



2026

주주권의 행동시대

법적인 기반하에서 주주권의 지배구조 개선 효과 본격화

OUTLOOK

지주/ESG

[지주/ESG/Mid-Small Cap] 이상현 2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com



CONTENTS

[산업분석]

I. Summary	3
II. 2025년 이재명 정부의 지배구조 개선 정책(정책의 시간)	
1. 지배구조 개선 정책 확대 필요성	6
2. 이재명 정부의 지배구조 개선 정책 ⇒ 주주권익 보호 및 지배주주 사익편취 행위 근절 등을 위하여 상법 개정으로 Start	10
III. 2026년 법적인 기반하에서 주주권익 지배구조 개선 효과 본격화(시장의 시간)	
1. 이사의 주주 충실의무 도입 ⇒ 이해상충 상황에서 대리인 비용 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미	15
2. 감사위원회 위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한 ⇒ 보다 더 독립적인 감사기구 역할로 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯	23
3. 감사위원 분리선출 확대를 통한 감사위원회 독립성 확보 ⇒ 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 독립된 감시 기능 강화로 지배구조 개선효과 가시화 될 듯	30
4. 대기업 집중투표제 활성화 ⇒ 지배주주와 소액주주간에 이해상충 상황이 발생할 가능성 높은 지주회사의 지배구조 개선효과 클 듯	34
5. 전자주주총회 제도의 법적 근거 명문화 ⇒ 소액주주들의 주주총회 참여 활성화	38
6. 3차 상법 개정안의 핵심 자사주 소각 의무화 법안 가시화 ⇒ 자사주 보유 비중이 높은 지주회사 등 지배구조 개선 효과 클 듯	40
IV. 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위 근절⇒ 내년 자본시장법 개정 가시화 될 듯	
1. 합병시 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 신주 우선 배정⇒ 소액주주 권익 보호	46
2. 기업 인수 시 경영권 프리미엄을 공유하고 소액주주의 회수기회를 보장하기 위한 의무공개매수 도입 내년 가시화 될 듯	48
V. 상법 및 자본시장법 개정으로 지주회사 엮여있는 지배구조 개선 효과 본격화	
1. 금융 및 재정정책 등으로 인한 유동성 장세 마무리 단계 ⇒ 안전자산 선호 현상으로 인하여 지배구조 및 배당 등 정책 수혜주에 주목할 시기	54
2. 재벌가 오너 3·4세 시대 맞이하여 이행상충 발생 가능성 높아질 듯⇒ 법적인 기반하에서 주주총회에서 주주행동주의 확장세 본격화 될 듯	58
3. 상법 및 자본시장법 개정: 구조적으로 할인을 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 지주회사 최대 수혜	67

I . Summary

상법 및 자본시장법 개정으로 지주회사 엮지있는 지배구조 개선 효과 본격화

기업지배구조(Corporate Governance)는 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자간의 관계를 조정하는 메커니즘 즉, 경영 의사결정 규율 메커니즘이다.

이에 따라 이사회, 감사(위원회), 주주총회 등이 각각의 역할을 충실히 수행하고 서로 유기적으로 상호작용할 때, 비로소 지배구조가 개선되고 경영 의사결정의 투명성과 효율성이 높아져 궁극적으로 주주 및 이해관계자의 이익을 보호할 수 있을 것이다.

무엇보다 개정상법 시행에 따른 환경 변화는 단순히 개별제도 하나하나의 변경을 넘어 여러 제도가 맞물려 돌아가며 기업 지배구조를 전반적으로 변화시키는 기반을 마련할 것이다.

특히 강화된 3%룰, 일정 규모 이상의 상장회사에 적용되는 집중투표제와 감사위원 분리선출 확대 등은 이사회 구성 단계 영향을 미쳐 이사회의 인적 구성을 바꾸는 한 축이 될 것이다. 이와 동시에 이사의 주주 충실의무 도입은 이사들의 업무 수행 기준을 한층 더 높여 의사결정 과정 자체를 규율하는 또 다른 축으로 작용할 것이다.

이에 따라 올해 개정상법 등이 향후 지배주주와 소액주주간의 이해상충 문제 해결 및 소액주주 권익보호에 긍정적으로 작용할 것이다.

먼저 상법개정 등을 통해 이사의 주주 충실의무 도입은 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있는 것이다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무는 기본적으로는 지배주주와 소액주주의 이해상충으로 인하여 특정 주주의 이익이 훼손되는 상황이 주로 문제될 수 있다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 문제되지 않는 상황에서는 이사의 회사에 대한 선관주의의무 및 충실의무 규정 만으로도 회사의 이익, 곧 소액주주를 포함한 주주 전체의 이익을 충분히 보호할 수 있기 때문이다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 발생할 수 있는 상황으로 지배주주의 회사 주식 저가 취득, 지배주주 보유 주식을 경영권 프리미엄 독점 등의 방식으로 고가 매각, 합병/분할/분할합병/포괄적 주식교환/영업양수도 등에 있어서 지배주주 혹은 다른 계열회사가 이익을 얻고 이로 인하여 소액주주가 손해를 보는 경우, 경영권 방어 목적으로 지배주주가 혹은 지배주주에게 우호적인 백기사 주주가 분쟁 상대방 주주보다 우선적으로 주식을 취득하여 논란이 되는 경우 등을 들 수 있다.

이러한 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 지주회사에서 보다 더 자주 발생하고 있으므로 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 지주회사 할인율이 크게 발생하고 있다.

즉, 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있는 것이다.

이에 따라 이사의 주주 충실의무 도입으로 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인율 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 지주회사 수혜가 예상된다.

한편, 재벌가 오너 3·4세 시대를 맞이하여 상속, 증여 등이 이뤄지는 환경하에서 합병, 분할 등 기업구조 개편 등으로 자기 몫을 챙기면서 헤어지는 사례가 빈번하게 일어날 것이다.

그동안 소유구조가 안정적이고 견고하였던 재벌가 오너 1·2세 시대에 비하여 재벌가 오너 3·4세들이 자기 몫을 챙기는 과정속에서 경영권 분쟁 뿐만 아니라 이해상충 발생 가능성 등이 높아지면서 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세에 중요한 분기점이 될 것이다.

이러한 환경하에서 상법개정을 통하여 감사위원회 위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한, 감사위원 분리선출 확대, 대기업 집중투표제 활성화 등이 이루어지면서 주주행동주의 활동의 기폭제가 될 것이다.

감사위원회 위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한 및 감사위원 분리선출 확대 등으로 주주행동주의를 실행하는 사모펀드, 기관투자자, 소액주주 등이 감사위원 선임 과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 제도적 기반을 마련하였다. 특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배주주로부터 독립된 감시 기능을 강화하여 내부통제의 실효성을 높이는 효과를 가져올 것으로 예상됨에 따라 지배구조 개선효과가 가시화 될 것이다.

또한 대기업 집중투표제가 활성화되면 이사회 구성 변화로 소액주주권 등이 강화 되면서 지배주주와 소액주주간에 이해상충 상황이 발생할 가능성 높은 지주회사의 지배구조 개선효과가 가시화 될 수 있을 것이다.

무엇보다 3차 상법개정 등을 통하여 자사주 소각 의무화 등이 가시화 될 것이다. 그동안 지주회사의 경우 자사주가 지배주주 지배력을 강화하기 위한 수단으로 사용되는 경향이 있었는데, 자사주 소각 의무화가 이러한 자사주 관행을 근본적으로 바꿔놓을 수 있을 뿐만 아니라 주주환원으로 유도 할 수 있을 것이다.

이와 더불어 합병시 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 신주 우선 배정 등이 자본시장법 개정 등을 통해서 이루어지면 지배주주를 위한 기업구조 개편이나 중복상장 등이 적어지면서 지주회사 수혜가 예상된다.

II. 이재명 정부의 지배구조 개선 정책 (정책의 시간)

1. 지배구조 개선정책 확대 필요성

(1) 정보의 비대칭성과 이해상충 등으로 발생하는 대리인 비용 최소화 ⇒
기업지배구조 개선으로 이어지면서 새로운 기업 가치 창출로 기업의
지속가능성 높일 듯

경영자(Agent)는 정보와 경영능력을 소유한 계약당사자이고 주주(Principal)는 경영자에게 경영을 위임하게 되는데, 경영자의 이익과 주주의 이익은 항상 일치하지 않기 때문에 필연적으로 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

대리인 비용(agency cost)은 주주와 경영자 사이의 이해상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 큰 전제하에 발생한다. 즉, 주주가 기업 경영에 관한 정확한 정보가 부족한 상황(정보의 비대칭성)에서 주주 이익과 경영자 이익이 상충할 때(이해상충) 경영자는 자신의 이익을 추구하기 때문에 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

이러한 대리인 비용(agency cost) 때문에 경영자는 자신이 혜택을 보다 많이 얻는데 집중하고, 재선임을 위해 당장 임기 내에 가시적 성과가 나올 수 있는 단기 프로젝트에 치중하게 되며, 위험이 수반되는 의사결정을 주저하게 된다.

또한 자신의 의사결정을 주위 많은 사람들에게 승인 받거나 이해시켜야 하기 때문에 의사결정과 집행이 느린 경향이 있다.

이러한 대리인 비용(agency cost) 등이 기업지배구조 이슈가 생기는 가장 근본적인 요인이 된다.

이와 같이 대리인 비용(agency cost)는 주주와 경영자 사이의 이해상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 전제조건이 모두 충족될 때 발생하는 것이기 때문에 그 중 하나라도 충족되지 않을 경우엔 발생하지 않는다.

즉, 주주가 기업 경영에 대한 상세한 정보를 갖고 있어 정보의 비대칭성이 없는 경우 비록 주주와 경영자 사이에 이해상충이 있더라도 경영자가 자신의 이익만을 추구하기 어렵다. 또한 비록 정보의 비대칭성이 있더라도 경영자 이해가 주주의 이해와 일치한다면 대리인 비용(agency cost)이 발생하지 않는다.

이에 따라 대리인 비용(agency cost)을 최소화 시키기 위해서는 기업지배구조(Corporate Governance)를 수단으로 하여 주주와 경영자 간 이해관계를 일치시키고, 정보의 비대칭성 등을 완화해야 한다.

이와 같이 기업지배구조(Corporate Governance)는 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자간의 관계를 조정하는 메커니즘 즉, 경영 의사결정 규율 메커니즘이다. 이에 따라 기업지배구조(Corporate Governance)는 지배권(control) 또는 소유구조(ownership structure)와는 엄연히 다른 의미다.

보다 구체적으로 기업지배구조(Corporate Governance)는 최적의 기업 자원 활용과 경영성과 배분 등을 원활하게 이뤄지기 위해서 기업의 대리인 비용(agency cost)을 감소시키는 메커니즘이다.

특히 기업지배구조(Corporate Governance)는 다양한 이해관계자 사이에 발생할 수 있는 이해상충으로 인해 기업가치가 훼손되지 않도록 구성되어야 한다.

즉, 기업지배구조(Corporate Governance)는 기업의 내부적인 측면(기업 경영의 투명성 제고 및 책임 강화, 이사회 및 감사(감사위원회)의 역할과 기능 정립, 사외이사제도 강화, 감사위원회 설치, 감사의 독립성 제고 등)과 외부적인 측면(주주 권리의 강화 및 공정성 충족, 투명한 소유 구조 등)으로 구분하여, 각각의 개선을 통해 기업가치 및 주주 이익의 극대화를 실현시킬 수 있다.

이러한 기업지배구조(Corporate Governance)를 평가하기 위해서는 경영자를 평가하고 보수를 산정하는 기준이 회사 성장 방향과 일치하는지, 회사가 지속 가능한 성장을 위한 비즈니스 모델을 갖추고 있는지 등을 고려해야 한다.

무엇보다 재무제표 등 기업회계가 정보의 비대칭성을 완화하고 지배구조 등을 개선하는데 다양하게 활용된다. 가령, 주주에겐 필요하지 않지만 경영자에겐 필요한 주식, 부동산 등은 회사 투자자본수익률(ROI)을 떨어뜨리는 불필요한 자산이므로 사업과 무관한 계열사 지분을 매각하는 것이 기업지배구조(Corporate Governance) 개선의 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

기업의 중장기 가치를 제고할 수 있는 ESG 관련 요인 등을 통하여 지속가능 경영이 이뤄질 수 있을 것이다. 무엇보다 기업지배구조(Corporate Governance)는 중장기적으로 지속 가능한 기업가치에 영향을 미친다는 측면에서 투자자들이 의사 결정시 중요하게 고려하는 요소이다.

이와 같이 기업지배구조(Corporate Governance)는 지속가능성의 원천이며 척도가 될 수 있기 때문에 ESG 관련 요인 중 가장 중요한 것이 지배구조(G)다.

즉, 투명한 지배구조가 새로운 기업 가치를 창출하고, 기업 발전과 주가 상승이라는 선순환을 만들면서 기업의 지속가능성을 높일 수 있기 때문이다.

(2) 우리나라 대리인 비용(agency cost)의 발생 원인 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것이 경영권을 가진 지배주주의 사적 이익 추구

일반적으로 대리인 비용(agency cost)은 주인과 대리인 사이에서 발생한다. 기업과 관련된 대리인 비용(agency cost)의 출발점은 미국, 영국과 같이 소유와 경영이 분리된 상황에서 주주와 그 대리인으로서의 경영자 사이에서 발생하는 사안들에 초점이 맞춰져 있다.

그런데 우리나라의 경우 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과의 배분을 방해하는 대리인 비용(agency cost)의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주의 사적 이익 추구를 들 수 있다.

이는 우리나라에서는 경영권을 가진 지배주주가 피라미드식형 혹은 순환출자 등의 소유구조(ownership structure) 등을 통해 전체에 대하여 높은 수준의 지배권(control right)을 확보하고 있기 때문이다.

이에 따라 기업의 자원과 이익을 위법 혹은 편법적 내부거래 등을 사용하여 경영권을 가진 집단이 전용, 도용, 이전하는 터널링(tunneling) 등이 발생하고 있다.

대표적으로 지배주주가 경영권을 2·3세에게 승계하기 위하여 가족이 소유하는 계열사를 설립하여 이 계열사에 일감을 몰아주고 해당 계열사의 가치를 높인 후 상장 등을 통하여 상속 자금을 마련하는 행위 등이 여기에 해당된다.

이러한 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용(agency cost)은 기업구조 개편 과정에서도 많이 발생한다.

기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입, 매각 뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법을 통해 가능하다. 그러나 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 대리인 비용(agency cost)이 자주 발생한다.

무엇보다 지배주주의 사적이익이 클수록 지배주주가 전체 주주의 이익보다 자신의 이익을 추구하는 내용으로 의사결정을 할 유인이 높기 때문에 일반 투자자의 주주환원 확대 요구와 대립되곤 한다.

