

KCGS Report

제15권 10호 | 통권 제190호
2025. 10.



한국ESG기준원

KCGS Report 제15권 10호

발행일 : 2025년 10월 31일

발행인 : 이 정의

발행처 : 한국ESG기준원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL: 02-3775-3339 www.cgs.or.kr

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 라00532

※ 이 보고서의 견해 및 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 또한, 해당 보고서의 저작권은 한국ESG기준원에 귀속되며, 보고서의 전체 또는 일부를 복제, 송신, 출판, 재배포하거나 기타 방법에 의하여 영리 목적으로 이용할 수 없으며, 상기 저작물을 무단 도용하거나 취득한 정보를 임의 가공할 수 없음을 밝힙니다. 해당 보고서 인용시 반드시 출처를 표시 바랍니다.

KCGS Report

제15권 10호 | 2025. 10.

● ESG 동향

-
- 정정공시 관행을 통해 본 가결산이익 공시의 신뢰성 2
 - 분할 유형별 주가 영향 비교 분석
: 2019년 4분기~2025년 3분기 사례를 중심으로 11
 - 2026 영국 스튜어드십 코드 개정 주요 내용 및 시사점
:2012 및 2020 코드와의 비교를 중심으로 18
 - 유가증권시장 상장기업의 보상위원회 운영 현황 28

● Global News

1. 2025 글로벌 행동주의 캠페인 동향 37
2. TNFD, 2025년 현황 보고서 발간 39

정정공시 관행을 통해 본 가결산이익 공시의 신뢰성

유고은*

- ▶ 가결산이익 공시는 일정 수준 이상의 매출액·손익구조 변동이 예상될 경우 의무적으로 이루어지지만, 그 정정공시는 기업의 선택사항으로 남아 있어 왜곡된 정보를 제공할 위험이 존재함
- ▶ 최근 3개년간 상장사의 84%가 가결산이익을 공시했으나, 그중 75%는 이후 잠정실적을 수정했으며, 이 가운데 절반 이상은 감사보고서 제출공시로 정정을 같음해 수정 사실을 명확히 드러내지 않아 가결산이익 공시의 투명성이 저하됨
- ▶ 특히 손익계정의 괴리율이 평균 30% 내외로 나타나 가결산이익 공시 단계에서 투자 판단의 핵심 지표인 손익계정이 부정확하게 제시되고 있으며, 이러한 경향은 신약개발, 경기민감 소비재, 소재 등 불확실성이 큰 업종에서 더욱 두드러지게 나타남
- ▶ 재무보고 신뢰도와 지배구조 수준이 낮은 기업일수록 잠정치와 확정치 간 괴리가 현저히 크게 나타나, 지배구조 등급이 낮은 기업의 가결산이익 공시는 투자자들이 보다 신중하게 해석할 필요가 있음

검토배경

- 상장기업의 내부결산 결과 일정 수준 이상의 매출액·손익구조 변동이 예상되는 경우, 감사보고서 제출 이전이라도 가결산이익은 반드시 공시해야 하는 의무공시사항에 해당하나, 이후 수정사항이 발생할 경우 그 정정 여부와 방식은 기업이 선택할 수 있는 임의공시사항임¹⁾
- (가결산이익 공시 의무) 상장기업은 내부결산 결과 전년 대비 매출액이나 손익구조가 일정 수준 이상 차이날 것으로 예상되는 경우 감사보고서 제출 이전이라 하더라도 내부결산을 통해 확인된 가결산이익을 의무적으로 공시해야 함
 - 상장회사는 주주총회 6주 전까지 결산이사회를 개최해 감사 또는 감사위원회에 재무제표를 제출함으로써 내부결산을 완료해야 하며(상법 제447조의3), 주주총회 1주 전까지 외부감사인의 회계감사를 거친 재무제표와 감사보고서를 제출해야 함(상법 제579조의3)

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

한국ESG기준원 ESG평가본부 금융사지배구조 파트장/책임연구원, blessing@cgs.or.kr

1) 관련된 주요 선행연구로는 손성규, 정주령, 배창현 “가결산이익 정정공시에 대한 시장반응”, 회계학연구 제40권제5호(2015), 한국회계학회; 이동현, 최우석, 유승원, “공시유형별 가결산이익의 정확성 및 정정공시”, 경영학연구 제40권제3호(2011), 한국경영학회.

제1항)

- 한편 결산이사회를 통해 확인된 가결산 내용상 전년 대비 매출액 또는 손익구조가 30%(대규모법인은 15%) 이상 변동될 것이 확실한 경우, 회계감사 이전의 미확정 손익이라 하더라도 주주총회 2주 전까지 「매출액 또는 손익구조 변경」공시(이하 '가결산이익 공시')를 정보이용자에게 제공해야 하는 의무가 발생함 (한국거래소 유가증권 공시규정 제7조 1항 2호 마목 (3)-(가)2)
- (가결산이익 정정공시의 임의성) 가결산이익 공시 이후 공시내용에 수정사항이 발생한 경우, 기업은 ①정정공시를 통해 변경내용을 알리거나 ② 별도의 정정공시 없이 감사보고서 제출공시를 통해 수정사항을 공시할 수 있으며, 공시내용의 정정이 발생하거나 그 정정 폭이 크더라도 규제상 불이익은 없음
- 가결산이익 공시는 의무공시사항인 반면, 가결산이익 정정공시는 임의공시사항이므로, 기업이 의도적으로 왜곡된 예측이익을 공시한 뒤 이후 시점에 이를 수정할 유인을 가질 수 있음
- 이에 본고에서는 가결산이익 공시 및 정정공시의 현황을 분석하고 계정별·산업별·지배구조 수준별 괴리를 분석을 통해 제도의 한계와 개선방향을 제시하고자 함

분석개요

- 최근 3개년(2023년-2025년)간 유가증권시장 상장사 및 코스닥 상장사 중 한국거래소 주요 지수 구성종목에 해당하는 1,075사에 대해 분석함
- 유가증권시장 상장사 843사 및 코스닥 150, 코스닥 글로벌 세그먼트 등 한국거래소 주요 지수 구성종목에 해당하는 232사의 ① 가결산이익 공시 및 ② 가결산이익 수정사항을 분석함
 - (가결산이익 공시) 「매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)이상 변경」공시내역을 확인함
 - (가결산이익 정정공시) ①「매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)이상 변경」공시에 대한 정정공시, 또는 ② 「매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)이상 변경」공시와「감사보고서 제출」공시 내용이 상이한 부분을 확인함
- 가결산이익 공시는 자산총계, 부채총계, 자본총계 등의 재무현황도 포함하고 있으나, 본고에서는 기업의 수익성과 경영성과를 직접적으로 반영하는 '매출액, 영업이익, 법인세비용차감전계속사업이익, 당기순이익'을 중심으로 가결산이익 공시와 정정공시 간 변동내역을 분석함
- 최근 3개년(2023년~2025년)간 '매출액, 영업이익, 법인세비용차감전계속사업이익, 당기순이익'

2) 가결산이익 공시는 정기공시인 회계정보이지만 공시의 형태는 수시공시임

계정의 잠정실적과 확정치 간 평균 괴리율을 기초로 분석을 수행함

- 주요 분석 범위는 최근 3개년간 ① 정정공시 현황, ② 잠정실적과 확정치 간 괴리 수준(평균 괴리율 및 괴리율 구간별 기업 분포 등), ③ 업종별 평균 괴리율, ④ 회계투명성 수준 및 지배구조 등급별 평균 괴리율임

가결산이익 공시 현황①: 정정공시 현황 및 괴리율

- 최근 3개년간 1,075개사 중 평균 902개사가 가결산이익을 공시하여, 분석대상의 약 84%가 전년 대비 예측이익에 일정 수준 이상의 변동이 있을 것임을 투자자에게 안내함 <(표1) 참고>
- (정정공시 현황) 그러나 가결산이익을 공시한 이후에도 잠정실적의 변동이 발생하지 않은 회사는 최근 3개년간 평균 268개사(가결산이익 공시사의 약 25%)에 불과하여, 가결산이익을 공시한 기업의 4곳 중 3곳은 이후 잠정실적을 수정한 것으로 나타남
 - 단, 잠정실적의 변동금액이 1억원을 초과하지 않는 경우에는 실질적으로 변동이 발생하지 않은 것으로 간주함
- 특히 가결산이익 정정공시를 통해 수정사항을 명확히 알리지 않고 감사보고서 제출공시를 통해 잠정실적을 수정한 회사는, 최근 3개년간 잠정실적을 수정한 평균 902사 중 490사 가량에 달해, 잠정실적을 수정한 기업의 절반 이상이 정정 사실을 명확히 드러내지 않은 것으로 확인됨
 - 감사보고서 제출공시를 통해 잠정실적을 수정하는 비율은 유가증권시장 상장사(평균 51.2%)보다 코스닥 상장사(평균 65.8%)에서 더 높게 나타나, 상대적으로 규모가 작은 기업에서 이러한 경향이 두드러짐

〈표 1〉 가결산이익 공시 후 잠정실적 변동 현황

단위: 회사 수 (%)

구분	2023년	2024년	2025년
가결산이익 공시 기업 수	903사	905사	899사
잠정실적 변동 없음*	245사 (27.1%)	280사 (30.9%)	280사 (31.1%)
잠정실적 변동 있음	658사 (72.9%)	625사 (69.1%)	619사 (68.9%)
↳ ㉠ 정정공시 제출	155사 (17.2%)	130사 (14.4%)	148사 (16.5%)
↳ ㉡ 감사보고서 제출로 같음	503사 (55.7%)	495사 (54.7%)	471사 (52.3%)

*1 잠정실적에 변동이 없거나, 변동이 있더라도 1억 원 미만인 경우

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

- (감사보고서로 정정공시를 대체할 경우 괴리율) 실제로 정정 사실이 명확하게 드러나지 않을 경우, 잠정실적과 확정치 사이의 괴리가 크게 나타나는 것으로 확인됨
 - ㉠ 가결산이익 공시 정정을 통해 변동실적을 수정한 경우 괴리율은 매출액 0.3%, 영업이익 2.4%, 세전이익 6.7%, 당기순이익 6.5%로 낮은 수준에 그친 반면, ㉡ 감사보고서 제출 공시로 같음한 경우 매출액 2.4%, 영업이익 8.4%, 세전이익 31.2%, 당기순이익 26.0%로 높은 수준을 보여, 정정공시에 비해 감사보고서 제출 공시 방식은 잠정실적과 확정치 간 차이가 현저히 큰 것으로 파악됨 (<표2> 참고)

<표 2> 정정방식에 따른 잠정실적과 확정치 평균 괴리율 (3개년 평균)

단위: %

정정방식	매출액	영업이익	세전이익	당기순이익
㉠ 가결산이익 공시 정정	0.3%	2.4%	6.7%	6.5%
㉡ 감사보고서 제출로 같음	2.4%	8.4%	31.2%	26.0%

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

- 가결산이익 공시제도는 투자자에게 회계정보를 적시에 제공하는 것을 목적으로 하나, 상당수 기업이 공시 후 내용을 수정하는 것으로 나타나 정보의 신뢰성과 예측력에 한계가 존재할 우려가 있음. 또한 잠정실적을 수정한 기업의 절반 이상이 정정공시가 아닌 감사보고서 제출공시를 통해 수정사항을 반영하여, 정정 사실을 명확히 드러내지 않아 공시 투명성 측면에서도 문제가 제기될 여지가 있음

가결산이익 공시 현황②: 계정별 괴리율

- 주요 계정별로 잠정실적과 확정치 간 괴리율은 매출액 2.38%, 영업이익 8.42%, 세전이익 31.23%, 당기순이익 26.04%로, 손익 관련 계정에서 괴리율이 높게 나타남(<표3> 참고)
- 손익 관련 계정(세전이익, 당기순이익)의 평균 괴리율은 30% 내외로 나타남
- 특히 당기순이익의 경우 잠정치와 확정치가 10% 이상 차이 나는 기업이 전체의 20%에 달하며 50% 이상 차이를 보이는 기업도 전체의 5% 이상을 차지해, 일부 기업의 잠정실적 공시는 사실상 예측 기능을 상실한 수준으로 평가됨
 - 심지어 가결산이익 정정공시로 인해 실적이 적자에서 흑자, 또는 흑자에서 적자로 전환된 기업도 확인되었으며, 손익 관련 계정(세전이익, 당기순이익)을 정정한 회사의 약 3%가 잠정실적과 달리 확정치 공시에서 실적이 전환되어, 투자자는 가결산 잠정실적만으로 기업의 최종 수익성을 정확히 판단하기 어려움
- 이는 내부결산 단계에서는 투자 판단의 핵심지표인 손익 계정이 부정확하게 제시됨을 보여주며, 이 단계에서 제공되는 정보가 투자자의 의사결정에 실질적으로 활용되기에는

신뢰성에 한계가 있음을 시사함

〈표 3〉 주요계정별 잠정실적과 확정치 괴리 현황 (3개년 평균)

단위: %, 회사 수

		매출액	영업이익	세전이익	당기순이익
평균 괴리율		2.38%	8.42%	31.23%	26.04%
괴리율 구간별 기업	10% 이상	38.3사 (4.2%)	76.7사 (8.5%)	145사 (16.1%)	199사 (22.1%)
	30% 이상	22.3사 (2.5%)	35사 (3.9%)	70.3사 (7.8%)	94.7사 (10.5%)
	50% 이상	14사 (1.6%)	23사 (2.5%)	45.7사 (5.1%)	56.3사 (6.2%)
실적 전환 기업	흑자↔적자 전환	-	18.7사 (2.1%)	27.7사 (3.1%)	28사 (3.1%)

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

가결산이익 공시 현황③: 업종별 괴리율

- (산업별 괴리도 차이) 산업별로 잠정실적과 확정치 간 괴리율은 업종 특성에 따라 뚜렷한 차이를 보였으며, 소비재, 소재, 산업재, 건강관리 산업의 경우 당기순이익 괴리율이 30% 내외로 높게 나타남(〈표4〉 참고)
 - 특히 소재, 건강관리 산업의 경우 세전이익 잠정실적과 예측치의 차이가 50%를 상회하는 것으로 확인됨
 - 이는 소비재, 소재, 산업재, 건강관리 산업이 가결산 단계에서 예측 불확실성이 크고 최종 확정 시 조정폭이 크게 발생하는 업종임을 시사함
 - 반면 유틸리티, 금융, 커뮤니케이션서비스, 에너지 등은 가결산과 확정치의 변동 폭이 상대적으로 작아, 가결산이익 공시의 정보 신뢰도가 높은 업종으로 평가됨
 - 즉 산업 특성상 불확실성이 큰 업종(신약개발, 경기민감 소비재, 소재 등)과 비교적 안정적인 업종(금융, 통신, 에너지)이 구분되며, 불확실성이 큰 업종의 경우 가결산이익 공시 단계에서의 예측 불확실성이 커 가결산이익 공시의 효용성이 제한될 가능성이 있음
- 산업 전반에서 매출액은 안정적인 반면, 손익 관련 계정은 큰 변동성을 보여 가결산이익 공시의 불확실성 수준이 산업별·계정별로 상이하게 나타남
 - 산업 전반에서 매출액은 변동 폭이 전반적으로 작아, 기업들이 매출 규모를 비교적 조기에 확정해 공시하는 경향을 보여줌
 - 반면 세전이익과 당기순이익은 산업별로 변동성이 크고 균일하지 않게 나타나, 영업외손익(금융손익, 지분법손익 등), 일회성 손익(소송충당금, 파생상품 평가손익 등), 세무조정 반영 과정에서 조정이 집중됨을 시사함
 - 손익 관련 계정에서는 업종별 특성과 회계처리 요인에 따라 변동성이 집중되는 계정이 달라짐.

