## ESG 동향

# 주주총회 부결안건 분석: 이사회 제안

**정 일 묵** 연구원 (mook@cgs.or.kr)

▶최근 4년간 유가증권 및 코스닥 상장 기업 주주총회에 상정된 안건 중 이사회 제안 안건이 부결된 사례를 분석함

▶최대주주 및 특수관계인의 지분 보유율이 30% 이상으로 안정적인 회사에서도 이사회 제안 안건 부결이 다수 발생한 것을 확인함

▶본 고는 스튜어드십코드 도입 전 분석에 해당하므로 차후 코드 도입에 따른 변화를 조사하고 본 자료와 비교하면 보다 의미 있는 결과를 도출할 수 있을 것으로 사료됨

### 서론

□ 본 고는 CGS Report 제7권 제5호에 게재된 ESG동향'주주총회 부결안건 현황'의 후속 글로서 부결 안건 중 이사회 제안 안건을 분석함

○ 전 글을 통해 최근 4년 간 유가증권시장 및 코스닥 시장의 부결안건에 대한 사실관계를 살펴보았으며, 본 고는 해당 자료에 기반하여 최근 자본시장에서 부결 안건이 갖는 의미를 분석하고자 함

□ 이사회가 제안한 안건의 부결은 스튜어드십 코드가 도입되고 기관투자자의 의결권 행사가 강화되는 등 최근 국·내외 동향에 비추어 볼 때 살펴볼 의미가 있음

○ 최근 해외 유수의 행동주의 펀드는 투자자에게 적극적 주주권 행사 현황을 알리기 위해 회사 측 제안 안건에 대한 반대 행사 정보를 제시하고 있음

- 해당 정보는 펀드가 기업가치 훼손 우려가 있는 안건에 대해 적극적으로 대응하여 사전에 방지하는 노력을 기울이고 있다는 일종의 지표로 활용됨

○ 국내 또한 스튜어드십 코드 도입으로 기관투자자의 적극적 의결권 행사 가능성이 높아지고 있으며, 코드의 충실한 이행을 알리기 위해 해외와 유사한 전략을 취할 수 있다는 맥락에서 본 분석은 의미 있을 것으로 판단됨

□ 안건의 부결은 주주의 지분율과 밀접한 관련이 있으므로 본 고는 이사회 제안이 부결된 회사의 지분구조를 살펴봄

○ 통상 최대주주 및 특수관계인의 지분이 높으면 이사회 제안 안건의 의결 가능성은 높을 것이므로 부결 당시 각 회사의 소유구조를 확인함

○ 더하여 5% 이상 주요주주는 안건 의결에 실질적인 영향력을 행사 하는 수준의 의결권을 단일 보유한다는 측면에서 의미가 있으며, 주요주주가 표결에 미친 영향을 확인함

## 이사회 제안 안건 부결현황 파악

□ 조사결과[1] 161사에서 개최한 총 220회의 주주총회에서 이사회 제안이 부결되었으며, 각 주주총회의 부결 시점[2]에서 최대주주 및 특수관계인(이하 최대주주), 5%이상 주요주주(이하 주요주주), 소액주주의 지분율을 조사함

○ 최대주주 지분율이 상대적으로 낮은 경우(30%미만) 이사회 제안이 부결된 횟수가 보다 많은 것으로(61.4%) 나타났으나, 그 차이는 뚜렷하지 않음[3]

**〈표 1〉 이사회 제안 안건이 부결된 회사 주주의 지분 보유 수준별 현황**

| 보유 지분율 | 최대주주 및 특수관계인(社) | 5% 이상 주요주주(社) | 소액주주(社) |
|---|---|---|---|
| 10% 미만 | 33 | 41 | 2 |
| 10% 이상 20% 미만 | 58 | 22 | 10 |
| 20% 이상 30% 미만 | 44 | 6 | 24 |
| 30% 이상 40% 미만 | 36 | 8 | 17 |
| 40% 이상 50% 미만 | 24 | 2 | 29 |
| 50% 이상 | 25 | 1 | 129 |
| 합계 | 220 | 80 | 211 |

주: 주주총회 개최일 기준 직전 분·반기보고서 또는 사업보고서 상 주주구성 정보
주: 5%이상 주요주주는 최대주주 및 특수관계인 제외이며, 복수의 주요 주주가 존재할 경우 지분의 총합
주: 조사기간은 2014년 1월 1일에서 2017년 6월 30일