이는 기업의 배당 성향과도 깊은 관계가 있다. 지배주주가 작은 지분만으로도 기업의 경영을 지배하고 있어 배당에 인색할 수밖에 없다. 이러한 낮은 배당 수익률은 단기 차익 위주의 시장을 형성하는 불합리한 요인으로 작용한다.

이렇듯 기업지배구조(Corporate Governance)가 취약하면 경영권을 가진 지배주주의 사적이익 추구로 인해 대리인 비용(agency cost)을 발생시켜 기업 가치에 부정적 영향을 미칠 뿐만 아니라 사업에도 큰 부담이 된다. 만약 제대로 된 기업지배구조(Corporate Governance)가 구축되어 있다면, 경영권을 가진 지배주주가 사적이익을 추구하더라도 이러한 행위를 사전적으로 차단 혹은 완화하여 대리인 비용(agency cost)을 낮출 수 있을 것이다.

다른 한편으로는 이와 같이 경영권이 가진 지배주주의 사적이익 추구로 인한 대리인 비용(agency cost)이 전문경영인이 경영권을 가진 기업에게도 적용될 수 있을 것이다.

이는 소유가 분산되어 연기금이나 펀드들이 주로 소유하는 소유분산기업의 경우 경영권을 가진 전문경영인이 자신만의 참호를 파고 그 속에 들어가 별다른 감독을 받지 않으며 자신이 원하는 대로 경영을 하면서 사적 이익을 추구하는 참호구축(entrenchment) 형태의 대리인 비용(agency cost)을 초래하고 있기 때문이다.

이에 따라 정권이 바뀔 때마다 나오는 금융지주회사, 포스코, KT 등에서의 낙하산 CEO 선임 및 CEO의 참호구축(entrenchment) 논란은 우리나라 기업지배구조(Corporate Governance) 문제의 또 다른 한 축을 이루고 있다.

대표적으로 소유분산기업의 경영자가 이사진 구성에 간여하여 자신과 친한 지인들을 이사회와 CEO 추천위원회 등에 포진시켜 놓고 이들을 통하여 자신의 연임을 도모하는 행위 등을 꼽을 수 있다. 이는 이사회의 감독 기능을 약화시켜 기업 가치에 악영향을 미치고 경영 성과에도 부정적인 영향을 주어 왔다.

이와 같은 지배주주의 과도한 사적이익 추구는 결국에는 소액주주의 정당한 이익을 침해하고 기업가치를 훼손시키는 결과를 초래한다.

2. 이재명 정부의 지배구조 개선 정책 ⇒ 주주권익 보호 및 지배주주 사익편취 행위 근절 등을 위하여 상법 개정으로 Start

(1) 코리아 디스카운트를 해소하기 위해서 정부의 지배구조 개선정책 확대 및 지속가능성 등이 무엇보다 필요한 시기

우리나라에서 기업지배구조(Corporate Governance)라는 용어가 일상적으로 언급된 계기는 1997년말 IMF 금융위기 이후이다.

IMF는 구제금융을 지원하면서 지배주주 중심 체제인 기업 의사결정 구조를 일반 주주와 이사회 중심 거버넌스(Governance) 체제로 변화시키라고 독려했다. 이는 의사결정체제에서 지배주주의 잘못된 결정을 아무도 반대하지 못하는 오너 리스크를 줄이고 준법, 윤리경영을 효율적으로 실천할 수 있는 기반을 마련하기 위해서다.

당시 IMF는 거버넌스(Governance)체제를 확립하기 위하여 이사회 중심의 기업경영 전환 뿐만 아니라 사외이사제도, 감사위원회제도의 도입을 의무화하고 기업 공시 등을 강화 할 것을 요구한 바 있다.

이에 따라 1998년부터 시작하여 1999년까지 법 개정 등을 통하여 회사분할제도, 주식매수선택권제도, 주주제안제도, 집중투표제도, 이사회 내 위원회제도, 감사위원회제도 등을 도입하였을 뿐만 아니라 이사의 충실의무를 신설하고 소수주주권의 행사요건을 완화하였다.

이와 같이 우리나라에서의 기업지배구조(Corporate Governance) 개선은 지배주주 중심 체제인 기업 의사결정 구조를 일반 주주와 이사회 중심의 거버넌스(Governance) 체제로 변화시키는데서 시작되었다. 즉, 지배주주 사적이익 추구를 통제하는 것이 우리나라 기업지배구조(Corporate Governance)의 가장 중요한 과제로 자리 잡았다.

이에 따라 지배주주의 무분별한 사적이익 추구를 통제하기 위해 공정거래법, 상법, 세법, 형법 등에 관한 다양한 법 제정과 개선 등이 이루어졌다.

이후에도 지배주주의 횡령 등 각종 사익 편취를 통제하려는 시도는 지속되어 왔다. 2010년대 들어서도 계속되는 법률 개정을 통해 자기거래, 일감 몰아주기, 회사기회 유용 등에 대한 규제가 보다 더 강화되었다.

특히 윤석열 정부에서는 지배주주의 사익추구를 근절하고 일반주주 보호 강화 측면에서 2022년 10월 물적분할시 반대 주주에게 주식매수청구권을 부여하였을 뿐만 아니라 물적분할후 쪼개기 상장시 공시 및 상장심사를 강화하였다.

또한 윤석열 정부에서는 증시 매력도 상승을 위한 주주가치 제고 노력 강화 측면에서 기업밸류업 프로그램을 도입하였으며, 지배주주의 사익추구 차단하기 위하여 자사주 및 전환사채(CB) 제도개선, 내부자거래 사전공시제도 등을 도입하였다.

하지만, 다양한 노력에도 불구하고 소액주주인 외부 일반주주가 주주총회에서 적극적인 의결권 행사를 통해 대리인으로서 경영권을 가진 지배주주의 사적이익 추구를 효과적으로 감독하고 통제할 수 있는 능력은 매우 제한되었다.

아직도 현실은 지배주주가 부당한 사적이익 추구를 위해 경영권을 휘두르는 상황이 지속적으로 발생하고 있지만, 이를 견제해야 할 이사회는 단순 거수기에 그쳐 소액주주의 이익이 제대로 반영하기 힘든 경우가 많다.

이와 같이 지배주주가 사적이익을 추구할 유인은 높은 반면에 지배주주를 견제할 수 있는 소액주주 권리보호 수단, 이사회 기능 등이 취약하다.

또한 소액주주 권리 보호 수단과 이사회 기능이 약한 기업지배구조는 투명경영, 주주환원 등으로 이어지기 어려운 구조를 낳는다.

코리아 디스카운트(Korea Discount)는 우리나라 상장기업 주식 가치평가 수준이 외국 상장기업에 비해 낮게 형성되는 현상으로, 국내 자본시장의 주요 문제로 인식되고 있다.

이러한 코리아 디스카운트를 유발하는 요인은 다양하게 발생할 수 있으나 미국 등 선진시장에 비해 상대적으로 취약한 기업지배구조(Corporate Governance) 등을 들 수 있다.

이러한 코리아 디스카운트를 해소하기 위해서 정부의 지배구조 개선정책 확대 및 지속가능성 등이 무엇보다 필요한 시기이다.

(2) 이재명 정부에서는 코리아 디스카운트 해소를 위한 기업지배구조
 개선책으로 주주권익 보호 및 지배주주 사익편취 행위 근절 등을 제시
 ⇒ 상법 개정으로 Start

이재명 정부에서는 산업 경쟁력 제고와 공정한 시장질서 확립을 통해 기업가치와 국민소득의 동반 성장을 실현하겠다는 목표를 제시하였다. 이를 위해 주주권익 보호와 지배구조 개선을 위한 정책으로 투자자 신뢰를 제고하며, 공정한 질서를 확립하여 자본시장에 대한 신뢰를 높이고자 한다.

이에 따라 코리아 디스카운트 해소를 위한 국내 증시 활성화를 위해서 기업지배구조 개선을 통해 일반주주의 권익을 보호, 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위를 근절, 먹튀·시세조종 근절을 통한 공정한 시장 질서 확립 등을 제시하였다.

먼저 기업지배구조 개선을 통해 일반주주의 권익을 보호하기 위하여 주주에 대한 이사의 충실의무를 명문화하여 주주 전체의 이익이 고려될 수 있도록 원칙 제시, 일정 규모 이상 회사에서 경영진으로부터 독립되어 견제 목소리를 제대로 낼 수 있는 독립이사를 일정 비율 이상 선임하도록 의무화, 정관으로 집중투표제 도입을 배제할 수 없도록 관련 규정을 개정하여 대규모 상장회사 집중투표제 활성화, 대규모 상장회사 전자투표·위임장 의무화 및 권고적 주주제안 도입 유도, 소수의 지분으로 과도하게 지배력을 확대하는 경제력 집중 우려 해소 등을 제시하였다.

또한 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위를 근절하기 위하여 주권상장법인에 대한 인수·합병가액 결정 시 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려한 공정가액 적용(합병 과정 등에서 일반주주의 정당한 이익이 보호될 수 있도록 이사회 책임을 강화), 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 대한 신주물량 일정 배정 제도화, 기업인수 시 경영권 프리미엄을 공유하고 소액주주의 회수기회를 보장하기 위한 의무공개매수 도입, 주권상장법인과 계열사 간 합병 시 일반주주가 법원에 검사인 선임을 청구할 수 있는 합병검사인 제도 도입, 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 제도화 검토, 부당 내부거래에 대한 감시와 제재 강화 등을 제시하였다.

여기에서 부당 내부거래에 대한 감시와 제재를 강화하기 위하여 일감 몰아주기 및 편법적 경영권 승계를 위한 총수 일가의 사익편취 점검을 강화할 뿐만 아니라 규제 회피 목적의 탈법행위에 대해 부당이득에 상응하는 과징금 부과 등의 제재를 강화할 예정이다.

끝으로 먹튀·시세조종을 근절하여 공정한 시장질서를 조성하기 위하여 주가조작 등 자본시장 불공정행위에 대한 원 스트라이크 아웃제 도입, 상장법인 임직원·주요주주 등이 단기매매차익을 취득한 경우 해당 법인이 매매차익을 반환청구하도록 의무화, 사기·횡령·배임 등 상장법인 임원 중요 전과기록 의무공시 단계적 확대, 금융회사 직원의 직무 관련 미공개정보 이용행위 등에 대한 제재 강화, 사모펀드(PEF)·투자조합 유한책임회사(LP)에 대한 적격성 심사 강화 검토, 한국형 페어펀드(공정배상기금)를 도입하여 투자자 피해구제 강화 등을 제시하였다.

이러한 환경하에서 이재명 정부에서는 코리아 디스카운트 해소를 위한 기업지배구조 개선책으로 주주권익 보호 및 지배주주 사익편취 행위 근절 등을 제시하였으며, 이에 따른 상법 개정이 이루어 지고 있는 중이다.

먼저 이사의 주주에 대한 충실의무 신설, 전자주주총회도입, 상장회사 사외이사 명칭 “독립이사“ 변경 및 의무선임 비율 확대, 상장회사 감사위원 선·해임시 3%초과 의결권 제한 정비 등을 내용으로 하는 1차 상법개정안이 7월 3일 국회를 통과하였으며, 7월 15일 국무회의에서 의결됨에 따라 7월 22일 공포되었다.

또한 자산 2조원 상장사를 대상으로 집중투표제 도입을 의무화하고 감사위원 분리선출을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하는 내용을 담고 있는 2차 상법개정안이 8월 25일 국회를 통과하였으며, 9월 2일 국무회의에서 의결됨에 따라 9월 9일 공포되었다.

다른 한편으로는 자사주 소각 의무화 등을 골자로 한 3차 상법 개정안의 경우 예산안 처리가 끝나는 대로 논의가 본격화 되면서 내년 초에 처리될 것으로 예상된다.

표1. 이재명 정부에서 추진하는 상법 개정 주요 내용

항목	기존	개정	시행시기
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	25.7.22 시행
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	25.7.22 시행
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지지자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	26.7.23 시행
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상(자산 2조 미만 상장회사)	26.7.23 시행 이후 1년 이내 요건을 갖춰야 함
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	27.1.1 시행
사외이사인 감사위원 선임·해임시 '3%'를 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의의결권 등 합산 3%	26.7.23 시행
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가(자산 2조 이상 상장회사)	26.9.10 시행
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	26.9.10 시행
자사주 소각 의무화		신규 및 보유 자사주 소각 의무	미정

자료: 더불어민주당, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 법적인 기반하에서 주주권익 지배구조 개선 효과 본격화(시장의 시간)

1. 이사의 주주 충실의무 도입 ⇒ 이해상충 상황에서 대리인 비용 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미

(1) 이사의 주주 충실의무 확대의 배경

주식회사 제도의 본질적인 특징은 소유와 경영의 분리이다. 경영자(Agent)는 정보와 경영능력을 소유한 계약당사자이고 주주(Principal)는 경영자에게 경영을 위임하게 되는데, 경영자의 이익과 주주의 이익은 항상 일치하지 않기 때문에 필연적으로 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

이러한 대리인 비용은 주주와 경영자 사이의 이해 상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 큰 전제하에 발생한다. 즉, 주주가 기업 경영에 관한 정확한 정보가 부족한 상황(정보의 비대칭성)에서 주주 이익과 경영자 이익이 상충할 때(이해 상충) 경영자는 자신의 이익을 추구하기 때문에 대리인 비용이 발생한다.

무엇보다 우리나라의 경우 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과의 배분을 방해하는 대리인 비용의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주에 의한 경영권의 사적 이익 추구를 들 수 있다.

이러한 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용은 기업구조 개편 과정에서도 많이 발생한다.

기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입 및 매각 할뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법을 통해 가능하다. 그러나 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 대리인 비용이 자주 발생한다.

무엇보다 지배주주의 사적이익이 클수록 지배주주가 전체 주주의 이익보다 자신의 이익을 추구하는 내용으로 의사결정을 할 유인이 높기 때문에 일반 투자자의 주주환원에 대한 수요와 대립되곤 한다.

(2) 이사의 주주 충실의무 상법 개정안 통과

상법상 이사는 선관주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)를 부담한다. 통상 충실의무의 경우 이사 개인과 회사의 이해상충에 관한 의무이기 때문에 선관주의 위반시와 달리, 이를 위반할 경우 경영판단의 원칙(business judgment rule)에 의해 이사가 면책되는 것이 아니라 그 거래가 전체적으로 공정하다는 점이 추가로 입증되어야 면책이 가능하다.

현행 상법은 충실의무에 관하여 포괄규정으로 제382 조의 3(이사의 충실의무)에 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다고 규정하고 있다. 또한 이하에 개별규정으로 제397 조(경업금지), 제397 조의 2(회사의 기회 및 자산의 유용 금지), 제398 조(이사 등과 회사 간의 거래)등 금지규정을 두고 있다.

