

# 한국ESG기준원

## 2025 주주총회 프리뷰

(2025.02.24 책임투자본부 책임투자팀)

### 제도 개선에 따른 일반주주의 권익 보호 흐름

- 최근 정책당국은 주주 이익 보호의 실효성을 높이고자 우리나라 자본시장과 관련된 법률 및 제도 개선을 추진하고 있음

### 눈가리고 아웅 금지, 일반주주가 지켜보고 있다

- (투자정보 공개 확대) 정책당국은 투자자들이 합리적인 판단을 할 수 있도록 기업들이 충분한 투자 판단 정보를 적시에 공시할 것을 요구하고 있음

〈표〉 2024 공시제도 주요 개정내역

시행 시기	구분	주요 내용
2024 2분기	주주제안 /주주총회 공시 <sup>1)</sup>	- 주주총회 전 주주제안권 제기사실, 주주제안의 주주안건 채택 여부 등 처리경과, 주주총회 후 주주총회 결과 및 논의내용 등을 정기보고서에 공시하도록 하여 주주총회 관련 내용을 투자자가 적시에 접근 가능하도록 변경
2024 3분기	상장회사 내부자거래 사전공시 <sup>2)</sup>	- 상장회사 임원 또는 주요주주가 대규모 주식 등 거래 시 30일 전에 거래목적, 거래금액, 거래기간 등 거래계획을 공시하도록 하여 불공정거래 예방 및 투자자 보호
2024 4분기 이후	전환사채 발행/유통 공시 <sup>3)</sup>	- 전환사채 콜옵션의 행사자를 지정하거나, 콜옵션을 양도하는 경우 구체적인 행사자, 대가 수수여부, 지급금액 등을 공시하도록 하여 투자자의 예측가능성 제고 - 만기 전 전환사채 등 취득 시, 취득 및 처리계획 관련 정보를 공시하도록 하여 불공정 거래 예방 및 시장의 감시와 견제 기능 강화
	자기주식 취득/보유/처분 공시 <sup>4)</sup>	- 상장법인이 일정규모 이상 자사주 보유 시 자사주 보유현황, 보유목적, 향후 처리계획 등을 이사회 승인 후 공시하도록 하고, 모든 상장법인이 자사주 처분 시 처분목적, 처분상대방 및 선정사유, 예상되는 주식가치 희석효과 등을 공시하도록 하여 시장의 감시와 견제 기능 강화 - 신탁계약을 통한 자사주 취득 시에도 직접 취득 시와 동일하게 실제 취득금액이 계획·공시된 금액보다 적을 경우 사유서를 제출하고, 계획된 자사주 매입 기간 종료 이후 1개월 경과 전에 신규 신탁계약 체결을 제한함. 또한 신탁계약 기간 중 자사주 처분 시 직접 처분 시와 동일한 내용을 공시하도록 하여 취득 및 처분 과정에서의 규제차익 해소 및 투자자 보호

	<b>배당절차 개선방안 공시<sup>5)</sup></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사업보고서 내 배당정책에 관한 사항에 ‘배당관련 예측가능성 제공에 관한 사항’을 추가하여 정관 개정 여부, 실제 이행 여부 등을 공시하도록 하여 투자자들에게 배당에 관한 정보 공개 확대</li> <li>- 분기배당 기준일을 이사회 결의 또는 정관으로 정할 수 있도록 자본시장법이 개정되면서 관련 정관 정비 필요</li> </ul>
	<b>합병 공시<sup>6)</sup></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 이사회가 합병의 목적과 기대효과, 합병가액 및 거래조건의 적정성, 합병 반대사유 등을 작성 및 공시하도록 하여 투자자 보호</li> </ul>

출처: 금융위원회 보도자료, 금융감독원 보도자료, KCGS 재정리

### 꼼수 봉쇄, 공짜 지배력은 없다

- **(자기주식 제도)** 주권상장법인이 ①인적 분할 시 신설되는 회사가 보유하는 자사주와 ②다른 법인과 합병 시 소멸되는 법인이 보유하는 자사주에 대해 신주배정을 제한하도록 자본시장법 시행령이 개정됨<sup>7)</sup>
  - 우리나라에서는 인적분할 시 자사주에 대한 분할 신주배정을 금지하는 명확한 규정이 없어, 존속 회사의 자사주에 대한 지분율만큼 분할신설회사의 신주를 배정하여 지배주주가 추가 출연 없이 분할신설회사에 대한 지배력을 강화하는 ‘자사주 마법’에 대한 비판이 지속적으로 제기되어 왔음
  - 자사주의 보유 및 처분 공시강화 등을 포함한 이번 개정은 자사주 비중이 높은 법인의 자사주가 지배주주의 편법적 사익추구 수단으로 악용되지 않고 주주 가치를 제고하는 방향으로 활용되는데 기여할 것으로 전망됨
  
