



[ESG] 상법 개정

‘집중투표제 의무화’가 빠져서 반쪽짜리 상법 개정이라구요?

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

주주에 대한 충실의무는 포함되었으나 집중투표제 의무화는 빠진 금번 상법 개정안

지난 3일 상법 개정안이 찬성 220표, 반대 29표, 기권 23표로 국회 본회의에서 가결됐다. 금번에 통과된 개정안의 주요 내용은 이사의 충실의무의 대상을 주주로까지 확대, 감사위원의 사외이사 여부에 관계없이 합산 3% Rule 적용, 전자주주 총회의 병행 개최, 사외이사의 명칭 변경과 비준 사항이다.

이사의 충실의무의 대상에 ‘주주’가 명시된 만큼, 금번 개정이 Korea Discount 해소를 위한 역사적 전환점이 될 것이라는 데 대해서는 대체로 공감하는 분위기이나, 3일 본회의를 통과한 상법 개정안에 집중투표제 의무화와 분리선임 감사위원 수 확대가 제외된 것에 대해 실망을 표하는 여론도 있다. 특히 우리나라처럼 대주주에게 지분율이 집중된 기업이 다수 포진해 있는 자본시장에서, 소수주주가 추천하는 이사가 선임될 가능성을 높이는 주주권의 보호 장치인 집중투표제의 도입이 시급하다고 보는 사람들이 적지 않은 것 같다.

그러나 (대규모 상장회사에 대한) 집중투표제 의무화는 금번 상법 개정안에 포함되지 않았던 것이 적절하다고 생각한다. 충분한 논의 절차를 거친 뒤 후속 상법 개정을 통해 추진하는 것이 타당하다고 생각하는데, 이하 이 소견에 대한 근거를 적어보았다.

집중투표제 의무화는 후속 상법 개정을 통해 추진하는 것이 적절하다. 그 이유는...

1. 알묘조장(揶苗助長) 같은 상황이 발생하지 않도록, 차근차근 규제를 손보는 것이 바람직하다.

2024년 밸류업 프로그램이 시행되면서 이사의 충실의무와 관련한 상법 개정이 본격적으로 세간의 관심을 받기 시작했다. 그 당시에는 ‘주주에 대한 이사의 충실의무 명문화만이라도 조속히 추진되었으면 좋겠다’라는 것이 대다수 투자자들의 바람이었을 것이다. 그런데 2025년 6월 3일 대선에서 더불어민주당이 승기를 잡으며 상법 개정 자체는 기정 사실화가 되었고 개정 항목 중 충실의무 확대는 1순위 항목이나 다름 없다 보니, 그 외의 개정 항목에 대한 기대감이 오히려 더 증폭된 것 같다. 우선은 소액주주 권익 침해 예방할 수 있는 토대를 쌓은 것만으로도 진일보한 개혁이라 판단된다.

만일 주주에 대한 충실의무 도입과 함께 집중투표제 의무화까지 금번 개정안에 포함되어 있었다면, 소수주주의 권익을 지나치게 앞세우다 기업 경영의 혼란 및 경쟁력 저하를 야기해 결과적으로 기업가치를 훼손하게 되는 ‘알묘조장’ 같은 상황이 발생할 수 있었을 것이다. 예컨대 소액주주연대가 추천한 이사가 독립성은 있지만 전문성은 결여된 사람일 수 있고, 이러한 이사가 갑자기 이사회 구성원으로 추가됨으로써 기업이 추진하던 장기 사업 계획 등이 차질을 빚을 수도 있다.

2. 현 이사회의 구성과 운영이 효과적이면 당장은 주주 추천 이사가 없어도 된다.

만일 이사회가 추천한 이사들만으로 이사회가 구성되어 있다 해도, 각 이사가 지배주주나 경영진으로부터 독립적이고, 이제는 주주에 대한 충실의무가 도입되었기에 소액주주의 권익을 침해하는 이사회 결의가 억제 또는 예방된다면, 굳이 주주가 추천한 이사가 이사회에 반드시 포함될 필요는 없다. 덧붙여, 사외이사 제도나 감사위원회 제도가 효과적으로 운영되고 있다면, 주주가 직접적으로 이사회 활동에 관여하는 것이 오히려 비효율적일 수 있다.

