

KCGS Report

제13권 12호 | 통권 제168호
2023.12.



한국ESG기준원

KCGS Report 제13권 12호

발행일 : 2023년 12월 31일

발행인 : 심인숙

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

제13권 12호 | 2023. 12.

● ESG 동향

• 국내외 ESG 평가기관 규제 동향	2
• 전자주주총회 도입 관련 글로벌 규제동향과 시사점	12
• 국내 상장기업의 기업설명회(IR) 운영 현황	21
• 생물다양성 보호 강화 이슈에 따른 주요 동향	36
• 시장 저평가 해소를 위한 일본의 정책적 노력 - 지배구조 관행 개선 및 자본 효율화를 중심으로 -	43
• 사외이사후보추천위원회 운영 현황 분석	53
• 국내 상장기업의 배당규모 기준 공시 및 배당정책 준수 현황	61

● Global News

1. 싱가포르 MAS, 지속가능금융을 위한 택소노미 발표	76
2. ISSB 기반 글로벌 ESG 공시 동향, Part II	78

ESG 동향

국내외 ESG 평가기관 규제 동향

박지영*

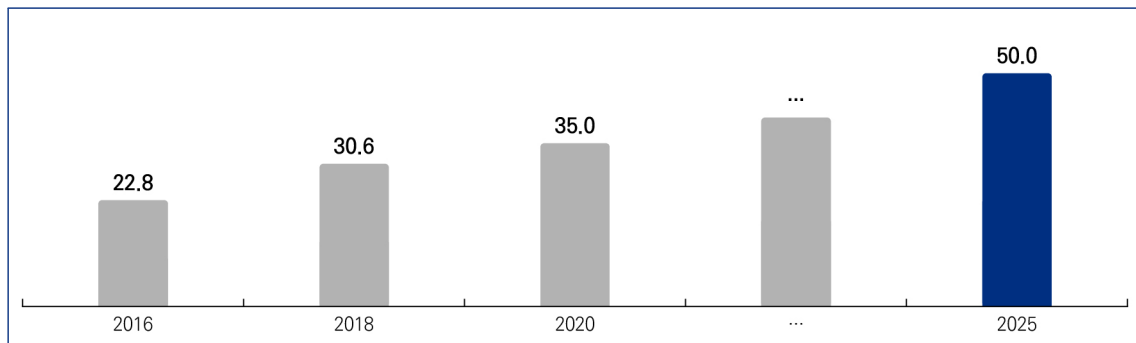
- ▶ 글로벌 ESG 운용자산 규모가 2025년 50조 달러 수준에 이를 것으로 예상되는 등 ESG 평가의 영향력이 증대됨에 따라 ESG 평가기관에 대한 규제의 목소리도 높아짐
- ▶ IOSCO의 'ESG 평가기관 10대 권고안'을 시작으로, OECD는 2023년 개정된 기업지배구조원칙에서 ESG 평가 및 데이터 제공기관의 투명성 및 이해상충 방지를 강조함
- ▶ 국가별로는 영국, 일본, 싱가포르에서 자율규제 형식의 행동규범이 도입되었고, EU에서는 이미 규제 법제화가 논의되고 있음
- ▶ 국내에서는 올해 5월 「ESG 평가기관 가이드선스」가 발표되었고, 주요 평가기관 3개사가 해당 가이드선스에 대한 준수 현황을 공개하였음

들어가며

- 2025년 글로벌 ESG 운용자산 규모는 50조 달러에 이를 것이라고 전망되며 이는 전 세계 운용자산 규모 140.5조 달러의 3분의 1 수준에 이릅니다¹⁾

〈그림 1〉 글로벌 ESG 운용자산 규모

(단위: 조 달러)



자료: Bloomberg

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
한국ESG기준원 ESG평가실 지배구조파트 선임연구원, jypark@cgs.or.kr

1) Bloomberg, 2021.7.21., "ESG Assets Rising to \$50 Trillion Will Reshape \$140.5 Trillion of Global AUM by 2025, Finds Bloomberg Intelligence"

- 지속가능한 투자에 대한 투자자의 관심이 커지고 ESG 운용자산 규모가 점차 증가함에 따라 자본시장에서의 ESG 평가의 영향력 또한 증대되면서 ESG 평가기관에 대한 규제의 목소리도 높아짐
 - 국내·국외를 막론하고 평가기관별 결과의 상이성, ESG 평가방법론의 투명성 결여, 이해상충 우려가 공통적인 문제점으로 지적되면서 규제 대상으로 논의됨
 - 특히 해외의 경우, 주요 ESG 평가기관이 ESG 평가 수행뿐 아니라 자본시장에 지수와 데이터를 공급하고 있어 이해상충 규제의 필요성이 크게 제기됨²⁾
- 이 글에서는 ESG 평가시장의 성장과 영향력 증대에 따른 국내외 ESG 평가기관 규제 동향을 살펴보고자 함

국제기구 규제 동향

- 국가 간 협력을 도모하는 국제기구인 국제증권감독기구(IOSCO)와 경제협력개발기구(OECD)는 각각 ESG 평가기관 관련 권고안과 원칙을 발표함
- IOSCO³⁾는 2021년 ESG 평가시장에 대한 10대 권고안을 발표하고 감독기관, 평가기관, 정보이용자, 평가대상기업 각 주체의 구체적인 행동을 요청함⁴⁾
- IOSCO는 당시 ESG 평가시장이 규제 당국의 규제 범위에 포함되지 않는 점을 고려하여 ESG 평가 및 데이터 제공기관, 평가대상 기업과 협력하여 시장 현황 및 문제점을 파악하는데 집중함
- 해당 권고안의 내용은 법적 구속력이 없고 각국의 시장 상황, 법체계, 우선순위 등에 따라 각기 다르게 채택될 수 있으며, 국제적으로 발표된 첫 번째 ESG 평가기관 가이드스라는 의의가 있음
- ESG 평가 및 데이터 제공기관에 대한 주요 권고 내용은 아래와 같이 5가지 항목으로 요약됨(표 1) 참고)

2) 관련하여 작년 S&P 글로벌은 자사 S&P 500 ESG Index에 세계 최대 탄소 배출 기업인 엑손모빌(ExxonMobil)을 구성종목으로 유지하면서, 인종차별 및 열악한 근로조건으로 기소된 테슬라(Tesla)를 제외한 것 때문에 비판받은 바 있음

3) IOSCO는 효율적 시장 규제, 국제 증권거래 감독 및 기준설정 등 공통 관심사를 논의하고 상호간 협력을 증진하기 위해 각국 증권감독기관으로 구성된 국제증권감독기구로, 2023년 12월 현재 130개국 248개 감독기관이 가입되어 있음. 우리나라에서는 금융위원회 및 금융감독원이 참여함(www.iosco.org)

4) IOSCO, 2021.11, "ESG Ratings and Data Product Providers Final Report"

〈표 1〉 IOSCO 10대 권고안 주요 내용

항목	대상	구분	주요 내용
1	규제당국	관할 기관 규제	규제당국 관할 하의 ESG 평가 및 데이터 제공기관과 ESG 등급 및 데이터 상품의 사용에 대해 보다 주의를 기울여야 함
2	ESG 평가 및 데이터 제공기관	품질보장	투명하고 명확한 ESG 평가방법론을 사용하고, 가급적 공개된 정보에 근거하여 높은 품질의 ESG 등급 및 데이터 상품을 제공해야 함
3		이해상충 방지	조직구조, 사업활동, 경제적 이익으로 인해 발생할 수 있는 이해관계의 충돌을 적절히 관리해야 함
4		투명성	ESG 평가 및 데이터 제공기관의 운영의 독립성과 객관성을 침해할 수 있는 잠재적인 이해상충 사항을 식별, 회피, 관리, 완화, 공개하여야 함
5			ESG 평가 방법론 및 평가 절차에 대해 공개하고 투명성을 확보해야 함
6		기밀유지	평가대상기업의 비공개 정보에 대해 기밀을 유지해야 함
7	정보 이용자	실사	시장 참여자들은 내부 의사결정에 사용하는 ESG 등급 및 데이터 상품에 대한 실사 수행을 고려할 수 있음
8	ESG 평가 및 데이터 제공기관	상호작용	평가 및 데이터 제공기관과 대상 기업 모두에 효율적인 방식으로 정보 수집 절차를 개선할 수 있음
9			평가대상기업의 문제제기에 대해 피드백을 제공하고 해결할 수 있음
10	평가대상기 업	지속가능성 공시	평가대상기업은 관할 법과 규제 하에서 지속가능성 관련 정보에 대한 공시 절차를 가능한 범위에서 간소화할 수 있음

- OECD의 2023년 개정 기업지배구조원칙(Principles of Corporate Governance)에는 ESG 평가 및 데이터 제공기관에 대한 사항이 추가됨⁵⁾
 - OECD 기업지배구조원칙은 법적 구속력이 없는 G20 대상 국제 원칙으로서 국가 고유의 기업지배구조를 발전시키는 기준점을 제공하는 것을 목표로 1999년 제정 이래 2015, 2023년 두 차례 개정됨
 - 2015년 개정 당시 제3장(기관투자자, 주식 시장, 기타 중개업자)을 독립된 장으로 추가하여 기관투자자 및 의결권 자문기관의 역할을 강조하였다면, 올해 개정 원칙에서는 ESG 평가 및 데이터 제공기관의 중요성을 강조함
 - 2023년 기업지배구조원칙 제3장의 규율 대상 중 하나로 'ESG 평가 및 데이터 제공기관'을 추가하여 평가기관 등이 이해상충을 최소화하고 평가방법론을 투명하게 공개하도록 요청함(〈표 2〉 참고)

5) OECD, 2023.9, "G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023"

〈표 2〉 OECD 기업지배구조원칙 III. D 개정 전·후 세부내용

개정연도	장 (챕터)	세부원칙	세부내용
2015	제3장	D	기업지배구조원칙은 의결권자문기관, 애널리스트, 증권브로커, 신용평가기관 등이 투자자의 의사결정에 있어 분석·자문을 제공할 때 해당 분석 및 자문의 무결성을 손상시킬 수 있는 이해상충 내용을 공개하고 최소화하도록 요구해야 함
2023	제3장	D	기업지배구조원칙은 규제 대상 의결권자문기관, 애널리스트, 증권브로커, ESG 평가 및 데이터 제공기관 , 신용평가기관, 지수 제공자 등이 투자자의 의사결정에 있어 분석·자문을 제공할 때 해당 분석 및 자문의 무결성을 손상시킬 수 있는 이해상충 내용을 공개하고 최소화하도록 요구해야 함. ESG 평가 및 데이터 제공기관, 신용평가기관, 지수 제공자, 의결권자문기관이 사용하는 평가방법론은 투명하게 공개되어야 함

국가별 규제 동향

- **(영국)** 금융감독청(FCA)은 행동규범 마련을 위한 워킹그룹을 출범하고('22), 2023년 7월부터 3개월 간 'ESG 평가 및 데이터 제공기관에 대한 자율 행동규범⁶⁾ 초안에 대한 이해관계자들의 의견을 수렴함
 - 행동규범의 법적 구속력은 없으며, 총 6개 원칙으로 구성되어 각 원칙마다 목적, 세부 행동규범, 결과로 이루어짐
 - 동 규범은 6개 원칙(principles)과 37개 하위 세부 행동규범(actions)으로 이루어져 있으며 주요 내용은 다음과 같음(〈표 3〉 참고)
 - FCA는 초안에 대한 의견을 반영하여 2024년 초 최종안을 발표할 예정임

6) DRWG(ESG Data and Ratings Working Group), 2023.7, "Draft Voluntary Code of Conduct for ESG Ratings and Data Product Providers"

〈표 3〉 영국 ‘ESG 평가 및 데이터 제공기관 자율 행동규범’ 초안 주요 내용

원칙	구분	세부 원칙	내용
1	건전한 지배구조	1.1	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 행동규범의 원칙과 전체 목표를 증진하고 유지할 수 있도록 적절한 거버넌스 체계를 구축해야 함
2	품질보장	2.1	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 고품질 ESG 등급 및 데이터의 산출을 보장하도록 명문화된 정책 및 절차를 갖추고 이행해야 함
3	이해상충	3.1	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 정치적 또는 경제적 간섭으로부터 독립적이고, 자유로운 의사결정을 할 수 있도록 명문화된 정책 및 절차를 갖추고 이행해야 하며, 최우선적으로 조직구조, 사업 또는 재무 활동, ESG 평가 및 데이터 제공기관 임직원의 금전적 이해관계로 발생할 수 있는 실제 또는 잠재적인 이해상충을 적절하게 관리해야 함
		3.2	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 ESG 등급 및 데이터 제공기관의 운영의 독립성과 무결성을 손상시킬 수 있는 실제 또는 잠재적인 이해 상충을 식별, 회피 또는 적절하게 관리, 완화, 공개해야 함
4	투명성	4.1	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 ESG 등급 및 데이터 상품에 대한 적절한 수준의 공개 및 투명성을 우선적으로 고려해야 하며, 여기에는 사용자가 상품이 무엇인지, 그리고 상품이 생산되는 방식을 이해할 수 있는 방법론 및 절차, 모든 잠재적인 이해 상충이 포함됨. 동시에 ESG 평가 및 데이터 제공기관은 소유자의 또는 기밀의 정보, 데이터 및 방법론과 관련하여 균형을 유지해야 함
5	기밀유지	5.1	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 ESG 등급 및 데이터 상품과 관련된 모든 기업 또는 그 대리인으로부터 수신 또는 전달되는 모든 비공개 정보를 적절한 방식으로 처리하고 보호하도록 설계된 명문화된 정책 및 절차를 갖추고 이행해야 함
6	기업과의 관계 (인게이지먼트)	6.1	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 평가대상 및 데이터 커버리지에 속하는 기업과의 정보 수집 절차가 공급자와 해당 기업 모두에게 효율적인 정보 조달로 이어지는지 여부를 정기적으로 검토해야 함. 정보 수집 절차의 잠재적 개선점이 확인되는 경우 ESG 평가 및 데이터 제공기관은 이를 구현하기 위해 어떤 조치를 취할 수 있는지 검토해야 함
		6.2	실현 가능하고 적절한 경우, ESG 평가 및 데이터 제공기관은 평가대상 및 데이터 상품에 적용되는 기업이 표시한 문제에 대응하고 해결하는 동시에 이러한 상품의 독립성과 무결성을 유지해야 함

- (일본) 금융청(FSA)은 2022년 12월 ‘ESG 평가 및 데이터 제공기관 행동규범’을 발표함⁷⁾
 - 역시 법적 구속력은 없는 가이드선의 성격으로, 원칙 준수·예외 설명(CoE) 방식을 통해 ESG 평가 및 데이터 제공기관이 자율적으로 준수 현황을 웹사이트에 공개하도록 함
 - 2023년 7월 현재, FTSE Russell, ISS ESG, Moody’s, MSCI, S&P, Sustainalytics 등 일본주요 ESG 데이터 제공기관은 모두 행동규범을 준수한다고 밝힘⁸⁾
 - FSA의 행동규범은 6개 원칙과 31개의 하위 가이드라인으로 이루어져 있으며 주요 내용은 다음과 같음(〈표 4〉 참고)

7) FSA, 2022.12, “The Code of Conduct for ESG Evaluation and Data Providers”

8) Responsible investor, 2023.7.5. “Major ESG data providers adopt Japanese code of conduct”

〈표 4〉 일본 ‘ESG 평가 및 데이터 제공기관 행동규범’ 주요 내용

원칙	구분	내용
1	품질보장	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 ESG 평가와 데이터의 품질을 보장하여야 함. 동 목적을 달성하기 위해 필요한 기본 절차를 수립해야 함
2	인적자원 개발	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 ESG 평가와 데이터의 품질을 보장하기 위해 핵심 전문 인력을 확보하고 그들의 전문역량을 개발해야 함
3	독립성 보장 및 이해상충 관리	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 조직 및 소유구조, 사업, 투자 및 자금조달, 그리고 임직원에게 대한 보상 등으로 발생할 수 있는 이해상충을 적절하게 관리하고 독립적인 의사결정을 할 수 있도록 효과적인 정책을 수립해야 함 이해상충과 관련하여 ESG 평가 및 데이터 제공기관은 사업의 독립성, 객관성, 중립성을 약화시킬 수 있는 활동과 상황을 식별하고 잠재적인 이해상충을 회피하거나 이해상충의 위험을 감소시키고 적절히 관리해야 함
4	투명성 보장	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 투명성 보장이 필수적이고 우선적인 사항임을 인식하고 목적, 평가 방법론 등 서비스 제공시 기관의 기본적인 접근법을 명확히 공개해야 함
5	기밀유지	서비스를 조직하기 위한 방법론과 절차는 충분히 공개되어야 함
6	기업 커뮤니케이션	ESG 평가 및 데이터 제공기관은 사업 과정에서 습득한 비공개 정보를 적절히 보호하기 위한 정책과 절차를 수립해야 함 ESG 평가 및 데이터 제공기관은 평가과정이 서비스 제공기관과 평가대상기업에 모두 효율적일 수 있도록 또는 필요한 정보를 충분히 습득할 수 있도록 정보 수집 방식을 고안 및 개선해야 함 평가대상기업이 정보의 원천과 관련하여 중요하거나 합리적인 이슈를 제기하는 경우, ESG 평가 및 데이터 제공기관은 해당 이슈에 대하여 적절히 대응하여야 함

- (싱가포르 및 EU) 해당 국가들 역시 ESG 평가 및 데이터 제공기관에 대한 규제를 적극 검토하고 있음
 - 싱가포르 금융관리국(MAS)은 2023년 6월부터 두 달간 ESG 평가 산업 행동규범에 대한 공개 의견 수렴⁹⁾을 진행하였으며 이를 바탕으로 최종안을 발표할 계획임
 - EU 역시 지난 6월 ESG 평가 및 데이터 제공기관의 투명성 개선을 위한 규제 초안¹⁰⁾을 발표했으며, 해당 제안에는 유럽증권시장감독청(ESMA)의 평가기관 승인 및 감독, 지배구조 일반원칙, 자문업 및 신용평가 업무 겸업 금지, 평가방법론 및 모델 공시 등 타국 대비 비교적 엄격한 내용의 규제가 포함됨
 - 동 초안에 대한 유럽 의회와 이사회의 입법 검토는 최소 1년이 걸릴 것으로 예상됨

국내 규제 동향

- 금융위원회는 지난 5월 총 6개 장 21개 조문으로 이루어진 「ESG 평가기관 가이드스」¹¹⁾를 발표함

9) MAS, 2023.6.28, "MAS Proposes Code of Conduct for Providers of ESG Ratings and ESG Data Products"

10) EU, 2023.6, "Proposal for Regulation of the European parliament and of the council on the transparency and integrity of ESG rating activities"

11) 금융위원회, 2023.5, 「ESG 평가기관 가이드스」

- 가이드선은 구체적인 평가방법을 규율하는 것이 아닌, 평가업무 수행 시 필요한 절차 및 기준 등에 대한 모범규준으로서 금융위원회는 가이드선의 역할 및 활용도, 국제 동향을 고려하여 25년부터 진입규제(등록제), 행위규제 등 법제화를 검토할 예정임
- 6개 장은 총칙, 내부통제체제의 구축, 원천데이터의 수집 및 비공개정보의 관리, 평가체계의 공개, 이해상충의 관리, 평가대상기업과의 관계로 구성됨(〈표 5〉 참고)

〈표 5〉 금융위원회 ‘ESG 평가기관 가이드선’ 세부 내용

장	구분	세부 원칙	주요 내용
1	총칙	가	(목적) ESG 평가의 신뢰성, 공정성 및 투명성을 제고하고 ESG 경영 확산에 기여하며 정보이용자와 투자자 보호
		나	(정의) ESG 평가란 기업 등의 ESG 위험과 기회에 대한 노출 또는 관리 수준을 평가하는 등급, 점수, 순위 등을 포함하는 상품 및 서비스를 의미
		다	(적용 대상) ESG 평가기관 및 임직원에 적용하고, 업무를 위탁받은 경우에도 위임받은 범위 내에서 동일하게 적용
		라	(적용 방식) 평가기관은 참여 여부를 자율적으로 천명하고, 원칙준수·예외설명(Comply or Explain) 방식으로 참여
2	내부통제체제의 구축	가	이해상충 방지, 불공정행위 금지 등의 내용을 포함한 내부통제기준을 마련
		나	준법감시인의 지정 및 준법감시체제의 구축·운영
		다	평가과정 전반에 대한 문서화된 내부 운영지침 마련
3	데이터 수집 및 관리	가	객관적인 데이터에 근거하여 평가하고, 원천데이터의 범위, 수집방법, 추정방법론 공개 및 수집절차를 효율화
		나	평가과정에서 수집한 비공개정보를 대외비로 관리하고 이를 이용한 임직원의 금융거래를 금지
		다	평가시 취득한 비공개정보의 관리체계를 수립하여 문서화하고 공개
4	평가체계 공개	가	ESG 평가방법론 공개 및 중대 변경사항 공개
		나	기업별 ESG 평가등급 등 평가결과의 공개
		다	정보공개 방식의 접근성 확보
		라	평가체계, 평가결과 등 가공 데이터와 자료는 지적재산임을 고려하여 결과 공개
5	이해상충 관리	가	평가업무 수행시 독립성·공정성 확보의 일반원칙 및 이해상충 발생 우려시 회피, 관련사실의 공개 등 노력
		나	ESG 평가업무 및 평가전문인력과 해당기관이 제공하는 이해상충 가능성이 있는 업무·인력의 분리
		다	ESG 평가업무와 관련하여 계열회사의 업무와 이해상충 문제가 발생하지 않도록 내부정책 수립 및 운영
		라	일정 비율 이상의 출자관계에 있는 등 이해관계가 있는 회사와 관련된 잠재적인 이해상충의 관리
6	평가대상 기업과의 관계	가	평가대상기업에 대한 불공정행위 및 금품 수수 등 금지
		나	평가 등급 확정 전 사실오류가 있는 경우 추가자료 제출 및 설명기회 부여 등 노력
		다	평가대상기업 등에 통상적인 수준을 벗어나는 재산상 이익 제공 및 수취 금지

- 국내 주요 ESG 평가기관 3개사(한국ESG기준원, 한국ESG연구소, 서스틴베스트)는 가이드선스 준수를 공식 선언('23.9.1)하고 홈페이지를 통해 가이드선스 준수 현황을 공개함
- 한국ESG기준원¹²⁾과 서스틴베스트¹³⁾는 21개 조문을 모두 준수한다고 밝혔고, 한국ESG연구소는 기업과의 피드백 절차 마련에 관한 1개 조문에 대해서만 미준수로 설명함¹⁴⁾(〈표 6〉 참고)

12) 한국ESG기준원, 2023. 9.1, "ESG 평가기관 가이드선스 준수현황보고서"
13) 서스틴베스트, 2023.9.1., "서스틴베스트 가이드선스 준수현황보고서"
14) 한국ESG연구소, 2023.8.18., "ESG평가기관 가이드선스 준수 현황 보고서"

〈표 6〉 국내 'ESG 평가기관 가이드런스' 준수 현황

장	주요 내용	한국ESG기준원	한국ESG연구소	서스틴베스트
내부통제체제의 구축	가. 내부통제기준 수립 및 중요 사항에 관한 정책 공개	수립 및 공개	수립 및 공개	수립 및 중요 이해상충 방지정책 공개
	나. 준법감시인선임 및 준법감시체계 구축	선임 및 구축	선임 및 구축	준수
	다. 평가과정 전반 문서화된 내부 운영지침 마련	내부 운영지침 존재	내부통제위원회 운영규정 존재	준수
	가. 추정데이터 사용시 해당 사실 및 방법론 공개, 원천데이터 범위와 수집방법 등 공개	공개	추정데이터 미사용(해당 없음) 원천 데이터 출처 공개	추정데이터 미사용(해당 없음) 원천데이터 범위 등 공개
데이터 수집 및 관리	나. 비공개정보 사용의 제한 및 부당이용 금지	내부통제기준 및 이해상충방지침을 통한 규율 및 관리	내부통제기준 및 윤리강령을 통한 규율 및 관리	비공개정보 관리정책을 통한 규율 및 관리
	다. 비공개정보 사용, 보관, 폐기 등 전 과정 관리체계 수립 및 공개	내부통제기준·이해상충방지침·평가업무수행기준 수립 및 주요 내용 공개	내부통제기준을 통한 규율 및 관리	비공개정보 관리정책 수립 및 공개
평가체계 공개	가. ESG평가 방법론 공개, 방법론 관련 중대 변경사항 공개	공개	공개	공개
	나. 평가결과 공개	홈페이지 공개	주요 상장기업(2021년) 등급 KRX포털 공개	B등급 이상 기업 평가결과 홈페이지 공개
	다. 홈페이지 등을 통한 충분하고 정확한 정보 공개	공개	공개	공개
	라. 평가체계, 평가결과 등 가공 데이터와 자료는 지적재산임을 고려하여 결과 공개	준수	윤리강령을 통해 규율 및 관리	준수
이해상충 관리	가. 독립성과 공정성 준수 노력	내부통제기준 및 이해상충방지침을 통한 규율 및 관리	내부통제기준 및 윤리강령을 통한 규율 및 관리	내부통제기준 및 이해상충방지정책을 통한 규율 및 관리
	나. 이해상충방지정책 수립, 간선티 등 다른 서비스와 이해상충 가능성 있는 경우 해당 업무와 인력 분리	내부통제기준 및 이해상충방지침 수립, 자문업무 조직 및 인력 분리	내부통제위원회 운영규정 상 이해상충문제 검토 및 대응방안 마련	이해상충방지정책 수립, 이해상충 가능성 발생시 해당업무와 인력 분리
	다. 계열회사와의 이해상충 방지	해당 없음	내부통제기준 운영을 통해 관리	해당 없음
	라. 출자지주와의 이해상충 방지	내부정책 수립 및 운영	모회사 대신경제연구소로부터 목적 분할 및 공간 분리	주주 구성은 소속 임직원, 개인 주주, 벤처캐피털로 이루어지며 주주는 현재 ESG평가대상이 아니고 업무에 영향력 행사 불가
평가대상 기업과의 관계	가. 평가대상기업에 대한 불공정행위 금지	내부통제기준 및 이해상충방지침을 통한 규율 및 관리	내부통제기준 및 윤리강령을 통한 규율 및 관리	내부통제기준 등을 통해 규율
	나. 평가대상기업 피드백 절차 운영	운영	미준수(항후 도입 검토)	운영
	다. 금품수수 등 재산상 이익 제공과 수취 금지	윤리규정, 이해상충방지침을 통한 규율 및 관리	내부통제기준 및 윤리강령을 통한 규율 및 관리	이해상충방지정책을 통한 규율 및 관리

마치며

- 국내외 ESG 평가기관 규제 동향을 살펴본 결과, 대다수의 국가에서 가이드선스 또는 행동규범의 자율규제로 이루어지고 있음
 - 각국의 시장 환경 및 상황에 따라 차이는 있겠으나, 공통적으로 ESG 평가시장이 아직 초기 단계에 있음을 감안하여 규제 당국이 과도한 개입보다는 시장 규율을 활용한 성장을 유도하고 있는 형태임
 - 그러나 EU의 경우, 법제화 논의가 빠르게 진행되고 있어 해당 규제안이 시행되면 다른 국가들에도 영향을 미쳐 세계 ESG 평가시장에 큰 지각변동이 예상됨
- IOSCO의 권고안과 영국·일본의 행동규범은 공통적으로 품질보장, 이해상충 방지, 투명성, 기밀유지, 기업과의 상호작용(소통)을 강조함
 - 차이점으로, 일본 행동규범은 IOSCO 권고안 및 영국 행동규범과 달리 ‘인적자원 개발’이 하나의 장으로 다루어 평가기관의 전문인력 확보 및 역량 개발의 중요성을 강조함
- 국내 가이드선스 역시 국제적인 규제 동향을 반영하여 이해상충의 관리, 투명성(평가체계 공개)이 강조되었으며, 이와 함께 국내 환경 등을 고려하여 내부통제체제의 구축 측면이 부각된 점을 확인함
 - 국내 ESG 평가기관 가이드선스 시행에 따라 주요 평가기관 3개사는 홈페이지를 통해 준수 현황을 공개하여 이해관계자들의 ESG 평가에 대한 이해를 높이고 평가기관의 신뢰성 및 투명성을 제고하는 데 기여할 것으로 기대됨
 - 다만, 준수현황이 각 기관 홈페이지에 개별적으로 공개되어 현황을 한눈에 비교하기 어려웠음
 - 해결방안으로, 국내 주요 평가기관의 ESG 평가등급을 모두 확인할 수 있는 KRX ESG 플랫폼에 3개 평가기관의 준수현황 및 세부 방법론이 함께 공개된다면 이해관계자의 정보 접근성을 높이고 자율규제의 효과를 더욱 제고할 수 있을 것으로 사료됨

전자주주총회 도입 관련 글로벌 규제동향과 시사점

유고은*

- ▶ 상법 개정안 입법예고로 현장 주주총회를 배제할 수 있는 완전전자주주총회 개최가 가능해짐에 따라, 주주총회의 소통 기능이 후퇴할 수 있다는 우려가 제기되고 있음
- ▶ 전자주주총회를 도입하기 위해서는 정관 개정을 거쳐야 하므로 제도적으로는 주주가 그 도입 여부를 결정함. 다만 주주총회의 실질적인 의사정족수(발행주식총수 1/3 이상 출석)만 충족한다면 내부 지분만으로 정관 개정이 가능한 회사가 상장사의 80%에 달하는 현실을 고려할 때, 일반주주의 입장이 대변되지 않을 우려가 큼
- ▶ 이와 같은 자본시장 현황상 우리 상법 개정안과 동일한 전자주주총회 도입 규제방식을 채택하면서도 추가적인 주주보호 장치를 두고 있는 입법례를 참고할 필요가 있으며, 대통령령에 맡겨진 주주의 질의방법 및 절차, 총회 운영 전반에 대한 설계는 관련 주주권 보호장치를 마련한 해외 입법례를 적극 참고할 것을 촉구함
- ▶ 단기적으로는 대통령령에 주주권을 보호하는 운영절차 마련, 전자주주총회 운영 가이드라인 제공 등을 통해 모범적인 전자주주총회 관행을 유도하고, 중장기적으로는 해외 입법례를 참고하여 완전전자주주총회에 쟁점사안 상정 제한, 소수주주 다수결(MoM) 도입 등 주주 보호장치를 추가하는 상법 개정을 제안함