- **(전환사채 제도)** 주권상장법인이 ①시가변동에 따라 전환가액을 리픽싱 최저한도(70%) 미만으로 조정하기 위해서는 전환사채 등의 발행 시마다 주주총회 특별결의를 거치도록 하고, ②증자, 주식배당 등에 따른 조정 시 조정 후 전환가액을 희석효과를 반영한 가액 이상으로 하향 조정할 수 있도록 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정이 개정됨<sup>8)</sup>

---

1) 주주제안권 행사현황 및 주주총회 논의 결과가 투자자에게 적시에 충실히 제공될 수 있도록 개선됩니다, 금융감독원 보도자료, 2024.04.12

2) ‘24.7.24일부터 상장회사 내부자거래 사전공시제도가 시행됩니다 - 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 개정안 국무회의 의결, 금융위원회 보도자료, 2024.07.09

3) 2)와 동일

4) 1)과 동일

5) 올해부터 분기배당도 배당액이 얼마인지 알고 투자할 수 있습니다., 금융감독원 보도자료, 2025.02.16.; 내년부터 배당 절차 개선방안 이행 관련 사항을 사업보고서에 구체적으로 기재해야 합니다, 금융감독원 보도자료, 2024.12.19.; 배당절차 및 기업공시 제도개선을 위한 자본시장법 개정, 금융위원회 보도자료, 2024.12.27

6) 3)과 동일

7) 상장법인 자기주식 제도개선을 위한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 개정안 ‘24.12.31일부터 시행, 금융위원회 보도자료, 2024.12.24

8) 전환사채 제도개선을 위한 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 개정안 ‘24.12.1일부터 시행, 금융위원회 보도자료, 2024.11.13

- 기존 규정은 정관을 통해서 전환가액을 리픽싱 최저한도 제한 미만으로 조정할 수 있도록 하고, 유상증자 등의 경우에는 이사회가 전환가액 조정 방법을 자유롭게 결정할 수 있도록 하여 과도한 전환가액 하향조정에 따른 기존 주주 지분 희석문제가 지적됨
  - 구체적인 전환사채 콜옵션 행사자 및 만기 전 취득한 전환사채 등 관련 공시의무 부과를 포함한 이번 개정을 통하여 주주들이 전환가액 조정 과정에 더욱 적극적으로 참여할 수 있고, 투자판단에 활용할 수 있는 전환사채 정보도 확대되어 지배주주의 전환사채 악용에 따른 시장 충격이 완화될 것으로 예상됨
- **(합병제도) 비계열사 간 합병에 대해 합병가액 산정규제를 적용하지 않고, 외부평가를 의무화하도록 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’) 시행령이 개정됨<sup>9)</sup>**
- 기존 규정은 상장법인의 합병 시 합병가액 산식을 규율하여 기업 간 자율적 교섭에 따른 구조개선을 저해한다는 비판이 있었고, 경직적인 산식의 테두리 안에서 합병 시기, 가액 선정 기준(주가가 자산가치에 미달하는 경우)등에 대한 논란이 있었음
  - 주권상장법인의 합병 시 이사회 의견서 공시 등을 포함한 이번 개정을 통해 주주들은 외부평가 내용 및 이사회 의견서에 주의를 기울일 필요가 있음
  - 나아가 정책당국이 상장법인의 계열사 간 합병 시 가액 산정기준을 폐지하면서 원칙적으로 모든 합병에 대해 외부평가기관에 의한 평가·공시 의무화하고, 주주보호 노력 가이드라인 제정을 계획하고 있어<sup>10)</sup> 기존에 합병 시 지배주주가 묘수를 통해 지배력을 확대하던 문제는 완화되고, 주주 보호 수준은 제고될 것으로 전망됨

## 기업지배구조 개선, 기업과 주주의 동상이몽

- 국내 상장기업의 만성적인 저평가 원인<sup>11)</sup>으로 미흡한 주주환원과 저조한 수익성 및 성장성, 취약한 기업지배구조 등이 지적되고 있으며, 이에 대한 해소방안으로 ‘기업 밸류업 프로그램’이 대두되고 있음
- 2024년 밸류업 본공시를 실시한 94사는 주주환원 제고(89%, 84사), 자본효율성 개선(73%, 69사), 성장성 향상(49%, 46사) 순으로 목표를 설정하는 등(중복 포함) 주요 저평가 원인들에 대한 개선 방안을 중심으로 기업가치 제고계획을 발표함<sup>12)</sup>
  - 또한, 밸류업 본공시를 실시한 기업의 과반수(52%, 49사)는 목표설정 및 계획수립 등과 관련하여 기업지배구조 개선, ESG 경영강화 등 비재무지표를 고려하는 것으로 밝힘<sup>13)</sup>