즉 대부분의 업종에서는 당기순이익의 변동 폭이 가장 크게 나타났으나, 유틸리티와 금융업은 영업이익에서, 에너지·필수소비재·건강관리 업종은 세전이익에서 변동 폭이 가장 큰 것으로 확인됨

- 당기순이익은 영업외손익뿐 아니라 세무조정, 일회성 손익, 충당금 설정 등 모든 요인이 누적 반영되기 때문에, 대부분의 산업에서 가장 큰 변동 폭을 보임
- 다만 업종 특성에 따라 금융·유틸리티와 같이 본원적 영업비용의 변동이 큰 산업에서는 영업이익 단계에서 변동 폭이 확대되는 반면, 에너지·필수소비재처럼 환율·원재료·물류비용 등 외부 변수의 영향을 크게 받는 산업이나, 건강관리처럼 신약개발·임상시험 등 R&D 비용과 무형자산 손상 등 불확실성이 큰 산업에서는 세전이익 단계에서 변동 폭이 두드러지게 나타남

〈표 4〉 업종별 잠정실적과 확정공시 평균 괴리율 (3개년 평균)

단위: %

업종*	매출액	영업이익	세전이익	당기순이익
유틸리티	0.1%	13.8%	2.5%	2.1%
IT	5.1%	3.5%	10.6%	15.4%
금융	1.8%	11.5%	12.0%	11.6%
커뮤니케이션서비스	5.6%	5.5%	7.5%	20.3%
에너지	2.4%	7.4%	24.1%	13.0%
필수소비재	1.6%	12.7%	9.2%	28.4%
경기관련소비재	1.5%	8.5%	19.4%	26.7%
소재	0.6%	3.5%	59.2%	28.1%
산업재	2.1%	15.5%	37.7%	36.2%
건강관리	2.8%	6.2%	65.1%	31.2%

*1 평균 변동 폭 합계가 낮은 순부터 정렬

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

- 가결산이익 공시는 투자자 보호를 목적으로 도입된 제도이나, 산업별·계정별로 불확실성의 수준이 상이하게 나타나는 만큼 투자자는 업종별 특성을 감안해 공시를 해석할 필요가 있음. 특히 변동 폭이 큰 업종은 가결산 단계에서 과도한 기대나 우려를 초래해 투자자 혼란으로 이어질 위험이 존재함
- 감독당국 또한 불확실성이 큰 업종에 대해서는 보완적 공시나 가이드라인 마련을 검토할 필요가 있음

가결산이익 공시 현황④: 지배구조 투명성과 괴리율

- 재무보고 신뢰도가 낮거나 지배구조 평가등급이 낮은 기업은 주요 계정에서 잠정실적과 확정치 간 괴리율이 현저히 크게 나타나, **지배구조가 취약할수록 가결산 시점과 최종 감사결과 간 불일치가 크고 정보의 불확실성이 높아짐**을 시사함
- (재무보고 신뢰도와 괴리도 차이) 부정적 감사의견을 받거나 회계처리기준을 위반한 기업은 적정 감사의견을 받아 재무보고 신뢰도가 안정적이라고 평가되는 기업에 비해 잠정실적과 확정치 간 괴리율이 현저히 높은 것으로 나타남. 구체적으로 재무보고 신뢰도가 높은 기업의 괴리율은 영업이익 7.9%, 세전이익 31.1%, 당기순이익 25.6% 수준인 반면 신뢰도가 낮은 기업은 각각 25.5%, 36.4%, 65.4%에 달해, 재무보고 신뢰도가 높은 기업 대비 최대 40%p 이상 큰 차이를 보이는 것으로 확인됨
 - 이는 지배구조가 취약하거나 회계 투명성이 낮은 기업일수록 가결산 단계에서 제시되는 정보가 부정확하게 나타나며, 최종 감사 결과와의 차이가 크게 벌어져 투자자에게 제공되는 정보의 불확실성이 심각하게 증가함을 의미함
 - 따라서 회계투명성이 낮은 기업의 경우 가결산이익 공시 제도의 실효성이 제한적일 수 있으며, 이러한 기업에 대해서는 감독당국 차원에서 별도의 보완 공시나 관리 강화가 필요함을 시사함

〈표 5〉 회계투명성 수준별 잠정실적과 확정공시 평균 괴리율 (3개년 평균)

단위: %

유형	매출액	영업이익	세전이익	당기순이익
재무보고 신뢰도가 높은 회사*1	2.4%	7.9%	31.1%	24.8%
재무보고 신뢰도가 낮은 회사*2	0.7%	25.5%	36.4%	65.4%

*1 적정 감사의견을 받은 회사

*2 부정적 감사의견을 받거나, 회계처리기준을 위반한 회사

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

- (지배구조 등급과 괴리도 차이) 이러한 경향은 지배구조 평가등급에서도 일관되게 나타났음. 우수 등급(A+, A)에 해당하는 기업은 매출액, 영업이익, 세전이익, 당기순이익 모두에서 잠정실적과 확정치 간 변동폭이 낮게 나타난 반면(예: A+ 등급 기업의 당기순이익 괴리율은 3.0%에 불과), 취약 등급(C, D)에 해당할 경우 변동 폭이 현저히 커(예: D등급 기업의 세전이익 괴리율 61.6%, 당기순이익 괴리율 39.8%) 가결산 단계에서 제시된 정보와 최종 실적 간 차이가 매우 큰 것으로 확인됨
 - 이는 지배구조 수준이 높을수록 회계정보의 신뢰성이 확보되어 가결산이익 공시의 예측력이 강화되는 반면, 지배구조가 취약한 기업에서는 잠정실적과 확정치 간 괴리가 커져 투자자가 활용하기 어려운 왜곡된 정보를 제공할 가능성이 크다는 점을 시사함

- 따라서 가결산이익 공시의 실효성을 높이기 위해서는 지배구조 취약기업에 대한 감독·공시 가이드라인 보완이 필요하며, 투자자 또한 지배구조 등급을 참고하여 가결산이익 공시의 신뢰도를 차별적으로 해석할 필요가 있음

〈표 6〉 지배구조 등급별 잠정실적과 확정공시 평균 괴리율 (3개년 평균)

단위: %

등급	매출액	영업이익	세전이익	당기순이익
A+	0.0%	0.4%	1.2%	3.0%
A	0.7%	2.3%	5.4%	11.8%
B+	1.0%	9.6%	10.9%	12.1%
B	1.9%	6.4%	21.7%	13.0%
C	2.5%	9.9%	17.5%	22.5%
D	2.8%	10.6%	61.6%	39.8%

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

시사점

- 가결산이익 공시는 투자자 보호를 위해 도입된 제도이나 실제 운영에서는 상당수 기업이 공시 후 실적을 큰 폭으로 수정하고 있으며, 그 중 절반 이상은 정정공시가 아닌 감사보고서 제출공시로 이를 같음해 투자자가 정정 사실을 인지하기 어려워, 가결산이익 공시의 신뢰성과 투명성이 훼손되고 있음
 - 손익 계정, 특히 세전이익·당기순이익에서 괴리율이 30% 내외로 나타나 예측 기능이 크게 약화되어, 투자자 의사결정에 실질적으로 기여하지 못하는 경우가 다수 확인됨
 - 소비자·소매·산업재·건강관리 업종은 잠정실적과 확정치 간 괴리율이 크게 나타난 반면, 금융·통신·에너지 업종은 괴리율이 상대적으로 작게 나타나 산업별 차이가 뚜렷하게 확인되었으며, 이에 따라 가결산이익 공시 해석 시 업종별 특성을 반드시 고려할 필요가 있음
 - 나아가 지배구조 등급과 재무보고 신뢰도가 낮은 기업일수록 잠정실적과 확정치 간 괴리율이 크게 나타나, 가결산이익 공시 제도의 실효성이 취약해지고 투자자에게 왜곡된 신호를 제공할 위험이 커짐
 - 지배구조 등급 및 재무보고 신뢰도가 높은 기업일수록 회계추정, 내부통제, 정보공시 체계가 안정적으로 작동해 가결산이익 공시와 확정치 간 괴리율이 낮게 나타나는 반면, 지배구조 등급 및 재무보고 신뢰도가 낮은 기업은 가결산 시점과 최종 감사결과 간 괴리율이 크게 확대되어 정보의 불확실성이 높아지는 경향을 보임
 - 가결산이익 공시와 확정치 간 괴리율이 지배구조 수준에 따라 체계적으로 달라진다는

사실은, 지배구조 등급이 기업 재무보고 신뢰성을 가늠하는 유효한 지표가 될 수 있음을 시사함

- 따라서 지배구조가 취약한 기업이나 불확실성이 큰 업종(신약개발, 경기민감 소비재, 소재 등)의 경우 투자자는 가결산이익 공시 정보를 해석할 때 각별한 주의가 요구되며, 감독당국 역시 업종별 가이드라인 마련과 함께 가결산이익 공시의 신뢰성과 투명성을 확보하기 위한 정정공시 의무화 방안을 검토할 필요가 있음

분할 유형별 주가 영향 비교 분석 : 2019년 4분기~2025년 3분기 사례를 중심으로

임성윤*

- ▶ 2022년 9월 금융당국이 물적분할 관련 주주권의 제고방안을 발표한 이후, 물적분할 추진 건수가 감소하고, 공시 이후 주가 반응도 평균적으로 음(-)의 수준에서 양(+)의 수준으로 전환된 것으로 나타남
- ▶ 이는 주식매수청구권 부여 등 제도적 장치 도입으로, 일반주주 반발이 예상되는 물적분할은 감소하고 투자자들의 공감대를 얻은 물적분할 위주로 추진된 결과로 해석됨
- ▶ 반면 지주회사 전환 목적의 인적분할은, 물적분할 후 신규상장과 구조가 유사하나 실질적인 일반주주 권익구제 수단이 부재하여 시장 내 부정적 반응이 지속되고 있음
- ▶ 따라서 향후 지주회사 전환 목적의 인적분할에도 주주권익 보호장치의 도입이 필요하며, 제도 공백이 지속되는 현 시점에서는 기관투자자의 적극적인 주주관여 활동과 이사회의 충실의무 이행이 요구됨

도입

- 최근 지주회사 전환을 목적으로 한 인적분할 추진 과정에서 주가 급락과 주주 반발로 분할이 철회되는 사례가 잇따라 발생하고 있음
 - 실제로 지주회사 전환 목적의 인적분할을 추진한 하나마이크론, 파마리서치는 주요사항 보고서(회사분할결정) 최초공시를 기준으로 1영업일 전 증가 대비 1영업일 후 증가가 각각 13.47%, 12.43% 하락한 것으로 나타남
 - 머스트자산운용과 주주행동 플랫폼 'ACT' 등 투자자들은 인적분할 후 현물출자를 통해 모회사-자회사 이중상장을 형성하는 구조가 실질적으로 물적분할과 다르지 않으며 대주주의 지배력만 강화시키는 편법적 지배구조 전환이라고 비판하였고, 이러한 문제 제기가 확산되면서 두 회사 모두 인적분할 계획을 철회함¹⁾²⁾

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

한국ESG기준원 책임투자본부 책임투자팀 연구원, sylim@cgs.or.kr

1) 파마리서치 『회사분할결정』에 대한 머스트자산운용의 의견입니다. 머스트자산운용 홈페이지, 2025.06.16.; 액트, 하나마이크론 분할은 주주 권리 침해... "파마리서치와 판박이", 뉴스핌, 2025.07.10.