검토배경

- 2023년 8월, 상법 개정안 입법예고로 전자주주총회(이하 '전자주총')를 개최할 수 있는 법적 근거가 마련됨에 따라 주주총회 접근성 향상 및 운영비용 절감이 기대되는 한편, 현장 주주총회를 배제할 수 있는 완전전자주주총회(이하 '완전전자주총') 또한 가능하게 되어 주주총회의 커뮤니케이션 기능 후퇴가 우려되는 상황임
- 현행법상에서는 투표만 전자적 방식으로 할 수 있으나, 상법 개정안에 따르면 통지, 투표, 출석, 총회 운영 전반이 전자적 방식으로 가능하게 됨. 전자주총이 가능해진다면 주주총회 개최가 특정일에 몰려 있는 슈퍼 주총데이가 존재하는 한국 주주총회 운영 실무상 주주의 주주총회 참여 편의성을 높이고, 기업의 주주총회 비용 절감 및 정족수 확보 어려움을 해소하는 효과를 기대할 수 있음
- 한편 상법 개정안이 상정하고 있는 전자주총은 1) 주주의 선택에 따라 주주총회가 열리는

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
한국ESG기준원 사업본부 ESG평가실 금융사지배구조 선임연구원(파트장), blessingon@cgs.or.kr

현장에 직접 출석하거나 전자통신수단에 의하여 출석하는 방식인 병행전자주주총회(이하 '병행전자주총')와 2) 주주 전부가 전자통신수단에 의하여만 출석하는 방식인 완전전자주총으로 분류됨

- 현장 주주총회를 배제할 수 있는 방식인 완전전자주총이 가능해질 경우, 화상·음성이 아닌 텍스트 박스를 통한 질문 접수, 질의사항 내용 비공개, 주주제안자의 직접 설명 기회 배제, 이사회가 답변하기 곤란한 질문 회피 등¹⁾ 주주총회의 커뮤니케이션 기능이 후퇴할 우려가 있음
 - 이와 같은 우려로 완전전자주총 도입을 허용한 상법개정안에 대한 비판의 목소리가 있으며²⁾ OECD³⁾, 기관투자자협회(council of institutional investors, CII)⁴⁾ 및 글로벌 의결권자문사인 ISS⁵⁾, 글래스루이스⁶⁾ 또한 완전전자주총에 대해 부정적인 입장을 취하거나 주주의 권리가 제약되지 않는 경우에 한해 인정하는 입장을 취하고 있음
- 이에 본고에서는 상법 개정안과 해외 전자주주총회 관련 법률 및 규제를 비교함으로써 한국 상법 개정안의 주주 보호장치 수준을 분석하고, 실무적으로 참고할 수 있는 해외 규제사례 및 행동강령 등을 소개하고자 함

주주권 보호를 위한 전자주주총회 해외 법규제⁷⁾

- (① 완전전자주총 개최 결정) 전자주총 관련 글로벌 규제수준을 비교했을 때, 일반적으로 전자주총 개최 여부는 이사회 재량에 달려 있음. 전자주총을 개최하기 위해 정관 내 근거규정을 마련해야 하는 법적 제한, 즉 주주가 전자주주총회 개최 근거를 결정할 수 있는 규제레가 있는 관할권은 OECD 조사대상⁸⁾의 40%(49개국 중 20개국) 정도에 그침. 전자주총 결정에 있어

1) 김우찬(2023), 주주-경영진 소통 방해할 법무부 '상법 개정안', 경제개혁연대 칼럼; 이승희(2022), 상법상 전자주주총회 도입 방안 검토-현장대체형 전자주총의 주주권 침해 문제를 중심으로, 경제개혁연구소, pp.4-5.
 2) 경제개혁연대(2023), '상법 일부개정법률(안) 입법예고 의견 제출' 보도자료; 전자주총 유형 및 최근 연구결과를 함께 소개한 글로 박은빈(2023), 최근 전자주주총회 논의 동향 및 시사점; 이승희(2022), 위의 논문 등
 3) G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023 II.C.3.··due care is required to ensure that remote meetings do not decrease the possibility for shareholders to engage with and ask questions to boards and management in comparison to physical meetings···
 4) CII(2017), Build a Better Meeting-Five tips for U.S. companies looking to convene a shareholder oriented shareholder meeting.
 5) ISS (2022), Proxy Voting Guidelines Benchmark policy Recommendations, United Kingdom and Ireland, <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/UK-and-Ireland-VotingGuidelines.pdf>.
 6) Glass Lewis (2023), Corporate Governance Focused Policy: An Overview of Glass Lewis' Corporate Governance Focused Thematic Voting Policy; 2024 글래스루이스 한국 지침은 총회 운영절차 등을 상세하게 안내하여 완전전자주총을 개최할 것을 권고하고 있음(Glass Lewis (2023), 2024 Benchmark Policy Guidelines -Korea); 전자주총을 반대하는 예시로는 Glass Lewis (2023), Policy Guidelines - United Kingdom, <https://www.glasslewis.com/wpcontent/uploads/2022/11/UK-Voting-Guidelines-2023-GL.pdf>
 7) 해외 규제 현황은 다음의 자료를 기초로 교차 확인하여 작성함. OECD Corporate Governance Factbook 2023; ICLEG(2022), Report on virtual shareholder meetings and efficient shareholder communication; EY Global Law(2022), Corporate meetings & digital signatures guide.
 8) OECD 회원국 38개국, 비회원국 11개국

- 이사회의 재량이 큰 순으로 글로벌 규제 프레임워크를 비교한다면 아래와 같음
- **(이사회가 결정)** 홍콩 2022년 개정 회사법⁹⁾ 정관에서 명시적으로 금지하지 않는 한 전자주총(병행전자주총 및 완전전자주총) 개최할 수 있도록 규정하여, 이사회의 재량에 따라 제한 없이 완전전자주총 개최도 가능
 - **(완전전자주총 근거규정은 주주가 결정)** 일본, 덴마크, 핀란드, 아이슬란드, 라트비아, 리투아니아 또한 이사회의 재량에 따라 병행전자주총 개최가 가능하나, 주주 권익 침해 우려가 큰 완전전자주총의 경우는 정관에 근거 규정을 두어야 개최가 가능함
 - 주주의 권익이 제약될 수 있는 완전전자주총의 경우 정관에 근거규정을 마련한 후 주주총회의 승인을 얻어야 함. 특히 라트비아, 리투아니아의 경우 정관에 완전 전자주총회 근거조항을 두기 위해서는 주주 전원의 동의를 받아야 함
 - **(주주가 전자주총 근거규정 결정)** 한국, 독일, 프랑스, 호주, 네덜란드, 스위스, 대만 등은 어떠한 형태의 전자주총(병행전자주총 및 완전전자주총)이든, 전자주총을 개최하기 위해서는 정관의 근거규정이 마련할 것을 요구함
 - **(완전전자주총 제한)** 중국, 터키의 경우 정관에 근거규정을 둔다면 병행전자주총을 개최할 수 있으나, 주주권 제약 우려가 큰 완전전자주총은 법률상 금지되어 있음
- **(② 전자주총 제약 장치)** 대만, 독일, 스위스의 경우, 전자주총을 개최하기 위해 정관에 근거규정을 두어야 한다는 점에서는 한국과 동일한 규제방식을 택하고 있으나, 주주권 보호를 위한 전자주총 제약 장치를 추가로 둬으로써 한국 상법 개정안보다 주주권을 두텁게 보호할 수 있도록 설계됨
- **(주요안건의 전자주총 상정 제한)** 대만에서도 정관에 근거규정이 있다면 완전전자주총 개최가 가능하나, 이사 및 감사의 선·해임 안건, 합병 등 주요안건의 경우에는 완전전자주총 상정이 허용되지 않음.¹⁰⁾ 즉 위와 같은 주요안건은 병행전자주총 또는 현장 주주총회를 개최하여, 반드시 현장에서의 토론 및 질의응답이 진행되어야 함
 - 이사 및 감사의 해임 안건, 과반 이상의 이사를 선임하는 제안이 상정된 경우에는 병행전자주총도 금지되며, 현장 주주총회 개최만 가능함
 - **(전자주총 정관규정 일몰조항)** 독일 또한 주주총회를 통해 관련 정관 내 근거규정을 마련해야 전자주총을 개최할 수 있으나, 전자주총의 근거가 되는 정관 규정의 경우 그 효력이 5년에 그치기 때문에, 해당 규정 승인 이후 5년이 지나면 주주총회의 재승인을 얻어야 함¹¹⁾
 - **(주주대표 지정 시 전자주총 허용)** 스위스는 전자주총 개최 시 일반주주의 권익을 보호하기 위해

9) The Companies (Amendment) Ordinance 2023 (Cap. 622)

10) 대만 2022년 개정 회사법 제172-2조 및 대만 금융감독위원회(FSC)의 규제사항(Article 44-11 of the Shareholder Services Regulations)

11) 독일 주식회사법(AktG) §118a

독립적인 의결권 대표인(independent proxy·independent voting representative)¹²⁾이 지정된 경우에 한하여 전자주총 개최를 허용하고 있으며, 독립적 의결권 대표인은 주주총회 소집통지 시 지정되어야 함

- (③ 전자주총 관련 기타 주주 보호 장치) 전자주총은 주주총회 활성화 및 총회 운영의 유연성이라는 장점을 가지고 있으나, 주주 신원 확인, 통신보안 및 기술적 장애 문제, 주주의 발언권 제약 및 주주와 경영진의 소통의 불투명성 등이 우려사항으로 제기되고 있음. 각국에서는 이와 같은 우려사항을 해소하기 위한 다양한 장치를 마련하고 있음
 - (주주 신원 확인) 주주가 아닌 자 혹은 적법한 대리권이 없는 자의 결의 참여는 주주총회 결의취소의 사유가 되는 하자이므로, 전자주총 주주 신원 확인 절차는 엄격하게 설계되어야 함. 칠레, 헝가리, 뉴질랜드 등에서는 주주 신원 보장을 위한 보호장치를 마련하고 있음
 - 칠레 금융위원회(CMF; The Financial Market Commission)는 전자주총 플랫폼 내 주주의 신원 보장, 비밀 투표 및 실시간 투표 기능이 보장되어야 함을 규정하고 있음¹³⁾
 - 헝가리의 경우 전자주총 개최 시 주주 신원을 확인하는 절차를 정관에 규정해야 함
 - (전자통신 보안 및 안정성) 핀란드, 아일랜드, 이탈리아, 포르투갈에서는 전자통신 및 커뮤니케이션의 보안 및 통신 오작동에 관한 안전장치를 요구하고 있음
 - 특히 핀란드에서는 통신 또는 기타 기술적 결함이 의사결정에 영향을 미칠 수 있거나 이로 인해 회의가 상당히 지연될 것으로 예상되는 경우, 의장이 총회를 연기할 수 있는데, 연기된 총회는 10영업일 이내에 개최되어야 함¹⁴⁾
 - 전자통신 장애 발생 시 의장의 직권으로 총회를 연기할 수 있다는 점은 우리 개정 상법안과 동일하나(제368조의6 제2항), 재개회의 시한을 정하고 있다는 점에서 핀란드의 규제레가 주주총회 운영의 예측성은 더 높음
 - (총회 중 발언권 보호) 핀란드 회사법 및 홍콩 상장규칙은 전자주총에서의 주주의 발언권 보호를 규정하고 있음
 - OECD 가입국의 70% 이상이 전자주총 개최 시 주주의 동등한 대우를 촉진하기 위한 법규제 및 권고사항을 두고 있음. 일례로 핀란드 2022년 개정 회사법에는 전자주총 또한 현상 주주총회와 마찬가지로 주주의 모든 권리를 행사할 수 있다는 명시적 조항을 두면서, 전자주총에 참여한 주주 또한 구두 또는 문자를 통해 발언할 수 있다는 점을 규정하고 있음¹⁵⁾
 - 홍콩 핵심 주주 보호 기준(상장 규칙 부록 3)은 전자주총 중 발언권이 보호되어야 한다고

12) 주주는 자신이 선임한 대표자를 통해 주주의 권리- 특히 의결권-를 행사할 수 있으며, 독립적인 의결권 대표인은 주주의 지시에 따라 의결권을 행사할 의무가 있다(Federal Act on the Amendment of the Swiss Civil Code Art. 689b). 통상 독립적인 의결권 대표인은 주주의 다수를 대표한다.

13) general Rule No. 435 of 2020 of the CMF

14) 핀란드 회사법 제5장 개정안(HE 47/2022; Laki osakeyhtiölain 5 luvun muuttamisesta) OYL 5 luvun 24 §:n 4 momentti, AOYL 6 luvun 24 §:n 3 momentti ja OKL 5 luvun 26 §:n 3 momentti

15) 핀란드 회사법 제5장 개정안 25a§(Muun kuin suullisen puheoikeuden käyttäminen)

규정하고 있음

- **(질의응답 보장)** 네덜란드, 독일, 스페인, 이탈리아 등에서는 주주의 질의기간 및 이사회
 답변 기한을 정하여 예측가능하고 원활한 질의응답이 이뤄질 수 있도록 유도하고 있음
 - 네덜란드의 경우 전자주총에서의 주주 질의권을 보장함. 다만 이사회는 총회 72시간
 전까지 질의를 완료할 것을 요청할 수 있으며, 사전질의에 대한 응답은 총회에서
 답변되어야 함
 - 독일의 경우 이사회가 최소 3일의 주주 질의기간을 제공할 수 있으며, 총회 하루 전까지는
 이사회가 답변이 이뤄져야 함
 - 스페인의 이사회는 전자주총 이후 7일 이내에 주주의 질의에 답변해야 함
 - 이탈리아 증권위원회(CONSOB)는 질의기간은 7일, 이사회에 응답 시한은 총회 2일
 전까지가 바람직하다고 권고하고 있음
 - **(커뮤니케이션 보장)** 이스라엘 및 인도는 중계 형태가 아닌 양방향의 원격회의를 법으로
 보장하고 있으며, 일본은 전자주총 통신수단 전담 직원을 둘 것을 요청하고 있음
- **(한국 상법개정안에의 시사점)** 전자주총 도입과 관련된 글로벌 규제레와 비교할 때 한국 상법
 개정안은 상대적으로 주주권을 보호하는 방향으로 설계되어 있음. 다만 **상장사의 대다수가
 일반주주의 동의 없이 내부지분만으로도 정관을 개정할 수 있는 소유구조를 갖추고 있다는 점을
 고려할 때 대만, 독일, 스위스의 입법례와 같이 추가적인 주주보호 장치를 갖출 필요**가 있음.
 나아가 아직 확정되지 않은 주주의 질의방법, 총회 운영 전반에 대한 설계는 관련 주주권
 보호장치를 마련한 해외 입법례를 참고할 것을 촉구함
- 상당수의 국가에서 이사회 재량에 따라 전자주총이 개최되는데 반해 한국 상법 개정안은
 정관에 전자주총의 개최 근거를 두도록 한 점에서, 제도 자체는 주주권을 강화하는 형태로
 설계되어 있음
 - 그러나 2022년말 기준, 내부 지분율(지배주주 및 이해관계자 보유주식비율)이 30%를 넘는
 회사가 국내 상장사의 66%이며, **발행주식총수의 절반이 주주총회에 참석한다면 내부
 지분만으로도 정관 변경을 승인할 수 있는 회사가 상장사의 58.8%에 해당한다**는 점을 고려할
 때, 일반주주가 완전전자주총의 근거가 되는 정관 변경을 저지할 수 있는 실무례는 드물
 것으로 예상됨 (<표1> 참고)
 - 정관 변경은 특별결의사항으로 출석한 주주의 의결권의 2/3 이상의 수와 발행주식총수의
 1/3 이상의 수가 충족되어야 결의가 가능함(상법 제434조)
 - 특별결의는 최소한 1/3 이상의 주식이 출석해야 하므로 이를 실질적인 의사정족수로 볼
 수 있는데, **실질적 의사정족수를 충족하여 의사 진행이 가능하기만 하다면 내부
 지분만으로도 정관을 바꿀 수 있는 회사가 상장사의 80%에 달함**

- 특히 코스닥 상장사 2사 중 1사가 실질적 의사정족수 충족 시 내부지분만으로 정관을 변경할 수 있는 것으로 확인되어, 주주총회 참석률이 저조한 코스닥 상장사에서는 지배주주 및 경영진이 독단적으로 정관을 변경할 수 우려가 더욱 큼

〈표 1〉 내부 지분만으로 정관 개정 의결정족수 충족하는 회사 수

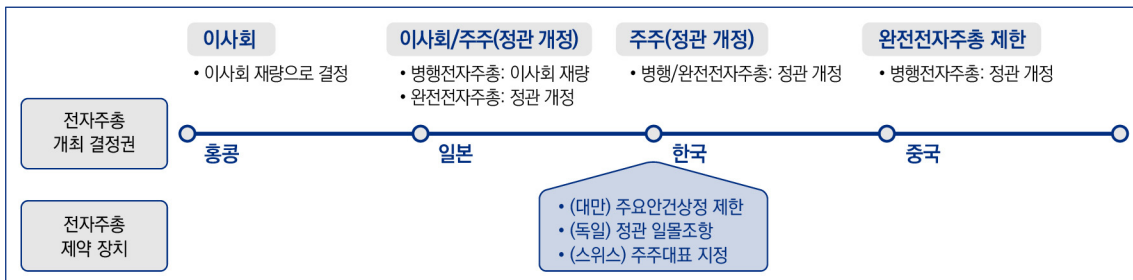
주총 출석 지분	의결 정족수	KOSPI+KOSDAQ					
		KOSPI		KOSDAQ			
		기업 수	(비율)	기업 수	(비율)	기업 수	(비율)
전체 주식 100% 출석	66.7% 이상	167	(6.8%)	78	(3.2%)	89	(3.6%)
전체 주식 90% 출석	60% 이상	321	(13.0%)	149	(6.0%)	172	(7.0%)
전체 주식 80% 출석	53.3% 이상	508	(20.6%)	238	(9.6%)	270	(10.9%)
전체 주식 70% 출석	46.7% 이상	805	(32.6%)	364	(14.7%)	441	(17.8%)
전체 주식 60% 출석	40% 이상	1,126	(45.6%)	488	(19.7%)	638	(25.8%)
전체 주식 50% 출석	33.3% 이상	1,453	(58.8%)	578	(23.4%)	875	(35.4%)
전체 주식 40% 출석	26.7% 이상	1,793	(72.6%)	667	(27.0%)	1,126	(45.6%)
전체 주식 33.3% 출석*	22.2% 이상	1,976	(80.0%)	714	(28.9%)	1,262	(51.1%)

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

*특별결의 의결정족수 충족 최저값

- 전자주총 관련 글로벌 규제 동향과 비교할 때 제도적 차원에서는 주주권 보호 수준이 낮은 것은 아니지만, 국내 상장사의 소유구조 현황을 고려한다면 대만, 독일, 스위스의 입법례처럼 추가적인 전자주총 제약장치가 있어야 실효적으로 주주권을 보호할 수 있을 것임 (〈그림1〉 참고)
 - 특히 대만의 입법례와 같이 주주의 권한 행사가 중요한 주요안건의 전자주총 상정을 제한하는 안을 검토해볼 수 있을 것이며, 주주제안 상정 등 이사회와 주주가 대립하는 상황에서는 현장을 대체하는 완전전자주총은 제한하는 것이 바람직하다고 생각됨

〈그림 1〉 전자주총 관련 글로벌 규제 스펙트럼



- 또한 전자주총 운영에 있어 주주의 권한을 보호하기 위해 총회 운영과 관련된 해외의 주주 보호장치를 적극적으로 검토할 필요가 있음
 - 현재는 상법 개정안만 입법예고된 단계로, 대통령령에 맡겨진 주주의 질의방법 및 절차, 기타

총회 운영 등은 미정인 상황임. 한국 자본시장의 일반적인 소유구조 현황 상 완전전자주총에 대한 정관 개정 승인이 일반주주의 권익을 제약하는 요소로 작용할 수 있다는 점을 고려할 때, 주주의 발언권 및 질의응답의 보장 및 공개, 주주 신원 확인 등 총회 운영에 대한 대통령령 개정은 주주권을 적극적으로 보호하는 방향으로 이뤄질 필요가 있음

전자주주총회 지원을 위한 가이드라인의 필요성

- 전자주주총회 중 주주의 원활한 참여와 평등한 대우를 보장하고 기업의 전자주주총회 준비를 지원할 수 있도록 전자주주총회 행동강령을 마련할 필요가 있음
 - 전세계적으로 전자주주총회가 주주총회의 새로운 형태로 자리잡고 있으며 국내에서도 전자주주총회를 개최할 법적 토대가 마련되었지만, 전자주주총회를 효과적으로 운영하기 위해 필요한 구체적인 행동강령이나 모범관행에 대한 체계적인 정리는 부족한 실정임
 - G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023 II.C.3 또한 주주의 원활한 전자주총 참여를 돕기 위한 행동강령의 역할을 인정하고 있음
 - 그러나 OECD 관할권의 1/4 미만에서만 전자주주총회 행동강령의 채택을 법상 요구(ex. 브라질)하거나 권고(ex. 이스라엘, 싱가포르)하는 등, 전자주주총회 행동강령이 아직 널리 보급된 관행은 아님
- 이하에서는 우수한 전자주주총회 운영 관행을 유도하고 지원하기 위해 주요 행동강령 및 모범사례를 소개하고자 함
 - OECD는 총회 진행 단계별로 전자주주총회 우수관행을 제안함¹⁶⁾
 - OECD의 제시안은 GC100 그룹(FTSE100 General Counsels)이 제안한 하이브리드 및 완전전자주주총회 우수관행(Best practice) 강령을 참고한 것임¹⁷⁾

〈표 2〉 주주총회 단계별 전자주주총회 우수관행

회의 전	<ul style="list-style-type: none"> · 전용 홈페이지 구축 · 회의 진행과정에 대한 명확한 지침 제공 · 주주총회 어플리케이션이나 이메일을 통해 사전 질문을 취합
회의 중	<ul style="list-style-type: none"> · 적절한 주주총회 형태 결정 · 양방향 의사소통 보장 · 실시간 투표 보장
회의 후	<ul style="list-style-type: none"> · 질의사항에 대한 회사의 답변을 주주가 확인할 수 있어야 함 · 주주총회 회의록을 주주가 확인할 수 있어야 함 · 회사 홈페이지에 Q&A 공개

16) OECD (2023), Policies and practices for remote participation in AGMs, p.11.

17) GC100 (2021), Shareholder meetings–time to change? : GC100 Discussion paper, pp.15–16.

- 그 외 주요 행동강령으로는 영국 FRC Good Practice Guidance for Company Meetings(2022), 일본 경제산업성(METI) 하이브리드형 전자주주총회 실시 가이드라인 및 사례집(2021)¹⁸⁾ 등이 있음
 - 전자주총 실무집의 성격을 띠는 일본 경제산업성의 가이드라인은 전자주총 운영 시 발생할 수 있는 주요 문제를 전자주총 유형별로 정리하여 구체적인 가이드라인, 법률적 유의사항, 기업사례를 소개함
 - 영국 FRC의 행동강령은 총회 진행 단계별로 우수관행 가이드를 안내하고 있음

〈표 3〉 FRC, Good Practice Guidance for Company Meetings 요약

회의 전	<p>[원칙1] 주주총회 이전에 배포되는 정보는, 주주총회 참석 및 참여방식에 대한 명확한 지침을 제공하여야 한다.</p> <ul style="list-style-type: none"> · 최신 정보를 제공하기 위한 의사소통 수단 이용, 참여절차 등에 대한 명확한 지침 제공, 전자주주총회 의사소통·질문 방식에 대한 명확한 안내 등 <p>[원칙2] 주주총회 형태(현장 주주총회, 병행·완전 전자주주총회)와 상관없이 주주의 참여 및 관여가 가능하여야 한다.</p> <ul style="list-style-type: none"> · 현장 주주총회와 마찬가지로 전자주총에서의 참여권 보장, 사전질의 제출방법 및 제출시기 제공, 질의 응답의 답변 형태 및 답변기한에 대한 명확한 명시 등
회의 중	<p>[원칙3] 주요 이해관계자 그룹의 사전질의를 주주총회에서 답변해야 한다.</p> <ul style="list-style-type: none"> · 주주총회는 이해관계자가 제기한 문제에 대한 대응사항을 설명하는 기회로 활용할 것을 권고, 이사회는 주주 및 이해관계자 관여활동의 최신정보를 제공해야 하며 주주총회의 별도 안건이나 개회사를 통해 안내할 것에 대한 권고 등 <p>[원칙4] 주주는 주주총회 안건에 대해 질문할 기회를 가져야 한다.</p> <ul style="list-style-type: none"> · 실시간 질문 기능 제공(구두 또는 서면·전자방식), 이사회 구성원이 직접 또는 전자적으로 참여하여 질의에 응답, 사전 질문에 대한 주제별 유형화 권고 등 <p>[원칙5] 실시간 의결권 행사 및 사전에 의결권 대리행사가 가능하여야 하며, 이를 구현할 기술을 활용하여야 한다.</p> <ul style="list-style-type: none"> · 의결권행사방법에 대한 빠른 안내, 회의 참석을 위한 특정 소프트웨어, 앱 다운로드 지양(특정 프로그램이 필요할 경우 설치방법 등을 사전에 명확하게 안내) 등
회의 후	<p>[원칙6] 주주총회 논의사항 및 질의사항을 투명하게 공개해야 한다.</p> <ul style="list-style-type: none"> · 일정 기간 동안 전자주총 녹화본 제공, 이사회 제안안건에 대한 반대비율이 20% 이상일 경우 회사는 이를 설명, 질의응답 제공시 요약본 제공(요약본 미제공시 사유 설명, 미응답의 경우 회신 기한 안내 등
연간 주주관여	<p>[원칙6] 투명하고 효율적인 주주관여 및 그 방식을 주주총회에 한정하지 않고, 상시 주주관여에도 적용하여야 한다.</p> <ul style="list-style-type: none"> · 회사 홈페이지, 이메일 등 주주의 질문 제출창구 마련, 중복 질문을 피하기 위해 이전에 제시된 주요 Q&A를 요약 게시 등

18) 2021.2.3., 일본경제산업성은 전자주주총회 실시할 때 발생할 수 있는 법적·실무적 논점과 그에 대한 해석을 밝힌 가이드라인(ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド)과 구체적인 사례집(ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド (別冊) 実施事例集)을 발간; <https://www.meti.go.jp/press/2020/02/20210203002/20210203002.html> (최종 접속일: 2023.12.15.); https://www.meti.go.jp/english/press/2021/0203_001.html (최종 접속일: 2023.12.15.)