9) M&A 제도개선을 위한 자본시장법 시행령 개정안 국무회의 통과, 금융위원회 보도자료, 2024.11.19

10) [보도참고] 일반주주 이익 보호 강화를 위한 자본시장법 개정방향, 금융위원회 보도자료, 2024.12.02

11) 자본시장연구원 연구에 따르면, 2012년부터 2021년까지 10년간 국내 상장기업의 주가-장부가 비율(PBR)은 1.2로 선진국(2.2)의 52%, 신흥국(2.0)의 58%에 불과하며, 분석대상 주요 45개국 중 41위에 해당하는 것으로 나타남. 해당 연구에서는 이러한 ‘코리아 디스카운트’의 주요 원인으로 △미흡한 주주환원(설명력 37%), △저조한 수익성과 성장성(36%), △취약한 기업지배구조(7%)를 지적하고 있음; 코리아 디스카운트 원인 분석, 자본시장연구원, 이슈보고서 23-05

12) 2024년 기업 밸류업 프로그램 결산, 한국거래소 보도자료, 2025.01.09.

- 기업지배구조 개선 목표를 설정한 기업들은 대부분 기업지배구조 핵심지표 준수율을 제고하겠다고 밝혔으나, 핵심지표 중 하나인 집중투표제를 채택하겠다고 밝힌 기업은 없음
  - 기업들이 향후 준수하겠다고 제시한 주요 핵심지표로는 △현금배당 관련 예측 가능성 제공(29사), △배당정책 및 배당실시 계획 연 1회 이상 주주에게 통지(10사), △주총 4주 전 소집공고 실시(7사), △사외이사를 이사회 의장으로 선임(7사), △독립적인 내부감사부서(내부감사업무 지원 조직)의 설치(7사) 등이 확인되어(중복 포함), 배당과 관련된 사항이 주된 개선 목표로 나타남<sup>14)</sup>
- 반면, 올해 주주제안의 흐름을 살펴보면 ‘집중투표제’를 중심으로 한 기업지배구조 개편 요구가 두드러지며, 이에 정기주주총회를 앞두고 시장에 공개된 주요 주주제안을 선정하여 주주참여 활동의 배경과 진행 상황을 소개하고자 함

### 1) 영풍 - 머스트자산운용

- 머스트자산운용은 작년 11월 25일 영풍의 낮은 PBR(당시 0.14배)은 회사의 취약한 기업지배구조 및 미흡한 주주정책에 기인한다고 지적하며 이를 개선하기 위한 방안을 제언하는 공개입장문을 표명했으며,<sup>15)</sup> 올해 2월 5일 영풍에 주주친화적 정책의 신속한 실행을 요청함과 동시에 3인의 사외이사 후보를 추천하는 주주제안서를 보냄<sup>16)</sup>
- 한편 영풍과 경영권 분쟁 중인 고려아연 측은 올해 2월 5일 계열회사 영풍정밀을 통해 ①집중투표제 도입, ②현물배당 도입, ③감사위원 분리선출 등 주주제안 안건을 제출함<sup>17)</sup>
- 영풍에 외국인 사외이사 선임, 집중투표제 등을 골자로 한 주주제안을 준비하고 있던 영풍의 소액주주 연대는 올해 2월 14일 머스트자산운용과 영풍정밀의 주주제안을 지지하며, 영풍에 별도의 주주제안을 제출하지 않되 해당 안건들의 통과를 위해 최선을 다할 것이라는 입장을 밝힘<sup>18)</sup>
- 지배주주 지분이 소수에게 집중된 영풍의 소유구조를 고려할 때 상법상 ‘3% 룰’이 적용되는 집중투표제 도입 안건에서 일반주주의 영향력이 클 것으로 예상되며,<sup>19)</sup> 집중투표제가 도입된다면 향후 이사회에 고려아연 측 인사가 진입할 가능성이 높아지는 만큼 일반주주들의 지지를 확보하기 위한 영풍의 대응에 주목할 필요가 있음