2) 기타주요경영사항(회사분할결정 철회), 파마리서치, DART, 2025.07.08.; 기타주요경영사항(회사분할결정 철회), 하나마이크론,

- 인적분할은 기존 주주의 지분율을 그대로 유지한 채 회사를 분할하는 방식으로, 주주들이 분할존속회사와 분할신설회사 주식을 동시에 배정받게 되지만, 물적분할은 분할존속회사가 분할신설회사의 지분을 100% 보유하는 구조로 기존 분할회사의 주주에게 분할신설회사의 지분이 배정되지 않음
 - 일반적으로 인적분할 이후 분할존속회사와 분할신설회사 간 모회사-자회사 관계가 형성되지 않으나, 지주회사 전환 목적의 인적분할의 경우 일반적으로 지주회사인 분할존속회사가 사업회사인 분할신설회사 지분에 대해 공개매수 방식의 현물출자 유상증자를 진행하여 두 회사 간 모회사-자회사 관계가 형성됨
 - 이 과정에서 지배주주가 사업회사 지분을 지주회사에 현물출자하고 그 대가로 지주회사 신주를 배정받게 되는데, 이에 따라 지주회사를 통해 사업회사에 대해 인적분할 이전과 동일한 수준의 지배력을 유지하면서, 지주회사에 대한 직접 지분율은 상승하여 결과적으로 그룹 전체에 대한 지배력이 강화됨
- 한편, 일부 상장기업이 고성장 사업부문을 물적분할한 뒤 단기간 내 상장하여 주주권 상실 및 주가 하락 등 일반주주의 피해문제가 제기됨에 따라, 금융위원회는 2022년 9월 5일 ‘물적분할 자회사 상장 관련 일반주주권익 제고방안’을 발표한 바 있음³⁾
- 동 방안에는 ① 상장기업 물적분할 반대주주에 대한 주식매수청구권 부여, ②물적분할 관련 주요사항보고서 공시 강화⁴⁾, ③ 물적분할 후 자회사 상장시 한국거래소의 상장심사 강화 등이 포함되어 있음⁵⁾
 - 이 중 주식매수청구권 부여는, (단순)분할의 경우 상법상 원칙적으로 인정되지 않으나, 상장법인이 인적분할을 하면서 분할신설회사를 재상장하지 않는 경우에 한해 예외적으로 부여되던 것을, 개정 시행령을 통해 물적분할까지 확대 적용한 것임⁶⁾
 - 이에 따라, 대다수 일반주주가 반대하고 주주가치가 하락할 것으로 예상되는 물적분할의 경우 대규모 주식매수청구권 행사로 인해 추진이 사실상 어려워질 수 있게 되었으며, 기업은 물적분할의 필요성과 일반주주 권익에 미치는 영향을 보다 명확히 설명할 책무가 강화됨
- 다만, 지주회사 전환 목적의 인적분할의 경우 모회사-자회사 간 이중상장 문제를 야기한다는 점에서 물적분할 후 분할신설회사 신규상장과 구조적으로 유사함에도 불구하고,

DART, 2025.07.29.

- 3) 물적분할 자회사 상장 관련 일반주주권익 제고방안, 금융위원회 보도자료, 2022.09.05.
- 4) 물적분할을 추진하는 상장회사는 분할의 목적, 기대효과, 주주보호방안 등을 구체적으로 포함한 ‘주요사항보고서’를 이사회 의결 후 3일 이내 공시해야 함. 또한, 자회사 상장을 계획하고 있는 경우 그 예상 일정과 추진 경과를 명시하고, 이후 계획이 변경될 경우에는 정정공시 의무가 부과됨
- 5) 한국거래소는 물적분할 이후 5년 이내 자회사 상장을 추진하는 경우, 모회사 일반주주에 대한 보호노력을 심사 항목으로 포함하며, 주주보호방안이 미흡하다고 판단될 경우 상장이 제한됨
- 6) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의5 제1항 및 동법 시행령 제176조의7 제1항

주식매수청구권이 인정되지 않아 주주가치 훼손이나 지배력 강화 논란이 발생하더라도 실질적인 일반주주 권익구제 수단이 부재한 상황임

- 물적분할 후 분할신설회사 신규상장은 기존 주주에게 분할신설회사 지분을 인수할 권리가 부여되지 않는다는 점에서 지주회사 전환 목적의 인적분할과 구조적으로 완전히 동일하다고 볼 수는 없으나, 두 경우 모두 모회사-자회사 간 이중상장을 초래하여 자회사 지분가치가 모회사 가치에 할인되어 반영되는 문제를 야기함
- 한편, 금융위원회는 인적분할 시 자사주에 신주가 배정되어 지배주주의 지배력이 확대되고 일반주주의 권익이 침해되는, 이른바 ‘자사주 마법’ 문제를 방지하기 위해, 상장회사의 인적분할 시 자사주에 대한 신주배정을 금지하는 방안을 추진하였으며,⁷⁾ 실제로 관련 내용이 법령에 명시된 바 있음⁸⁾
- 그러나 이는 인적분할을 통한 지배주주의 지배력 확대 수단을 부분적으로 제한하는 수준에 그칠 뿐, ‘자사주 마법’이 금지되더라도 지주회사 전환 과정에서 현물출자 유상증자를 통해 지배주주의 지배력 확대는 여전히 가능하며, 이에 대해 일반주주가 권익 침해에 대응할 수 있는 제도적 장치는 부재한 상황임
- 이에 본 보고서는 금융위원회의 물적분할 관련 주주권익 제고방안이 발표된 2022년 9월을 기준으로, 전후 3년(2019년 4분기~2025년 3분기) 동안의 (단순)분할 사례를 대상으로 분석하여 지주회사 전환 목적의 인적분할에 대한 주주권 보호 장치의 필요성을 검토하고자 함
- 후술할 분석에서는 기간별 물적분할과 인적분할의 비중 변화를 비교하고, 분할 공시 이후 주가 반응을 검토함으로써 제도 변화가 기업의 분할 결정과 시장 평가에 미친 영향을 살펴봄

제도 시행 전후 분할 유형과 시장 반응의 변화 분석

- 주요사항보고서(회사분할결정) 공시는 2019년 4분기~2022년 3분기(이하 ‘제도 시행 이전’) 164건(인적분할 19건, 물적분할 145건)에서 2022년 4분기~2025년 3분기(이하 ‘제도 시행 이후’) 72건(인적분할 19건, 물적분할 53건)으로 크게 감소하였으며, 동 기간 동안 전체 분할에서 물적분할이 차지하는 비중도 88.4%에서 73.6%로 낮아짐⁹⁾
- 이는 2022년 9월 금융위원회의 ‘물적분할 자회사 상장 관련 일반주주권익 제고방안’ 시행 이후, 주식매수청구권 부여 및 공시의무 강화 등 제도적 부담이 확대되면서 기업들이 물적분할 추진에 신중해진 결과로 해석됨

7) 「상장법인 자기주식 제도개선 간담회」 개최, 금융위원회 보도자료, 2024.01.30.

8) 상장법인 자기주식 제도개선을 위한 자본시장법 시행령 및 규정 개정안 입법예고 실시, 금융위원회 보도자료, 2024.06.03.; 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제176조의6 제3항

9) 주요사항보고서(회사분할결정)의 최초 제출일을 기준으로 집계하였으며, 공시 시점에 유가증권시장·코스닥시장·코넥스시장에 상장된 기업만을 대상으로 함. 또한 인적분할과 물적분할을 동시에 추진한 2개사는 중복 계산을 방지하기 위해 인적분할로 분류하였는데, 두 사례 모두 ‘지주회사 전환 목적의 인적분할’을 선행 단계로 하고 물적분할은 후속적으로 지주회사 내 사업부 정비(완전자회사 편입)를 위한 절차였기 때문임

- 최근 6년간 주주총회에 상정된 (단순)분할계획서 승인 안건 220건(물적분할 189건, 인적분할 31건)¹⁰⁾ 중 부결된 경우는 총 7건(물적분할 6건, 인적분할 1건)에 불과함
- 그러나 물적분할에 주식매수청구권이 부여된 이후에는, 주주총회에서 가결되었더라도 주식매수청구권 행사액이 분할계획서상 한도를 초과하여 이사회가 분할 철회를 결의한 사례가 5건 발생하였으며, 이는 같은 기간 주주총회에서 부결된 사례(4건)를 상회함
- 즉, 물적분할에 주식매수청구권이 부여됨에 따라 기업은 분할계획서 승인 안건이 가결되었더라도, 주식매수청구권 행사 규모에 따라 분할 자체가 무산될 수 있는 불확실성과 현금유출 부담을 동시에 고려해야 하는 상황에 놓이게 되었으며, 이러한 구조적 제약이 물적분할 추진을 더욱 신중하게 만드는 요인으로 작용한 것으로 보임
- 반면 인적분할의 경우, 발생 빈도가 이전 기간과 동일하게 유지되었는데, 이는 물적분할이 주식매수청구권 부여 및 공시 의무 강화 등으로 절차적 부담이 증가한 데 비해, 인적분할은 이러한 규제 적용대상에서 제외되어 상대적으로 추진이 용이했기 때문으로 보임
- 상기한 주식매수청구권 행사액 초과로 분할이 철회된 5건 중 1건은 지주회사 전환을 목적으로 인적분할과 물적분할을 동시에 추진한 사례로, 물적분할에 대해 주식매수청구권이 인정됨에 따라 결과적으로 인적분할 역시 함께 철회된 바 있음
- 그러나 대부분의 인적분할은 단독으로 추진되기 때문에 주식매수청구권이 부여되지 않으며, 주주총회에서 부결되지 않는 한 일반주주의 권익을 실질적으로 구제할 수 있는 수단이 제한적임
- 따라서 지주회사 전환 목적 등 일정 요건 하에서 인적분할에도 주식매수청구권이 부여된다면, 기업이 지배구조 재편 과정에서 보다 신중하게 인적분할을 추진하도록 유도하는 한편, 일반주주의 권익을 실질적으로 보호하는 효과도 기대할 수 있을 것으로 보임

〈표 1〉 연도별 분할 건수 및 물적분할 비중 추이

구분	'19.4Q ~'20.3Q	'20.4Q ~'21.3Q	'21.4Q ~'22.3Q	'22.4Q ~'23.3Q	'23.4Q ~'24.3Q	'24.4Q ~'25.3Q
인적분할 건수	6	7	6	8	5	6
물적분할 건수	53	51	41	22	18	13
총 분할 건수	59	58	47	30	23	19
물적분할 비중	89.8%	87.9%	87.2%	73.3%	78.3%	68.4%

출처: DART, KCGS

- 주요사항보고서(회사분할결정) 공시 이후 주가 변동을 분석한 결과, 제도 시행 이전에는 공시 후 주가가 평균 0.15% 하락한 반면, 제도 시행 이후에는 평균 3.31% 상승하여 분할에 대한

10) 주주총회 이전에 분할을 철회한 15건(물적분할 9건, 인적분할 6건)과 보고서 작성일 현재 주주총회가 아직 아직 개최되지 않은 1건(인적분할)을 제외함

시장 반응이 개선된 양상을 보임¹¹⁾

- 이러한 시장 반응의 개선은 전체 분할의 다수를 차지하는 물적분할 공시 이후 주가변동률이 제도 시행 이전 평균 -0.32%에서 시행 이후 +4.81%로 전환되는 등, 물적분할의 시장 반응이 크게 개선된 데 주로 기인한 것으로 보임
 - 연단위로 구분하여 살펴보면, 제도 시행 이후 물적분할 공시 이후 평균 주가변동률이 +6.29%, +3.53%, +4.08%로 일관된 상승세를 보이며 개선 효과가 뚜렷하게 나타남
 - 이는 2022년 9월 이후 주식매수청구권 부여 등 제도적 장치가 마련되면서 일반주주 반발이 예상되는 물적분할 안전의 상정이 감소하고, 상대적으로 투자자들의 공감대를 얻은 물적분할 위주로 추진된 결과로 해석됨

〈표 2〉 연도별 분할 관련 공시 이후 주가변동률 평균*

구분		'19.4Q ~'20.3Q	'20.4Q ~'21.3Q	'21.4Q ~'22.3Q	'22.4Q ~'23.3Q	'23.4Q ~'24.3Q	'24.4Q ~'25.3Q
물적 분할	건수	50	43	35	20	18	9
	주가변동률	-0.04%	-0.25%	-0.80%	6.29%	3.53%	4.08%
인적 분할	건수	6	5	6	8	5	6
	주가변동률	+1.06%	+1.09%	+1.14%	+3.66%	-1.41%	-5.00%

* 주가변동률(%) = $\{(\text{공시일}^{**} \text{ 1영업일 후 종가} \div \text{공시일}^{**} \text{ 1영업일 전 종가}) - 1\} \times 100$

**공시일 기준: 주요사항보고서(회사분할결정) 최초 공시일

출처: DART, KCGS

- 반면, 인적분할 공시 이후 평균 주가변동률은 분할 목적에 따라 뚜렷하게 상반된 양상을 보이는데, 제도 시행 전후를 불문하고 사업영역 전문화 등 그 외 목적의 인적분할은 지속적으로 양(+)의 주가 반응을 보인 반면, 지주회사 전환 목적의 인적분할은 일관되게 음(-)의 주가 반응을 나타냄
 - 사업영역 전문화 등 지주회사 전환 목적이 아닌 인적분할은 평균 주가변동률이 5.43%에서 3.35%로 다소 하락하였으나 여전히 긍정적인 수준을 유지한 반면, 지주회사 전환 목적의 인적분할은 -2.76%에서 -5.58%로 하락 폭이 확대되어 시장의 부정적 인식이 더욱 심화된 것으로 나타남
 - 따라서 지주회사 전환을 목적으로 한 인적분할 등 일정 요건 하에서 인적분할에도 주식매수청구권 등과 같은 주주권의 보호장치를 도입한다면, 물적분할과 마찬가지로 기업의 분할 결정에 신중함을 유도하고 시장의 반응을 보다 긍정적인 방향으로 전환하는 효과를 기대할 수 있을 것으로 보임

11) 장이 마감된 후에 분할 관련 공시가 제출될 수 있기 때문에 주요사항보고서(회사분할결정) 최초 공시를 기준으로 1영업일 전 종가 대비 1영업일 후 종가를 비교·분석하였으며, 공시 전후 1영업일 동안의 비교 구간이 주권매매거래 정지기간에 포함되어 주가 변동이 없는 10건과 보고서 작성일 현재 대상기업이 상장폐지된 15건을 제외하고, 총 211건의 분할 공시를 분석 대상으로 함

〈표 3〉 인적분할 목적별 분할 관련 공시 이후 주가변동률

구분		'19.4Q ~'22.3Q	'22.4Q~'25.3Q
지주회사 전환 목적	건수	9	8
	주가변동률	-2.76%	-5.58%
그 외 목적	건수	8	11
	주가변동률	5.43%	+3.35%

출처: DART, KCGS

결론

- 2022년 9월 '물적분할 자회사 상장 관련 일반주주권의 제고방안' 발표 이후, 물적분할의 빈도 감소와 시장 반응 개선은 제도적 장치가 실질적으로 기능하고 있음을 보여주는 결과로 해석되며, 이러한 제도가 현재 시장에서 일관된 부정적 신호로 해석되는 지주회사 전환 목적의 인적분할에도 적용된다면 인적분할 역시 시장 반응 개선 효과를 기대할 수 있을 것으로 보임
- 제도 도입 시, 기업은 과도한 주식매수청구권 행사를 방지하기 위해 주주에게 인적분할의 합리성과 필요성을 보다 충분히 설명하고 소통을 강화하게 되고, 지주회사 전환 과정에서 주주의 납득 가능성을 핵심적으로 고려하게 될 것으로 예상됨
- 기관투자자는 분할 목적, 지배력 변화, 주주보호조치 등의 요소를 종합적으로 검토하여, 주주가치가 훼손될 우려가 있는 인적분할에 대해서는 주주서한 발송 등 적극적 주주권여 활동을 수행할 필요가 있음
 - 빙그레, 파마리서치 등 일부 기업은 시장 반응 및 이해관계자 의견을 종합적으로 검토한 결과, 주주총회 개최 이전에 지주회사 전환 목적의 인적분할 계획을 자발적으로 철회한 바 있음¹²⁾
 - 이는 시장과의 소통 및 주주 의견 수렴 과정이 기업 의사결정에 실질적으로 반영될 수 있음을 보여주는 사례로, 제도적 장치가 아직 도입되지 않은 현 시점에서는 기관투자자 등 주요 주주가 분할의 필요성과 정당성을 면밀히 검토하고, 주주가치 훼손 가능성에 대해 적극적으로 문제를 제기할 필요가 있음을 시사함
- 한편, 이사회는 지주회사 전환 목적의 인적분할을 결의함에 있어 모든 주주의 이익을 공정하게 대우해야 할 상법상 이사의 의무에 유념할 필요가 있음
 - 지주회사 전환 자체는 경영전략의 하나로 볼 수 있으나, 그 추진 목적이나 구조에 따라

12) [기재정정]주요사항보고서(회사분할결정), 빙그레, DART, 2025.01.24.; [기재정정]주요사항보고서(회사분할결정), 파마리서치, DART, 2025.07.08.

