

# 한국기업지배구조원

## 2019 주주총회 프리뷰

2019.2.12

사업본부 분석2팀(moonoki@cgs.or.kr)

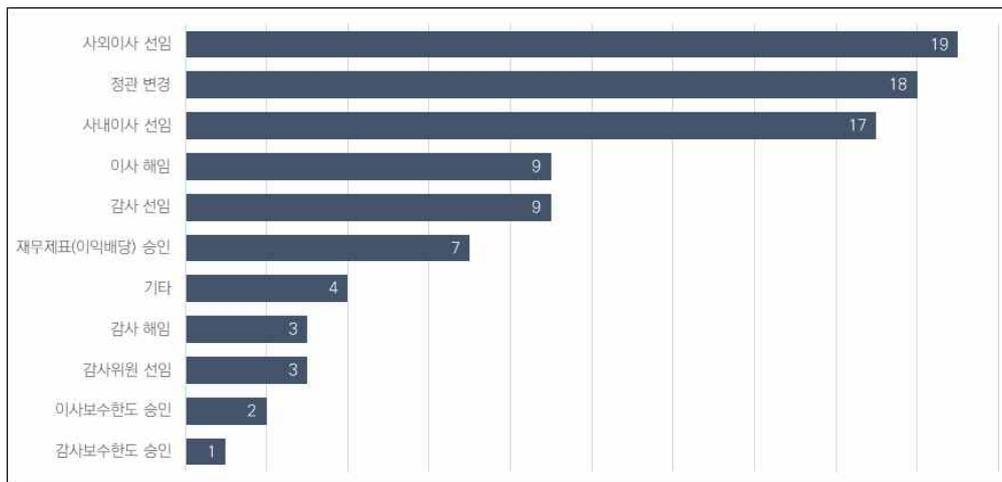
### 개요

- 한국기업지배구조원(이하 KCGS)은 12월 결산법인의 정기주주총회 집중개최 시기(이하 주주총회 시즌)가 다가오는 가운데, 주목할 만한 다섯 가지 주제(주주제안, 주주총회 분산, 사외이사 선임, 지배주주의 이사 선임, 보수한도)를 선정하고 이를 소개함

### 활발해지는 주주제안<sup>1)</sup>

- 2016년 국내에 스튜어드십 코드가 도입된 이래 지속적으로 주주제안 안전상정이 증가 추세<sup>2)</sup>에 있으며, **주주제안 주체와 대상 안전도 다양하고 복잡해짐**
  - 특히, 주주제안 방식이 일회성으로 끝나기보다 지속적인 주주관여(engagement)를 통해 주주가치를 향상시키는 접근으로 변모하고 있음

[그림] 2018년 주주제안 유형별 건수



- 2018년 주주제안이 있었던 상장사는 28사이며, 시장별로 유가증권시장 15사에서 32개, 코스닥시장 13사에서 60개의 주주제안 안전이 상정됨

1) 주주제안 제도란 상법상 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 3% 이상을 보유한 주주 또는 6개월이 넘게 1% 이상 보유한 주주가 주총일 6주 전에 이사회에 제안을 할 수 있도록 한 제도임  
 2) 2016년 31건, 2017년 66건, 2018년 92건(회사별로 여러 개의 주주제안이 올라오는 경우도 중복 집계함)

- 유가증권시장의 상장사에 올라온 안건들의 특징을 살펴보면, **이익배당 승인의 건과** 관련된 주주 제안이 전체 이익배당 승인의 건의 85.7%를 차지하며, 요구하는 배당수익률이 회사 제안보다 적게는 100%에서 최대 567%까지 높게 나타남
- 코스닥시장 상장사의 경우, **이사·감사의 선임 및 해임의 건이** 코스닥시장 전체 안건의 75%에 달하며, 주로 경영권 분쟁과 관련하여 주주 간 표대결(proxy fight) 양상이 두드러짐