이러한 환경하에서 더불어민주당에서는 상법 제382조의3(이사의 충실의무 등)의 ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다는 규정을, 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다면로 변경하자는 개정안을 국회에 제출하였다. 또한 상법 제382조의 3의 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다는 신설하는 개정안도 국회에 제출하였다.

이러한 이사의 주주 충실의무 상법개정안이 7월 3일 국회를 통과하였으며, 7월 15일 국무회의에서 의결됨에 따라 7월 22일 공포 즉시 시행되었다.

이러한 이사의 주주 충실의무 규정이 도입됨에 따라 주주는 상법 제401조(제3자에 대한 책임)를 통하여 통해 주주 충실의무를 위반한 이사에게 직접 책임을 추궁할 수 있다.

과거에는 주주가 자신의 손해를 이유로 손해배상을 청구할 수 없었다. 회사에 손해가 발생한 경우에만 대표소송 형태로 회사를 대신해 소송을 제기할 수 있었고, 배상 역시 회사가 받는 구조였다. 그러나 상법개정 이후에는 합병이나 지배구조 개편 등으로 주주가 손해를 입은 경우, 단 1주의 주식을 보유한 주주라도 이사의 충실의무 위반을 이유로 손해배상을 청구할 수 있게 되었다.

이러한 상법개정에 대한 반론으로서 현행 상법상 회사의 이익은 본질적으로 이미 주주의 이익을 포함하는 것이며, 회사의 수임인인 이사가 개별 주주에 대해서도 충실의무를 부담하는 것은 현행 상법 체계에 부합하지 않는다는 비판이 제기되고 있다.

재계에서는 이사의 충실의무 대상이 주주로 확대될 경우, 이사회는 의사결정 과정에서 회사의 장기적 이익뿐만 아니라 단기적인 주주의 이익까지 고려해야 하는 부담이 커지며, 그 과정에서 경영상 의사결정이 교착될 위험성이 크다는 것이다.

또한 주주들이 이사회를 상대로 충실의무 위반을 원인으로 한 소송을 남발하는 등 법적 분쟁이 증가할 위험이 존재한다는 것이다. 즉, 상법 개정으로 인해 이사가 주주의 이익을 보호해야 하는 의무까지 부담하게 되면 주주에 대한 배임죄가 성립할 수 있어 주주들이 경영진을 상대로 형사 고소를 남발할 위험이 있다는 것이다.

다른 한편으로는 상법이 개정되더라도 배임죄의 구성요건 해석상 주주에 대한 배임죄가 성립하기 어렵다는 반론도 제기되고 있다. 업무상 배임죄는 타인의 사무를 처리하는 자에게 적용되지만 이사는 회사의 사무를 처리할 뿐 주주의 사무를 맡은 지위가 아니기 때문이다. 이에 따라 경영진의 법적 책임을 둘러싼 논란은 개정 이후에도 한동안 이어질 것으로 전망된다.

(3) 이사의 주주 충실의무 도입: 이해상충 상황에서 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미

이사의 주주 충실의무가 도입으로 이해상충 상황에서 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하였다.

무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있는 것이다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무는 기본적으로는 지배주주와 소액주주의 이해상충으로 인하여 특정 주주의 이익이 훼손되는 상황이 주로 문제될 수 있다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 문제되지 않는 상황에서는 이사의 회사에 대한 선관주의의무 및 충실의무 규정 만으로도 회사의 이익, 곧 소액주주를 포함한 주주 전체의 이익을 충분히 보호할 수 있기 때문이다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 발생할 수 있는 상황을 사례를 들면 다음과 같다.

첫째, 지배주주가 회사 주식을 저가로 취득하는 경우 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 발생할 수 있다. 가령 신주 저가 발행 혹은 전환사채·신주인수권부사채·상환전환우선주 등 주식 관련 증권 저가 발행, 과도한 주식기준 임원 보상을 통한 주식 취득, 소액주주 주식 공개매수·현금교부형 합병·포괄적 주식교환 등 저가로 소액주주 주식을 취득하는 경우이다.

둘째, 지배주주가 보유 주식을 경영권 프리미엄 독점 등의 방식으로 고가로 매각하였을 경우 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 발생할 수 있다. 가령 지배주주가 경영권 프리미엄으로 주식을 매각하거나 지배주주가 회사의 핵심 사업 부문을 물적분할 등의 방식으로 자회사로 분리하여 이를 별도 상장 혹은 매각하여서 소액주주가 그로 인한 이익을 공유하지 못하게 되는 경우다.

셋째, 합병, 분할, 분할합병, 포괄적 주식교환, 영업양수도 등에 있어서 지배주주 혹은 다른 계열회사가 이익을 얻고 이로 인하여 소액주주가 손해를 보았을 경우 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 발생할 수 있다. 가령 합병비율, 분할합병비율, 포괄적 주식교환비율 등 거래조건을 부당하게 정하여 소액주주에게 손해를 야기하거나 자사주에 합병, 분할, 분할합병 신주를 배정하여 결과적으로 지배주주가 컨트롤하는 경영권 지분을 추가 발행하여 경영권을 강화하는 경우다.

넷째, 경영권 방어 목적으로 지배주주가 혹은 지배주주에게 우호적인 백기사 주주가 분쟁 상대방 주주보다 우선적으로 주식을 취득하는 경우 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 발생할 수 있다. 가령 우호주주에 대한 자사주 매각을 통한 경영권을 방어하거나 자사주 상호 교환을 통한 경영권 방어 등의 경우다. 또한 경영권 분쟁 상황에서 일반공모유상증자를 통해서 상대방 주주의 지분 취득을 차단하면서 간접적, 우회적으로 우호주주의 지분 취득을 유도하여 상대방 주주 지분 희석을 야기하는 경우다.

다른 한편으로 법문에서는 ‘이사는 총주주의 이익을 보호하고 공정하게 대우해야 한다’는 문구가 신설되었는데, 이는 주주의 개별 이익을 보호하는 것이 아니라 주주 전체의 집합적인 이익을 보호하는 것이다.

가령 회사가 현금을 남겨 주주환원 대신에 연구개발에 활용하면 장기적으로 주주에게 이익이 돌아갈 수 있다. 이런 결정은 지배주주와 소액주주 간 이해상충으로 보기는 어렵다.

또한 대규모 신사업 진출이나 설비투자 실패도 마찬가지입니다. 회사와 지배주주 모두에게 영향을 주기 때문에 소액주주만의 피해로 한정하기 어렵다.

여기에서 공평한 대우의 구체적 기준은 아직 명확히 정립되지 않았지만 해외의 회사법과 일반 원칙에 비추어 보면, 이해상충이 발생하는 거래에서는 소액주주의 이익을 보호할 수 있는 절차적 장치가 충분히 마련되어야 한다. 예를 들어 이해관계가 없는 독립이사들로 구성된 특별위원회의 승인절차를 마련해 소액주주의 의견이 반영되도록 하는 방식이 이에 해당한다.

미국에서는 경영판단의 원칙(Business Judgement Rule)을 적용해 이사회가 충분한 정보를 바탕으로 성실하게 회사의 이익을 위해 판단했다면 그 결정을 보호하고 존중한다.

하지만 지배주주와 소액주주 간 이해관계가 충돌하는 경우에는 보다 엄격한 Entire Fairness Standard를 적용한다. 이는 절차와 실체 모두에서 정당했음을 이사가 입증해야 하는 제도이다.

공정성 입증이 현실적으로 어려운 점을 고려하여 미국에서는 소액주주 보호 절차를 충족하면 절차적 공정성을 인정하도록 개정했다. 소액주주 보호 절차의 경우 지배주주로부터 독립된 이사로 구성된 특별위원회 승인이 있거나 지배주주를 제외한 주주의 과반수 승인이다. 이 중 하나만 거처도 이사회에 대한 손해배상 청구가 제한된다.

이에 따라 미국, 영국, 일본 등에서는 이해상충 거래에 있어서 지배주주로부터 독립된 이사로 구성된 특별위원회를 구성한다. 거래를 시작하기 전부터 2~3주 간격으로 정기보고와 피드백을 주고받으며 거래 조건을 조정할 수 있는 실질적 관여 기회를 보장한다.

(4) 이사의 주주 충실의무 도입으로 구조적으로 할인을 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 지주회사 최대 수혜

이사회에서 독립이사(사외이사)의 역할은 지배주주 또는 경영진과 독립적인 위치에서 감시·감독 업무를 수행하는 것이다. 이에 따라 상법에서는 일반적으로 3명 이상의 이사로 이사회를 구성할 것을 요구하고 있으며, 상장회사의 경우 이사 총수의 3분의 1 이상을 독립이사(사외이사)로 하여야 한다. 특히 자산 2조 원 이상의 대규모 상장회사에는 보다 강화된 기준이 적용되어, 독립이사(사외이사)를 3명 이상으로 하고 이사 총수의 과반수가 되도록 해야 한다.

무엇보다 지배주주가 직접 경영에 참여하고 이사회에도 깊이 관여하는 집중된 소유구조 하에서 독립이사(사외이사)의 실효성을 높이기 위해서는 이사회 내부 견제 기능을 활성화 되어야 한다.

이사의 주주 충실의무 도입으로 이사회에서 독립이사(사외이사)들이 거수기 논란에서 벗어날 수 있는 계기를 만들 수 있을 뿐만 아니라 독립이사(사외이사)의 이사회 내부 견제 기능 등이 활성화 될 수 있을 것이다.

왜냐하면 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 유발시키는 거래의 경우 이사 및 경영진의 의사결정의 실제적 정당성(해당 거래 등의 경영상 필요성 및 거래 조건의 적정성) 및 절차적 정당성(충실한 이사회 결의 및 공시 등)을 엄격히 갖추어야 이사의 주주 충실의무 위반에 의한 민사 및 형사상 책임 문제를 방지할 수 있기 때문이다.

이에 따라 이사회에서 보다 더 지배구조가 개선될 수 있는 방향으로 의사결정이 이뤄질 수 있을 것이다.

무엇보다 지주회사의 경우 지주회사와 자회사 중복상장으로 인하여 유동성 할인이 불가피한 상황하에서 태생적으로 지주회사 주주와 자회사 주주 간 이해상충이 발생할 가능성이 높다.

또한 지주회사 및 자회사 기업구조 및 소유구조 개편 과정에서 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 이해상충 발생으로 대리인 비용이 자주 발생한다.

현재 우리나라 합병의 90% 이상이 계열사 간 거래 형태로 이루어지고 있으며, 이 과정에서 경영권 승계나 지배력 강화를 목적으로 한 합병이 문제가 생길 수 있다. 즉, 계열사 간 합병에서 대주주 지분율이 높은 회사의 가치가 높게 평가되고 낮은 지분율의 회사가 불리하게 책정된다면, 그 회사의 주주가 손해를 입었다고 주장할 수 있다.

물적분할 자체는 회사의 영업력이나 자산 유출에 직접적인 영향을 주지 않으므로, 특별한 법령 위반이 없는 한 이사의 의무 위반으로 보기 어렵다. 그러나 모회사 주주 측면에서는 해당 사업 부문이 그대로 남아 있었다면 그 수익이 배당으로 환원될 수 있었는데, 분할과 상장으로 인해 그 기회를 잃게 된다. 또한 모회사 주가 하락으로 이어질 가능성도 있어 주주의 실질적 손해가 발생했다고 주장할 여지가 있다.

앞서 살펴보았듯이 지배주주와 소액주주의 이해상충이 발생할 수 있는 상황으로 지배주주의 회사 주식 저가 취득, 지배주주 보유 주식을 경영권 프리미엄 독점 등의 방식으로 고가 매각, 합병/분할/분할합병/포괄적 주식교환/영업양수도 등에 있어서 지배주주 혹은 다른 계열회사가 이익을 얻고 이로 인하여 소액주주가 손해를 보는 경우, 경영권 방어 목적으로 지배주주가 혹은 지배주주에게 우호적인 백기사 주주가 분쟁 상대방 주주보다 우선적으로 주식을 취득하여 논란이 되는 경우 등을 들 수 있다.

이러한 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 지주회사에서 보다 더 자주 발생하고 있으므로 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 지주회사 할인율이 크게 발생하고 있다.

즉, 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있는 것이다.

이에 따라 이사의 주주 충실의무 도입으로 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인율 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 지주회사 수혜가 예상된다.

표2. 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

(5) 경영판단원칙 법제화 및 배임죄 완화

경영판단원칙 법제화 및 배임죄 완화 관련하여 현재 국회에 발의될 법률안들로는 다음과 같다.

먼저 대법원 판례로 인정되어 온 경영판단이 원칙을 상법 또는 형법에 명시적으로 규정하여 이사가 합리적인 판단을 한 경우 배임죄 적용에서 제외할 수 있다.

또한 형법상 업무상 배임죄와 중복되는 상법상 특별배임죄 규정을 삭제하거나 형법상 배임죄 성립요건을 완화하려는 내용들의 법안이 발의되어 있다.

그러나 가장 직접적으로 적용될 수 있는 경영판단원칙이 포함된 법안들도 미국 텔라웨어 회사법과 같은 구체적인 판단기준을 제시하지 않고 있어 법안이 통과되더라도 법원의 해석에 상당 부분 의존할 것으로 예상된다.

2. 감사위원회위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한 ⇒ 보다 더 독립적인 감사기구 역할로 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯

사외이사가 아닌 감사위원회위원의 선임·해임뿐만 아니라, 사외이사인 감사위원회위원의 선임·해임의 경우에도 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 3%로 제한한다. 이에 따라 감사위원회가 최대주주의 영향력에서 벗어나 독립적인 감사기구로서의 역할을 충실히 수행할 수 있는 제도적 기틀이 마련되었다.

감사위원회 설치의무가 있는 대규모 상장회사의 이사회는 전체 인원 과반수의 사외이사(최소 3인 이상)와 사내이사로 구성된다. 이사회내 위원회에 해당하는 감사위원회는 3인 이상(이 중 사외이사는 3분의 2이상)으로 채워지며, 감사위원회 대표는 사외이사가 맡는다.

이전에는 사외이사를 포함한 이사들 중 분리선출해야 하는 1인을 제외한 감사위원은 3%를 적용받지 않고 사외이사로 총원할 수 있었으나 개정방법이 시행되면 최대주주 측의 의결권 행사가 제한된 이사들만 감사위원으로 선임할 수 있다.

3%를 적용 확대로 인하여 최대주주 측 단독으로 감사위원을 선임하는 것은 사실상 불가능하며 경영진에 비우호적인 감사위원회가 구성될 가능성이 높아졌다.

감사위원회가 갖는 실질적 권한의 경우 단 1명의 감사위원이라 하더라도 감사위원회 자료 제출 요구권, 업무 조사권 등을 활용하여 회사의 민감한 정보에 광범위하게 접근할 수 있을 뿐만 아니라 경영진의 의사결정에 대해 견제 기능을 행사할 수 있다.

