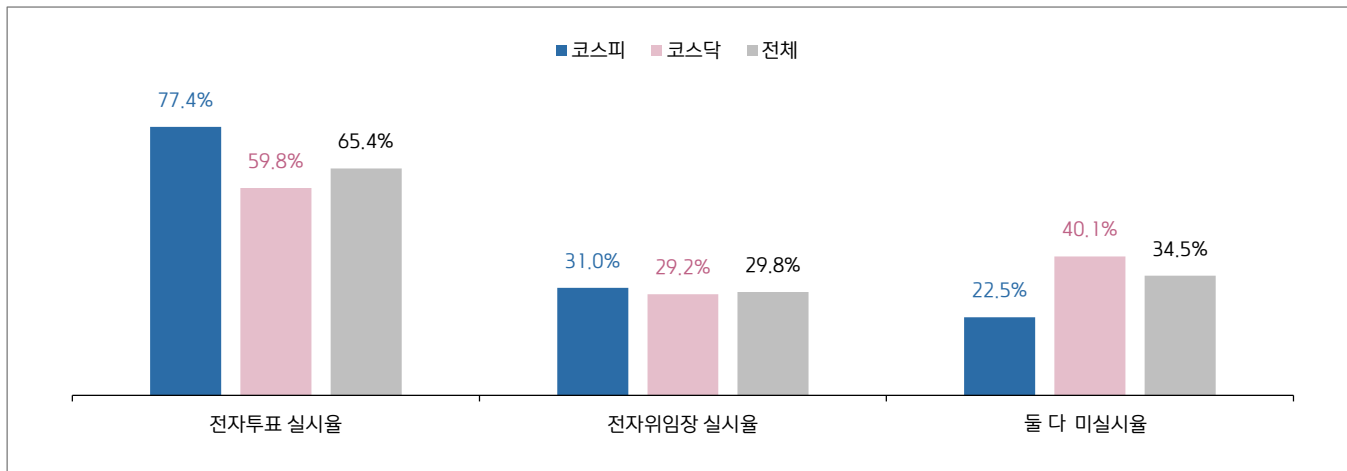
자료: 키움증권 리서치센터

## 16.

## 전자투표 확산, 전자위임장은 아직 제한적

- ▶ 전자투표 도입률은 65.4%로 상장사 3곳 중 2곳 수준에 도달하며 사실상 표준 제도로 자리 잡았지만, 전자위임장 보급은 상대적으로 제한적이고 코스닥을 중심으로 참여 인프라의 격차가 지속
- ▶ 전자투표 도입은 확대되는 반면 전자위임장 활용은 상대적으로 제한적인 수준에 머물며, 전자적 의결권 행사 수단 간 활동 차이가 확인
- ▶ 향후 전자위임장 활용 확대 여부와 기업의 주주 커뮤니케이션 방식은 전자적 의결권 행사 환경 변화의 주요 관찰 요소가 될 전망

12월 결산사 전자투표 및 전자위임장 실시 현황

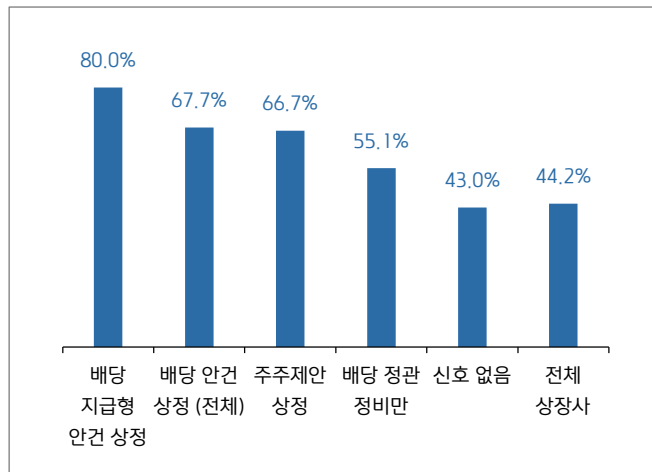


자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터

주: 전체 2,495개사 중 유가증권시장 796개사, 코스닥 1,699개사

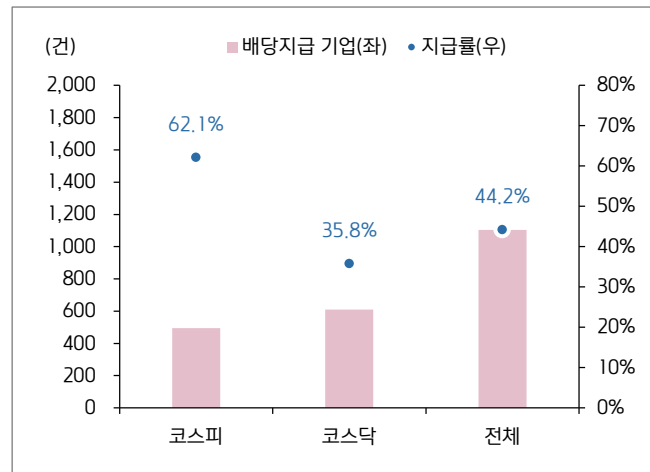
- ▶ 배당 안건과 주주제안이 있었던 기업은 이듬해 실제 배당 집행률이 전체 평균을 상회해, 주주총회 안건이 향후 자본배분을 예고하는 선행지표일 가능성을 시사
- ▶ 반면 배당기준일 변경 등 제도 정비만으로는 실제 주주환원 확대를 설명하기 어려워, 형식적인 제도 개선과 경영진의 실행 의지는 구분해 평가할 필요
- ▶ 따라서 투자자는 안건 수보다 배당·자사주·거버넌스 등 안건의 유형과 실행 가능성에 주목해, 주주총회 안건의 선행지표로서의 유효성을 판단할 필요

2025년 주총 신호별 2026년 실제 배당 지급률



자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터 | 주 1배당 지급은 2024년 주총 결과의 배당 종류 배당금 총액 기준, 2025년 주총 안건 16,363건과 2026년 실제 배당 집행 2,498개사를 기업 단위로 연계 분석

2026년 배당 지급 현황



자료: 전자공시시스템(DART), 키움증권 리서치센터  
주: 중간·분기 배당 실시율 15.2%, 2025년 배당 안건 상정 기업 (전체 5.5%의 2.8배)

## 18. 주주총회, 무엇을 봐야 하는가

- ▶ 주주총회는 기업의 자본배분 전략과 거버넌스 수준, 이에 대한 주주의 평가를 함께 확인할 수 있는 핵심 지표
- ▶ 가결 여부보다 찬성률 분포와 표 대결 양상을 통해 기업과 주주 간 이견의 강도를 함께 살펴볼 필요
- ▶ 안건 수보다 제안 내용, 찬성률, 기업과 주주의 대립 지점을 핵심 투자지표로 활용할 필요

주주총회를 통해 확인해야 할 세 가지 관찰축

| ① 기업은 무엇을 제안했는가                                                                                                                                                          | ② 주주는 어디서 반대했는가                                                                                                                                          | ③ 무엇이 최종 선택되었는가?                                                                                                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>자사주</b><br>소각 55건 vs 보유·처분 295건<br>→ 소각보다 보유·활용 중심 운영<br><br><b>배당</b><br>확정형 56.0% > 정비형 33.6%<br>→ 정책 선언보다 실제 주주환원 실행 중심<br><br><b>자사주 보유 목적</b><br>임직원 보상 목적 79.0% | <b>반대 신호</b><br>찬성률 90% 미만 기업 112개사<br>→ 경영진과 주주 간 이견 확대<br><br><b>격론 구간</b><br>찬성률 70% 미만 19개사<br>최저 찬성률 44.5%<br><br><b>부결 안건</b><br>153건 중 코스닥 비중 94% | <b>수용된 방향</b><br>✓ 구조적 거버넌스 개선<br>✓ 감사·감사위원 선임<br>✓ 자사주 소각·관리체계 정비<br><br><b>수용이 제한된 방향</b><br>✕ 즉각적인 현금환원 요구<br>✕ 과도한 배당 확대<br>→ 지속가능성과 제도화 여부 중시 |
| 관찰 포인트<br>기업이 자본을 어떻게 배분하려 하는가                                                                                                                                           | 관찰 포인트<br>주주가 어떤 안건에 이견을 제기하는가                                                                                                                           | 관찰 포인트<br>시장이 어떤 자본배분 방향을 수용하는가                                                                                                                    |

자료: 키움증권 리서치센터

## 19. 주주총회, 기업가치 평가의 새로운 기준

- ▶ 2026년은 제도 정비를 통해 기업별 자본배분과 거버넌스의 기준선을 확인한 시기, 2027년부터는 제도 도입보다 실제 실행 여부와 실행 성과가 핵심 평가 대상
- ▶ 기업가치 평가에서는 실적과 함께 자본배분 및 거버넌스 운영에 대한 관심이 확대되는 가운데, 배당·자사주 정책·이사회 운영 등 주주환원과 거버넌스 관련 요소의 중요성이 커질 전망
- ▶ 이에 따라 지속적인 주주환원과 거버넌스 운영 성과는 기업가치 평가에서 중요한 고려 요소로 자리매김할 것으로 전망

### 주총 이후 확인해야 할 기업 행동과 투자 포인트

| 주총 신호    | 실제 확인할 행동     | 투자 시사점             |
|----------|---------------|--------------------|
| 자사주 안건   | 실제 소각 공시      | 실행력이 높은 기업 프리미엄 확대 |
| 배당 안건    | 배당정책·중간배당 발표  | 지속 가능한 주주환원 기업 재평가 |
| 정관 변경    | 독립이사·감사위원 선임  | 거버넌스 할인 축소         |
| Value-up | 기업가치 제고 계획 이행 | 정책보다 실행 중심의 투자환경   |
| AI 투자    | 투자성과·ROIC 제시  | 자본배분 효율성이 핵심 평가 요소 |

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 주총은 '배당·자사주·거버넌스'를 논의했다면, 2027년은 '기업 이익의 배분 원칙'까지 논의 확장 가능성
  - 배당·자사주 중심 → 성과급·투자·주주환원을 아우르는 자본배분 논의 확대
  - 제도 개선 중심 → 자본배분 실행력과 투자 효율성 검증 강화
  - 회사-주주 관계 → 주주·노조·경영진 간 이해관계 조정이 새로운 거버넌스 이슈로 부상
- ▶ 임직원 보상과 주주환원 간 균형이 향후 주주총회의 새로운 자본배분 의제로 부상할 수 있음

#### 이후 주주총회에서 논의될 수 있는 이슈 가능성

| 최근 이슈                               | 주주들의 문제 제기                    | 향후 주주총회 논의 가능성                                         |
|-------------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 영업이익 연동 성과급 확대<br>(삼성전자·SK하이닉스·카카오) | 성과급은 주주환원과 경쟁하는 자본배분이라는 인식 확대 | 성과급 지급 원칙 및 한도 설정 요구                                   |
| 대규모 성과급 지급                          | 이사회와 충실의무 및 보상 의사결정 책임 강화     | 보상정책 공시 확대 및 주총 승인 요구<br>(영업이익 연동 성과급에 대한 주주총회 승인 의무화) |
| AI·반도체 호황에 따른 초과이익 발생               | 초과이익을 직원·주주·채투자 중 어디에 배분할 것인가 | 자본배분 원칙 및 우선순위 제시 요구<br>(임직원 보상과 주주환원의 균형비율 공시 등)      |
| AI 투자 확대                            | 투자 규모보다 투자 효율성과 회수 가능성 중시     | 투자성과(ROIC)와 주주환원 연계 요구                                 |
| 상법 개정(이사 충실의무 확대)                   | 이해관계자보다 주주가치 보호 요구 강화         | 이사 책임 강화 및 주주대표소송 증가 가능성                               |

자료: 키움증권 리서치센터

## Part 2. 미국 주주총회

: 자본규율 중심으로 재편된 의결권 행사



- ▶ 한국은 상법 개정과 밸류업 정책 등 제도와 정책이 변화를 주도했고, 미국은 규제 변화와 기관투자자, 행동주의의 영향으로 시장이 변화를 주도. 출발점은 달랐지만 주주총회의 중심은 모두 ESG에서 자본배분과 재무적 거버넌스로 이동
- ▶ 한국은 제도 정비를 바탕으로 자본배분과 거버넌스의 실행력을 평가하는 단계로, 미국은 AI 투자, M&A, 경영진 보상 등 기업가치 중심의 자본배분 규율이 정착되는 국면에 진입
- ▶ 향후 투자자는 안건의 수보다 기업의 자본배분 전략과 거버넌스의 질, 그리고 실제 실행 여부를 중심으로 기업가치를 평가할 필요

## 한국과 미국 주주총회의 변화 경로 비교

| 변화 단계 | 한국                               | 미국                                |
|-------|----------------------------------|-----------------------------------|
| 정책 변화 | 상법 개정·밸류업 정책                     | SLB 14M·No-Action 제도 변경           |
| 주총 변화 | 자사주·배당·거버넌스 안건 확대                | ESG 안건 축소, 거버넌스·보상 안건 확대          |
| 의제 변화 | 주주환원·거버넌스 중심                     | AI 투자·M&A·경영진 보상·거버넌스 중심          |
| 주주 행동 | 행동주의 확대, 감사·감사위원 선임 및 주주환원 요구 강화 | 기관·행동주의 모두 자본배분과 경영성과 중심으로 의결권 행사 |
| 시사점   | 주주권 강화와 자본배분 규율 확대               | 기업가치 중심의 자본배분과 선별적 의결권 행사 정착      |

자료: 전자공시시스템(DART), Cooley LLP, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 02. 2026 미국 주주총회 핵심 변화

- ▶ SEC의 No-Action 심사 중단으로 주주제안 관리 체계가 기업 자율 중심으로 전환되면서, 주주제안과 ESG 의제는 위축되고 지배구조·경영진 보상 등 기업가치 중심의 의결권 행사로 재편
- ▶ 기관투자자는 일률적인 ESG보다 기업별 자본배분과 경영성과, 이사회 책임을 중시하는 선별적 스크리닝을 강화할 전망

### 2025~2026년 미국 주주총회의 핵심 변화

| 구분       | 2025                               | 2026                                  | 변화의 핵심           |
|----------|------------------------------------|---------------------------------------|------------------|
| 제도 환경    | SEC No-Action 심사를 통한 주주제안 배제 여부 검토 | No-Action 심사 사실상 철수, 기업 자율 판단 및 소송 중심 | 규제 중심 → 시장 자율 중심 |
| 주주제안     | 951건 제출, 과반 가결률 14%                | 789건 제출, 과반 가결률 7%대                   | 주주제안 감소 및 선별화    |
| 핵심 의제    | ESG·반ESG 중심                        | 지배구조·경영진 보상·AI·자본배분 중심                | ESG → 기업가치 중심    |
| 경영진 안건   | Say-on-Pay 평균 찬성률 90.7%            | Say-on-Pay 평균 찬성률 92.3%               | 경영진 보상에 대한 신뢰 유지 |
| 기관투자자 대응 | 일반적인 의결권 정책 적용                     | 과도한 보상·오버보딩·자문사 반대 권고 기업 중심 선별 대응     | 기업별 스크리닝 강화      |
| 신규 이슈    | AI 관련 제안 제한적                       | AI 관련 제안 증가                           | AI 거버넌스 부상       |
| 시장 평가    | ESG와 사회적 이슈 병행                     | 자본배분·경영성과 중심 평가                       | 자본규율 강화          |

자료: Cooley LLP·Mayer Brown, 키움증권 리서치센터

## 03.

## 매크로 환경 변화가 가져온 기업가치 중심의 의결권 행사

- ▶ 고금리·고물가 환경은 할인율 상승과 비용 부담을 통해 기업가치와 수익성을 압박하면서, 행동주의의 관심을 ESG에서 자본배분과 기업가치 제고 의제로 이동
- ▶ 성장 전망의 불확실성이 높아질수록 주주는 기업이 직접 통제할 수 있는 투자 효율성, 비용 관리, 배당·자사주 등 자본배분의 적정성을 더욱 엄격하게 평가
- ▶ 결국 거시환경 변화는 외형 성장보다 자본 효율성과 주주환원, 재무적 거버넌스를 중시하는 '자본규율 중심의 주주행동'으로 귀결