[그림] 2018년 주주제안 결과



- 국민연금의 스튜어드십 코드 참여, 국내 주주행동주의 사모펀드의 출범 등 시장환경을 고려할 때 **주주제안은 더 활발해질 것으로 예상되며**, 주목할 만한 사례는 다음과 같음
  - 지난 9월에 개최된 맥쿼리인프라 임시주주총회의 경우, 행동주의 사모펀드인 플랫폼파트너스자산운용이 과도한 보수 지급구조 및 주주가치 훼손을 들어 ‘법인이사인 집합투자업자의 변경’ 안을 제안함. 플랫폼파트너스자산운용의 제안은 약 31%의 찬성을 얻어 끝내 부결되었으나, 최근 맥쿼리인프라가 보수를 인하하기로 결정<sup>3)</sup>하는 등 적지 않은 영향을 끼친 것으로 평가되며 이번 주주총회에서도 주주권 행사를 이어갈지 귀추가 주목됨
  - 앞서 두 차례 회사와 위임장 경쟁을 치렀던 KB금융 노조는 지난 2월 7일 백승헌 변호사를 사외이사 후보로 추천<sup>4)</sup>하면서 3번째 시도를 이어감
  - 2018년 KISCO홀딩스 주주총회에서는 각각 다른 주주(밸류파트너스자산운용, 개인투자자)가 다수의 안건<sup>5)</sup>을 주주제안으로 상정했으나 모두 부결된 바가 있음. 특히 지속적인 공개 주주서한을 통해 총 5차례 engagement를 시도한 밸류파트너스자산운용의 요구에 경영진은 현재까지 무응답 상태이므로, 이번 주주총회에서도 추가적인 주주제안을 이어갈 가능성이 있음
  - 최근 한진칼과 한진의 2대 주주로 등극한 행동주의 사모펀드 KCGI는 ‘한진그룹 신뢰 회복을 위한 5개년 계획’<sup>6)</sup>을 발표하는 등 공개적으로 배당 확대 및 지배구조 개선을 요구하고 있으며, 양사에 이사 및 감사 선임을 요구하는 주주제안서를 송부함<sup>7)</sup>

3) 맥쿼리한국인프라투자회사, 2019.1.18., “자산운용회사 보수 변경”, 보도자료

4) 2017년 11월 허승수 변호사, 2018년 3월 권순원 숙명여대 교수, 2019년 3월 백승헌 변호사(대한변호사협회 인권위원, 대검찰청 검찰개혁 자문위원 등) 예정

5) 사외이사 선임, 감사위원 선임, 배당 확대, 자사주 매입 및 소각 등을 요구하였으나 경영진이 재무제표(이익배당) 승인과 관련하여 주총 1주일 전 이사회 보고안건으로 전환시켜 주주제안을 묵살시킴으로써 논란이 됨(KISCO홀딩스, 주주 목소리에 귀 닫나, 시사위크, 2018.11.28.)

6) [http://valuehanjin.com/bbs/board.php?bo\\_table=bbs\\_02](http://valuehanjin.com/bbs/board.php?bo_table=bbs_02)