이러한 변화로 인하여 주주행동주의를 실행하는 사모펀드, 기관투자자, 소액주주 등이 감사위원 선임 과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 제도적 기반을 마련할 수 있을 것이다.

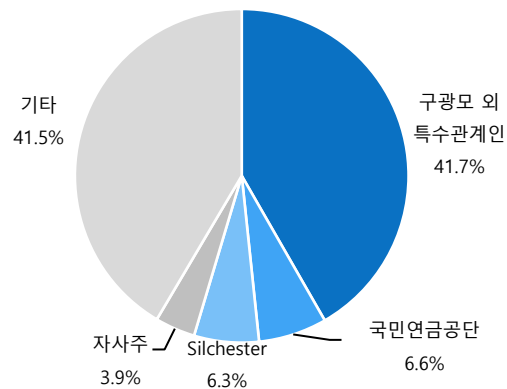
특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배주주로부터 독립된 감시 기능을 강화하여 내부통제의 실효성을 높이는 효과를 가져올 것으로 예상됨에 따라 지배구조 개선효과가 가시화 될 것이다.

표3. 감사위원회위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회 구성 등)	④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있으며, 정관에서 더 낮은 주식보유비율을 정한 경우에는 그 비율로 한다)을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 사외이사가 아닌 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에 그의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산 한다)는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. (중략) ③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	④ ----- ----- ----- ----- ----- (최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, ----- ----- ----- ⑦ ----- ----- <후단 삭제>

자료: 국회, iM증권 리서치본부

그림1. LG 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



자료: LG, iM증권 리서치본부

표4. LG 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부(2024년 12월 31일 기준)

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(4명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(1명, 한중수)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족(한중수, 사외이사)	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

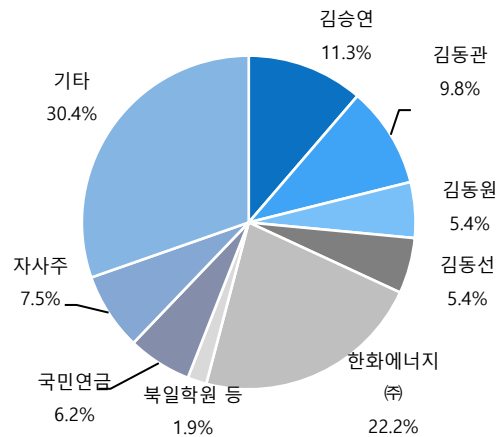
자료: LG, iM증권 리서치본부

표5. LG 감사위원회위원 임기 및 선임배경(2024년 12월 31일 기준)

직명	성명	감사위원 임기	감사위원 연임여부 및 연임횟수	선임배경	추천인	회사와의 관계
사외이사	한중수	2022.03~2025.03	연임/1회 (최초 선임: 2019.03)	재무 및 회계 전문가로서 적임자로 판단되어 선임	사외이사후보 추천위원회	해당없음
사외이사	조성욱	2023.03~2026.03	해당없음	법률전문가로서 적임자로 판단되어 선임	사외이사후보 추천위원회	
사외이사	이수영	2024.03~2027.03	연임/1회 (최초 선임: 2021.03)	경영 및 환경전문가로서 적임자로 판단되어 선임	사외이사후보 추천위원회	
사외이사	박중수	2023.03~2026.03	해당없음	조세 및 행정전문가로서 적임자로 판단되어 선임	사외이사후보 추천위원회	

자료: LG, iM증권 리서치본부

그림2. 한화 주주 분포(2025년 4월 30일 기준)



자료: 한화, iM증권 리서치본부

표6. 한화 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(3명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(이용규 사외이사 1명)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족 (이용규 감사위원장)	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(결격요건 해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

자료: 한화, iM증권 리서치본부

표7. 한화 감사위원회위원 임기 및 선임배경

직명	성명	감사위원 임기	감사위원 연임여부 및 연임횟수	선임배경	추천인	회사와의 관계
사외이사	이용규	2025.03.26~2027.03.26 (2년)	연임/1회	재무분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원
사외이사	권익환	2024.03.28~2026.03.28 (2년)	연임/1회	법무분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원
사외이사	이석재	2024.03.28~2026.03.28 (2년)	해당없음	인문학분야 전문가	사외이사후보 추천위원회	등기임원

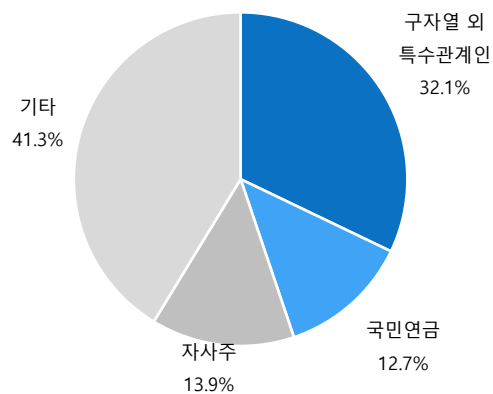
자료: 한화, iM증권 리서치본부

표8. 한화 감사위원회 위원 현황

성명	사외이사 여부	경력	회계·재무전문가 관련		
			해당 여부	전문가 유형	관련 경력
이용규	예	서울대 경제학 학사 서울대 경영학 석사 美 일리노이대 회계학 석사 美 컬럼비아대 경영학(회계) 박사 前 삼성회계법인 공인회계사 前 美 바루칼리지 회계학 조교수 前 성균관대학교 경영대학 부교수 現 ㈜플래이디 사외이사(감사) 現 서울대학교 경영대학 부교수	예	상법 시행령 제37조 제2항 제2호 관련 회계 또는 재무 분야에서 석사학위 이상의 학위를 취득한 사람으로서 연구기관 또는 대학에서 회계 또는 재무 관련 분야의 연구원이나 조교수 이상으로 근무한 경력이 합산하여 5년 이상인 사람	-삼성회계법인 근무 (2000~2003.05) -美일리노이대학교 회계학 석사(2004) -美컬럼비아대학교 경영학(회계학)박사(2008.10) -美바루칼리지 회계학 조교수(2013.09~2018.08) -성균관대학교 회계학조/부교수(2013.09~2018.08) -서울대학교 경영대학 회계학 부교수(2018.09~)
권익환	예	서울대 사법학 前 서울남부지방검찰청 검사장 前 변호사 권익환 법률사무소 대표변호사 現 SK바이오사이언스(주) 사외이사(감사) 現 김&장 법률사무소 변호사			
이석재	예	서울대 철학과 Yale University 철학과 박사 前 Ohio State University 교수 前 서울대학교 이사 및 인문대학 학장 現 재단법인 최종현학술원 이사 現 (주)신세계아이앤씨 사외이사(감사) 現 서울대학교 철학과 교수			

자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림3. LS 주주 분포(2025년 5월 16일 기준)



자료: LS, iM증권 리서치본부

표9. LS 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(3명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(1명, 이대수)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족(한중수, 사외이사)	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

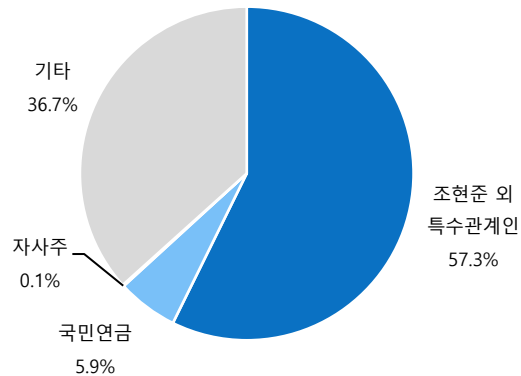
자료: LS, iM증권 리서치본부

표10. LS 감사위원회위원 임기 및 선임배경

직명	성명	감사위원 임기	감사위원 연임여부 및 연임횟수	선임배경	추천인	회사와의 관계
사외이사	이대수	2026.03.29	연임/1회	전문경영인 출신으로 사업, 재무 및 조직관리 등의 전문적인 경험을 보유	이사회	해당없음
사외이사	예종석	2026.03.29	연임/1회	경영학 교수 출신으로 전문지식을 가지고 대내외 활발한 활동을 수행	이사회	
사외이사	정동민	2027.03.28	연임/1회	검사장 출신으로 사법, 행정 등 전문적인 지식과 다양한 경험을 보유	이사회	

자료: LS, iM증권 리서치본부

그림4. 효성 주주 분포(2025년 7월 4일 기준)



자료: 효성, iM증권 리서치본부

표11. 효성 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(3명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(1명, 유일호)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

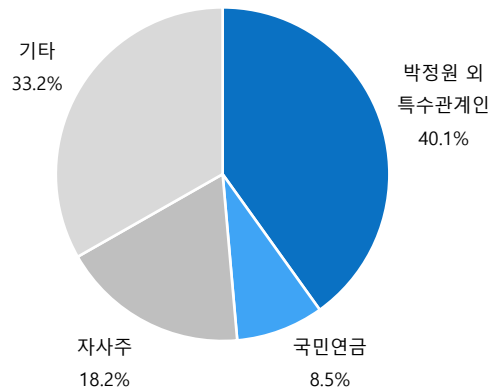
자료: 효성, iM증권 리서치본부

표12. 효성 감사위원회 위원의 인적사항 및 사외이사 여부

성명	사외이사 여부	경력	회계·재무전문가 관련		
			해당 여부	전문가 유형	관련 경력
김기웅	예	2005년 ~ 2011년 한국경제TV 대표이사 사장	-	-	-
		2011년 ~ 2020년 한국경제신문 대표이사 사장			
		2023년 ~ 현재 (주)SNT홀딩스 사외이사			
유일호	예	1996년 ~ 1998년 한국조세연구원 부원장	예	금융기관 정부	기획재정부 장관 겸 경제부총리,
		1998년 ~ 2001년 한국조세연구원장		증권유관기관 등	제18대 국회 기획재정위원회 위원
		2009년 ~ 2010년 제18대 국회 기획재정위원회 위원		경력자	한국조세연구원장
		2016년 ~ 2017년 기획재정부 장관 겸 경제부총리			한국조세연구원 부원장 등
		2022년 ~ 현재 삼성생명보험(주) 사외이사			
조병현	예	2011년 서울행정법원장	-	-	-
		2012년 대구고등법원장			
		2013년 대전고등법원장			
		2013년 ~ 2015년 서울고등법원장			
		2013년 ~ 2019년 중앙선거관리위원회 위원			
		2021년 ~ 현재 중앙선거관리위원회 위원			
		2023년 ~ 현재 동양이엔피(주) 사외이사			

자료: 효성, iM증권 리서치본부

그림5. 두산 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



자료: 두산, iM증권 리서치본부

표13. 두산 감사위원회 위원 현황

성명	사외이사 여부	경력	회계·재무전문가 관련		
			해당 여부	전문가 유형	관련 경력
허경욱	예	법무법인 태평양 고문 (2015~현재) 서울대 국제대학원 초빙교수 (2013~2017) 한국OECD대표부 특명전권대사(2010~2013) 기획재정부 제1차관(2009~2010)	예	국가, 지방자치단체, 공공기관에서 재무 또는 회계 관련 업무 또는 이에 대한 감독업무에 5년 이상 종사한 경력이 있는 사람	기획재정부 제1차관 (2009~2010) 대통령실 정책과제 1비서관 (2008~2009) 기획재정부 국제금융차관보(2007) 기획예산처 산업재정심의관 (2004) IMF Senior Economist (2001~2004) 재정경제부 국제기구과 과장(1998) World Bank Young Professional (1988)
윤웅걸	예	법무법인 평산 대표변호사 (2019~현재) 전주지방검찰청장(2018~2019) 제주지방검찰청장(2017~2018) 대검찰청 기획조정부장(2015~2017)			
김혜성	예	김장법률사무소 변호사(2003~현재) 지속가능성기준위원회 KSSB 비상임위원(2024~현재) 식품산업 ESG 경영 포럼 위원(2024~현재) 산업통상자원부 사업재편계획 심의위원회 위원(2022~2024) 한국거래소 코스닥시장 기업심사위원회 심의위원단 위원(2020~2023)			
박선현	예	서울대학교 경영대학 교수(2014~현재) Northwestern University (Kellogg) 방문학자 (2019~2020) University of Southern California (USC) 조교수 (2012~2014) Daimler Chrysler 재무 관리자 (2003 ~ 2007)			

자료: 두산, iM증권 리서치본부

표14. 두산 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(4명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(허경욱 위원)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족 (허경욱 위원장)	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

자료: 두산, iM증권 리서치본부

3. 감사위원 분리선출 확대를 통한 감사위원회 독립성 확보 ⇒ 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 독립된 감시 기능 강화로 지배구조 개선효과 가시화 될 듯

상법에서 정하는 주식회사의 감사기관은 내부감사기관(감사, 감사위원회, 이사회, 주주총회, 주주, 소수주주, 감사인, 준법지원인, 준법감시인)과 외부감사기관(외부감사인, 법원, 감독기관)으로 구분한다.

감사제도는 회사의 경영진이 불법적인 수단으로 경영활동을 할 가능성으로부터 회사와 채권자, 주주 등 공공의 이익을 보호하고, 상호견제가 가능하도록 하는 기능을 수행한다.

무엇보다 기업 경영의 투명성을 확보하고 주주들의 이익을 보호하기 위하여는 이사의 업무를 감시·감독하는 독립적인 감사 기구의 역할이 매우 중요하다.

감사 및 감사위원 선임과 관련하여, 2017년 12월 31일 자로 새도우보팅제도가 폐지되면서 감사 및 감사위원 선임시 정족수 확보에 대한 우려가 제기되었고, 이를 통해 주주총회 활성화와는 별개로 감사 및 감사위원 선임에 대한 규율의 변화 필요성이 제기되었다.

기존 상법 하에서는 일괄선출방식에 따라 이사 선임 단계에서 감사위원이 되는 후보와 그렇지 않은 후보 간에 구분 없이 3% 의결권 제한규정을 적용하지 않은 채 우선 이사를 선임한 후 이렇게 선임된 이사들 중에서 감사위원을 선임하기 위하여 3% 의결권 제한을 적용해 왔다.

이를 두고 이사선임단계에서 이미 지배주주나 경영진의 선호에 부합하는 이사들이 선임되었기 때문에 소액주주가 원하는 감사위원을 선임할 수 있는 기회가 제공되지 않아 의결권 제한규정은 무력화 될 수 밖에 없었고, 감사 및 감사위원회가 지배주주의 영향력에서 벗어나지 못할 수 있다는 우려가 지속되었다.