미국 주주총회 배경: 매크로 압력의 전승 경로와 자본규율 강화

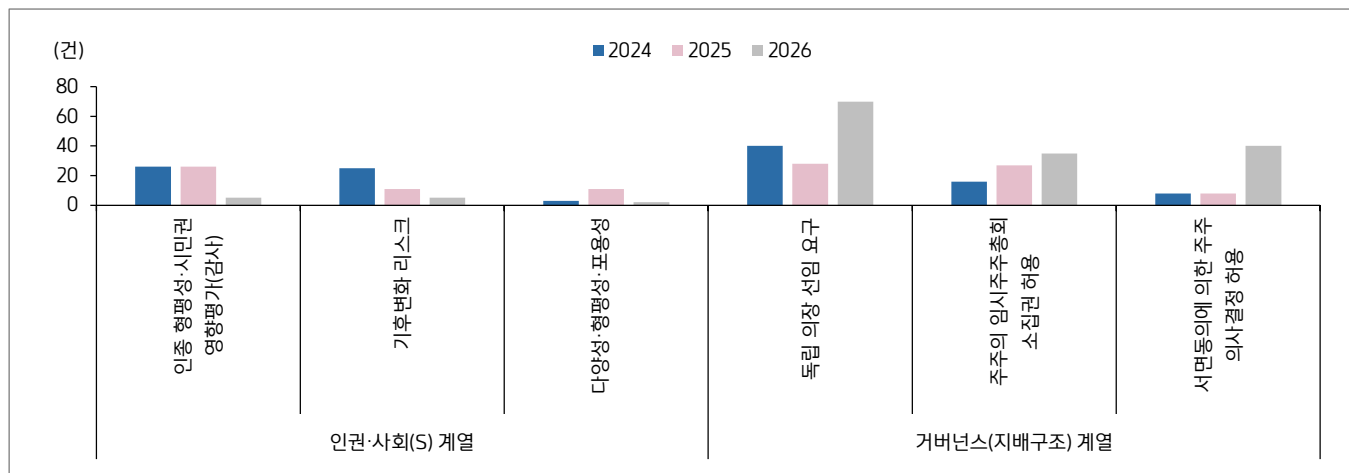
| 매크로 압력      | 기업 영향                         | 주주·시장 요구                        | 자본규율(Capital Discipline)               |
|-------------|-------------------------------|---------------------------------|----------------------------------------|
| 고금리·할인율 상승  | 미래 현금흐름 가치 하락<br>투자 수익성 기준 강화 | ROIC > WACC<br>자본비용을 상회하는 투자 요구 | 자본배분 규율 강화<br>CapEx·M&A 등 투자 효율성 제고    |
| 스티키 인플레이션   | 원가·임금 부담 확대<br>마진 압박 심화       | 현금흐름·수익성 중심 경영                  | 보상·성과 연계 강화<br>ROIC·TSR 등 장기성과 보상체계 확대 |
| 고금리·고물가 장기화 | 기업이 통제 가능한 요소의<br>중요성 확대      | 재무적 거버넌스<br>주주환원·이사회 감독·경영책임 강화 | 책임경영 강화<br>클로우백 확대 및 성과 기반 보상 강화       |

자료: 키움증권 리서치센터

## 04. 기업가치 중심으로 재편된 의결권 행사

- ▶ 매크로 전환: 고금리·스티키 인플레이션으로 자본비용 상승과 마진 압박이 확대되면서, 기관투자자의 관심은 기업이 직접 통제할 수 있는 자본배분과 경영 효율성으로 이동
- ▶ 의제 재편: 사회정의 계열(인종형평·기후·다양성) 제안은 48건에서 12건으로 75% 감소한 반면, 주주 통제권 계열(독립 의장·임시주총 소집권·서면동의권)은 63건에서 145건으로 130% 증가하며 기업가치와 거버넌스 중심으로 재편
- ▶ 투자 판단: 기관투자자의 의결권 행사는 ESG 등 외부효과보다 기업가치 제고와 자본배분에 직접 영향을 미치는 의제를 우선시하는 방향으로 변화했으며, 향후에도 자본규율과 재무적 거버넌스가 핵심 평가 기준으로 자리잡을 전망

2026년 미국 주주제안 유형별 연간 제기 건수(주주 제출)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 05. SEC 규제 변화가 바꾼 주주총회 의제

- ▶ SEC는 SLB 14M을 통해 주주제안 심사 기준을 '사회적 영향'에서 '기업 고유의 중요성' 중심으로 전환하며, 기업가치와 재무적 관련성을 중시하는 방향으로 정책을 변경
- ▶ 이에 따라 ESG 중심의 주주제안은 감소하는 반면, 자본배분·AI 투자·임원 보상·이사회 운영 등 기업가치와 직결되는 재무적 거버넌스 의제가 주주제안의 중심으로 부상
- ▶ 향후 주주활동은 특정 ESG 정책의 이행 요구보다 기업가치 제고와 자본배분 효율성을 높이는 의제 중심으로 재편될 전망

SLB 14M 주요 내용 및 시사점

| 정책변화           | 주요 내용                                 | 시사점                                |
|----------------|---------------------------------------|------------------------------------|
| SLB 14L 폐지     | 2021년 도입된 SLB 14L을 폐지하고 기존 해석 기준으로 회귀 | ESG 주주제안 상정이 전반적으로 어려워질 가능성        |
| 기업별 중요성 강화     | 사회적 중요성보다 해당 기업과의 직접적인 관련성을 중시        | 기업별 재무적 중요성이 주주제안 채택의 핵심 기준으로 부상   |
| 일상적 경영판단 범위 확대 | 일상적인 경영 판단에 해당하면 주주제안 제외 가능 범위 확대     | 기업의 경영 자율성 확대, 주주의 경영 개입 범위 축소     |
| 경제적 관련성 요건 강화  | 사업과의 실질적 관련성을 입증해야 주주제안 인정            | 재무적 중요성이 낮은 ESG 제안은 상정 가능성 감소      |
| 이사회 분석 부담 완화   | No-action 신청 시 이사회 분석 제출 부담 완화        | 기업의 행정 부담 감소 및 No-action 활용 확대 가능성 |

자료: SEC, 키움증권 리서치센터

- ▶ SEC는 2026년 주주총회 시즌(2025. 10. 1~2026. 9. 30)에는 대부분의 No-Action 요청에 대한 실질적인 답변을 중단하며, 주주제안 상정 여부를 기업이 직접 판단하는 '무심사 체제'로 전환 (예외는 주법상 주주제안 적격성 판단에 한정)
- ▶ SEC의 사전 심사가 사실상 축소되면서 주주제안 관리의 자율성과 책임이 규제당국에서 기업으로 이동하고, 기업의 자체 판단 비중이 크게 확대
- ▶ 향후 주주제안 배제를 둘러싼 법적 분쟁과 소송 리스크가 증가할 가능성이 높아졌으며, Rule 14a-8 개정과 판례가 기업의 주주제안 대응에 핵심 변수로 작용할 전망

## No-action 절차 변화와 2026년 주주총회 영향

| 구분     | 기존                           | 2025~2026년 변화                     | 주요 영향               |
|--------|------------------------------|-----------------------------------|---------------------|
| SEC 역할 | No-action 의견을 통해 배제 가능 여부 판단 | Rule 14a-8(i)(1) 제외 대부분 실질적 답변 중단 | SEC의 사전 심사·중재 기능 축소 |
| 기업 판단  | SEC 의견을 참고해 배제 여부 결정         | 기업이 기존 판례와 지침을 바탕으로 자체 판단         | 기업의 재량과 책임 확대       |
| 분쟁 해결  | SEC 의견이 사실상 판단 기준 역할         | 법원·SEC 집행 절차를 통한 사후 분쟁 중심으로 전환    | 소송 및 법적 불확실성 확대     |
| 주총 영향  | 상정·배제 기준이 비교적 일관적            | 기업별 판단에 따라 동일 안전도 결과가 달라질 수 있음    | 주주제안 감소 및 기업별 편차 확대 |

자료: SEC, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정부는 ISS·Glass Lewis를 직접 규제 대상으로 지목하고, SEC·FTC·노동부에 프록시 자문사 규제 재검토와 의결권 권고 방법론·이해상충 공시 강화를 추진하며 프록시 자문사의 영향력 축소를 유도
- ▶ 이에 따라 프록시 자문사에 대한 의존도는 점진적으로 낮아지고, 기관투자자의 자체 의결권 판단과 기업과의 직접적인 주주 소통의 중요성이 확대될 전망
- ▶ 의결권 행사도 ESG 중심의 획일적 권고에서 벗어나 기업가치, 자본배분, 경영성과 등 재무적 요소를 중심으로 한 선별적 판단이 강화될 전망

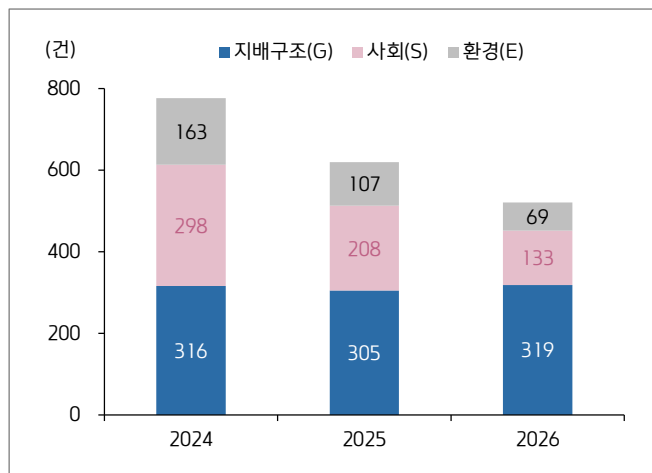
## 미국 프록시 자문사 규제 강화와 의결권 행사 변화

| 구분          | 주요 변화                                                          | 시장 시사점                |
|-------------|----------------------------------------------------------------|-----------------------|
| 규제 강화       | ISS·Glass Lewis를 직접 규제 대상으로 지목하고, 권고 방법론·이해상충 공시 및 법적 책임 강화 추진 | 프록시 자문사의 법적·규제 부담 확대  |
| 시장 구조 변화    | 양사의 높은 시장점유율(약 90%)에도 권고의 영향력이 점차 약화                           | 자문사 중심의 의결권 행사 관행 변화  |
| 기관투자자 역할 확대 | 권고 의존보다 자체 분석과 스튜어드십 역량의 중요성 확대                                | 기관투자자의 독립적 의결권 행사 강화  |
| 역량 격차 확대    | 대형 기관은 자체 의결권 체계를 내재화한 반면, 중소형 기관은 자문사 의존도가 높음                 | 기관 간 의결권 행사 역량 차별화 확대 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

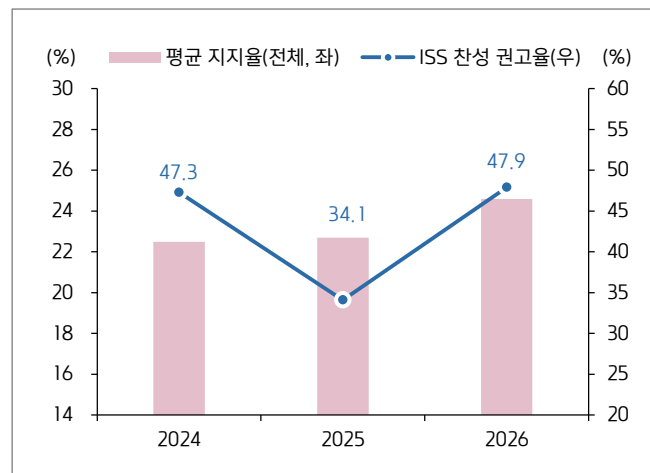
- ▶ 전체 ESG(E·S·G) 주주제안은 최근 3년간 777건→620건→521건으로 감소했으며, 평균 지지율도 22~25% 수준에 머물러 ESG 의제의 영향력이 전반적으로 약화
- ▶ 감소세는 환경·사회(E&S) 의제가 주도했으며, SEC의 No-Action 절차 축소와 기업가치 중심의 심사 기준 강화가 맞물리면서 사회·환경 중심 제안의 감소폭이 확대
- ▶ 다만 ISS의 ESG 안건 찬성 권고율은 34.1%에서 47.9%로 반등해 평균 지지율 하락을 일부 완화했지만, ESG 의제의 전반적인 위축 흐름을 바꾸기에는 제한적

카테고리별(E·S·G) 제출 건수 (2024~2026)



자료: Cooley LLP, 키움증권 리서치센터

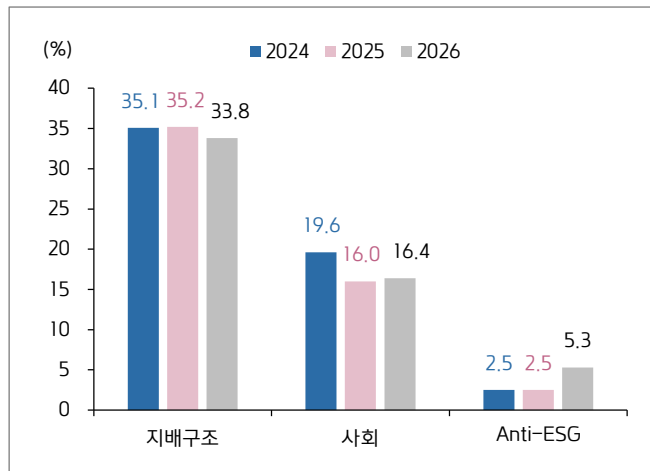
평균 지지율 vs ISS 찬성 권고율 (2024~2026)



자료: Cooley LLP, 키움증권 리서치센터

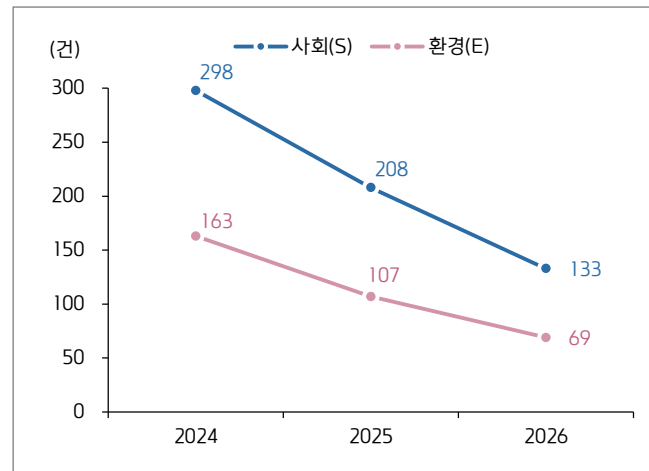
- ▶ 지배구조(G) 제안은 3년 연속 평균 33~35%의 가장 높은 지지율을 기록하며, ESG 분야 중 유일하게 의미 있는 가결 성과를 유지
- ▶ 환경·사회(E&S) 제안은 건수와 지지율 모두 부진이 이어졌으며, 과반 지지를 얻은 안건이 사실상 없어 시장의 관심이 지속적으로 약화
- ▶ Anti-ESG 제안은 평균 지지율 5.3%로 전건 부결됐으며, 환경(E) 의제는 ISS의 찬성 권고율 반등에 힘입어 지지율이 12.4%에서 17.0%로 소폭 회복하는 데 그침

카테고리별(E·S·G) 제출 건수 (2024~2026)



자료: Cooley LLP, 키움증권 리서치센터

환경·사회 제안 건수 추이 (2024~2026)



자료: Cooley LLP, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 주총 시즌부터 SEC는 주법 위반(14a-8(i)(1))을 제외한 No-Action 요청에 대한 실질 심사를 중단하고, 기업이 자체 판단으로 주주제안을 배제한 뒤 14a-8(j) 통지만 제출하는 체계로 전환
- ▶ SEC의 사전 조정 기능이 사실상 사라지면서 기업은 주주제안 배제에 대한 법적 책임을 직접 부담하게 됐으며, 소송과 평판 리스크를 고려해 배제 통지 건수도 크게 감소
- ▶ 제안자 측의 소송이 본격화되면서 주주제안 분쟁의 중심이 SEC의 행정심사에서 기업과 주주 간 사법적 분쟁으로 이동하는 구조적 변화가 진행

SEC 정책 변화: 변경 전 vs 변경 후

| 구분    | 변경 전 (~2025) | 변경 후 (2026)  |
|-------|--------------|--------------|
| 판단 주체 | SEC 실질 심사    | 기업 자체 판단     |
| 배제 통지 | 무조치 요청서      | 14a-8(j) 통지만 |
| 분쟁 경로 | 무조치로 일단락     | 주주 반발→소송     |

자료: Cooley LLP, 키움증권 리서치센터

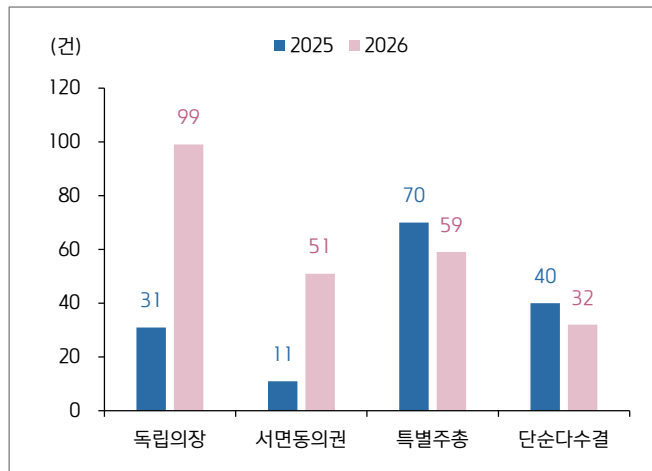
배제·소송 동향 (2026)

| 항목             | 내용                                |
|----------------|-----------------------------------|
| 배제 통지 건수       | 170건<br>(6/1 기준, 전년 360건 대비 -53%) |
| 제안자 소송         | 6건 (6/2 기준, 첫 본격화)                |
| 소송 결과          | 3건 합의·1건 취하·2건 계류 (6/2 기준)        |
| 자문사(ISS·GL) 대응 | 배제 기업 반대 권고 사실상 전무                |