시사점

- 이 글의 분석결과를 요약하면 다음과 같음
 - 상법 개정안 입법예고로 현장 주주총회를 배제할 수 있는 완전전자주주총회 개최가 가능해짐에 따라, 주주총회의 소통 기능이 후퇴할 수 있다는 우려의 목소리가 커지고 있음
 - 전자주총 관련 글로벌 규제례와 비교할 때 우리 상법 개정안의 제도 수준은 주주권을 강화하는 방향으로 설계되어 있으나, 상장사의 대부분이 내부 주주의 지분만으로도 정관을 개정할 수 있는 소유구조를 갖추고 있다는 점을 고려할 때, 정관 개정에 더하여 일반주주의 권익을 보호할 수 있는 장치를 마련하는 것이 적절함
 - 특별결의의 실질적인 의사정족수(발행주식총수 1/3 이상의 출석)를 충족하여 의사 진행이 가능하지만 하다면 내부 지분만으로 정관을 바꿀 수 있는 회사는 상장사의 80%에 달함
 - 대만, 독일, 스위스의 경우, 전자주총을 개최하기 위해 정관에 근거규정을 두어야 한다는 점에서는 한국과 동일한 규제방식을 택하고 있으나, 주주권 보호를 위한 전자주총 제약 장치(주요안건의 전자주총 상정 제한, 전자주총 정관규정 일몰조항, 주주대표 지정 시 전자주총 허용 등)를 추가로 두고 있어 한국 상법 개정안보다 주주권을 두텁게 보호하고 있는 바, 이와 같은 입법례를 참고할 필요가 있음
 - 그 외에도 다양한 국가에서 전자주총에서 발생할 수 있는 주주 신원 확인, 통신보안 및 기술적 장애 문제, 주주의 발언권 제약 및 주주와 경영진의 소통의 불투명성을 해소하기 위한 규제를 마련하고 있음
 - 건전한 전자주총 운영관행을 유도하기 위해 단기적으로는 대통령령에 주주권을 보호하는 방향의 전자주총 운영 절차 마련, 전자주주총회 운영 가이드라인 제공 등을 통한 우수 관행 유도, 중장기적으로는 실질적으로 주주를 보호할 수 있는 장치를 상법에 마련하는 방안이 필요함
 - 주주를 추가적으로 보호할 수 있는 장치로는, 주주제안과 같은 쟁점사안의 경우 완전전자주총 상정을 제한하거나 소수주주 다수결(Majority-of-Minority Voting; MoM)¹⁹⁾을 통한 정관 개정 등을 고려할 수 있을 것임

19) 지배주주를 제외한 소수주주들의 승인을 통해 정당성을 확보하는 의사결정방식

국내 상장기업의 기업설명회(IR) 운영 현황

권세현*

- ▶ 금융위원회가 주주와의 소통 내역을 공시하도록 요청함에 따라 국내에서 기업설명회(IR)의 중요성이 부각될 것으로 예상함
- ▶ 2022년과 2023년 2분기를 기준으로 국내 IR 운영 현황을 조사한 결과, 국내 상장기업 70% 이상이 기업설명회를 개최하지 않고 있으며, 시가총액·매출액·자산 규모가 작을수록 기업설명회를 더 적게 개최하는 것으로 나타남
- ▶ 운영방식 측면에서 국내 기업설명회 약 70%가 기관투자자를 대상으로 하고 있으며, 규모가 작은 기업은 증권사 주관의 전통적인 방식(대면미팅, 컨퍼런스콜, NDR, Corporate-Day, 설명회 등)의 IR을 주로 실시하는 것으로 파악됨
- ▶ 국내 40여 개 기업만이 글로벌 주요 기업 수준의 기업설명회를 운영하는 것으로 조사된 바, 국내 시장의 소통 수준이 글로벌 수준으로 제고되기까진 다소 시간이 필요할 것으로 판단됨

조사 목적 및 배경

- 금융위원회 기업지배구조보고서 가이드라인이 본격적으로 적용되기에 앞서, 기업설명회(IR) 개최횟수 및 운영방식을 통해 국내 상장기업의 소통 수준을 파악해보고자 함
- 2023년 10월 금융위원회는 기업지배구조보고서 가이드라인 개정안을 발표하며, “소액주주·해외투자자와 소통한 내역, 외국인 주주를 위한 소통채널 마련 여부 및 영문공시 비율 등을 공시”하도록 함
 - 기업설명회는 기업 담당자로부터 기업 실적과 전망을 전해 듣고 개별 이슈에 대해 질문할 수 있다는 점에서 기업과 투자관계자의 직접적인 소통의 장이라고 할 수 있음. 그러나 국내의 경우 기업설명회를 개최하는 회사가 충분치 않고¹⁾ 기업설명회 참석자가 기관투자자로 제한된다는 비판이 있음
 - 투자 의사결정에 중요한 정보를 적시에 받는 것은 모든 주주의 기본 권리이며, 이는 한국ESG기준원 모범규준뿐 아니라 OECD 기업 지배구조 원칙에서도 명시하고 있는 바임
 - 특히 오늘날 글로벌 주요 기업은 1) 모든 투자관계자가 기업설명회에 참여할 수 있도록 2) Web-casting 방식으로 기업설명회를 진행하며 3) 공시 의무 자료 외에도 Press

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

한국ESG기준원 ESG평가실 금융사지배구조파트 연구원, justin11@cgs.or.kr

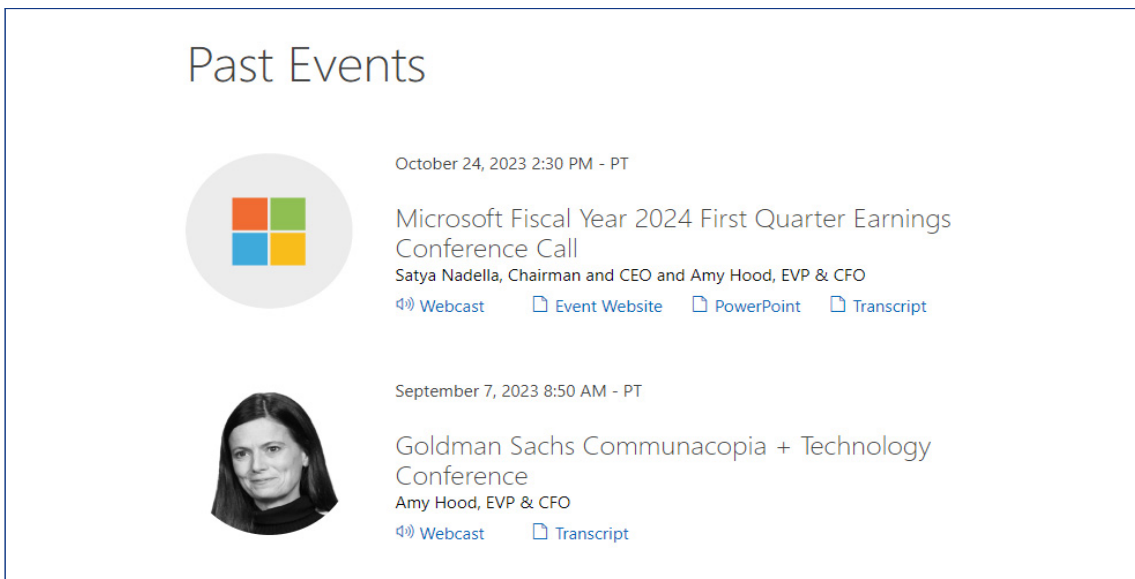
1) 밸류파인더 "국내 상장사 IR 활동 미흡...IR 의무화해야", 파이낸셜뉴스, 2023.10.11

release, Earnings call recording, Earnings call transcript 등을 제공하여 투자관계자의 정보 접근을 용이하게 하고 있음

- 소액주주와의 소통 내역을 공시하도록 한 가이드라인 개정을 시작으로 국내 시장에서 기업설명회(IR)의 중요성이 더욱 강조될 것으로 예상하며²⁾, ESG에 대한 논의가 확대·강화됨에 따라 기업설명회 개최횟수 뿐 아니라 운영방식도 주목받게 될 것으로 판단함

- 한편, 2000년대 초부터 기업설명회(IR)가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구가 많았던 것과 달리 기업설명회 운영방식에 관한 연구는 많지 않음
 - 구체적으로 기업설명회가 정기적으로 개최되는지, 모든 투자관계자를 대상으로 하는지, 인터넷 IR을 활용하는지, 기업설명회 관련 자료는 제공하고 있는지 등이 수치상으로 파악되고 있지 않음
- 이에 본고에서는 최근 결산일 기준 국내 상장기업의 기업설명회 개최횟수, 모든 투자관계자를 대상으로 한 기업설명회 비율, 인터넷 IR을 활용하는 기업 비율 등 국내 기업설명회 관련 통계치를 제시하고자 하며, 향후에는 이를 기반으로 해외 기업과 국내 상장기업의 소통 수준을 비교·분석할 계획임

〈그림 1〉 Microsoft 홈페이지



2) BNK금융, IR 공개 대상 '개인투자자' 확대 검토, 더벨, 2023.6.9

〈그림 2〉 삼성카드 지속가능경영보고서

2022 IR 활동 성과	
금융감독원 전자시스템 공시	101건
주주총회	1회
경영실적 발표	4회
홈페이지 공시	23건
NDR 및 컨퍼런스 참석	7회

조사 대상 및 방법론

□ 조사대상

- 한국거래소 유가증권시장 상장기업 795사 및 코스닥시장 상장기업 1,544사
 - DataGuide에 등록된 전체 종목을 상장시장에 따라 분류한 뒤 스펙과 우선주 등을 제외함
- 기본정보 : 회사명·상장시장·시가총액·업종·자산·최대주주 지분율 등
 - 시가총액은 2023.10.31. 기준, 매출액과 자산은 2022년 연결재무제표 기준으로 함
- 기업설명회 : 안내공시 일자·개최 일시·장소·참가대상·개최방식·IR자료 제공여부 등
 - DART 공시 상 '22.1.1.~'22.12.31.과 '23.7.1.~'23.9.30.에 개최된 기업설명회를 대상으로 함
 - '23년 2분기 기업설명회는 결산일 이후 2분기 실적발표 관련 기업설명회를 대상으로 함. 다만, 공시 상 개최목적이 실적발표라고 명확히 명시되지 않은 경우도 일부 포함됨
 - 동 기간 기업설명회를 여러 차례 개최한 경우 실적발표 관련 기업설명회를 우선 하였으며, 그 외에는 결산일 이후 가장 빨리 개최된 기업설명회를 대상으로 함

□ 조사방법

- (사전안내) 안내공시가 게재된 일자와 기업설명회 개최 일시를 단순 차감하여 계산함
- (IR자료 제공여부) 공시된 기업설명회를 위한 IR자료가 게재된 경우를 집계함
- (개최방식) 인터넷 IR과 대면미팅·컨퍼런스콜·NDR·Corporate-Day·설명회 등 두 개 항목으로 구분하여 집계함. 인터넷 IR은 Web-casting 방식과 Zoom·Webex 등 화상회의 도구를 활용한 IR을 의미함
 - DART에 컨퍼런스콜로 기재되어 있으나 기업 홈페이지 등에서 Web-casting 방식으로 진행한 것이 확인되면 인터넷 IR에 포함함. 그 외 컨퍼런스콜로 기재된 경우

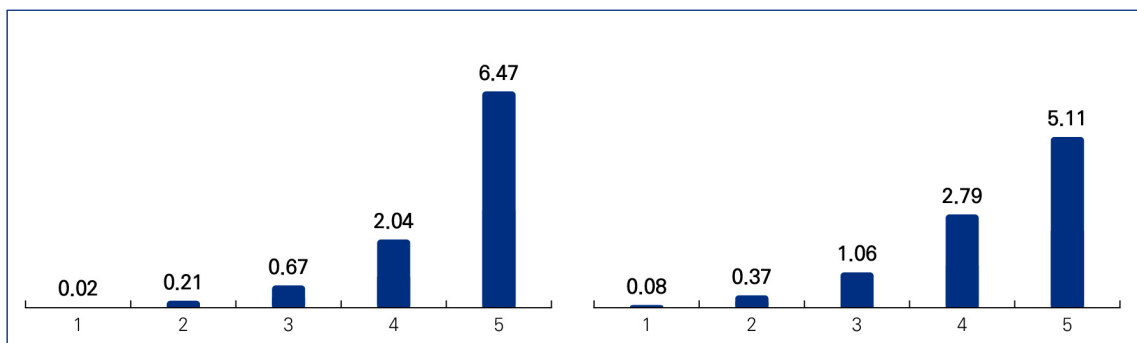
대면미팅·컨퍼런스콜·NDR·Corporate-Day·설명회 등에 포함함

- (주관기관) 자사주관, 증권사 등, 한국IR협의회 등 세 개 항목으로 집계하였으며, 후원기관이 기재되어 있지 않으면 자사주관에 포함함
- (참가대상) 모든 투자자와 애널리스트 또는 기관투자자 두 개 항목으로 구분하여 집계함
 - 참가대상에 투자자·개인투자자·주주 등을 명시하였으면 모든 투자자에 포함함
 - 공시 상 참가대상이 '국내 기관투자자 등'으로 모호하게 기재된 경우, 기업 홈페이지 등에서 모든 투자자를 대상으로 진행되었다는 것이 명백하게 드러나지 않는 이상 애널리스트 또는 기관투자자에 포함함
 - 한국IR협의회 등이 후원한 기업설명회의 경우, 한국IR협의회 홈페이지에 안내된 참가대상자를 기준으로 집계함

2022년 연간 기업설명회 개최 횟수: 유가증권시장

- 유가증권시장 상장기업 795사의 2022년 평균 기업설명회 개최횟수는 1.88회로 집계됨. 동 기간 기업설명회를 한 번 이상 개최한 회사와 한 번도 개최하지 않은 기업(미실시 기업)은 각각 229사(29%), 566사(71%)임
- 시가총액, 매출액, 자산 규모에 따라 기업설명회 개최횟수가 편중되는 모습을 보임. 5분위 기준 최상위 그룹과 최하위 그룹 간의 차이는 시가총액으로 구분하였을 때 가장 큼
 - (시가총액) 시가총액 상위 20%의 기업설명회 횟수는 6.47회, 하위 20%는 0.02회로 조사됨
 - (매출액) 매출액 상위 20%의 기업설명회 횟수는 5.11회, 하위 20%는 0.08회로 조사됨
 - (자산) 자산 규모 상위 20% 기업의 기업설명회 횟수는 5.28회, 하위 20%는 0.04회로 조사됨
 - <표 1>은 최근 논의되고 있는 ESG 공시 의무화 기준에 따라 구분한 것으로, 자산규모 2조원 이상인 회사의 평균 개최횟수는 5.66회이나, 5천억원 미만인 기업의 평균 개최횟수는 1회도 되지 않는 것으로 조사됨

〈그림 3〉 유가증권시장 시가총액(좌)과 매출액(우)별 기업설명회 평균 개최횟수



출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

주석: 세로축은 평균 개최횟수(회), 가로축은 5분위 기준 (5: 상위 20%, 1: 하위 20%)

〈표 1〉 유가증권시장 자산규모별 기업설명회 평균 개최횟수

자산	개최횟수	회사 수	(%)
2조원 이상	5.66	183	23
2조원 미만~1조원 이상	2.20	86	10.8
1조원 미만~5천억원 이상	1.32	128	16.1
5천억원 미만~1천억원 이상	0.29	326	42.3
1천억원 미만	0.08	62	7.8
합계	-	795	100

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

〈표 2〉 유가증권시장 업종별 기업설명회 평균 개최횟수

구분 업종	기업 수 (%)		평균 개최횟수	업종별 최대횟수	미실시 기업	
	기업 수	(%)			기업 수	(%)
은행	10	1.3	11.3	20	1	10
소매(유통)	17	2.1	5.6	20	7	41
전기통신서비스	4	0.5	4.8	15	1	50
미디어와엔터테인먼트	22	2.8	4.3	17	8	41
소프트웨어와서비스	14	1.8	3.9	28	8	64
에너지	15	1.9	3.4	17	8	53
운송	30	3.8	3.3	27	19	63
전자와 전기제품	12	1.5	3.0	17	7	58
보험	12	1.5	2.8	8	4	42
호텔, 레스토랑, 레저등	7	0.9	2.7	7	2	29
교육서비스	3	0.4	2.7	8	2	67
부동산	4	0.5	2.5	4	1	25
반도체와반도체장비	14	1.8	1.9	10	9	64
기술하드웨어와장비	27	3.4	1.6	20	21	78
자본재	141	17.7	1.6	17	96	70
다각화된금융	2	0.3	1.5	3	1	50
디스플레이	6	0.8	1.5	9	5	83
자동차와부품	75	9.4	1.3	34	64	87
제약과생물공학	56	7.0	1.3	12	39	71
건강관리장비와서비스	5	0.6	1.2	6	4	80
상업서비스와공급품	6	0.8	1.0	4	4	67
소재	150	18.9	0.9	18	126	85
증권	21	2.6	0.9	6	14	71
식품, 음료, 담배	51	6.4	0.8	18	41	84
내구소비재와의류	71	8.9	0.7	16	59	83
유틸리티	16	2.0	0.5	4	11	75
가정용품과개인용품	2	0.3	0.0	0	2	100
식품과기본식품소매	2	0.3	0.0	0	2	100
합계	795	100	-	-	-	-

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

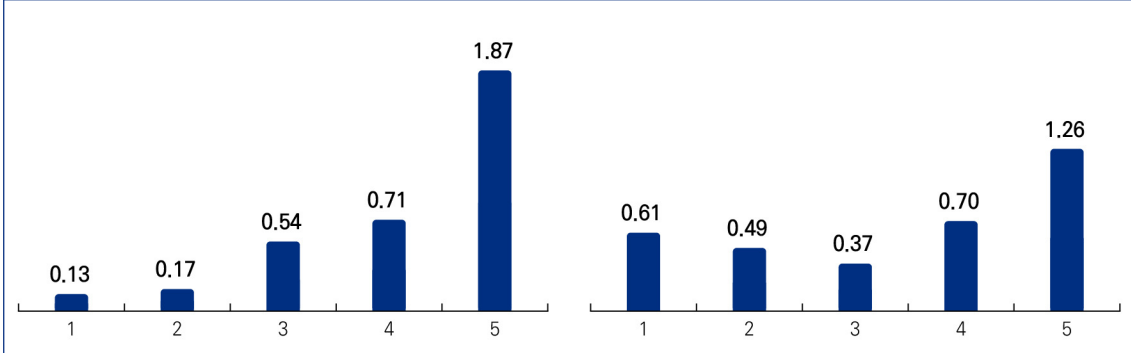
주석: 업종은 WICS를 따름, 기업 수와 (%)는 해당 업종에 속해 있는 기업의 숫자와 전체 기업 대비 비율임, 0회 기업(%)은 업종 내 기업설명회를 한 번도 하지 않은 기업의 비율임

- 업종별로는 (평균 개최횟수를 조사한 만큼) 업종 내 기업 수가 적고, 기업설명회를 한 번도 개최하지 않은 기업의 비율이 낮은 업종이 상위권에 포진함
 - 은행 업종 내 기업 대부분이 기업설명회 개최횟수 기준 상위권에 속함. 또 기업설명회를 개최하지 않은 것으로 조사된 제주은행이 신한지주 그룹사임을 고려하면, 업종 내 모든 기업이 기업설명회를 개최함
 - 반면, 자동차와부품 업종은 개최횟수 기준 최상위권에 속하는 현대자동차(23회), 기아(34회), 현대모비스(28회)가 속해있음에도, 업종 내 87%가 기업설명회를 실시하지 않아 중간 이하에 위치함
 - 자본재 업종도 연간 4회 이상 (분기별 평균 1회 이상) 기업설명회를 개최한 기업 수가 가장 많은 업종이나 중간 수준에 머무름
 - 미디어와엔터테인먼트 업종은 소비자 트렌드에 민감한 사업 특성이 반영된 것으로 예상됨. 업종 내 IT(네이버·카카오), 게임(크래프톤·엔씨소프트·넷마블·더블유게임즈), 미디어(하이브·이노션·CJCGV·콘텐츠리중앙) 기업 모두 개최횟수가 높은 축에 속함. 또 소속된 기업 수가 비슷한 업종과 비교했을 때 기업설명회를 한 번도 실시하지 않은 기업 비율이 낮은 편임

2022년 연간 기업설명회 개최 횟수: 코스닥시장

- 코스닥 상장기업 1,544사의 2022년 평균 기업설명회 개최횟수는 0.68회로 조사됨. 동 기간 코스닥 상장기업 중 기업설명회를 한 번 이상 개최한 회사와 한 번도 개최하지 않은 기업은 각각 363사(24%), 1,181사(76%)임
 - 코스닥 상장기업의 평균 개최횟수는 유가증권시장의 1/3 수준이며, 기업설명회 미실시 기업 비율은 유가증권시장에 비해 5%p 높음
- 시가총액, 매출액, 자산 규모가 큰 그룹에서 개최횟수가 많은 모습은 유가증권시장과 유사하나, 시가총액, 자산, 매출액과 개최횟수 간의 상관관계는 코스닥시장이 더 약함
 - (시가총액) 시가총액 상위 20%의 기업설명회 횟수는 1.87회, 하위 20%는 0.13회로 조사됨
 - (매출액) 매출액 상위 20%의 기업설명회 횟수는 1.26회, 하위 20%는 0.61회로 조사됨
 - (자산) 자산규모 상위 20%의 기업설명회 횟수는 1.45회, 하위 20%는 0.55회로 조사됨
 - 앞서 언급한 ESG 공시 의무화 기준에 따라 구분하였을 때, 자산규모 2조원 이상인 기업의 평균 IR개최횟수는 2.65회로 조사되었으며, 5천억원 미만인 기업의 경우 유가증권시장과 마찬가지로 1회도 되지 않는 것으로 조사됨
 - 그러나 코스닥시장에서 자산 규모 5천억원 미만인 기업이 차지하는 비율은 90%(1,372사)로 유가증권시장 50%(388사)를 크게 상회하고 있음 (아래 표3 참고)

〈그림 4〉 코스닥시장 시가총액(좌)과 매출액(우)별 기업설명회 횟수



출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

주석: 세로축은 평균 개최횟수(회), 가로축은 5분위 기준 (5: 상위 20%, 1: 하위 20%)

〈표 3〉 코스닥시장 자산규모별 기업설명회 횟수

자산	개최횟수	회사 수	(%)
2조원 이상	2.65	20	1.3
2조원 미만~1조원 이상	2.08	53	3.4
1조원 미만~5천억원 이상	1.16	96	6.2
5천억원 미만~1천억원 이상	0.67	749	48.6
1천억원 미만	0.43	623	40.4
합계	-	1544(3)	100

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

- WICS 중분류 28개 중 16개 업종에서 미실시 기업 비율이 80%를 초과함
 - 유가증권시장에서 평균 개최횟수가 가장 높은 업종(은행)은 11.3회, 차상위 업종(소매)은 5.6회였으나 코스닥시장에서 평균 개최횟수가 가장 높은 업종(식품)은 2.0회, 차상위 업종(호텔, 레스토랑, 레저 등)은 1.5회로 조사됨
 - 코스닥시장에서 상위권에 포진한 업종은 식품과기본식품소매, 호텔·레스토랑·레저, 미디어와엔터테인먼트로, 유가증권시장처럼 B2C 사업의 특성이 반영된 것으로 보임
 - 제약과생물공학 업종은 코스닥시장에서 두 번째로 기업 수(178개)가 많음에도 상위권에 위치함. 업종 내 기업 수가 많은 업종이 중·하위권에 위치했던 유가증권시장과 다른 모습임
 - 이는 해당 업종에 대한 투자관계자의 관심과 한국거래소 제약·바이오 기업 공시 가이드라인³⁾의 영향으로 판단됨. 사업 영역을 이해하는데 전문성을 요하고, 임상시험 간 오랜 시간이 소요된다는 특성 때문에 보다 투명한 공시를 요구하고 있음
 - 기업 수가 많은 업종이 상위권에 위치한 것을 긍정적으로 볼 수 있으나, 업종별 평균 개최횟수가 대부분 1회 미만인 것으로 조사되어 순위 자체의 의미가 크지는 않다고 생각함

3) 한국거래소, 『제약바이오 기업을 위한 포괄공시 가이드라인』, 2020

〈표 4〉 코스닥시장 업종별 기업설명회 횟수

구분 업종	기업 수 (%)		평균 개최횟수	업종별 최대횟수	미 실시 기업	
	기업 수	(%)			기업 수	(%)
식품과기본식품소매	6	0.4	2.0	12	5	83
호텔, 레스토랑, 레저등	11	0.7	1.5	8	7	64
미디어와엔터테인먼트	99	6.4	1.4	24	65	66
건강관리장비와서비스	82	5.3	1.3	12	43	52
상업서비스와공급품	19	1.2	1.3	7	10	53
제약과생물공학	178	11.5	1.1	11	111	63
보험	1	0.1	1.0	1	0	0
소프트웨어와서비스	131	8.5	0.9	14	90	69
전자와 전기제품	52	3.4	0.8	12	39	75
내구소비재와의류	89	5.8	0.6	8	72	81
디스플레이	79	5.1	0.5	7	62	78
반도체와반도체장비	123	8.0	0.5	10	100	81
기술하드웨어와장비	200	13.0	0.5	24	162	81
자본재	164	10.6	0.4	13	143	87
소매(유통)	24	1.6	0.3	3	18	75
식품, 음료, 담배	38	2.5	0.3	6	33	87
소재	93	6.0	0.3	7	80	86
에너지	21	1.4	0.3	2	16	76
가정용품과개인용품	6	0.4	0.2	1	5	83
운송	12	0.8	0.2	2	11	92
다각화된금융	22	1.4	0.1	1	19	86
자동차와부품	69	4.5	0.1	2	64	93
교육서비스	14	0.9	0.0	0	14	100
유틸리티	1	0.1	0.0	0	1	100
은행	1	0.1	0.0	0	1	100
전기통신서비스	2	0.1	0.0	0	2	100
증권	4	0.3	0.0	0	4	100
-	3	0.2	0.0	0	3	100
합계	1544	100	-	-	-	-

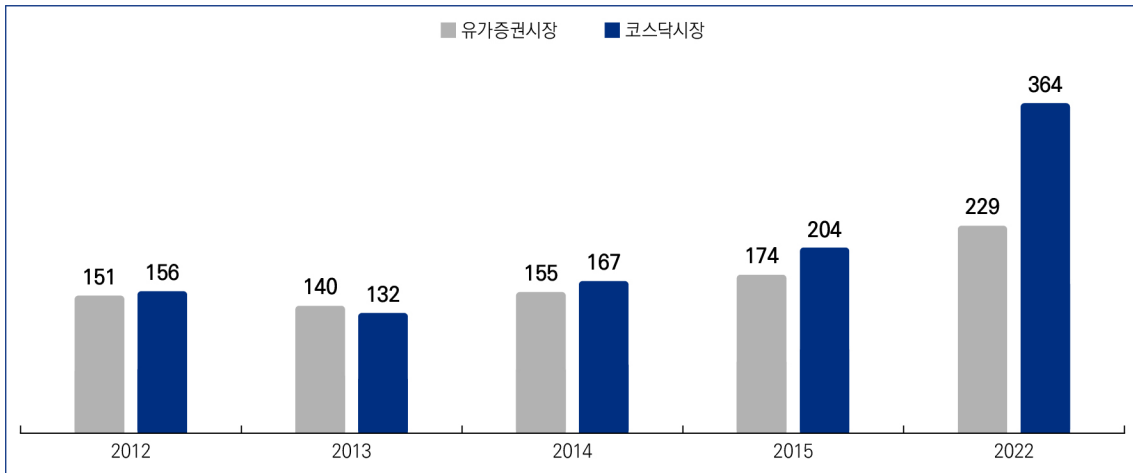
출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

주석: 업종은 WICS를 따름, 기업 수와 (%)는 해당 업종에 속해 있는 기업의 숫자와 전체 기업 대비 비율임, 0회 기업(%)은 업종 내 기업설명회를 한 번도 하지 않은 기업의 비율임

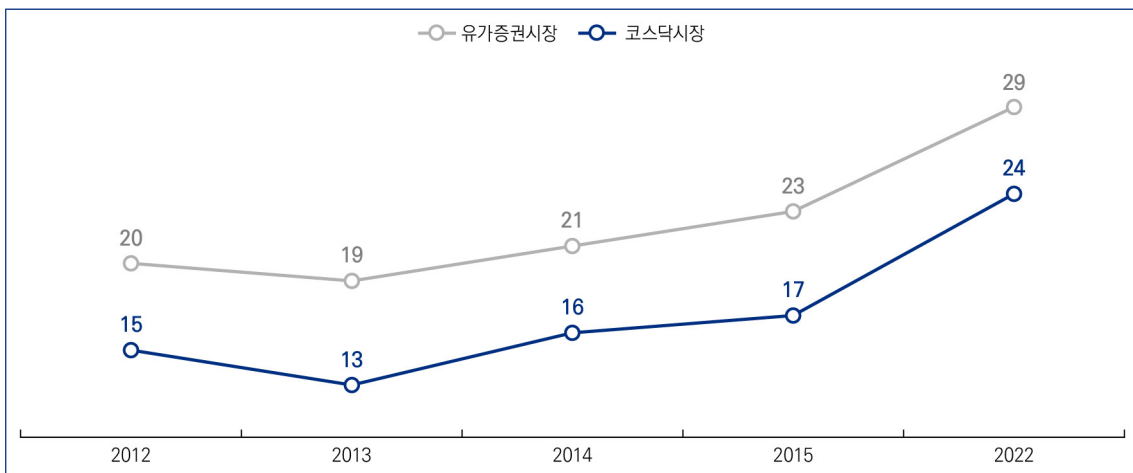
2022년 연간 기업설명회 비교 분석

- 기업설명회를 개최한 기업 수와 비율은 양 시장 모두 증가함
 - 2015년 기업설명회를 개최한 기업 수⁴⁾는 378사로 조사되었으나 2022년에는 593사로 조사됨. 특히 코스닥시장의 경우, 2015년 204사에서 2022년 364사로 약 80% 증가함
 - 기업설명회를 개최한 기업 비율도 2015년 유가증권시장 23%, 코스닥시장 17%이었던 것이 2022년 유가증권시장 29%(+6%p), 코스닥시장 24%(+7%p)로 개선됨
- 그러나 기업설명회를 개최하지 않은 기업이 양 시장 모두 70%를 초과한다는 점에서 국내 상장기업의 소통 수준은 여전히 미흡하다고 판단됨

〈그림 5〉 유가증권시장과 코스닥시장 기업설명회 개최기업 수



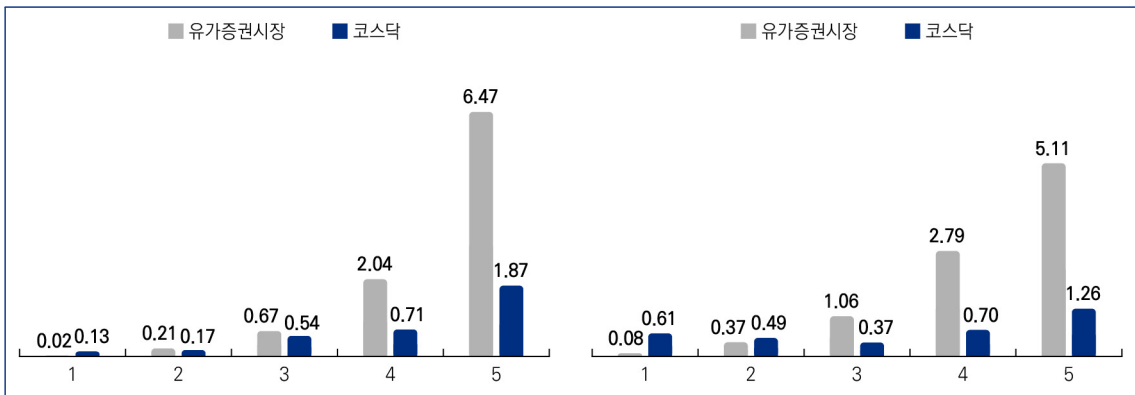
〈그림 6〉 유가증권시장과 코스닥시장 기업설명회 개최기업 비율(%)



4) 자본시장연구원, 「상장기업 IR활동의 효익 분석 연구」, 2016

- 시가총액, 매출액, 자산 규모에 따라 기업설명회 개최횟수가 편중되는 모습은 양 시장에서 공통적으로 나타남 (그림7)
- 기업규모와 기업설명회 개최횟수 간의 상관관계는 코스닥시장이 더 약한 것으로 조사됨
 - 유가증권시장에서 연 4회 이상 기업설명회를 개최한 기업(164개사)의 시가총액, 매출액, 자산 규모별 분포를 분석해보면 시가총액 1조원 이상, 매출액 1,000억원 이상, 자산 1조원 이상 기업이 두드러짐
 - 코스닥시장에서도 규모가 큰 기업의 평균 개최횟수가 대체로 높게 나왔으나, 연 4회 이상 개최기업을 보았을 때 주목할 만한 기준점은 보이지 않음
 - 이는 코스닥시장에서 높은 비중을 차지하는 제약과 미디어 업종 기업의 시가총액, 매출액, 자산 규모가 다양한 데서 일부 기인함. 또 한국IR협회가 규모가 작은 기업을 대상으로 IR활동을 지원하는 것이 기업 규모와 개최횟수 간의 상관관계를 낮추는 데 영향을 미친 것으로 판단됨

