



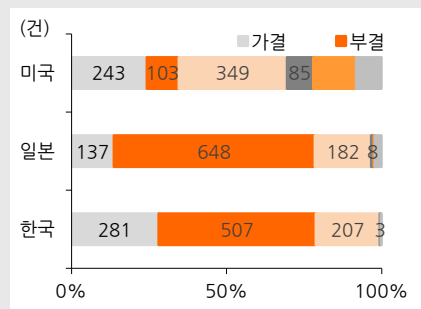
ESG

거버넌스 임팩트 ④ : 우리나라 주주제안은 표결 비중이 높다

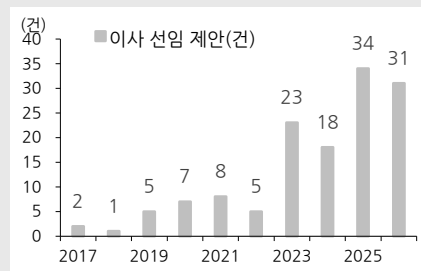
▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

한국 주주제안은 표결로 가고, 쟁점은 이사회 이동

[한국 1,000건 중 788건 표결... 미국은 철화·합의·미개최 비중 높음]



[이사 선임 제안 2건 → 34건]



우리나라 주주제안은 미국·일본보다 표결까지 가는 비중이 높고, 일본과는 유사한 수준임. 주주제안의 초점은 배당·자사주에서 이사회로 이동 중

우리나라 이사 선임, 표결 규칙의 중요성 확대

9월 10일부터 자산총액 2조 원 이상 대규모 상장회사에는 감사위원이 되는 이사 2명 이상을 다른 이사와 분리해 선임하는 요건과 집중투표제 적용이 시작됨. 향후 이사 선임의 핵심은 후보자 수보다 집중투표 적용 여부, 감사위원 분리선출, 최대주주 및 특수관계인 합산 3% 의결권 제한, 기관·외국인 주주의 지분 및 표결 참여가 될 것임

미국, 일본의 주주제안 의제 확장, 국내에서도 관찰 대상

일본은 배당·자사주 요구를 정관변경과 보수정책으로 확장했고, 미국은 독립 이사회 의장, 서면동의권, 특별주주총회 소집권 등 이사회 구조와 주주권 행사 절차를 주요 의제로 다루고 있음.

국내에서도 이사 선임 이후 보수위원회·리스크위원회·지속가능성위원회 등 이사회 위원회의 설치·구성·관한, 장기 성과연계 보수, 주주권 행사 절차가 주주제안의 다음 의제로 부상할 수 있음

시장 참여자는 가결 여부보다 구조와 이행을 봐야 함

이사 선임 안건은 선임 자체보다 감사·보수·리스크 등 주요 위원회 배치와 이사회 권한 변화를, 자본환원 안건은 실제 배당·자사주 취득 및 소각 규모와 시점을 추적해야 함.