자료: Cooley LLP, 키움증권 리서치센터

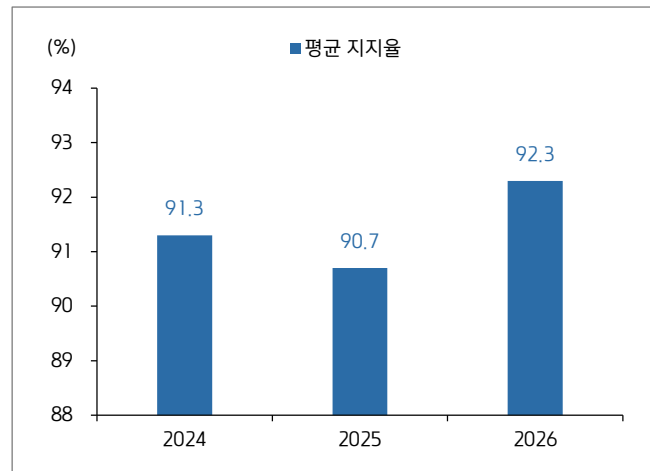
- ▶ 주주제안은 지배구조(G)에 집중됐으며, 독립 이사회 의장(31→99건)과 서면동의권(11→51건) 제안이 크게 증가하는 등 거버넌스 개선 요구가 확대
- ▶ 경영진 보수 승인안은 평균 찬성률 92.3%, 부결률 0.8%에 그치며 높은 신뢰를 유지했고, S&P500과 Russell 3000의 중앙값도 최근 5년 내 최고 수준을 기록
- ▶ 다만 보수 급증, 오버보딩, 보상위원회 운영 등 거버넌스 문제가 있는 기업에는 반대표가 집중되는 등 주주들은 경영진 보수보다 보상의 적정성과 거버넌스 수준을 선별적으로 평가하는 모습

주요 지배구조 안건 제출 건수



자료: Cooley LLP, 키움증권 리서치센터

경영진 보수 승인안(Say-on-Pay) 평균 지지율

자료: Boardroom Alpha, 키움증권 리서치센터  
주: 각 해당년도 1~5월 평균

## 12.

## 2026년 주총: ESG와 Anti-ESG 모두 악화, 기업가치 중심으로 회귀

- ▶ 주주들은 ESG와 Anti-ESG 등 이념 중심 의제보다 기업가치와 직접 연결되는 안건에 의결권을 집중하는 경향
- ▶ 환경·사회(E&S) 제안은 환경(107→69건), 사회(208→133건) 모두 크게 감소했으며, ISS의 찬성 권고 확대에도 지지율만 일부 회복됐을 뿐 과반 가결 사례는 없었음
- ▶ Anti-ESG 제안도 105건이 제출됐지만 평균 지지율 5.3%로 전건 부결됐으며, 기업 로비 제안은 급감한 반면 정치자금 관련 제안은 증가하는 등 이념보다 기업별 재무·거버넌스 이슈가 상대적으로 주목받는 흐름을 확인

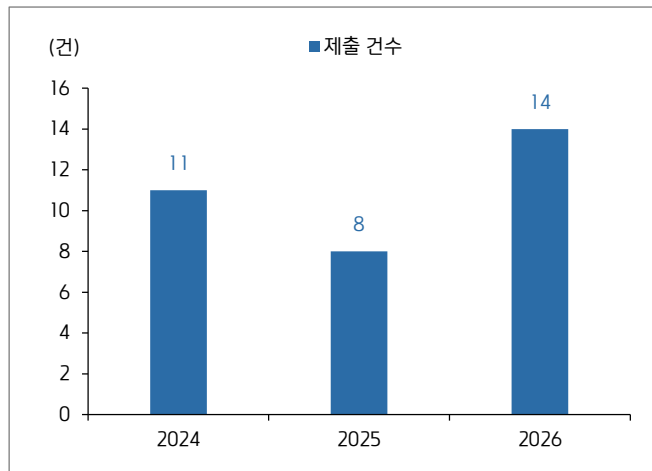
환경·사회 세부 테마별 추이 (2025→2026)

| 세부 테마    | 분류 | 제출 건수 ('25→'26) | 평균 지지율 ('25→'26) |
|----------|----|-----------------|------------------|
| 배출량 보고   | 환경 | 42 → 22         | 12.9% → 22.9%    |
| 정치자금     | 사회 | 18 → 29         | 40.9% → 28.2%    |
| 로비       | 사회 | 38 → 7          | 13.3% → 26.5%    |
| 다양성(DEI) | 사회 | 44 → 19         | 14.3% → 13.6%    |

자료: Cooley LLP·Boardroom Alpha, 키움증권 리서치센터

- ▶ AI 주주제안은 2026년 14건으로 최근 3년간 가장 많이 제출되며, 메가캡 기업을 중심으로 새로운 핵심 주주 의제로 부상
- ▶ Meta(최고 10.1%), Alphabet(최고 12.2%), Walmart(5.0%), IBM(2.4%) 등 모든 안건은 부결됐으며, 특히 Alphabet과 Meta는 차등의결권 구조로 인해 주주 찬성률이 상대적으로 낮게 나타남
- ▶ AI 의제는 편향성, 데이터 윤리, 물 사용량, 이사회 감독 등으로 논의 범위가 확대되고 있으며, 현재 지지율은 낮지만 향후 기업가치와 리스크 관리의 핵심 주주제안으로 자리 잡을 가능성이 높음

AI 관련 주주제안 제출 건수 (2024-2026)



자료: Cooley LLP, 키움증권 리서치센터

2026 주요 AI 안건 표결 결과

| 기업       | 건수 | 비고                  |
|----------|----|---------------------|
| IBM      | 1건 | 2.4% 부결 (4/28)      |
| Alphabet | 4건 | 1.5~12.2% 부결 (6/5)  |
| Meta     | 2건 | 6.6~10.1% 부결 (5/27) |
| Walmart  | 1건 | 5.0% 부결 (6/4)       |

자료: SEC 공시, 키움증권 리서치센터

- ▶ 주주총회 의제는 ESG 중심에서 AI 투자, M&A, 주주환원, 경영진 보상 등 기업가치와 직결되는 자본배분 이슈 중심으로 재편
- ▶ 행동주의와 기관투자자의 의결권 행사도 이사회 장악이나 이념 중심 ESG보다 기업가치 제고, 자본배분 효율성, 재무적 거버넌스 강화에 집중하는 모습
- ▶ 향후 주주총회는 기업의 성장성보다 자본배분 전략과 거버넌스 실행력을 평가하는 핵심 무대로 자리매김할 전망

## 2026 미국 주주총회의 주요 특징과 시사점

| 특징               | 주요 내용                                                | 시사점                                         |
|------------------|------------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 자본배분 중심 전환       | 배당, 자사주, AI 투자(CapEx), M&A 등 자본배분 효율성이 핵심 의제로 부상     | 자본배분 효율성과 ROIC 등 투자수익성이 기업가치의 핵심 평가 기준으로 부상 |
| 행동주의의 Deal 중심 전환 | 이사회 장악보다 사업부 매각, 분할, 전략적 대안 검토 등 가치실현 중심 활동 확대       | 경영권 분쟁보다 M&A·분할·자산 매각 등 가치 제고 전략 선호         |
| AI 투자와 성과 검증 강화  | AI 투자 확대와 함께 CapEx 효율성 및 Say-on-Pay를 통한 경영진 보상 검증 강화 | AI 투자 성과와 경영진 보상의 연계성이 핵심 평가 요소로 부상         |
| ESG 영향력 약화       | 환경·사회(E&S), DEI 관련 주주제안 감소 및 지지율 하락                  | 비재무 이슈보다 기업가치와 재무성과 중심의 의결권 행사 강화           |
| 기관투자자의 독자적 판단 확대 | ISS·Glass Lewis 영향력은 유지되나 기관별 자체 의결권 행사 확대           | 기관별 맞춤형 IR과 주주 소통의 중요성 확대                   |

자료: ISS-Corporate, Glass Lewis, SEC, 키움증권 리서치센터

## Part 3. 기업 펀더멘털의 선행지표가 된 주주총회

: 패시브 자금의 표심과 주요 기업 주주총회 Case Study



## Part 3-1. 시장의 룰을 정하는 패시브 자금

: 빅3 자산운용사의 2026년 의결권 지침



- ▶ **핵심 요약:** 고금리 및 규제 환경 변화에 따른 자본 규율 압력은 블랙록(BlackRock)·벵가드(Vanguard)·스테이트스트리트(State Street) 등 '빅3' 자산운용사의 2026년 의결권 행사 지침을 통해 실제 표결 결과로 구체화. 빅3는 미국 대형주 합산 지분율이 15~22%에 달하는 사실상의 표준 설정자(Standard Setter)로, 이들의 동조 여부가 사실상 가결을 좌우하는 구조
- ▶ **지침의 비대칭성:** 2026년 지침은 명확한 비대칭성을 보임 — E&S(환경·사회) 영역의 주주 관여에서는 일제히 후퇴한 반면, 지배구조(G) 및 보상·자본배분 규율 원칙은 대폭 강화
- ▶ **표결 영향:** 이러한 지침의 비대칭성이 2026년 상반기 표결 결과(E&S 가결 0건 vs. 지배구조 안건의 선별적 가결)를 이끈 핵심 구조적 요인으로 판단

빅3\* 2026년 지침의 '후퇴(Retreat)'와 '강화(Reinforce)' 영역

| 구분      | 후퇴(Retreat)                  | 강화(Reinforce)                        |
|---------|------------------------------|--------------------------------------|
| 환경(E)   | Scope 3 배출, 기후 전환계획, 감축목표 관여 | Scope 1·2의 재무적 공시 (ISSB 기준)          |
| 사회(S)   | DEI 할당, 인권 실사, 사회정의 의제       | 인적자본과 재무 성과 간 연계성                    |
| 지배구조(G) | —                            | 1주 1의결권 · 이사 연례 선임 · 이사 선임 다수결       |
| 보상·자본배분 | —                            | 상대성과 보상 연계 · 보상 환수(Clawback) 확대 · 규율 |

자료: BlackRock·Vanguard·State Street 2026 의결권 지침, 키움증권 리서치센터 | 주: '빅3(BlackRock·Vanguard·State Street)'는 단순 AUM이 아닌 인덱스 지배력 기준 개념(S&P 500 지분율 15~22%). 패시브 특성상 매도(Exit)가 불가능해 의결권이 유일한 통제 수단이며, 이로 인해 이들의 지침이 시장의 사실상 표준으로 작동함

- ▶ **주주 관여 기초 변화:** SSGA(State Street Global Advisors)는 2026년 지침을 통해 미국 피투자기업에 기후변화·DEI·지속가능성 정책의 도입이나 변경을 강요하지 않겠다고 명시. 특정 의제에 대해 논의 자체를 '수동적 청취(Listen-only)' 모드로 제한함을 선언
- ▶ **표결 영향:** 주주 관여(Engagement)라는 실질적 협상 지렛대가 약화되면서 E&S 관련 주주제안의 표심 집결 통로가 차단. 이는 2026년 상반기 E&S 안건 150건 전패(가결률 0%, 표결 완료 기준)의 1차적 원인으로 작용
- ▶ **지침 원문:** "...the Asset Stewardship Team does not discuss, and will remain in listen-only mode during all discussions of, the following topics..."

## SSGA 'Listen-Only' 대상 의제 (지침 원문 기준)

| 대상 의제                                     | 세부 내용                |
|-------------------------------------------|----------------------|
| Contested director elections              | 경영권 분쟁 및 경합 이사 선임    |
| Adoption of a climate transition plan     | 기후 전환계획 채택           |
| Specific targets for emissions reductions | 온실가스 감축 목표 수립        |
| Scope 3 emissions                         | Scope 3 배출량 공시       |
| Changes to capital allocation             | 미국 피투자기업의 자본배분 정책 변경 |

자료: State Street 2026 Proxy Voting & Engagement Policy, 키움증권 리서치센터

- ▶ **BlackRock (재무 프레임 일원화)**: 의결권 행사 기준을 '고객의 장기 재무적 이익 증진'으로 국한하고, 기후 공시 기준을 ISSB(IFRS S1·S2)로 일원화. Scope 3 배출 공시는 방법론적 불확실성 및 이중계상 이슈로 배제하고, 기후 전환계획 수립 여부도 표결 대상에서 제외
- ▶ **Vanguard (재무 리스크화 및 역량 중심 전환)**: E&S 의제를 '기업 고유의 중대 리스크 관리 및 밸류에이션 정교화' 관점으로 제한. 이사회 다양성 평가 기준 역시 단순 정체성(성별·인종) 할당 방식에서 역량 중심 다양성(Cognitive Diversity)으로 재정의
- ▶ **삼중 방어막 형성**: 관여 철회(SSGA)·재무 프레임 일원화(BlackRock)·재무 리스크 중심 재편(Vanguard)이 결합되며, 명확한 재무적 실익이 입증되지 않는 E&S 안건의 가결 명분이 구조적으로 소멸

#### 빅3의 E&S 스탠스 — 2026년 지침 주요 내용

| 운용사          | 지침 핵심 내용 (원문 요지)                                                                                                          | 합의                                 |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| State Street | "remain in listen-only mode"                                                                                              | E&S 주요 의제에 대한 주주 관여 철회             |
| BlackRock    | "focused solely on advancing clients' long-term financial interests" / "does not make... transition plans a voting issue" | 재무 프레임으로 일원화, Scope 3 및 전환계획 표결 배제 |
| Vanguard     | "material risks to a particular business... results in a more accurate valuation" / "cognitive diversity"                 | E&S의 재무 리스크화, 역량 중심 다양성으로 재정의      |

자료: 각사 2026 의결권 지침, 키움증권 리서치센터

- ▶ **지배구조 원칙 강화:** E&S에서 후퇴한 빅3는 지배구조(G) 영역에서 ① 1주 1의결권, ② 이사 연례 선임(시차임기제 폐지), ③ 이사 선임 다수결 도입 등 공통 3대 원칙을 지침에 명문화하며 강력한 표심 결집 유도
- ▶ **사실상의 표준(De Facto Standard) 작동:** 패시브 지분율이 높은 대형주일수록 빅3의 지침이 지배구조 가이드라인으로 강력하게 작동. 자본력이 부족한 개인 주주제안자의 안건이 압도적 찬성률로 가결되는 현상(엔비디아 다수결 안건 찬성률 86.8% 가결 등)은 해당 안건에 대한 빅3의 찬성이 핵심 동력이었음을 시사

빅3 지배구조 공통 3대 원칙 — 2026년 지침 비교

| 원칙                         | BlackRock                                      | Vanguard                               | State Street                                 |
|----------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------|
| <b>1주 1의결권</b>             | 미이행 시 단일 의결권 구조로의 자본재구성 주주제안 지지                | 신규 차등의결권 도입 기업에 섀넌(Sunset) 조항 권고       | "one vote for one share" 원칙 준수 요구            |
| <b>연례 선임</b><br>(시차임기제 폐지) | "directors re-elected annually"                | "elected annually when possible"       | "annual elections of the full board"         |
| <b>이사 선임 다수결</b>           | "normally support... a majority vote standard" | "require majority support... to serve" | "a majority vote standard... is appropriate" |

자료: 각사 2026 의결권 지침, 키움증권 리서치센터

- ▶ **경영진 보상을 통한 CapEx 통제**: 빅3는 경영진 보상 지침을 활용해 AI CapEx 집행을 간접 통제. 단순 절대 실적이 아닌 동종업계(Peer) 대비 다년간의 상대적 성과와 보상 간 연계를 요구하며, 단순 Peer 벤치마킹을 통한 보상 인상에는 반대 표명
- ▶ **BlackRock의 보상 환수(Clawback) 요건 강화**: 재무제표 재작성(Restatement)이 없더라도 주주가치 훼손, 평판 리스크, 규제 조사 발생 시 보상 환수가 가능하도록 요건 확장. 이에 따라 경쟁사와 동일한 대규모 CapEx 집행 후 'Peer 수준 투자'라는 명분으로 방어하는 전략은 무력화되며, 초과 ROIC 입증 부담 가중
- ▶ **선별적 규율 정착**: 시장 전체의 경영진 보상안(Say-on-Pay) 평균 찬성률은 92.3%로 안정적이나, 보상과 성과 간 연계가 미흡한 기업에는 반대표가 집중 (예: 워너브라더스 디스커버리(WBD) 합병 관련 보상안 찬성률 17.5%로 부결)

보상 및 자본 규율의 3대 메커니즘 (2026년 지침)

| 구분               | 지침 핵심 내용                                  | CapEx 규율 경로                    |
|------------------|-------------------------------------------|--------------------------------|
| 상대성과 연계          | Peer 대비 다년 상대성과와 보상 간 연계 강화 (3사 공통)       | 단순 벤치마킹 방어 무력화 — 초과 ROIC 입증 요구 |
| 보상 환수 확대         | 재작성 없이도 주주가치 훼손·평판·규제 조사 시 환수 (BlackRock) | 무분별한 투기적 CapEx 집행 성향에 직접 제동    |
| Say-on-Pay 선별 반대 | 전체적 신뢰 유지 속 성과 미달 기업에 반대표 집중              | ROIC > WACC 규율을 보상 채널 내부로 내재화  |