〈그림 7〉 유가증권시장과 코스닥시장 시가총액(좌)과 매출액(우)별 기업설명회 횟수



〈표 5〉 유가증권시장과 코스닥시장 자산규모별 기업설명회 개최횟수

구분	유가증권시장			코스닥시장		
	개최횟수	회사 수	(%)	개최횟수	회사 수	(%)
2조원 이상	5.66	183	23	2.65	20	1.3
2조원 미만~1조원 이상	2.20	86	10.8	2.08	53	3.4
1조원 미만~ 5천억원 이상	1.32	128	16.1	1.16	96	6.2
5천억원 미만~ 1천억원 이상	0.29	326	42.3	0.67	749	48.6
1천억원 미만	0.08	62	7.8	0.43	623	40.4
합계	-	795	100	-	1541(3)	100

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

2023년 2분기 기업설명회 운영 현황: 유가증권시장

- 유가증권시장 조사 대상기업 795사 중 2023년 2분기 실적 관련 기업설명회(IR)를 실시한 기업은 195사(24.5%)로 파악됨
- (사전안내 및 IR자료) 동 기업은 평균적으로 기업설명회 7.7일 전에 안내공시를 하였으며, 약 95%가 해당 기업설명회를 위한 IR자료를 게시하여 공개한 것으로 조사됨. 코스닥시장을 포함하여 IR자료를 게재한 기업 대부분이 설명회 당일 또는 하루 전에 게재하였는데, 이는 공정공시 기준에 의한 것으로 사료됨
- (개최방식) 2분기 기업설명회를 실시한 기업 중 Web-casting 또는 화상회의와 같은 인터넷 IR을 이용한 기업의 비율은 33%이며, 대면미팅, 컨퍼런스콜, NDR, Corp-day, 설명회 등의 전통적인 방식으로 IR을 진행한 기업은 67%임
 - 유가증권시장에서 Web-casting 방식으로 기업설명회를 진행한 기업 90% 이상이 시가총액, 매출액, 자산 규모 중 한 개 항목이 1조원 이상인 기업임
- (주관기관) 후원기관별 비율은 자사주관 60%, 증권사 등 38%, 한국IR협의회 등 2%로 조사됨
- (참가대상) 참가대상별 비율은 모든 투자자 26%, 애널리스트 및 기관투자자 74%로 조사됨
- (다시듣기, 녹화자료, 스크립트 등) IR을 실시한 기업의 약 27%가 기업 홈페이지에 다시듣기 등을 제공해 기업설명회에 참석하지 못한 투자자의 정보 접근을 지원함
- (통역) 다시듣기 등을 제공한 52개사 중 42개사가 동시·순차 통역을 하거나 질의응답만 통역을 하는 방식으로 진행함

〈표 6〉 유가증권시장 기업설명회 운영방식별 현황

구분		2조원 이상	2조원 미만 1조원 이상	1조원 미만 5천억원 이상	5천억원 미만 1천억원 이상	1천억원 미만	합계
회사 수	전체	242	114	132	265	42	795
	비율(%)	30.4	14.3	16.6	33.3	5.3	100
개최사		142	31	16	6	0	195
개최방식	인터넷 IR	56	1	6	2	0	65(33)
	대면미팅 등	86	30	10	4	0	130(67)
주관기관	자사주관	101	8	6	2	0	117(60)
	증권사 등	40	23	8	3	0	74(38)
	한국IR협의회 등	1	0	2	1	0	4(2)
참가대상	모든 투자자	49	0	2	0	0	51(26)
	기관 투자자 등	93	31	14	6	0	144(74)
녹음 등	제공	47	2	3	0	0	52(27)
	미제공	95	29	13	6	0	143(73)
통역	제공	40	1	1	0	0	42(22)
	미제공	102	30	15	6	0	153(78)

출처: DataGuide, DART, 각사 홈페이지, 한국ESG기준원 / 단위: 개사, %

2023년 2분기 기업설명회 운영 현황: 코스닥시장

- 코스닥시장 조사 대상기업 1,544사 중 2023년 2분기 실적 관련 기업설명회를 실시한 기업은 162사(10.5%)로 조사됨
 - (사전안내 및 IR자료) 등 기업은 평균적으로 기업설명회 6.7일 전에 안내공시를 하였으며, 기업설명회를 실시한 기업 98%가 IR자료를 게시하여 공개함
 - (개최방식) 코스닥시장에서 인터넷 IR을 이용한 비율은 20%, 대면미팅, 컨퍼런스콜, NDR, Corp-day, 설명회 등의 전통적인 방식은 80%로 조사됨. 인터넷 IR 내에서도 Web-casting 방식보다는 Zoom·Webex 등 화상회의 도구를 활용한 IR 비중이 큼
 - (주관기관) 후원기관별 비율은 자사주관 33%, 증권사 등 53%, 한국IR협의회 등 14%로 조사됨. 유가증권시장에 비해 자사주관 기업설명회 비율이 낮고, 증권사나 한국IR협회를 동반한 기업설명회 비율이 높은 것이 특징적임
 - (참가대상) 참가대상별 비율은 모든 투자자 25%, 애널리스트 및 기관투자자 75%로 조사됨
 - (다시듣기, 녹화자료, 스크립트 등) 다시듣기 등을 제공하는 기업은 10% 미만인 것으로 파악됨. 기업 수로는 15개사 미만일 것으로 추정함
 - (통역) 다시듣기 등을 제공하지 않아 통역 제공 여부도 파악하기 힘들며, 2분기 실적 관련 기업설명회에서 통역을 제공한 회사는 10개사 내외일 것으로 추정함

〈표 7〉 코스닥시장 기업설명회 운영방식별 현황

구분		2조원 이상	2조원 미만 1조원 이상	1조원 미만 5천억원 이상	5천억원 미만 1천억원 이상	1천억원 미만	합계
회사 수	전체	20	53	96	749	626	1544
	비율(%)	1.3	3.4	6.2	48.5	40.5	100
개최사		7	16	13	74	52	162
개최방식	인터넷 IR	3	1	1	9	18	32(20)
	대면미팅 등	4	15	12	65	34	130(80)
주관기관	자사주관	6	11	3	16	18	54(33)
	증권사 등	1	5	10	52	18	86(53)
	한국IR협의회 등	0	0	0	6	16	22(14)
참가대상	모든 투자자	3	4	1	10	22	40(25)
	기관 투자자 등	4	12	12	64	30	122(75)
녹음 등	제공	4	1	0	1	4	10(9)
	미제공	3	15	13	73	48	152(91)
통역	제공	4	4	1	1	0	10(6)
	미제공	3	12	12	73	52	152(94)

출처: DataGuide, DART, 각사 홈페이지, 한국ESG기준원 / 단위: 개사, %

2023년 2분기 기업설명회 비교 분석

□ 기업설명회 개최기업

- 2분기 기업설명회 개최기업 수와 비율은 유가증권시장이 코스닥시장에 비해 높음
- 직전연도에 기업설명회를 적극적으로 개최한 기업이 다음 해에도 그러할 것으로 예상됨
 - 유가증권시장에서 '22년에 기업설명회를 4회 이상 개최한 기업 90%가 '23년 2분기 기업설명회를 실시함. 반대로 '22년 기업설명회 미실시 기업 566사 중 '23년 2분기 기업설명회를 실시한 기업은 21사에 불과함. 코스닥시장도 위와 유사한 모습을 보임

□ 기업설명회 운영방식

- 양 시장 모두 평균적으로 기업설명회 개최 1주일 전에 안내공시를 하였으며, IR자료도 기업설명회 당일 또는 기업설명회 전후로 게재하여 큰 차이를 보이지 않음
 - 다만, 유가증권시장의 경우 기업설명회 3주 전에 안내공시를 하는 기업이 다수 있음
 - 특히 삼성그룹 계열사(삼성전자·삼성생명·삼성화재·삼성에스디에스)는 기업설명회 개최일 3주 전에 사전 안내공시를 하고 모든 투자자를 대상으로 Web-casting 방식의 기업설명회를 실시하였음
 - 반면, 코스닥시장에서 기업설명회 개최일 3주 전에 안내공시를 하는 기업은 거의 없음
- 인터넷 IR을 실시한 기업의 비율은 코스닥시장이 유가증권시장에 비해 14%p 낮음
 - 앞서 언급한 것처럼, 코스닥시장의 경우 전통적인 방식의 IR을 주로 진행하였으며, 인터넷 IR 내에서도 Web-casting 방식보다는 화상회의 방식의 비중이 높음
 - 또 유가증권시장에서 실시된 인터넷 IR은 대부분 자사주관 기업설명회였으나 코스닥시장에서 실시된 인터넷 IR은 대부분 한국IR협의회를 동반한 기업설명회임
- 주관기관에서 가장 큰 차이를 보임. 유가증권시장의 경우 자사주관 기업설명회 비율이 60%이나 코스닥시장은 33%에 불과함. 또 양 시장에서 기관투자자 대상 기업설명회 비율이 70%를 상회함
 - 자사주관 기업설명회의 경우, 외부 주관기관의 이해관계에 영향을 덜 받게 되므로 참가대상을 기관투자자에 한정할 필요성이 낮음. 실제로 모든 투자자를 대상으로 하는 기업설명회 90% 이상이 자사주관 기업설명회임
 - 그러나 자사주관 기업설명회라 할지라도 반드시 모든 투자자를 대상으로 하는 것은 아님. 모든 투자자보다는 기관투자자를 대상으로 하는 경우가 더 많음. 유가증권시장을 보면, 자사주관 기업설명회 비율이 60%이나 참가대상은 기관투자자가 70% 이상임
 - 주관기관, 참가대상 간 관련성은 코스닥시장에서 더 뚜렷하게 나타남. 다시 말해, 코스닥시장은 증권사 주관 기업설명회 비율이 높고, 참가대상은 대부분 기관투자자임. DART 공시 상 코스닥 기업의 증권사 주관 기업설명회 참가대상에 개인투자자를 명시한 경우는 두 사례밖에 없음

- IR을 수행하기 위한 인력과 비용이 부족한 코스닥 기업, 주요 고객이 기관투자자인 증권사의 이해관계를 고려하면 이해할 수 있는 지점임. 다만, 기업설명회 개최횟수가 적은 코스닥 기업의 기업설명회 참가자가 기관투자자로 제한된다는 점은 국내에서 ESG에 대한 논의가 강화될수록 논란이 될 것으로 예상함
- 2분기 기업설명회를 실시한 기업 중 다시듣기 등을 제공하는 기업의 비율은 유가증권시장 27%, 코스닥시장 9%로 집계됨
 - 유가증권시장에서 인터넷 IR을 실시한 65개사 중 52개사가 다시듣기 등을 제공함. 즉 인터넷 IR을 실시한 기업은 대개 다시듣기 등을 제공한다고 해석 가능함. 그러나 조사대상 기업 795개사를 기준으로 보면 다시듣기 등을 제공하는 비율은 낮은 편임
 - 코스닥시장의 경우 그 정도가 더욱 심함. 전체 조사대상 1,544개사를 기준으로 할 경우, 다시듣기 등을 제공하는 기업은 거의 없다고 할 수 있음

〈표 8〉 2023년 2분기 유가증권시장과 코스닥시장 기업설명회 운영방식별 현황

구분		유가증권시장(A)	코스닥(B)	(A)-(B)
대상	조사대상	795개사	1544개사	-
	실시기업	195개사(24.5)	162개사(10.5)	33개사
사전안내/IR자료	사전안내	7.7일	6.7일	1일
	제공	94.9	97.5	(2.6)
	미제공	5.1	2.5	2.6
개최방식	인터넷 IR	33.3	19.8	13.5
	대면미팅 등	66.7	80.2	(13.5)
주관기관	자사주관	60.0	33.9	26.1
	증권사 등	37.9	52.5	(14.6)
	한국거래소 등	2.1	13.6	(11.5)
참가대상	모든 투자자	26.2	23.5	2.7
	기관 투자자 등	73.8	76.5	(2.7)
녹음 등	제공	26.7	8.6	18.0
	미제공	73.3	91.4	(18.0)
통역	제공	21.5	6.2	15.4
	미제공	78.5	93.8	(15.4)

출처: DART, 각사 홈페이지, 한국ESG기준원 / 단위: %, %p

마치며

- 본 보고서의 목적은 기업설명회(IR) 개최횟수 및 운영방식에 관한 통계치를 제시하고, 국내 상장기업의 소통 수준을 파악하는 데 있음
- 2022년과 2023년 2분기 국내 IR 운영 현황을 조사한 결과, 국내 상장기업의 소통 수준은 다소 미흡한 것으로 판단됨

- 2022년 기준 양 시장에서 기업설명회를 한 번도 실시하지 않은 기업 비율이 70%를 초과하는 것으로 나타났음. 기업설명회 개최기업 수가 꾸준히 증가하였더라도 여전히 많은 기업이 기업설명회를 실시하지 않고 있음
- 일반적으로 생각되는 것과 같이 기업 규모가 클수록 기업설명회를 적극적으로 개최하는 것으로 조사됨
 - 유가증권시장이 코스닥시장에 비해 기업설명회 개최횟수가 많고, 각 시장 내에서도 시가총액, 매출액, 자산 규모가 큰 기업일수록 기업설명회 개최횟수가 많음
 - 2022년 유가증권시장에서 연 4회 이상 기업설명회를 개최한 기업의 분포를 보면, 시가총액 1조원, 매출액 1,000억원, 자산 1조원 이상 기업이 두드러졌으며, 이 기업들이 높은 비율로 2023년 2분기 기업설명회도 개최함
- 소액주주와의 소통 내역 공시가 의무화되었을 때, 유가증권시장 상장기업 상당수가 IR 개최횟수 1회 미만으로 보고할 것으로 예상됨
 - 유가증권시장 상장기업 중 자산규모 5천억원 미만 기업의 기업설명회 개최횟수가 특히 낮은 것으로 조사됨
 - 코스닥 상장기업의 경우 공시 의무화 대상에 포함되지는 않겠으나, 자산 규모 5천억원 미만 기업(코스닥시장의 약 90%)의 평균 개최횟수가 1회도 되지 않는다는 점이 국내 시장의 문제점으로 지속해서 언급될 것임
 - 규모가 작은 기업을 대상으로 한 IR 지원활동이 지속적으로 뒷받침되어야 할 것으로 보임
- 운영방식 측면에서 규모가 작은 기업은 증권사 주관의, 기관투자자를 대상으로 한, 전통적인 방식(대면미팅·컨퍼런스콜·NDR·Corporate-Day·설명회 등)의 IR을 실시하는 것으로 조사됨
 - Web-casting 방식을 채택한 기업은 대개 시가총액, 매출액, 자산 규모 중 한 항목이 1조원 이상인 기업이었음
 - 한편, 코스닥시장의 인터넷 IR 활용 비율이 낮은 것은 사실이나, 기업 현실을 보았을 때 인터넷 IR 방식을 추구하도록 해야 하는지에 대해서는 논의가 필요함. 한국IR협의회도 기업 규모에 따라 회사가 인식하는 IR의 역할과 범위에 인식 차이가 존재할 수밖에 없고 방식도 상이할 수 있다고 언급하고 있음⁵⁾
- 양 시장을 통틀어 40여 개 기업만이 글로벌 주요 기업 수준(기업설명회(IR) 개최일 1주일 전 안내공시, 연간 4회 이상 기업설명회 개최, Web-casting 방식, 다시듣기 등 제공)의 기업설명회를 개최한 바, 국내 시장의 소통 수준이 글로벌 수준으로 제고되기까진 다소 시간이 필요할 것으로 예상됨

5) 한국IR협회, 『IR 길라잡이』, 2012

생물다양성 보호 강화 이슈에 따른 주요 동향

최윤라*

- ▶ 세계경제포럼(WEF)은 생물다양성 감소 및 생태계 시스템 붕괴 관련 위험이 향후 10년간 인류가 직면할 가장 큰 위험 요인이 될 것으로 선정함
- ▶ 11월, 자연자본 공시 프레임워크(TNFD)의 최종 권고안이 발표됨에 따라 생물다양성 이슈에 대한 위험과 기회 요인을 식별하고 기업 경영 내 어떻게 통합하여 관리할 것인지가 기업의 중요한 과제로 떠오름
- ▶ 생물다양성과 관련된 측정 범위, 수집 데이터의 양은 방대하며 아직 명확한 공시체계가 부재하지만, 기후변화 대응과 함께 빠르게 대응해야 할 이슈로 보임

생물다양성 이슈의 중요성 대두

- 세계경제포럼(WEF)은 매년 전 세계가 직면한 위험 요인들을 단기적·장기적 관점에서 순위를 매겨 발표하고 있으며 '23년 보고서에서는 생물다양성 감소 이슈를 지구를 위협할 심각한 요인으로 선정함
 - “The Global Risks Report 2023¹⁾”에서는 글로벌 위험을 경제, 환경, 지정학, 사회적, 기술적 위험의 5개 카테고리로 구분하여 발표하였으며, 장기적으로 심각한 위험 요인 상위 10개 중 환경 요인이 6개나 포함됨
 - 향후 10년간 인류를 위협할 장기적 위험 중 가장 큰 위험 요인은 기후변화 완화 실패로 나타났으며, 생물다양성 손실 및 생태계 붕괴 관련 위험은 4번째로 심각한 이슈로 선정됨
- 지난 11월에는 자연자본 공시 프레임워크(TNFD)의 최종 권고안이 발표되었으며, 기후변화 관련 재무공시 프레임워크(TCFD)에 이어 자연자본과 관련하여 기업의 지배구조, 전략, 리스크 관리, 지표 및 목표의 4가지 분야의 공시기준을 제시함
 - 자연자본이란 사회에 가치 있는 상품 및 서비스를 제공하는 자연적 자원을 뜻하며 물, 토지, 삼림, 광물, 식물 등을 의미하며 Geneva Association²⁾ 보고서에 따르면 글로벌 GDP의 50% 이상이 자연자본과 생태계에 의존하고 있으므로 자연자본의 보전은 사회·경제 시스템의

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
한국ESG기준원 ESG평가실 환경파트 책임연구원(파트장), rarachoi@cgs.or.kr

1) World Economic Forum, 「The Global Risks Report 2023 18th Edition」, 2023.01

2) The Geneva Association, 「Nature and the Insurance Industry: Taking action towards a nature-positive economy」, 2022.11

필수 불가결하게 지켜야 할 요소임

- TNFD 공시 프레임워크에 따르면 이사회 차원에서 생물다양성을 포함한 자연자본 관련 의존도, 영향, 위험 및 기회 요인을 식별하고 공시해야 하며, 이와 관련된 기업의 전략, 재무적 영향 및 계획, 리스크, 자연자본 관리를 위한 지표·정량적 목표를 명시해야 함
- TNFD 최종 권고안은 쿤밍-몬트리올 글로벌 생물다양성 프레임워크의 요구사항과 일치하고 있으며, 기후변화 공시 프레임워크를 제공하고 있는 CDP, 글로벌 제약기업인 GSK 등은 즉각 수용하여 TNFD 공시 계획을 밝혔으며 앞으로 더 많은 기업이 채택할 것으로 보임
- 국제 글로벌 ESG 공시기준을 제정하고 있는 국제지속가능성기준위원회(ISSB)에서도 일반적 지속가능성 관련 재무정보 공시 요구(S1)와 기후 관련 재무정보 공시 요구(S2) 발표 이후, 향후 2년 내 제시할 S3, S4 공시기준으로 생물다양성과 인적자원 및 공급망 인권 부분을 우선순위에 두고 있음
- 글로벌 리스크 요인 중 기후변화가 가장 중대한 이슈였다면 다음 과제로 논의해야 할 이슈는 생물다양성이며 자연 손실이 가중될수록 기업의 영업활동과 투자자에게 더 큰 위험을 초래할 수 있으므로 기후변화 관련 공시보다 더욱 짧은 시일 내에 대응해야 할 사회적 이슈로 다가오고 있음

생물다양성협약 및 COP15 주요 내용

- 생물다양성(Biological Diversity) 정의
 - 생물다양성협약 제2조에서는 “생물다양성이란 육상, 해상 및 수생생태계, 생태학적 복합체를 포함하는 모든 자원으로부터 생물체간의 변이성을 말하며, 이는 종 내의 다양성, 종간의 다양성 및 생태계의 다양성을 포함”한다고 정의하고 있음
 - 생물종다양성이란 식물, 동물이나 미생물의 다양한 생물종으로 이해되고, 일반적으로 한 지역 내의 종 다양성 정도 및 분류학적 다양성을 지칭함
 - 생태계 다양성이란 사막, 삼림지, 습지대, 산 호수, 강, 농경지 등 생태계의 다양성을 의미하고 한 생태계에 속하는 모든 생물과 무생물의 상호작용에 관한 다양성을 의미함
 - 유전다양성이란 종 내의 유전자 변이를 말하는 것으로 종 내의 여러 집단을 의미하거나 한 집단 내 개체들 사이의 유전적 변이를 뜻함
- 생물다양성협약 및 추진 배경
 - 1970년대 및 1980년대를 지나며 세계적으로 산성비, 지구 온난화 등 지구환경문제에 관한 관심이 증가했으며 멸종위기 야생생물 보호를 위한 워싱턴 협약, 중요 습지 보호를 위한 람사르 협약 등 국제협약이 수립되기 시작함
 - 이에, 1992년 환경과 개발을 주제로 하는 지구정상회의가 브라질 리우데자네이루에서

개최되었으며 지속가능한 발전을 위해 환경과 개발에 관한 '리우선언'이 발표되었고, 기후변화와 생태계 파괴 및 지구 생물종 멸종을 막기 위한 '기후변화협약'과 '생물종다양성협약'이 만들어짐

□ 쿤밍-몬트리올 글로벌 생물다양성 프레임워크 채택

- 생물다양성협약의 당사국총회는 1994년 바하마 나소에서 개최되어 현재까지 15차례 개최되었으며, 제1차부터 제3차까지는 매년, 제4차부터는 격년으로 개최되고 있음
- 가장 최근에 개최된 제15차 당사국총회는 2022년 12월 캐나다 몬트리올에서 열렸으며, 196개 당사국 대표와 국제기구, 전문가 등 다양한 이해관계자가 참여하여 전 지구적 생물다양성 손실을 막기 위하여 Post 2020 글로벌 생물다양성 프레임워크(GBF, Global Biodiversity Framework)를 채택함
- 코로나 팬데믹 이후, 전 지구는 기후변화의 심각성에 대한 재난 및 재해를 겪고 각종 바이러스에 노출되었으며, 급작스러운 생태계 변화로 인해 생물다양성 손실에 대한 경각심이 매우 높아짐
- 쿤밍-몬트리올 글로벌 생물다양성 프레임워크는 향후 10년 동안 생태계 보전을 위한 중요한 변곡점으로 치열한 논의 끝에 타결되었으며, 2050년 생물다양성 비전과 4가지 장기목표를 포함하고 2030년까지 10년 동안 긴급조치를 위한 23개의 행동 지향적인 글로벌 목표를 구체적으로 제시함
- COP15 총회의 가장 핵심적 의제는 2030년까지 새로운 전 지구적 생물다양성 전략계획을 채택하는 것으로 치열한 논의가 이루어졌으며, 아래와 같은 실천 목표가 타결됨³⁾
 - 2030년까지 전 지구적으로 육상 및 해양의 최소 30%를 보호지역 등으로 보전 및 관리
 - 훼손된 육지 및 해양생태계를 최소 30% 복원
 - 과잉 영양 유출 50% 감소로 살충제 및 유해 화학물질로 인한 부정적 위험 감소
 - 침입 외래종의 유입 및 정착률 50% 감소 등 구체적이고 도전적 목표 채택
- 이와 더불어, 생물다양성 손실 중단을 위한 재정 확보를 위해 노력할 계획임
 - 생물다양성 유해 보조금 매년 최소 5천억 달러 감축
 - 공공·민간 등 모든 종류의 재원으로부터 매년 최소 2천억 달러 동원
 - 2025년까지 개도국 지원금 매년 최소 2백억 달러, 2026년부터 2030년까지는 최소 매년 3백억 달러 증대시키는 실천 목표 수립

ESG 새로운 투자, 생물다양성

□ 생물다양성 관련 투자 및 관심 확대⁴⁾

- 유엔환경계획(UNEP)의 '자연을 위한 금융(State of Finance for Nature)'에 따르면 2022년

3) 환경부, 제15차 생물다양성협약 당사국총회(COP15)마무리, 보도자료, 2022.12

4) 임팩트온, "생물다양성.. ESG투자 테마로 급부상 중", 2022.09.22. 기사 인용

- 육상 및 해양생태계로 유입된 공적 자금 1,280억 달러 중 약 절반이 생물다양성 보호에 사용되었으며, 260억 달러의 민간 금융 중 60억 달러가 생물다양성 상쇄 부문에 유입됨⁵⁾
- 생물다양성 분야로 신규 투자된 민간 금융 규모는 지속적으로 증가하고 있으며 네이처 포지티브 관련 투자가 확대됨에 따라 자산운용사, 회계법인들도 투자에 높은 관심을 보이고 있음
 - 영국의 자산운용사 슈로더스(Schroders)의 최고경영자 피터 해리슨은 자연자본을 우선순위로 삼고 있으며 탈탄소화 작업이 진행되며 자연의 중요성이 높아지고 자연자본에 상당한 자금이 유입될 것으로 보고 있으며 “생물다양성 보전 없이 넷제로의 길은 없다.”고 생물다양성의 중요성을 강조함
 - 책임투자그룹 셰어액션(ShareAction)의 최고경영자 캐서린 하워스는 “생물다양성이 현재 자본시장에서 가장 빠르게 성장하고 있는 ESG테마”라고 밝혔으며 전 미국 부통령인 엘고어 및 데이비드 블러드가 공동 설립한 지속가능 투자회사 제러네이션IM(Generation Investment Management)은 “생물다양성에 대한 지속적이고 치명적인 손실은 세계의 주요한 환경과제 중 하나”라고 밝힘
 - M&G 인베스트먼트의 관리 책임자 루퍼트 크레핑은 “생물다양성 손실을 세계 최고의 리스크로 보고 있으며, 투자자로서 포트폴리오 가치에 어떻게 영향을 미치는지 파악 중”이라고 전하고 있음
 - 서스테이너블 피치(Sustainable Fitch) 또한 생물다양성을 특징으로 하는 녹색·지속가능성 채권 발행이 꾸준히 증가하고 있다고 밝히며 TNFD 등 접근법이 표준화되고 시장이 투명해질수록 생물다양성 부분의 투자가 ESG 투자의 주류로 자리 잡을 것으로 전망함⁶⁾
 - 기관투자자인 피델리티는 생물다양성을 하나의 투자 테마로 분류하고 있으며 기업의 생물다양성 리스크와 포트폴리오에 미치는 잠재적 영향을 파악하고 리스크 관리 및 완화를 위해 발행사와 협력하고 있으며 자연보전 및 회복에 앞장서는 기업에 투자하고 있음
 - Environmental Finance에 의하면 작년 기준 전 세계적으로 9개의 생물다양성 펀드가 출시되었으며, 생물다양성 태그를 지닌 펀드의 총 운용자산은 99억 8,400만 달러로 투자 범위 및 규모가 급증하고 있다고 보고 있음
 - 블룸버그통신에 따르면 생물다양성 채권 판매액은 1,654억 달러로 사상 최대치를 기록하였으며, 전년 대비 약 77% 증가한 수준이라고 밝힘

□ 생물다양성 기금 출범

- 쿤밍-몬트리올 글로벌 생물다양성 프레임워크 협약 채택 이후, 생물다양성 손실 및 생태계 붕괴 위험에 대한 인식이 고조되었고, 목표에 따르면 2030년까지 연간 최소 2천억 달러의

5) UNEP, State of Finance for Nature, 2022

6) ESG경제, “생물다양성 투자가 뜬다”...관련 펀드 총액 100억 달러 돌파, 2023.09.15. 기사 인용

자금을 조달해야 함

- 자연자본을 보호하기 위해 유럽연합(EU)에서 큰 움직임을 보이고 있으며 유럽연합(EU) 집행위원회는 11월 9일 자연복원법 최종안에 합의하여 기후 및 환경 관련 지속 가능 프로젝트에 3억 9,600만 유로 규모의 투자 계획을 승인함
 - 자연복원법은 생물다양성 및 생태계 회복을 목표로 2030년까지 육지 및 바다의 20%, 2050년에는 회복이 필요한 모든 생태계를 복구하는 것이 주요 내용임
- EU는 자금 기구인 Life Program 하에 민간과 공동 투자를 허용하여 총 7억 2,200만 유로의 재정이 지원될 계획이며, 이는 전년 대비 28.5% 증가한 규모임
 - EU는 2021년부터 2027년까지 Life Program에 54억 유로를 할당하였고, 2050년 탄소 중립 달성과 EU 친환경 산업 육성 프로젝트를 지원하고 있으며, 자연 및 생물다양성 프로젝트에 2억 1,110만 유로가 지원되고 있고 그중 혼획 방지 프로젝트의 지원이 가장 크게 이루어짐
- 유럽증권시장감독청(ESMA)⁷⁾은 생물다양성 관련 투자 및 펀드가 급증함에 따라 그린워싱을 막기 위해 생물다양성 기금에 대한 모니터링을 강화할 예정이라고 밝힘
 - EU에서 ESG투자를 중점적으로 규제하고 있는 펀드 중 생물다양성 펀드의 비중은 0.1% 미만이지만 최근 2년 동안 생물다양성 누적 펀드는 8억 5,400만 유로 중 73%가 작년에 출시된 펀드로 투자금의 유입 속도가 급증하고 있음
 - 생물다양성 펀드는 멸종 위기에 처한 생물 보호 및 생태계를 보전하기 위한 활동에 투자하는 펀드를 말하며 생물다양성의 가치를 객관적이고 투명하게 평가하기 위한 기준이 부재함에 따라 쉽지는 않을 전망이다

□ 생물다양성 가치평가 움직임

- 다국적 금융 그룹인 HSBC는 세계 최초로 생물다양성 벤치마크 지수인 ‘유로넥스트 ESG생물다양성 스크린 지수’를 개발한 바 있음
 - 지수 개발에는 ESG 핀테크인 아이스버그 데이터랩과 유럽증권거래소 유로넥스트, 닥티시스와 계열사, 자산운용 등이 협업하여 지수를 개발함
- 생물다양성 회계금융 파트너십(PBAF)⁸⁾은 금융기관의 대출 및 투자가 생물다양성에 미치는 영향을 측정할 수 있는 표준을 발표함
 - 생물다양성 보전과 관련된 고려 없이 기업 대출 또는 투자가 이루어질 경우, 생물다양성 손실과 악화를 막을 수 없으며 이는 결국 기업 손실을 가중시키고 해당 기업에 투자한 금융기관의 리스크를 상승시킬 수 있으므로 금융권 위주의 영향평가 표준을 개발함