일반주주에게 불리하게 작용할 수 있음

- 특히 지배주주의 지배력 강화를 목적으로 한 인적분할은 일반주주의 이해와 충돌할 우려가 있으므로, 이사회는 지주회사 전환이 주주가치 제고로 이어질 수 있는지를 충분히 검토해야 함
- 또한, 지주회사 전환 목적의 인적분할을 결의한 경우에는 그 판단의 근거와 정당성을 주주가 납득할 수 있도록 명확히 제시할 필요가 있음

2026 영국 스튜어드십 코드 개정 주요 내용 및 시사점 :2012 및 2020 코드와의 비교를 중심으로

김선민*

- ▶ 지난 6월 영국은 2026 영국 스튜어드십 코드(이하 2026 코드)를 발표하였으며, 스튜어드십 코드 도입 이후 현재까지 3차례의 코드 개정을 함
- ▶ 이번 2026 코드의 주요 내용은 1) 스튜어드십 정의의 변화, 2) 보고 정보의 이원화, 3) 기관 유형별 특화된 원칙 신설, 4) 상시 가이드라인 제공 등임
- ▶ 특히, 코드의 실효성을 제고하기 위해 높은 수준의 보고 품질은 유지하면서 서명기관에 불필요한 보고 부담을 지우지 않도록 코드 및 보고 방식을 간소화함
- ▶ 이 글은 영국 스튜어드십 코드 3차 개정의 주요 내용을 살펴보고, 이전 코드와의 차이점을 살펴보는 데 주된 목적이 있음

개괄

- 영국은 스튜어드십 코드를 도입한 이후(2010.7) 현재까지 3차례의 코드 개정을 하였으며, 코드 개정에 따라 원칙도 7개 원칙(2010코드)→12개 원칙(2020코드)→6개 원칙(2026코드)으로 변화함¹⁾
- 2012년 1차 개정을 통해 기존 코드를 보완하였다면, 2019년 2차 개정(2020 코드)은 코드 적용 대상 및 범위를 세분화하는 등 코드를 전면적으로 개정함
- 2차 개정 시 코드 적용 자산이 상장주식에서 상장주식 외 자산으로 확대되었으며, ‘원칙 준수 또는 예외 설명(comply-or-explain)’인 코드 적용 방식이 ‘원칙 적용 및 설명(apply-and-explain)’으로 변경됨²⁾

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
한국ESG기준원 스튜어드십 코드 센터 책임연구원, smkim@cgs.or.kr

1) 이외에 2020 코드부터 서비스 제공기관에 대한 별도 원칙이 존재하며, 서비스 제공기관에 적용되는 원칙은 6개(2020코드)에서 4개 원칙(2026코드)으로 개정됨
2) 보다 자세한 영국 스튜어드십 코드(2020) 개정 주요 내용은 “김선민, 2019.12.27., 「영 스튜어드십 코드(2020) 개정 주요 내용」, SC동향 제2019-2호”를 참조 바람

- 이번 2025년 3차 개정(2026 코드)은 24년 11월부터 올해 2월까지 진행된 코드 개정안에 대한 공식 의견 수렴을 거쳐 최종 공표되었으며, 스튜어드십 활동의 실효성 제고라는 큰 틀에서 개정이 이루어짐³⁾
 - 2020 코드에서 자산소유주 및 운용사에 대한 12개 원칙은 2026 코드에서는 6개 원칙으로 재편되었으며, 5개의 보고(공시) 요건이 신설됨⁴⁾ (<표8> 참고)
 - 서비스 제공기관에 대한 기존 6개 원칙은 4개 원칙으로 재편, 4개의 보고 요건이 신설됨
- 이 글은 영국 스튜어드십 코드 3차 개정의 주요 내용을 살펴보고, 이전 코드와의 차이점을 비교·분석하는 데 주된 목적이 있음

英 스튜어드십 코드 2026 (UK Stewardship Code 2026) 주요 내용

- **(개정 배경)** 올해 6월, 영국의 재무보고위원회(Financial Reporting Council, 이하 FRC)는 2012년, 2019년에 이어 세 번째 코드를 개정하여 「UK Stewardship Code 2026」(이하 2026 코드)를 발표함 (<표8> 참고)
 - 지난 2010년, 영국 스튜어드십 코드가 도입된 후 영국 자본시장에서 상장주식 이외에 채권, 사모펀드, 부동산, 인프라 등 다양한 자산군에 대한 투자가 증가하는 변화가 목격되었고, 인덱스 투자로의 전환도 두드러짐
 - 이러한 투자 자산과 투자 방식에 대한 다각화는 각기 다른 조건, 투자 기간, 권리 및 책임구조를 발생시키기 때문에, 기관투자자(서명기관)가 각기 처한 환경에 따라 효과적인 스튜어드십을 수행하고 그 내용 및 결과를 보고하는 것이 중요해짐⁵⁾
- **(개정 목적)** 2026 코드는 효과적인 수탁자 책임의 핵심 원칙을 수립하고⁶⁾, 자산소유자와 자산운용사 그리고 서비스 제공기관에 높은 수준의 투명성을 요구하는 데 그 목적이 있음
 - 스튜어드십 코드가 기관투자자의 수탁자 책임을 다하기 위한 수단이라면, 수탁자 책임 활동 보고는 해당 기관투자자가 수탁자 책임 활동을 통해 실제로 수탁자 책임 의무를 어떻게 이행하고 있는지 파악할 수 있는 주요 수단임
 - 따라서 기관투자자는 고객 또는 수익자를 대신하여 이들 스스로 스튜어드십을 어떻게 이행하고 있는지 투명하게 정보를 제공해야 함
 - 2026 코드에서는 높은 수준의 보고(또는 공시) 품질을 유지하면서 서명기관에 불필요한 보고

3) 참고로 FRC는 코드 개정안에 대한 공식 의견 수렴('24.11.11~'25.2.19) 절차에 앞서 사전 의견 청취 단계(extensive listening phase)를 거친 바 있음

4) 2020 코드의 원칙9(주주관여), 원칙10(협력적 주주활동), 원칙11(단계적 주주활동)은 2026 코드의 원칙3(주주관여)으로 통합됨

5) 2026 코드는 코드 서명기관의 규모, 기관 유형, 비즈니스 모델, 투자 접근 방식 등이 다를 수 있으며, 기관별 서로 다른 특성에 따라 서로 다른 방식의 스튜어드십 활동이 이루어질 수 있다고 설명함

6) 효과적인 수탁자 책임이란 투자자가 정보에 기반하여 투자 결정을 하도록 하고, 궁극적으로는 고객 및 수익자의 (투자)목적에 부합하는 수익을 제공함과 동시에 미래의 수익 실현 가능성을 저해하지 않는 것을 의미함

부담을 지우지 않는 방향으로 코드 및 보고 방식을 간소화함⁷⁾

- 이번 개정으로 기존 2020 코드의 일부 원칙은 다른 원칙 및 세부 내용으로 통합(중복 내용 삭제)되었으며, 이는 효율적인 스튜어드십 이행 및 보고에 주안점을 두기 위함임

□ **(개정 주요 내용 ①: 스튜어드십 정의 변경)** 기존 2020 코드와 달리, 2026 코드는 스튜어드십 정의에서 ESG를 삭제함 (<표 1> 참고)

- 기존 2020 코드는 스튜어드십을 기업의 장기 가치를 제고하고, 이를 통해 경제·환경·사회에 지속가능한 이익을 실현하는 것으로 정의하였으나, 2026 코드에서는 ‘경제·환경·사회에 지속가능한 이익 실현’이란 문구를 삭제함
 - 이는 기존 2020 코드에서 설명하는 스튜어드십 정의를 ‘스튜어드십의 주요 목적 그 자체가 환경·사회적 목표를 추구하는 것’으로 해석하는 이해관계자들의 오해를 해소하기 위함임
 - 스튜어드십 정의의 수정 여부를 두고 영국 내에서 논란이 있었으나, FRC는 ESG 요소를 투자 목표에 포함할 수 있지만 구체적인 투자 목적은 개별 서명기관이 스스로 정하는 것이 핵심임을 강조함
 - 2026 코드에서는 스튜어드십을 ‘장기적으로 지속가능한 가치를 실현하는 활동’으로 그 정의를 수정하는 대신, 서문에 ‘경제·환경·사회 등 수익자의 이익에 영향을 미치는 장기적 위험과 기회를 고려하여 투자활동을 수행한다’고 추가적으로 언급함

<표 1> 스튜어드십 정의 비교: 2020 코드 vs. 2026 코드

구분	스튜어드십 정의
2020 코드	Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.
↓	
2026 코드	Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries... (삭제) ... (Effective stewardship drives investors to take account of long-term risks and opportunities... 중략 ...Stewardship that supports sustainable, long-term returns may lead to wider benefits for the economy, the environment and society. [2026 코드 5p.]

* 출처: 영국 스튜어드십 코드(2020, 2026)

□ **(개정 주요 내용 ②: 보고 정보의 이원화)** 스튜어드십 코드 서명기관이 되기 위해서는 1) 정책 및 배경 정보(Policy and Context Disclosure, 이하 P&C)와 2) 스튜어드십 활동 및 성과 정보(Activites and Outcomes Report, 이하 A&O)가 담긴 보고서를 제출해야 함⁸⁾ (<표

7) 이는 단순히 서명기관의 보고 부담을 덜어주기 위한 목적이 아니라, 이들 기관이 코드의 실효성을 높일 수 있는 정보 보고에 집중할 수 있도록 하기 위함임

2) 참고)

- 즉, 보고 정보의 이원화-P&C와 A&O-는 보고의 유연성을 높이고 **스튜어드십 활동의 실효성을 제고할 수 있는 정보에 집중하기 위함**임
- 체크박스식 정보 보고를 지양하고 보고 방식을 간소화함으로써 서명기관의 보고 부담은 감소(약 20~30%)할 것으로 예상됨⁹⁾
 - 향후 서명기관이 보고서 작성 시 참고할 수 있는 별도의 가이드라인을 제공할 예정임
- **정책 및 배경 정보(P&C)**는 기관의 스튜어드십 정책, 지배구조, 조직의 전반적인 정보를 담고 있는 정적 정보(static information)임¹⁰⁾
 - P&C는 인수·합병, 사업모델 변화 등 중대한 변화가 없는 한 시간이 지나도 변하지 않는 정보로 4년마다 제출하면 됨
 - 단, 중대한 변화가 있는 경우 관련 정보를 업데이트하여 보고·제출해야 함
- **스튜어드십 활동 및 성과 보고서(A&O)**는 최근 12개월 동안 수행한 스튜어드십 활동 내용을 담고 있는 보고서로, 수탁자 책임 이행 및 구체적 사례 등을 통해 고객 및 수익자를 위한 장기적이고 지속가능한 가치 창출에 기여한 바를 명확히 설명할 수 있어야 함
 - 4년마다 보고 및 제출해야 하는 P&C와 달리, A&O는 12개월 동안 수행한 스튜어드십 활동 내용(관련 데이터 및 도표, 사례 등 활용)을 매년 보고 및 제출해야 함

〈표2〉 2026 영국 스튜어드십 코드: 보고 정보의 이원화

정책 및 배경 정보 (P&C)	스튜어드십 활동 및 성과 보고서 (A&O)
• 보고 내용: 기관의 지배구조 및 스튜어드십 활동에 필요한 자원 정보	• 보고 내용: 주주활동 성과 (주주활동 사례 ¹⁾ , 시행착오 및 교훈 포함)
• 보고 구조: 공시 항목 및 공시 세부 사항, 가이드라인	• 보고 구조: SC 원칙 및 보고 프롬프트, 가이드라인
• 보고 주기: 4년 (※ 중대한 정보 변화가 없는 경우)	• 보고 주기: 1년
• 보고서 공시 위치: 기관 및 FRC 홈페이지 ²⁾	• 보고서 공시 위치: 기관 및 FRC 홈페이지 ²⁾
• A&O 보고서와 통합본 또는 별도 제출 가능	• P&C 정보와 통합본 또는 별도 제출 가능
• 이사회의 검토와 승인 必	• 이사회의 검토와 승인 必
• 이사회 의장, CEO, CIO의 서명 必	• 이사회 의장, CEO, CIO의 서명 必

* 저자 정리

1) 사례의 경우 구체적이고 투명하게 작성하되, 기밀성은 훼손하지 않도록 함. 또한, 위탁운용사가 수행한 사례도 포함하도록 권장함

2) FRC로부터 최종 승인을 받은 서명기관은 1개월 이내 자사 홈페이지에 이를 공개해야 함

8) P&C와 A&O는 각각 제출해도 되고 통합문서로 제출할 수도 있음. 만약 P&C와 A&O를 개별적으로 제출하는 경우 A&O에 P&C를 교차 참조(cross reference)를 할 수 있음