자료: 각사 2026 의결권 지침, Boardroom Alpha, 키움증권 리서치센터

## Part 3-2. 2026H1 표결 데이터 분석

: 선언적 E&S의 소멸과 재무적 거버넌스의 가결



- ▶ **표결 결과의 극단적 비대칭성**: 2026년 상반기 표결이 완료된 주주제안 396건 중 가결 안건은 31건(가결률 7.8%)에 불과. E&S·DEI·인권 등 사회적 의제 안건은 150건 모두 부결(가결률 0.0%)된 반면, 지배구조(G)·주주권·보상 관련 안건은 243건 중 31건(12.8%)이 선별적으로 가결되며 양극화 심화
- ▶ **표심의 변화 (광범위한 지지 → 정밀한 규율)**: 전년 동기(E&S 1.8%, 거버넌스 19.0%) 대비 E&S 안건의 가결 가능성은 사실상 소멸 단계에 진입. G 안건 역시 전체 가결률은 낮아졌으나, 가결 안건의 성격이 '구조적 지배구조 표준'으로 정립됨. 기관투자자의 표심이 '광범위하고 선언적인 지지'에서 '핵심 지배구조 중심의 정밀한 규율'로 선회했음을 시사

범주별 표결 결과 비교 — 2026H1 vs 2025H1 (표결 완료 기준)

| 범주                            | 2026H1 건수 | 2026 가결률 | 2025H1 건수 | 2025 가결률 |
|-------------------------------|-----------|----------|-----------|----------|
| Shareholder Rights & Defenses | 131       | 15%      | 114       | 28%      |
| Corporate Governance          | 95        | 9%       | 57        | 18%      |
| Other Social Issues           | 55        | 0%       | 76        | 5%       |
| Environment / Climate         | 49        | 0%       | 69        | 0%       |
| Human Rights / Human Capital  | 24        | 0%       | 30        | 0%       |
| Diversity, Equity & Inclusion | 22        | 0%       | 53        | 0%       |
| Compensation (Say-on-Pay 포함)  | 13        | 8%       | 47        | 0%       |
| Capital Structure             | 4         | 50%      | 3         | 0%       |
| E&S·DEI·인권·사회 소계              | 150       | 0.0%     | 228       | 1.8%     |
| 거버넌스·주주권·보상 소계                | 243       | 12.8%    | 221       | 19.0%    |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 표결 완료 안건 기준 (범주 미분류 3건 제외)

- ▶ **핵심 지배구조 안건 중심 가결:** 가결된 31건 안건 전체가 지배구조 및 주주권 관련 안건으로, E&S 계열 안건은 단 1건도 포함되지 않음. 특히 찬성률 90% 이상의 압도적 가결을 기록한 5건은 모두 시차임기제 폐지, 초다수결 폐지 등 주주권 강화 및 이사회 책임성 제고에 직결된 '기본 지배구조 규범' 안건에 집중
- ▶ **기관투자자의 절대적 컨센서스 반영:** 90% 이상의 찬성률은 액티브·패시브 운용사 및 의결권 자문사 추종 표가 사실상 전원 찬성해야 달성 가능한 수치. 이는 1주 1의결권과 이사회 책임성 확보에 대한 기관투자자 전반의 강력한 공감대를 입증하며, '빅3의 3대 지배구조 원칙'이 표결을 통해 그대로 관철되었음을 보여주는 실증 사례

압도적 찬성률(90% 이상) 가결 안건 전체 — 2026H1

| 찬성률   | 기업 (티커)               | 안건 내용           |
|-------|-----------------------|-----------------|
| 99.6% | BlackLine (BL)        | 시차임기제 폐지        |
| 99.6% | Lululemon (LULU)      | 시차임기제 폐지        |
| 98.9% | ON Semiconductor (ON) | 초다수결 의결 요건 폐지   |
| 97.9% | Starbucks (SBUX)      | 초다수결 → 단순다수결 전환 |
| 90.8% | Calix (CALX)          | 이사 선임 다수결 도입    |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **찬성률 분포의 양극화 현상:** E&S와 지배구조 안건은 찬성률 분포상 전혀 다른 특성을 보임. E&S 안건은 145건 중 91건(63%)이 찬성률 10% 미만에 집중(중앙값 7.3%)된 반면, 지배구조 안건은 찬성률 중앙값이 30.0%에 달하고 40% 이상의 찬성을 얻은 안건도 69건(29%)에 육박해 확연한 격차 형성
- ▶ **우측 꼬리(Right Tail)의 시사점 (재무 연계 E&S 안건의 선방):** 그럼에도 E&S 안건 중 찬성률 분포의 '우측 꼬리' 구간(찬성률 40% 이상 5건, 30~40% 6건)은 명확한 재무적 영향도가 입증된 안건에 대해 표심이 집결되는 '선별적 재평가(Re-underwriting)'가 이뤄지고 있음을 시사 (세부 케이스는 NVR 참조)

찬성률 구간별 안건 분포 — E&S vs 거버넌스 (2026H1)

| 찬성률 구간 | E&S (n=145) | 거버넌스 (n=238) |
|--------|-------------|--------------|
| 0~10%  | 91건 (63%)   | 31건 (13%)    |
| 10~20% | 32건         | 33건          |
| 20~30% | 11건         | 56건          |
| 30~40% | 6건          | 49건          |
| 40~50% | 5건          | 40건          |
| 50% 이상 | 0건          | 29건 (12%)    |
| 중앙값    | 7.3%        | 30.0%        |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 (주: 찬성률 집계 가능 안건 기준)

- ▶ **안건 발의(공급)와 표결 결정(수요)의 이원화**: 주주제안은 개인 행동가가 주도. 존 체베덴(John Chevedden) 1인이 전체의 41%(163건)를 발의했으며 가결 31건 중 15건을 차지. 반면 실질 결정권은 빅3 패시브 운용사에 존재해, 발의 주체(개인)와 통과 주체(기관)가 분리된 구조 형성
- ▶ **보수/Anti-ESG 계열 주주제안의 한계**: Anti-ESG 단체 발의 비중은 16%로 전통적 ESG·종교 단체(10%)를 최초 상회. 그러나 찬성률 중앙값 1.6%로 전건 부결되어, 영향력 확보보다 정치·전술적 안건 제출에 그침
- ▶ **안건의 재무적 실질에 따른 표심 차별화**: 소수 자본 제안도 안건 내용이 가결을 결정. 체베덴 안건(중앙값 32.6%)과 Anti-ESG 안건(1.6%)의 극단적 격차는, 표심이 이념보다 지배구조 개선 및 재무적 실질에 근거함을 입증

제안자 유형별 지형 (2026H1)

| 제안자 유형                             | 건수  | 비중  | 독표 및 결과 특징                             |
|------------------------------------|-----|-----|----------------------------------------|
| 개인 거버넌스 행동가<br>(Chevedden 등)       | 181 | 46% | Chevedden 찬성률 중앙값 32.6%<br>/ 가결 15건 주도 |
| 기타 및 미공개                           | 93  | 23% | —                                      |
| Anti-ESG / 보수 계열<br>(NLPC·NCPPR 등) | 65  | 16% | 찬성률 중앙값 1.6% / 전건 부결                   |
| ESG / 종교 기반<br>(As You Sow 등)      | 41  | 10% | NVR 안건 최고 47.1% 기록                     |
| 노동조합 및 공적연금                        | 16  | 4%  | —                                      |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## Part 3-3. 주주권 압력의 섹터 전이

: 빅테크 '거버넌스 성숙기'와 차등의결권의 벽



- ▶ **가결 진양의 전이**: 가결 안건 중 테크·성장주 비중이 24%에서 39%로 급증(NVDA, SNOW, HUBS, ZS, BL, CALX, LULU 등). 주주권 개혁 압력이 전통 성숙 산업에서 테크·성장 섹터 심장부로 전이
- ▶ **개편 메커니즘**: ①지수 편입에 따른 패시브 지분율 임계점 도달(빅3 비반대 시 과반 확보), ②다수결·연례선임 등 거부 명분이 약한 기본 표준 안건 위주 구성, ③경영권 방어장치 효용의 역전에 기인
- ▶ **'거버넌스 성숙기(Governance Puberty)' 진입**: 외형(시총·지수) 대비 내부 제도(정관·이사회)가 상장 초기에 머물러 있던 성장주들이 성장의 대가로 지배구조 선진화를 강제받는 국면

가결 안건의 섹터별 비중 변화 (표결 완료 기준)

| 지표                   | 2025H1          | 2026H1                                 |
|----------------------|-----------------|----------------------------------------|
| 가결 안건 중 테크/성장주 비중    | 24% (46건 중 11건) | 39% (31건 중 12건)                        |
| 소비 성장주 포함 시 성장 진영 비중 | —               | 약 68%                                  |
| 금융 섹터 가결 비중          | 13%             | 0%                                     |
| 헬스케어 섹터 가결 비중        | 17%             | 10%                                    |
| 주요 가결 기업             | —               | NVDA, SNOW, HUBS, ZS, BL, CALX, LULU 등 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 가결 대부분은 차등의결권이 없는 1주 1의결권 성장주에서 발생

- ▶ **표결 착시와 독립주주 표심**: 차등의결권 폐지안 8건 전건 부결은 창업자 의결권 독점(GOOG, META 등 51~61% 통제)에 기인. 내부자를 제외한 독립주주 환산 찬성률은 약 3분의 2(60% 이상)에 달함
- ▶ **글로벌 기관 규범 정착**: NBIM 등 대형 기관투자자는 '1주 1의결권(의결권은 현금흐름 권리에 비례)' 원칙을 공식화하며 차등의결권 폐지안 찬성 입장을 정례화
- ▶ **가결 임계점 근접**: 포드(43.3%), UPS(40.5%)는 창업 가문의 강력한 반대에도 표결 찬성률 40%를 상회하며 개혁 압력이 실질 가결권 수준에 육박

2026년 상반기 차등의결권 폐지 요구 주주제안 처리 현황 (8건 전건 부결)

| 기업 (티커)               | 표결 찬성률 (as-voted) | 독립주주 환산 찬성률 (추정) | 비고                     |
|-----------------------|-------------------|------------------|------------------------|
| Ford Motor (F)        | 43.3%             | —                | 표결 기준 찬성률도 근소 부결 수준 육박 |
| UPS (UPS)             | 40.5%             | —                | 창업 일가 반대 블록에도 40% 상회   |
| Lennar (LEN)          | 36.8%             | —                | —                      |
| Alphabet (GOOGL)      | 31.2%             | 약 64%            | 외부 독립주주의 과반 이상 찬성      |
| Meta Platforms (META) | 26.5%             | 약 68%            | 외부 독립주주의 약 2/3 찬성      |
| Bio-Rad Labs (BIO)    | 21.2%             | —                | —                      |
| AppLovin (APP)        | 14.6%             | —                | —                      |
| Airbnb (ABNB)         | 6.6%              | —                | —                      |

자료: Bloomberg, NBIM 공시, 키움증권 리서치센터

주: 환산 찬성률은 창업자 의결권 블록 전량 반대 가정 추정치

## 12.

## SpaceX 상장 ①: 사상 최대 IPO와 의결권 독점

- ▶ **상장 개요:** 6월 12일 SpaceX 나스닥 상장(티커: SPCX), 공모가 135달러·조달액 857억 달러의 사상 최대 IPO 기록 (상장 시가총액 약 2.1조 달러)
- ▶ **의결권 독점:** 머스크는 경제적 지분 약 42%로 Class B(주당 10표)의 93.6%를 확보하여 **실질 의결권 85.1% 통제**. Alphabet(51.4%), Meta(61.0%)를 크게 상회하는 Control Wedge의 극단값 형성
- ▶ **주주제안 문턱 격상:** 주주제안 자격을 '지분 10억 달러 또는 3% 이상'으로 제한 → NVIDIA 다수결 안건을 86.8%로 가결시킨 개인 거버넌스 행동가의 안건 발의 자체가 불가능한 구조
- ▶ **견제 장치 무력화:** 집단소송 금지 및 강제 중재 조항 삽입, 이사 해임 권한의 Class B 주주 독점(사실상 자기 해임 거부권). Controlled Company 면제를 활용해 이사회 독립성 요건 회피

## 의결권-소유권 괴리 스펙트럼 — 빅테크 vs SpaceX

| 평가 항목                 | Alphabet    | Meta        | SpaceX                  |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------------------|
| 창업자 의결권 (Control)     | 51.4%       | 61.0%       | 85.1%                   |
| 창업자 경제 지분 (Ownership) | 약 12%       | 약 13%       | 약 42%                   |
| 의결권 구조                | 클래스 B (10표) | 클래스 B (10표) | 클래스 B (10표: 93.6% 독점)   |
| 주주제안 발의 자격            | SEC 일반 기준   | SEC 일반 기준   | 지분 10억 달러 또는 3% 이상 (제한) |
| 분쟁 해결 절차              | 사법 법원       | 사법 법원       | 집단소송 금지 · 강제 중재         |

자료: 회사 공시(S-1), Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **연기금의 공개 요구**: 상장 첫날 주요 연기금 3곳이 '1주 1의결권 · 독립이사 과반 · 이사회 의장 분리'를 공개 요구
- ▶ **거버넌스 마찰 예고**: 강력한 정관 장벽에도 불구하고, 상장 초기부터 대형 기관투자자들과 지배구조 마찰 가시화
- ▶ **패시브 표심의 축적**: 지수 편입에 따라 패시브 지분이 누적되면, 안건 통과 여부(머스크 85.1% 방어)와 별개로 '독립주주 환산 찬성률'(Meta 사례 참조)은 데이터로 축적
- ▶ **지배구조 할인 재가격**: 외부 기관 표심의 과반 이상이 개혁 찬성으로 결집할 경우, 시장은 이를 '창업자 프리미엄'이 아닌 '상시적 지배구조 할인(Governance Discount)'으로 재평가할 가능성
- ▶ **관전 포인트**: 우주/스타링크의 천문학적 CapEx 집행 국면에서 패시브 자금(빅3)이 머스크의 자본배분에 'ROIC > WACC' 규율을 언제부터 표심으로 압박할지가 차기 주총 시점 최우선 관전 포인트

차등의결권 폐지안 — 독립주주 환산 찬성률 비교 및 SpaceX 전망

| 구분           | Alphabet | Meta  | SpaceX (2027년 첫 주총 전망)     |
|--------------|----------|-------|----------------------------|
| as-voted 찬성률 | 31.2%    | 26.5% | 머스크 85.1% 블록으로 가결 가능성 희박   |
| 창업자 의결권 블록   | 51.4%    | 61.0% | 85.1%                      |
| 독립주주 환산 찬성률  | 약 64%    | 약 68% | 패시브 유입 시 독립주주 과반 축적 여부가 핵심 |

자료: 회사 공시(S-1), Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 환산 찬성률은 창업자 의결권 블록 전량 반대 가정의 단순화 추정치

- ▶ **CapEx 급증과 자본 규율:** 하이퍼스케일러 CapEx가 '26년 약 7,000억 달러에서 '27년 1조 달러 이상으로 확대되는 가운데, 고금리 환경 하 'AI 성장 서사'는 매 분기 ROIC가 WACC를 상회함을 입증해야 하는 자본 규율에 직면
- ▶ **축별 주주 표심 반응:** 보상 채널(G)을 통한 CapEx 견제는 이미 작동 중(Meta Say-on-Pay 환산 찬성률 약 70%). 전력·용수 등 환경(E) 안건 찬성률은 아직 낮으나(중앙값 7.3%), 비용화 시 재무 리스크로 급부상할 잠재 테마
- ▶ **투자 시사점:** 3대 압력 지표가 동시에 악화되는 고강도 CapEx 집행 기업은 자본 효율성 훼손의 주요 관리 대상

AI 자본 규율 — 3대 축별 압력 요인 및 관찰 지표

| 평가 축     | 압력 요인 및 배경                                                                                                           | 2026H1 표결 신호                                                                                   | 핵심 트레이킹 지표                                                                              |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 매크로      | <ul style="list-style-type: none"> <li>CapEx '26년 약 7,000억 달러 → '27년 1조 달러 이상 전망</li> <li>NPV의 할인율 민감도 상승</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>보상 규율 강하게 작용 (Meta Say-on-Pay 환산 약 70%)</li> </ul>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>Peer 대비 증분 ROIC 공시 및 입증 여부</li> </ul>            |
| 환경 (E)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>데이터센터 전력(Scope 2) 및 용수의 비용화</li> </ul>                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>현재 찬성률 낮은 수준 (GOOGL 용수 1.5%, AI 안건 중앙값 7.3%)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>전력 및 용수 비용의 재무제표 반영 속도</li> </ul>                |
| 지배구조 (G) | <ul style="list-style-type: none"> <li>창업자 초다수의결권에 따른 CapEx 견제 차단</li> </ul>                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>폐지안 독립주주 환산 찬성률 (약 64~68% 기록)</li> </ul>                | <ul style="list-style-type: none"> <li>보상 구조와 AI 투자 성과 간 연동성 (Clawback 조건 등)</li> </ul> |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: AI 안건 범위는 Prop\_Type 'Artificial Intelligence' 기준, n=10