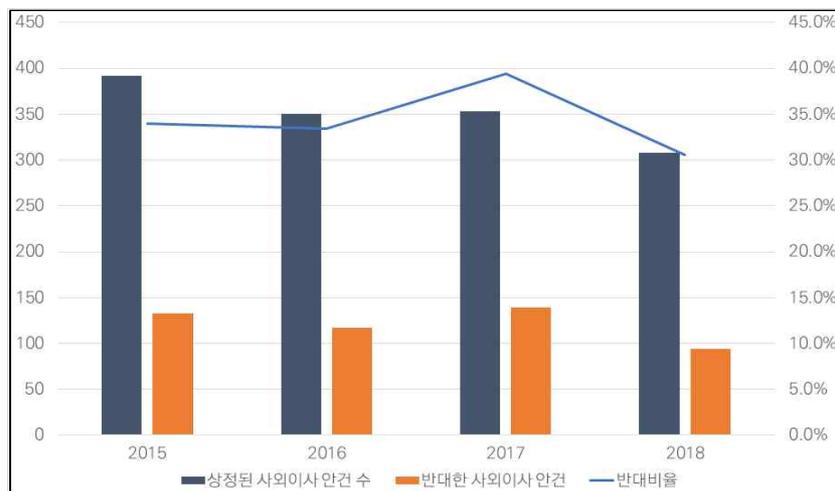


- 다만, 2017년 ‘슈퍼 주총데이’의 913건이 대부분 그 다음 한 주로만 분산됨
  - 이에 따라, 주주총회 시즌의 주별로 분석했을 때에는 가장 많이 몰리는 주만 3월 3주에서 3월 4주로 바뀌었을 뿐, **특정 주간에 집중적으로 몰리는 현상은 개선되었다고 보기 어려움**
- 주주총회의 추가적인 분산을 기대할만한 별도의 조치가 없었으므로, 이번 주주총회 시즌 역시 **예년과 크게 다르지 않을 것**으로 예상됨
- 다만, 주주총회 분산 자율준수프로그램이 도입된 두 번째 해이므로 보다 많은 상장회사들이 프로그램에 참여할 경우 일자별 분산이 더 이루어질 수 있을 것으로 기대됨
  - 국내외 종속회사의 연결 결산 및 외부감사 일정 등으로 인해 주주총회 분산 자율준수프로그램의 참여도가 낮은 실정으므로, 주주의 권리 보호 및 주주총회 활성화를 위해 4월 주주총회 개최가 가능하도록 제도적 지원이 필요함

### 반복되는 사외이사 선임 패턴

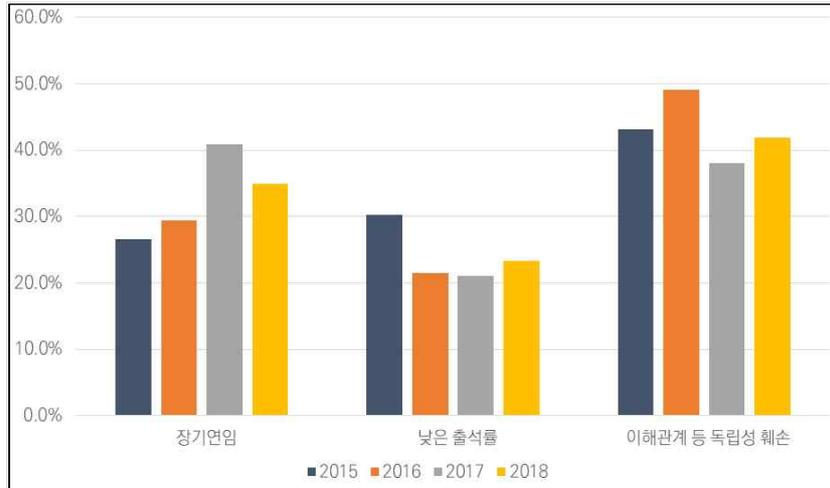
- 최근 4년<sup>9)</sup> 간 사외이사 분석안건 대비 KCGS가 **반대 권고한 비율은 매년 30%대**를 유지하고 있음
- 최근 4년간 사외이사 결격사유로 가장 많이 지적된 것은 회사 및 지배주주등과 이해관계가 있는 자가 사외이사로 선임되는 경우임
  - 장기연임으로 인하여 경영진과의 독립성 유지가 어렵다고 판단되는 사외이사의 비율은 2015년 이후 증가세를 보이다가 작년에 소폭 하락함
  - 이사회 및 위원회 참석률이 저조한 사외이사 후보의 비중은 2015년을 정점으로 한 후 하락함
  - 지난 4년간의 추이를 볼 때 이번 주주총회 시즌에도 회사와의 이해관계나 장기연임, 저조한 출석률로 인해 **사외이사로서 부적합한 후보가 상정될 여지가 있으므로** 투자자들의 주의가 필요함