이러한 문제를 해결하기 위하여 2020년 상법 제542조의 12 규정이 개정되어 자산총액 2조원 이상인 대규모 상장회사 및 자산총액 1천억원 이상인 상장회사 중 상근감사 대신 감사위원회를 설치한 회사에 대하여, 감사위원이 될 이사 가운데 최소한 1인(정관으로 정하는 경우 2인 이상)을 다른 이사들과 분리하여 감사위원이 되는 이사로 선임하도록 규정함으로써, 기존의 일괄선출 방식에서 최소한 1인의 감사위원이 되는 이사에 대해서는 분리선출방식을 도입하였다.

즉, 이와 같은 분리선출의 경우 감사위원이 되는 이사와 감사위원이 되지 않는 이사를 분리해서 선임하므로, 감사위원이 되는 이사 선임단계부터 3% 룰을 적용한다. 3%를 초과하는 지분을 가진 주주 모두 의결권을 제한적으로 행사하게 되나, 지배주주의 경우 제한의 효과가 더욱 크게 작용하게 된다. 그러므로 일괄선출 방식과 비교하여 분리선출 방식일 때 지배주주는 자신이 지지하는 자를 감사위원이 되는 이사로 선임하기 어렵게 된다.

이와 같은 감사위원회 위원 분리선출 제도는 3%룰과 결합하여 소액주주의 영향력을 높이고 지배주주의 지배권을 약화시켰다. 한국엔컴퍼니 경영권분쟁 사건에서 감사위원 분리선출, 차파트너스자산운용 측 추천 후보의 사조오양 감사위원 선임, 트리스톤자산운용 측 추천 후보의 감사위원회 위원 선임이 대표적인 예이다.

또한 주주총회에서 선임된 감사가 지배주주의 사익추구를 견제하여 지배구조로 이어질 수 있는 사례는 다음과 같다.

대표적 사례는 SM이다. SM과 최대주주 이수만의 개인회사인 라이크기획 간의 인세계약은 20년 넘게 지속되었다. 2021년 라이크기획에 지급된 금액은 240억원으로, 같은 해 SM 영업이익의 675억원의 35%에 해당한다. 매출액을 기준으로 인세를 산정했기 때문에 영업적자 상황에서도 인세를 지급한 경우가 있었다.

이는 상법 제398조가 적용되는 전형적인 이사의 자기거래 사안으로, 그동안 이에 대한 투자자들의 문제 제기가 있었다. 2019년에는 SM 주식 6.6%를 보유한 KB자산운용이 공개서한을 통해 해당 계약을 지적했으나, 이사회는 문제없다고 답변했다.

그런데 2022년 3월 주주총회에서 SM 주식 0.91%만 보유한 얼라인파트너스가 소액주주와 기관투자자들의 지지를 얻어 상근감사를 선임하였다. 이후 회계장부열람권 신청 등 적극적인 주주권 행사를 통해 이사회는 2022년 12월 31일 SM과 라이크기획의 계약 종료를 발표하였다. 이사들이 지배주주가 아닌 회사와 총 주주의 이익을 위한 의사결정을 내린 것이다.

또 다른 중요한 사례는 2023년 3월 차파트너스의 주주제안으로 남양유업 주주총회에서 독립적인 상근감사로 선임된 건이다. 이후 감사는 최대주주에게 과도한 퇴직금이 지급된 사실을 확인하고, 최대주주인 이사가 자신의 보수를 정하는 결의에서 의결권을 행사한 문제를 지적하며, 이사 보수 한도 승인결의 취소소송을 제기하였다.

2025년 4월 대법원은 최대주주인 이사가 자신의 보수를 정하는 결의에 의결권을 행사한 것은 위법하다며 승인결의 취소 판결을 내렸고, 이는 주주총회에서 선임된 감사가 지배주주의 사익추구를 견제한 좋은 사례이다.

한편, 2020년 감사위원회 위원 분리선출 제도 도입 이후에도 상장회사의 감사위원회는 통상 3명의 감사위원으로 구성되고 있어, 그 중 1명만 분리 선출할 경우 지배주주가 여전히 감사위원회의 과반수를 장악할 수 있다는 비판이 이어지고 있다. 이에 따라 감사위원회 위원의 분리선출 대상을 확대하여 독립성을 강화하고 감사 기능의 실효성을 높여 기업지배구조의 투명성을 제고할 필요성이 제기되어 왔다.

이러한 환경하에서 대규모 상장회사의 감사위원 분리선출을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하는 내용을 담고 있는 2차 상법개정안이 8월 25일 국회를 통과하였으며, 9월 2일 국무회의에서 의결됨에 따라 9월 9일 공포되었다. 이는 감사위원회의 독립성을 더욱 강화하려는 취지이다.

이러한 2차 개정상법안 부칙에 따르면 분리선출 감사위원 증원 규정은 공포 후 1년이 경과한 날로부터 시행된다. 즉, 2026년 9월 10일부터 분리선출 감사위원 증원 규정이 적용된다.

2026년 9월까지 2인의 분리선출 감사위원을 두어야 하는데, 실무적인 부분을 고려하면 내년 3월 정기주주총회에서 선제적으로 정관을 개정하거나 감사위원 1인을 추가로 분리 선임 해야 한다.

이러한 변화로 인하여 주주행동주의를 실행하는 사모펀드, 기관투자자, 소액주주 등이 감사위원 선임 과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 제도적 기반을 마련할 수 있을 것이다.

무엇보다 1차 상법개정으로 감사위원회 위원 선임 또는 해임 시 최대주주의 경우 특수관계인 등 지분율을 합산하여 3%를 적용하는 것으로 바뀌었다. 이러한 점 등을 고려하면 감사위원회 위원의 분리선출 대상을 2명으로 확대한 이번 상법 개정은 기업지배구조에 있어 소액주주의 영향력을 더욱 더 높일 것으로 예상된다.

특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배주주로부터 독립된 감시 기능을 강화하여 내부통제의 실효성을 높이는 효과를 가져올 것으로 예상됨에 따라 지배구조 개선효과가 가시화 될 것이다.

표15. 감사위원 분리선출 확대

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 1명(정관에서 2명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.	② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 2명(정관에서 3명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

4. 대기업 집중투표제 활성화 ⇒ 지배주주와 소액주주간에 이해상충 상황이 발생할 가능성 높은 지주회사의 지배구조 개선효과 클 듯

집중투표제는 2인 이상의 이사를 선임하는 경우 각 주주가 1주마다 선임할 이사의 수와 동일한 수의 의결권을 가지고 이를 이사 후보자 1인 또는 수인에게 집중하여 투표하는 방법으로 행사함으로써 투표의 최다수를 얻은 자부터 순차적으로 이사에 선임되는 것을 말한다.

예를 들어 이사 3인을 선임하는 경우 1주당 3개의 의결권을 부여하고, 주주로 하여금 자기의 의결권을 특정 이사후보에게 집중적으로 행사하거나 수인의 후보에게 분산하여 행사할 수 있게 하는 것이다.

집중투표제를 도입하면 소액주주 측이 지지하는 후보에 의결권을 집중하여 그 후보를 이사회에 진출시킬 수 있는 가능성이 높아진다. 이에 집중투표제의 도입은 소액주주 측의 경영 참여를 촉진하고 지배주주의 경영권을 견제하는 효과가 있다.

기존 상법의 경우 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 3% 또는 1% 이상에 해당하는 주식을 가진 주주가 회사에 집중투표 방식으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있도록 하되, 정관에서 이를 배제할 수 있도록 규정하였다. (상법 제382조의2 제1항, 제542조의7 제2항)

최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조원 이상인 대규모 상장회사에서 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려고 할 때에는, 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 3%를 초과하는 수의 주식을 가진 주주가 그 초과하는 주식에 관한 의결권을 행사할 수 없도록 규제하여, 대규모 상장회사의 대주주가 정관으로 집중투표제를 배제하는 것을 상대적으로 어렵게 만들었다. 하지만 그간 실무에서는 정관으로 집중투표를 배제하는 경우가 대부분이었고, 집중투표를 실제로 실시하는 경우는 흔하지 않았다.

2차 상법개정에서는 대규모 상장회사의 경우 상법 제382조의2 제1항에도 불구하고 집중투표를 배제할 수 없다고 규정함으로써 집중투표제를 의무화하였다(개정 상법 제542조의7 제3항).

이러한 개정 상법은 공포 후 1년이 경과한 날인 2026년 9월 10일부터 시행될 예정이고(부칙 제1조), 위 개정 규정은 이 법 시행 이후 최초로 이사의 선임을 위한 대규모 상장회사의 주주총회 소집이 있는 경우부터 적용된다(부칙 제2조). 이에 따라 정관에서 집중투표제를 명시한 대규모 상장회사의 경우 그전에 정관을 변경할 필요가 있다.

이러한 상법 개정을 통해 집중투표제가 활성화 될 뿐만 아니라, 대규모 상장회사에서 이를 의무화시켜 집중투표제 본래 취지에 맞게 소액주주의 경영 참여를 높일 수 있을 것이다.

현재 자산총액 5천억원 이상 국내 상장사의 집중투표제 도입 비율은 4.7%로 낮은 수준으로 공기업, 금융사, 소유분산 기업 등 26개 기업이 도입하였다.

대규모 상장회사가 집중투표제를 배제할 수 없다고 해서 모든 이사 선임 시 자동으로 제도가 적용되지는 않는다. 의결권 있는 발행주식 총수의 1% 이상을 보유한 주주가 주주총회일 6주 전까지 서면이나 전자문서로 집중투표를 청구해야만 제도가 발동된다.

또한 의결권 있는 주식의 0.5% 이상을 6개월 이상 보유한 주주(보유기간 요건의 적용을 받지 않기 위해서는 3%)는 주주제안권을 행사할 수 있어 소액주주의 이사 후보 추천은 비교적 쉽게 이뤄진다.

무엇보다 집중투표가 아닌 일반투표를 진행하는 경우 지배주주는 출석 주식의 과반수 및 발행주식 총수의 1/4 이상의 의결정족수 지분을 확보하면 이사 전원을 선임할 수 있다. 반면에 집중투표가 실시되는 경우 소액주주의 지분이 많거나 선임할 이사의 수가 클수록 소액주주의 이사 선임 가능성이 커진다.

이번 상법개정으로 주주행동주의를 실행하는 사모펀드, 기관투자자, 소액주주, 해외투자자 등이 이사 선임 과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 제도적 기반을 마련함에 따라 집중투표제와 상법 제363조의2의 주주제안권을 함께 활용하여 자신이 지지하는 자를 이사회에 진입시킬 수 있는 가능성이 더욱 더 높아졌다.

집중투표제는 소액주주의 권리를 강화하고 지배주주의 전횡을 견제함으로써 대리인 비용을 줄이는 긍정적 효과가 있다. 반면 이질적인 이사회 구성이 협력과 의사결정의 효율성을 저해할 수 있다는 우려도 있다.

특히 특정 주주의 추천으로 선임된 이사가 해당 주주의 이해를 우선시해야 한다는 압박을 받으면 이사가 전체 주주의 이익을 공정하게 보호해야 한다는 상법상 의무와 충돌할 가능성도 있다.

다른 한편으로 개정 상법상의 감사위원 분리선출 확대에 따라서 하나의 주주총회에서 2인 이상의 감사위원에 대해서 분리선출이 시행되는 경우 대상 감사위원 그룹에 대해서도 별도의 집중투표가 인정될 가능성을 배제하기 어렵다.

이와 같은 집중투표제 도입은 이사의 다양성을 확보하고 이사회 내 견제와 균형을 강화하는 의미를 가진다. 특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배주주와 소액주주간에 이해상충 상황이 발생할 가능성이 높기 때문에 집중투표제 도입으로 인한 지배구조 개선효과가 가시화 될 것이다.

표16. 집중투표제 상법개정

구분	현행	개정
제542조의7 (집중투표에 관한 특례)	③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	③ ----- 상장회사는 제382조의2제1항에도 불구하고----- 배제할 수 없다. <단서 삭제>
	④ 제2항의 상장회사가 주주총회의 목적사항으로 제3항에 따른 집중투표 배제에 관한 정관 변경에 관한 의안을 상정하려는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.	<삭제>

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표17. 정관으로 집중투표제를 배제하는 것이 가능한지 여부

	구분	개정
상장회사	비상장회사	정관으로 배제 가능 (상법 제382조의2 제1항)
	일반 상장회사 (자산총액 2조 원 미만)	정관으로 배제 가능 (상법 제382조의2 제1항)
	대규모 상장회사 (자산총액 2조 원 이상)	정관으로 배제 불가능, 집중투표제 의무화 (개정 상법 제542조의7 제3항)

자료: 상법, iM증권 리서치본부

표18. 자산규모 2 조원 이상 시총 상위주 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~11.21)

종목코드	기업명	시가총액 (십억원)	자산규모 (십억원)	PBR (11/21 추가 기준)	ROE (3Q25, %)	배당수익률 (11/21 추가 기준, %)	자사주 비율(%)	YTD 수익률(%)
A005930	삼성전자	561,182	523,660	1.6	8.4	1.5	1.6	78.2
A000660	SK하이닉스	379,289	148,435	3.6	43.2	0.4	5.2	199.6
A373220	LG에너지솔루션	99,567	67,010	4.9	-4.3	.	0.0	22.3
A207940	삼성바이오로직스	86,903	18,337	7.1	14.0	.	0.0	28.7
A005380	현대차	53,135	354,432	0.6	10.0	4.6	1.3	22.4
A329180	HD현대중공업	49,269	20,794	7.6	21.7	0.4	0.0	93.0
A034020	두산에너지빌리티	46,825	27,028	6.1	-1.4	.	0.0	316.5
A012450	한화에어로스페이스	44,809	49,973	5.0	43.5	0.4	0.2	170.3
A000270	기아	44,892	97,984	0.8	14.1	5.7	1.8	13.2
A068270	셀트리온	43,282	21,080	2.5	4.4	0.4	5.3	3.8
A035420	NAVER	41,174	40,767	1.4	8.5	0.4	4.8	32.0
A042660	한화오션	36,708	18,534	6.7	25.2	.	0.0	220.7
A028260	삼성물산	36,715	74,310	0.9	5.8	1.2	4.6	88.2
A032830	삼성생명	29,280	335,307	0.7	6.5	3.1	10.2	54.4
A009540	HD한국조선해양	29,725	38,428	2.4	17.5	1.2	0.1	84.2
A267260	HD현대일렉트릭	27,071	4,439	15.2	39.0	0.7	0.2	96.6
A051910	LG화학	25,907	98,475	0.9	-4.5	0.3	0.0	46.8
A012330	현대모비스	26,857	69,832	0.6	9.2	2.0	3.0	25.2
A035720	카카오	25,968	26,891	2.4	2.2	0.1	0.6	53.7
A006400	삼성SDI	23,249	42,175	1.1	-2.7	0.3	4.1	19.1
A010140	삼성중공업	22,308	14,539	5.4	9.1	.	3.0	124.3
A000810	삼성화재	21,625	90,536	1.1	11.4	4.0	13.4	31.1
A064350	현대로템	19,951	6,490	6.9	28.8	0.1	0.0	267.8
A096770	SK이노베이션	19,187	107,899	0.7	-9.1	1.8	2.0	1.3
A034730	SK	18,053	215,317	0.5	6.9	2.8	24.8	89.4
A298040	효성중공업	17,810	6,954	8.2	25.9	0.3	0.1	386.0
A011200	HMM	18,063	31,982	0.7	9.7	3.1	8.7	8.4
A003670	포스코퓨처엠	17,122	9,124	4.2	-6.6	.	0.0	39.8
A033780	KT&G	17,177	14,779	1.6	12.5	3.7	14.1	35.9
A267250	HD현대	16,075	77,042	1.5	7.9	1.8	10.5	156.9
A024110	기업은행	16,148	490,109	0.5	7.9	5.3	0.0	41.3
A009150	삼성전기	16,246	13,842	1.8	7.9	0.8	2.7	75.7
A000150	두산	14,128	32,359	8.9	3.7	0.2	17.9	235.3
A010120	LS ELECTRIC	13,230	4,610	6.6	14.0	0.7	1.0	174.3
A066570	LG전자	14,073	67,170	0.7	5.0	1.2	0.0	3.5
A018260	삼성에스디에스	13,077	13,235	1.4	8.2	1.7	0.0	32.2
A006800	미래에셋증권	12,062	144,734	1.0	10.6	1.2	23.2	163.4
A003550	LG	12,230	32,236	0.4	2.6	3.9	2.0	10.1
A259960	크래프톤	11,991	8,441	1.6	18.7	.	5.8	-19.0
A352820	하이브	12,428	5,658	3.8	0.0	0.1	0.3	51.0

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

5. 전자주주총회 제도의 법적 근거 명문화 ⇒ 소액주주들의 주주총회 참여 활성화

주주총회는 기업의 중요한 의사결정을 내리는 최고 기구로, 주주들의 의견을 반영하여 경영의 투명성과 책임성을 확보하는 역할을 하지만 현실적으로 일반 주주들이 주주총회에 직접 참석하는 것은 쉽지 않다.