## Part 3-4. 행동주의 펀드의 신(新) 방정식

: 장기 경영권 분쟁에서 딜(Deal) 중심으로



## 15.

# 행동주의 목적 전환: '이사회 장악'에서 'M&A·가치 실현'으로

- ▶ **M&A 및 구조 개편 중심 선회**: 행동주의 캠페인의 주 목적이 장기 경영권 확보에서 즉각적인 가치 실현으로 전환. 전략적 검토(30.3%) 및 기업 매각(20.2%) 비중이 급증한 반면, 이사회 장악(2.8%)은 대폭 축소
- ▶ **매크로 환경 영향**: 고금리·저성장 지속으로 장기 체질 개선 소모전보다는 매각·분할 등 즉각적인 구조적 이벤트를 통한 현금화 선호
- ▶ **행동주의의 역할 변화**: 패시브 운용사(빅3)가 자본 규율의 '심판'이라면, 행동주의 펀드는 이를 실질적 딜(Deal)로 연결하는 '집행자' 역할 수행

캠페인 목적별 비중 추이 (2025H1 vs 2026H1)

| 캠페인 목적                           | 2025H1 | 2026H1 | 변동 및 특징     |
|----------------------------------|--------|--------|-------------|
| Strategic Review (전략적 검토)        | 15.9%  | 30.3%  | ▲▲ 최다 목적 등극 |
| Sale of Company (기업 매각)          | 13.1%  | 20.2%  | ▲ M&A 타깃화   |
| Acquire Company (기업 인수)          | 4.5%   | 7.9%   | ▲           |
| Break Up (사업 분할)                 | 9.7%   | 9.6%   | —           |
| Board Representation (이사회 진입)    | 24.4%  | 24.7%  | — 주류 유지     |
| Board Control (이사회 장악)           | 7.4%   | 2.8%   | ▼▼ 급감       |
| Management Changes (경영진 교체)      | 5.1%   | 2.8%   | ▼           |
| Return Capital / Buybacks (자본환원) | 11.4%  | 9.0%   | ▼           |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 캠페인당 복수 목적 집계, 개시일 1~6월 기준

## 16.

## 행동주의의 대형화: 초대형주(Mega-cap)로의 타깃 확장

- ▶ **초대형 타깃 급증**: 시총 100억 달러 이상 타깃이 23건으로 급증(+77% YoY). Synopsys(805억 달러), WBD (약 700억 달러) 등 초대형주로 개입 타깃이 확장, SOTP(부분합산가치) 할인 및 분할 여지가 큰 섹터에 압력 집중
- ▶ **주요 주체 활동**: 엘리엇(Elliott)이 최다 캠페인을 주도(글로벌 12건·11석 확보). 미국 기준 Synopsys, Dexcom, Bio-Rad 등 6개 대형사 개입 확인
- ▶ **섹터 단위 파급 효과**: 행동주의의 특정 섹터 집중은 타깃 기업뿐만 아니라 동종 업계 전반의 선제적 자본배분 재편(자사주 매입, 비핵심 자산 매각 등)을 유발하는 규율 메커니즘으로 작동

2026년 상반기 주요 초대형(100억 달러 이상) 행동주의 타깃

| 타깃 (시가총액)                         | 행동주의 주체                    | 주요 목적 및 특징                 |
|-----------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Synopsys (805억 달러)                | Elliott                    | 비공개 협상을 통한 이사 1석 확보        |
| Warner Bros Discovery (약 700억 달러) | Pentwater·Paramount·Ancora | 복수 주체 연대 개입 (Pack Hunting) |
| Semptra (589억 달러)                 | Voss Capital               | 사업 분할 (Break Up)           |
| Devon Energy (495억 달러)            | TOMS Capital               | -                          |
| eBay (462억 달러)                    | GameStop                   | 사업 인수                      |
| Dexcom (223억 달러)                  | Elliott                    | 이사 2석 확보                   |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **목적별 수익률 차별화**: 보유기간 수익률(Hp\_Return) 분석 결과, 기업 매각(중앙값 +19.0%, 승률 67%) 및 소수 의석 확보(+18.4%, 67%)가 상위 성과 기록. 자본환원은 승률 68%로 가장 높은 예측 가능성 제공
- ▶ **경영진 교체 vs M&A 촉매형**: 경영진 교체형은 고분산 성향(평균 +53.0% vs 중앙값 +13.6%)을 보이며 단순 교체가 리레이팅으로 직결되지는 않음. 반면 M&A 촉매형은 딜 진행에 따라 수익이 누적되는 양상
- ▶ **M&A 캠페인군의 잔여 리레이팅 여력**: 2026년 상반기 M&A 캠페인군의 수익률(+6~8%)이 전년 동기 대비 낮게 형성된 것은 딜 미종결에 기인. 통상 딜 클로징까지 2~4분기 소요됨을 감안할 때 추가 리레이팅 여력 잔존

캠페인 목적별 보유기간 수익률(Hp\_Return) 프로파일 (2025년 연간, n=367)

| 목적 유형                            | 수익률 중앙값 | 수익률 평균               | 승률(+) |
|----------------------------------|---------|----------------------|-------|
| Sale of Company (기업 매각)          | 19.0%   | 21.3%                | 67%   |
| Board Representation (소수 의석)     | 18.4%   | +233.8% <sup>1</sup> | 67%   |
| Return Capital / Buybacks (자본환원) | 14.4%   | 17.8%                | 68%   |
| Management Changes (경영진 교체)      | 13.6%   | 53.0%                | 52%   |
| Strategic Review (전략적 검토)        | 12.9%   | 24.1%                | 65%   |
| Cost Cutting (비용 절감)             | 7.1%    | 13.2%                | 59%   |
| Break Up (사업 분할)                 | 5.8%    | 31.8%                | 60%   |
| Compensation Changes (보상 변경)     | 0.4%    | 2.1%                 | 53%   |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: <sup>1</sup> 평균은 저가주 이상치 영향 포함. 해석 시 중앙값 권장

## ▶ 3대 알파 시계(視界)

- 체질개선형 (Fast Alpha): 단기 주가 탄력이 강하나 고분산. 촉매 확정 시 차익실현 관점
- M&A 촉매형 (Slow-Burn): 입찰자 출현 및 가격 경쟁 확인 후 딜 종결 시까지 보유하는 머저 아비트리리지 접근
- 자본환원형 (Core): 높은 승률과 저분산 특성으로 코어 포지션 활용 유효

- ▶ 범용위임장(UPC) 안착 효과: 확보 의식의 90% 이상이 표 대결 없는 사전 협상으로 배정(분쟁 해결 기간 147일 → 110일 단축). 이분법적 승패 예측보다는 사전 협상 조건 중심의 정밀한 접근 필요

## 행동주의 캠페인 테마별 실전 매매 가이드

| 캠페인 테마           | 핵심 촉매      | 알파 실현 시점    | 권장 매매 전술               | 주요 리스크           |
|------------------|------------|-------------|------------------------|------------------|
| 비용 절감 / 경영진 교체   | 가이던스·인사 발표 | 단기 (수주~수개월) | 공시 초기 진입, 촉매 확정 시 차익실현 | 촉매 미달성 시 주가 되돌림  |
| 자본환원 / 자사주 매입    | 배당 및 매입 발표 | 단기~중기       | 발표 전후 선제적 진입           | 재무 여력 부족 시 무산    |
| 전략적 검토 / 기업 매각   | 입찰 및 딜 발표  | 중장기 (딜 클로징) | 입찰자 출현 확인 후 진입 및 보유    | 딜 무산 및 규제 불허     |
| 사업 분할 (Break Up) | 분할 구조 확정   | 중장기         | 구조 확정 후 부문별 재평가 추종     | 분할 지연 및 거버넌스 복잡성 |
| 이사회 장악 (Control) | 위임장 대결 표결  | 표결 집중 기간    | 고변동성 감안 포지션 축소         | 표결 결과에 따른 변동성 확대 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## Part 3-5. 미국 주주총회 Case Study

: 시총 1위 NVIDIA까지 파고든 지배구조 개선 압력



- ▶ **핵심 이벤트:** 6월 24일 정기주총에서 개인 주주 행동가 John Chevedden이 발의한 이사 선임 다수결 (majority vote) 도입 주주제안이 찬성 86.8%로 가결
- ▶ **주주제안 내용:** 이사 선임 방식을 기존 최다득표제(Plurality Voting)에서 과반수 찬성을 요구하는 다수결 (Majority Voting) 방식으로 전환하라는 안건
- ▶ **제안 목적:** 이사 개개인에 대한 주주의 견제력을 확보하고, 이사회 책임성을 강화하는 거버넌스 인프라 구축
- ▶ **시사점 ①:** 세계 1위 시가총액 기업의 이사 선임 규칙이 대형 헤지펀드가 아닌 소액 개인 제안자에 의해 개정됨
- ▶ **시사점 ②:** 제안자의 자금 규모나 체급보다 안건 내용의 정당성이 확보되면, 패시브 지분의 표심을 바탕으로 메가캡 기업에서도 거버넌스 개혁이 관철됨을 입증

동일 주주제안에 대한 NVIDIA의 2025 vs 2026 표결 결과 비교

| 연도         | 안건           | 제안자                         | 결과         |
|------------|--------------|-----------------------------|------------|
| 2025.06.25 | 이사 선임 다수결 도입 | NYC Carpenters Pension Fund | 부결 (17.8%) |
| 2026.06.24 | 이사 선임 다수결 도입 | John Chevedden              | 가결 (86.8%) |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

▶ **핵심 진단:** 안건의 변화가 아닌 '표결 환경의 구조적 재편'

- 불과 1년 만에 동일한 안건의 찬성률이 +69.0%p나 폭증한 것은 주주제안 내용 자체의 변화 때문이 아님
- 이는 ① 기관투자자의 의결권 행사 표준화와 ② 이사회 의사결정 태도 전환이라는 두 가지 거대한 환경 변화에 기인함

▶ **동일 주주총회장의 선명한 비대칭:** 86.8% (G) vs 0.6% (E&S)

- 동일한 주주들이 같은 날 상정된 E&S 안건에는 정반대의 투표 결과를 보임
- 인종형평(0.6%), 준법 보고(0.9%), 메탄/GHG 배출(17.6%) 안건은 모두 부결됨
- 명확한 거버넌스(G) 원칙에는 압도적 표심이 모이지만, 구호성 E&S 안건은 외면 받는다는 점을 확인 가능

거버넌스 관련 주주제안에 대한 표심 변화를 가져온 핵심 동인

| 연도    | ① 외부 촉매:<br>Big 3 주주권 행사 지침 변화                                                                                                                                            | ② 내부 수용:<br>이사회 태도 전환                                                                                                             |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 핵심 변화 | <ul style="list-style-type: none"> <li>2026년 Big 3(BlackRock, Vanguard, State Street) 스튜어드십 지침에 '이사 선임 다수결' 공통 원칙 명문화</li> <li>거버넌스 주주제안 표결 시 패시브 자금 표심의 일괄 결집</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>주주 요구에 대한 대립·저항 대신 선제적 수용 및 정비로 전략적 전환</li> <li>정관 개정 문턱 완화 (2/3 → 과반) 자체 상정·가결</li> </ul> |
| 실제 조치 | <ul style="list-style-type: none"> <li>지수 편입 지분이 거버넌스 개혁 집행 장치로 작동</li> </ul>                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>기존 이사 10인 전원 재선임</li> <li>이사회 확대 (11인 체제, 신규 이사 영입)</li> </ul>                             |
| 결과    | <ul style="list-style-type: none"> <li>대규모 표심 이동의 촉매 (+69.0%p)</li> </ul>                                                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>표결 장벽 제거 및 경영권 불확실성 차단</li> </ul>                                                          |

자료: Bloomberg, 언론종합, 키움증권 리서치센터

- ▶ **핵심 이벤트**: 5월 27일 정기주총에서 주주제안 10건 전건 부결 — 그러나 부결의 구조적 원인은 안건 내용이 아니라 창업자의 클래스 B 초다수의결권(주당 10표)
- ▶ **주요 안건**: 연례 Say-on-Pay 전환(3년 주기→매년, John Chevedden 발의) 찬성 27.1%, 차등의결권 해소(1주 1표 자본재편, NorthStar Asset Management 발의) 26.5% — 표면상 20%대 저조 득표
- ▶ **배경**: 창업자 마크 저커버그의 경제적 지분은 약 13%이나 차등의결권으로 전체 의결권의 약 61% 행사 가능
- ▶ **시사점 ①**: 창업자 반대 블록 제외 시 독립주주의 약 2/3 이상이 찬성한 것으로 추정
- ▶ **시사점 ②**: Alphabet(6월 5일) 주주총회에서도 주주제안 의결과 관련해 차등의결권에 따른 동일 양상 전개

Meta 2026 정기주총 주요 주주제안 표결 결과

| 안건                       | 제안자                        | 찬성률          | 결과 |
|--------------------------|----------------------------|--------------|----|
| 연례 Say-on-Pay 전환 (3년→매년) | John Chevedden             | 27.1%        | 부결 |
| 차등의결권 해소 (1주 1표)         | NorthStar Asset Management | 26.5%        | 부결 |
| 의결 규칙 개선                 | State of Illinois          | 20.1%        | 부결 |
| AI 관련 (2건)               | NLPC·Mercy Investment      | 10.1% / 6.6% | 부결 |
| 인권·사이버보안·GHG 등 (5건)      | 종교·ESG 계열 외                | 0.2~6.9%     | 부결 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **핵심 진단:** as-voted 찬성률은 창업자 반대 블록에 희석(diluted)된 수치
  - 차등의결권 기업의 실사 지표는 '소수주주 기준 환산 찬성률'
  - 환산 논리: as-voted 찬성률 ÷ 비창업자 의결권 풀 = 독립주주 내 찬성 비율
  - Meta 연례 Say-on-Pay 27.1% → 독립주주 환산 약 70%, 차등의결권 해소 26.5% → 약 68%
- ▶ **자본 규율 접점:** AI CapEx 초사이클에서 소수주주 요구는 두 갈래로 수렴 — ① 보상-성과 연계(연례 Say-on-Pay) ② 의결권-지분 정렬(1주 1표)
- ▶ **시사점:** 독립주주 환산 과반을 반복 상회하는 기업은 ① 상시적 지배구조 할인에 노출되거나, ② 거버넌스 이벤트(차등의결권 섀넬 조항 도입·자발적 재편·규제 개입 등)의 잠재적 후보가 될 수 있음

차등의결권 폐지안 — as-voted 찬성률의 '소수주주 과반' 환산

| 구분                | Alphabet | Meta  | 산식           |
|-------------------|----------|-------|--------------|
| ㉔ as-voted 찬성률    | 31.2%    | 26.5% | 기권 제외 찬성률    |
| ㉕ 창업자 의결권 (반대 블록) | 51.4%    | 61.0% | 클래스 B 초다수의결권 |
| ㉖ 비창업자 의결권 풀      | 48.6%    | 39.0% | 100% - ㉕     |
| ㉗ 독립주주 내 찬성 비율    | 약 64%    | 약 68% | ㉔ ÷ ㉖        |
| ㉘ 창업자 경제적 지분      | 약 12%    | 약 13% | 클래스 A 등가     |

자료: Bloomberg, 각사 공시, 키움증권 리서치센터  
 주: 창업자 의결권 블록 전량 반대 가정의 단순화 추정치

- ▶ **주주총회가 예고한 Cloud 진출 (5.27):** 보상 연례투표 도입 주주제안(경영진 보상과 대규모 AI CapEx 성과를 매년 문책하는 채널 요구)에 독립주주 환산 약 70% 찬성 — 창업자 블록에 막혀 부결. 같은 석상에서 저커버그, 클라우드 사업은 "분명히 테이블 위에 있다(Definitely on the table)" 첫 공개 언급
- ▶ **5주 뒤 현실화 (7.1):** 잉여 AI 컴퓨팅을 외부 판매하는 Cloud 사업 진출 보도 — Meta +8.8%, 시장 일부는 '잉여 = AI 과잉설비'로 오독, 반도체 급락(삼성전자 -8%·SK하이닉스 -12%대·Micron -10.6%)
- ▶ **주총을 읽었다면:** Cloud 진출 = 표심이 요구한 자본생산성 입증에 대한 경영진의 회답으로 과잉설비 신호가 아님. 실제로 META는 CapEx 가이드스를 유지했고, 2분기 실적에서는 오히려 하단을 50억 달러 상향
- ▶ **시사점:** 주총 데이터는 사후 컴플라이언스 기록이 아니라 자본배분의 12~24개월 선행지표(Meta는 5주)

#### META의 CapEx 가이드스

| 시점             | 2026년 CapEx 가이드스               | 내용·함의                                                   |
|----------------|--------------------------------|---------------------------------------------------------|
| 4월 (Q1 실적)     | 1,250~1,450억 달러                | Q1 집행 198억 달러 · 인프라 계약 1,070억 달러                        |
| 7.1 (Cloud 보도) | 변경 없음                          | 시장 일부 '잉여=과잉설비' 오독 → 반도체 급락                             |
| 7.29 (Q2 실적)   | 1,300~1,450억 달러 — 하단 50억 달러 상향 | Q2 집행 311억 달러 · 저커버그 "수요 대비 컴퓨트 톤 없이 부족, 프리미엄 구매 제안 다수" |
| 판정             | —                              | 유휴 소진용 진출이 아닌 '수요 초과 속 외부 수익화'                          |