9) 2020 코드의 context, activity, outcome 등 항목별 기대 사항(expectations)을 명시하는 방식은 2026 코드에서는 프롬프트(간략한 설명)로 대체됨

10) 스튜어드십 활동 및 성과 보고서(A&O)를 이해하는 데 필요한 배경 정보를 제공하는 역할을 함

- (개정 주요 내용 ③: 기관 유형별 특화된 원칙(targeted principles) 신설) 舊 코드와 달리, 코드 참여기관(서명기관)의 투자활동에 적합한 방식으로 원칙을 적용하는 등 코드 적용의 유연성을 제고함
- 즉, 기관투자자별 투자 규모나 투자 접근 방식이 다르다는 점에서 모든 기관에 일률적으로 보고 내용 및 그 기준을 적용하지 않음 (<표3> 참고)
- 일례로, 자산의 10%를 직접 운용하는 기관은 기업과의 원칙3(주주활동)이 필수 보고 사항이지만, 자산의 10%를 외부 운용사에 위탁하는 기관은 원칙5(운용사 선정 및 감독)에 관한 내용을 보고해야 함 (<표4> 참고)

<표3> 기관 유형별 정보 보고 내용

정보 유형	공시 항목(P&C) / 공시 세부 사항(A&O)	자산소유자 및 운용사	의결권 자문사	투자자문사	주주활동 서비스 기관
P&C	운영 규모, 투자신념 등	○	-	-	-
	기관 성격 및 제공 서비스	-	○	○	○
	지배구조 및 자원 활용 현황	○	○	○	○
	SC 정책 및 검토	○	○	○	○
	이해상충 관리	○	○	○	○
	고객과의 소통 절차	○	-	-	-
A&O	스튜어드십과 투자 프로세스 통합 사례	○	-	-	-
	고객의 니즈 파악 및 소통 사례	-	○	○	○
	제공 서비스 품질/고객 협의 사례	-	○	-	-
	투자종목에 대한 리스크 관리 및 개선 사례	○	-	○	-
	주주활동 수행 절차 및 사례	○	-	-	○
	(상장주식) 의결권 행사 정보 및 기록	○	-	-	-
	(기타자산) 권리 및 책임 행사 사례	○	-	-	-
	위탁운용사 선정 절차 및 모니터링 사례	○	-	-	-
서비스 제공기관 활용 및 모니터링 사례	○	-	-	-	

* 저자 정리

<표4> 운용 유형에 따른 정보 보고 내용

자산소유자 및 운용사에 대한 SC 원칙	자산소유자 및 운용사	
	직접 운용	위탁 운용
· 원칙 1. 스튜어드십과 통합	필수 보고 사항	필수 보고 사항
· 원칙 2. 건전한 시장 조성	필수 보고 사항	필수 보고 사항
· 원칙 3. 주주활동	필수 보고 사항	보고 의무 X, 필요시 적용 ¹⁾
· 원칙 4. 권리 및 책임 행사	필수 보고 사항	보고 의무 X, 필요시 적용 ¹⁾
· 원칙 5. 운용사 선정 및 감독	보고 의무 X	보고 의무 X, 필요시 적용
· 원칙 6. 서비스 제공기관 모니터링	필수 보고 사항	필수 보고 사항

* 출처: FRC 홈페이지

¹⁾ 위탁 운용을 하는 기관이라도 기업과의 주주활동 및 의결권 행사를 하는 경우 원칙3과 원칙4에 대해 보고할 수 있음

- 특히, 서비스 제공기관으로 분류되는 1) 의결권 자문사, 2) 투자 자문사, 3) 주주활동 서비스 기관 등 각 역할에 기반한(role-based application) 별도의 원칙을 설정함
 - 서비스 제공기관의 역할별로 적용되는 원칙 및 보고 범위가 다르기 때문에, 기관 특성에 맞게 스튜어드십 활동을 수행하고 이를 보고하면 됨
 - 서비스 제공기관에 적용되는 원칙 4개 중 원칙 1은 공통으로 적용되는 사항이며, 원칙2는 의결권 자문사, 원칙3은 투자 자문사, 원칙4는 주주활동 서비스 기관에 적용되는 사항임
- **(개정 주요 내용 ④: 상시 가이드라인 제공)** 효과적 스튜어드십 이행 지원을 위한 선택적 팁과 사례가 포함되어 있음
 - 현재 가이드라인은 초안 형태로 FRC는 25년 8월 31일까지 비공식 피드백을 받았으며, 이를 토대로 가이드라인을 업데이트 할 예정임 (2025.10.30 기준 업데이트 완료됨)
 - 즉, 가이드라인은 서명기관의 필요와 스튜어드십 관행 변화에 맞춰 지속적으로 업데이트 되는 상시 문서로 운영됨
 - 관여(engagement) 및 의결권 행사(voting) 사례에 대한 상세 템플릿과 다양한 조직 유형 및 투자 전략별 실무적 예시를 포함함
- 2026 영국 스튜어드십 코드 주요 개정 사항은 <표5>에 요약 · 정리하여 제시함

<표5> 2026 영국 스튜어드십 코드(SC) 주요 개정 사항 (1)

개정 항목	주요 내용
① 스튜어드십 정의 변화	스튜어드십 정의에서 'ESG'를 삭제, '장기적으로 지속가능한 가치를 실현하는 활동'으로 수정
② 보고 정보의 이원화	보고 정보(P&C, A&O)에 따른 보고 내용 및 보고 주기 차등
③ 기관 유형별 특화된 원칙 신설	서명기관 특성에 따른 코드 적용, 서비스 제공기관 유형별 원칙 마련
④ 상시 가이드라인 제공	별도의 가이드라인으로 제공 (상시문서)
⑤ 기타	자산소유주 및 운용사: 12개 원칙(2020 코드) → 6개 원칙(2026 코드), 5개 공시 요건 신설 서비스 제공기관: 6개 원칙(2020 코드) → 4개 원칙(2026 코드), 4개 공시 요건 신설

* 저자 정리

SC 이행보고서 평가

- **(SC 이행보고서 평가 절차)** 영국은 2020 코드부터 SC 이행보고서 제출을 의무화하여, 평가 기준을 충족한 기관투자자만 서명기관으로 등록될 수 있도록 함
 - 2026 코드에서도 SC 이행보고서 제출 → FRC 평가 → FRC 내 자문위원단(독립 기구) 검토 → 서명기관 확정 및 발표 절차는 동일함
 - FRC의 이행점검 절차는 정부 내부 감사국(Government Internal Audit Agency(GIAA))의 감사를 받은 적이 있음
 - 이는 FRC의 스튜어드십 이행점검 절차의 독립성과 투명성을 확보하기 위한 장치로 보임

- **(SC 이행 보고서 평가 ①: 보고 창구 단일화(one-stop-shop))** FRC는 포괄적 보고 방식을 허용하지만, 2020 코드와 마찬가지로 **제출된 보고서만을 토대로 평가함**
 - 따라서, 코드 서명기관으로 등록을 희망하는 기관은 필요한 모든 정보를 FRC에 제출하는 보고서에 포함해야 함
 - A&O 보고서는 필요시 P&C 정보를 교차참조(cross-reference) 할 수 있으나, 내부 문서 또는 세부 정보와 관련한 링크를 첨부(즉, 제출된 보고서 내 정보가 아닌 외부 정보)한 경우 FRC의 공식 평가 범위에서 제외됨
 - 이는 보고 창구의 단일화(one-stop-shop)를 유지하기 위함이며, 이해관계자 대부분이 이러한 방식을 선호하기 때문임

- **(SC 이행 보고서 평가 ②: 보고 정보 유형에 따른 평가)** P&C 정보는 공시 요건(disclosure requirement)에 따라 평가가 이루어지며, A&O 보고서는 보고 방식 프롬프트(how to report prompts) 및 보고 가이드라인 기준으로 평가가 진행됨
 - 참고로 2020 코드 하에서는 원칙과 원칙별 보고 기대사항(expectations)의 내용을 토대로 보고서 평가가 이루어졌음

FRC 역할 및 2026 코드 시행 일정

- **(FRC의 역할)** FRC는 2026년을 전환기(또는 과도기)로 간주하여 서명기관이 새로운 코드의 보고 방식에 대응할 수 있도록 지원할 예정임
 - 일례로, 전환 기간 동안 발행물, 웨비나, 팟캐스트, 1:1 개별 소통 등의 방식으로 보고 방식에 대한 피드백을 제공할 예정임
 - 또한, 기관투자자가 제출한 보고서의 우수 사례도 선별하여 이를 공유하고, 개별 피드백(feedback letter) 이외에 다양한 방식으로 서명기관을 지원할 계획임¹¹⁾
 - FRC는 과도기 기간 수탁자 책임 보고서를 제출한 기관을 대상으로 충족(pass)/미충족(fail) 판단 기준을 엄격하게 적용하지 않을 예정임
 - 참고로 2026 코드에 대한 이행점점 평가가 2027년부터 시행됨에 따라, 기존 서명기관은 2027년 가을까지 그 자격을 유지할 수 있음

- **(2026 코드 시행 일정)** 2026 코드는 2026년 1월 1일부터 시행되며, 보고 기준일에 따라 제출할 수 있는 기회는 1년에 2번임 (<표6> 참고)
 - 2027년부터는 기존 서명기관이라도 2026 코드에 따라 보고서를 제출해야 하며, 새롭게 서명기관으로 신청하는 경우 전체 평가 절차(P&C 정보 및 A&O 보고서 모두 제출)를 거치게 됨

11) FRC 팟캐스트, 2025.9.4., "In Conversation: UK Stewardship Code 2026 - What you need to know"

- 다만, 과도기(2026년)에는 필요에 따라 2020 코드와 2026 코드를 혼용하여 보고하는 것이 일시적으로 허용됨

〈표 6〉 2026 영국 스투어드십 코드 참여를 위한 수탁자 책임 보고서 제출 기한

구분	제출 기한		
	자산소유주	자산운용사	서비스 제공기관
(1차) 2026년 봄 제출 시	2026.4.30	2026.5.31	2026.4.30
(2차) 2026년 가을 제출 시	2026.10.31. (모든 기관투자자에 적용)		

* 출처: FRC 홈페이지, 저자 정리

결론 및 시사점

- 영국은 스투어드십 실효성을 제고하기 위해 코드를 개정하였으며, 이는 ‘효과적인 보고(effective reporting)’에 대한 정의 변화에서도 확인할 수 있음
 - 2020 코드에서는 모든 원칙에 대한 보다 자세하고 구체적인 설명(도표, 사례 등)을 효과적인 보고로 정의한 반면, 2026 코드에서는 간결하지만 실질적 내용(활동 및 주요 성과) 위주로 보고하는 것을 효과적인 보고로 보고 있음
 - 즉, 불필요한 형식적인 보고를 줄이고 코드 실효성을 제고할 수 있는 방향으로 기관투자자들이 이행 내용을 보고할 수 있도록 보고 방식을 개선함
 - 이러한 변화는 기관투자자가 실질적인 스투어드십 활동에 집중할 수 있도록 하는 등 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단됨
- 2026 영국 스투어드십 코드와 과거 코드 내용을 비교·분석한 결과(〈표7〉 참고), 코드 개정에 따라 원칙 수, 적용 자산 범위, 스투어드십 정의 등의 변화를 보임
 - 그러나 변화의 핵심은 과거 코드가 형식(코드 성명서 기술, 이행 내역 서술 등)에 중점을 두었다면, 2026 코드는 실질적인 스투어드십 활동 결과 및 성과에 중점을 두고 있다는 점임
 - 스투어드십 코드 내실화 과정을 1) 원칙 수립 단계(setting principles), 2) 제도적 환경 조성 단계(laying the foundation), 3) 체제 강화 단계(deepening the regime), 4) 내실화 단계(embedding behavior)로 나누어 본다면, 현재 영국은 내실화 단계에 들어선 것으로 판단됨¹²⁾
 - 무엇보다, 영국은 이미 스투어드십 코드 참여 기관투자자의 스투어드십 이행 수준을 평가하는 체제를 마련하여 시행 중임
- 따라서, 향후 영국은 스투어드십 활동이 기업의 중장기적 기업 가치 및 지속가능한 성과에 미치는 영향을 측정하는 것이 주요 과제가 될 것으로 예상됨

12) 스투어드십 코드 내실화 과정 4단계는 FRC와 FCA가 공동으로 발간한 보고서 「Building a regulatory framework for effective stewardship」의 내용 일부를 차용함

〈표 7〉 2026 영국 스튜어드십 코드(SC) 주요 개정 사항 (2) : 2012 및 2020 코드 내용과의 비교를 중심으로

구분	2012 코드 (1차 개정: 2012.9)	2020 코드 (2차 개정: 2019.10)	2026 코드 (3차 개정: 2025.6)
· SC 원칙 수	7개 (기관 유형별 원칙 구분 無)	12개 (별도의 서비스 제공기관 대상 6개 원칙 有)	6개 (별도의 서비스 제공기관 대상 4개 원칙 有)
· SC 공시(보고) 요건/영역	-	-	신설 · 자산소유주 및 운용사 5개 · 서비스 제공기관: 4개
· SC 개정 목적	☑ 기존 코드 보완 및 정의 명확화	☑ 코드의 전면 개정	☑ 스튜어드십 활동의 실효성 제고 ☑ 서명기관의 보고 부담 ↓
· SC 적용 방식	comply-or-explain	apply-and-explain	apply-and-explain
· SC 적용 자산	상장주식	상장주식 외 자산	상장주식 외 자산
· SC 적용 대상	자산소유주/자산운용사/서비스 제공기관	자산소유주/자산운용사/서비스 제공기관	자산소유주/자산운용사/서비스 제공기관
· 스튜어드십 정의	기업의 장기 가치 제고 → 기업, 투자자, 경제 전반에 이익	기업의 장기 가치 제고 → 경제·환경·사회에 지속가능한 이익 제공	지속가능한 장기 가치 창출
· 스튜어드십 주제별 범위	G	E/S/G	(E/S/G) ¹⁾
· 스튜어드십 활동 범위	주주활동 (모니터링 및 관여) + 의결권 행사	주주활동 및 의결권 행사 + 자산 배분 및 관리·감독	주주활동 및 의결권 행사 + 자산 배분 및 관리·감독
· 협력적 주주활동 원칙	별도 원칙으로 존재 (원칙5)	별도 원칙으로 존재 (원칙10)	다른 원칙 및 세부 내용으로 통합 (원칙3 & 원칙4)
· SC 이행보고서 제출 의무	의무 X	의무	의무 ²⁾
· SC 이행점검 절차 및 제도	X	O (수탁자 책임 활동 보고서 평가)	O (수탁자 책임 활동 보고서 평가)
· SC 이행점검 기준	(코드 성명서의 품질만 평가)	보고 기대사항 (reporting expectation): ① 맥락(context), ② 활동(activity) ③ 이행결과(outcome) → 원칙별로 작성된 내용 평가	① P&C: 필수 보고 요건 ② A&O: 보고 프롬프트(prompts) → 보고 요건 및 프롬프트 내용 평가
· SC 참여기관 등록 방법 및 절차	일정 요건 검토 후 등록 (SC 성명서 품질에 따른 등급 구분)	FRC 평가 및 최종 승인 (승인 시에만 등록)	FRC 평가 및 최종 승인 (승인 시에만 등록)
· SC 참여기관 자격 정지 또는 목록 제외	△ ³⁾	O	O
· SC 이행 보고 방식에 대한 가이드라인(예시) 제공	제공 (간략한 작성 지침 제공, 상세 가이드라인X)	제공 (코드에 원칙별 보고 기대사항으로 명시)	제공 (2020 코드보다 구체적, 별도 제공)
· 가이드라인 구속력 여부	X	X	X