출처: DART

□ 안건별로 보면 이사선임 안건의 부결 비중이 가장 높으며, 특히 사내이사선임 안건이 전체대비 약 37.7%를 차지하여 가장 높은 것으로 나타남 (〈표 2〉 참조)

○ 자료 수집 시 동일 주주총회에 상정된 부결안건은 개별 처리하였으며,[4] 이에 따라 이사 및 감사(위원) 선임 안건이 다른 안건에 비해 다수의 안건이 상정되는 특성[5]이 안건 별 부결 비중에 영향을 미친 것으로 판단됨

- 만약 동일 주주총회에서 부결된 복수의 이사 및 감사(위원)선임 안건을 단수 처리 한다면

1) 조사기간: 2014년 1월부터 2017년 6월 30일, 조사대상: 유가증권 및 코스닥 상장기업
2) 주주총회 개최일 기준 직전 분·반기보고서 또는 사업보고서 상 주주구성 정보
3) 각 지분율 분포별로 전체 이사회 제안 안건 대비 부결 안건의 비중을 알 수 없기 때문에 최대주주 지분율에 따른 이사회 제안 안건의 부결 가능성의 차이에 대한 해석은 제한적임
4) 예를 들어 동일 주주총회에서 개별 상정된 사내이사 선임의 건 4건이고 모두 부결이면, 사내이사 부결 4건으로 취합하였음
5) 일반적으로 주주총회 안건(재무제표 승인, 정관 일부 변경, 이사보수 승인의 건 등)은 단일 주주총회에 1건이 상정되지만 이사 및 감사(위원) 선임 건은 다수의 후보자를 분리 상정하기 때문에 부결 횟수 또한 상대적으로 많아짐

상기 비중은 낮아질 것임

○ 이사선임안건을 제외하면, 특별결의를 요구하는 정관변경의 건 및 최대주주의 의결권이 제한되는 감사(위원)선임 건의 부결 비중이 높게 나타남

○ 단일 안건 중 5%의 비중을 차지하는 이사해임의 건은 다소 예외적임

- 회사의 이사회 구성원은 주주총회를 통해 선임되므로 이전 주주총회에서 최대주주의 승인을 받은 이사일 가능성이 매우 높음
- 이사회에서 이사해임을 제안하였다는 것은 최대주주가 변경되는 등의 사유로 기존 이사회와 현 최대주주 간 다툼이 발생한 상황을 예상 할 수 있으며, 부결 건수가 유의미하게 나온다는 점은 차후에도 안건 상정 및 부결가능성이 높음을 의미함

**〈표 2〉 부결 안건 별 정리 : 이사회 제안 안건 한정**

| 안건 분류 | | 부결 안건 수 | 비 중(%) |
|---|---|---|---|
| 재무제표 | | 2 | 0.43 |
| 배당 | | 1 | 0.22 |
| 정관 | | 78 | 16.81 |
| 이사선임 | 사내이사 | 175 | 37.72 |
| | 사외이사 | 83 | 17.89 |
| | 기타비상무이사 | 3 | 0.65 |
| 감사(위원)선임 | 감사 | 53 | 11.42 |
| | 감사위원 | 7 | 1.51 |
| 이사보수 | | 6 | 1.29 |
| 감사보수 | | 3 | 0.65 |
| 이사해임 | | 23 | 4.96 |
| 기타 | | 30 | 6.47 |
| 합계 | | 464 | 100 |

주: 기타안건은 분할·합병, 영업양수도, 주식분할 등으로 구성
주: 조사기간은 2014년 1월 1일에서 2017년 6월 30일

출처: DART

## 최대주주 및 특수관계인

□ 이사회 제안이 부결된 회사 중 최대주주의 지분율이 비교적 높은 사례를 정리함

○ 부결 사례 중 최대주주 지분율이 30% 이상인 회사가 총 85사로 약 38.6%를 차지함 (〈표 1〉 참조)

- 이는 최대주주가 안정적인 수준[6]의 지분을 보유하였음에도 의안이 부결된 사례에 해당함
- 최대주주 지분율이 30%를 초과하는 주주총회 부결 안건 중 재무제표 승인, 이사선임 등 보통결의 요건을 충족해야 하는 안건 수는 75건(52.4%)임 (〈표 3〉 참조)