주주제안은 주총 표 대결에 그치지 않고, 자본배분과 이사회 의사결정 구조를 바꿀 수 있는 이벤트임

I. 주주제안 안건 살펴보기

>> 주주제안은 어떻게 끝나고, 무엇을 요구하는가

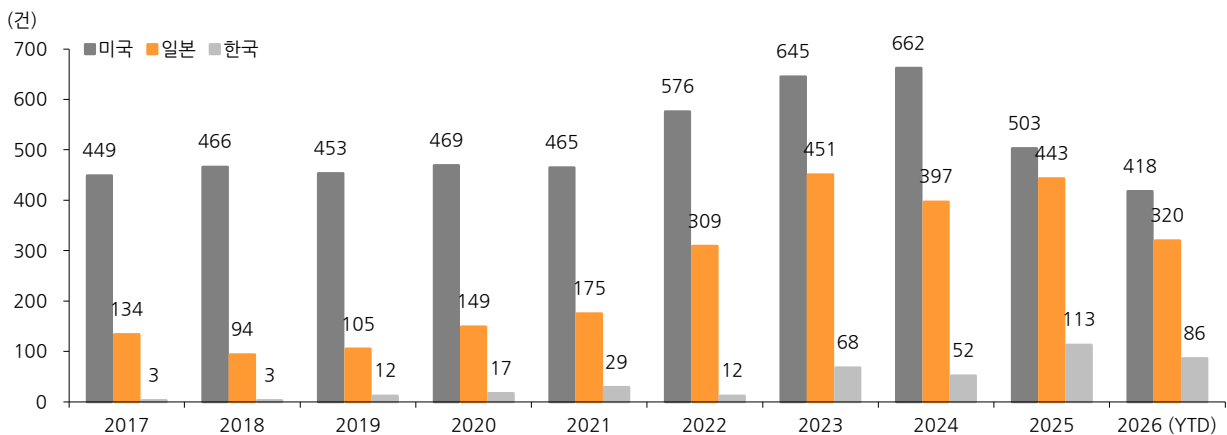
앞선 ①~③편이 행동주의 캠페인의 전개와 성과를 추적했다면, 이번 편은 주주제안 안건의 처리 결과와 유형 변화를 살핀다. 하나의 캠페인에는 배당 확대, 이사 선임, 정관 변경 등 복수의 안건이 포함될 수 있고, 주주제안 없이 끝나는 캠페인도 있다. 앞선 보고서의 캠페인·요구사항·관철 안건 데이터와 이번 주주제안 데이터의 건수를 직접 비교할 수 없는 이유다.

이번 편의 질문은 두 가지다. 한국 주주제안은 어떤 경로로 종결되는가. 그리고 배당·자사주 요구가 줄어드는 동안 어떤 이사회 관련 안건이 늘고 있는가.

한국 주주제안은 2017년 3건에서 2025년 113건으로 증가했고, 2026년에는 8월 27일 기준 86건이 집계됐다. 다만 이번 보고서의 관심은 건수 자체보다 안건의 방향이다.

최근 증가가 두드러진 주주제안은 이사 선임과 이사회 운영 규칙 관련 안건이다.

[그림1] 한·미·일 주주제안 건수 추이(안건 기준)



주: 2026년은 8월 27일 기준 YTD. 국가별 표본·주총 제도·Bloomberg 태그 분류가 달라 국가 간 유형별 건수의 직접 비교에는 한계가 있음

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

II. 한국 주주제안은 표결까지 진행되는 비중이 높다

>> 한국·미국·일본은 주주제안이 종결되는 경로부터 다르다.

한국은 1,000건 중 788건이 가결 또는 부결로 종결돼, 제안 제출 이후 주총 표결이 결과를 가르는 비중이 높다. 일본도 표결 도달률이 78.5%로 한국과 유사하다. 반면 미국은 철회 349건, 합의 85건, 주총 미개최 138건 등 표결 전 종결 안건이 572건으로 전체의 57.2%를 차지한다.

표결 도달 안건의 결과도 다르다. 한국의 표결 도달 안건 가결률은 35.7%로 일본의 17.5%를 상회한다. 전체 안건 대비 부결률은 한국 50.7%, 일본 64.8%로 일본이 더 높다. 미국은 표결 도달률이 34.6%에 그치지만, 표결에 부처진 안건의 가결률은 70.2%로 가장 높다.

블룸버그 자료에 따르면, 한국은 합의로 분류된 안건이 0.3%에 그친다. 이는 주주제안이 표결 전 합의보다 주총 표결로 이어지는 경향이 상대적으로 강할 가능성을 시사한다. 다만 철회 안건의 실제 종결 사유는 개별 공시로 확인해야 한다.