* 저자 정리 (舊 코드 대비 주요 변동 사항은 볼드체로 표기)

- 2020 코드와 달리, 2026 코드에서는 ESG 개념이 스튜어드십 정의에서 명시적으로 삭제되었으나 본문에서 경제, 환경, 사회를 고려하여 장기적인 리스크와 기회를 고려한다고 부연 설명함
- 2026 코드부터 수탁자 책임 활동 보고서의 정보 유형을 구분(정책 및 배경정보(P&C)와 스튜어드십 활동 및 성과 보고서(A&O)), 정보 유형에 따라 보고 주기를 달리하여 제출할 수 있음
- 2012 코드 적용 당시, SC 참여기관의 자격을 정지하거나 참여기관 목록에서 제외하는 근거를 확인할 수는 없음. 다만, 코드 성명서의 품질이 현저히 낮을 경우 부여되는 Tier 3(미흡) 등급이 2017년 폐지되면서 (지속적으로 개선이 이루어지지 않아 여전히) Tier 3으로 분류된 SC 참여기관이 참여기관 목록에서 제외됨 (출처:FRC, 2017.8.3., "FRC removes Tier 3 categorisation for Stewardship Code signatories")

〈표 8〉 2026 영국 스투어드십 코드 구조 및 보고 내용

I. 자산소유주 및 운용사		
구분	원칙별 보고 방법 (how to report)	
원칙 (6개)	원칙 1. 스투어드십과 통합	▶ 스투어드십 활동의 핵심 주제와 주제별 우선순위 선정 방식, 스투어드십 활동이 투자 프로세스에 통합된 사례 등
	원칙 2. 건전한 시장조성	▶ 투자 관련 시장 전반 시스템 리스크 및 기회 식별, 규제당국 및 이해관계자와의 협력, 스투어드십 활동 수준을 높인 사례 등
	원칙 3. 주주활동 수행	▶ 주주활동 (우선순위) 선정 방식, 주주활동 방식(단독/협력), 구체적 주주활동 사례 및 달성 수준, 단계적 주주활동 사례 등
	원칙 4. 권리 및 책임 행사	☑ 상장주식 → 의결권 행사 내역, 의결권 행사 주식 비율, 의결권 행사 사유, 의결권 행사 과정에서 이해상충 여부 등 ☑ 기타자산 → 권리 및 책임 행사 방식 설명, 구체적 사례 제공 등
	원칙 5. 운용사 선정 및 감독	▶ 외부 운용사 선정 시 반영한 스투어드십 요소, 외부 운용사에 대한 모니터링 및 스투어드십 요소 반영 여부 등 ☑ 의결권 자문사 → 의결권 자문서비스 활용 방식, 서비스 품질 및 정확성에 대한 모니터링
	원칙 6. 서비스 제공기관 모니터링	☑ 투자 자문사 → 스투어드십 목표 달성 여부, 서비스 품질에 대한 모니터링 ☑ 주주활동 서비스 제공기관 → 스투어드십 목표 달성 여부, 서비스 품질에 대한 모니터링
구분	공시 세부 사항 (disclosure requirement)	
공시 항목 (5개)	A. 조직, 투자신념 등이 스투어드십 접근 방식에 미치는 영향	·수행 업무, 고객 유형, 직접 운용 및 간접 운용에 대한 AUM 비율, 투자신념 및 스투어드십 전략
	B. 효과적인 스투어드십 실행을 위해 사용하는 자원(인력, 시스템) 설명	·기관의 지배구조, 스투어드십을 수행하는 자원(인력, 시스템) 현황, 외부 서비스 활용 여부
	C. 스투어드십 관련 정책 및 절차, 그리고 검토 방식 설명	·스튜어드십 관련 정책 및 절차, 정책 검토 주기, 정책 검토 및 승인 절차, 외부 검증 여부
	D. 스투어드십 관련 이해상충 관리 방식	·이해상충 방지 정책, 이해상충 유형 및 사례, 이해상충 관리 현황
	E. 고객 및 수익자와의 지속적인 소통 방식 설명	·고객 및 수익자로부터 받은 피드백 수용 방식, 피드백을 통한 스투어드십 활동 및 접근 방식 변경 여부
II. 서비스 제공기관		
구분	원칙별 보고 방법 (how to report)	
원칙 (4개)	원칙 1. 고객과의 소통	▶ 고객과의 소통 방식, 고객과의 소통이 서비스에 반영된 사례 등 ☑ 투자자문사 → 새로운 운용사 선정 시 심사 과정, 선정된 운용사의 감독 사례 등
	원칙 2. (의결권 자문사) 서비스 품질 및 정확성 확보	▶ 리서치 품질과 정확성 확보 방법, 의결권 행사 정책과 관련한 고객과의 협의 내용 등
	원칙 3. (투자자문사) 시장 전반 리스크 식별 및 대응, 건전한 시장 조성	▶ 시장 전반 리스크에 대한 설명, 스투어드십 활동 시 리스크 반영 여부, 건전한 시장 조성 이니셔티브 참여 내용 기술 등
	원칙 4. (주주활동 서비스 제공기관) 고객의 자산 가치 증대를 위한 주주활동 수행	▶ 주주활동 우선순위 선정 및 목적 설명, 주주활동 유형(단독/공동) 설명, 단계적 주주활동을 비롯한 주주활동 사례 제시 등
구분	공시 세부 사항 (disclosure requirement)	
공시 항목 (4개)	A. 기관 성격 및 제공 서비스	·수행 업무, 서비스 제공 대상 고객 유형, 제공하는 서비스의 스투어드십 활동 지원 여부
	B. 서비스 제공을 위한 자원(인력, 시스템) 설명	·기관의 지배구조, 서비스에 대한 효과적인 감독 체계, 서비스 제공을 위한 전문 인력 및 기술 보유 여부
	C. 스투어드십 정책 및 절차, 검토 방식 설명	·스튜어드십 활동을 위한 정책 및 절차, 정책 및 절차에 대한 검토 주기 및 승인 절차
	D. 이해상충 관리 방식	·잠재적 이해상충 사례 제시, 이해상충 관리 및 대응 방안

* 출처: 2026 영국 스투어드십 코드, 저자 정리 (보다 구체적인 코드 내용은 「UK Stewardship Code 2026」 원문을 참조 바람)

유가증권시장 상장기업의 보상위원회 운영 현황

구현지*

- ▶ 보상위원회는 감사위원회, 사외이사후보추천위원회와 달리 상법에서 설치 의무를 규정하고 있지 않으며, 금융회사지배구조법에서만 자산총액 조건을 충족하는 일부 금융회사에 대해 설치를 의무화하고 있음
- ▶ 최근 3년 동안 유가증권시장 상장기업의 보상위원회 현황을 조사한 결과, 전체 조사 대상 기업에서만 아니라, 위원회 설치 의무가 없는 기업 중에서도 자발적으로 보상위원회를 설치한 기업의 수와 비중이 점진적으로 증가하는 추세가 나타남
- ▶ 또한, 위원회 내 사외이사 비중, 위원장의 사외이사 여부 등 위원회 구성의 독립성 측면에서 조사 대상 기업 전반적으로 높은 수준을 보였으나, 위원회 개최 빈도가 낮고 다수의 기업에서 안건의 유형 및 형태가 제한적인 양상을 보이면서, 위원회 운영의 충실성 제고가 필요한 것으로 판단됨
- ▶ 기관투자자는 보상위원회 설치 여부 외에도, 위원회가 형식적으로 작동하지 않도록 위원회 개최 빈도, 안건 내용 등의 세부 사항을 모니터링할 필요가 있음

서론

- 최근 자본시장의 공정성 강화 및 코리아 디스카운트 해소를 목표로 대대적인 상법 개정 및 관련 정책 제언이 이루어지고 있으며, 임원 보수 또한 기업지배구조의 주요 논제로서 시장의 관심도가 증가하고 있음
 - 2025년 정기 주주총회에서는 기존의 보수한도 수준 자체에 대한 주주제안뿐만 아니라, 주주총회 보수심의회 도입, 임원보수 산정기준 보고 의무화 등 보수 산정 기준 및 체계의 개선을 요구하는 주주제안이 증가하면서, 임원 보수에 대한 일반주주의 관심이 심층화된 모습을 보여줌¹⁾
 - 지난 6월에는 주주총회에서 이사 보수의 구체적인 산정 근거를 설명하고 주주의 의견을 듣도록 하고, 대규모 상장회사에 이사회 내 위원회로서 보수위원회를 설치하도록 하는 법안²⁾이 발의되기도 함

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

KCGS 책임투자본부 책임투자팀 구현지 선임연구원, white07@cgs.or.kr

1) 이동우, "임원 보수 관련 주주제안 동향 분석 및 제언", KCGS Report 제15권 6호, 2025.06.30.

2) 상법 일부개정법률안, 2025.06.10. 발의(신장식의원 대표발의), 의안번호 제10695호.

- 임원 보수는 주주와 경영자 사이의 이해관계를 일치시켜 대리인 문제를 최소화함으로써 기업가치를 극대화시킬 수 있도록 설계되어야 하며,³⁾ 이를 효과적으로 결정하도록 하는 수단의 일환으로서 보상위원회⁴⁾가 존재함
- 다만, 현행법에서는 보상위원회 설치가 의무화되어 있지 않아, 기업마다 자율적으로 보상위원회를 설치하여 운영하고 있음

- 이에 본고에서는 국내 유가증권시장 상장기업의 보상위원회 설치 및 운영 현황을 살펴보고, 보상위원회가 적절히 기능하고 있는지 검토하고자 함

보상위원회 관련 규제 및 가이드라인

- 상법상 일반 상장회사에 설치 의무가 있는 감사위원회, 사외이사후보추천위원회와 달리 보상위원회는 일반 상장회사에 대해서는 법령상 설치 의무가 없음
- 자산총액 5조 원 이상의 금융회사(상장회사의 경우 자산총액 2조 원 이상)는 관련법에 따라 보상위원회 설치가 의무화됨

〈표 1〉 보상위원회 관련 법령 내용

구분	법령 원문
금융회사 지배구조법	<p>제3조(적용범위) ③ 자산규모, 영위하는 금융업무 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 금융회사에 대해서는 다음 각 호의 사항을 적용하지 아니한다.</p> <p>2. 제16조제1항부터 제3항까지에 따른 이사회내 위원회의 설치에 관한 사항</p> <p>제16조(이사회내 위원회의 설치 및 구성) ① 금융회사는 「상법」 제393조의2에 따른 이사회내 위원회로서 다음 각 호의 위원회(이하 이 조에서 “위원회”라 한다)를 설치하여야 한다.</p> <p>...(중략)...</p> <p>4. 보수위원회</p> <p>5. 내부통제위원회</p> <p>② 제1항제4호에도 불구하고 금융회사의 정관에서 정하는 바에 따라 감사위원회가 제22조제1항 각 호에 관한 사항을 심의·의결하는 경우에는 보수위원회를 설치하지 아니할 수 있다. <u>다만, 대통령령으로 정하는 금융회사의 경우에는 그러하지 아니하다.</u></p> <p>...(중략)...</p> <p>④ 위원회 위원의 과반수는 사외이사로 구성한다.</p> <p>⑤ 위원회의 대표는 사외이사로 한다.</p> <p>제22조(보수위원회 및 보수체계 등) ① 보수위원회는 대통령령으로 정하는 임직원에 대한 보수와 관련한 다음 각 호에 관한 사항을 심의·의결한다.</p> <p>1. 보수의 결정 및 지급방식에 관한 사항</p> <p>2. 보수지급에 관한 연차보고서의 작성 및 공시에 관한 사항</p> <p>...(중략)...</p>

3) 이상철·정명·양동훈, “보상위원회 도입 및 독립성에 영향을 미치는 요인: 대리인문제와 감시유인을 중심으로”, 회계저널 제18권 제4호, 한국회계학회, 2009, pp. 161~186.

4) 본고에서 보수위원회와 보상위원회는 동일한 개념으로 사용됨

구분	법령 원문
동법 시행령	제6조(적용범위) 법 제3조제3항 각 호 외의 부분에서 "대통령령으로 정하는 금융회사"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 말한다. 다만, 해당 금융회사가 주권상장법인(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제9조제15항제3호에 따른 주권상장법인을 말한다. 이하 같다)으로서 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 2조원 이상인 자는 제외한다.
	제14조(보상위원회의 설치) 법 제16조제2항 단서에서 "대통령령으로 정하는 금융회사"란 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 5조원 이상인 금융회사를 말한다.