6) 코스닥협회가 실시한 설문조사에 따르면, 의결권 기준 2016년 정기주주총회 참석률은 약 51.1%(설문에 응답한 511사 기준)로서 보통결의 안건의 경우 최대주주가 30% 이상 지분을 보유한다면 의안 통과 가능성이 높을 것으로 예측 가능 함

- 최대주주가 보통결의 의사정족수를 만족하는 수준의 지분을 보유하고 있음에도 보통결의 안건이 부결된 사례는 외부 소수주주가 적극적으로 의결권을 행사하여 부결된 것으로 해석할 수 있음[7)]

**〈표 3〉 이사회 제안 안건 부결 현황 : 최대주주 지분율 30% 이상 사례 한정**

| 재무 제표 | 배당 | 정관 | 사내 이사 | 사외 이사 | 기타 비상무이사 | 감사 및 감사위원 | 이사 및 감사 보수 | 기타 | 합계 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1 | 24 | 34 | 20 | 2 | 34 | 3 | 24 | 143 |

주: 기타는 이사해임, 분할계획서 승인, 영업양수도 등으로 구성됨
주: 사외이사 선임안건에서 부결된 감사위원 후보의 부결은 포함하지 않음
주: 조사기간은 2014년 1월 1일에서 2017년 6월 30일

출처: DART

□ 특히 최대주주 지분율이 50% 이상으로 주주총회 특별결의 요건을 만족하는 수준의 지분율을 확보하고 있음에도 이사회 제안 안건 부결된 된 회사가 25사 존재함

○ 해당 사례가 전체에서 차지하는 비중은 낮지만 통상 이사회 제안 안건이 부결되기 힘든 조건에서 부결되었다는 점에서 살펴볼 의미가 있음

- 다만 표본의 수가 적으므로 전체 분석이 아닌 함의점이 있는 두 사례를 약술함

○ 감사 및 감사위원 선임 안건의 부결은 2014년에도 확인되나, 최대주주의 지분이 50%를 초과하는 경우로 한정하면 2016년 이후부터 감사 및 감사위원 선임의 건 부결 사례가 확인됨 (〈표 4〉 참조)

- 감사 및 감사위원 선임 안건은 최대주주의 의결권이 3%로 제한되는 안건으로 최대주주를 제외한 주주의 영향력이 매우 큰 안건이며, 최근 들어 소유구조가 안정적인 회사에서도 부결 사례가 확인되었다는 점에서 의미가 있음
- 향후 스튜어드십 코드 도입에 따라 기관투자자가 적극적으로 의결권행사를 실시할 경우 이러한 추세는 보다 강화될 수 있음

**〈표 4〉 감사 및 감사위원 선임 안건 부결 현황 : 최대주주 지분이 50% 초과**

| 기업명 | 개최연도 | 지분율(%) | 안건 |
|---|---|---|---|
| A 사 | 2016-03-18 | 73.61 | 감사 |
| B 사 | 2016-07-01 | 80.24 | 감사 |
| C 사 | 2017-03-03 | 54.97 | 감사 |
| D 사 | 2017-03-27 | 65.28 | 감사 |
| E 사 | 2017-06-20 | 90.59 | 감사위원 |

주: C사는 최대주주변경 주식양수도 계약 해지에 따라 모든 상정안건이 부결됨
주: 조사기간은 2014년 1월 1일에서 2017년 6월 30일

출처: DART

7) 회사는 부결 사유를 거의 공시하지 않으므로 원인이 의사정족수 부족과 의결정족수 부족 중 무엇에 해당하는지 파악하기 어려움. 다만 의사정족수를 만족하는 본 사례는 부결 원인이 의결정족수 미달에 있다고 판단할 수 있음