자료: Bloomberg, Meta, 키움증권 리서치센터

- ▶ **핵심 이벤트:** WBD 인수전은 서로 다른 이해관계의 3개 주체가 동시 개입(Pack Hunting)해 이사회를 압박, 주주가 받는 인수가를 +11.7% 끌어올린 사례
- ▶ **전개:** WBD 이사회는 당초 Netflix의 주당 27.75달러 전액현금 제안을 수용하려 하였으나, Paramount가 주당 31달러 전액현금으로 인수가 상향 — 행동주의 펀드(Pentwater·Ancora)가 이를 근거로 이사회를 압박, 상향안(31.00달러) 수용
- ▶ **시사점:** 복수 행동주의 펀드의 동시 진입은 M&A 촉매의 강력한 선행지표
  - 복수의 행동주의 주체가 짧은 시차를 두고 동일 타깃에 동시 개입하는 현상은, 해당 기업의 밸류에이션 갭과 지배구조적 약점이 극에 달했음을 의미하는 M&A 경쟁 입찰(Bidding War)의 강력한 선행 지표로 기능

## WBD 인수전에 개입한 3주체 개요

| 주체                 | 행동주의 캠페인 개시일 | 지분   | 핵심 목적           |
|--------------------|--------------|------|-----------------|
| Pentwater Capital  | 2026.01.07   | 2.0% | 회사 매각 및 기존 안 반대 |
| Paramount Skydance | 2026.01.12   | —    | 경영권 인수 및 이사회 장악 |
| Ancora Advisors    | 2026.02.10   | 0.3% | 이사회 진입 및 매각 촉구  |

자료: Bloomberg, 각사 공시, 키움증권 리서치센터

- ▶ **핵심 진단:** 4월 23일 특별주총에서 같은 주주가 두 개의 정반대 판정 — 합병 승인 찬성 99.0% 압도 가결 vs 합병 관련 경영진 보상(golden parachute, 최대 약 8.9억 달러) 찬성 17.5% 부결
  - 가치실현 이벤트는 지지하되, 성과 연계가 불분명한 대규모 보상 이전은 거부 (ISS 반대 권고)
  - 시장 전체 Say-on-Pay 평균 찬성률 92.3% 대비 극단적 이탈 — '선별적 보상 규율'의 실측치
- ▶ **딜 맥락:** 美 12개 주 반독점 소송으로 M&A 종결 지연(법원 명령상 본안 판결 후 5일 또는 27.6.1까지 클로징 제한)
  - 단, DOJ(6.12)·EU(조건부)에 이어 영국 CMA도 8.6 무조건 승인, 규제 관문은 사실상 미국 주 소송만 잔존. 합병계약에 거래 지연 보상(티키파) 및 딜 무산 시 위약금 조항 확보
- ▶ **시사점:** M&A 국면의 주주 보호가 '인수가'를 넘어 '계약 조건'(지연 보상·위약금·지급 보증)으로 확장

## 4.23 특별주총 및 딜 조건 요약

| 구분          | 핵심 내용                                 |
|-------------|---------------------------------------|
| 합병 승인       | 찬성 99.0% 가결 (For 17.4억 주)             |
| 경영진 보상 (자문) | 찬성 17.5% 부결 — 반대 82.5% (비구속 자문 표결)    |
| 인수 대가       | 주당 31달러 전액현금 + 9.30 이후 티키파 0.25달러/90일 |
| 클로징 제약      | 법원 합의 명령 (판결 후 5일 또는 2027.06.01까지 금지) |
| 무산 시 안전판    | 규제 종료 수수료 70억 달러 (Ellison 트러스트 보증)    |

자료: SEC 공시, Bloomberg, 언론종합, 키움증권 리서치센터

주: 합병 찬성률은 가권 포함 기준(가권 제외 시 99.1%) · 보상 표결은 비구속 자문 표결로 지급의 법적 차단 효력은 없음

- ▶ **핵심 이벤트:** 6월 25일 정기주주총회에서 시차임기제 폐지(Declassification) 주주제안이 찬성률 99.6%로 가결. 발의자는 창업자인 칩 윌슨(Chip Wilson, 지분율 약 8.7%)
- ▶ **분쟁 및 합의 경과:** 실적 부진 및 이사회 책임성 부재를 지적하며 이사 후보 3인을 지명, 위임장 대결(Proxy Fight) 개시 → 표결 4주 전(5월 27일) 전격 합의 도출
  - **합의 내용:** 윌슨 측 후보 2인의 이사회 합류, 약 18개월간 적대적 행위 금지(Standstill) 및 의결권 행사 협조 조항 수용
  - **사전 교감:** 회사는 합의 이전부터 이미 시차임기제 폐지안에 대한 지지 의사를 표명
- ▶ **시사점:** 99.6%의 압도적 찬성률은 회사·창업자·기관투자자 간 전면적 이해 정렬(Alignment)의 결과. 표결 전 합의 도출이 범용위임장(UPC) 제도 도입 이후 정착된 표준적 해결 경로임을 재확인

#### 위임장 분쟁 및 합의 타임라인

| 시점         | 내용                                                   |
|------------|------------------------------------------------------|
| 2025.10    | Wilson, 이사 후보 지명·시차임기제 폐지 요구 개시                      |
| 2026.01    | CEO Calvin McDonald 퇴임 발표, 후임 탐색 개시                  |
| 2026.05.27 | 전격 합의 도출 — Wilson 측 2인 이사회 합류, 약 18개월간 Standstill 적용 |
| 2026.06.25 | 정기주총 — 시차임기제 폐지안 99.6% 찬성으로 가결                       |
| 2026.09.08 | 신임 CEO Heidi O'Neill(前 Nike) 취임 예정                   |

자료: SEC 공시, 언론종합, 키움증권 리서치센터

- ▶ **경영진 및 이사회 쇄신**: CEO 교체(1월 Calvin McDonald 퇴임 → 9월 8일 나이키 출신 Heidi O'Neill 취임 예정) 및 이사회 인적 쇄신 진행 — 지배구조(거버넌스)와 경영 전략 전반의 리셋 추진
- ▶ **낮은 지분율을 보완한 것**: 8.7%의 지분율로 표 대결 없이 이사 2석 확보 및 지배구조 개편을 관철
  - 의결권 자문사들은 회사 측 우세를 전망하고 있었으나, 명분 있는 비판이 회사의 선제적 수용(폐지안 지지·이사회 쇄신)을 끌어내며 표 산식의 열세를 협상력으로 전환

#### 창업자 요구 사항 및 회사 수용 결과

| Wilson 요구 사항     | 회사 대응 및 결과                           |
|------------------|--------------------------------------|
| 이사 후보 3인 선임      | 2인 수용 (Maurer·Gentile), 1인 제외        |
| 시차임기제 폐지         | 합의 前 지지 표명 → 주총 찬성률 99.6%로 가결        |
| 이사회 책임성 및 실적 개선  | 이사회 인적 쇄신 + CEO 교체 병행                |
| (회사 측 확보) 경영 안정성 | 약 18개월간 Standstill·의결 협조·비방 금지 의무 부과 |

자료: 언론종합, 키움증권 리서치센터

- ▶ **핵심 진단 (방어장치 효용의 역전):** 시차임기제는 본래 창업자·경영진을 적대적 위협에서 보호하는 장치이나, 이사회 밖 창업자에게는 복귀를 막는 장벽으로 작용. 경영권 방어장치의 효용이 상황에 따라 역전됨을 보여준 사례
  - 구조적 해석: 소비자 기업의 거버넌스 성숙 과정에서 발생한 진동. 외형(브랜드·시가총액)에 비해 제도(정관·이사회 구조)가 상장 초기 단계에 머물 때, 개혁 압력은 외부 헤지펀드뿐 아니라 내부(창업자)에서도 발생할 수 있음을 제시
- ▶ **시사점 ①:** 주주행동주의 결과 예측의 핵심은 '표대결 승패'가 아닌 '합의 조건'. 행동주의를 통해 확보된 의석의 90% 이상이 표대결 없이 협상을 통해 배정되는 주주행동주의 시존의 특성을 실증
- ▶ **시사점 ②:** 방어장치가 잔존하는 기업 스크리닝 시 창업자·대주주와 이사회 간 이해 정렬(Alignment) 여부를 주요 변수로 평가할 필요 — 정렬이 깨지는 순간 방어장치는 개혁의 지렛대로 전환

#### 경영권 방어장치(시차임기제)의 국면별 효용

| 국면               | 방어장치의 작동 방식            |
|------------------|------------------------|
| 적대적 위협 (외부 헤지펀드) | 경영진 보호 — 본래의 설계 목적     |
| 창업자의 이사회 이탈      | 복귀를 막는 장벽 — 효용의 역전     |
| 창업자-이사회 이해 정렬 붕괴 | 개혁의 지렛대 — 폐지 요구의 명분 강화 |
| 화해로 정렬 회복        | 폐지 99.6% 가결 — 존재 이유 소멸 |

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ **핵심 이벤트:** 엘리엇(Elliott Management)이 3월 22일 시가총액 805억 달러 규모의 시놉시스(Synopsis) 지분을 수십억 달러 규모로 확보하며 개입. 2026년 상반기(1H26) 행동주의 캠페인 중 최대 규모 타깃이며, 공개적 비난이나 요구 없이 비공개 협상('Discussions only') 중심의 조용한 관여 방식 채택
- ▶ **진행 경과:** 공개 서한 발송이나 위임장 대결 예고 없이, 개입 약 10주 만인 6월 1일 경영협력협약 (Cooperation Agreement)을 체결하며 이사회 1석 확보
- ▶ **행동주의 트렌드 변화:** 타깃 기업의 대형화(100억 달러 이상 타깃 23건, +77% YoY) 및 위임장 대결 등 마찰 비용을 줄인 비공개 정밀 협상 등 2026년 주주행동주의의 구조적 변화를 압축적으로 보여준 사례

## Elliott-Synopsis 개입 타임라인

| 시점         | 내용                                                       |
|------------|----------------------------------------------------------|
| 2026.03.22 | Elliott 개입 개시 (시가총액 805억 달러, 비공개 협상 방식)                  |
| 2026.04.16 | 정기주주총회 — 서면동의권 도입 주주제안 찬성률 40.1%로 부결                     |
| 2026.06.01 | 경영협력협약 체결 — Elliott 측 추천 이사 1석 합류                        |
| 2026.06    | 2Q 실적 컨센서스 상회 및 FY26 가이드언스 상향 (시너지 가속화 방안 포함)            |
| —          | 개입 발표 이후 보유기간 수익률(Holding Period Return) +8.1% (6.30 기준) |

자료: Bloomberg, 언론종합, 키움증권 리서치센터

- ▶ **자본 효율성 중심 요구:** 경영권 분쟁이 아닌 자본 생산성 제고에 집중. 앤시스(Ansys) 인수 통합에 따른 4억 달러 규모의 비용 시너지 조기 달성(약 절반을 9월 말까지 달성, 당초 일정 대비 단축) 요구
- ▶ **실적 검증 및 가이드نس 상향:** 2분기 매출액 22.8억 달러, EPS 3.35달러로 시장 컨센서스 상회. FY26 연간 가이드نس 상향 조정(매출액 96.3~97.1억 달러, 영업이익률 약 41%, FCF 약 20억 달러). JP모건은 상향된 가이드نس조차 보수적인 수준이라 평가
- ▶ **투자 시사점:** 주가 초과 수익(알파) 창출 시점은 M&A 시너지 실현과 체질 개선이 결합된 중장기(Slow-Burn) 형태. 9월 말 시너지 조기 달성 여부와 향후 실적 가이드نس 상회 지속 여부가 핵심 트레이킹 지표

Synopsis 주요 실적 및 자본 효율성 지표

| 항목            | 내용 및 세부 수치                                   | 비고               |
|---------------|----------------------------------------------|------------------|
| Ansyst 인수 시너지 | 4억 달러 비용 절감 중 약 절반을 9월 말까지 조기 달성 (일정 단축)     | Elliott 주요 요구 사항 |
| 2Q26 실적       | 매출액 22.8억 달러 / EPS 3.35달러                    | 시장 컨센서스 상회       |
| FY26 가이드نس    | 매출액 96.3~97.1억 달러 / OPM 약 41% / FCF 약 20억 달러 | 연간 가이드نس 상향 조정   |

자료: 회사실적 공시, JP Morgan, 키움증권 리서치센터

- ▶ **핵심 진단 (이중 압력 노출):** 행동주의 개입(경영 참여 목적의 13D 압력)과 주주제안 안건의 높은 찬성표 집결(표결 압력)이 동시 발생. 주주 기반 압력 상승을 나타내는 전형적인 신호 결합
- ▶ **주주 표결 결집력 확인:** 4월 16일 주주총회에서 서면동의권 도입안(John Chevedden 발의)이 찬성률 40.1%로 부결. 2025년 골든패러슈트(임원 퇴직금) 제한안(38.4%)에 이어 2년 연속 40% 안팎의 높은 주주 결집력 확인
- ▶ **전략적 시사점:** 행동주의 개입과 주주제안 높은 찬성률이 중복되는 '이중 압력 노출' 종목은 선제적 주주 관여(Engagement) 및 이벤트 드리븐(Event-Driven) 룡 후보의 최우선 스크리닝 대상. eBay(GameStop 인수 개입 및 임시주총 소집권 안건 찬성률 42.8%) 역시 동일한 패턴을 보인 바 있음

Synopsis 주주 기반 압력 지표

| 압력 축        | 지표                            | 내용                                |
|-------------|-------------------------------|-----------------------------------|
| 행동주의        | Elliott 개입 및 이사회 1석 확보        | 최대 규모 타깃, 표 대결 없는 협상을 통한 이사회 진입   |
| 주주권 표결      | 서면동의권 안건 찬성률 40.1% (2026)     | 근소한 차이로 부결 — 관찰 대상(Watchlist) 등재  |
|             | 골든패러슈트 제한 안건 찬성률 38.4% (2025) | 2년 연속 40% 안팎의 견고한 주주 결집력 확인       |
| 실적 및 자본 효율성 | FY26 가이드نس 상향                 | 시너지 조기 달성 가속화 — 개입 이후 1차 실적 검증 통과 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **핵심 이벤트**: 5월 7일 주총에서 온실가스(GHG) 공시 요구 주주제안이 찬성률 47.1% 기록 — E&S 가결률 0%(중앙값 7.3%)의 냉각기 속 시즌 최고 득표 달성
- ▶ **차별화 요인 ① (현금흐름 직결)**: 주거 부문 고배출(미국 내 약 20%) 및 주(州) 단위 규제 강화. 사측 역시 SEC 공시상 기후 규제를 핵심 재무 리스크로 인정
- ▶ **차별화 요인 ② (Peer 대비 미공시)**: 주요 경쟁사(D.R. Horton, PulteGroup)와 달리 배출량 미공시 상태로, '선제적 부담'이 아닌 '업계 표준 준수' 요구로 수용
- ▶ **차별화 요인 ③ (공시 중심 설계)**: 감축 목표를 강제하지 않고 '공시 요구'에 한정하여, 경영 간섭 (Micromanagement)을 이유로 한 안건 배제 논리를 사전 차단

2026년 상반기 E&S 안건 찬성률 상위 4건 (표결 완료 기준)

| 찬성률   | 기업                  | 안건           | 세부 테마     |
|-------|---------------------|--------------|-----------|
| 47.1% | NVR                 | 메탄/GHG 배출 공시 | 실물자산 고배출  |
| 45.7% | Akamai Technologies | 정치자금 공시      | 정치자금 및 로비 |
| 45.6% | Otis Worldwide      | 정치자금 공시      | 정치자금 및 로비 |
| 44.2% | O'Reilly Automotive | 정치자금 공시      | 정치자금 및 로비 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **독립주주 기준 과반 찬성 달성**: 전체 찬성률 47.1%는 대주주 및 내부자 지분을 제외한 독립주주 기준 52.5%에 해당. 내부자 의결권 블록을 제외하면 외부 기관투자자 등 독립주주의 과반이 공시 요구에 찬성했음을 실증
- ▶ **표결 외 해소(Settlement) 및 자발적 개선**: 이번 주총에서 임시주총 소집권 안건(John Chevedden 발의)은 표결 전 철회(2025년 29.8% 부결 후 재추진 과정에서 협상·자발 개선 경로로 해소된 것으로 추정). 이는 근소한 차이로 부결된 안건들이 당사자 간 협상 및 자발적 지배구조 개선으로 해소되고 있음을 시사하며, 동 기간 7.5억 달러 규모의 자사주 매입도 병행
- ▶ **제도 환경 변화의 선행 지표**: 향후 규제 및 정치적 환경이 재반전될 경우, 찬성률 40%대에 도달해 있는 안건군이 가장 먼저 가결권에 진입할 가능성이 높음