7) 유럽증권시장감독청(ESMA, European Securities and Markets Authority)

8) 생물다양성 회계금융 파트너십(PBAF, Partnership for Biodiversity Accounting Financials)

- 최근에는 S&P Global Sustainable 1을 출시하며 금융기관들을 위해 포트폴리오의 자연 및 생물다양성 리스크를 평가할 수 있는 서비스 제공을 시작함
 - 기업이 자연에 미치는 영향과 의존도를 분석하기 위한 방법론인 '자연위험 프로필'을 적용하였으며, 기업과 투자자는 토지 면적, 생태계 파괴 및 생태계 중요성 측정 등을 생태시스템 발자국(The Ecosystem Footprint)을 통해 자연자본을 측정하고자 함

생물다양성 보호를 위한 기업 대응 사례

- GSK, 지속가능한 조달 표준 개발⁹⁾
 - 글로벌 제약회사인 GSK는 2030년까지 농업, 임업 및 해양에서 채취한 재료의 100%가 지속가능하게 공급되고 삼림 벌채를 없앤다는 목표 아래 유당, 젤라틴, 팜유, 종이, 설탕 등 성분에 관련된 지속가능한 조달 기준을 개발함
 - GSK의 지속가능한 조달 표준은 토지 이용 변화, 수자원 관리, 생물다양성, 동물복지, 유해물질, 온실가스 배출, 노동권 등 지역사회에 미치는 영향을 포함하며 공급업체의 영향을 완화하기 위한 접근방식을 평가하고 개선 및 검증하는 데 활용될 예정임
- 록시땅, 생물다양성 전략 발표¹⁰⁾
 - 록시땅은 2025년까지 식물 기반 성분을 주재료로 사용하여 생물다양성을 보존하기 위한 '네이처 포지티브' 비전을 발표하며 역시 지속가능한 공급망 개발에 힘쓰고자 함
 - 록시땅 제품 브랜드 포장에 사용되는 플라스틱 양 10% 절감, 지속가능한 농업원칙을 통해 제품에 생산되는 주요 원료 100%를 재배할 것이라고 밝힘
- 네스프레소, 생물다양성 관리 성과 보고¹¹⁾
 - 네스프레소는 세계자연보전연맹(IUCN)의 '기업 생물다양성 성과 계획 및 모니터링 가이드라인'이 제시하는 생물다양성관리 체계를 따라 자사의 커피 재배, 가공 및 유통과정에서의 생태계 영향분석을 시행하고 4가지 분야에 따른 정량적 데이터를 수집하여 관리함
 - 4가지 분야에는 압박(서식지 파괴율, 삼림벌채 면적, 수질 및 토양오염도), 상태(서식지 내 생물 숫자, 서식지 내 생물종 다양성, 토질 및 수질), 대응(복구된 서식지 면적, 공급망 내 농장폐수 재활용, 공급망 내 친환경비료 사용률), 생태계 서비스(화분매개체 생물 증가율, 농작물 판매를 위한 소득, 가용 수자원량)가 포함되며 이해 해당하는 데이터를 수집하여 측정하고 있음

9) 임팩트온, GSK, 생물다양성 보호 위해 성분별 지속가능한 조달 표준 개발, 2023.8.2. 기사 인용

10) L'OCCITANE, Biodiversity Strategy, September.2021

11) 임팩트온, 네스프레소의 생물다양성(Biodiversity) 관리... IUCN의 가이드라인 기준으로, 2021.08.19. 기사 인용

향후 과제

- 한 번도 경험해보지 못한 코로나 사태를 경험하며 우리의 삶은 약 3년간 멈췄으며, 전 세계가 동시다발적으로 어려움을 겪게 되어 기후변화로 인한 위기를 직면하며 새로운 질병에 대처해야 했음
- 자연자본의 손실은 기후변화 위기보다 전방위적으로 지구를 압박하게 될 것이며, 식량 위기, 새로운 질병의 발생, 대기 및 수질 오염의 심각함으로 인해 경제적·사회적 문제를 일으키며, 기업의 경영활동에도 영향을 미치게 될 것임
- 기업은 기후변화 관련 위험과 기회 요인을 식별하고 재무적 영향을 파악하였듯이, 앞으로 영위하고 있는 사업과 관련하여 자연자본의 위험 요인을 식별하고 새로운 기회 요인을 도출하여 리스크 관리 영역에 포함시켜야 할 것임
 - 최대 자산운용사인 블랙록은 기후변화 다음 과제로 자연자본 관련 리스크 및 관리방안을 공개하지 않으면 이사 재선임에 반대표를 던질 수도 있다고 언급한 적이 있음
- 쿤밍-몬트리올 글로벌 생물다양성 프레임워크의 채택 이후, 생물다양성을 비롯한 자연자본에 대한 관심은 높아지고 있으며, 실제 투자금 유입 등 빠르게 투자 환경이 조성되고 있음
- TNFD, GRI, ESRS, PBAF, SBTN 등 생물다양성과 관련한 공시 프레임워크가 다양하게 생겨나고 있지만 생물다양성과 관련된 정보는 측정 범위가 광범위하고 수집해야 하는 데이터가 방대하여 기후변화 공시보다 쉽지 않을 것으로 보임
- 다만, 기후변화 대응 속도보다 생물다양성 관련 대응 속도는 훨씬 빠르게 발전하고 있으며, 국내외 관심이 높아지는 만큼 우리나라 기업들도 생물다양성과 관련된 비즈니스와의 접점을 고민해 보아야 할 것이며, 그와 관련된 위험과 기회 요인을 어떻게 효과적으로 식별하고 관리할 수 있는지 등 새로운 과제를 맞이할 준비 과정이 필요할 것으로 보임

시장 저평가 해소를 위한 일본의 정책적 노력 - 지배구조 관행 개선 및 자본 효율화를 중심으로 -

임자영*

- ▶ 최근 일본은 타 국가 대비 유례없는 증시의 강세를 보이고 있으며, 이러한 현상의 주요 원인으로 일본 정부의 주도하에 이행되고 있는 기업 지배구조, 자본 배분 관련 관행의 개편 노력이 언급되고 있음
- ▶ 가장 대표적인 노력으로는 2023년 8월 경제산업성(METI)에서 ‘2030년까지 PBR이 1배 이상인 리딩 기업(leading Japanese companies)의 비율을 80%까지 높이겠다’는 목표를 공표한 점을 들 수 있음
- ▶ 뿐만 아니라 도쿄증권거래소(TSE), 경제산업성(METI), 금융청(FSA) 등 각 정부기관에서 보다 구체적인 개선 유도책을 제시함으로써 장기간 침체된 일본 주식시장의 부흥을 꾀하고자 함
- ▶ 일본과 마찬가지로, 혹은 더욱 낮은 PBR 수준을 유지하고 있는 한국의 경우에도 저평가 해소를 위한 정책적 노력들이 상당히 필요하다고 판단되며 실제 적용되는 경우 그 효과는 상당히 긍정적일 것이라 예상됨
- ▶ 일본의 사례를 통해 정책의 변화와 그에 따른 영향을 명확하게 파악한다면 한국 시장의 저평가 해소를 위한 방향성을 수립하는데 큰 도움이 될 것이라 기대함

서론

- 2023년 5월 일본의 대표 지수인 니케이(NIKKEI)225와 토픽스(Topix)가 약 30년 만에 최고가를 경신하는 등 최근 일본은 유례없는 증시의 강세를 보이고 있음¹⁾²⁾
 - 실제 2023년 연초 대비 주가수익률의 경우 다른 아시아 태평양 지역의 지수에 비해 니케이 225 지수가 가장 높음을 알 수 있음 (<그림 1> 참고)
 - 구체적으로는 니케이 225 지수에 속하는 전체 기업 중 75%(169사)가 양의 주가수익률을 나타내었으며, 23%(51사)는 25% 이상의 주가 수익률을 기록하였음
 - 뿐만 아니라 영국, 미국, 유럽 등 다른 선진국 시장에 비해서도 일본 주식 시장의 수익률이 가장 높음을 알 수 있음 (<그림 2> 참고)

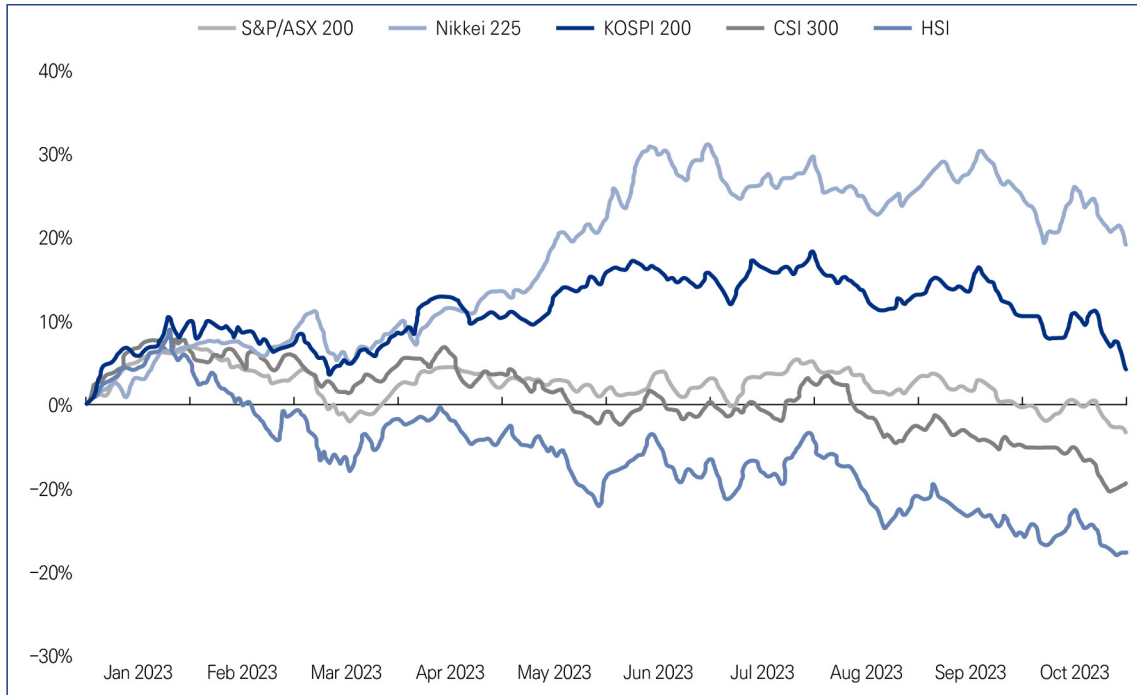
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

한국ESG기준원 책임투자본부 책임투자팀 선임연구원(매니저), jylim@cgs.or.kr

1) ‘Japanese dividends in 2023’, S&P Global Market Intelligence, 2023.11.14

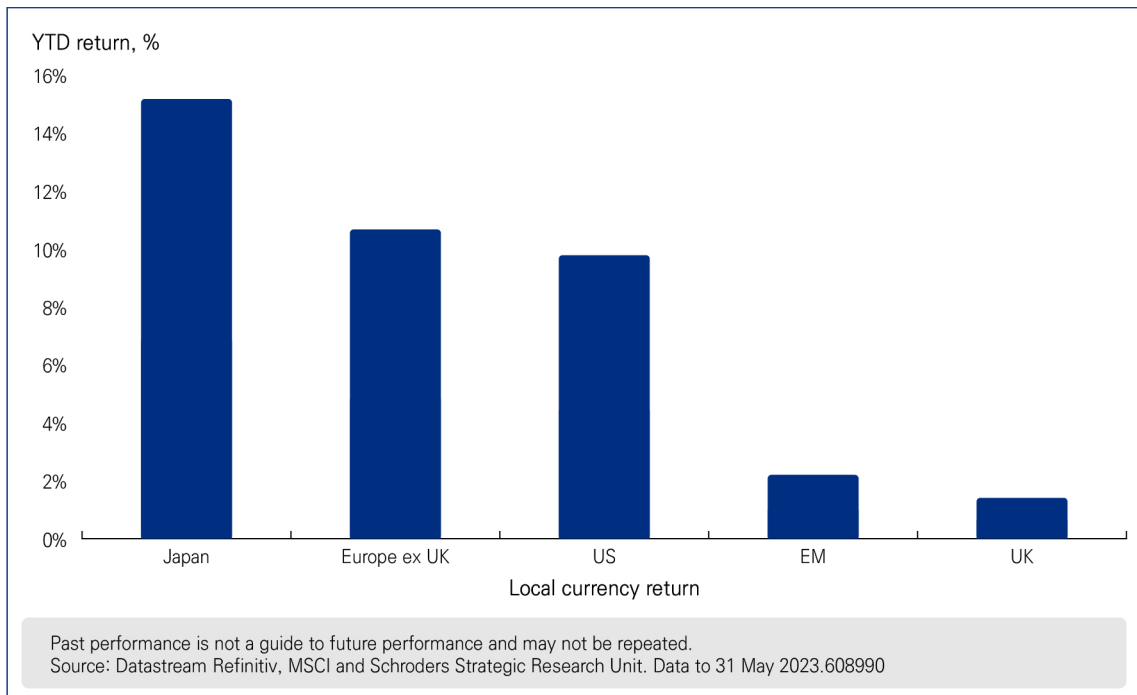
2) ‘일본 주식이 33년만에 최고치 기록한 이유’, Schroders, 2023.07.05

〈그림 1〉 2023년 아시아 태평양 지수의 주가수익률 비교



출처: S&P Global Market Intelligence

〈그림 2〉 2023년 유럽, 미국, 이머징마켓, 영국과의 주가수익률 비교



출처: Schroders

- 시장에서 분석하고 있는 일본 증시 강세의 원인은 다양³⁾하지만, 그 중 일본 정부의 주도하에 이행되고 있는 기업 지배구조, 자본 배분 관련 관행 개선 노력이 이러한 주가 상승의 주요 원인 중 하나로 인정받고 있음⁴⁾
 - 가장 상징적인 개선 노력으로는 지난 8월 일본 경제산업성(METI)는 ‘일본기업의 국제 경쟁력 및 가치 창조력이 저하되고 있다.’고 밝히면서 2030년까지 PBR이 1배 이상인 리딩 기업(leading Japanese companies)의 비율을 80%로 높이는 것을 목표로 하겠다고 공표한 점을 들 수 있음
 - 뿐만 아니라 여러 정부기관을 통해 대기업에 더 개선된 지배구조 관행을 보유할 것을 요구하고, 현금성 자산을 유보하는 등의 보수적 자본 관리 방식의 개혁을 유도하는 등 보다 구체적인 개선 방향을 제시함으로써 장기간 침체된 일본 주식시장의 부흥을 꾀하고자 함
- 본 보고서에서는 일본 시장의 체질 개선을 위한 일본 정부의 구체적인 노력들에는 어떤 것들이 있는지 살펴보고 이에 따른 일본 기업 및 자본시장의 변화를 확인하고자 함
 - 나아가 한국 시장에 이러한 정책의 적용 필요성을 살펴봄으로써 시사점을 제시하고자 함

주가 부양을 위한 일본의 제도적 노력

- 기업의 지배구조·자본관리 및 지속가능성 관행 개편을 위한 일본 정부의 노력은 크게 5가지로 확인되며 구체적 내용은 다음과 같음⁵⁾

〈표 1〉 일본 정부의 제도적 노력

이행 주체	내용	시점
①도쿄증권거래소(TSE)	시장 구분 재편	2022년 4월
②도쿄증권거래소(TSE)	저평가(PBR 1 미만) 기업 대상 개선 계획 공시 캠페인 실시	2023년 3월
③경제산업성(METI)	적대적M&A 활성화를 통한 자본 효율화 유도	2023년 8월
④금융청(FSA)	기업지배구조 개선 지원 관련 의견서 발표	2023년 4월
⑤내각	개인 투자 활성화를 위한 세금 면제 등 혜택 부여	2022년 11월

출처: Neuberger Berman, KCGS

① 도쿄증권거래소(TSE)의 시장 구분 재편

- 지난 2022년 4월 4일, 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange, TSE)는 시장 구분 방식을 기존의 1부, 2부, 마더스(Mothers), 자스닥(JASDAQ) 네 가지에서 프라임(Prime),

3) 엔저 현상의 장기화, 양호한 기업 실적 및 성장률, 버핏의 투자 결정 등

4) '일본 증시 향방에 대한 해외시각 및 평가', 국제금융센터, 2023.06.08.

'재평가받는 일본 증시, 4가지 강세 이유', 모바일한경, 2023.07.28.

'일본 주식이 33년만에 최고치 기록한 이유', Schroders, 2023.07.05

5) 'Unlocking Hidden Value Through Engagement', Neuberger Berman, 2023.10

스탠다드(Standard), 그로스(Growth)의 세 가지로 축소하면서, 최상위 시장에 상장하기 위해서는 많은 기관투자자들의 투자 대상이 될 수 있도록 유동성을 확보해야 할 뿐만 아니라 보다 높은 수준의 지배구조 수준을 유지하도록 함

- 프라임이나 스탠다드 시장의 상장을 위해서는 COE(Comply or Explain)방식으로 기업지배구조 코드를 따를 것이 요구됨
- 프라임 시장의 경우 기존의 1부 시장보다 더 많은 기관투자자가 투자 가능하도록 더 높은 수준의 시가총액 기준뿐만 아니라 더 높은 지배구조 수준을 요구하며, 지속가능한 성장을 위해 노력해야 한다고 명시함

〈표 2〉 시장 구분별 개념

시장구분	개념
프라임(Prime)	다수 기관투자자의 투자대상이 될 수 있는 적정 수준의 시가총액(유동성)을 보유한 기업으로, 투자자와의 건설적인 대화를 통해 높은 수준의 지배구조를 유지하고, 지속가능한 성장과 중장기 기업가치 향상에 전념함
스탠다드(Standard)	공개시장에서의 투자대상이 될 수 있는 적정 수준의 시가총액(유동성)을 갖춘 기업으로, 상장 기업에 기대되는 기업지배구조의 기본 수준을 유지하며, 중장기적으로 지속가능한 성장과 기업가치 제고에 최선을 다함
그로스(Growth)	높은 성장 잠재력을 실현하기 위한 사업계획과 진행 상황을 시기적절하게 공개함으로써 일정 수준의 시장가치를 보유하고 있지만, 동시에 사업 실적의 관점에서 상대적으로 높은 투자위험을 안고 있는 기업

출처: TSE 홈페이지

- 실제 상장 기업의 지배구조 현황에 관한 보고서에 따르면, 1부 시장에서보다 프라임 시장에서 상당한 지배구조 관행의 개선이 이루어졌음이 확인됨⁶⁾(〈표 3〉 참고)
 - 프라임 시장에서 이사회 내 독립적인 사외이사 비중이 1/3 이상인 기업의 비중의 경우 1부 대비 19.3%p 증가하여 90%를 초과하였으며, 독립적 사외이사 비중이 과반이 기업도 전기 대비 1.6배 가량 증대됨
 - 후보추천위원회나 보상위원회를 도입한 기업의 비중도 1부 대비 상당히 증대되었으며, 두 위원회 모두 신규로 도입한 기업 중 자발적으로 도입한 기업의 비중이 95%에 달한다는 점에서 의미가 있다고 보여짐
 - 또한 프라임 시장에서 전자투표의 도입을 통해 주주의 의결권 행사의 편의성을 제고한 기업의 비중 역시 증대됨
 - 특히 단순 인터넷을 활용하는 전자투표를 넘어서 별도의 플랫폼을 활용한 기관투자자 대상 전자투표를 허용한 기업의 비중이 32.2%p로 급격히 상승하였다는 점에서 더욱 고무적 발전이라고 생각됨

6) 'Response of Listed Companies regarding Revised Corporate Governance Code(As of July 14, 2022)', Tokyo Stock Exchange, Inc., August 3, 2022

〈표 3〉 1부 대비 프라임 시장의 지배구조 관행 비교 : 해당 기업의 비율

항목	세부내용	시장구분 (시점)		변동
		1부 (2021)	프라임 (2022)	
이사회 독립성 확보 기업	독립적 사외이사 비중 1/3 이상	72.8%	92.1%	△19.3%p
	독립적 사외이사 비중 과반	7.7%	12.1%	△4.4%p
후보추천위원회 도입 기업	전체	66.3%	83.6%	△17.3%p
	자발적 도입	63.1%	79.7%	△16.6%p
보상위원회 도입 기업	전체	70.3%	85.5%	△15.2%p
	자발적 도입	67.2%	81.6%	△14.4%p
전자투표 허용 기업	기관투자자 대상(플랫폼 활용)	60.3%	92.5%	△32.2%p
	개인투자자 대상(인터넷 활용)	83.7%	96.5%	△12.8%p

출처: TSE, KCGS

- 하지만 기준 도입 초반에는 프라임 시장에 속한 기업 1,839곳 중 자격요건이 미흡한 약 300곳에 대해 향후 자격을 충족하겠다는 계획서 제출만으로 시장 진입이 허용되어 기준 적용의 수준에 대한 비판이 제기됨⁷⁾
- 이에 TSE는 상장 규칙을 개정하고 2022년 말 아래와 같이 상장규칙 이행에 관한 상장 규칙 준수 일정을 명확히 제시함으로써 신설된 상장 규칙의 실효성을 제고하고자 함
 - 우선 2025년 3월까지 지배구조 가이드라인을 충족해야 하며, 해당 기간까지 준수하지 못하는 경우, 1년의 개선 기간을 추가로 부여함
 - 해당 기업이 개선 기간 내에도 요건을 충족하지 못하는 경우에는 감독 대상 증권/상장폐지 대상 증권으로 지정되어 일반적으로 6개월 이내에 시장에서 상장폐지 되도록 하며 그 경우 TSE 프라임에 속하는 회사는 TSE 스탠다드 시장에 재상장하거나 상장폐지를 선택할 수 있음
- 그 결과 2023년 8월 기준 105개의 TSE 프라임 기업이 스탠다드 시장으로 이전 상장하겠다고 발표함

② TSE의 저평가 기업 대상 개선 계획 공시 캠페인 실시

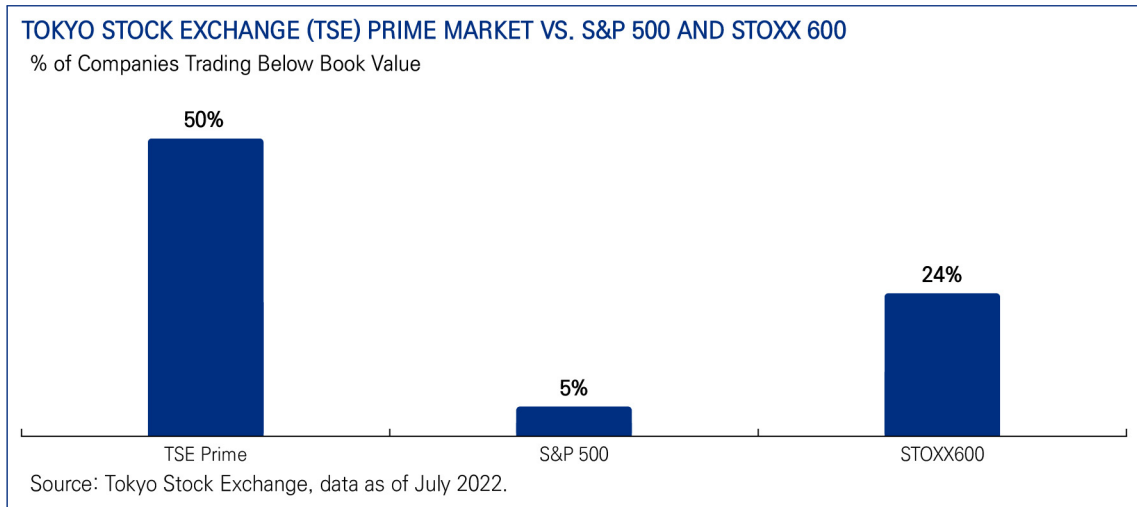
- 2023년 3월 TSE는 프라임, 스탠다드 시장에 속하는 약 3,000개 이상의 기업을 대상으로 ‘PBR 제고를 위한 이행방안(Action to Implement Management that is Conscious of Cost of Capital and Stock Price)’⁸⁾을 제정하였으며, 이 중 PBR이 1보다 작은 기업을 중심으로는 기업 경영진이 어떻게 자본수익률(ROE, ROIC)을 가중평균자본비용(WACC)보다 높일 계획인지를 공시하도록 요청함

7) 일본 증시의 ESG 변신은 성공일까?, 임팩트온, 2023.09.29.

8) ‘Action to Implement Management that is Conscious of Cost of Capital and Stock Price’, Tokyo Stock Exchange, Inc., 2023.03.31

- 실제로 다른 비교군 대비 일본 시장에서 PBR이 1보다 작은 기업의 비중은 50%로 현저히 높기 때문에 이러한 저평가 기업들을 대상으로 한 기업가치 증대 유도 활동이 일본 시장 전반의 상승세 유지에 유의미한 영향을 미칠 수 있을 것이라 기대됨(〈그림 3〉 참고)

〈그림 3〉 PBR 1 미만 기업의 비중



출처: Neuberger Berman

- 해당 이행방안에서는 일본 기업 저평가의 핵심 요인으로 비효율적 자본 배분을 언급하고 있으며 경영 활동 과정에서 자본 배분과 주가를 적극 고려해야 한다고 밝힘
- 나아가 주요 성과 지표(KPI)로 주가와 자본비용을 활용할 것을 강조하였으며, 경영진이 이러한 자본 배분에 관한 이슈를 국내외 주주들과의 관여 활동을 통해 함께 논의할 수 있도록 권장하고 있음
- 이행방안은 PBR을 제고를 위한 이행 단계를 제시하고 있으며 주요 내용은 다음과 같음
- 다음 표에서 확인되는 일련의 단계를 실시한 뒤 최소한 연 1회 이상 현재 진행 상황을 분석하고 관련 공시를 업데이트할 것을 권고하며, 이러한 전반적 이행 단계의 반복을 요구함

〈표 4〉 PBR 제고를 위한 이행방안의 주요 내용

단계	내용
STEP1 현재 상황 분석	- 회사의 자본비용과 수익성을 정확하게 파악 - 이에 대한 현재 상황과 시장 가치를 이사회에서 분석·평가
STEP2 계획 및 공시	- 이사회에서 개선을 위한 정책, 목표, 계획 이행 기간 및 구체적인 개선 계획을 논의하고 개발 - 현재 상황에 대한 평가와 함께 이에 대한 명확한 정보를 투자자에게 공개
STEP3 계획의 이행	- 공개된 계획을 바탕으로 자본비용 및 주가를 고려한 경영 활동 추진 - 관련 공시를 바탕으로 투자자와 적극적인 대화 수행

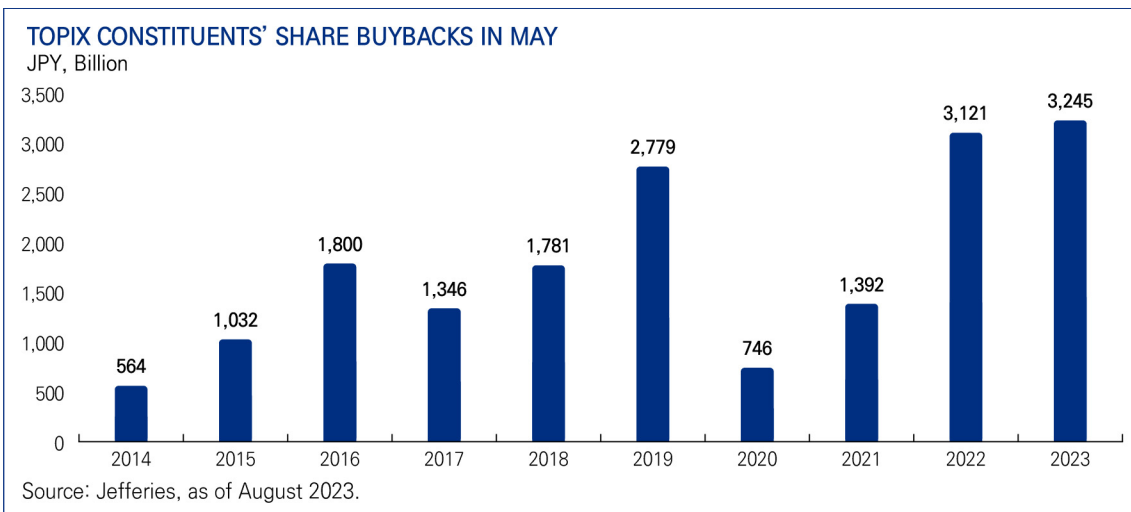
출처: TSE

- 이행방안 발표 이후 주주환원의 일환의 자사주 매입이 증대되었고, 일본 시장 내 비효율적인

자본 활용의 대표적인 케이스로 여겨지는 상호지분 보유가 감소하는 등 급격한 변화들이 확인되어 이러한 이행방안이 상당한 영향을 미친 것으로 나타남⁹⁾