○ 정부공직자윤리위원회(이하 공윤위) 취업심사 탈락으로 사후 부결된 사례가 확인됨

- 회사는 주주총회 당시 최대주주의 지분이 50.1%로서 해당 사외이사를 선임하였으나 후보가 공윤위 취업심사에서 탈락하여 이사요건 미충족으로 선임철회됨
- 통상 3월 정기주주총회에 상정된 사외이사 후보가 공윤위 심사대상이면, 3월 심사를 신청하고 있음[8)]
- 이에 따라 주주총회에서 사외이사로 먼저 선임된 이후 사후적으로 공윤위 심사 승인을 득하는 관행이 있는데, 본 사례처럼 심사에서 탈락할 경우 이사회 구성 공백의 우려가 발생함
- 동 맥락에서 국민연금 또한 퇴직 공직자 사전취업 승인 미취득을 사유로 반대하고 있으며, 회사 측은 상정할 후보의 적격성에 대한 검토를 보다 적극적으로 실시할 필요가 있음

## 5% 이상 주요주주

□ 부결 사례 중 5% 이상 주요주주가 존재하는 경우는 총 80사로서 이 가운데 39사가 주요주주의지분이 10% 이상인 것으로 확인됨 (〈표 1〉 참조)

○ 최대주주 및 특수관계인에 속하지 않는 5% 이상 주요주주는 안건 결의 시 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 수준의 의결권을 단일 보유한다는 점에서 의미가 있음

○ 주요주주가 회사 측에 우호적으로 의결권을 행사하였다면, 이사회 제안 안건이 의결되었을 가능성이 높은 사례가 다수 확인됨

- 현재 공시서류 상에서는 안건의 부결 여부만 확인 되므로 주요주주의 의결권 행사 결과는 파악이 어려움
- 그러나 확인 결과 최대주주와 주요주주의 지분을 합치면 안건이 의결되었을 것으로 예상되는 사례가 다수 확인되며 이를 살펴봄

○ 주요주주가 존재한 주주총회의 부결 안건 중 이사회 제안 안건은 총 143건으로 이중 정관변경, 감사선임, 이사해임, 영업양수도 등 특별결의를 요하는 안건이 70건임 (〈표 5〉 참조)

- 안건 부결 당시 54사가 최대주주와 주요주주의 지분율을 합하면 30%를 초과하는 수준의 의결권을 확보할 수 있었음
- 이는 2016년 코스닥 상장회사 주주총회 평균 참석률인 51.1%를 기준으로 할 경우 일반결의 의결정족수를 만족하는 수준이며, 동 기준에 따르면 사실상 특별결의 요건도 만족 가능함
- 더하여 두 주체의 지분율 합이 60% 이상으로 주주총회 참석율에 큰 영향을 받지 않고[9)] 특별결의요건을 자력으로 충족하는 회사도 18사 존재함 (〈표 6〉 참조)

8) 정부공직자윤리위원회는 매월 1회 심사를 개최함
9) 주주총회에 모든 주주가 참석하였다고 가정(지분 100%)하였을 때 특별결의 의결정족수는 66.7%이므로 통상 지분율을 60% 이상 확보하였다면 안건 의결 가능성은 매우 높을 것으로 예상할 수 있음

〈표 5〉 이사회 제안 안건 부결 현황 : 5% 이상 주요주주 존재한 사례 한정

| 재무 제표 | 배당 | 정관 | 사내 이사 | 사외 이사 | 기타 비상무이사 | 감사 및 감사위원 | 이사 및 감사 보수 | 기타 | 합계 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1 | 29 | 43 | 20 | 3 | 15 | 2 | 29 | 143 |

주: 기타는 이사해임, 분할계획서 승인, 영업양수도 등으로 구성됨
주: 조사기간은 2014년 1월 1일에서 2017년 6월 30일

출처: DART

〈표 6〉 이사회 제안 안건이 부결된 경우 최대주주 및 주요주주의 지분 합

| 최대주주 및 주요주주의 지분율 합 | 회사 수(社) |
|---|---|
| 20% 미만 | 9 |
| 20% 이상 | 17 |
| 30% 이상 | 16 |
| 40% 이상 | 12 |
| 50% 이상 | 7 |
| 60% 이상 | 18 |
| 합계 | 80 |

주: 조사기간은 2014년 1월 1일에서 2017년 6월 30일

출처: DART

○ 5% 이상 주요주주의 지분율이 최대주주 지분율을 초과하는 사례도 14건 확인되며, 그 중 11건이 특별결의를 요하는 안건임 (〈표 7〉 참조)

- 전술한 바와 같이 주요주주의 찬반여부는 확인할 수 없으나, 두 주체의 지분 합이 60%를 초과하는 경우가 7사(30%이상 12사)로서 주요주주가 해당 사안에 반대하였을 가능성이 높음