### 13) 2)와 동일

- 14) 이외에도 기업들은 ‘주주총회의 집중일 이외 개최’(6사), ‘부적격임원 선임 방지 정책 수립’(6사), ‘내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최’(4사), ‘전자투표제 실시’(3사), ‘최고경영자 승계정책 마련 및 운영’(3사), ‘내부감사기구에 회계 또는 재무 전문가 포함’(3사), ‘이사회 성별 다양성 확보’(1사), ‘내부감사기구에 대한 연1회 이상 교육 제공’(1사), ‘경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차 마련’(1사) 등의 핵심지표를 추가로 준수할 계획이라고 공시한 것으로 확인됨
- 15) 머스트자산운용은 공개입장문을 통해 기보유 자사주 전량 소각, 무상증자 혹은 액면분할 시행, 투자부동산 자산재평가, 밸류업 공시 등을 요청함; 영풍 주주가치 제고와 기업 거버넌스 개선에 대한 머스트자산운용의 제언, 머스트자산운용 홈페이지, 2024.11.25.
- 16) 영풍의 2025년 정기 주주총회에 주주제안서를 보내며, 머스트자산운용 홈페이지, 2025.02.05.
- 17) 영풍정밀, 영풍 집중투표제 도입 요구, 파이낸셜뉴스, 2025.02.05.
- 18) 영풍을 대상으로 한 ‘머스트자산운용’과 ‘영풍정밀’의 주주제안, 적극 환영합니다!, 액트 홈페이지, 2025.02.14.
- 19) 영풍에 밀려드는 주주제안... ‘3%룰 적용’ 집중투표제 통과될까, 머니S, 2025.02.07.

## 2) 코웨이 - 얼라인파트너스자산운용

- 올해 1월 6일, 코웨이는 기취득 자사주 전량 소각 및 기말 현금배당을 통해 2024년 주주환원 규모를 연결 당기순이익의 40% 수준으로 확대하고, 향후 3년간 동일한 수준을 유지하는 주주환원정책을 제시함<sup>20)</sup>
- 그러나, 당초 경영진과 비공개 대화를 진행 중이던 얼라인파트너스자산운용(이하 “얼라인”)은 여전히 회사의 주주환원율이 적절한 수준과 괴리가 크다고 판단하여 공개캠페인으로 전환하였으며,<sup>21)</sup> 2월 6일 코웨이에 ①집중투표제 도입, ②이사 정원 확대, ③사외이사 및 감사위원 선임 안건 등 주주제안을 제출함<sup>22)</sup>
- 얼라인은 넷마블이 코웨이의 최대주주가 된 이후 코웨이의 주주환원율 및 PBR이 크게 하락<sup>23)</sup>한 원인이 넷마블과 일반주주의 이해관계가 상충될 수 있는 구조적 문제<sup>24)</sup>에 있다고 보고, 이에 대한 해결책으로 이사회 독립성 확보가 필요하다는 점을 주주제안의 이유로 제시함
- 한편, 코웨이의 이사회는 현재 7명으로 구성되어 있고 최대 정원이 9명인 상황에서 코웨이가 기존 사외이사 1인의 재선임 안건과 함께 신규 사외이사 2인을 신규선임하는 의안을 추가로 상정함에 따라<sup>25)</sup> 다가오는 정기주주총회에서 이사회 추천 후보와 주주제안 후보가 경합하며, 선임은 다득표 순으로 결정될 예정임

## 3) 이마트 - 소액주주 연대, 경제개혁연대

- 올해 1월 8일, 이마트 소액주주 연대는 ①유통업 수익성 개선을 위한 전략 부재, ②지속적인 재무구조 악화, ③최대주주인 미등기임원의 실적 대비 과도한 보수 등을 지적하며, 이마트에 ①저매출 점포 매각, ②자회사에 대한 지원 축소·중단, ③정용진 회장의 등기임원 선임, ④등기임원의 보수 정책 및 중장기 경영 비전에 대한 주주와의 소통을 요구하는 주주서한을 발송함<sup>26)</sup>
- 이마트는 2월 11일 △성장성 개선(차별화 상품 개발, 지속 출점 등), △수익성 개선(매입조직 통합, 물류체계 개편 등), △주주환원 확대(최저배당 25% 상향, 기보유 자사주 일부 소각), △소통 강화(IR 활동 강화 등) 방안을 골자로 하는 기업가치 제고 계획을 발표함<sup>27)</sup>
- 2월 13일 소액주주 플랫폼 ‘액트’는 이마트의 기업가치제고계획에 경영개선 계획 등 요구사항 일부가 반영된 점에 대해 환영의 뜻을 밝히면서도,<sup>28)</sup> 경제개혁연대와 함께 이마트에 ①기업가치 제고계획 재공시 및 이행 현황의 분기별 공시, ②기보유 자기주식의 전량 소각, ③집중투표제 도입, ④주주총회 보수심의제 도입, ⑤권고적 주주제안권 도입 등의 주주제안 안건을 제출함<sup>29)</sup>

20) 수시공시 의무관련사항(공정공시), 코웨이, DART, 2025.01.06.

21) 얼라인파트너스, 코웨이에 공개주주서한 발송… 자본구조 효율화 및 이사회 독립성 제고 제안, 비사이드코리아 홈페이지, 2025.01.16.

22) 2025년 제36기 코웨이 정기주주총회 안건 상정을 위한 주주제안의 건, 비사이드코리아 홈페이지, 2025.02.06.