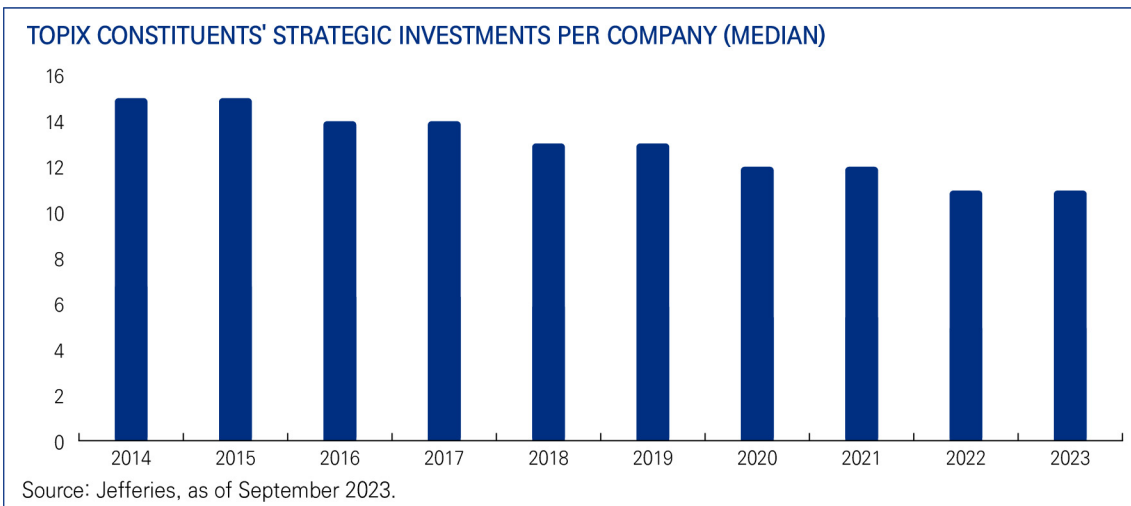
- 이행방안이 발표된 2023년 일본의 자사주 매입 수준은 최근 10년 중 가장 높은 수치를 기록함(〈그림 4〉 참고)
- 주요 고객사·사업 파트너·그룹사 간 상호지분 등의 전략적 투자 비중이 전년 동기 대비 6% 감소하여 최근 10년 간 최저 수준을 기록하는 등 급격한 변화들이 확인되는 등의 변화가 확인됨(〈그림 5〉 참고)

〈그림 4〉 최근 10년 자사주 매입 현황



출처: Neuberger Berman

〈그림 5〉 최근 10년 기업별 전략적 투자 비중(중앙값)



출처: Neuberger Berman

9) 'Unlocking Hidden Value Through Engagement', Neuberger Berman, 2023.10

③ 적대적M&A 활성화를 통한 자본 효율화 유도

- 2023년 8월, 일본 경제산업성(METI)은 일본 시장에서 적대적 M&A를 금기시 여기는 전통을 타파하기 위해 기업 인수에 관한 가이드라인¹⁰⁾을 개정함
 - 해당 가이드라인에서는 기업 인수 과정에서 이사회적 적극적 역할이 필요하다고 강조하고 있으며, 이사회가 기업 가치의 극대화를 위해 모든 기업 인수 제안을 객관적으로 고려해야 한다고 요구함
 - 가이드라인 발표 이후 실제로 피인수기업의 이사회적 승인에 따라 적대적 M&A가 성사되는 사례가 확인됨
 - 정밀기기 제조업체인 니덱(Nidec)이 공작기계 제조업체인 다키사와(Takisawa)를 대상으로 한 적대적M&A 과정에서 다키사와(Takisawa) 이사회적 승인에 따라 1억1천800만 달러 규모의 거래가 성사됨
 - 니덱의 CEO는 METI의 기업 인수 가이드라인이 거래 성공에 주요한 역할을 했다고 언급함¹¹⁾

④ 일본 금융청의 기업지배구조 개선 지원 관련 의견서 발표

- 2023년 4월 일본 금융청(FSA)에서는 기업의 지속가능한 성장을 지원하기 위해 ‘기업지배구조에 관한 실행 프로그램(Action Program for Accelerating Corporate Governance Reform: From Form to Substance)’이라는 의견서를 발표함¹²⁾
 - 해당 의견서는 크게 ‘기업의 성장과 가치 증대를 위한 세부 조치 사항’과 ‘기관투자자와 기업 간 커뮤니케이션 강화를 위한 세부 조치 사항’으로 구분됨

10) ‘Guidelines for Corporate Takeovers – Enhancing Corporate Value and Securing Shareholders’ Interests –’, METI, 2023.8.31

11) ‘Nidec’s Acquisitive CEO hails new Japan rules aimed at making takeovers easier’, Reuters News, 2023.07.24

12) ‘Action Program for Accelerating Corporate Governance Reform: From Form to Substance’, The Council of Experts Concerning the Follow-up of Japan’s Stewardship Code and Japan’s Corporate Governance Code, FSA, 2023.04.26

〈표 5〉 액션 프로그램의 주요 내용

이슈	구분	세부 조치
1. 중장기적으로 지속가능한 기업 성장과 기업가치 증대	a) 자본비용을 기반으로 한 수익 및 성장에 관한 경영진 인식 제고	비즈니스 포트폴리오 점검, 인적 자본, 지적 자산 및 R&D 투자 등 경영 자원의 적절한 배분을 기반으로 한 기업의 수익 창출 및 성장에 관한 인식 제고
	b) 지속가능성 문제에 대한 경영진 인식 제고	기업의 우수한 공시 관행 공시를 통해 지속가능성에 관한 조치를 취할 수 있도록 유도하고, 이사회 및 핵심 인력의 다양성 제고 방안 검토
	c) 독립적 이사의 실효성 제고	이사회, 후보추천위원회, 보상위원회의 현황 및 사례를 정리하여 발간하고 독립적인 사외이사에 기대되는 역할에 관한 교육 증대
2. 기관투자자와 기업 간 대화 증대	a) 스튜어드십 활동의 효과적 이행	스튜어드십 활동과 관련된 문제(충분한 자원 할당, 스튜어드십 활동에 대한 인센티브 제공, 자산 소유자의 지배 구조 구축 등)를 관리하기 위한 자산관리자와 자산소유자의 노력을 촉진
	b) 투자자와의 커뮤니케이션 관련 공시 강화	커뮤니케이션 내용 및 현황뿐만 아니라 미흡한 사항에 대한 내용을 명확히 공시할 필요. 또한 주주총회 전 투자자에 필요한 정보를 적극 제공하도록 촉진
	c) 글로벌 투자자와의 커뮤니케이션 활성화	글로벌 투자자와의 커뮤니케이션 확대를 촉진하고 이를 위한 기반으로 영문공시 적용 범위 확대
	d) 법률 문제 해결	'중요한 이슈에 관한 (주주)제안을 하는 행위'와 '공동보유자'의 개념, 부분적 공개매수 과정에서 소액주주 보호 방법 등의 명확화
	e) 시장 환경 관련 이슈 해결	지배력을 행사할 수 있는 상장회사에 대한 공시 및 지배구조 문제를 고려하고 상호 출자 규모 축소 현황을 확인하여 추가적인 조치 요구 여부 검토

출처: FSA

⑤ 정부의 개인 투자 활성화를 위한 세금 면제 등 혜택 부여

- 지난 2022년 11월 일본 내각은 주식시장의 활성화 방안의 일환으로 '자산 기반 소득의 2배 계획'을 발표하였으며, 개인 투자자가 보유한 가계 현금 및 현금성 자산 2000조 엔(2023년 9월 기준 14조 달러)을 주식 등의 고수익 자산으로 변경하도록 하는 계획을 실시함
- 이에 따라 정부는 개인 투자자에게 세금 면제 혜택을 제공하는 기존의 일본 개인 저축 계좌(NISA)를 2024년부터 더 높은 투자 한도와 더 큰 세금 면제가 가능하도록 개편할 것이며 투자 기한 역시 제한하지 않을 예정임
- 정부는 2022년 11월 기준으로 향후 5년간 NISA 계정 수와 투자금액을 모두 두 배(1,700만 개 → 3,400만 개, 28조 엔 → 56조 엔)로 늘리는 것을 목표로 하겠다고 밝힘¹³⁾

결론 및 시사점

- 지금까지 일본시장의 저평가를 해소하기 위하여 일본 정부가 기업의 지배구조·자본 배분 및 지속가능성 관행을 개선하려는 노력을 구체적으로 확인하였으며, 나아가 이러한 변화가 실제

13) 'Doubling Asset-Based Income Plan', Cabinet Secretariat, 2022.11.28

일본 자본시장에 직접적으로 미치는 영향까지 살펴봄

- 실제로 타 시장 대비 일본 시장에 PBR이 1보다 낮아 저평가되고 있는 기업의 비중이 상당히 높기 때문에 이러한 노력이 지속될수록 시장 전반에 미치는 긍정적인 효과가 극대화될 수 있다고 판단됨
- 실제로 주요 해외 IB에서는 일본 기업들의 주주환원 강화 및 자본 수익성 개선 노력 등에 기반하여 향후 일본 증시 향방에 대해 낙관적인 시각을 제시하고 있음¹⁴⁾
- 이러한 일본 정부의 정책적 노력들은 어느 나라보다 낮은 PBR 수준을 유지하고 있는 한국¹⁵⁾의 시장에도 심도 깊게 논의되어야 할 부분이라고 판단되며, 실제 적용되는 경우 상당히 긍정적 영향을 미칠 것이라 기대됨
- 22년 결산 재무제표 기준 한국거래소의 분석에 따르면 코스피200 기업의 PBR 평균은 0.9배로 확인되며, 이는 코스피200 기업이 평균적으로 장부가격보다 시장가격이 낮게 형성되어 있음을 의미함
- 주요 신흥국을 모두 고려하여도 지수 내 기업의 평균 PBR이 1보다 낮은 국가는 한국이 유일함
- 이러한 수치는 기업 저평가로 문제가 된 일본(1.4배)뿐만 아니라, 중국(1.4배)이나 브라질(1.5배), 태국(1.9배)과 같은 신흥국에 비해서도 월등히 낮은 수준임

〈표 6〉 해외 주요시장 투자지표* 비교

구분	PER (배)	PBR (배)	배당수익률 (%)	구분	PER (배)	PBR (배)	배당수익률 (%)		
한 국	11.3	0.9	2.2	신 흥 국	중 국	13.7	1.4	2.6	
선 진 국	미 국	20.4	4.2		1.6	대 만	12.6	2.2	4.4
	일 본	16.3	1.4		2.4	인 도	23.6	3.2	1.4
	영 국	11.0	1.7		4.3	브라질	5.5	1.5	7.6
	프랑스	13.8	2.0		2.8	태 국	22.5	1.9	2.9
	전 체**	17.9	2.9		2.2	전 체**	12.5	1.6	3.2

출처: 한국거래소
 * 한국은 KOSPI200 기준이며, 해외 주요시장은 MSCI국가지수 기준
 ** 선진국 전체에는 23개국, 신흥국 전체에는 24개국 포함

- 따라서 시장의 자본 효율화 및 지배구조 관행 개선 등을 유도하기 위한 일본 정부의 정책적 의사결정의 주요 내용을 구체적으로 파악함으로써 한국 시장이 나아 갈 방향에 관한 아이디어를 얻을 수 있다고 생각함
- 일본의 정책을 모두 동일하게 따라가기 보다는 한국 시장에 더욱 효과적으로 작용할 수 있는 형태로 개선을 유도하는 것이 바람직할 것임

14) '일본 증시 향방에 대한 해외시각 및 평가', 국제금융센터, 2023.06.08.
 15) 유가증권시장과 해외 주요시장 투자지표 비교, 한국거래소, 2023.05.03

사외이사후보추천위원회 운영 현황 분석

한지혜*

- ▶ 사외이사후보추천위원회는 회사에 적합한 사외이사로 이사회를 구성하기 위하여 상법상 일정 규모 이상의 기업에 설치를 의무화하고 위원 구성의 과반수를 사외이사로 하도록 함
- ▶ KCGS ESG 모범규준과 KCGS 의결권 행사 가이드라인은 사외이사후보추천위원회를 전원 사외이사로 구성하고 상시적으로 사외이사 후보군을 관리할 것을 권고함
- ▶ 그러나 2020~2022사업연도 유가증권시장 전체와 코스닥150 기업의 사외이사후보추천위원회의 현황을 조사한 결과, 독립성 확보를 위하여 개선이 필요한 측면이 상당수 발견되었음
- ▶ 사외이사후보추천위원회의 기능의 제한은 이사회 경영감독 기능의 약화로 이어지게 되므로 기관투자자는 회사의 사외이사후보추천위원회가 제 기능을 발휘하여 이사회 구성원의 전문성과 다양성을 충분히 고려하여 사외이사 후보를 추천할 수 있도록 해야 함

들어가며 - 사외이사후보추천위원회의 역할

- 사외이사는 이사회가 경영진을 감독하고 주요 사항을 의결할 수 있도록 경영진과 지배주주로부터 독립적인 위치에 있을 뿐만 아니라 기업경영에 실질적으로 기여할 수 있는 전문성을 갖출 것이 요구됨¹⁾
 - 사외이사의 독립성과 전문성을 제고하는 방안 중 하나로 사외이사후보추천위원회가 제 기능을 발휘하도록 하여 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사 후보를 추천하도록 해야 함
- 상법은 자산규모 2조 원 이상 상장기업에 대해 사외이사를 이사회에 과반수로 구성하고 사외이사후보추천위원회 설치와 구성 또한 의무화하고 있음²⁾
 - 현행 상법이 이사회를 비롯하여 사외이사 후보 추천 절차의 독립성 확보를 목적으로 하고 있으므로, 회사에 적합한 사외이사로 이사회를 구성하기 위해 사외이사후보추천위원회를 효과적으로 운영하는 것이 중요함

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

한국ESG기준원 책임투자본부 책임투자팀 선임연구원(매니저), jhhan@cgs.or.kr

1) 한국ESG기준원(2021), "KCGS ESG 모범규준"

2) 상법 제542조의8 제1항, 제4항

- 또한 2022년 8월부터 자본시장법 이사회의 성별 구성에 관한 특례³⁾가 본격 시행됨에 따라 사외이사후보추천위원회에서는 후보의 전문성, 독립성뿐만 아니라 다양성을 주요 요소로 검토할 필요성이 증대됨
- 다만 최근 일부 대기업 집단을 중심으로 사외이사후보추천위원회와 보상위원회, 대표이사후보추천위원회와 통합하여 인사위원회, 이사후보추천위원회 등으로 명칭을 변경하고 있어 이사회 내 위원회의 외연이 확장되는 현상이 확인됨⁴⁾
- 본고에서는 사외이사후보추천위원회가 적절히 기능하고 있는지를 확인하기 위해 관련 규제 및 가이드라인을 살펴보고, 비금융 상장기업의 사외이사후보추천위원회 운영 현황을 분석하고자 함

사외이사후보추천위원회 관련 규제 및 가이드라인 현황

- 연성규범으로서 KCGS의 ESG 모범규준(이하, KCGS 모범규준)은 사외이사후보추천위원회에 관해 현행법의 요구 수준 이상을 권고하고 있음
- KCGS 모범규준은 사외이사 제도의 핵심 목적이 이사회가 경영감독 기능을 효과적으로 수행하기 위한 것이라고 밝히고 있어 해당 제도의 실효성을 위해서는 독립적인 사외이사 후보군 관리 및 선임 절차를 확보하는 것이 중요함

[표 1] 현행법과 KCGS 모범규준의 사외이사후보추천위원회 내용

현행 법령(상법 제542조의8 제4항)	KCGS 모범규준
<ul style="list-style-type: none"> - 자산총계 2조 원 이상인 회사는 사외이사후보추천위원회를 설치할 것을 의무화함 - 사외이사후보추천위원회는 <u>사외이사가 총위원의 과반수가 되도록</u> 해야 함 	<ul style="list-style-type: none"> - 자산총계 1조 원 이상인 회사는 사외이사후보추천위원회를 설치할 것을 권고함 - 사외이사후보추천위원회 <u>위원 전원을 사외이사로</u> 구성할 것을 권고함 - 사외이사후보추천위원회는 독립적이며 전문성을 지닌 사외이사 후보를 주주총회에 추천하고, 이사회의 요청에 따라 각 위원회 위원을 이사회에 추천하는 역할을 수행하므로, 사외이사후보추천위원회가 상시적으로 사외이사 후보군을 관리할 것을 권고함

출처: 법제처 국가법령정보센터, KCGS 모범규준(2021.08)

3) 자본시장법 제165조의2(이사회의 성별 구성에 관한 특례) 최근 사업연도말 현재 자산총액[금융업 또는 보험업을 영위하는 회사의 경우 자본총액(재무상태표상의 자산총액에서 부채총액을 뺀 금액을 말한다) 또는 자본금 중 큰 금액으로 한다]이 2조원 이상인 주권상장법인의 경우 이사회의 이사 전원을 특정 성(性)의 이사로 구성하지 아니하여야 한다.

4) SK, SKC, SK바이오팜, SK렌터카, SK네트웍스(2021년 3월 사외이사후보추천위원회의 명칭을 인사위원회로 변경하고 사내이사 평가 및 보수를 포함), SK이노베이션(2021년 10월 사외이사후보 추천 기능 인사평가보상위원회로 이관 및 폐지), DL, DL이앤씨(2022년 3월 사외이사후보추천위원회와 보상위원회 통합하여 인사위원회 신설), KT(2023년 6월 사외이사후보추천위원회의 권한과 역할을 이사후보추천위원회 이관) 등

- KCGS 의결권 행사 가이드라인은 KCGS 모범기준과 유사한 취지에서 사외이사후보추천위원회의 구성, 자격, 역할과 관련된 의결권 찬반 권고 방향을 기술하고 있음
- 특히 2023년 2월 개정을 통해 이사회 다양성과 감사위원 분리선출에 관해 책무를 충실히 수행하지 않았다고 판단되는 사외이사후보추천위원회 위원장에 대하여 위반 이후 5년간 해당 회사뿐만 아니라 타 회사의 이사 후보로 선임하는 안전에 대해 반대하도록 권고함

[표 2] KCGS 의결권 행사 가이드라인의 사외이사후보추천위원회 내용

구분	가이드라인 조항
구성	- 1.4.1 (사외이사후보추천위원회 위원 구성) 사외이사후보추천위원회 위원 전원을 사외이사로 구성하는 안에 대해 찬성한다.
자격	- 1.4.2 (사외이사후보추천위원회의 독립성) 대표이사나 최대주주가 사외이사후보추천위원회에 관여하지 못하도록 하는 안에 대해 찬성한다.
역할	- 1.1.4.2 (성별 구성에 관한 법률 위반과 관련한 이력) 이사회 의장 또는 사외이사(또는 임원)후보추천위원회 위원장으로 재직하는 동안 회사가 자본시장법 제165조의 20을 위반한 사실이 확인된 자가 위반 이후 5년 이내에 해당 회사뿐만 아니라 타 회사에 이사 후보로 선임되는 안에 대해 반대한다. - II.4.3 (감사위원 후보 추천) 사외이사후보추천위원회나 감사위원후보추천위원회 또는 구성과 기능에서 그에 상응하는 위원회가 감사위원 후보를 추천하도록 하는 안에 대해 찬성한다. - II.4.4.2 (감사위원 분리선출에 관한 법률 위반과 관련한 이력) 이사회 의장 또는 사외이사(또는 임원)후보추천위원회 위원장으로 재직하는 동안 회사가 상법 제542조의12 제2항, 금융회사의 지배구조에 관한 법률 제19조 제5항을 위반한 사실이 확인된 후보에 대해서는 위반 이후 5년 이내에 해당 회사뿐만 아니라 타 회사에 이사 후보로 선임되는 안에 대해 반대한다.

출처: KCGS 의결권 행사 가이드라인(2023.02)

상장기업의 사외이사후보추천위원회 운영 현황 조사

- 분석대상은 최근 3년간(회계연도2020~2022) 유가증권시장 전체 상장기업과 코스닥시장 중 각 사업연도말 기준 코스닥150 지수에 포함된 상장기업으로 하여 법령상 설치 의무가 존재하지 않는 자산 2조 원 미만 상장기업도 포함함
- 상장시장 기준으로 유가증권시장 2,186사, 코스닥시장 431사로 총 2,617사를 조사하였으며, 자산 규모 기준으로 2조 원 이상 기업은 419사, 2조 원 미만 기업은 2,198사로 확인됨
- 다만, 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」을 적용받는 금융회사와 「공공기관운영에 관한 법률」을 적용받는 시장형 공기업은 조사 대상에서 제외함
- (위원회 설치 여부) 최근 3년간 사외이사후보추천위원회를 설치한 기업의 비중은 평균 26.1%로, 기업 수와 비중 모두 점진적으로 증가하는 추세를 보임 ([표 3] 참고)
- 자산 2조 원 미만 기업 중 사외이사후보추천위원회를 자발적으로 설치한 기업의 비중 또한 2020년 10.8%에서 2022년 14.2%로 증가하는 추세가 나타남
- 자산 2조 원 이상 기업 중 사외이사후보추천위원회를 설치하지 않은 기업은 자산총계가 당해 연도에 2조 원을 초과한 기업으로 그다음 해에 모두 사외이사후보추천위원회를 설치한 것이 확인됨

[표 3] 최근 3년간 사외이사후보추천위원회 설치 현황

(단위: 사)

구분	2020	2021	2022	합계
사외이사후보추천위원회 설치	202	228	253	683
- 자산 2조원 미만 기업	79	92	104	275
- 자산 2조원 이상 기업	123	136	149	408
사외이사후보추천위원회 미설치	653	649	632	1,934
- 자산 2조원 미만 기업	651	642	630	1,923
- 자산 2조원 이상 기업	2	7	2	11
합계	855	877	885	2,617

출처: 각 회사 회계연도2020~2022 사업보고서, KCGS

- **(사외이사 비율)** 사외이사후보추천위원회 내 사외이사 구성 비율은 최근 3년간 유사한 것으로 나타남([표 4] 참고)
 - 3년간 평균 사외이사 비율은 74.6%이며, 사외이사후보추천위원회를 전원 사외이사로 구성한 기업의 비율은 평균 25.8%로 나타나 대부분 법적 최소요건인 사외이사 과반을 충족하는 수준에 그치고 있음을 알 수 있음
 - 한편, 자산 2조원 미만 기업 중에서 사외이사의 구성 비율 법적 최소요건 과반을 충족하지 않는 기업의 비중이 최근 3년간 평균 약 16.7%로 나타나, 자율 설치 기업 6개 중 1개 기업은 사외이사후보추천위원회 구성의 변경이 필요할 것으로 판단됨

[표 4] 최근 3년간 사외이사후보추천위원회 사외이사 비율 현황

(단위: 사)

구분	2020	2021	2022	합계
자산 2조원 이상 기업(의무)	123	136	149	408
- 전원 사외이사(100%)	28	48	44	120
- 과반 충족(75% 이상 100% 미만)	27	25	33	85
- 과반 충족(50% 초과 75% 미만)	68	63	72	203
자산 2조원 미만 기업(자율)	79	92	104	275
- 전원 사외이사(100%)	14	19	23	56
- 과반 충족(75% 이상 100% 미만)	14	16	16	46
- 과반 충족(50% 초과 75% 미만)	38	43	46	127
- 과반 미달(50% 이하)	13	14	19	46
합계	202	228	253	683

출처: 각 회사 회계연도2020~2022 사업보고서, KCGS

- **(대표이사 또는 지배주주 참여 여부)** 대표이사 또는 지배주주가 사외이사후보추천위원회의 구성원으로서 참여하는 기업의 비중은 최근 3년간 평균 53.6%로 나타남([표 5] 참고)
 - 자율 설치 기업군은 의무 설치 기업군 대비하여 대표이사 또는 지배주주 참여하는 기업의 비중이 높은 편이나, 최근 3년간 두 기업군 간 차이가 대체로 감소하는 추세임

- 대표이사 또는 지배주주가 사외이사 후보 추천 절차에 관여하게 되면 사외이사 후보가 경영진으로부터 독립성을 갖출 수 없을 가능성이 높고, 이사회는 경영진의 감독 역할이 저해될 수 있음
- 특히 지배주주가 위원회 구성원일 경우, 사외이사 후보 추천 절차부터 선임까지 지배주주의 영향력이 지나치게 커지게 되면 지배주주의 사익 추구 문제가 불거질 수 있음

[표 5] 최근 3년간 사외이사후보추천위원회 대표이사 또는 지배주주 일가 참여 현황(단위: 사)

구분	2020	2021	2022	합계
자산 2조원 이상 기업(의무)	123	136	149	408
- 대표이사 또는 지배주주 참여	64	63	74	201
- 대표이사 또는 지배주주 미참여	59	73	75	207
자산 2조원 미만 기업(자율)	79	92	104	275
- 대표이사 또는 지배주주 참여	51	56	58	165
- 대표이사 또는 지배주주 미참여	28	36	46	110
합계	202	228	253	683

출처: 각 회사 회계연도2020~2022 사업보고서, KCGS

- **(위원장 사외이사 여부)** 사외이사를 사외이사후보추천위원회의 위원장으로 선임하는 기업의 비중은 2020년 61.9%에서 2022년 73.1%로 꾸준히 증가함 ([표 6] 참고)
 - 2022년 기준으로 의무 설치 기업군의 76.5%, 자율 설치 기업군의 68.3%가 사외이사를 사외이사후보추천위원회 위원장으로 선임한 것으로 나타남
 - 특히 자율 설치 기업군의 사외이사 위원장 비중이 3년간 뚜렷하게 증가함(2020년 59.5% → 2021년 67.4% → 2022년 68.3%)
 - 다만, 2022년 기준 위원장이 대표이사로 선임된 기업이 33사, 지배주주로 선임된 기업이 6사로 확인되어 일부는 사외이사후보추천위원회의 독립성이 결여된 운영체제를 가진 것으로 확인됨

[표 6] 최근 3년간 사외이사후보추천위원회 위원장 선임 현황(단위: 사)

구분	2020	2021	2022	합계
자산 2조원 이상 기업(의무)	123	136	149	408
- 사외이사	78	96	114	288
- 대표이사	16	11	12	39
- 사내이사 및 기타비상무이사	8	5	5	18
- 미선임	15	15	17	47
자산 2조원 미만 기업(자율)	79	92	104	275
- 사외이사	47	62	71	180
- 대표이사	24	19	21	64
- 사내이사 및 기타비상무이사	12	8	7	27
- 미선임	8	13	7	28
합계	202	228	253	683

출처: 각 회사 회계연도2020~2022 사업보고서, KCGS

- **(위원회 출석률)** 사외이사후보추천위원회의 의무 여부에 따라 최근 3년 평균 위원회 출석률을 비교하면, 의무 설치 기업군(96.6%)은 자율 설치 기업군(97.8%)에 비해 매년 소폭 낮은 수준으로 확인됨 ([표 7] 참고)
- 2022년 기준으로는 두 기업군 모두 출석률이 전년 대비 하락하였으며, 의무 설치 기업군보다 자율 설치 기업군의 구성원이 위원회 활동을 충실하게 참여한다고 볼 수 있음
- 한편, 지배주주의 참여 여부에 따라 출석률을 비교하여 살펴보면, 참여하는 경우가 그렇지 않은 경우보다 적게는 약 3.4%p, 많게는 약 5%p 정도가 매년 낮아 지배주주가 참여하는 사외이사후보추천위원회는 업무 충실성이 확보되지 않고 있다고 판단됨

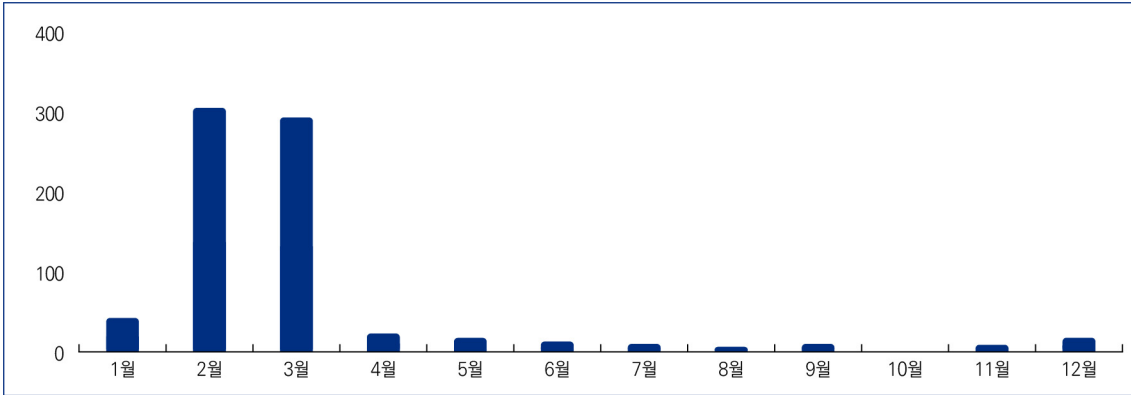
[표 7] 최근 3년간 사외이사후보추천위원회 평균 출석률

구분	2020	2021	2022	합계
자산 규모				
- 자산 2조원 이상 기업(의무)	96.0%	97.2%	96.5%	96.6%
- 자산 2조원 미만 기업(자율)	97.7%	98.3%	97.4%	97.8%
지배주주 참여 여부				
- 지배주주 참여	93.5%	93.7%	92.3%	93.1%
- 지배주주 미참여	96.9%	98.0%	97.2%	97.4%
전체 평균	96.5%	97.6%	96.8%	97.0%

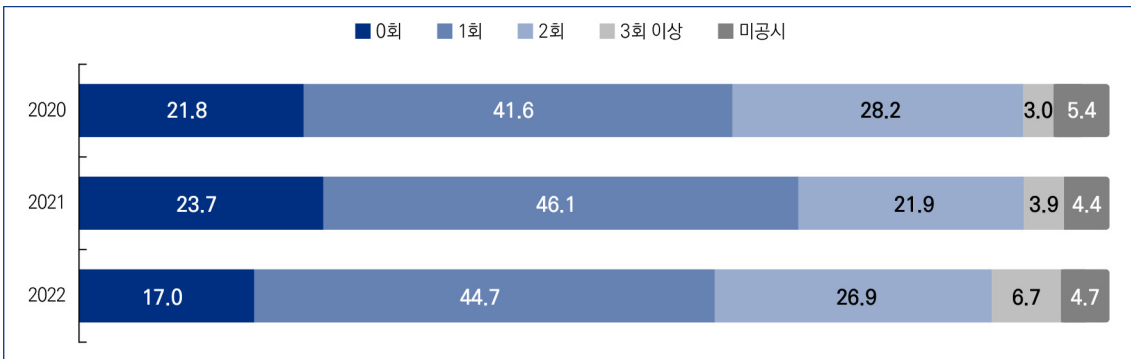
출처: 각 회사 회계연도2020~2022 사업보고서, KCGS

- **(개최 현황)** 최근 3년간 평균 1.16회의 사외이사후보추천위원회를 개최하고 있으며, 정기주주총회 직전인 2~3월에만 후보 추천 안건을 결의하는 등 형식적으로 운영되고 있음 ([그림 1], [그림 2] 참고)
- 더하여 최근 3년 중 사외이사후보추천위원회를 개최하지 않았거나 공시자료에서 개최 여부를 확인할 수 없는 경우는 174건으로 25.5%에 달함
 - 최근 3년간 정기주주총회 이후 4월부터 12월까지 개최된 사외이사후보추천위원회 횟수는 101건으로 나타났으며, 주로 임시주주총회로 인한 후보 추천 안건, 사외이사후보추천위원회 위원장 선임의 건이 안건인 경우가 대부분이고, 사외이사 후보 추천기준, 사외이사 후보군 관리, 위원회 운영계획 등 후보 추천 이외의 안건이 다뤄진 경우는 9건에 불과함
- KCGS 모범기준에 따르면, 사외이사후보추천위원회는 회사에 적합한 사외이사 후보군을 상시적으로 관리하는 역할을 담당해야 함에도 불구하고, 실제 위원회는 수동적으로만 운영되고 있음