〈표 7〉 부결 당시 주요주주의 지분율이 최대주주의 지분율을 초과한 회사

| 기업명 | 지분율 (%) | | | | 안건 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 최대주주 및 특수관계인(A) | 5% 이상 주요주주(B) | (A)+(B) | (B)-(A) | |
| H 사 | 34.16 | 39.36 | 73.52 | 5.2 | 분할계획서 |
| I 사 | 17.6 | 18 | 35.6 | 0.4 | 이사해임 |
| J 사 | 32.52 | 38.54 | 71.06 | 6.02 | 비상근감사 |
| K 사 | 29.65 | 39.19 | 68.84 | 9.54 | 이사해임 |
| L 사 | 12.58 | 13.18 | 25.76 | 0.6 | 사내이사 |
| M 사 | 12.46 | 15.39 | 27.85 | 2.93 | 이사해임 |
| N 사 | 24.43 | 58.68 | 83.11 | 34.25 | 이사해임 |
| O 사 | 29.34 | 39.14 | 68.48 | 9.8 | 정관변경 |
| P 사 | 16.72 | 27.86 | 44.58 | 11.14 | 이사해임 |
| Q 사 | 17.33 | 28.17 | 45.5 | 10.84 | 사내이사 |
| R 사 | 30 | 40.58 | 70.58 | 10.58 | 감사 |
| S 사 | 15.79 | 44.95 | 60.74 | 29.16 | 정관변경 |
| T 사 | 13.67 | 19.04 | 32.71 | 5.37 | 사외이사 |
| U 사 | 15.72 | 31.05 | 46.77 | 15.33 | 주식매수선택권 |

주: 부결된 안건 중 대표적인 안건만 기술
주: Q사 사내이사 선임의 건은 후보자 자진사퇴로 부결

출처: DART

## 소결

□ 부결된 이사회 제안 안건 중 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 30%이상인 사례가 전체의 약 40%를 차지하며(〈표 1〉 참조), 해당 사례에서 부결된 안건 중 절반 정도가 일반 결의 안건으로 확인됨(〈표 3〉 참조)

○ 전술한 바와 같이 코스닥 상장 기업 평균 주주총회 참석율을 고려할 때, 30% 지분은 일반결의 요건을 안정적으로 만족하는 수준임에도 부결사례가 다수 확인됨

- 가장 보수적인 상황[10]을 적용하여 최대주주의 지분율이 30%이며 의결권 기준 주주총회 참석율이 최대주주 포함 60%라고 가정할 때, 보통결의 안건이 부결되기 위해서는 최대주주를 제외한 전원이 반대해야 가능함
- 이러한 점을 감안하면, 해당 사례들은 회사의 최대주주 및 특수관계인 지분을 제외한 대다수의 지분참여자가 부결된 안건에 대해 주주가치 훼손을 우려한 것으로 해석할 수 있음

□ 최대주주의 의결권이 제한되는 감사(위원)선임의 건은 분석대상 기간 동안 지속적으로 부결 사례가 확인되는 점은 의미 있는 것으로 판단됨(〈표 4〉 참조)

○ 이는 기관투자자를 비롯한 주주들이 적극적이고 충실한 의결권행사에 대한 관심을 가지고 있으며, 회사가 제안한 안건에 무조건적인 찬성을 해주던 행태에서 벗어나 안건의 적절성에 대해 보다 엄격하게 검토하고 적극적으로 의결권을 행사하는 것으로 해석됨

□ 스튜어드십 코드 도입 이후 기관투자자들의 충실한 의결권 행사가 기대되며, 이에 따른 안건 부결의 추세도 변화 할 것으로 예상됨

○ 본 고의 자료 조사기간은 2014년부터 2017년 상반기로서 스튜어드십 코드 도입 이전에 해당하며, 스튜어드십 코드가 본격적으로 도입될 예정인 2018년 이후의 결과와 비교하면 더욱 의미 있는 결과가 도출될 것으로 기대됨

10) 만약 코스닥 상장회사 2016년 정기주주총회 평균 참석률인 51.1%를 적용하면 최대주주의 의결권 만으로 보통결의 안건 가결이 가능하며, 본 가정은 부결이 발생할 수 있는 최소한의 수준을 설정한 것임