- 한편, KCGS의 ESG 모범규준 등 연성규범에서는 보상위원회를 적절한 수준의 보상이 이루어지도록 경영진의 성과를 평가하고 보상수준을 결정하는 역할을 하는 기구로 정의하고 있으며, 보상위원회의 독립성 확보를 위해 위원회 전원을 사외이사로 구성할 것을 권고하고 있음

〈표 2〉 보상위원회 관련 KCGS ESG 모범규준 및 가이드라인 내용

구분	원문
KCGS ESG 모범규준(2021.08.)	<p>6.1 (이사회 내 위원회) 이사회 내부에 특정 기능과 역할을 수행하는 적정 수의 인원으로 구성된 위원회를 설치할 것을 권고한다. 특히 대규모 상장법인의 경우에는 감사위원회, 사외이사후보추천위원회, 보상위원회의 설치를 권고한다.</p> <p>...(중략)...</p> <p>보상위원회의 역할: 보상위원회는 이사에게 적절한 수준의 보상이 이루어지도록 이사의 성과를 평가하고, 이를 기초로 이사의 보상수준을 결정한다.</p> <p>...(중략)...</p> <p>6.2 이사회 내 위원회는 과반수를 사외이사로 구성하여야 한다. 단 감사위원회, 보상위원회, 내부거래위원회, 사외이사후보추천위원회는 전원 사외이사로 구성할 것을 권고한다.</p>
KCGS 보상위원회 가이드라인(2024.10.)	<p>1.1 (보상위원회의 역할 및 책임) 보상위원회는 보상 프로그램의 설계 및 운용 등 전반적인 보상 프로그램에 대해서 책임을 진다.</p> <p>...(중략)...</p> <p>2.1 (보상위원회의 구성) 보상위원회는 경영진을 객관적으로 평가하고 그에 따른 적절한 보상을 결정하기 위해 피평가자인 경영진으로부터 독립적인 사외이사로 전원 구성되는 것이 바람직하며, 보상위원회의 위원은 최소 3명 이상이 될 것을 권고한다.</p> <p>...(중략)...</p> <p>3.2 (보상위원회의 운영 및 이사회 보고) 보상위원회는 연간 위원회 활동 계획을 수립하고 그에 따라 위원들이 모두 참석할 수 있도록 정기 위원회를 1년에 최소 2회 이상 개최해야 한다.</p>
KCGS 의결권 행사 가이드라인(2025.02.)	<p>5.1 (보상위원회 위원 구성) 보상위원회 위원 전원을 사외이사로 구성하는 안에 대해 찬성한다.</p>

- 관련한 국내 공시 규정으로는 한국거래소 기업지배구조 보고서 가이드라인에서 세부원칙으로 보상위원회를 전원 사외이사로 구성하도록 하고 있음
- 일본, 영국 등 해외에서도 연성 규범을 통해 보상위원회 설치와 독립적인 구성을 요구하고 있으며, 관련한 내용을 공시하도록 함

〈표 3〉 보상위원회 관련 국내외 공시 규정 및 가이드라인 내용

구분	원문
한국거래소 기업지배구조보고서 가이드라인(2025.02.)	(세부원칙 8-①) 이사회 내 위원회는 과반수를 사외이사로 구성하되 감사위원회와 <u>보상(보수)위원회는 전원 사외이사로 구성하여야 한다.</u>
Japan Corporate Governance Code (2021.06.)	<p>Principle 4.10.1 If the organizational structure of a company is either Company with Kansayaku Board or Company with Supervisory Committee and independent directors do not compose a majority of the board, in order to strengthen the independence, objectivity and accountability of board functions on the matters of nomination (including succession plan) and remuneration of the senior management and directors, the company should seek appropriate involvement and advice from the committees, including from the perspective of gender and other diversity and skills, in the examination of such important matters as nominations and remuneration by establishing an independent nomination committee and remuneration committee under the board, to which such committees make significant contributions.</p> <p>In particular, companies listed on the Prime Market should basically have the <u>majority of the members of each committee be independent directors</u>, and should disclose the mandates and roles of the committees, as well as the policy regarding the independence of the composition.</p>
UK Corporate Governance Code (2024.01.)	<p>Section 5 – Remuneration</p> <p>Provisions 32. The board should establish a remuneration committee of independent <u>non-executive directors with a minimum membership of three, or in the case of smaller companies, two.</u> In addition, the chair of the board can only be a member if they were independent on appointment and cannot chair the committee.</p>

보상위원회 운영 현황 분석

- (분석 대상 및 방법) 최근 3년간(FY2022~2024) 유가증권시장 상장기업 기업 전체(822사)의 사업보고서상 보상위원회 운영 현황을 분석함
- 금융회사의 지배구조에 관한 법률에 의해 보상위원회 설치 의무가 존재하는 기업은 40사로 확인됨
- 법령상 보상위원회 설치 의무 여부에 따라 위원회의 독립성, 충실성 등 운영 수준의 차이가 있는지 살펴보기 위해 보상위원회 설치 의무가 있는 기업(이하 ‘의무 설치 기업’)과 보상위원회 설치 의무가 없음에도 설치한 기업(이하 ‘자율 설치 기업’)을 비교하여 보상위원회 운영 현황을 분석함
- 구성의 독립성은 ①위원회 내 사외이사의 비중, ②위원장의 사외이사 여부, ③대표이사 또는 최대주주의 위원회 참여 여부를 활용하고, 운영의 충실성은 ①위원회 평균 출석률, ②위원회 개최 횟수 등 2가지 지표와, 상정된 안건의 유형 및 형태를 분석하여 파악함
- 공공기관 운영에 관한 법률을 적용받는 시장형 공기업은 분석 대상에서 제외함

- 사업보고서 및 분·반기보고서에 관련 내용이 없는 경우 기업지배구조보고서를 참고함
- (위원회 설치 여부) 최근 3년간 보상위원회를 설치한 기업의 비중은 평균 22.7%로, 기업의 수와 비중 모두 점진적으로 증가하는 추세임(〈표 4〉 참고)
- 보상위원회 자율 설치 기업의 수는 2022년 124사에서 2024년 167사로 증가하였으며, 비중도 2022년 15.5%에서 2024년 20.6%로 증가함

〈표 4〉 최근 3년간 보상위원회 설치 현황

(단위: 사)

구분	2022	2023	2024
보상위원회 설치 기업(비중)	164(20.5%)	181(22.4%)	204(25.1%)
- 의무 설치 기업	40	37	37
- 자율 설치 기업	124	144	167
보상위원회 미설치 기업	636	627	608
합계	800	808	812

1) 구성의 독립성

- (사외이사 비중) 최근 3년간 보상위원회 내 사외이사 비중은 평균 79.4%로, 보상위원회 의무 설치 기업과 자율 설치 기업 모두 높은 수치를 보임(〈표 5〉 참고)
- 최근 3년간 자율 설치 기업의 보상위원회 내 사외이사 비중이 점차 증가하여 의무 설치 기업의 사외이사 비중과의 격차가 감소하고 있음

〈표 5〉 최근 3년간 보상위원회 설치 현황

(단위: 사)

구분	2022	2023	2024
보상위원회 설치 기업 사외이사 비중	76.3%	80.2%	81.7%
- 의무 설치 기업 사외이사 비중	82.3%	84.2%	84.9%
- 자율 설치 기업 사외이사 비중	76.3%	80.2%	81.7%

- (위원장 사외이사 여부) 최근 3년간 사외이사를 보상위원회의 위원장으로 선임하는 기업의 비중은 89.6%로 상당히 높은 수치를 보임(〈표 6〉 참고)
- 법령상 의무 설치 기업은 보상위원회 위원장을 사외이사로 선임하도록 규정되고 있으며, 조사 대상 기업 중 이를 위반하고 있는 기업은 없는 것으로 확인됨
- 자율 설치 기업 또한 최근 3년간 평균 86.7%의 회사가 사외이사를 보상위원회 위원장으로 선임한 것으로 나타남

〈표 6〉 최근 3년간 보상위원회 위원장 선임 현황

(단위: 사)

구분	2022	2023	2024
사외이사	142(86.6%)	163(90.1%)	188(92.2%)
- 의무 설치 기업	40	37	37
- 자율 설치 기업	122	126	151
대표이사	6(3.7%)	4(2.2%)	2(1.0%)
- 의무 설치 기업	0	0	0
- 자율 설치 기업	6	4	2
사내이사 및 기타비상무이사	12(7.3%)	11(6.1%)	10(4.9%)
- 의무 설치 기업	0	0	0
- 자율 설치 기업	12	11	10
미공시	4	3	4
합계	164	181	204

- (대표이사 또는 최대주주 참여 여부) 대표이사 또는 최대주주가 보상위원회의 구성원으로 참여하는 기업의 비중은 2022년 22.0%에서 2024년 17.6%로 감소하는 추세를 보임([표 7] 참고)
- 의무 설치 기업의 경우 대표이사 또는 최대주주가 보상위원회에 참여하는 기업의 수가 최근 3년 동안 감소하였으나, 자율 설치 기업은 2024년에 해당 기업의 수가 다시 증가하는 모습을 보임

[표 7] 최근 3년간 보상위원회 대표이사 또는 최대주주 참여 현황

(단위: 사)

구분	2022	2023	2024
대표이사 또는 최대주주 참여	36(22.0%)	32(17.7%)	36(17.6%)
- 의무 설치 기업	9	6	3
- 자율 설치 기업	27	26	33
대표이사 또는 최대주주 미참여	128	149	168
- 의무 설치 기업	31	31	34
- 자율 설치 기업	97	118	134
합계	164	181	204

2) 운영의 충실성

- (위원회 출석률) 최근 3년간 보상위원회 평균 출석률은 소폭 증가하였으며, 매년 95% 이상의 높은 출석률을 보임([표 8] 참고)
- 자율 설치 기업의 보상위원회 출석률이 의무 설치 기업에 비하여 소폭 낮은 것으로 확인되나, 양 기업군 간 차이는 점차 감소하고 있음

〈표 8〉 최근 3년간 보상위원회 평균 출석률

구분	2022	2023	2024
의무 설치 기업	98.0%	99.1%	98.3%
자율 설치 기업	92.4%	95.6%	96.4%
전체 평균	94.4%	96.7%	96.9%

- (개최 횟수) 최근 3년간 회사별로 평균 2.6회의 보상위원회가 개최되었으며, 의무 설치 기업보다 자율 설치 기업의 위원회 개최 횟수가 더 적은 것으로 나타남(〈표 9〉 참고)
- 한 회차의 보상위원회에서 여러 안건이 다루어지는 경우도 존재하나, 일반적으로는 한 회차에 1~2개의 안건이 다루어지고 있으므로 연평균 3회 미만의 보상위원회 개최는 보상 관련 의제를 모두 심의하기에는 불충분한 횟수로 판단됨

〈표 9〉 최근 3년간 보상위원회 평균 개최 횟수

구분	2022	2023	2024
의무 설치 기업	3.8	4.1	4.2
자율 설치 기업	2.1	2.2	2.4
전체 평균	2.5	2.6	2.8

주: 개최 내역을 미공시한 회사의 경우 개최 횟수를 0회로 계산함

- (상정 안건 유형) 보상위원회가 적절히 기능하기 위해서는 주주총회에 부의될 보수 한도를 결정하는 건 외에도 보수체계 또는 정책의 수립 및 변경, 개별 이사의 성과 평가, 구체적인 보상 수준 결정 등 보수와 관련된 다양한 안건을 다루어야 함
- 그러나 보상위원회에 상정된 안건을 분석한 결과, 1년간 위원장 선임 또는 보수한도 결정의 건만 상정된 사례가 다수 발견됨
 - 위 2가지 안건만 상정된 기업은 모두 비금융사(자율 설치 기업)에 해당함
 - 연중 위원장을 선임하는 위원회만 개최된 기업은 2022년 5사, 2023년 5사, 2024년 7사로 확인되며, 보수한도를 결정하는 위원회만 개최된 회사는 동 기간 12사, 13사, 20사인 것으로 확인됨
 - 위원장 선임과 보수한도 결정은 보상위원회 운영에 있어 최소한의 필수 안건에 해당하므로, 이들 안건에만 한정된 위원회 운영은 임원 보상의 적정성을 제고하고자 하는 위원회 설치 취지에 부합하지 않는 것으로 판단됨

〈표 10〉 최근 3년간 보상위원회 상정 안건 현황

(단위: 사)

구분	2022	2023	2024
'위원장 선임의 건'만 상정한 기업	5	5	7
'보수한도 결정의 건'만 상정한 기업	12	13	20
'위원장 선임', '보수한도 결정의 건'만 상정한 기업	5	8	10
합계	22	26	37

- (상정 안건 형태) 또한, 보상위원회는 이사회와 독립적인 위치에서 보상과 관련된 의제를 결정하는 기구로서, 해당 위원회에서 안건의 청취, 검토, 결정이 모두 이루어져야 함
 - 따라서 보상 관련 의제를 설명하는 보고 안건뿐만 아니라, 이를 보상위원회 내에서 결정하는 의결 안건이 필수적으로 상정되어야 함
- 다만 최근 3년간 보상위원회에 상정된 안건의 형태를 분석한 결과, 보고, 심의, 검토 등 의결의 형태를 띠지 않는 안건(이하 '보고 안건')이 다수 상정된 것으로 나타남
 - 최근 3년간 연간 70회 이상의 보상위원회에서 의결 안건 없이 보고 안건만 상정된 것으로 확인됨

〈표 11〉 최근 3년간 보고 안건만 상정된 보상위원회의 개최 횟수

구분	2022	2023	2024
'보고 안건'만 상정된 보상위원회의 개최 횟수	73	86	78
전체 보상위원회 개최 횟수	408	473	562
비중	17.9%	18.2%	13.9%

주: 위원의 찬반 여부가 표시되지 않은 안건은 결의 안건에 포함하지 않음

결론 및 시사점

- 최근 3년간 유가증권 상장기업에 대한 보상위원회 운영 현황을 분석한 결과, 보상위원회 설치 의무가 없음에도 보상위원회를 자발적으로 설치하는 기업이 꾸준히 증가하고 있는 점은 긍정적 변화로 보임
 - 또한, 보상위원회 의무 설치 기업과 자율 설치 기업 모두에서 보상위원회 내 사외이사의 비중과 위원장이 사외이사인 기업의 비중이 증가하고 있는 점은 보상위원회 구성의 독립성 수준이 전반적으로 제고되고 있음을 보여줌
- 다만, 조사 대상 기업 전체적으로 대표이사 또는 최대주주의 보상위원회 참여 비중이 점차 감소하고 있는 점은 긍정적이나, 자율 설치 기업에서는 최근 사업연도에 해당 비중이 소폭