이상적으로는 주주가 기업 경영의 권한을 위임한 이사회가 대리인으로서 신의성실의 원칙과 충실의무를 잘 이행한다면, 기업가치가 점점 상승할 것이다. 만일 기업을 경영할 역량이 부족하거나, 위법을 저지르거나, 태도가 불량한 이사가 있다면, 주주총회 결의를 통해 해임하면 된다.

3. ‘소수주주 vs 이사회’의 이분법적 프레임에서 벗어나야 한다.

예전부터 우리나라 자본시장에서는 ‘기업(이사회)’과 ‘소수주주’는 우호적인 관계를 쌓기 어렵다는 인식이 보편적이었고, 특히 상법 개정이 사회적 화두로 떠오르면서 ‘이사회는 지배주주의 이익을 옹호하거나 이사 개인의 안위가 최우선이며 소수주주의 권익은 무시하는, 소수주주의 적(敵)이다’이라는 인식이 더 굳어진 것 같다.

그러나 ‘소수주주 vs 이사회’의 이분법적 프레임을 벗어나야 한다. 상법 개정을 포함해 자본시장 규제 개혁의 궁극적인 목표는 ‘기업가치의 제고’이지, 소수주주나 지배주주, 또는 경영진이나 이사회 등 특정 이익집단을 두둔하거나 특정 집단에게 유리한 혜택을 제공하려는 것이 아니다. 지배주주의 사익편취 행위와 이를 방관 또는 협조하는 이사회가 기업가치 저평가의 주요 원인 중 하였기에, 주주에 대한 이사의 충실의무를 명문화한 금번 개정은 분명 저평가 해소에 이바지할 것이고 이에 따라 다수 국내 기업들의 리레이팅이 가능할 것이다. 그러나 집중투표제 의무화나 (아직 논의가 활발한 것은 아니지만) 주주/노조 추천 이사 제도 등의 도입은 기업가치 제고와 직결된다고 보기는 어

렵다. 경우에 따라서는, 건실하게 기업을 운영하고 있는 이사회를, 단기 차익이 목적인 투기자본이 공격할 때 집중투표제 제도 등이 이용될 여지도 있다.

주주에 대한 충실의무든, 집중투표제의 도입이든, ‘기업가치를 제고’하는 것이 근본적인 목적이어야지, 단순히 ‘소수 주주가 약자니까 약자를 보호해야 한다’라는 방향으로 흘러가서는 안 된다.

4. 행동주의 펀드가 추천한 이사가 ‘이사의 충실의무’를 위배할 여지가 있다.

집중투표제의 도입은 소수주주가 원하는 후보가 이사회에 입성할 가능성을 높이는데, 소수주주에는 소액주주연대 등도 포함되지만 행동주의 펀드도 당연히 포함된다. 행동주의 펀드 또한 하나의 기관 또는 회사라는 점에서, 아이러니하게도 행동주의 펀드가 추천한 이사는 행동주의의 대상이 되는 회사와 다른 주주들에 대하여 충실의무를 위반할 여지가 있다. 예컨대, 행동주의 펀드와 대상회사(또는 다른 주주) 사이에 이해상충이 발생하는 경우, 행동주의 펀드 측 이사는 자신이 대상회사의 이사로서 부담하는 선관주의의무 또는 충실의무와, 행동주의 펀드에 해당하는 기관에 대해 부담하는 의무가 상충되는 상황에 처하게 된다. 또한 행동주의 펀드 측 이사가 대상회사의 승인 없이 이사회 활동 과정에서 취득한 그 회사에 대한 비밀정보를 행동주의 펀드에 제공하는 경우에는 비밀유지의무 위반이 성립할 수도 있다. (자료: 육태우 강원대학교 법학전문대학원 교수)

집중투표제를 의무화할 경우 행동주의 펀드가 추천하는 이사가 선임되는 사례가 증가할 텐데, 이 때 발생할 수 있는 충실의무 위반에 대해 충분한 논의를 거치고 보완책 등을 마련한 후 집중투표제 의무화를 추진하는 것이 순서상 적절해 보인다. ‘주주에 대한 충실의무 도입’과 ‘집중투표제 의무화’를 동일한 상법 개정안에 담으려던 것 자체가 다소 성급한 시도였을 수 있다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.