현행 상법에서는 주주총회를 회사 본점이나 인근 지역에서만 개최하도록 규정해, 주주가 전자통신수단을 사용하여 주주총회에 원격으로 실시간 참여하면서 의결권을 행사할 수 있는 법적 근거가 부족한 상황이다.

전자주주총회는 주주들이 물리적으로 회의장에 참석하지 않고도, 온라인을 통해 실시간으로 회의에 참여하고 의결권을 행사할 수 있도록 하는 제도로, 미국, 영국, 일본 등 해외 주요 국가에서도 이미 도입되어 활용되고 있다.

지금도 일부 개별 기업은 자율적으로 부분적인 온라인 주총을 실시하고 있다. 현장 주총 영상을 온라인으로 송출해 주주들이 시청하는 방식이다. 하지만 주총을 시청하는 주주들에게 출석이 인정되지 않아 실시간 의결권 행사는 불가능하다. 전자로 의결권을 행사하려는 주주들은 주총 전날까지 직접 투표하거나 의결권 위임을 마쳐야 한다. 전자주총이 가능하게끔 법이 개정되면 통지와 회의 참석, 주총 당일 투표까지 전자 방식으로 이뤄지면서 완전한 온라인 주총이 가능해지는 셈이다.

이러한 환경하에서 1차 상법개정에서는 현장병행형 전자주주총회를 도입하되 일부 회사엔 전자주주총회 개최 의무를 명시하였다. 전자주주총회를 개최할 의무를 부담하는 회사는 시행령에서 정해질 예정이다. 본 조항의 발의과정 회의록에 따르면 자산규모 2조원 이상의 대규모 상장회사가 의무 도입 대상이 될 것으로 예상된다.

전자주주총회는 병행은 주주총회의 패러다임을 근본적으로 바꿀 것으로 예상된다. 물리적 참석의 제약이 사라지면서 소액주주들의 총회 참여가 대폭 증가할 것이고, 온라인 환경에서는 안전에 대한 신중한 검토와 반대 의견 표명이 더욱 활발해질 것이다.

이사선임, 정관변경 등 안전에 대한 기관투자자와 행동주의펀드, 소액주주의 영향력이 커질 것이며, 일부 주주들이 온라인 플랫폼을 활용하여 소액주주들을 모아 주주총회에서 의결권을 행사하는 방식 등 기존과는 다른 형태의 주주행동이 활발해질 가능성이 높다.

표19. 전자주주총회 상법개정안 주요 내용

구분	현행	개정안
제542조의14 (전자주주총회)	신설	① 상장회사는 정관으로 달리 정하는 경우를 제외하고는 이사회 결의로 주주의 일부가 소집지에 직접 출석하지 아니하고 원격지에서 전자적 방법에 의하여 결의에 참가할 수 있는 방식의 총회(이하 "전자주주총회"라 한다)를 개최할 수 있다. ② 자산규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최하여야 한다. ③ 상장회사가 전자주주총회를 개최하는 경우 주주는 소집지에 직접 출석하는 방식과 전자통신수단에 의하여 출석하는 방식 중 어느 한 가지 방식에 의하여만 총회에 출석할 수 있다. ④ 전자주주총회에 출석한 주주 등은 제364조에 따른 소집지에 직접 출석한 것으로 본다. ⑤ 상장회사가 전자주주총회를 개최하는 경우 제363조제1항에 따른 소집통지에 전자주주총회를 개최한다는 뜻과 출석방법, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 포함하여야 한다. ⑥ 제1항과 제5항에 따른 전자통신수단, 전자주주총회 개최요건, 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.
제542조의15 (전자주주총회의 운영 등)	신설	① 상장회사가 제542조의14에 따라 전자주주총회를 개최하는 경우 주주가 총회의 의사 진행 및 결의에 실시간으로 참가할 수 있도록 총회를 적정하게 운영하여야 한다. ② 상장회사는 전자주주총회의 운영의 효율성 및 공정성을 확보하기 위하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 전자주주총회를 관리하는 기관을 지정하여 전자주주총회의 의사진행 및 결의에 참가하는 절차의 운영을 위탁할 수 있다. ③ 제2항에 따라 지정된 전자주주총회 관리관 및 그 임직원은 직무상 알게 된 정보로서 외부에 공개되지 아니한 정보를 정당한 사유 없이 자기 또는 제 3자의 이익을 위하여 이용하여서는 아니된다. ④ 상장회사는 대통령령이 정하는 바에 따라 전자주주총회의 개최에 관한 기록을 총회가 끝난 날로부터 5년간 보존하여야 한다. ⑤ 상장회사는 제4항에 따른 기록을 총회가 끝난 날부터 3개월간 본점에 갖추어 두어야 하고 주주는 영업시간 내에 기록의 열람을 청구할 수 있다. ⑥ 주주의 질의 방법 및 절차, 의장의 의사진행 등 전자주주총회의 운영과 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

6. 3차 상법 개정안의 핵심 자사주 소각 의무화 법안 가시화⇒

자사주 보유 비중이 높은 지주회사 등 지배구조 개선 효과 클 듯

(1) 기존 자사주 제도 개선: 인적분할 또는 합병 시 자사주에 대한

신주배정 금지, 발행주식총수 5% 이상 자사주 보유시 관련 계획 공시, 상장회사 모든 자사주 처분에 대한 공시 강화

자사주는 회사가 본인이 발행한 주식을 재취득하여 보관하는 주식으로, 금고주(Treasury stock)라고도 불린다. 자사주 취득은 기업의 이익을 주주에게 현금으로 돌려준다는 점에서 배당과 더불어 대표적인 주주환원 수단으로 인식되어왔다.

그런데 국내 자사주 제도가 자사주 취득 및 소각을 통한 주주에의 기업 성과 환원 및 주주가치 제고라는 본래의 목적과 달리 지배주주의 지배력을 확대하거나 경영권을 방어하는 수단으로 악용되고 있다.

이렇듯 자사주가 더 이상 지배주주의 편법적 사익추구 수단으로 악용되지 않고, 주주가치 제고라는 제도 본연의 취지대로 운용될 수 있도록 개선하기 위하여 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 및 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 개정안을 마련하여 2024년 6월 4일 입법예고를 거친 이후 2024년 12월 31일부터 시행되었다.

이러한 개정안에 주요 내용으로는 인적분할 또는 합병 시 자사주에 대한 신주배정 금지, 발행주식총수 5% 이상 자사주 보유시 관련 계획 공시, 상장회사의 모든 자사주 처분에 대한 공시 강화, 자사주 신탁 취득·처분 관련 공시 강화 등이 있다.

1) 인적분할 또는 합병 시 자사주에 대한 신주배정 금지

기존 법령 하에서는 인적분할 및 합병 시 자사주에 신주를 배정하는 것이 가능한지 여부가 명확하지 않았다.

이에 따라 인적분할 과정에서 기존회사의 자사주에 대하여 신설회사 신주로 배정하거나 합병 과정에서는 합병 존속회사가 보유한 소멸회사의 주식 또는 소멸회사가 보유한 자사주에 대하여 합병신주를 배정하는 것이 관행적으로 이루어짐에 따라 지배주주의 추가 출연 없이 지배력이 강화된다는 점에서, 자사주가 대주주의 지배력 확대에 활용되었다.

이를 개선하기 위해 개정 시행령에서는 상장회사가 인적분할하는 경우 자사주에 대해 신주배정을 할 수 없도록 명확히 규정하였다.(시행령 제176조의6 제3항) 또한 동일한 취지에서 상장법인이 다른 법인과 합병하는 경우에도 소멸되는 법인이 보유한 자사주에 대해 신주 배정을 할 수 없도록 규정하였다.(시행령 제176조의5 제7항).

2) 발행주식총수 5% 이상 자사주 보유 시 관련 계획 공시

기업이 자사주를 취득한 이후 처분 또는 소각 등 이를 어떻게 처리할 것인지를 주가에 중대한 영향을 미치는 정보임에도 불구하고, 국내에서는 이에 대한 체계적인 공시의무 부재로 인하여 상장기업이 자사주를 취득·보유·처분하는 과정에서 투명성이 보장되지 않았다.

즉, 자사주 취득 후 이를 장기간 보유함에도 그 활용 계획에 대한 정보를 구체적으로 제공하지 않거나, 제3자에 대한 자사주 처분시 주요사항보고서에 처분 목적을 간략하고 기계적인 수준으로 서술하는 데 그쳤다.

이에 대하여 상장법인의 자사주 보유 비중이 최근 사업연도말일 기준 발행주식총수의 5% 이상인 경우 “자기주식 보유 현황, 자기주식 보유 목적, 자기주식 취득, 소각 및 처분계획, 기타 자기주식 취득, 보유 및 처분에 관한 사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항”을 포함한 자기주식보고서를 작성하여 이사회 승인을 받은 후 사업보고서에 함께 공시하도록 하였다.(시행령 개정안 제176조의2 제6항, 규정 개정안 제4-3조 제1항 제3호 거목 및 제4항 제4호)

자사주는 의결권이 제한되기 때문에 기업은 자사주 매입을 통해 의결권을 가진 주식수를 줄임으로써 지배주주 보유 지분의 의결권을 상대적으로 강화시킨다. 특히 자사주 보유 비중이 일정 수준이상의 경우 지배주주 보유 지분의 의결권의 강화효과가 더 크게 나타날 수 있다.

이에 따라 이사회가 자사주 비중의 적정성 등을 검토하여 향후 자사주 처리 계획 등을 사업보고서에 공시하게 되면 자사주가 지배주주의 지배력 수단으로 악용되는 것을 견제하는 효과가 있을 것이다.

3) 상장회사의 모든 자사주 처분 관련 공시 강화

제3자에 대한 자사주 처분은 신규주주 진입, 유통주식 수 증가에 따른 주주가치 희석 등 기존 주주의 권익을 감소시키는 측면이 있으나, 기존 법령 및 규정상 ‘주요사항보고서’에는 공시사항이 상당히 간략하고 기계적이다.

이에 대한 개정안에서는 자사주의 임의적 처분 시 “처분상대방, 가격산정근거 및 예상되는 주식가치 희석효과, 처분 상대방 선정사유”를 이사회 결의사항 및 공시사항으로 추가하였다.

4) 자사주 신탁 취득·처분 관련 공시 강화

그간 자사주를 신탁으로 취득할 경우, 직접 취득한 경우에 비해 규제가 완화되어 기업들이 신탁 취득방식을 악용할 우려가 있었다. 또한, 자사주 직접 처분과는 달리 신탁계약 기간 중 이뤄진 자사주 처분에 대해서는 공시의무가 없어 투자자 보호에 공백이 있었다.

이를 개선하기 위해 개정 규정은 신탁으로 자사주를 취득할 경우에도 직접 취득방식과 동일하게 자사주 취득금액이 당초 계획·공시된 자사주 매입금액보다 적은 경우에는 사유서를 제출하게 하고, 계획된 자사주 매입기간 종료 이후 1개월 경과 전에는 새로운 신탁계약 체결을 제한하도록 개선하였다.

또한, 신탁 계약기간 중 신탁업자가 자사주를 처분하는 경우에도 직접 처분과 동일하게 처분목적, 처분상대방 및 선정사유, 예상되는 주식가치 희석효과 등을 회사가 주요사항보고서를 통해 공시하도록 하였다.

(2) 3차 상법 개정안의 핵심 자사주 소각 의무화 법안 가시화⇒ 자사주 보유 비중이 높은 지주회사 등 지배구조 개선 효과 클 듯

기업들이 자사주 매입시 주주환원 목적이라고 공시를 통해 밝히고 있지만, 실제로 소각으로 이어지는 건 일부여서 실질적 의미의 주주 환원으로 이어지지 못하기 때문에 자사주 매입 후 소각으로 이어질 수 있는 정책 등이 향후 가시화되어야 한다.

특히 자사주는 의결권이 제한되기 때문에 기존 자사주 등을 통하여 지배주주 보유 지분의 의결권을 상대적으로 강화시킨다. 특히 자사주 보유 비중이 일정 수준이상의 경우 지배주주 보유 지분의 의결권의 강화효과가 더 크게 나타날 수 있다.

현행 자본시장법에서는 자사주의 처분 의무 규정을 두고 있지 않으나, 이재명 정부에서는 원칙적으로 상장회사의 자사주 소각을 의무화하여 주주이익을 환원하는 정책을 추진할 예정이다.

이에 따라 올해 6월 국정기획위원회에서는 상여금 지급, 주식보상 등을 제외하고는 오로지 소각 목적으로 자사주 취득을 허용하며, 자사주 취득시 일정기간 내 의무소각하도록 한다는 입장을 발표하였다.