23) 코웨이의 주주환원율은 MBK파트너스가 최대주주이던 시절 평균 91% 수준이었으나, 2020년 넷마블이 최대주주가 된 이후 20% 내외로 감소하였으며, PBR 역시 MBK파트너스가 최대주주이던 시기 평균인 6.3배에서 2025년 1월 6일 종가 기준 1.5배로 감소함

24) 얼라인은 넷마블의 코웨이 지분율(25%)이 상대적으로 낮아 코웨이의 주가가 본질가치보다 낮게 형성될 경우 부족한 지배력을 강화하기 위해 더 유리하기 때문에 일반주주와 이해상충이 발생하지만, 넷마블이 적은 지분을 보유하고 있음에도 실질적으로 코웨이의 이사회 전원을 임명하고 있기 때문에 적절한 견제 장치가 없다는 점을 지적함

25) 주주총회소집공고, 코웨이, DART, 2025.02.13.

26) 제 1차 공개 주주서한(전문), 밸류업이마트 홈페이지, 2024.12.24.; '성난' 이마트 소액주주 뭉친다…“주가부양 책 임져라”, 전자신문, 2025.01.14.

27) 기업가치제고계획(자율공시), 이마트, 2025.02.11.

28) 소수주주 플랫폼 액트 "이마트 밸류업 환영…경영진 보수는 미해결", 연합뉴스, 2025.02.13.

- 이처럼 기업지배구조 개선에 대한 일반주주들의 요구와 기업들의 대응 방향에 차이가 나타나면서, 이번 주주총회 시즌에서는 기업지배구조 개선과 관련된 주주제안을 둘러싼 표 대결이 나타나는 사례가 늘어날 것으로 예상됨
  - 2024년 상장기업의 자사주 매입금액은 전년 대비 2.3배 증가(10.6조원↑)하였으며, 자사주 소각금액은 2.9배(9.1조원↑) 증가하였고, 현금배당 금액은 전년 대비 6.3%(2.7조원↑) 증가하는 등 2024년에는 기업들의 주주환원 확대 기조가 뚜렷하게 나타났으며<sup>30)</sup>, 주주환원 확대 요구에 대한 주주들과 기업들의 입장에 대한 간극은 상대적으로 크지 않다고 판단됨
  - 반면, 주주들의 기업지배구조 개선 요구가 집중투표제 도입, 독립적인 사외이사 선임, 이사보수 적정성 등 이사회 구성 및 보수 수준, 경영 견제 기능 강화에 초점을 맞추고 있는 것과 달리, 기업들의 대응은 배당의 예측가능성 강화, 배당정책 및 배당실시 계획 통지 등 제한적인 수준에 머물러 있음
  - 이에 따라 밸류업 정책이 비단 주주환원 확대에 머무는 것이 아니라 기업지배구조 개선 전반에 적용할 수 있음을 인지하여야 하며, 기업들은 주주들의 요구를 반영해 기업가치를 중장기적으로 제고할 수 있는 보다 체계적이고 구체적인 기업지배구조 개선 방안을 제시할 필요성이 커질 전망이다
  - 2025년 정기주주총회에서는 일반주주들이 요구하는 구체적인 기업지배구조 개편 방향과 기업들의 대응 간의 간극이 부각될 것으로 예상되며, 이를 둘러싼 논의가 더욱 심화될 것으로 예상됨

## 사외이사의 중요성 증대

- 최근 일반주주의 권익을 두텁게 보호하여야 한다는 시장의 움직임에 따라, 제도적 및 사회적 변화로 인해 이사의 역할과 책임이 강화되고 있음
  - 법원은 회사의 위법행위로 인한 과징금이 회사에 미친 손해에 대해 사외이사의 책임을 인정하였으며<sup>31)</sup>, 이러한 판례는 이사의 내부통제시스템 작동에 대한 감시의무를 명확히 규정함으로써 사외이사의 역할과 책임을 명확히 하는 사례로 평가됨
  - 최근 자본시장법 시행령이 개정<sup>32)</sup>되어 합병 및 양수도 등 주요 자본 거래 시 이사회에 의견서 작성 및 공시 의무가 부여됨에 따라 이사회의 경영 판단의 중요성이 증대되었으며, 이로 인해 주주 간 또는 주주와 경영진 간의 이해관계에 대한 독립적이고 전문적인 판단이 필요해짐
  - 상법 개정을 통해서 이사의 충실의무를 기존의 "회사"에서 "회사와 주주"로 확대하는 방안이 논의되는 등 주주 권익 보호에 대한 사회적 관심 또한 강화되고 있음

29) 경제개혁연대 등 소액주주 이마트에 주주제안 제출, 경제개혁연대 보도자료, 2025.02.13.; 2차 주주제안 전문, 벨류업이마트 홈페이지, 2025.02.