## NVR 2025~2026년 주총 주요 안건 처리 경과

| 시점      | 안건           | 제안자            | 결과 및 비고                        |
|---------|--------------|----------------|--------------------------------|
| 2025.05 | 임시주총 소집권 허용  | John Chevedden | 부결 (찬성률 29.8%)                 |
| 2026.05 | 임시주총 소집권 허용  | John Chevedden | 철회 (표결 전 협상 해소)                |
| 2026.05 | 메탄/GHG 배출 공시 | As You Sow     | 부결 (찬성률 47.1% · 독립주주 기준 52.5%) |

자료: As You Sow, Bloomberg, 키움증권 리서치센터 (주: 독립주주 기준 찬성률은 제안자 집계 인용)

- ▶ 'ESG의 후퇴'가 아닌 '재평가(Re-underwriting)': 무조건적인 ESG 지지에서 벗어나, 재무적 영향도가 명확히 입증된 E&S 안건에만 표심이 집결되는 선별적 찬성 경향 확립
- ▶ 선제적 공시 전환 기업 스크리닝: 독립주주 기준 과반 찬성을 획득한 안건 보유 기업은 자발적 공시 전환 가능성이 높음. 따라서 이벤트 발생 이전 선제적 주주관여(Engagement) 대상 스크리닝 시 최우선 순위 부여 유효
- ▶ 주주관여 리소스의 선택과 집중: E&S 주주관여 리소스를 선언적·구호성 안건에서 '재무적 연계성이 입증된 영역'(정치자금 및 로비 공시, 고배출 실물자산, AI 거버넌스 등)으로 재배치하는 전략이 실증적 데이터에 부합

'유효 E&S' 3가지 유형 — 서브테마별 찬성률 (표결 완료 기준)

| 유형         | 대표 서브테마           | 찬성률 중앙값 | 주요 특징                                        |
|------------|-------------------|---------|----------------------------------------------|
| 공시 요구형     | 정치자금 공시 (n=14)    | 30.7%   | E&S 전체 중앙값(7.3%)의 4배 상회 — '주주의 알 권리' 명분 확보   |
| 재무 직접 배출   | 메탄/GHG (n=14)     | 15.9%   | NVR의 경우 최고 47.1% 기록 — 규제 및 전환 비용의 현금흐름 직접 연결 |
| 신기술 리스크    | AI 거버넌스 (n=10)    | 7.3%    | 잠재 리스크 테마 — CapEx 집행 및 재무적 리스크 연동 가능성        |
| (비교) 소멸 유형 | 정체성 기반 DEI (n=22) | 1.1%    | 동력 상실 및 사실상 소멸 단계                            |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## Part 3-6. 주주총회 데이터 기반 운용 전략

: 리스크 스크리닝부터 워치리스트 구축까지



## 35. 주총 데이터의 실전 운용 활용 4대 방안

- ▶ **핵심 요약:** 주주총회 데이터는 주주 표심 변화와 경영진의 자본배분 정책 전환, 행동주의 개입을 사전 포착할 수 있는 선행 지표. 패시브 운용사의 의결권 행사 지침 개정이 주총 표결을 유도하고(Part 3-1), 표결 결과가 자본배분 변경 촉매로 작용하며(Meta 사례: 표심 확인 5주 후 Cloud 전략 재편), 행동주의는 이를 M&A 및 구조 개편 거래로 완성(Part 3-4)
- ▶ **실무 적용 체계:** 신규 스투어드십 시스템 구축 없이 기존 포트폴리오 관리 프로세스 내 4가지 가이드라인 적용만으로 즉시 운용 반영 가능

### 주주총회 데이터 실전 활용 4대 로드맵

| 활용 분야     | 주요 분석 내용                      | 핵심 트래킹 지표                   | 기대 효과                     |
|-----------|-------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| ① 종목 스크리닝 | 보유 및 관심 종목의 지배구조·자본배분 점검      | 3대 평가 질문 + 5대 적신호(Red Flag) | 하방 리스크 사전 인지 및 비중 조절      |
| ② 위치리스트   | 근소 부결(찬성률 40~49%) 안건 보유 기업 추적 | 2026H1 근소 부결 43건 전수 관찰      | 기업의 자발적 구조 개편 이벤트 선점      |
| ③ 의결권 가이드 | 안건 유형별 의결권 행사 원칙 사전 표준화       | 찬성 컨센서스 형성 안건군 및 유효 의제      | 의결 실무 부담 경감 및 의사결정 일관성 확보 |
| ④ 시나리오 대비 | 레짐 반전(매크로·규제 환경 변화) 대응        | 금리 및 규제 변곡점 3대 신호등 지표       | 국면 전환 시 포트폴리오 재배치         |

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ **3대 평가 지표 프레임워크**: 정량 ESG 스코어 대신 펀더멘털 및 표결 데이터 기반 3대 핵심 질문으로 스크리닝 수행
  - ① **지배구조 리스크**: 빅3 운용사 지침 대비 정관 및 이사회 구조 이탈도 (차등의결권, 시차임기제, 초다수결 등)
  - ② **자본배분 효율성**: 투자자본수익률(ROIC) > 가중평균자본비용(WACC) 유지 여부 및 자사주·CapEx 규율성
  - ③ **주주 기반 압력**: 주주제안 높은 찬성률 이력, 13D(5% 이상 지분 보유) 공시, 행동주의 개입 신호
- ▶ **결합 판정 및 시사점**: ①·② 지표가 취약한 상태에서 ③의 주주 관여 신호가 포착된 기업은 '구조적 변화 임박 종목'(선제적 관여 및 이벤트 드리븐 룹 후보). 반면 ①·②가 견고한 기업은 장기 보유(Core)로 분류. (Synopsys 사례 참조)

## 3대 평가 항목 스크리닝 체크리스트

| 평가 항목      | 측정 및 확인 방법                               | 신호 발생(Signal On) 사례                  |
|------------|------------------------------------------|--------------------------------------|
| ① 지배구조 리스크 | 차등의결권·시차임기제·초다수결 등 빅3 기준 미달 항목 수         | Meta·Alphabet (창업자 의결권 51~61% 독점 구조) |
| ② 자본배분 효율성 | ROIC > WACC 스프레드 및 AI CapEx 대비 수익성 입증 여부 | 고강도 CapEx 집행 대비 초과 ROIC 창출 미흡 기업     |
| ③ 주주 기반 압력 | 찬성률 40%대 안건 이력 · 13D 공시 · 행동주의 개입 여부     | Synopsys·eBay (행동주의 개입 + 주주권 찬성 결집)  |

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ **자본 규율 실패 기업의 특징:** 과도한 CapEx 투자 대비 수익성 입증 부재, 성과와 연동되지 않는 경영진 보수, 주주 반대표 지속 증가, 창업자 초다수의결권으로 인한 견제 기능 마비의 결합 구조
- ▶ **운용 가이드라인:** 5대 적신호 중 3개 이상 중복 충족 시 보유 비중 축소(UW) 및 해지 필요성 점검 권고. 이는 단기 매도 권고가 아닌 포트폴리오 리스크 스크리닝 프레임

자본 규율 실패 판단 5대 적신호(Red Flag)

| 적신호 항목       | 세부 핵심 내용                               | 데이터 출처            |
|--------------|----------------------------------------|-------------------|
| 1. 고강도 CapEx | 매출액 대비 설비투자 비중 업계 상위 및 가속화 추세          | 재무제표              |
| 2. 투자 수익성 정체 | 신규 투자의 증분 ROIC가 자본비용(WACC)을 지속 하회      | 재무제표 및 추정치        |
| 3. 보상-성과 괴리  | Peer 벤치마킹을 이유로 한 보수 인상 및 초과 ROIC 입증 실패 | 위임장 설명서 (DEF 14A) |
| 4. 주주 반대 상승  | 경영진 보상안(Say-on-Pay) 찬성을 연례 하락 추세       | 주주총회 표결 데이터       |
| 5. 견제 불능 구조  | 창업자 초다수의결권 보유로 외부 주주 견제 차단             | 회사 정관 및 SEC 공시    |

자료: 키움증권 리서치센터

주: 3개 이상 동시 충족 시 리스크 점검 대상 지정

- ▶ **점검 프레임:** M7 AI CapEx 확대의 핵심은 절대 투입 규모가 아닌 '주주의 자본 통제(견제) 채널 작동 여부'
- ▶ **스크리닝 결과:** Meta(4.5점)·Alphabet(4.0점)이 최고 등급 리스크 점등 → NVIDIA·Apple(각 0점)과 대비됨
- ▶ **점검이 요구되는 종목 특성:** Meta·Alphabet은 신규 투자 수익성 하락과 차등의결권(51~61%)에 따른 견제 차단이 중복된 '이중 리스크' 구조 보유
- ▶ **대비 사례:** Amazon(2.0점)은 수익성 미검증에도 1주 1표로 견제 채널을 개방, NVIDIA(0점)는 증분 ROIC 입증 및 주주 개혁을 선제 수용

M7 적신호 스크리닝 매트릭스

| 평가 항목                           | MSFT           | GOOGL | META | AMZN | NVDA | AAPL | TSLA           |
|---------------------------------|----------------|-------|------|------|------|------|----------------|
| ① AI 설비투자를 이례적 규모로 집행 중인가?      | ●              | ●     | ●    | ●    | ○    | ○    | ①              |
| ② 신규 투입 자본이 자본비용(WACC) 미달 상태인가? | ①              | ●     | ●    | ●    | ○    | ○    | ●              |
| ③ 경영진 보수에 대한 주주 잡음이 존재하는가?      | ○              | ①     | ①    | ○    | ○    | ○    | ●              |
| ④ 올해 정기주총에서 주주 반대 표심이 결집했는가?    | — <sup>1</sup> | ①     | ●    | ○    | ○    | ○    | — <sup>1</sup> |
| ⑤ 일반주주가 다수 찬성해도 부결되는 구조인가?      | ○              | ●     | ●    | ○    | ○    | ○    | ○              |
| 적신호 점등 개수 (●=1점, ①=0.5점)        | 1.5            | 4     | 4.5  | 2    | 0    | 0    | 2.5            |

자료: Bloomberg, 각사 공시, 키움증권 리서치센터 | 주: ●=그렇다(1점), ①=부분적(0.5점), ○=아니다(0점), —=해당 없음. <sup>1</sup> MSFT·TSLA는 정기주총이 하반기 개최 (각 12월·11월)로 2026H1 표결 데이터셋 미포함. 점등 개수는 매도 신호가 아닌 리스크 점검 우선순위

- ▶ **수익성 검증 유예:** AI 인프라 자본집중의 시차 특성을 감안할 때 최근 증분 ROIC 하락은 '사업적 실패'가 아닌 '수익성 검증 유예 구간'으로 해석하며, 동 구간에서는 이사회 및 주주 표심을 통한 자본 규율의 작동 여부가 핵심
- ▶ **주요 3사 자본비용 하회:** Alphabet(5.5%), Meta(3.5%), Amazon(2.5%)의 최근 12M 증분 ROIC가 자본비용(15~17%)을 대폭 하회함. 3년 누적(19~36%) 상회 기조 대비 최근 12개월 하락 반전이 가속
- ▶ **압도적 차별화 (NVIDIA):** 투하자본의 급격한 확대에도 증분 ROIC 51.2%를 기록하여, '투자 확대와 수익성 검증'의 선순환을 입증한 유일한 기업임
- ▶ **경계선(MSFT) vs 마이너스(TSLA):** Microsoft는 15.4%로 자본비용(14.5%) 수렴 경계선에서 방어 중이나, Tesla는 영업이익 하락으로 증분 ROIC가 마이너스(-10.4%)로 반전됨

## M7 증분 ROIC vs 자본비용(WACC) 산출 내역

| 구분                | MSFT   | GOOGL  | META    | AMZN    | NVDA    | AAPL    | TSLA    |
|-------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 최근 12개월 증분 ROIC   | 15.4%  | 5.5%   | 3.5%    | 2.5%    | 51.2%   | 73.9%   | -10.4%  |
| 3년 누적 증분 ROIC     | 18.3%  | 21.3%  | 36.3%   | 19.9%   | 83.4%   | 100%+   | -17.3%  |
| WACC (자본비용)       | 14.5%  | 15.1%  | 16.9%   | 16.2%   | 21.1%   | 14.4%   | 19.4%   |
| 스프레드 (12M - WACC) | +0.9pt | -9.6pt | -13.4pt | -13.7pt | +30.1pt | +59.5pt | -29.9pt |
| 수익성 검증 판정         | ○ 수렴   | ● 하회   | ● 하회    | ● 하회    | ○ 상회    | ○ 상회    | ● 마이너스  |

자료: Bloomberg, 각사 공시, 키움증권 리서치센터 | 주: 증분 ROIC =  $\Delta \text{NOPAT} \div \Delta \text{투하자본}$ (블룸버그 기준, 부채·리스 포함). NOPAT = 영업이익 × (1-실효세율), 일회성 세율 이상치는 정상화, 최근 12개월은 각사 최신 분기 공시 기준(회계연도 상이 — MSFT 6월·AAPL 9월·NVDA 1월 결산)

- ▶ **Meta · Alphabet (점검 우선군):** '수익성 미검증 × 차등의결권 독점'의 이중 리스크. Meta는 보수 연례화(독립주주 환산 약 70%)·차등의결권 폐지안(약 68%)이 창업자 의결권(61%)에 막혀 부결(3년 보수 주기). Alphabet은 보수안에 대한 독립주주 반대표 확산(환산 찬성 약 61%)
- ▶ **Amazon · Tesla (관찰군):** 증분 ROIC 미달 및 마찰 요인 상존. Amazon(ROIC 2.5%)은 1주 1표 구조 및 높은 보수 승인율(94.0%)로 주주 개입 채널이 열려 있는 반면, Tesla(ROIC -10.4%)는 이익 감소 및 대규모 보상안 표결 마찰(ISS·GL 반대에도 약 75% 가결)로 지속적 관찰 필요
- ▶ **MSFT · NVIDIA · Apple (양호군):** Microsoft는 자본비용 상회 경계선(15.4%) 방어. NVIDIA는 압도적 증분 ROIC(51.2%) 및 이사 다수결(86.8%) 선제 수용. Apple은 Asset-Light 모델 및 2022년 보수 반란 후 CEO 보수 자진 삭감 이력 보유

## M7 군집별 진단 요약

| 구분     | 대상 기업            | 점등      | 12M 증분 ROIC | 주주 견제 채널·거버넌스 특징                            |
|--------|------------------|---------|-------------|---------------------------------------------|
| 점검 우선군 | META, GOOGL      | 4.0~4.5 | 3.5~5.5%    | 미검증 투자 + 견제 차단 중복<br>— 독립주주 다수 찬성 안건도 부결    |
| 관찰군    | AMZN, TSLA       | 2.0~2.5 | -10.4~2.5%  | AMZN 견제 채널 개방 /<br>TSLA 보상 마찰·증분 수익성 마이너스   |
| 양호군    | MSFT, NVDA, AAPL | 0~1.5   | 15.4~73.9%  | NVDA 수익성 입증+개혁 수용 /<br>AAPL 자본경량 / MSFT 경계선 |

자료: Bloomberg, 각사 공시, 키움증권 리서치센터

주: '창업자 제외 환산 찬성률'은 창업자 블록 전량 동일 방향 투표 가정의 단순화 추정치. 군집 구분은 매수·매도 권고가 아닌 점검 우선순위

- ▶ **근소 부결 안건의 재무적 함의:** 찬성률 40~49% 구간 부결 안건은 외부 기관투자자 대다수가 지배구조 개선을 요구하고 있음을 의미. 회사는 차기 주총 가결을 방지하기 위해 표결 전 사전 협상 및 자발적 지배구조 개선을 추진할 유인이 극대화되며, 이는 주가 리레이팅 이벤트로 작동
- ▶ **표심 전환의 파급력:** 주주 설득 및 회사 측 전향적 태도 변화 시 40%대 찬성률 안건은 가결권으로 급격히 이동 (NVIDIA 다수결 안건 찬성률 17.8% → 86.8% 가결 사례 참조)
- ▶ **2026H1 워치리스트 지형:** 근소 부결 43건 중 65%(28건)가 이사회 견제권 제고 안건에 집중

주요 워치리스트 안건 — 찬성률 45% 이상 (2026H1)

| 찬성률   | 기업 (티커)                    | 안건 내용                    | 세부 테마         |
|-------|----------------------------|--------------------------|---------------|
| 49.6% | Papa John's (PZZA)         | 주주 임시주총 소집권 허용           | 주주권 강화        |
| 48.3% | Wells Fargo (WFC)          | 이사 선임 다수결 도입             | 이사회 책임성       |
| 47.9% | Cigna (CI)                 | 서면동의 의결권 행사 허용           | 주주권 강화        |
| 47.8% | Lumen Technologies (LUMN)  | 경영권 방어장치(포이즌 필) 주주 승인 요구 | 경영권 방어수단      |
| 47.6% | Autodesk (ADSK)            | 임시주총 소집 문턱 인하            | 주주권 강화        |
| 47.1% | NVR (NVR)                  | 메탄/GHG 온실가스 배출 공시 요구     | E&S (독립주주 과반) |
| 46.8% | Zoetis (ZTS)               | 서면동의 의결권 행사 허용           | 주주권 강화        |
| 46.4% | West Pharmaceutical (WST)  | 이사회 의장 독립성 확보 (독립 의장 선임) | 이사회 독립성       |
| 45.7% | Akamai Technologies (AKAM) | 정치자금 지출 공시 요구            | E&S           |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **기계적 재상정 가결 예측의 한계:** 2025H1 찬성률 40~50% 부결 안건(37건) 중 이듬해 재상정 비율은 27%(10건)에 그쳤으며, 재상정 후 가결 전환은 1건(CF Industries)에 불과
- ▶ **표결 전 합의(Settlement):** 상당수 안건이 주총 표결 전 이사회와의 협상, 자발적 정관 변경, 안건 철회 등으로 해소됨을 시사 (NVR 임시주총 소집권 안건 철회 사례 참조). 따라서 추적 관찰의 핵심은 '차기 표결 결과'가 아닌 '오프시즌 회사의 선제적 개선 발표'
- ▶ **안건 유형별 성향 차별화:** 정치자금 공시 및 차등의결권 폐지는 재상정 시 찬성률이 일관되게 상승하는 반면, 독립 의장 선임은 안건 문구 및 자문사 권고 변화에 민감한 고분산 유형