[그림 1] 최근 3년간 사외이사후보추천위원회 개최 횟수 분포



[그림 2] 최근 3년간 분석대상 사외이사후보추천위원회 개최 횟수 비중



- **(위원회 안건 결의 내역)** 최근 3년간 사외이사후보추천위원회에서 위원 본인이 사외이사 후보이거나 위원장 등 심의 대상이 되는 안건에 대해 의결권을 제한한 기업은 21사이며, 안건이 부결된 기업은 3사로 매우 예외적인 사례로 확인됨
- 사외이사후보추천위원회 위원이 심의 대상자일 경우 직접적인 이해관계가 있으므로, 위원회에는 참석하나 본인 안건에 대한 결의에 참여하지 않도록 하는 것이 바람직하다고 판단됨
- 사외이사후보추천위원회에서 안건이 부결된 안건은 극히 드물고, 해당 안건의 부결 사유는 후보 추천 절차상 보완이 필요하거나, 특정 후보자에 대해 위원들 간 합의에 이르지 못한 것으로 확인됨

결론 및 제언

- 최근 3년간 비금융 상장기업에 대한 사외이사후보추천위원회 운영 현황을 분석한 결과, 이사회 내 사외이사후보추천위원회를 자발적으로 설치하는 기업이 지속적으로 증가하고 있는 점은 긍정적인 현상이라 볼 수 있음
- 특히 사외이사후보추천위원회 자율 설치 기업 중 위원장이 사외이사인 기업의 비중이 꾸준하

증가 추세를 보인다는 점은 기업지배구조 관점에서 바람직하다고 할 수 있음

- 그러나 사외이사후보추천위원회의 구성의 독립성 측면에서 개선 활동이 필요한 상장기업이 상당수 발견되었음
 - 다수의 사외이사후보추천위원회에 대표이사 또는 지배주주가 참여하고 있어 경영진으로부터 독립성을 충분히 확보하지 못하고 있음
 - 또한 자율 설치 기업 중 사외이사의 수가 과반 미달 상태로 사외이사후보추천위원회를 운영하는 사례가 적지 않게 확인되므로, 상법의 관련 규정 수준으로 사외이사후보추천위원회의 구성을 변경하는 것에 대해 적극적으로 검토할 필요가 있음
- 더하여 KCGS 모범규준은 사외이사후보추천위원회를 상설화하여 사외이사 후보군을 관리할 것을 권고하고 있으나, 실증 분석 결과 사외이사후보추천위원회의 기능이 제한적으로 작동되고 있음을 확인함
 - 대다수 기업이 사외이사후보추천위원회를 정기주주총회 직전에 단 한 차례만 개최하고 있으며, 주주총회에서 사외이사 선임 안건이 상정되지 않는 경우 회의가 전혀 개최되지 않아 위원회 기능이 표면적으로만 작동하는 경향이 있음
 - 이는 앞서 언급한 사외이사후보추천위원회에 대표이사 또는 지배주주의 관여 등 독립성 문제와 연계하여 본다면 더욱 위원회의 역할이 실효성 있다고 보기 어려움
- 사외이사후보추천위원회가 권한과 목적 사항을 달성하지 못할 경우, 이는 이사회 경영감독 기능의 악화로 이어지게 되므로 궁극적으로 주주가치 또는 회사가치 제고로 이어지지 못할 가능성이 높음
 - 따라서 사외이사후보추천위원회 내 사외이사 비율을 높이거나 대표이사 또는 지배주주의 참여를 제한하는 등 독립성을 높이는 방안이 고려되어야 함
 - 또한 일부 기업의 경우, 해당 위원이 추천 대상일 때 의결권을 제한하는 조치를 하고 있다는 점을 고려하여 위원회 활동에서 이해관계에 관한 엄격하게 바라볼 필요가 있음
- 이에 사외이사후보추천위원회는 이사회 구성에서의 전문성과 다양성에 대한 대내외 이해관계자의 요구사항을 충족하기 위해 주도적인 개선 활동이 필요함
 - 이사회 및 위원회 활동 평가를 통해 기존 이사회에서 부족한 역량을 사전에 검토하고 후보 추천 기준 개정, 후보군 관리 계획 등을 수립하여 후보자의 독립성, 전문성, 자격 등을 철저히 관리하는 등의 노력을 기울여야 함
 - 나아가 사외이사후보추천위원회 운영과 관련된 내용을 투자자에게 적극적으로 공개함으로써 사외이사 후보 추천 절차의 객관성과 공정성에 대한 신뢰를 확보할 필요가 있음
- 기관투자자는 사외이사후보추천위원회가 적절히 기능하고 있는지 점검하고, 사외이사후보추천위원회를 통해 다양성과 전문성을 보유한 이사회 구성원이 선임되는지 모니터링할 필요가 있음

국내 상장기업의 배당규모 기준 공시 및 배당정책 준수 현황

문서정, 문종원, 임성윤*

- ▶ 한국ESG기준원은 KRX300 지수를 구성하는 상장기업을 대상으로 지난 10년간의 배당규모 기준 공시 및 배당정책의 준수 현황을 살펴보고, 배당정책의 예측가능성과 기업의 특징을 연계하여 분석함
- ▶ 분석 결과, 지난 10년 동안 배당성향과 배당수익률 등의 배당지표는 소폭 증가하였으나, 향후 배당규모를 예측할 수 있는 배당규모 기준 공시 비율 및 중간/분기배당 시행 비율은 크게 증가함
- ▶ 세부적인 기준으로 분류했을 때, ① 유가증권시장 상장기업, ② 기관투자자가 주요주주로 포함된 기업, ③ 외국인 보유 비중이 30% 이상인 기업, ④ 자산규모가 2조 이상인 기업들이 더 높은 배당 지표 및 배당의 예측가능성을 보이며, 배당시기 또한 다변화된 것으로 나타남
- ▶ 이러한 결과는 한국 스튜어드십 코드 도입과 국내외 연기금 및 자산운용사의 ESG 관련 주주활동 확대에 따른 것으로 보이며, 기관투자자 및 외국인투자자의 영향력이 높은 기업일수록 배당정책의 예측가능성이 제고됨을 시사함
- ▶ 한편, 2024년부터 배당 관련 공시 요구 수준이 증가함에 따라, 기업들의 배당정책 수립에 대한 의사결정 과정이 더욱 투명해질 전망이므로 기관투자자는 기업이 수립한 배당정책의 적정성에 대해서도 지속적으로 모니터링할 필요가 있음

서론

- 코리아 디스카운트(Korea Discount)는 한국 상장기업 주식 가치평가 수준이 외국 상장기업에 비해 낮게 형성되는 현상으로, 국내 자본시장의 주요 문제로 인식되고 있음
- 금융당국에 따르면, 코리아 디스카운트의 핵심 요인은 1)주주환원 미흡, 2)기업의 낮은 수익성과 성장성, 3)취약한 기업지배구조로 파악되며, 핵심 요인별 설명력은 각각 43%, 36%, 14%로 분석됨¹⁾
- 이익배당은 가장 보편적인 주주환원 수단이지만, 우리나라 상장사들의 배당성향은 2022년 기준 20.1%로 주요국 배당성향(미국 40.5%, 영국 45.7%, 독일 40.8%, 프랑스 39.3%, 일본 36.5%)보다 현저히 낮다는 평가를 받고 있음²⁾

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다
한국ESG기준원 책임투자본부 책임투자팀 연구원, moonsj@cgs.or.kr, jwm@cgs.or.kr, sylim@cgs.or.kr
1) 「코리아 디스카운트 해소를 위한 정책세미나」 개최, 금융위원회 보도자료, 2022.09.15

- 금융당국은 투자자들의 배당에 대한 관심도를 높이고, 이를 통한 기업들의 배당 확대를 유도하기 위해 배당투자의 예측 가능성을 높이는 방안을 도입하고 있음
 - 금융위원회는 유가증권시장 상장기업을 대상으로 2019년부터 배당정책 및 향후 배당계획 등에 대한 정보를 포함하는 기업지배구조 공시를 단계적으로 의무화함³⁾⁴⁾
 - 2023년 1월, 법무부와 금융위원회는 투자자들이 주주총회에서 결정된 배당금액을 확인하고 해당 기업에 대한 투자 결정을 할 수 있도록 하는 배당절차 개선방안을 공표함
- 이에 본고에서는 KRX300 지수를 구성하는 국내 상장기업들의 배당지표 및 배당정책 동향을 검토함으로써, 예측가능한 배당정책을 공시하는 기업들의 특징을 도출하고 그에 따른 시사점을 제시하고자 함⁵⁾

분석 대상 및 방법

- (분석 대상) 2023년 6월 30일 기준 KRX300 지수를 구성하는 상장기업으로 대상을 한정함
 - 분석의 용이성을 위해, 유가증권시장과 코스닥시장의 시가총액의 약 79%⁶⁾를 차지하는 KRX300 지수에 포함된 기업들을 분석함으로써, 대표적인 국내 상장기업 종목들을 분석함
 - KRX300 지수를 구성하는 302개사 중 올해 인적분할 후 재상장된 신설법인 OCI, 동국제강, 동국씨엠 3개사는 분석에서 제외되었으며, 나머지 299개사도 설립되기 전이나 상장되기 전의 사업연도는 분석에서 제외됨
 - 이에 '13년 211개사, '14년 219개사, '15년 232개사, '16년 242개사, '17년 257개사, '18년 265개사, '19년 272개사, '20년 273개사, '21년 294개사, '22년 299개사를 분석함
- (분석 방법) 금융감독원 전자공시시스템(DART) 및 Dataguide를 통해 분석 대상기업의 최근 10개년 치 현금배당 관련 공시자료와 재무 정보를 수집하여 다음과 같이 분석을 수행함
 - 분석 대상기업의 배당정책에서 배당 규모 결정을 위한 기준지표의 공시 여부를 확인하고, 그 지표에 부합하는 수준에서 배당이 이행되고 있는지 분석함
 - '배당 규모 결정 기준지표 공시 여부'(이하 내용에서는 '배당규모 기준 공시' 여부로 서술을 통일함)⁷⁾는 기업의 공시자료에서 배당 규모 결정에 관한 정률(예시: 21년부터 23년까지 발생하는 Free Cash Flow의 50%를 환원) 또는 정액(예시: 최소 주당 배당금 2,000원 유지) 지표의 존재 여부를 확인하여 분류함

2) 배당액을 보고 투자할 수 있도록 배당절차를 개선하겠습니다(글로벌 스탠더드에 부합하는 배당절차 개선방안), 금융위원회 보도자료, 2023.01.31

3) 내년부터 대형 상장사는 기업지배구조 핵심정보를 투자자에게 의무적으로 공개합니다, 금융위원회 보도자료, 2018.12.19

4) 기업지배구조 보고서 가이드라인 최종 확정, 한국거래소 보도자료, 2019.04.18

5) 기업지배구조보고서 가이드라인은 기업들이 배당규모를 정하는 기준, 장기적 배당계획, 배당시기 등의 배당정책을 마련하여 주주들에게 배당관련 예측가능성을 제공해야 한다고 규정하고 있음

6) KOSPI 200, KOSDAQ 150 및 KRX 300 구성종목 정기변경, 한국거래소, 2023.05.18

7) 기업지배구조보고서 가이드라인은 배당정책의 예시로 배당규모를 정하는 기준, 장기적 배당계획, 배당시기, 배당형태 등을 들고 있으나, 아래의 내용에서는 배당정책은 배당규모를 정하는 기준을 의미하는 것으로 서술함

- '지표 수준에 부합하는 배당 이행 여부'는 상기 정률 또는 정액 지표에 따라 계산한 배당총액 혹은 DPS(Dividend Per Share) 값의 95% 수준 이상을 만족하는 경우 '이행'으로 분류함
- 단, 배당성향을 기준지표로 삼고 있는 기업 중, 당기순손실이 발생할 경우 해당 사업연도는 배당여부 및 배당총액과 무관하게 '이행'으로 분류함⁸⁾
- 기업의 정관에 중간/분기배당 관련 조항의 존재 여부를 확인하고, 실제 중간/분기배당의 시행 여부를 분석함
- 분석 대상기업의 배당지표, 배당규모 기준 공시 여부 및 중간/분기배당 시행 여부를 ①상장 시장, ②주요주주 중 기관투자자 존재 여부, ③외국인 지분 비중 수준, ④총자산 수준, ⑤최대주주 지분 비중 수준 등 5개 기준으로 구분하여 분석한 뒤, 예측가능한 배당정책을 공시하는 기업들의 공통적인 특징을 도출함
 - 총자산의 경우, 유가증권시장·코스닥시장 공시규정⁹⁾ 상 '대규모법인'을 규정하는 자산총액 기준(2조 원 이상)과 중소기업기본법 시행령¹⁰⁾ 상 '중소기업'을 규정하는 기준 중 자산총액 요건(5천억 원 미만)을 참조하여 수준을 구분함
 - 외국인 보유지분의 경우 30%를 기준으로 외국인 보유 지분율의 고저를 구분함¹¹⁾
 - 최대주주 보유지분의 경우, 상법상 주주총회 일반 결의 요건(출석한 주주의 의결권의 과반수)과 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령¹²⁾내 '사실상 지배관계'의 존재 여부를 판단하는 기준 중 지분율 요건(동일인이 100분의 30 이상을 소유하는 경우)을 참조하여 수준을 구분함

배당지표 및 배당정책 준수 동향

- 연도별 추이
 - 분석대상 기업들의 배당지표(배당성향 및 배당수익률)는 10년 동안 큰 변동이 없었으며, 배당성향은 20% 내외, 배당수익률은 1%대에서 유지되고 있음
 - 이에 비해, 분석대상 기업 중 배당규모 기준을 공시하는 기업의 비율은 10년 동안 지속적으로 상승하였으며, 2013 사업연도의 비율 대비 2022사업연도의 비율은 약 31배로 현격히 증가한 것을 확인할 수 있음
 - 특히, 10년 동안 전년 대비 배당규모 기준 공시 비율이 가장 크게 상승한 연도는 '20 사업연도로 확인됨

8) 국민연금기금의 적극적 주주활동 가이드라인은 합리적인 배당정책을 수립·공개하고 있지 않거나, 그에 따라 배당하지 않는 기업을 수탁 자책임 활동의 대상으로 선정하되, 당기순손실(결손 누적 포함), 배당가능이익이 없는 기업은 수탁자책임 활동의 대상에서 제외함

9) 유가증권시장 공시규정 제2조의 ⑬, 코스닥시장 공시규정 제2조의 <27>

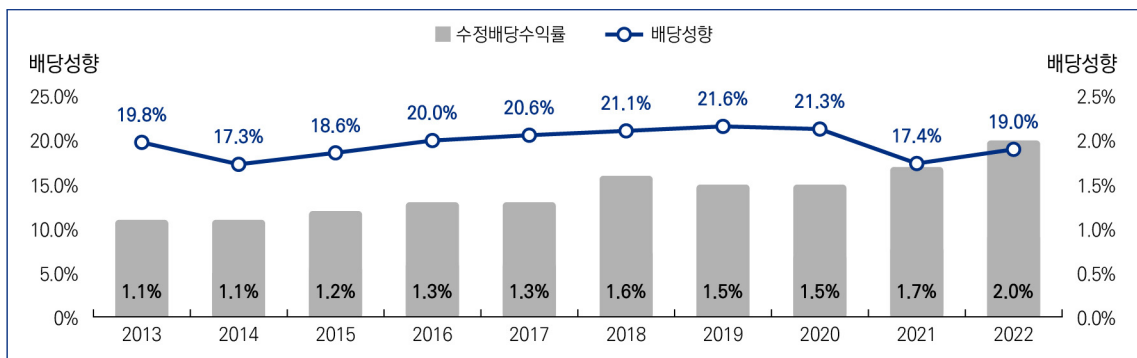
10) 중소기업기본법 시행령 제3조의 2

11) KRX정보데이터 시스템에서 23년 6월 30일 기준 국내기업 시가총액 대비 외국인보유비중은 28.10%로 확인됨

12) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령 제4조의1

- 이는 2019년 12월, 국민연금이 기업의 배당정책 수립 등을 중점관리사안으로 두는 ‘적극적 주주활동 가이드라인’을 의결하고, 해당 사업연도에 아시아 국가에 대한 글로벌 자산운용사의 주주권 행사 건수가 작년 대비 48.4% 증가하는 등 기관투자자의 국내 기업에 대한 ESG 관련 주주활동이 강화되었기 때문이라 판단됨
- 배당정책을 공시하고 실제로 이에 부합하는 배당을 잘 이행하는 기업의 비율은 2013 사업연도를 제외하고 모두 80%를 상회하였지만, 2019 사업연도부터 2021 사업연도에는 그 비율이 3년 연속 하락함
 - 각 사업연도의 배당이 다음 해 정기주주총회에서 결정된다는 것을 감안하면, 해당 사업연도 동안 비율이 하락한 것은 코로나19로 인한 재무적 불확실성 증가로 보임
 - 또한, 10개 사업연도 전체를 통틀어 볼 때, 공시한 배당정책을 잘 이행한 기업의 비율은 약 89.68%로 상당히 높은 수준임
- 분석대상 기업 중 정관에 중간/분기배당 관련 규정을 도입한 기업의 비율은 10년 동안 지속적으로 증가하였으나, 실제로 중간/분기배당을 시행한 기업은 2022 사업연도에 이르러서야 10%를 초과함
- 종합해 보면, 배당규모 기준 공시와 관련한 배당정책의 예측가능성은 상대적으로 높게 나타나지만, 정관에 중간/분기배당 관련 규정이 존재하더라도 이를 실제로 잘 시행하지는 않는다는 점에서 배당 관련 규정이 배당시기의 다변화로 이어지지 않음을 알 수 있음
 - 이를 바탕으로, 이어지는 분석에서는 전술한 5가지의 기준에 따라 기업을 구분하고, 이러한 구분에 따라 배당규모 기준 공시 여부와 중간/분기배당을 시행하는 비율을 상세히 분석하고자 함

〈그림 1〉 KRX 300 지수 구성기업의 배당지표 연도별 추이



출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

〈표 1〉 KRX300 지수 구성기업의 배당정책 연도별 추이

구분	배당규모 관련 배당정책		배당시기 관련 배당정책		기업수
	배당정책 공시 기업비중*(개수)	배당정책 준수 기업비중**(개수)	중간/분기배당 정관 규정이 있는 기업의 비중***	중간/분기배당 시행 기업 비중****	
2013	0.95%(2)	50%(1)	63.51%(134)	7.46%(10)	211
2014	1.83%(4)	100%(4)	63.93%(140)	7.86%(11)	219
2015	3.45%(8)	100%(8)	65.09%(151)	6.62%(10)	232
2016	4.96%(12)	100%(12)	66.94%(162)	6.79%(11)	242
2017	8.56%(22)	95.45%(21)	68.09%(175)	8.57%(15)	257
2018	10.57%(28)	96.43%(27)	69.06%(183)	9.29%(17)	265
2019	13.97%(38)	94.74%(36)	70.96%(193)	9.84%(19)	272
2020	22.34%(61)	90.16%(55)	72.53%(198)	6.06%(12)	273
2021	26.53%(78)	80.77%(63)	73.81%(217)	9.22%(20)	294
2022	29.43%(89)	87.64%(78)	75.59%(226)	14.16%(32)	299

* 배당정책을 공시한 기업 수/전체 기업 수
 ** 배당정책을 준수한 기업 수/배당정책을 공시한 기업 수
 *** 중간 및 분기배당 관련 정관 규정이 있는 기업 수/전체 기업 수
 **** 실제 중간 및 분기배당 시행 기업 수/중간 및 분기배당 관련 정관 규정이 있는 기업 수
 자료: DART, 한국ESG기준원

□ 상장시장에 따른 구분

- KRX300 지수 구성종목 중 유가증권시장 상장 기업이 코스닥시장 상장 기업 대비 모든 사업연도에서 평균 배당성향, 평균 수정배당수익률, 중간/분기배당 시행 비율이 더 높게 나타남
 - 10개 사업연도의 연평균 값으로 비교했을 때, 유가증권시장에 상장된 기업의 평균 배당성향과 평균 수정배당수익률, 중간/분기배당 시행 비율은 코스닥시장에 상장된 기업들에 비해 각각 1.8배, 3.1배, 2.5배 높은 것으로 확인됨
 - 이는 KRX300 지수 구성종목 중, 유가증권시장 상장기업의 76.5%가 가치주에 해당하는 산업군에 속하는 반면, 코스닥시장 상장기업의 82.7%가 성장주로 분류되는 산업군에 속하여 배당가능이익 규모가 유가증권시장에 비하여 적기 때문이라 판단됨¹³⁾
 - 즉, 성장주의 비중이 높은 코스닥시장 상장기업은 배당을 통한 주주환원보다는 유보된 이익을 재투자하여 장기적인 자본 이득을 실현하는 방식으로 주주가치를 제고하는 것으로 해석될 수 있음

- 유가증권시장에 속한 기업이 코스닥시장에 속한 기업보다 배당규모 기준 공시 비율이 2014

13) WICS업종명 대부분류 기준 건강관리, 커뮤니케이션서비스, IT는 성장주로 분류하였고, 경기관련소비재, 금융, 산업재, 소재, 필수소비재는 가치주로 분류함

사업연도를 제외한 모든 사업연도에서 더 높은 것으로 나타남

- 유가증권시장과 코스닥시장 간의 배당규모 기준 공시 비율의 격차는 2018 사업연도를 기점으로 2배 이상 벌어져 2022 사업연도 5.07배에 달하며, 이는 배당정책 및 향후 배당계획 공시를 요구하는 기업지배구조보고서가 2018 사업연도부터 발행되어 유가증권시장 상장기업만을 공시 대상으로 하는 것에 기인하는 것으로 보여짐

〈표 2〉 상장시장에 따른 배당지표 및 배당정책 추이

구분	유가증권시장					코스닥시장				
	배당 성향*	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 규모**	배당 시기***	배당 성향*	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 규모**	배당 시기***
2013	21.46%	1.24%	1,047	1.18%	5.92%	11.26%	0.45%	295	0%	0%
2014	19.49%	1.22%	1,027	1.72%	5.17%	8.94%	0.48%	322	2.22%	4.44%
2015	20.31%	1.43%	1,250	3.95%	5.08%	12.92%	0.49%	458	1.82%	1.82%
2016	22.31%	1.52%	1,358	5.49%	5.49%	12.87%	0.62%	395	3.33%	1.67%
2017	23.35%	1.52%	1,540	9.42%	6.81%	12.81%	0.63%	422	6.06%	3.03%
2018	24.85%	1.92%	1,332	12.24%	8.16%	10.52%	0.73%	219	5.80%	2.90%
2019	24.98%	1.86%	1,254	16.92%	8.96%	12.00%	0.59%	220	5.63%	1.41%
2020	23.33%	1.81%	1,313	28.36%	4.48%	15.55%	0.48%	276	5.56%	2.78%
2021	19.51%	2.14%	1,916	35.02%	7.83%	11.25%	0.49%	369	2.60%	3.90%
2022	21.32%	2.44%	1,659	37.61%	12.39%	12.84%	0.65%	398	7.41%	6.17%

* 배당성향이 음수로 계산되는 경우 0%로 조정하고, 100%를 초과할 경우 100%로 조정함(이하 동일)

** 각 시장에 상장된 분석대상기업 중 배당정책을 공시한 기업의 비율(이하 동일)

*** 각 시장에 상장된 분석대상기업 중 중간 및 분기배당을 시행한 기업의 비율(이하 동일)

**** 모든 값들은 해당 기업들의 연도별 단순 평균값임

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

□ 주요주주 중 기관투자자 존재 여부 따른 구분

- 5% 이상 지분을 보유한 주요주주(최대주주 제외) 중 기관투자자가 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업을 비교했을 때, 주요주주로 기관투자자가 존재하는 기업군이 모든 사업연도에서 평균 배당성향, 평균 수정배당수익률, 중간/분기배당 시행 비율이 더 높게 나타남
- 기관투자자가 주요주주인 기업이 그렇지 않은 기업보다 2014 사업연도를 제외한 모든 사업연도에서 배당규모 기준 공시비율이 더 높음
 - 2015 사업연도 이후로 기관투자자가 주요주주인 기업과 그렇지 않은 기업 간 배당규모 기준 공시비율 격차가 지속적으로 확대되고 있으며, 특히 2019 사업연도부터 2021 사업연도 간에는 그 격차가 약 10%p씩 더 커짐을 알 수 있음(〈표 3〉 참조)
- 이러한 배당지표 수준 및 배당규모 기준 공시비율의 변화는 ① 자본시장과 금융투자에 관한 법률 시행령 개정 및 ② 주요 국가들의 스톱어드십 코드 도입에 따른 국내외 연기금 및

자산운용사의 스튜어드십 코드 참여 확대에 기인한 것으로 보임

- 5% 대량보유 보고제도 관련 자본시장법 시행령이 점진적으로 개정되어, 2015년 1월부터 연기금의 배당 관련 주주권 행사 활동의 보고의무가 제외되었고, 2020년 5월부터는 주주권 행사의 주체와 관계없이 배당 관련 활동의 보고의무가 제외됨
- 이처럼 보고의무가 제외된 결과, 5% 이상 지분을 보유한 일반 기관투자자와 같은 주요주주가 배당에 대해 적극적으로 주주권을 행사할 수 있게 되었으며, 기업들은 이에 부합하는 수준으로 배당을 시행하기 위해 노력하는 과정에서 배당규모 기준 공시 비율이 확대되고 배당정책이 구체화된 것으로 사료됨
- 이에 더하여, 2019~2021 사업연도 동안 대조군별 배당정책 공시 비율의 격차가 급격하게 증가한 것은 2016년 한국 스튜어드십 코드 제정 이후 국내 주요 연기금 및 자산운용사의 스튜어드십 코드 참여가 확대되었으며, 글로벌 기관투자자의 국내 기업에 대한 ESG 관련 주주활동이 강화됨에 따라 발생한 현상으로 볼 수 있음¹⁴⁾

〈표 3〉 주요주주 중 기관투자자 존재 여부에 따른 배당지표 및 배당정책 추이

구분	주요주주 중 기관투자자 존재					주요주주 중 기관투자자 부존재				
	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 규모	배당 시기	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 규모	배당 시기
2013	21.44%	1.19%	966	1.39%	6.25%	15.01%	0.86%	921	0%	1.49%
2014	19.52%	1.20%	983	1.37%	6.16%	12.83%	0.81%	754	2.74%	2.74%
2015	21.09%	1.42%	1,174	4.11%	4.11%	13.74%	0.79%	979	2.50%	2.50%
2016	23.60%	1.55%	1,357	5.42%	6.63%	12.03%	0.74%	577	3.95%	0.00%
2017	22.89%	1.58%	1,614	9.41%	8.24%	16.26%	0.73%	487	6.90%	1.15%
2018	23.91%	1.93%	1,349	13.59%	8.70%	14.78%	0.88%	323	3.70%	2.47%
2019	25.44%	1.82%	1,312	18.48%	8.70%	13.54%	0.92%	298	4.55%	3.41%
2020	23.17%	1.78%	1,448	31.58%	4.09%	17.20%	0.93%	354	6.86%	3.92%
2021	19.98%	2.01%	1,947	34.47%	7.77%	11.19%	1.00%	489	7.95%	4.55%
2022	22.07%	2.32%	1,642	36.82%	12.27%	10.55%	0.93%	414	8.86%	6.33%

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

□ 외국인 보유지분 비중 수준에 따른 구분

- 외국인 투자자가 30% 이상 지분을 보유한 기업과 그렇지 않은 기업을 비교했을 때, 외국인 보유지분이 높은 집단이 모든 사업연도에서 평균 배당성향, 평균 수정배당수익률, 중간/분기배당을 시행하는 비율이 더 높게 나타남
- 10개 사업연도의 연평균 값으로 비교했을 때, 외국인 지분율이 높은 기업들의 평균 배당성향은 24.08%, 평균 수정배당수익률은 2.02%, 중간/분기배당 시행비율은 9.76%로

14) 글로벌 자산운용사 ESG 관련 주주권 행사 추이, 한국경제인협회, 2021.05.07

외국인 지분율이 낮은 기업들에 비해 해당 수치가 각각 1.30배, 1.64배, 2.80배 높은 것으로 확인됨(〈표 4〉 참조)

- 외국인 투자자가 30% 이상 지분을 보유한 기업이 그렇지 않은 기업보다 모든 사업연도에서 배당규모 기준 공시 비율이 더 높음
 - 단, 개별 사업연도별로 비교할 경우, 주요주주인 기관투자자 유무에 따른 분석과 달리 외국인 지분율이 높은 기업들과 낮은 기업들 간 배당규모 기준 공시 비율의 지속적인 격차 확대는 발견되지 않음
 - 2020 사업연도에 외국인 지분율이 높은 기업들이 배당 규모 결정 기준지표를 공시하는 비율이 전년 대비 약 20%p 상승함에 따라 외국인 지분율이 낮은 기업과 기준지표 공시 비율의 차이가 뚜렷하게 벌어졌지만, 2021~2022 사업연도에 외국인 지분율이 낮은 기업들의 공시 비율이 점진적으로 상승하여 그 격차가 다소 줄었기 때문임
 - 이는 전술한 것과 같이, 2020 사업연도에 국내외 기관투자자의 국내 기업에 대한 ESG 관련 주주활동이 강화됨에 따라 외국인 지분율이 높은 기업부터 배당정책 수립에 대한 요구를 적극적으로 수용한 결과로 보임