30) 2)와 동일

31) 이사의 감시·감독의무를 강화하는 주주대표소송 신규 판결 안내, KIM&CHANG, 2022.05.18.

32) 일반주주 이익 보호 강화를 위한 자본시장법 개정방향, 금융위원회 보도자료, 2024.12.02.

- 특히, 지배주주 또는 경영진과 독립적인 위치에서 감사·감독 업무를 수행하는 사외이사의 역할이 중요해질 것으로 예상됨에 따라 사외이사 역할에 걸맞는 독립성과 실효성, 적절한 보수 수준에 대해 구체적으로 재점검할 필요가 있음

## 사외이사 비율과 독립성

- 충분한 사외이사 비율은 이사회의 독립적 의사결정 및 경영진 견제의 필요조건임
  - G20/OECD 원칙<sup>33)</sup>은 이사회가 이해상충의 가능성이 있는 업무에 대해 독립적인 판단을 할 수 있도록 충분한 수의 사외이사를 구성해야 할 필요성을 나타냄
  - 아시아기업거버넌스협회(ACGA) 역시 공개서한<sup>34)</sup>을 통해 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경하여 그 수를 늘리는 것이 경영진에 대한 영향력을 강화하며, 효과적인 경영 감독을 보장할 수 있다고 언급함
- 선진 자본시장의 글로벌 기업들은 법적 요건을 크게 상회하는 사외이사 비율을 유지하는 경향이 있지만, 한국 기업들은 상대적으로 사외이사 비중이 낮음
  - 삼일PwC 거버넌스센터의 분석에 따르면 한국 기업들의 사외이사 비율은 평균 46%로 자산총액 2조 원 이상인 회사는 59%, 2조 원 미만인 회사는 39%로 나타났으며<sup>35)</sup>, 공정거래위원회 지배구조 현황 분석에서는 분석대상 기업집단 소속 상장사의 사외이사 비율이 51.1%로 확인되며, 법적 기준을 초과하여 선임된 사외이사는 회사당 평균 0.45명으로 나타남<sup>36)</sup>
  - 미국 증권거래소는 사외이사 비율을 과반으로 정하도록 규칙을 마련하고 있으며, 주요 글로벌 자산운용사인 블랙록(BlackRock)과 뱅가드(Vanguard)도 과반 비율을 권고하고 있는 가운데, S&P 500 기업의 평균 사외이사 비율은 85%에 달함<sup>37)</sup>
  - 영국 기업지배구조 코드는 상장사가 의장을 제외하고 이사회의 50% 이상을 독립 사외이사로 구성하도록 요구하고 있으며<sup>38)</sup>, FTSE100 및 FTSE250 상위 50개사의 평균 사외이사 비율은 94% 수준임<sup>39)</sup>
- 자산총액 2조 원 미만 회사의 경우에도 경영진의 업무집행에 대한 이사회의 실질적 견제를 위해 사외이사 비율을 과반으로 확대할 필요가 있으며, 특히 한국의 집중된 소유구조에서 지배주주가 경영과 감독을 동시에 수행하는 상황에서는 이사회의 독립성을 담보하기 위해서 그 비율이 미국이나 영국처럼 더욱 높아질 필요가 있음

33) G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023, OECD, 2023.09.11.

34) 아시아기업거버넌스협회 대한민국 국회에 보내는 상법개정 요구 공개서한 발표, 한국기업거버넌스포럼, 2024.12.23.

35) 2024 이사회 트렌드 리포트, 삼일PwC거버넌스센터, 2024.12.19.

36) 2024년 공시대상기업집단 지배구조 현황정보 공개, 공정거래위원회, 2024.12.19.

37) 위의 자료, 삼일PwC거버넌스센터, 2024.12.19.

38) UK Corporate Governance Code, Financial Reporting Council(FRC), 2024.01.22.

39) 위의 자료, 삼일PwC거버넌스센터, 2024.12.19.

- 한국 시장을 대상으로 한 과거 실증 연구는 분석 기간이나 방법에 따라 사외이사 수 또는 비율이 기업가치에 미치는 영향을 상반되게 보고하는데, 그 중 기업가치에 유의미한 영향을 미치지 않는 결과를 보인 연구들은 대부분 사외이사의 독립성과 실효성에서 그 원인을 찾고 있는 만큼, 사외이사의 책임을 물을 수 있는 제도를 정비하고 이사회 구성원이 독립적이며 효율적으로 감시기능을 수행할 수 있는 틀을 마련할 필요가 있음<sup>40)</sup>