근소 부결 안건의 이듬해 처리 경로 (2025H1 → 2026H1 추적)

| 2025H1 부결 찬성률 구간 | 전체 안건 수 (모수) | 재상정 건수 (재상정률)                                   | 가결 전환 건수 | 시사점 및 평가                     |
|------------------|--------------|-------------------------------------------------|----------|------------------------------|
| 찬성률 40~50%       | 37건          | 10건 (27%)                                       | 1건       | 표결 전 사전 협상 및 자발적 개선으로 대다수 해소 |
| 찬성률 30~40%       | 45건          | 12건 (27%)                                       | 0건       | 기계적 찬성률 상승 부재                |
| 상승 유형 예시         | —            | Sonoco (37.0% → 42.5%)<br>/ UPS (38.3% → 40.5%) | —        | 우상향 추세 형성 유형                 |
| 하락/변동 유형 예시      | —            | Eversource (47.4% → 26.5%)                      | —        | 고분산/문구 민감 유형                 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 동일 기업 및 동일 안건 유형 매칭 기준

- ▶ **의결권 의사결정 효율화**: 의결권 자문사의 영향력 약화 및 규제 환경 변화 속에서, 시장 데이터로 입증된 핵심 안건군에 대한 사전 가이드라인 확립을 통해 실무 프로세스 간소화 가능
- ▶ **UPC 체제하의 표결 표준**: 경영권 분쟁(이사 선임) 시 진영 논리에서 벗어나 범용위임장(UPC) 제도를 활용한 개별 후보자 역량 기반 선별 표결(Split-Ticket Voting) 체계화

## 안건 유형별 기관투자자 의결 가이드라인

| 안건 유형                       | 데이터 분석 결과 (시장 트렌드)             | 의결권 행사 권고 방향          |
|-----------------------------|--------------------------------|-----------------------|
| 시차임기제 폐지 · 이사 다수결 · 초다수결 완화 | 찬성률 90%+ 초고득표 가결 기록하는 시장 표준    | 기본 찬성 (In Favor)      |
| 임시주총 소집권 · 서면동의권            | 가결률 상승 추세 안건군                  | 조건부 찬성 (남용 방지 요건 확인)  |
| 독립 이사회 의장 선임                | 제출 건수 대비 가결률 낮고 찬성률 분산 확대      | 사안별 판단 (Case-by-Case) |
| 차등의결권 해소 (1주 1의결권)          | 독립주주 기준 찬성률 과반 상회              | 기본 찬성 (In Favor)      |
| 일반 E&S 안건 (선언적 의제)          | 2년 연속 가결률 0% 기록                | 재무적 연계성 입증 시만 찬성      |
| Anti-ESG 관련 주주제안            | 찬성률 중앙값 1.6% 및 전건 부결           | 기본 반대 (Against)       |
| 경영진 보상안 (Say-on-Pay)        | 평균 찬성률(92.3%) 유지 속 문제 기업 선별 부결 | 성과 연계성 및 ROIC 검증 후 판단 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **레짐 변화의 가역성**: 현 자본 규율 중심 레짐은 ①연준 금리 경로(점도표상 인상(9인) 대 동결·인하(9인)로 양분; 물가 안정에 따른 자본비용 하락 시 성장주 리레이팅 및 E&S 관용 부활)와 ②정치·규제 사이클(2028년 대선 등 정치적 변곡점에 따른 SEC 지침 개정)이라는 가역적 변수에 종속됨
- ▶ **유효 E&S 안건의 잠재력**: E&S 전패 속에서도 재무 연계성이 입증된 안건(정치자금 공시, NVR 메탄 배출 공시 47.1%)은 높은 찬성률을 유지 중이며, 레짐 전환 시 해당 안건군부터 가결권 재진입 전망
- ▶ **바벨(Barbell) 전략 및 모니터링**: 단일 시나리오 베팅을 지양하고 자본 규율 수혜주(Core)와 레짐 반전 대비 자산(Option)을 동시 보유하는 바벨 포트폴리오 구축 및 3대 전환 신호 모니터링

바벨(Barbell) 포트폴리오 구조 및 3대 전환 신호등 지표

| 구분              | 주요 구성 내용 및 대응 전략                                |
|-----------------|-------------------------------------------------|
| 코어 포지션 (Core)   | 지배구조 표준 부합 및 자본배분 효율성(ROIC > WACC) 우수 기업 중심 편입  |
| 옵션 포지션 (Option) | '유효 E&S'(정치자금 공시·고배출 실물자산·AI 거버넌스) 관련주 소량 편입    |
| 신호등 지표 ①        | 연준(Fed) 점도표 중앙값의 하향 전환 시점                       |
| 신호등 지표 ②        | SEC Staff Legal Bulletin(SLB) 주주제안 인정 기준 재개정 신호 |
| 신호등 지표 ③        | 의결권 자문사 행정명령 관련 사법 및 입법 리스크 추이                  |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ **한국-미국 거버넌스 레짐의 수렴**: 미국 시장이 주총 표결을 통해 관철한 지배구조 규율(이사회 책임성, 자사주 소각, 보상-성과 연계)이 한국 시장에서는 상법 개정 및 코리아 밸류업 프로그램 등 제도화/입법화를 통해 추진 중. 분석 프레임의 국내 증시 이식 유효성 상향
- ▶ **'독립주주 환산 찬성률' 프레임 활용**: 지배주주 지분율이 높은 국내 증시 특성상, 대주주 의결권을 제외한 독립주주 환산 찬성률 분석은 실질적 소수주주 표심 및 지배구조 개선 압력을 파악하는 핵심 정밀 분석 지표로 작동
- ▶ **결론**: 주주총회 데이터는 자본배분 변경을 선행 포착하고 하방 리스크를 방어하는 핵심 알파 창출 인풋. **"지배구조 규율 = 장기 가치 방어 + 이벤트 알파"**

미국 주총 표결 관찰 ↔ 한국 제도(밸류업 및 상법 개정) 수렴성 비교

| 미국 (표결을 통한 규율 강제)             | 한국 (제도 및 입법을 통한 강제)   | 공통 시사점 및 핵심 목표                |
|-------------------------------|-----------------------|-------------------------------|
| 이사 다수결 · 시차임기제 폐지 (90%+ 찬성)   | 집중투표제 의무화 · 감사위원 분리선출 | 이사회 책임성 제고 및 견제 기능 강화         |
| 독립주주 환산 찬성률 (차등의결권 견제)        | 이사 충실의무 대상 주주 확대      | 지배주주-소수주주 간 이해 정렬 (Alignment) |
| 자사주 매입 규율성 점검                 | 자사주 취득 후 소각 의무화       | 주주환원율(Shareholder Yield)의 실질화 |
| Say-on-Pay · Clawback (보상 연계) | 밸류업 공시 (자본비용 및 수익성)   | ROIC ) WACC 자본 규율의 명시화        |

자료: 키움증권 리서치센터

## Part 3–7. Appendix



- ▶ 본 파트(Part 3)의 표결·캠페인 수치는 아래 정의를 따르며, Part II의 제출 총량 기준 통계와는 모집단이 상이함

#### 데이터 정의

| 항목             | 정의                                                                                                     |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 표본             | 표결 완료 주주제안 — 2026H1 396건 · 2025H1 455건 (철회 각 8건·9건 포함)                                                 |
| 찬성률            | Percent For (기권 제외) = 찬성 ÷ (찬성+반대). 실제 가결 기준은 회사별 정관에 따라 상이 — AGCO(48.7%)·TXN(44.8%)처럼 50% 미만 가결 사례 존재 |
| E&S 버킷 (150건)  | 환경/기후 + DEI + 인권/인적자본 + 기타 사회                                                                          |
| 거버넌스 버킷 (243건) | 기업지배구조 + 주주권·방어수단 + 보상(Say-on-Pay 1건 포함) + 자본구조                                                        |
| 행동주의           | 2026년 179건 · 2025년 367건 캠페인. H1 비교는 개시일 1~6월 필터. 목적은 캠페인당 복수 집계                                        |
| Hp_Return      | 캠페인 개시 후 보유기간 수익률 — 극단 이상치 민감으로 중앙값을 주 해석 기준                                                           |
| 환산 찬성률         | 창업자·내부자 의결권 블록 전량 반대 가정의 단순화 추정치 (실제 표결 집계와 차이 가능)                                                     |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 | 주(한계): ①2026H1은 시즌 진행 중 데이터로 하반기 표결·딜 종결 미반영 ②본 데이터셋은 표결 완료·경합 안건 중심으로 전체 상장사 모집단과 범위 상이, ③재상정 추적은 동일 기업·동일 안건유형 매칭 기준(문구 변경 재상정은 누락 가능) ④빅3 지칭 인용·주요 사실관계는 공개 자료로 교차검증

▶ E&S·DEI·사회·인권 계열의 가결은 단 한 건도 없음 — 전량 거버넌스·주주권 계열 (찬성률 내림차순)

가결 31건 전수 (좌 1~16 / 우 17~31)

| #  | 찬성률   | 기업 (티커)                   | 안건         | #  | 찬성률   | 기업 (티커)                 | 안건                    |
|----|-------|---------------------------|------------|----|-------|-------------------------|-----------------------|
| 1  | 99.6% | BlackLine (BL)            | 시차임기제 폐지   | 17 | 64.9% | Snowflake (SNOW)        | 이사 선임 다수결             |
| 2  | 99.6% | Lululemon (LULU)          | 시차임기제 폐지   | 18 | 64.7% | Keysight (KEYS)         | 임시주총 소집권              |
| 3  | 98.9% | ON Semiconductor (ON)     | 초다수결 폐지    | 19 | 62.9% | Wyndham Hotels (WH)     | 서면동의권                 |
| 4  | 97.9% | Starbucks (SBUX)          | 초다수결→단순다수결 | 20 | 61.8% | Americold Realty (COLD) | 이사 무사유 해임 허용          |
| 5  | 90.8% | Calix (CALX)              | 이사 선임 다수결  | 21 | 57.6% | Henry Schein (HSIC)     | 초다수결 관련               |
| 6  | 89.8% | Five Below (FIVE)         | 이사 선임 다수결  | 22 | 57.6% | Bloomin' Brands (BLMN)  | 기타 자본구조               |
| 7  | 86.9% | Norwegian Cruise (NCLH)   | 시차임기제 폐지   | 23 | 57.5% | Albemarle (ALB)         | 임시주총 소집권              |
| 8  | 86.8% | NVIDIA (NVDA)             | 이사 선임 다수결  | 24 | 57.0% | Vertex Pharma (VRTX)    | 서면동의권                 |
| 9  | 86.7% | Myomo (MYO)               | 시차임기제 폐지   | 25 | 55.6% | NRG Energy (NRG)        | 임시주총 소집권              |
| 10 | 80.1% | Penn Entertainment (PENN) | 기타 이사회 관련  | 26 | 53.3% | Verisk Analytics (VRSK) | 서면동의권                 |
| 11 | 79.8% | OGE Energy (OGE)          | 이사 선임 다수결  | 27 | 51.6% | CF Industries (CF)      | 황금낙하산 제한              |
| 12 | 79.2% | HubSpot (HUBS)            | 임시주총 소집권   | 28 | 51.5% | Zscaler (ZS)            | 시차임기제 폐지              |
| 13 | 79.0% | Open Lending (LPRO)       | 시차임기제 폐지   | 29 | 51.3% | Wendy's (WEN)           | 기타 자본구조               |
| 14 | 78.2% | Fortune Brands (FBIN)     | 시차임기제 폐지   | 30 | 48.7% | AGCO (AGCO)             | 임시주총 소집권 <sup>1</sup> |
| 15 | 72.1% | TransUnion (TRU)          | 임시주총 소집권   | 31 | 44.8% | Texas Instruments (TXN) | 서면동의권 <sup>1</sup>    |
| 16 | 70.8% | El Pollo Loco (LOCO)      | 이사 선임 다수결  | -  | -     | -                       | -                     |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주<sup>1</sup> 50% 미만이나 회사별 정관 계산 기준에 따라 가결 처리(Appendix ① 참조) | 유형 구성(자동분류 기준) 시차임기제 폐지 7 · 이사다수결 6 · 소집권·서면동의 등 주주권 10 · 초다수결·자본구조·기타 8

## ▶ 찬성률 40~49% 부결 안건 - 본문의 상위 9건을 포함한 전수

- 임시주총 소집권 18 · 서면동의권 10 · 이사회 책임성(다수결·독립의장) 4 · 차등의결권 2 · 방어수단·보상 · 자본구조 4 · E&S(정치자금·메탄) 5

워치리스트 전수 43건 (좌 1~22 / 우 23~43)

| #  | 찬성률   | 기업                  | 안건         | #  | 찬성률   | 기업                  | 안건         |
|----|-------|---------------------|------------|----|-------|---------------------|------------|
| 1  | 49.6% | Papa John's         | 임시주총 소집권   | 23 | 42.8% | eBay                | 임시주총 소집권   |
| 2  | 48.3% | Wells Fargo         | 이사 선임 다수결  | 24 | 42.8% | Cboe Global Markets | 서면동의권      |
| 3  | 47.9% | Cigna               | 서면동의권      | 25 | 42.7% | Masco               | 임시주총 소집권   |
| 4  | 47.8% | Lumen Technologies  | 포이즌 필 주주승인 | 26 | 42.7% | CDW                 | 독립 의장      |
| 5  | 47.6% | Autodesk            | 소집 문턱 인하   | 27 | 42.6% | Crown Holdings      | 서면동의권      |
| 6  | 47.1% | NVR                 | 메탄/GHG 공시  | 28 | 42.5% | Sonoco Products     | 정치자금 공시    |
| 7  | 46.8% | Zoetis              | 서면동의권      | 29 | 42.4% | Dollar General      | 임시주총 소집권   |
| 8  | 46.4% | West Pharmaceutical | 독립 의장      | 30 | 42.3% | Datadog             | 이사 선임 다수결  |
| 9  | 45.7% | Akamai Technologies | 정치자금 공시    | 31 | 42.2% | QUALCOMM            | 임시주총 소집권   |
| 10 | 45.6% | Otis Worldwide      | 정치자금 공시    | 32 | 42.1% | Graphic Packaging   | 임시주총 소집권   |
| 11 | 45.2% | Hartford Insurance  | 서면동의권      | 33 | 42.0% | Bel Fuse            | 기타 자본구조    |
| 12 | 44.6% | Netflix             | 서면동의권      | 34 | 41.9% | McDonald's          | 서면동의권      |
| 13 | 44.3% | Church & Dwight     | 서면동의권      | 35 | 41.5% | Humana              | 황금낙하산 제한   |
| 14 | 44.2% | O'Reilly Automotive | 정치자금 공시    | 36 | 41.4% | Timken              | 임시주총 소집권   |
| 15 | 44.2% | Dine Brands         | 임시주총 소집권   | 37 | 41.3% | PayPal              | 초다수결 문턱 인하 |
| 16 | 43.9% | Regions Financial   | 임시주총 소집권   | 38 | 41.3% | IDEXX Laboratories  | 임시주총 소집권   |
| 17 | 43.5% | EPAM Systems        | 임시주총 소집권   | 39 | 40.8% | S&P Global          | 소집 문턱 인하   |
| 18 | 43.3% | Sherwin-Williams    | 임시주총 소집권   | 40 | 40.7% | ICU Medical         | 소집 문턱 인하   |
| 19 | 43.3% | Ford Motor          | 차등의결권 폐지   | 41 | 40.5% | UPS                 | 차등의결권 폐지   |
| 20 | 43.2% | First Solar         | 임시주총 소집권   | 42 | 40.4% | CVS Health          | 서면동의 문턱 인하 |
| 21 | 43.0% | Micron Technology   | 소집 문턱 인하   | 43 | 40.1% | Synopsys            | 서면동의권      |
| 22 | 42.8% | Boston Scientific   | 임시주총 소집권   | -  | -     | -                   | -          |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 표결 완료·찬성률 집계 가능 안건 기준. 본문 게재 상위 9건(45%+) 포함 전수 — 재상정 시 자동 가결을 의미하지 않음



## Compliance Notice & 고지사항

### Compliance Notice

- 당사는 08월 10일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.