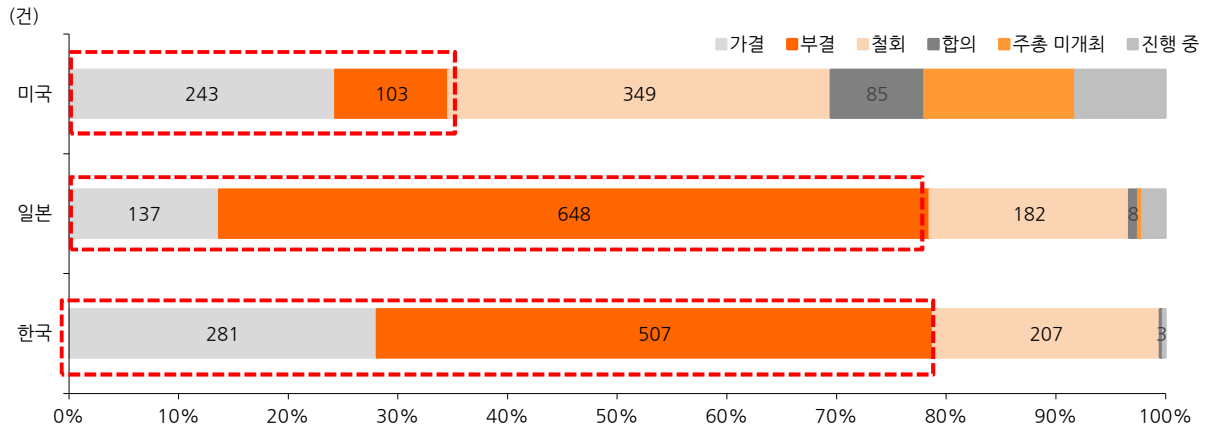
>> 처리 결과보다 종결 사유와 사후 이행을 봐야 한다

가결·부결·철회·합의는 안건의 처리 결과를 보여줄 뿐, 주주제안의 경제적 성과나 요구 수용 여부를 직접 설명하지는 않는다. 회사가 배당 확대나 이사회 개편을 먼저 결정해 제안이 철회될 수 있지만, 제안자의 지분 처분이나 제안 요건 미충족으로 철회될 수도 있다. 합의 역시 합의서의 내용과 사후 이행 수준에 따라 의미가 달라진다.

따라서 미국의 높은 표결 전 종결 비중을 곧바로 높은 수용률이나 협상 성공으로, 한국의 높은 표결 비중을 협상력 부족으로 해석해서는 안 된다. 주주제안의 실질적 영향은 철회서와 회사 입장문, 주총 소집공고, 이사회 결의, 후속 공시를 통해 제안의 종결 사유와 이행 여부를 함께 확인해야 판단할 수 있다.

한국 시장에서는 이사 선임·감사위원 선임·정관 변경 안건의 표결 구조를 별도로 봐야 한다. 집중투표 적용 여부, 감사위원 분리선출, 최대주주 및 특수관계인 합산 3% 의결권 제한, 기관·외국인 주주의 지분 구성과 표결 참여는 결과에 영향을 미칠 수 있다.

[그림2] 한·일·미 주주제안 처리 결과 구성(국가별 1,000 건 표본)



주: 처리 상태는 Bloomberg 분류 기준이며, 가결·부결·철회·합의·주총 미개최·진행 중으로 구분함. 각 국가는 1,000건 표본 기준임. 철회·합의·주총 미개최는 실제 요구 수용 또는 사후 이행을 직접 의미하지 않음.

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

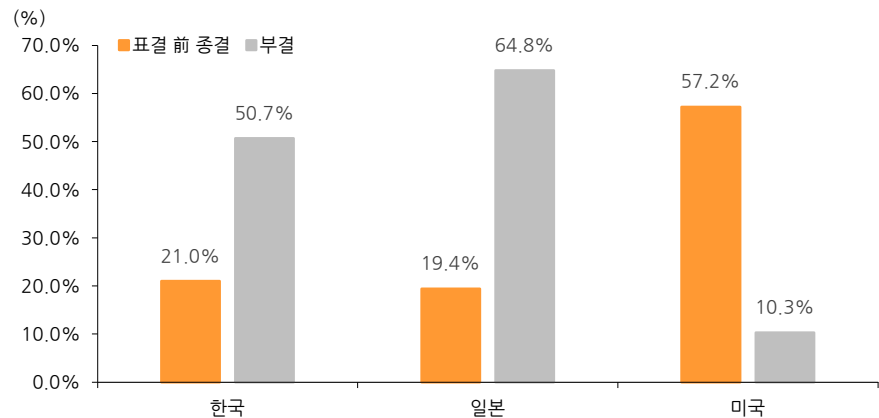
[표1] 국가별 주주제안 처리 구조와 결과 지표

국가	표결 도달	표결 전 종결(철회+합의+미개최)	표결 도달 시 가결률	명시적 수용 비율 (가결+합의)	부결률
한국	78.8%	21.0%	35.7%	28.4%	50.7%
일본	78.5%	19.4%	17.5%	14.5%	64.8%
미국	34.6%	57.2%	70.2%	32.8%	10.3%

주: 표결 도달률은 가결·부결 안건의 합계÷전체 안건 수, 표결 전 종결률은 철회·합의·주총 미개최 안건의 합계÷전체 안건 수임. 표결 도달 안건 가결률은 가결÷(가결+부결), 가결 합의 비율은 (가결+합의)÷전체 안건 수, 부결률은 부결÷전체 안건 수로 계산함. 철회·합의·주총 미개최는 실제 요구 수용 또는 사후 이행을 직접 의미하지 않음.