## 사외이사의 실효성

- 지배주주가 직접 경영에 참여하고 이사회에도 깊이 관여하는 집중된 소유구조 하에서 사외이사의 실효성을 높이기 위해서는 이사회 내부 견제 기능을 활성화하여야 함
  - 이사회 내부 견제 기능과 관련된 한 연구는 사외이사의 적극적인 의견 제시와 안건에 대한 반대 투표가 기업 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보이며<sup>41)</sup>, 이는 사외이사들의 비판적이고 건설적인 모니터링 활동이 대리인 비용을 줄이고 기업 가치를 높이는 데 기여할 수 있음을 나타냄
- 사외이사의 적극적인 견제 활동을 촉진하기 위해서는 사외이사에게 경영진의 업무집행에 대해 분석하고 이해할 충분한 교육 및 시간을 부여해야 하며, 지배주주의 개입 없이 사외이사만의 회의를 운영하여 자유롭게 논의할 수 있는 환경을 조성하는 한편, 이사로서 책임을 엄중히 묻고 그 시간과 책임을 반영한 합당한 보수를 지급하는 등 구조 전반의 개선이 필요함
  - 삼일PwC 사외이사 설문조사 분석 결과에 따르면, 응답한 사외이사의 80% 이상이 이사회 및 위원회 활동에 투입하는 시간이 연간 200시간 이하라고 답했으며, 27%는 현재 부여된 역할과 책임 대비 보수가 적정하지 않다고 답함<sup>42)</sup>
  - 한편, 사외이사만의 회의를 개최하는 기업은 분석 대상 기업의 18%에 불과하여 사외이사가 능동적인 역할을 할 수 있는 환경이 충분히 마련되었다고 보기 어려우며, 이사회 의장으로 사외이사가 임명된 경우가 13%에 그치고 선임 사외이사제도가 도입된 회사가 8%에 불과한 점은 이사회 내 지배주주의 영향력이 여전히 크다는 것을 시사함<sup>43)</sup>
- 같은 취지에서 주주들은 기업들이 사외이사 제도를 실효적으로 운영하는지 관심 있게 지켜보고, 사외이사 후보에 대한 의결권 행사 시 후보의 독립성을 주의 깊게 살피며, 이사회 평가와 그 결과의 공시를 요구함으로써 능동적인 사외이사 역할과 기업의 행동 변화를 유도할 필요가 있음

40) 이창민, 석우남(2017), "사외이사, 독립이사 그리고 기업가치: 한국과 미국의 비교연구", 비교경제연구 제24권 제1호  
 41) Choi, Wonseok, and Monika K. Rabarison(2018), "What do outside directors really do? Evidence from their voting activities"

42) 2024 사외이사 설문조사 분석 보고서, 삼일PwC, 2024.08.30.

43) 위의 자료, 삼일PwC거버넌스센터, 2024.12.19.

## 보수한도 관련 주요 쟁점

### 특별 이해관계자의 의결권 행사 제한

- 이사 보수한도 안건에서 사내이사인 지배주주에게 특별 이해관계가 있으므로 의결권이 제한되어야 한다는 하급심의 판단이 지속적으로 이어지고 있음<sup>44)</sup>
  - 주주는 개인적인 이해관계가 있는 주주총회 안건에 대해 의결권을 행사할 수 없으며, 그에 따라 이사 보수한도 안건에 대해서 이사 본인인 주주는 의결권을 행사할 수 없음<sup>45)</sup>
- 보수한도 안건에서 이사인 지배주주의 의결권을 제한하면 과도한 보수 책정을 방지하고 일반주주의 이익을 보호하는 효과를 기대할 수 있음
- 향후 이와 같이 의결권을 제한하도록 하는 일반주주들의 요구가 증가할 것으로 보이며, 그에 따라 보수한도의 공정성과 관련한 소통이 강화되는 등 기업들의 인식 개선 및 실무적인 다양한 변화가 나타날 것으로 예상됨
- 일반주주 권익 보호를 위해서는 특별 이해관계자의 이사 보수한도 안건 의결권 행사 제한에 더하여, 중장기적으로 보수한도뿐만 아니라 보수의 분배 방법 및 이사별 보수 수준에 대해서도 주주들이 권리를 행사할 수 있도록 보장하는 방향으로 나아가야 함<sup>46)</sup>

### 양도제한조건부주식(RSU) 및 주식연계보상

- 경영자와 주주 간의 이해관계를 일치시키는 인센티브로 양도제한조건부주식(이하 "RSU")을 중심으로 한 주식연계보상을 활용하는 회사가 늘어나고 있음
  - 2024년 공정거래위원회의 조사 결과 대기업집단의 주식 기반 성과 보상의 전체 약정 건수는 417건이며, 그 중 RSU가 147건으로 35.25%를 차지함<sup>47)</sup>
- RSU는 부여 대상 및 한도에 제한이 없어 경영권 편법 승계와 지배력 강화 수단으로 활용될 수 있다는 우려가 제기됨<sup>48)</sup>
  - 공시대상기업집단의 19.3%가 총수(동일인)·친족·임원에게 성과 보상 등 목적으로 주식을 지급하기로 약정함<sup>49)</sup>