국회 의안정보시스템에 따르면 '자사주 소각·처리'와 관련해 발의된 법안들은 대체로 자사주 취득 시 일정기간 내 소각을 의무화하는 것엔 궤를 같이하고 있다. 기업 자사주 보유 최소화, 소각을 통한 주주가치 제고, 지배구조 투명성 확보 등 목적성에서도 입법 취지가 같다. 다만 적용 대상 회사, 소각기한, 예외 인정 사유 및 절차, 기존 보유 자사주에 대한 처리 기한 등 세부 규정에서 차이가 있다.

현재 국회에는 자사주 취득 후 일정 기간 내 소각을 의무화하는 5개의 법안이 발의되어 있다. 이 법안들은 적용 대상(상장회사 vs. 모든 주식회사), 소각기한(즉시, 6개월, 1년, 시행령 위임 등), 예외 인정 사유(임직원 보상 등), 예외 인정 절차(주주총회 승인 및 주주총회 승인시 3% 의결권 제한 등), 기존 보유 자사주에 대한 처리 기한(6개월에서 최대 5년) 등에서 세부적인 차이를 보이고 있다.

이러한 환경하에서 더불어민주당에서는 코스피5000특별위원회 의견을 정리한 자사주 소각 의무화를 핵심으로 한 3차 상법 개정안이 조만간에 발의될 예정이다.

2025년 6월 기준 자사주 보유 비중이 10% 이상인 기업이 236곳, 5% 이상인 기업은 533곳에 달해, 일괄적으로 소각 의무화를 추진할 경우 기업에 부담이 큰 측면이 있다.

이에 따라 자수 소각 의무화 법안에서는 새로 매입하는 자사주는 물론 기존 보유 자사주까지 1년 이내 소각을 의무화하되, 주주총회의 승인을 받은 예외적 경우에만 보유를 허용할 것으로 예상된다. 또한 기존 자사주 보유 규모가 큰 기업의 경우 추가 유예 기간을 부여하는 방안도 나올 수 있을 것이다.

예외 사유의 경우 임직원 보상이나 우리사주조합·사내복지기금 출연 등 내부 인센티브 목적, 또는 신기술 개발자금 등이 될 것으로 예상된다.

또한 2011년 상법 개정 당시 기업이 자사주를 비교적 자유롭게 활용할 수 있게 되었지만, 자사주를 이용한 지배구조 왜곡 및 주주가치 훼손에 대한 보호 장치가 부족해 불공정 처분 문제가 꾸준히 제기되어 왔다.

현재 상법은 자사주 취득 절차는 규정하고 있지만, 처분 절차에 대해서는 명확한 제한이 없어 이사회 결의로 시기·대상·가격을 자유롭게 정할 수 있다. 이에 따라 개정안에는 취득 목적대로만 처분하도록 하는 원칙이 담길 것으로 전망된다.

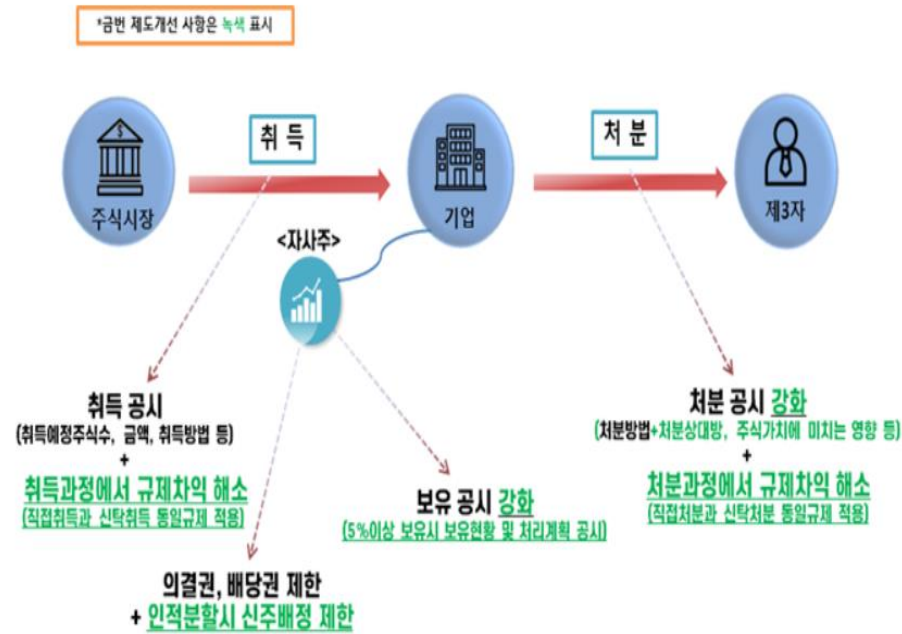
또한 합병 등 비자발적으로 취득한 자사주를 처분할 때는 기존 주주와 동등한 기회를 보장하기 위해 신주발행절차를 준용하도록 하는 방안도 마련될 것으로 예상된다. 자사주를 팔 때도 새로운 주식을 발행할 때처럼 까다로운 절차를 적용하겠다는 뜻이다.

이러한 3차 상법 개정안의 핵심 자사주 소각 의무화 법안의 경우 내년 초에 처리될 것으로 예상된다. 경제계에서 요구해온 배임죄 폐지 논의를 병행해, 3차 상법 개정안에 대한 기업 반발을 완화하려는 전략으로 내년 초 마무리될 예정인 배임죄 처벌 완화 작업과 상법 개정안을 연동해 추진될 것으로 예상된다.

이러한 자사주 소각 의무화 법안이 통과되면 현재 지배주주가 지배력을 강화하기 위한 수단으로 사용되는 경향이 있는 자사주 관행을 근본적으로 바꿔놓을 수 있을 뿐만 아니라 주주환원으로 유도 할 수 있을 것이다.

특히 지주회사의 경우 자사주를 지배주주 지배력을 강화하는 수단으로 활용하고 있기 때문에 대체적으로 높은 수준의 자사주를 보유하고 있다. 이에 따라 자사주 소각 의무화 법안이 통과되면 지배구조 개선 효과가 크게 나타날 것이다.

그림6. 기존 상장법인 자사주 제도개선 주요 내용



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표20. 국회에 발의된 자사주 소각 의무화 법안

구분	김남근 의원안 (2025.07.09)	차규근 의원안 (2025.07.14)	민병덕 의원안 (2025.07.22)	김현정 의원안 (2025.07.22)	이강일 의원안 (2025.07.23)
대상회사	상장회사	모든 주식회사	모든 주식회사	상장회사	모든 주식회사
소각기간	1년 이내	6개월 이내	1년 이내 (3% 미만 보유 시 2년 이내)	즉시 소각	대통령령으로 정하는 기간
예외	① 임직원 보상 ② 우리사주/사내근로복지기금 ③ CB/BW권리행사 필요 경우	① 주식매수선택권 ② 임직원 보상 ③ 대통령령으로 정하는 경우	임직원 보상 등 대통령령으로 정하는 목적	법령상의 의무이행, 임직원에 대한 보상 등 대통령령으로 정하는 목적	① 임직원에 대한 상여금, 퇴직금, 공로금 또는 장려금 지급 등 근로자의 복지를 도모하기 위한 경우 ② 그 밖에 소각하지 아니할 수 있는 불가피한 사유로서 대통령령으로 정하는 경우
예외 인정절차	매년 정기주주총회 승인	-	자기주식 취득 후 3개월 이내 주주총회 승인	주주총회 승인	
기보유 자기주식	동일하게 적용	5년 이내 소각	동일하게 적용	6개월 이내 소각	동일하게 적용
기타	주총 시 3% 의결권 제한 (최대주주 합산 3%)	-	주총 시 3% 의결권 제한 (최대주주 합산 3%)	주총 시 3% 의결권 제한 (최대주주 합산 3%)	-
시행시기			공포 후 6개월		

자료: 국회의안정보시스템, iM증권 리서치본부

IV. 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위 근절⇒ 내년 자본시장법 개정 가시화 될 듯

1. 합병시 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 신주 우선 배정 ⇒ 소액주주 권익 보호

(1) 주권상장법인에 대해 인수·합병 결정 시 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려한 공정가액 적용

현행 자본시장법령은 구체적인 합병가액은 상장사의 경우 이사회 결의일과 합병 계약일 중 앞선 날의 전일을 기준으로, 최근 1개월간 평균종가, 최근 1주일간 평균종가, 최근일 종가를 거래량으로 가중평균한 후 산술평균을 적용해야 하며, 계열사간 합병의 경우 기준시가의 $\pm 10\%$, 비계열사간 합병의 경우 $\pm 30\%$ 내에서 합병가액 할인·할증이 가능하다.

이렇게 직접적으로 규율하여 기업간 자율적 교섭에 따른 구조개선을 저해한다는 비판이 있다. 미국, 일본, 유럽 등 해외 주요국은 합병가액을 직접 규제하는 대신, 공시와 외부평가를 통하여 타당성을 확보하는 것과 대조된다.

2024년 11월 자본시장법 시행령을 개정을 통해 상장법인이 비계열사간 합병 등을 하는 경우 주식가격, 자산가치, 수익가치 등 다양한 정보를 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하도록 규정을 개선하였다.

무엇보다 최근 금융당국은 투자자 보호를 위해 합병 관련 증권신고서의 의사결정 과정, 가치 산정 근거 등에 대한 심사를 강화하며, 구체적인 보완을 요구하는 추세다.

이에 따라 합병 추진 시 기업은 합병비율 산정의 공정성을 위해 가치평가 과정의 정당성과 투명성을 사전에 확보해야 한다.

이러한 환경하에서 더불어민주당에서는 상장법인이 계열사간 합병 등을 하는 경우에도 주식가격, 자산가치, 수익가치 등 다양한 정보를 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하도록 자본시장법을 개정할 예정이다.

이를 통하여 법정 산식이 정하는 특정시점의 시가가 아니라, 기업의 본질적 가치가 반영하는 공정한 가격에 의한 합병비율, 주식매수가격 등을 정하도록 규정할 예정이다.

(2) 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 대한 신주물량 일정 배정 제도화

지배주주의 사익추구를 근절하고 일반주주 보호 강화 측면에서 2022년 10월 물적분할시 반대 주주에게 주식매수청구권을 부여하였을 뿐만 아니라 물적분할후 쪼개기 상장시 공시 및 상장심사를 강화하였다.

이에 따라 현재 자본시장법에서는 모회사가 물적분할 후 분할신설회사 상장시키는 경우, 일반주주들은 분할 시 주식매수청구권만 부여 받을 뿐 분할된 사업에 대한 직접적인 지분을 보장받지 못한다.

이에 대하여 물적분할 자회사를 상장할 시 모회사 주주의 이익을 보호할 목적으로 모회사 주주에게 자회사 공모 신주를 우선 배정하는 내용(신주의 비율은 다양함)의 자본시장법 개정안들이 2024년에 발의되어 국회에 계류 중이다.

이와 같이 자본시장법 개정안으로 소액주주들의 권익을 보호하기 위한 목적이다.

한편, 물적분할 후 자회사를 상장하는 경우 뿐만 아니라 물적분할을 우회할 수 있는 영업양도 및 현물출자 방식 등의 기업 분할 형태에 대하여 거래소가 일반주주 보호노력을 심사하는 기간 제한(5년)을 삭제하였다.

이에 따라 기간 제한 없이 상장기업이 모회사 일반주주에 대해 충분한 보호노력을 이행하도록 유도할 예정이다.

2. 기업 인수 시 경영권 프리미엄을 공유하고 소액주주의 회수기회를 보장하기 위한 의무공개매수 도입 내년 가시화 될 듯

(1) 의무공개매수 도입 필요성 및 해외 도입 사례

의무공개매수제도는 상장회사의 지배권을 확보할 정도의 주식 취득시, 주식의 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수의 방법으로 취득하도록 하는 제도로 무분별한 계열사 확장을 막고 일반주주 보호를 위한 목적이 있다. 즉, 기업의 지배주주가 변경되는 M&A 과정에서, 이를 찬성하지 않는 일반주주에게도 자신이 보유한 주식을 새로운 지배주주(인수인)에게 매각할 수 있는 기회를 보장할 뿐만 아니라 지배권 이전 시 소액주주들은 경영권 프리미엄을 지배주주와 공유할 수 있으므로 일반투자자의 권익을 보호하는 장점이 있다.

우리나라 상법은 합병 및 영업양수도 방식의 M&A 관련하여, 주주총회결의, 주식매수청구권 등 다양한 주주 보호장치를 규정하고 있다. 그러나 주식양수도 방식의 경우 경영권이 이전된다는 점에서 타유형과 경제적 실질이 동일함에도 불구하고, 주주보호 장치가 상대적으로 미비하다. 특히 해당 M&A에 반대하는 일반주주는 자금회수 기회가 없고, 지배주주와의 경영권 프리미엄 공유도 불가능한 문제가 있다.

2016년 5월 KB금융지주가 현대증권의 22.56%의 지분을 매입하며 지배주주인 현대상선에게는 주당 23,182원을 지급하였다. 2016년 9월 완전자회사화를 위해 KB 금융지주와 현대증권 간의 주식교환을 결정함에 따라 현대증권주식의 교환가격은 주당 6,766 원으로 결정되었고, 주식교환에 반대하는 주주에게는 주당 6,737 원에 주식매수청구권이 부여되었다.

또한 미래에셋증권은 대우증권을 인수할 때 43%의 지분을 매입하면서 지배주주인 산업은행에게 주당 16,518원을 지급하였다. 이후 대우증권은 미래에셋증권을 합병하여 미래에셋대우증권이 출범함에 따라 합병가액은 7,825 원(보통주 기준)이고, 합병과 관련된 주식매수청구권 가격은 7,999 원이었다.

2021년 12월 한샘의 최대주주 조창걸 외 특수관계인이 보유하고 있는 주식 652만주(27.7%)를 주당 221,000원에 IMM PE(하임 유한회사, 하임1호 유한회사 및 하임2호 유한회사)에 매각하였다. 이와 같이 높은 경영권 프리미엄을 받을 수 있게 된 요인의 하나로는 26.7%의 자사주가 있었기 때문이다. 결국에는 그 동안의 자사주 매입으로 인하여 주주들의 이익이 최대주주로 이전하는 효과를 가져온 셈이다.

이와 같이 지배주주가 지나치게 높은 경영권 프리미엄을 독식하는 문제를 해결하기 위한 의무공개매수 제도 도입 논의를 촉발시키는 계기가 되었다.

의무공개매수제도는 상장회사의 지배권을 확보할 정도의 주식 취득시, 주식의 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수의 방법으로 취득하도록 하는 제도로 무분별한 계열사 확장을 막고 일반주주 보호를 위한 목적이 있다. 즉, 기업의 지배주주가 변경되는 M&A 과정에서, 이를 찬성하지 않는 일반주주에게도 자신이 보유한 주식을 새로운 지배주주(인수인)에게 매각할 수 있는 기회를 보장할 뿐만 아니라 지배권 이전 시 소액주주들은 경영권 프리미엄을 지배주주와 공유할 수 있으므로 일반투자자의 권익을 보호하는 장점이 있다.