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국가별 주주제안 종결 구조: 표결 전 종결률과 부결률



주: 표결 전 종결은 철회·합의·주총 미개최의 합계이며, 부결률은 부결 안건÷전체 안건 수임. 철회·합의·주총 미개최는 회사의 요구 수용 또는 사후 이행을 직접 의미하지 않음

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 국내 주주제안 증가는 이사회 관련 안건에서 두드러진다

최근 주주제안에서 눈에 띄는 변화는 이사 선임과 이사회 관련 안건의 증가다.

배당·자사주 요구가 2023년 이후 낮은 수준에 머문 반면, 이사 선임과 집중투표제, 정관 변경·기타 이사회 관련 안건은 늘었다. 다만 유형 간 중복 가능성이 있어 각 유형을 단순 합산해 전체 증가분을 계산하지는 않는다.

>> 이사 선임 제안은 2017년 2건에서 2025년 34건으로 증가했다

이사 선임 제안은 2017년 2건에서 2023년 23건, 2025년 34건으로 증가했다. 2026년에도 8월 27일 기준 31건이 집계돼 전년 연간 수준에 근접했다. 최근 주주제안에서는 배당 확대보다 이사회 의석과 선임 규칙을 겨냥한 안건의 증가가 두드러진다.

>> 집중투표제는 후보 진입 규칙을 겨냥한다

집중투표제 도입 제안은 2025년 7건으로 늘었다. 이전 사례는 2021년 1건뿐이었다. 집중투표제는 복수 이사 선임에서 소수주주 추천 후보의 진입 가능성을 높일 수 있다. 이사 선임 요구와 함께 제기될 때 영향이 커지는 이유다.

기타 이사회 관련 제안은 2025년 27건, 2026년 8월 27일 기준 11건이었다. 정관변경 제안은 2025년 21건, 2026년 8건으로 집계됐다. 다만 Bloomberg 태그상 ‘기타 이사회 관련’과 ‘정관변경’은 개별 안건의 경제적 내용이 이질적이므로, 단순 합산으로 해석해서는 안 된다.

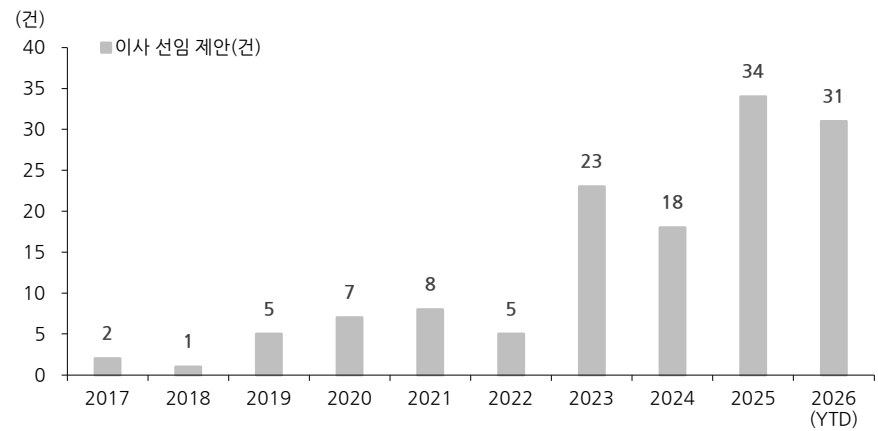
>> 배당·자사주 요구는 감소 후 낮은 수준 유지

배당·자사주 관련 제안은 2023년 9건에서 2024년 4건, 2025년 4건으로 줄었고, 2026년에는 8월 27일 기준 5건이었다. 감사감사위원 관련 안건은 2023년 이후 연 8~13건 수준을 유지했다.

유형별 절대 건수만으로 전체 안건에서의 비중 변화를 단정할 수는 없다.