[그림] 2015 ~ 2018 상정된 사외이사 선임 반대 권고 현황



9) 2015년부터 기관투자자의 요청에 의한 의안분석이 본격적으로 시작됨

[그림] 2015 ~ 2018 사외이사 반대 사유의 비중



### 대기업집단 지배주주의 등기임원 선임

- 대기업집단 소속 상장기업 중 지배주주 또는 친인척(이하, 지배주주)이 등기임원으로 재직하는 비율이 해마다 감소하는 가운데<sup>10)</sup>, 2019년 정기주주총회에서 이사 임기가 만료되는 대기업집단 지배주주는 모두 27명임
  - 현재 65개의 상장기업에 총 83명의 지배주주가 등기임원으로 재직하고 있으며, 모든 상장회사에 등기임원으로 재직 중인 기업집단은 금호아시아나, 오씨아이, 지에스, 케이씨씨, 하림, 한국투자금융 등 6개임
  - 지배주주의 등기임원 재직은 미등기임원으로서 경영에 영향력을 행사하는 것에 비해 투명하고 책임경영 측면에서도 의미가 있으나, 과도한 겸직 및 역할에 부합하지 않는 급여 수령은 주의할 필요가 있음
  - 이와 함께, 지배주주가 등기임원으로 재직하고 있는 상장회사가 단 하나도 없는 기업집단 5개(한화, 현대중공업, 신세계, 미래에셋, 교보생명)에 대해서도 지배주주의 등기임원 상정 여부에 관심을 기울일 필요가 있음

〈표〉 기업집단 내 등기임원으로 재직하고 있는 지배주주 분포

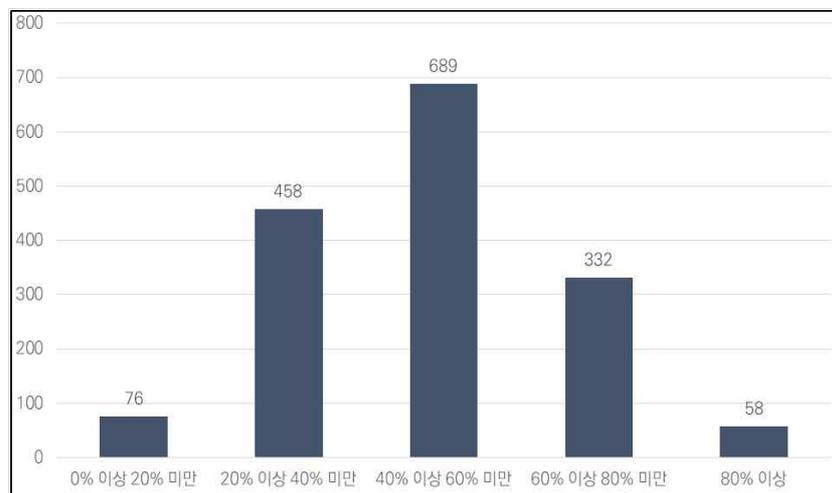
지배주주가 상장기업의 등기임원으로 재직하고 있는 기업집단 수		기업집단 내 전체 상장기업 대비 지배주주가 등기임원으로 재직 한 기업 비중	
0개	7	0%~20%	8
1~2 개	7	20%~40%	6
3~4 개	7	40%~60%	5
5개 이상	5	60% 이상	7
총계	26	총계	26

10) 2018년 대기업집단 지배구조 현황 발표, 공정거래위원회, 2018.12.06.

## 보수 vs. 보수한도

- 이사의 보수가 아닌 보수한도를 승인받는 국내 자본시장 관행 하에서 **주주는 의결권 행사를 통해 이사의 보수구조나 지급 규모에 목소리를 전달하기 어려움**
  - 국내 기업의 보수한도 대비 실제 지급액 비율은 50%<sup>11)</sup> 내외에 불과하고, 주주총회 시점에 직전 사업연도에 지급한 보수액을 알 수 없는 구조임
  - 또한 보수와 보수한도 간의 괴리로 인하여 주주의 입장에서 보수한도를 통해 매년 이사에게 실제로 지급될 보수를 합리적으로 추정하는 데도 한계가 있음

[그림] 상장회사 이사 보수 실지급률 분포



- 최근 국민연금공단은 “임원보수한도의 적정성”을 중점관리사안으로 선정하는 등 보수한도에 의결권 행사를 포함한 적극적인 관여활동을 펼칠 예정이며, KCGS 역시 이사보수한도 안건 판단 기준을 개정할 바 있음
  - 이러한 배경 하에서, 올 해 이사보수한도 안건에 대한 기관투자자의 의결권 행사가 보다 적극적으로 이루어질지, 기업들이 관련 공시를 강화할지 주목할 필요가 있음

끝.

11) 상장회사 1,617사의 10년 간 데이터 평균