44) 임원 '셀프 보수승인' 관행에 제동...법원 "특별 이해관계", 연합인포맥스, 2024.05.31.; 서울고등법원 2015. 4. 23. 선고 2014나2035141 판결, 부산지방법원 서부지원 2023. 9. 22.자 2023카합100154 결정 등

45) 편집대표 권순일, 주석 상법 [회사 3] 제6판(한국사법행정학회, 2021), 89면(송옥렬 집필부분)

46) 황남석(2020), "지배주주인 이사의 보수 통제", 외법논집 44(1), 183-201

47) 2024년 공시대상기업집단 주식소유현황 분석·공개, 공정거래위원회 보도자료, 2024.08.30.

48) 양도제한조건부주식(RSU), 편법인가 혁신인가?, 국회입법조사처, 2024.05.20.

- 공정거래위원회는 이러한 문제점을 인식하여 RSU가 경영권 승계의 간접적 수단으로 활용되지 않는지 등을 지속 감시할 것으로 밝힘<sup>50)</sup>
- 금융당국은 기업의 RSU 관련 정보 공시를 확대함으로써, 기업 내부자와 외부 투자자 간의 정보 비대칭을 줄이고 시장의 자율적 감시를 강화를 유도하고 있음

〈표〉 금융당국 공시제도 개선

구분	내용
양도제한조건부 주식(RSU) 등 주식기준보상 관련 공시제도 개선 (2023.12)	임직원에 대한 보상 수단으로 주식기준보상을 활용하는 기업이 증가하는 가운데, 공시 여부 및 공시 수준이 일정하지 않아 외부 투자자가 내용을 파악하기 어려운 문제가 있어 공시서식을 개정 - 사업보고서 ‘임원의 보수 등’에 주식기준보상 운영 현황 기재 - 대주주에게 지급한 경우, ‘대주주 등과의 거래내용’에 대주주별 거래내역 기재
대규모기업집단 공시매뉴얼 개정 (2024.04)	기업집단현황공시 항목 중 ‘특수관계인에 대한 유가증권 거래현황’에 RSU 등 주식지급거래 약정의 내용을 기재하는 공시양식을 새롭게 추가 - 직전 사업연도 특수관계인(총수일가 및 임원)과 주식지급거래약정을 체결한 경우, (1) 부여일, (2) 약정 유형, (3) 주식 종류, (4) 수량, (5) 기타 주요 약정내용 등 연 1회 공시

출처: 금융감독원, 공정거래위원회, KCGS

- 이러한 정보공시 확대는 주요국의 규제 방향과 일치하는 것으로, 일례로 미국은<sup>51)</sup> 시장 감시 기능을 높이기 위해 RSU를 포함한 임원 보상과 재무성과 사이의 관련성에 대한 객관적 지표 공개 등 공시의무를 부여하고 있음
- 현재 RSU 가득조건 및 지급이 이사회 결의로 이루어지고 있으나, 경영권 승계와 관련된 민감한 보상안에 대해서는 주주총회 결의로 요건을 강화한다면, 특별 이해관계자의 의결권 행사 제한과 맞물려 RSU 기반 보상의 투명성이 크게 개선되고 RSU에 대한 신뢰성과 수용성을 높일 수 있음



49) 위의 자료, 공정거래위원회, 2024.08.30.

50) 한화-두산-에코프로 등 7개 기업 총수 일가에 RSU 지급 약정, 서울신문, 2024.09.02.

51) 미국은 공시의무 외에도 독립적인 보수위원회 운영, 임원 보상에 대한 주주 승인 제도(Say On Pay), 과도한 보상 환수 규정(Clawback) 등의 장치를 마련하고 있음; 위의 자료, 국회입법조사처, 2024.05.20.

책임투자본부 책임투자팀

담당부서

윤소정 팀장(02-6951-3723, [sjyoon@cgs.or.kr](mailto:sjyoon@cgs.or.kr))

(문의처)

이동우 매니저(02-6951-3714, [dwlee@cgs.or.kr](mailto:dwlee@cgs.or.kr))

임성윤 연구원([sylim@cgs.or.kr](mailto:sylim@cgs.or.kr))

본 자료는 작성자 개인의 의견이며, 한국ESG기준원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다. 아울러 본 자료는 한국ESG기준원의 의안분석 서비스와 관련하여 자본시장 전반에 정보를 전달하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 이 자료의 내용은 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바랍니다. 한국ESG기준원은 본 자료의 내용과 관련하여 발생 가능한 어떠한 손해 또는 손실에 대해 민·형사 책임을 포함한 모든 법적 책임을 지지 않음을 알려드립니다.