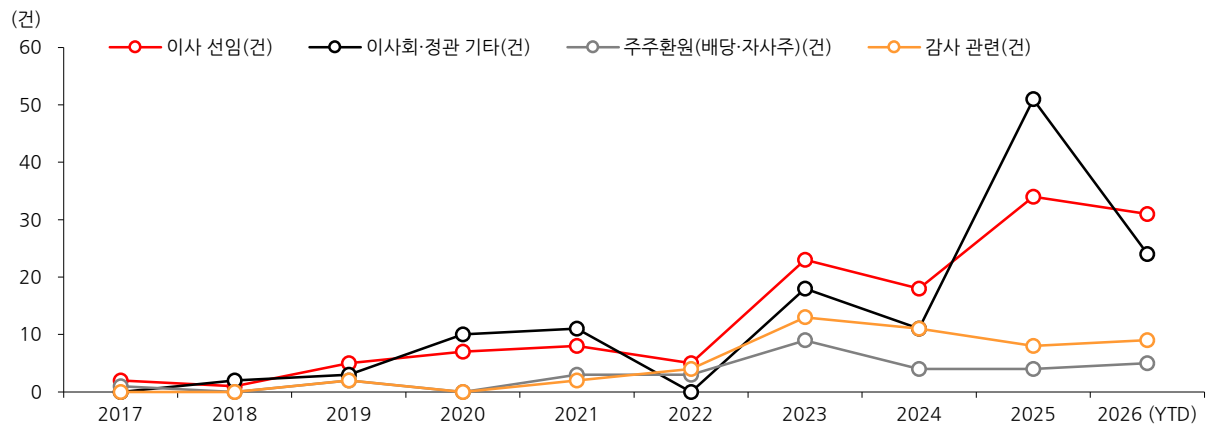
그러나 최근 증가가 두드러진 유형은 이사 선임과 이사회 관련 안건이다. 한국 행동주의 다음 쟁점은 배당 규모보다 누가 이사회에 들어가고, 어떤 규칙으로 이사를 선임하는가에 있다.

[그림4] 한국 이사 선임 주주제안 추이(건)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한국 주주제안 주요 유형 추이: 이사회 관련 안건과 자본환원 요구



주: 기타 이사회 관련·정관변경은 Bloomberg 태그상 기타 이사회 관련 안건과 정관변경 안건의 합계임. 유형 간 중복 가능성이 있어 각 유형을 단순 합산하지 않음
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IV. 감사위원 분리선출, 이사 선임 구도 변화

>> 9월 10일, 이사 선임의 규칙이 바뀐다

9월 10일부터 자산총액 2조 원 이상 대규모 상장회사는 감사위원이 되는 이사를 다른 이사와 분리해 2명 이상 선임해야 한다. 같은 날부터 이들 회사는 최초로 이사를 선임하는 주주총회에서 집중투표제를 정관으로 배제할 수 없다. 이사 선임의 승부가 후보자 수보다 어떤 규칙으로 표를 세는가에 따라 갈릴 수 있는 환경이 열린다.

감사위원 선임·해임에는 최대주주와 특수관계인의 합산 의결권을 3%로 제한하는 규정이 적용된다. 집중투표와 감사위원 분리선출은 절차가 다르지만, 이사 선임 과정에서 최대주주 측 지분과 외부 주주의 표가 작동하는 방식을 바꾸는 제도다. 실제 영향은 최대주주 지분율, 후보 수, 기관·외국인 지분, 주주 간 연대 여부에 따라 달라진다.

>> 고려아연은 바뀐 규칙을 앞두고 열린 표 대결

고려아연은 9월 9일 예정된 임시주총에서 분리선출 감사위원 확대를 위한 정관 변경, 집중투표 방식의 이사 4인 선임, 감사위원회 위원이 되는 독립이사 선임 안건을 다룰 예정이다. 감사위원 선임과 이사 선임의 표결 구조가 한 주총에서 맞물리는 사례다.

분리선출 감사위원 2인 요건과 집중투표제 적용은 2027년 정기주총부터 이사 선임형 주주제안의 표결 구조와 후보 선임 가능성에 영향을 미칠 수 있다.

앞으로는 후보자의 이력뿐 아니라 감사위원 후보인지, 집중투표가 적용되는지, 최대주주 측 우호지분과 외국인·기관 지분이 어떻게 갈리는지를 함께 봐야 한다.