증가하는 모습을 보였으므로 이에 대한 지속적인 모니터링이 필요함

- 위원회 출석률이 높다는 점 외에는 보상위원회의 운영 충실성 측면에서 개선이 필요한 사항이 다수 발견됨
 - 먼저, 보상위원회 개최 횟수는 연간 평균 2.6회 수준으로 매우 적은 개최 빈도를 보이고 있으며, 개최된 위원회에서조차 위원장 선임의 건 또는 보수한도 결정의 건만 상정되는 경우가 다수 존재함에 따라, 위원회가 매우 형식적으로 운영되는 경향이 있는 것으로 판단됨
 - 더하여, 다수 기업에서 보상위원회에 상정된 안건의 형태가 의결이 아닌 보고의 형태를 띠고 있다는 점에서 보상위원회가 보상과 관련된 모든 의제를 결의하는 주체인지에 대한 의문이 있으며, 안건에 대한 개별 위원들의 찬반 의견을 확인하기 어려우므로 보상위원회가 실질적으로 작동하고 있다고 보기 어려움
- 보상위원회 설치 목적은 이사회와 독립적인 위치에서 보상 관련 의제를 심의하여 효과적인 보상 체계를 갖추으로써 경영진의 대리인 문제를 완화하고, 궁극적으로는 기업가치 및 주주가치를 증대시키는 것임
- 따라서 기관투자자는 보상위원회가 본래 설치 목적에 맞게 기능하고 있는지 점검하기 위해 단순히 기업의 보상위원회 설치 여부를 파악하는 단계를 넘어서 위원회의 개최 빈도, 상정되는 안건의 세부 내용, 안건의 결의 여부 등 위원회의 실효성을 제고하기 위한 세부 사항을 모니터링할 필요가 있음

Global News

1. 2025 글로벌 행동주의 캠페인 동향

고영제*

- 영국의 투자은행 Barclays의 Shareholder Advisory Group은 2025년 3분기 기준 글로벌 행동주의 캠페인(이하 '캠페인') 동향 보고서를 발표함¹⁾
 - 해당 보고서는 시가총액 5억 달러 이상인 기업을 대상으로 2025.01.01.~2025.09.30.(이하 '분석 기간') 발표된 캠페인을 분석하였음
 - 분석 기간 캠페인은 총 191건이 발생하며 최근 10년 중 최고치를 기록함
 - 지역별로는 미국(51%), APAC(28%), 유럽(17%) 순으로 분포하였으며, APAC 내에서는 일본(89%), 유럽 내에서는 영국(38%)의 활동이 두드러짐

- 보고서에서 언급된 2025년 3분기까지의 글로벌 행동주의 캠페인의 주요 동향은 다음과 같음
 - (캠페인 시기) 이사 후보 추천 기간(Proxy Nomination Window)²⁾ 캠페인 집중화 현상이 완화되고, 연중 분산화되어 캠페인이 발생하고 있음
 - 2025년 7월(19건), 8월(23건)의 캠페인 수는 최근 4년 동월 평균의 두 배를 상회하였음
 - (캠페인 주체) 기존의 주요 행동주의 투자자(Major Activists)뿐만 아니라 신규 행동주의 투자자(First-Timer Activists)의 참여도 지속되고 있는 양상이 확인됨
 - 캠페인 수 기준, 10대 주요 운용사³⁾가 주도한 캠페인은 전체의 16%를 차지하였으며, 특히 Elliott management는 2025년 3분기 9건, 누적 15건의 캠페인을 진행하는 동안 총 \$161억의 자본을 투입하며 활동량 및 규모 면에서 압도적인 1위를 기록함
 - 캠페인 주체 수 기준, 신규 행동주의 펀드의 비율이 27%에 달했으며, 최근 5년간 그 비율이 최소 22% 이상을 기록하며 진입장벽이 낮은 시장 구조가 지속되고 있음
 - (캠페인 목적) 전 세계 캠페인 목적은 M&A(39%), 이사회 교체(38%)가 양분했으며, 특히 미국에서는 이사회 교체(51%)가 M&A(40%)를 상회하며 이사회를 통한 직접적인 경영 개입 추세가 강화됨
 - 최근 M&A 캠페인 중 주목할 만한 흐름은 PEPSICO(포트폴리오 단순화)⁴⁾, CSX(합병 검토 등 전략적 대안 마련)⁵⁾ 사례처럼 기업 정체성, 사업구조의 근본적 변화를 요구하는

* KCGS 책임투자본부 책임투자팀 연구원, youngjego@cgs.or.kr

1) 자세한 내용은 다음을 참고: Shareholder Activism sees busiest Q3 on record

2) SEC Rule 14a-8(e)에 따르면, 미국의 경우 전기 정기주총회 위임장 설명서(Proxy Statement) 발송일과 상응하는 당기 예상 발송일의 120일 전까지 이사 후보 추천 주주제안서를 제출해야 함

예시: 전기 위임장 설명서 발송일 - 2025년 4월 1일, 당기 이사 후보 추천 기한 - 2025년 12월 2일

3) Cevian, Elliott Management, Icahn Associates, JANA Partners, Land & Buildings, Sachem Head, Starboard Value, TCI, Third Point, Trian Partners and ValueAct

4) 자세한 내용은 다음을 참고: Elliott's Perspectives on PepsiCo

5) 자세한 내용은 다음을 참고: Ancora Issues Letter to CSX's Board of Directors Regarding the Need to Avert a

- 이른바 ‘변혁적(Transformative) M&A’ 캠페인이 부상하고 있다는 점임
- (캠페인 주요 성과) 캠페인을 통해 행동주의 펀드는 총 98석의 이사회 의석을 확보하는 과정에서 대체로 공개 대결이 아닌 합의(Settlements)를 통하여 이사회에 진입(88%)하였으며, 직접 진입보다는 독립이사 추천을 통한 간접적 영향력 행사(72%) 양상이 두드러짐
 - 미국은 합의를 통한 이사회 진입이 43건으로 전년 29건 대비 증가하였으며(▲48%), 비공개 협상으로 도달한 비율 또한 47%로 전년 17% 대비 급격히 증가함(▲30%p)
 - 또한 미국은 캠페인 실시 후 1년 이내에 CEO가 사임한 건이 25건으로, 2024년 1년 동안 27건임을 고려했을 때 역대 최고치를 경신할 것으로 예상됨
 - 한편, 보고서에서는 향후 글로벌 행동주의 환경에 아래의 요인이 영향을 미칠 것으로 예상함
 - (스튜어드십 조직 분권화) 2025.02.11., 미국증권거래위원회(SEC) 기업금융부(Division of Corporation Finance)가 주로 수동적 투자자(Passive Investor)에 적용되는 Schedule 13G(대량 보유 보고 의무 공시) 적용 요건을 강화하자⁶⁾, 인덱스 펀드 투자 비중이 높은 Big3 운용사(Blackrock, Vanguard, State Street)는 운용 자산군별 스튜어드십 기능을 분리하고 있음
 - 이에 따라 동일 운용사 내에서도 자산군 별로 기업 관여(Engagement)의 기준이 달라질 수 있으며, 발행회사와의 이해관계 조정 및 참여구조가 다층화될 수 있음
 - (의결권 자문사 규제 강화) 2025.06.20., 텍사스 주는 의결권 자문사가 비재무적 요소(ESG, DEI 등)를 고려해 권고할 경우, ① 권고가 주주의 재무적 이익만을 위한 것이 아님을 명시하고 ② 분석 근거를 구체적으로 설명하며 ③ 비재무적 요소를 촉진하기 위해 투자 수익을 희생할 수 있다는 사실을 명시하도록 하는 법안(Texas Senate Bill 2337)을 통과시켰음⁷⁾
 - 글로벌 의결권 자문사인 ISS, Glass Lewis는 텍사스 법무장관을 상대로 소송을 제기하여 현재 법안의 시행이 중단된 상태이며, 향후 본안 판결 결과에 따라 자문사의 영향력에 상당한 변화가 예상됨
 - (자동 투표제도의 도입) 2025.09.15., SEC는 Exxon Mobil의 소액주주 자동투표(auto-voting) 제도 도입을 승인하며, 미국 최초의 비금융회사형 자동 투표제도로 인정받음
 - 해당 제도를 통해 연례 고지를 받은 소액주주들이 사전 동의 후 이사회 권고안과 동일하게 의결권 행사가 가능해짐에 따라, 기관투자자 중심의 의결권 행사 구조에서 향후 소액주주의 의결권 행사 통로가 확대되는 변곡점으로 평가됨

Permanent Impairment of Value and Aggressively Pursue a Value-Maximizing Merger

6) Schedule 13G는 지배권 변경 목적이 없음을 전제로 한 공시 서류로 13D(지배권 변경 목적이 있는 경우) 대비 보고 내용, 제출 기한 등에서 공시 부담이 적으나, 최근 개정으로 해당 목적이 없다는 것을 증명하지 못하는 경우 13G 양식으로 보고할 수 없게 됨
7) 자세한 내용은 다음을 참고: Texas Senate Bill 2337

2. TNFD, 2025년 현황 보고서 발간

구현지*

- 2025년 9월, 자연 관련 재무정보 공개 협의체('Taskforce on Nature-related Financial Disclosures', 이하 'TNFD')는 2025년 현황보고서(status report)를 발간함¹⁾²⁾
 - TNFD는 권고안 발표(2023년 9월) 2주년을 맞아 현황보고서를 발간함
 - 이번 보고서를 준비하기 위해 TNFD는 다음의 4가지 핵심 분야와 관련된 시장의 관행과 인식을 조사함
 - 다양한 산업과 지역에서 기업과 금융기관이 자연 관련 이슈(nature-related issues)를 설정(baselining)하고 평가하는 것
 - 보고서 작성자들이 TNFD 권고 공시 사항 및 핵심 공시 지표에 맞춰 자연 관련 이슈에 대한 중요 정보를 외부에 공시하는 것
 - 공시되기 시작한 정보가 의사결정에 얼마나 유용한지에 대한 공시 사용자들의 인식
 - 자연 관련 이슈의 추가적인 평가 및 공시에 대해 시장에서 인식하고 있는 어려움과 장애 요인(challenges and barriers), 이들 요인이 TNFD와 이해관계자들에게 제공하는 시사점
- 50개국 이상에서 총 620개에 달하는 기관(운용 규모 약 20조 달러)이 TNFD 권고안에 부합하는 공시를 시작할 계획에 있음을 공식적으로 발표함
 - 이미 TNFD 권고안과 일정 부분 일치하는 1세대 및 2세대 보고서가 500건 이상 발간되었으며, 권고안에서 제시한 14개의 권고사항 중 평균 8.7개의 권고사항이 보고서에 반영되고 있는 것으로 확인됨
 - 공시 도입 초기 단계에서는 리스크 및 영향 관리와 거버넌스 관련 항목의 활용도가 높았던 반면, 지표 및 목표 공시와 전략의 회복탄력성(resilience of strategy)을 평가하기 위한 시나리오 활용(use of scenario) 항목은 상대적으로 활용도가 낮았음
 - 또한, TNFD가 실시한 설문조사에 따르면, 응답자의 89%가 자연 관련 정보를 공시하였거나 공시할 계획이라고 답변하였으며, 응답자의 77%는 TNFD의 권고안을 자사 공시에 활용하였거나 활용할 계획이라고 답변함
 - CDP에서 조사한 데이터에 따르면, TNFD와 직접적으로 연계되지는 않았지만 자연 관련 공시를 수행하고 있는 기업이 잠재적으로 더 많을 가능성이 있는 것으로 나타남

* 한국ESG기준원 책임투자본부 책임투자팀 선임연구원, white07@cgs.or.kr

1) Release of TNFD Status Report highlights significant market momentum on nature-related issues, TNFD, 2025.09.25.

2) TNFD 2025 Status Report, TNFD, 2025.09.

- CDP 플랫폼을 통해 물, 폐기물, 산림 관련 이슈에 대한 기존의 공시 활동을 수행해 왔던 많은 기업이 TNFD에서 정의하는 자연 관련 공시를 이미 수행하고 있음에도, 이를 TNFD와 공식적으로 연계하거나 TNFD를 채택하고 있다고 밝히지 않은 경우가 다수 존재함
 - 위 분석 결과는 이미 자연 관련 데이터를 공시하고 있는 기업과 금융기관이 기존 활동을 기반으로 하여 TNFD가 권장하는 자연 관련 평가 및 공시에 대한 통합적인 접근을 채택할 가능성이 있음을 시사함
- 이처럼 자연 관련 이슈에 대한 평가와 공시가 주목받게 된 배경에는 ①정책 및 규제의 강화, ②투자자 관심의 증대가 있음
- 다수의 시장참여자는 이미 지속가능성 공시 의무가 존재하거나, 향후 3년 이내에 그 의무가 부과될 것으로 예상하고 있음
 - 지식 공유 네트워크 및 주주관여의 확대, 스튜어드십 가이드라인의 자연 관련 내용 반영, 투자 커뮤니티 역량 강화 등으로 인해 투자자들은 자신들의 포트폴리오에 내재된 자연 관련 리스크를 점차 인식하게 됨
- TNFD의 향후 핵심 과제 및 계획은 다음과 같음
- TNFD에서 인식하고 있는 핵심 과제는 다양한 산업과 지역의 시장참여자들이 자연을 전략적인 리스크 및 기회 관리의 핵심 요소로 인식하도록 하는 것이며, 이를 통해 자연 관련 이슈를 통합적으로 식별, 평가, 공시하도록 유도하는 것임
 - 시장에서 TNFD에 가장 자주 제기하는 2가지 이슈는 ①지식과 기술 구축, ②TNFD 권고안 및 공시 지표에 따라 공시할 수 있도록 하는 데이터의 가용성과 품질에 대한 우려이며, 이에 대한 TNFD가 계획 중인 프로그램은 다음과 같음
 - 기준 제정 기관(standard setters), 공시 플랫폼, 기타 이니셔티브와의 협력
 - 정량적 공시(quantitative reporting)를 지원하기 위한 측정 및 데이터 과제 대응
 - 기존에 발표된 가이드라인 이외에도 산업별 가이드라인 등 추가적인 가이드라인 개발 검토
 - 시장참여자들을 위한 시장 소통 강화 및 역량 지원