〈표 4〉 외국인의 지분보유 비중에 따른 배당지표 및 배당정책 추이

구분	고(30% 이상)					저(30% 미만)				
	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 규모	배당 시기	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 규모	배당 시기
2013	20.53%	1.33%	1,310	2.13%	6.45%	19.09%	0.97%	816	0.61%	2.44%
2014	19.48%	1.13%	1,265	2.17%	9.38%	16.45%	0.97%	809	1.73%	2.89%
2015	21.72%	1.62%	1,629	8.16%	10.26%	17.71%	1.05%	946	2.19%	1.64%
2016	23.66%	1.78%	1,789	9.43%	7.50%	18.93%	1.07%	936	3.70%	2.12%
2017	26.24%	1.70%	2,114	18.97%	9.09%	19.01%	1.12%	1,004	5.53%	3.02%
2018	24.90%	1.97%	2,077	14.04%	7.32%	20.09%	1.43%	777	9.62%	4.33%
2019	26.85%	2.08%	1,754	28.12%	10.20%	19.97%	1.32%	747	9.62%	4.33%
2020	29.80%	2.26%	2,137	48.00%	2.63%	19.37%	1.28%	793	16.59%	3.14%
2021	22.50%	2.88%	2,724	45.28%	12.50%	16.22%	1.45%	1,244	22.41%	3.73%
2022	25.07%	3.49%	2,743	47.92%	22.22%	17.87%	1.65%	1,045	25.90%	7.17%

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

□ 총자산 수준에 따른 구분

- 10개 사업연도 동안의 연평균 값으로 비교했을 때, 총자산 수준이 ‘상’, ‘중’, ‘하’인 기업들의 배당성향은 각각 22.0%, 20.6%, 13.0%, 수정배당수익률은 1.85%, 1.21%, 0.55%, 중간/분기배당 시행비율은 7.78%, 3.65%, 2.97%로 총자산 수준이 높을수록 배당지표와 중간/분기배당의 시행비율이 높은 경향을 보임(〈표 5-1〉 참조)

- 이는 총자산 규모가 큰 기업들은 대체로 담보 능력이 높아 이익을 유보하는 것 외에도 다양한 자본 조달 방식을 활용할 수 있기에, 배당을 시행할 수 있는 재무적 유연성이 더 높기 때문으로 보임
- 분석기간 동안 총자산 수준이 '상'인 기업은 배당정책 공시 비율이 42.53%p, 총자산 수준이 '중'인 기업은 13.92%p 상승한 것에 비해, 총자산 수준이 '하'인 기업은 0.14%p 상승에 그침(〈표 5-2〉 참조)
 - 총자산 수준이 '상'인 기업과 '중'인 기업의 경우 각각 2019~2020 사업연도, 2021~2022 사업연도 사이에 배당규모 기준지표를 공시하는 비율이 10년 중 가장 크게 상승하였음
 - 이는 기업지배구조보고서 의무공시 대상이 연결재무제표 기준 자산총액 2조 원 이상 기업(2018~2020 사업연도)에서 1조 원 이상(2021~2022 사업연도) 기업으로 확대됨에 따른 영향으로 사료됨
 - 2025 사업연도부터 기업지배구조보고서 의무공시 대상이 자산규모와 관계없이 유가증권시장 상장기업 전체로 확대됨에 따라, 총자산 수준이 '하'인 기업들의 배당규모 기준 공시 비율 또한 점차 증가할 것으로 예상됨

〈표 5-1〉 총자산 수준에 따른 배당지표 추이

구분	상(2조 이상)			중(5천억 이상~2조 미만)			하(5천억 미만)		
	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)
2013	20.62%	1.28%	1,286	20.54%	1.09%	574	15.21%	0.62%	241
2014	19.69%	1.29%	1,194	18.27%	1.05%	689	10.76%	0.59%	257
2015	20.83%	1.55%	1,479	21.37%	1.23%	795	11.74%	0.50%	358
2016	22.75%	1.61%	1,559	23.83%	1.46%	879	11.43%	0.54%	282
2017	21.37%	1.58%	1,778	26.79%	1.39%	857	13.98%	0.58%	343
2018	22.93%	1.95%	1,565	27.12%	1.65%	641	11.16%	0.75%	187
2019	26.54%	1.98%	1,489	18.52%	1.35%	465	11.64%	0.54%	193
2020	23.15%	2.01%	1,571	18.31%	0.91%	414	19.45%	0.52%	248
2021	19.12%	2.46%	2,299	16.47%	0.86%	526	12.60%	0.42%	319
2022	22.83%	2.74%	1,937	14.56%	1.08%	581	12.05%	0.46%	200

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

〈표 5-2〉 총자산 수준에 따른 배당정책 추이

구분	상(2조 이상)			중(5천억 이상~2조 미만)			하(5천억 미만)		
	배당 규모	배당 시기	기업수	배당 규모	배당 시기	기업수	배당 규모	배당 시기	기업수
2013	0.90%	6.31%	111사	0.00%	3.85%	52사	2.08%	2.08%	48사
2014	0.85%	5.98%	117사	0.00%	3.92%	51사	5.88%	3.92%	51사
2015	5.79%	5.79%	121사	0.00%	4.00%	50사	1.64%	1.64%	61사
2016	4.62%	6.15%	130사	8.33%	4.17%	48사	3.13%	1.56%	64사
2017	10.71%	7.86%	140사	7.55%	3.77%	53사	4.69%	3.13%	64사
2018	14.29%	9.52%	147사	7.02%	3.51%	57사	4.92%	3.28%	61사
2019	22.22%	10.46%	153사	4.84%	3.23%	62사	1.75%	1.75%	57사
2020	36.13%	5.16%	155사	4.55%	1.52%	66사	3.85%	3.85%	52사
2021	42.60%	9.47%	169사	6.58%	2.63%	76사	2.04%	4.08%	49사
2022	43.43%	11.11%	175사	13.92%	5.88%	79사	2.22%	4.44%	45사

출처: DART, 한국ESG기준원

□ 최대주주 지분을 수준에 따른 구분

- 10개 사업연도 동안의 연평균 값으로 비교했을 때, 최대주주 지분율 수준이 '상', '중', '하'인 기업들의 배당성향은 각각 23.82%, 18.54%, 17.44%로 최대주주 지분 비중 수준이 높을수록 배당성향이 높은 경향을 보임(〈표 6-1〉 참조)
- 단, 개별 사업연도를 비교했을 때에는, 최대주주 지분에 따른 분석 지표들 사이에서 일정한 패턴이 발견되지 않음
 - 특히, 중간/분기배당 시행비율의 경우 최대주주 지분 비중 수준이 '상'인 기업과 '중'인 기업을 비교하면 일관된 대소 관계가 나타나지 않지만, 최대주주의 지분 비중이 '하'인 기업들은 일관되게 '중'과 '상'인 기업들보다 모든 사업연도에서 더 높은 값이 나타남(〈표 6-2〉 참조)
 - 이는 최대주주 지분이 낮은 기업의 경우 기업의 경영권방어에 제한이 있으며, 소액주주 비중이 높아 배당규모 확대와 같은 주주환원 요구에 상대적으로 수용적일 수밖에 없는 것으로 판단됨
- 한편 2016 사업연도 이후, 최대주주 지분 비중 수준과 무관히 모든 기업에서 배당규모 기준 공시 비율이 지속적으로 상승함을 알 수 있음
 - 다만, 해당기간 동안 최대주주 지분 비중이 '상'인 기업보다 '중', '하'인 기업의 배당정책 공시 비율의 상승폭이 더 크며, 이는 최대주주 지분이 50% 이상인 기업의 경우, 기관투자자 및 외국인 투자자가 유의적인 영향력을 행사하기 어렵기 때문에 배당정책 수립을 요구하는 주주활동이 상대적으로 덜 활성화된 것으로 보임

〈표 6-1〉 최대주주 지분 비중 수준에 따른 배당지표 추이

구분	상(50% 이상)			중(30% 이상~50% 미만)			하(50% 미만)		
	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)	배당 성향	수정배당 수익률	수정 DPS(원)
2013	21.89%	1.32%	918	19.55%	1.06%	978	17.47%	0.95%	954
2014	19.29%	1.20%	970	19.20%	1.16%	905	13.33%	0.85%	935
2015	24.48%	1.39%	1,259	17.03%	1.31%	1,117	16.10%	0.92%	1,017
2016	23.46%	1.52%	1,061	19.93%	1.32%	1,289	17.07%	1.08%	1,120
2017	24.61%	1.57%	1,227	19.53%	1.14%	1,357	18.50%	1.24%	1,345
2018	27.58%	1.98%	1,167	18.23%	1.41%	1,039	19.18%	1.54%	889
2019	24.89%	1.68%	927	21.28%	1.34%	971	18.80%	1.64%	1,057
2020	25.70%	1.67%	897	19.26%	1.19%	1,085	19.91%	1.64%	1,109
2021	22.58%	1.74%	1,071	14.74%	1.38%	1,828	15.89%	2.12%	1,499
2022	23.68%	1.92%	1,076	16.64%	1.59%	1,403	18.12%	2.53%	1,422

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

〈표 6-2〉 최대주주 지분 비중 수준에 따른 배당정책 추이

구분	상(50% 이상)			중(30% 이상~50% 미만)			하(30% 미만)		
	배당 규모	배당 시기	기업수	배당 규모	배당 시기	기업수	배당 규모	배당 시기	기업수
2013	2.08%	2.08%	48사	0.00%	4.21%	95사	1.47%	7.35%	68사
2014	1.96%	1.96%	51사	2.06%	4.12%	97사	1.41%	8.45%	71사
2015	0.00%	3.51%	57사	4.04%	1.01%	99사	5.26%	9.21%	76사
2016	6.25%	4.69%	64사	2.94%	0.98%	102사	6.58%	9.21%	76사
2017	6.94%	6.94%	72사	4.63%	1.85%	108사	15.58%	10.39%	77사
2018	13.51%	9.46%	74사	8.85%	2.65%	113사	10.26%	10.26%	78사
2019	13.92%	6.33%	79사	11.61%	4.46%	112사	17.28%	11.11%	81사
2020	18.18%	5.19%	77사	23.01%	0.88%	113사	25.30%	7.23%	83사
2021	22.35%	5.88%	85사	28.93%	5.79%	121사	27.27%	9.09%	88사
2022	22.89%	8.43%	83사	31.01%	8.53%	129사	33.33%	16.09%	87사

출처: DART, 한국ESG기준원

□ 그 외, 금융회사 및 지주회사 분석

- 지주회사 분석의 경우 최근 5개 사업연도의 연평균 값으로 비교했을 때, 지주회사(사업지주+순수지주)의 평균 배당성향은 25.98%, 평균 수정배당수익률은 3.14%로 비지주회사에 비해 각각 1.33배, 2.16배 높은 것으로 확인됨(〈표 7-1〉 참조)
- 지배주주는 기업가치가 높은 기업의 지분을 보유하는 것보다 지주회사의 지분을 갖는 것으로 기업집단에 대한 통제권을 더욱 강화할 수 있기에, 일반적으로 지배주주는 지주회사에 더 많이 투자할 유인이 있으며, 실제로 지주회사의 최대주주는 대부분

기관투자자가 아닌 지배주주 일가로 확인됨¹⁵⁾

- 따라서 최대주주 지분을 분석의 결과와 동일하게 지주회사가 비지주회사에 비해 모든 사업연도에서 더 높은 배당성향 수치를 보임
 - 다만, 최대주주 지분을 분석의 결과와 달리 지주회사는 비지주회사에 비해 모든 사업연도에서 더 높은 수준의 배당수익률이 확인되며, 이는 지주회사의 더블카운팅에 따른 가치절하로 배당수익률의 분모가 되는 기준주가가 하락해 배당수익률이 높게 계상된 결과로 보임
- 단, 지주회사와 비주주회사의 연도별 배당지표 격차 간 일정한 패턴이 발견되지 않음
- 이는 지주회사의 구조적 특성상 자회사의 경영 실적 및 배당 결의액 등에 의해 기업의 성과가 결정됨에 따라 배당지표의 변동성이 큰 것에서 기인함

〈표 7-1〉 지주회사 여부에 따른 배당정책 추이

구분	지주회사						비지주회사		
	사업지주회사			순수지주회사					
	배당 규모	배당 시기	수정 DPS(원)	배당 규모	배당 시기	수정 DPS(원)	배당 규모	배당 시기	수정 DPS(원)
2018	27.70%	3.20%	6,461	26.15%	3.08%	946	20.68%	1.48%	994
2019	33.85%	2.55%	3,243	31.09%	3.62%	1,171	20.63%	1.35%	932
2020	25.00%	2.35%	3,000	22.69%	3.74%	1,116	21.10%	1.26%	1,002
2021	23.70%	1.97%	2,750	19.29%	4.25%	1,586	17.05%	1.49%	1,477
2022	22.47%	1.86%	1,800	27.81%	4.79%	1,858	18.15%	1.70%	1,257

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

- 추가로, 사업지주회사는 비지주회사에 비해 대체로 중간/분기배당 시행 비율이 큰 폭으로 상회하는 것으로 보이나, 사업지주회사는 분석 대상의 모수가 적어 실제로 중간/분기배당을 시행한 기업은 1사 혹은 2사에 불과함에 유의할 필요가 있음

15) KRX300 지수 기준, 2022년의 경우엔 지주회사 31개 중 26개 기업의 최대주주가 지배주주 일가이며, 2023년의 경우엔 지주회사 33개 중 28개 기업의 최대주주가 지배주주 일가로 확인됨

〈표 7-2〉 지주회사 여부에 따른 배당정책 추이

구분	지주회사				비지주회사	
	사업지주회사		순수지주회사			
	배당규모	배당시기	배당규모	배당시기	배당규모	배당시기
2018	50.00%	100.00%	5.26%	5.26%	10.66%	6.15%
2019	25.00%	50.00%	5.00%	10.00%	14.52%	6.05%
2020	25.00%	25.00%	25.00%	5.00%	22.09%	3.61%
2021	33.33%	16.67%	31.82%	22.73%	25.94%	5.26%
2022	28.57%	14.29%	41.67%	33.33%	28.36%	8.58%

출처: DART, 한국ESG기준원

- 금융회사의 경우 최근 10개 사업연도의 연평균 값으로 비교했을 때, 금융회사의 평균 배당성향은 25.53%, 평균 수정배당수익률은 3.56%로 비금융회사에 비해 해당 수치가 각각 1.34배, 2.89배 높은 것으로 확인됨(〈표 8-1, 8-2〉 참조)
- 단, 금융회사는 배당지표(배당성향 및 수정배당수익률) 수준은 비금융회사에 비해 우수하나, 배당규모 기준 공시 비율은 비금융회사가 '17 사업연도를 제외한 모든 사업연도에서 더 높음
 - 이는 금융회사는 전자공시보다는 주로 IR 및 컨퍼런스콜을 활용하여 배당정책을 발표하므로 이에 본 고의 자료 수집 과정에서 배당 규모 결정 기준지표가 상당수 포함되지 않은 것으로 보임
 - 또한 금융회사는 금융당국의 규제(배당규제 포함)에 가장 직접적으로 영향을 받고, 비금융회사에 비해 자체적인 배당정책 수립 및 대외 공시에 미치는 규제요소가 훨씬 다양하므로 이에 대한 공시 부담이 클 것으로 판단됨

〈표 8-1〉 금융회사들의 배당지표 및 배당정책 추이

구분	금융회사				
	배당성향	수정배당수익률	수정DPS(원)	배당 규모	배당 시기
2013	27.13%	2.19%	924	0.00%	4.76%
2014	21.79%	1.89%	747	0.00%	4.76%
2015	25.60%	2.38%	902	0.00%	4.76%
2016	24.48%	2.46%	972	0.00%	4.76%
2017	23.72%	2.69%	1,381	9.52%	4.76%
2018	27.48%	3.59%	1,591	4.76%	4.76%
2019	27.30%	4.20%	1,506	9.09%	9.09%
2020	24.48%	4.67%	1,577	9.09%	4.55%
2021	24.60%	5.51%	2,202	13.04%	17.39%
2022	28.71%	6.03%	2,104	8.70%	21.74%

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

〈표 8-2〉 비금융회사들의 배당지표 및 배당정책 추이

구분	비금융회사				
	배당성향	수정배당수익률	수정DPS(원)	배당 규모	배당 시기
2013	18.55%	0.97%	961	1.05%	4.74%
2014	16.83%	0.98%	956	2.02%	5.05%
2015	17.86%	1.09%	1,159	3.79%	4.27%
2016	19.54%	1.19%	1,204	5.43%	4.52%
2017	20.37%	1.17%	1,307	8.47%	5.93%
2018	20.57%	1.44%	994	11.07%	6.97%
2019	21.09%	1.30%	938	14.40%	6.80%
2020	21.00%	1.18%	992	23.51%	3.98%
2021	16.74%	1.38%	1,452	27.68%	5.90%
2022	18.22%	1.61%	1,252	31.16%	9.78%

출처: DataGuide, DART, 한국ESG기준원

결론 및 시사점

- 최근 10년 동안 배당정책과 관련된 공시 요구 수준이 향상되고, 기관투자자의 주주활동이 확대됨에 따라 배당규모와 관련된 구체적인 배당규모 기준을 공시하는 기업의 비율이 크게 증가함
 - 또한, 배당정책을 공시한 기업들은 이에 부합하는 배당을 지급하며, 제시한 배당정책을 잘 준수하는 것으로 확인됨
 - 따라서 기관투자자들이 아직 배당정책을 수립하지 않은 기업들을 대상으로 배당정책 수립 및 배당 등의 예측가능성을 제고하도록 적극적인 주주관여를 수행한다면, 전체 상장기업의 주주환원 규모에 대한 불확실성이 상당히 개선될 것으로 전망됨
- 세부 기준에 따른 분석 결과를 종합해보면, 유가증권시장 상장기업, 주요주주 중 기관투자자가 포함되어 있는 기업, 외국인 보유비중이 30% 이상인 기업, 자산규모가 2조 이상인 기업들이 배당지표, 중간/분기배당 시행비율, 배당규모 결정기준 공시비율이 상대적으로 더 높게 나타남
 - 이는 유가증권시장 상장기업 및 자산총액이 큰 대규모 상장기업들이 더 큰 배당 여력을 보유하고 있으며, 이러한 기업들에 기관투자자와 외국인 투자자들이 상대적으로 더 많이 투자하는 경향이 있는 것으로 해석할 수 있음
 - 다만, 배당 여력과 관계없이, 삼성바이오로직스의 2022년 기업지배구조보고서¹⁶⁾ 사례처럼, 미래 흑자전환 예상시점과 해당 시점부터의 배당정책을 공시한다면 주주들의 배당에 대한 예측가능성을 크게 제고할 수 있다고 판단됨

16) 삼성바이오로직스는 미래 성장동력 확보를 위한 대규모 투자로 2024년까지 적자 흐름을 보일 것으로 예상되나, 4공장의 본격적인 가동 이후실적은 빠르게 성장하여 2025년부터 안정적인 Cash Flow가 유지될 것으로 전망됨. 따라서, '25년 이후 당해 잉여현금흐름(FCF)의 10% 내외 수준으로 현금배당 실시를 검토할 예정이라 밝힘

- 이처럼 기관투자자들이 현재 시점에서 배당여력은 낮지만 성장가능성이 높은 기업들에게 미래의 재무 계획과 배당정책을 명확하게 설정하고 공시하도록 주주관여를 강화한다면, 최적의 자본배분 및 주주환원 규모의 예측가능성 측면에서 투자자가 합리적인 의사결정을 내릴 수 있는 유인으로 작용할 것이라 보여짐
- 한편, 2024년부터 자산규모 5,000억 원 이상 기업도 기업지배구조보고서를 공시하여야 하며, 배당절차 개선 여부, 배당규모 결정에 관한 판단 근거 및 의사결정 과정까지 포함하여 기재하는 등 배당정책 내 배당 규모 기준에 관한 공시 요구 수준이 확대될 예정임
- 이를 바탕으로 기관투자자는 기업이 재무 상태에 비추어 과소한 배당을 지급하지 않도록, 단순히 배당 규모를 결정하는 지표의 공시 여부뿐만 아니라 기업이 재무 상태와 향후 투자 계획을 고려하여 적절한 자본배분 및 주주환원 정책을 수립하였는지까지도 면밀히 모니터링할 필요가 있음
- 2023년 기업지배구조보고서의 배당정책 및 배당계획 관련 핵심지표 준수율은 46.5%로 15개 핵심지표 중 준수율이 5번째로 낮으며¹⁷⁾, 배당기준일 관련 정관 규정을 개정한 상장기업도 28.1%에 불과함¹⁸⁾
- 이에 기관투자자들은 준수하지 않는 기업들이 'Comply or Explain' 원칙에 따라 배당정책을 미수립하거나 배당절차를 개선하지 않은 이유를 투자자들이 이해할 수 있을 만큼 상세하게 공개하도록 요구하고, 해당 원칙들을 준수하도록 유도할 필요가 있음

17) '23년 기업지배구조보고서 공시 점검 및 분석 결과 발표, 한국거래소 보도자료, 2023.12.07

18) 내년부터, 배당액이 얼마인지 알고 투자할 수 있습니다, 금융감독원 보도자료, 2023.12.05

Global News

1. 싱가포르 MAS, 지속가능금융을 위한 택소노미 발표

김예린*

- 지난 12월 3일, 싱가포르 통화청(MAS, Monetary Authority of Singapore)은 지속가능금융을 위한 싱가포르-아시아 택소노미(Singapore-Asia Taxonomy for Sustainable Finance)의 출범을 발표함¹⁾
 - 싱가포르-아시아 택소노미는 기후 변화 완화에 기여하는 녹색 및 저탄소 전환 경제 활동을 정의하기 위한 세부 기준을 제시하고, 지속가능금융을 위한 자본의 할당이 가능해지도록 하는 것을 목표로 함
 - 저탄소 전환 경제 활동을 정의하는 것은 경제 발전, 인구 증가, 에너지 수요 증가 등이 이루어지고 있는 상황에서 넷제로 전환이 점진적으로 일어나고 있는 아시아에 매우 중요한 사항임
 - MAS는 해당 택소노미를 통해 금융기관의 자금 조달 활동 및 ESG 라벨을 붙인 투자 상품이 녹색 및 저탄소 전환 경제 활동에 어떻게 기여하는지 식별하고 공개할 수 있도록 함으로써 그린워싱 리스크를 줄이고자 함
 - MAS의 전무이사인 Ravi Manon에 따르면, 싱가포르-아시아 택소노미가 정부 주도 하에 일방적으로 만들어진 것이 아닌, 저탄소 전환 경제 활동에 실제로 참여하는 금융기관 등 경제 주체들의 경험을 활용하여 만들어진 점과 네 차례의 공개 협의를 통해 관련 업계의 피드백을 충분히 반영한 점을 강조하며 해당 택소노미가 앞으로의 지속가능금융에 있어 중요한 이정표 역할을 할 것으로 전망함
-
- 싱가포르-아시아 택소노미는 어떤 활동이 지속가능활동인지 아닌지 여부를 이분법적으로 구분하는 EU Taxonomy 등 다른 택소노미들과 달리 그 사이의 단계인 '전환' 범주를 최초로 도입함
 - '신호등' 시스템을 통해 ①녹색(적격), ②노란색(전환), ③빨간색(부적격) 활동들을 구별할 수 있도록 함
 - '전환' 범주에 있는 노란색 활동은 녹색 활동의 조건을 충족하지 못하지만, 넷제로로 가는 경로에 있는 활동을 의미함

* KCGS 책임투자본부 ESG 데이터팀 연구원, yrkim@cgs.or.kr

1) Monetary Authority of Singapore, MAS Launches World's First Multi-Sector Transition Taxonomy, 2023.12.03., <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2023/mas-launches-worlds-first-multi-sector-transition-taxonomy>

- 싱가포르-아시아 택소노미는 해당 지역 온실가스 배출량의 90%를 차지하는 8개 섹터의 활동을 중점적으로 다룸
 - 택소노미에서 다루는 8개 섹터는 에너지, 부동산, 교통, 농림/토지 사용, 공업, 정보 통신 기술, 폐기물/순환 경제, 탄소 포집 및 격리임

〈표 1〉 예시 : 에너지 섹터 활동 중 '지열 에너지를 이용한 전기 생산'

신호등	기준	참고 대상
녹색	발전소의 수명 주기 동안 측정된 배출 강도가 100gCO ₂ e/kWh 미만임	EU Taxonomy
노란색	시나리오 분석에 기반하여 발전소의 수명 주기 동안 측정된 배출 강도가 2030년까지 220gCO ₂ e/kWh 미만임	
빨간색	화석 연료 기반 시설을 지원하는 발전소는 부적격함	

출처: Monetary Authority of Singapore

Global News

2. ISSB 기반 글로벌 ESG 공시 동향, Part II

정선아*

- 국제지속가능성기준위원회(ISSB)의 공시 표준 최종안 발표 이후 각 국 정부는 공시 표준 적용을 검토 중이며, PART I 에서 다룬 싱가포르, 브라질 공시 동향에 이어 PART II 에서는 호주와 우리나라의 공시 동향을 분석하고자 함

호주

- 2023년 10월 23일, 호주회계기준위원회(AASB)는 국제지속가능성기준위원회(ISSB)의 IFRS 지속가능성 공개 표준 최종안을 기반으로 기후 관련 정보 공시를 위한 새로운 공개초안인 ED SR1을 발표함¹⁾
- 본 표준안은 기업 및 금융기관에 대한 기후 관련 재무 공개 요구사항을 포함하고 있으며, 2024년부터 기업규모에 따라 단계적으로 적용·시행될 예정임
 - 다음의 표는 호주 재무부에서 공개한 의무 공개 요건 제안 로드맵이며, 3개 기준 중 2개 기준 충족 시 적용됨

〈표 1〉 호주 ESG 공시 의무 요건 로드맵

시점	기준		
	근로자 수	자산규모	매출
Group 1 2024-25 이후	500명 이상	10억 호주달러 이상	5억 호주달러 이상
Group 2 2026-27 이후	250명 이상	5억 호주달러 이상	2억 호주달러 이상
Group 3 2027-28 이후	100명 이상	5000만 호주달러 이상	2500만 호주달러 이상

출처 : ED SR1 초안

- ED SR1은 기존 IFRS의 표준을 기반으로 하지만 상당 부분 수정을 거쳤으며, 주요 차이점은 다음과 같음²⁾
- (주요 내용 1) IFRS S1은 지속가능성 관련 재무 정보 전반에 관한 공개를 요구하지만, ASRS 1은 공시범위를 기후 관련 재무 정보로 한정함

* 한국ESG기준원 ESG평가실 연구원, sac@cgs.or.kr

1) 호주회계기준원(AASB), 2023.12.15., "Exposure Draft ED SR1 Australian Sustainability Reporting Standards – Disclosure of Climate-related Financial Information", <https://www.aasb.gov.au/news/exposure-draft-ed-sr1-australian-sustainability-reporting-standards-disclosure-of-climate-related-financial-information/>.

2) ESG today, 2023.12.15., "Australia Releases Proposed IFRS-based Climate-related Reporting Standards", <https://www.esgtoday.com/australia-releases-proposed-ifrs-based-climate-related-reporting-standards/>.

- (주요 내용 2) ASRS 2는 공시 범위를 기후변화와 관련된 위험 및 기회로 제한하며, 비온실가스의 배출에 대해서는 적용하지 않는다고 명시함
- (주요 내용 3) ISSB 표준은 Scope3에 해당하는 15개 범주의 정보를 공개하도록 요구하는 반면, AASB는 Scope3에 대한 내용을 완화하여 공시하도록 허용함
 - 해당 범주에서 기업이 고려할 수 있는 데이터를 선택하여 공개할 수 있도록 하였으며, 보고기간에 해당하는 합리적인 정보를 제공할 수 없는 경우에는 직전 기간 데이터를 사용하도록 허용하였음

국내

- 우리나라는 당초 ESG 공시 의무화 시점을 2025년으로 계획하였으나, 10월 16일 개최된 「ESG 금융 추진단」³⁾ 제3차 회의를 통해 ESG 공시 의무화 시점이 2026년 이후로 연기되었음⁴⁾
- ESG 공시 의무화 연기 사유에 대해서는 ①미국 등 주요국의 ESG 공시 의무화 지연과 ②IFRS-ISSB 기준이 최근(23.6월)에야 확정된 점 등을 근거로 설명함
- 향후 ESG 공시기준 제정과 관련하여 주요국 및 국제기구의 기준을 참조하되, 국내 시장과 기업의 특수성을 충분히 고려하여 기준 제정을 추진할 계획임
- ESG 공시 의무 대상의 경우, 일정 규모 이상의 상장 대기업부터 도입할 예정이며 국제 동향과 국내 시장 여건 등을 감안하여 단계적 확대를 검토
- 국내 기업에 적용될 ESG 공시기준은 지속가능성기준위원회(KSSB)와 논의를 거쳐 '24년 1분기 중 구체화할 예정이라고 밝혔으며, 국제적으로 공감대가 형성된 기후 분야에 대한 공시 의무화를 우선 검토할 예정임⁵⁾
- 기업이 새로운 제도에 점진적으로 적응할 수 있도록 ①법적 부담이 상대적으로 적은 거래소 공시로 도입하는 방안과 ②도입 초기에 위반 시 제재 사항을 최소한으로 적용하는 방안을 검토하겠다고 밝힘

3) 기업·투자자, 학계·전문가, 유관기관과 함께 ESG 공시-평가-투자 전반에 걸친 다양한 정책과제들을 체계적으로 추진하기 위해 23년 2월 구성된 회의체이며, 주요 의제로는 국내 ESG 공시제도 의무화 방안을 다루고 있음

4) 금융위원회 보도자료, 2023.12.15., 「ESG 금융추진단」 제3차 회의 개최, <https://www.fsc.go.kr/no010101/80911>

5) 금융위원회 보도자료, 2023.12.15., “김소영 금융위원회 부위원장, 「2023년 한국ESG기준원 우수기업 시상식」 참석·축사”, <https://www.fsc.go.kr/no010101/81136>