V. 마일 사례는 한국의 다음 의제를 보여준다

>> 일본: 배당에서 정관변경·보수로 넓어졌다

주주환원 요구 4건 → 91건

최근 일본 주주제안에서는 주주환원 요구가 주요 흐름으로 나타났다. 배당 요구와 자사주 관련 제안은 2021년 4건에서 2023년 33건, 2024년 49건, 2025년 91건으로 늘었다. 2026년에도 8월 27일 기준 52건이 집계됐다. 배당 확대와 자사주 매입·소각을 요구하는 주주제안이 주춤 안전으로 늘었다.

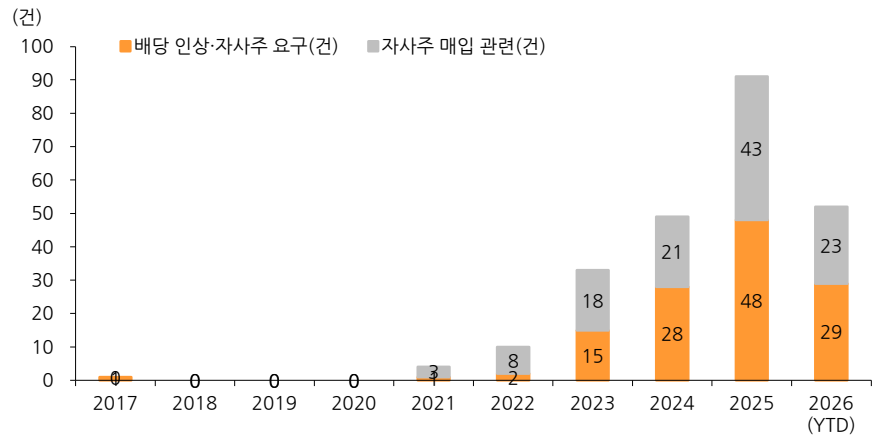
정관변경은 요구를
제도화하는 형식

일본 주주제안에서 가장 많이 활용된 형식은 정관변경이다. 정관변경 안전은 2023년 220건, 2024년 190건, 2025년 78건, 2026년 8월 27일 기준 107건으로 집계됐다. 정관 변경 태그에는 배당정책과 지배구조 관련 요구가 포함될 수 있다. 국가별 법제 차이를 고려해 개별 안전의 내용을 함께 확인할 필요가 있다.

보수 정책도 주요 의제로
떠올랐다

Say on Pay 도입 제안은 2024년 6건에서 2025년 18건으로 늘었다. 보상정책 승인 안전도 2025년 8건, 2026년 8월 27일 기준 10건으로 집계됐다. 주주환원 요구가 배당과 자사주에 머물지 않고, 경영진 보상이 기업가치와 장기 성과에 연동되는지를 묻는 단계로 확장되고 있다.

[그림6] 일본 배당·자사주 요구 제안 추이(건)



주: 배당 요구와 자사주 관련 제안. 2026년은 8월 27일 기준 YTD

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 일본 주주제안 주요 유형 추이(건)

구분	2023	2024	2025	2026(YTD)
정관변경	220	190	78	107
배당·자사주 요구	33	49	91	52

주: 2026년은 8월 27일 기준 YTD. 배당·자사주 요구는 배당 요구와 자사주 관련 제안의 합

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 미국: 이사회 구조와 주주권 행사 절차가 상위 유형이다

① 독립 이사회 의장 선임 의무화·서면동의·특별주총 소집권

미국 주주제안은 2024년 662건에서 2025년 503건으로 감소했고, 2026년에는 8월 27일 기준 418건이 집계됐다. 전체 건수는 감소했으나, 2026년에는 이사회 구조와 주주권 행사 절차 관련 안건이 주요 유형으로 집계됐다. 2026년 주요 유형은 독립 이사회 의장 선임 의무화 72건, 서면동의권 행사 41건, 특별주주총회 소집권 관련 36건이다.

독립 이사회 의장 선임 의무화는 이사회 의장을 독립이사가 맡도록 하는 정책 채택을 요구하는 안건이다. CEO와 이사회 의장직을 분리하는 안건과는 구분할 필요가 있다. 관련 제안은 2023년 83건에서 2025년 28건으로 줄었다가 2026년 72건으로 늘었다.

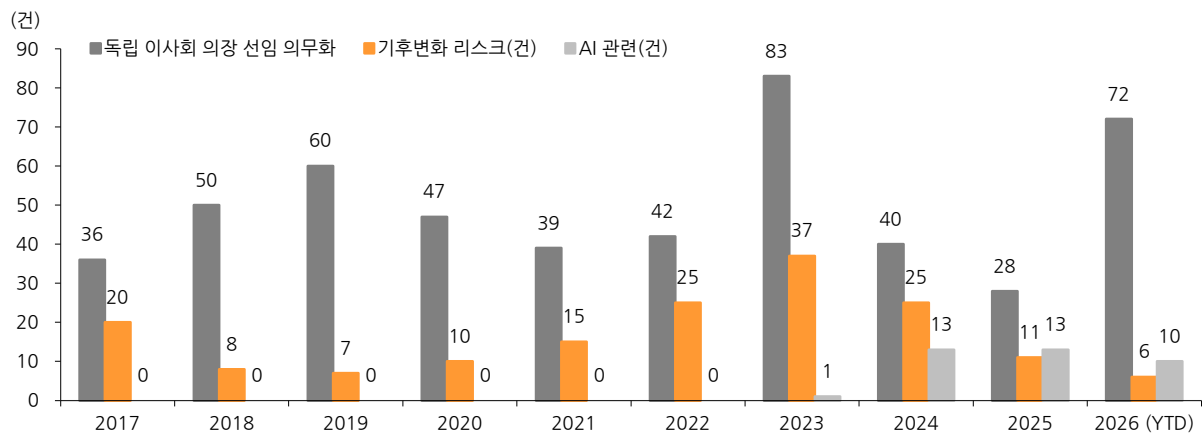
② 기후·DEI 관련 제안 건수 감소

기후변화 리스크 관련 제안은 2023년 37건에서 2025년 11건, 2026년 6건으로 감소했다. 인종평등 관련 제안도 2022년 41건에서 2026년 5건으로 줄었다. 다만 제출 건수만으로 정책·정치 환경, 회사 대응, 제안자 전략 가운데 어느 요인이 변화를 주도했는지는 판단하기 어렵다.

③ AI 관련 제안은 2024년부터 늘었다

AI 관련 제안은 2023년 1건에서 2024년 13건으로 늘었고, 2025년에도 13건, 2026년에는 10건이 집계됐다. AI 활용·감독과 데이터·알고리즘 거버넌스 관련 요구가 주주제안의 별도 유형으로 나타나기 시작했다.

[그림7] 미국 주요 주주제안 유형 추이(건)



주: 2026년은 8월 27일 기준 YTD. AI 관련 안건은 Bloomberg 태그 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 한국 주주제안의 다음 쟁점은 이사회 운영 규칙이다

이사 선임에서 선임
규칙·보수·위원회로

한국 주주제안은 이사 선임 요구가 늘어나는 가운데, 이사회에 누가 들어오고 어떤 권한을 행사할지를 정하는 안건으로 관심 범위를 넓힐 가능성이 있다.

집중투표제와 감사위원 분리선출이 시행되면 이사 선임의 핵심은 후보 수보다 집중투표 적용 여부, 감사위원 분리선출, 합산 3% 의결권 제한처럼 후보의 진입 가능성을 결정하는 규칙으로 옮겨갈 수 있다.

한국 행동주의의 다음
쟁점은 이사 후보의 숫자가
아니라, 후보 선임 규칙과
이사회 감독 권한이다

이사 선임과 함께 보수 정책 및 이사회 위원회의 설치·구성·권한이 다음 관찰 대상이 될 수 있다. 보수 정책은 경영진 보상이 장기 성과와 주주 이익에 연동되는지를, 이사회 위원회는 보수·리스크·지속가능성·기술 등 핵심 의제를 누가 어떤 권한으로 감독하는지를 다룬다. 이사회 구성의 변화가 실제 권한과 책임의 변화로 이어지는지 확인해야 한다.

미국과 일본의 사례는 이사 선임 이후 주주제안의 초점이 어디로 확장될 수 있는지를 보여주는 참고 자료다. 다만 한국의 제도와 주주 구성은 미국·일본과 다르므로, 해외 안건이 같은 순서와 속도로 확산된다고 볼 수는 없다.

투자자는 후보자의 숫자보다 선임 방식, 감사위원회 구성, 보수 정책의 성과연계 기준, 위원회 권한이 실제로 바뀌는지를 확인해야 한다. 이사회 구성 변화가 배당·자사주투자·M&A 등 자본배분 의사결정으로 이어지는지는 후속 이사회 결의와 회사 공시로 검증해야 한다.

[표3] 미·일 선행 이슈와 한국의 관찰 후보

이슈	마·일에서 확인되는 흐름	한국에서 확인할 항목
보수 정책 승인 (Say on Pay)	- 일본 Say on Pay 도입 제안: 2024년 6건 → 2025년 18건 - 보상정책 승인 안건: 2025년 8건, 2026년 YTD 10건	- 이사 보수 한도 승인에서 보수 정책 자체를 겨냥한 요구로 확장되는지 확인 - 성과연계 기준, 장기 주식보상, 보수위원회 독립성 점검 - 2026년 9월 10일 이후 최초 이사 선임 주총부터 집중투표제 배제 불가
이사 선임 규칙·주주권 행사 절차	- 미국: 독립 이사회 의장 선임, 서면동의권, 특별주주총회 소집권 등 이사회 구조·주주권 행사 절차 안건이 주요 의제로 지속	- 감사위원이 되는 이사 2명 이상 분리선출 필요 - 집중투표 적용, 분리선출, 합산 3% 제한이 후보 선임에 미칠 영향 점검
이사회 감독 체계·위원회 운영	- 미국: 이사회 구조와 감독 체계 관련 주주제안이 주요 의제로 지속 - 사·기후·인권·보수 등 개별 의제의 이사회 감독 체계 요구 확대	- 기타 이사회 관련 안건이 위원회 설치 요구로 이어지는지 점검 - 보수·리스크·지속가능성·기술위원회의 설치, 권한, 구성 독립성 점검

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

VI. 표결 결과보다 중요한 세 가지

주주제안은 표결 결과만으로 끝나지 않는다. 철회·합의의 사유, 안전별 표결 구조, 가결 뒤 이행 공시를 함께 봐야 한다.

>> ① 결과 리벨보다 종결 사유

철회와 합의는 겉으로는 표결 없이 끝난 안전이지만, 경제적 의미는 제각각이다. 회사가 배당 확대나 이사회 개편을 먼저 발표해 철회되는 경우가 있는 반면, 제안자가 지분을 처분하거나 요건을 충족하지 못해 철회하는 사례도 있다. 미국의 높은 철회·합의 비중을 곧바로 협상 성공으로 읽을 수 없는 이유다.

철회·합의 안전은 주총 소집공고와 회사 입장문에서 제안 내용이 일부 반영됐는지, 철회 서에서 제안 철회 사유가 무엇인지, 후속 공시에서 이행 조치가 확인되는지를 점검해야 한다.

>> ② 안전명보다 표결 구조

이사 선임·감사위원 선임·정관 변경은 같은 주총 안전이라도 적용되는 의결정족수와 의결권 제한이 다르다. 특히 자산총액 2조 원 이상 대규모 상장회사는 9월 10일 이후 최초 이사 선임 주총부터 집중투표제를 정관으로 배제할 수 없다. 감사위원이 되는 이사 2명 이상을 분리해 선임해야 하고, 감사위원 선임·해임에는 최대주주와 특수관계인의 합산 3% 의결권 제한이 적용된다.

향후 이사 선임 안전에서는 후보자의 경력만큼 집중투표 적용 여부, 분리선출 대상인지, 외국인·기관·소수주주 지분 구성이 어떻게 형성됐는지가 중요해진다.

>> ③ 가결보다 이행 공시

가결 또는 합의로 처리된 안전도 실제 이행 여부를 별도로 확인해야 한다. 배당안은 실제 주당배당금과 지급 시점, 자사주는 취득소각 규모와 기한, 이사 선임은 위원회 배치와 이사회 의사결정의 변화까지 확인해야 한다.

특히 이사회 관련 안전은 선임 자체보다 선임 뒤의 권한이 중요하다. 새 이사가 보수감사 리스크 등 핵심 위원회에 들어가는지, 정관과 이사회 규정이 바뀌는지, 후속 공시에서 자본배분·투자 M&A 판단이 달라지는지를 봐야 한다. 이행이 확인되기 전까지 주주제안의 경제적 효과를 단정하기 어렵다.

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 9월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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