국내에서는 1997년 1월 당시 상장기업 주식의 대량소유제한 제도가 폐지되면서 소액주주 보호를 위해 증권거래법에 따라 상장기업 발행주식총수의 25% 이상을 취득하고자 하는 자는 의무적으로 발행주식총수의 50%+1주를 공개매수 하도록 한 의무공개매수제도를 도입하였다. 하지만 도입 직후 IMF 외환위기 발발로 M&A를 위축시킬 수 있다는 지적과 더불어 기업구조조정 촉진을 위해 1998년 2월말 폐지하였다.

이와 같이 의무공개매수제도가 폐지 이후 지속적으로 재도입을 검토하기도 하였으나 법 개정으로 이어지지 않았다.

한편, 유럽과 아시아 등 주요 국가에서는 인수기업이 M&A를 위해 일정 비율 이상의 피인수기업 지분을 인수하는 경우 잔여지분의 전부 또는 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수 하도록 하는 제도를 시행 중에 있다.

최초로 의무공개매수제도를 도입한 영국에서는 30% 미만의 의결권 있는 주식을 보유하고 있던 주주가 30% 이상 보유하게 되거나 30% 이상 50% 미만의 주식을 보유한 자가 1주라도 추가로 취득하는 경우 잔여주식 전부에 대해 의무적으로 공개매수를 해야 한다.

유럽에서도 일정규모 이상의 주식을 취득하려는 경우 소액주주 보호를 위해 잔여지분 전체에 대해 동일한 가격으로 공개매수를 하도록 하는 것을 원칙으로 하고 지분 비율 기준이나 기간 등은 각국이 재량적으로 결정할 수 있다.

독일과 네덜란드, 스페인 등 대부분의 유럽 국가들은 30% 이상의 의결권 있는 주식을 취득하는 경우 잔여주주를 대상으로 공개매수 청약을 하도록 규정하고 있다.

일본의 경우 상장기업이 장외에서 지분을 취득하여 1/3을 초과하는 경우 해당 주식을 공개매수 방식으로 취득해야 하며, 2/3를 초과하여 주식을 취득하는 경우 잔여주주가 보유한 모든 주식에 대해 매수 의무가 부과된다.

미국은 대부분의 주에서 의무공개매수 제도를 도입하고 있지 않지만 이사회에 광범위한 충실의무 강화 및 발달된 민사소송 제도 등에 기반하여 M&A 과정에서 일반주주를 보호하고 있다. 무엇보다 지배주주의 일반주주에 대한 충실의무에 따라 기업의 가치를 저해할 수 있는 지배주주에 매각시 손해배상을 인정하는 판례가 다수 있어 일반주주가 보호되고 있는 편이다.

(2) 의무공개매수 도입 방안 및 효과

2022년 12월 금융위원회에서는 의무공개매수제도의 도입을 발표하였다. 이러한 발표안에 따르면 인수인이 주권상장법의 지분매입으로 의결권 있는 주식의 25% 이상을 보유하는 최대주주가 되는 경우 인수인은 지분율이 전체 주식의 50%에 1주를 더한 분량에 대해 공개매수청약 의무를 지게 되며 지배주주와 동일한 가격(경영권 프리미엄 포함)에 해당 주식을 구입해야 한다. 유예기간은 1년 이상 충분히 부여할 계획이다.

다만, 공개매수에 응한 주식의 50%에 미달하면 청약물량만 매수해도 의무를 다한 것으로 규정하였다. 예를 들어 인수회사가 피인수회사 최대주주(지분율 30%)의 지분을 매입할 때, 10%의 지분을 가진 일반주주가 공개매수에 응했다면 인수회사는 최대주주지분과 공개매수물량을 합해 한 전체 40%의 물량만 매입하면 된다.

또한 공개매수에 응한 주식의 50%+1주를 초과하는 경우, 안분 계산해 인수회사가 매수할 수 있도록 할 계획이다. 예를 들어 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입한 후 공개매수에 60%의 주식에 응한 경우, 60%를 3분의 1로 고르게 나눠 20%만 인수해도 해당 규정을 충족한 것으로 판단한다. 결과적으로 인수회사가 총 50%+1주를 보유하기 때문이다. 인수자가 원하는 경우 공개매수에 응한 주식 전부를 인수하는 것도 가능하다.

한편, 일반주주의 권익 침해 가능성 등을 감안하여, 합리적이고 타당성 있는 사유에 대해서는 공개매수제도가 적용되지 않을 수 있다. 또한 기업 구조조정 등과 같이 산업합리화를 위해 필요한 경우와 더불어 다른 법률에서 부과된 의무에 따라 지분을 취득하는 경우 등에서도 공개매수제도 적용 예외사유에 해당된다. 이와 같은 공개매수제도 적용 예외사유는 자본시장법 개정 이후 시행령 등 하위법령 개정과정에서 이를 구체화할 예정이다.

이러한 내용을 담은 자본시장법 개정안은 지난 21대 국회에 제출되었으나 임기 만료로 폐기된 상황이다.

그러나 이재명 정부에서는 대통령선거 과정에서부터 의무공개매수 제도를 도입하겠다는 의지를 보였으며, 8월 공개한 '새정부 경제성장전략'에도 같은 내용을 담았다.

현재 의무공개매수 제도 관련 자본시장법 개정안이 6건 이상 발의되었다. 이에 따라 의무공개매수 제도 관련 자본시장법 개정안 통과가 내년에 가시화 될 것으로 예상된다.

이와 같은 의무공개매수제도 도입이 가시화 된다면 소액주주 경영권 변경과정에서 소외되지 않고 해당 주식을 매각할 수 있는 기회를 부여함으로써 본인이 투자한 자금을 회수할 수 있는 권리가 한 층 더 보장될 수 있을 것이다.

특히, 소액주주의 경우도 기업 경영권 변경과정에서 지배주주와 마찬가지로 경영권 프리미엄을 공유하는 효과가 기대된다. 즉, 주주평등의 원칙을 구현할 수 있을 뿐 아니라, 상당한 지분으로 기업을 인수하도록 하여 소유구조의 왜곡을 줄일 수 있을 것이다.

무엇보다 지배주주와의 불투명한 거래를 통해 일부 지분만으로 기업을 인수하여 소액주주에 피해를 주는 약탈적 기업인수 사례가 미연에 방지되는 효과도 기대된다.

표21. 우리나라 M&A 관련 주요 주주보호 장치

	합병		영업양수도		주식양수도	
	인수회사	대상회사	인수회사	대상회사	인수회사	대상회사
주주총회결의	O (소규모X)	O	O (중요양수)	O (중요양도)	X	X
주식매수청구권	O (소규모X)	O	O (중요양수)	O (중요양도)	X	X

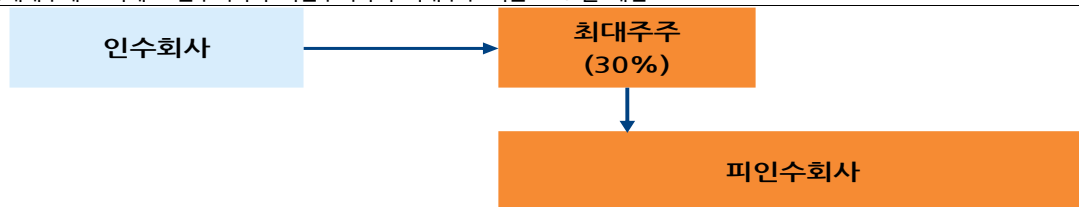
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표22. 주요국 공개매수제도 현황

입법례	매수요건	매수 대상	매수 가격
EU	일정비율 이상 취득 (회원국 결정사항)	잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
영국	30% 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
독일	30% 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
일본	1/3 초과 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득	경영권 프리미엄 포함
	2/3 초과 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	
舊 증권거래법	25% 이상 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 (최소 50%+1주 이상)	경영권 프리미엄 포함
미국		제도 미도입	

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

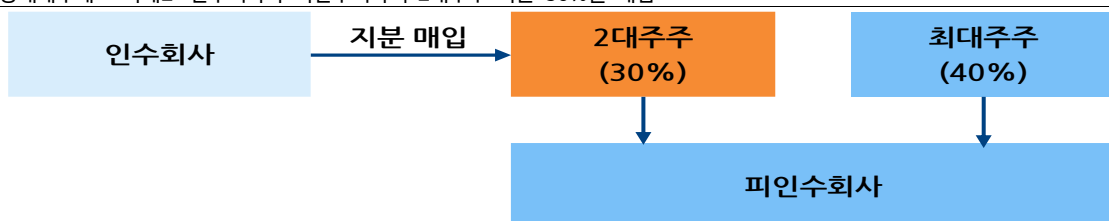
그림7. 공개매수제도 사례1: 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입



⇒ 의무공개매수 대상 (∵ 지분을 25% 이상 & 최대주주)

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

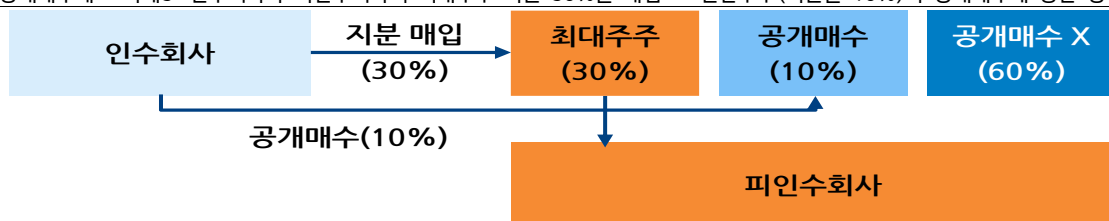
그림8. 공개매수제도 사례2: 인수회사가 피인수회사의 2대주주 지분 30%를 매입



⇒ 의무공개매수 대상 아님 (∵ 최대주주가 아님)

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

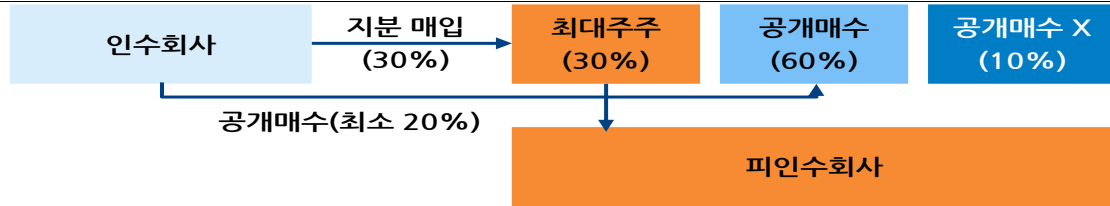
그림9. 공개매수제도 사례3: 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입 ⇒ 일반주주(지분율 10%)가 공개매수에 응한 경우



⇒ 인수회사는 최대주주 지분(30%) + 공개매수수량(10%) 매입

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림10. 공개매수제도 사례4: 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입 ⇒ 일반주주(지분율 60%)가 공개매수에 응한 경우



⇒ 인수회사는 최대주주 지분(30%) + 공개매수 물량(최소 20%*) 매입

*인수회사가 일부물량(예: 20%)만 매수하는 경우, 안분비례 방식으로 매수물량 할당(60% 지분에 대해 1/3씩 매입)

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

V. 상법 및 자본시장법 개정으로 지주회사 엷지있는 지배구조 개선 효과 본격화

1. 금융 및 재정정책 등으로 인한 유동성 장세 마무리 단계 ⇒ 안전자산 선호 현상으로 인하여 지배구조 및 배당 등 정책 수혜주에 주목할 시기

지난 5월 29일 한국은행이 올해 경제성장률을 기존 전망치 1.5%(2월)에서 0.8%로 하향 전망하였다. 최근 30년간 우리 경제가 1% 미만 성장했던 때는 1998년(-5.1%), 2009년(0.8%), 2020년(-0.7%) 등 세 번이었다. 모두 국제통화기금(IMF) 외환 위기, 글로벌 금융 위기, 코로나 팬데믹 같은 장기간의 위기를 겪었던 해이다.

또한 한국은행은 2026년 경제 성장률도 기존 전망(1.8%)에서 0.2%포인트 내려잡은 1.6%로 발표하였다. 올해 소비자물가 상승률은 지난 2월 전망치와 같은 1.9%이다. 내년 소비자물가 상승률은 기존 전망치(1.9%)보다 소폭 낮은 1.8%로 예상하였다.

이러한 환경하에서 지난 5월 29일 금융통화위원회에서 기준금리를 연 2.75%에서 0.25%포인트 내린 연 2.5%로 결정했다. 금리 인하기에 들어선 지난해 10월 이후 네 번째 금리 인하다. 이는 곧 저성장이 예상됨에 따라 한국은행이 기준금리를 내려 경기 부양을 도모하겠다는 의미다.

다른 한편으로는 이재명 정부가 잠재성장률 3% 달성을 목표로 적극적인 경기 부양에 나섰다.

지난 5월 13조 8천억원 규모로 1차 추경을 편성한 상황하에서, 경기부양을 위해 2차 추경은 최소 20조원 규모로 올해 총 35조원으로 전망된다. 무엇보다 올해 1% 이하의 저성장을 기록할 것으로 전망됨에 따라 2차 추경으로 경기부양을 도모하겠다는 의도다.

이와 같이 경기부양을 위해 금융정책으로 금리인하가 지속될 것이라는 기대감과 더불어 재정정책으로는 2차 추경 등이 이루어지면서 유동성 공급이 본격화 되었다.

이러한 금융 및 재정정책 등으로 인한 유동성 장세 기대감 등이 반영되면서 지난해 8월부터 이어져 온 국내 주식시장에서 외국인 순매도가 일단락 되고 올해 4월 중순 이후부터 10월까지 국내시장의 외국인 순매수가 진행되었다.

이에 따라 코스피 지수의 경우 연초 대비 11/3까지 75.9% 상승하였으며, 연초 대비 현재(11/21)까지는 60.6% 상승하였다.

그러나 10월 말쯤부터 국내시장에서 외국인의 순매도가 본격화 되고 있다.

9월과 10월 FOMC 회의에서 연속하여 금리를 인하함에 따라 그동안 글로벌 유동성 확대 기대감 등이 반영되었는데, 10월 28~29일 FOMC 회의 후 제롬 파월 연준 의장이 기자회견에서 12월 금리 인하가 기정사실이 아니라고 발언함에 따라 안전자산 선호현상이 강해지면서 국내 주식시장에서 외국인들의 매도를 촉발시켰다.

이와 더불어 코스피 지수가 PBR 1.4배 이상 수준까지 상승함에 따라 외국인 입장에서는 밸류에이션 부담 등도 작용하였다. 또한 AI 버블 등에 우려도 일조를 하였다.

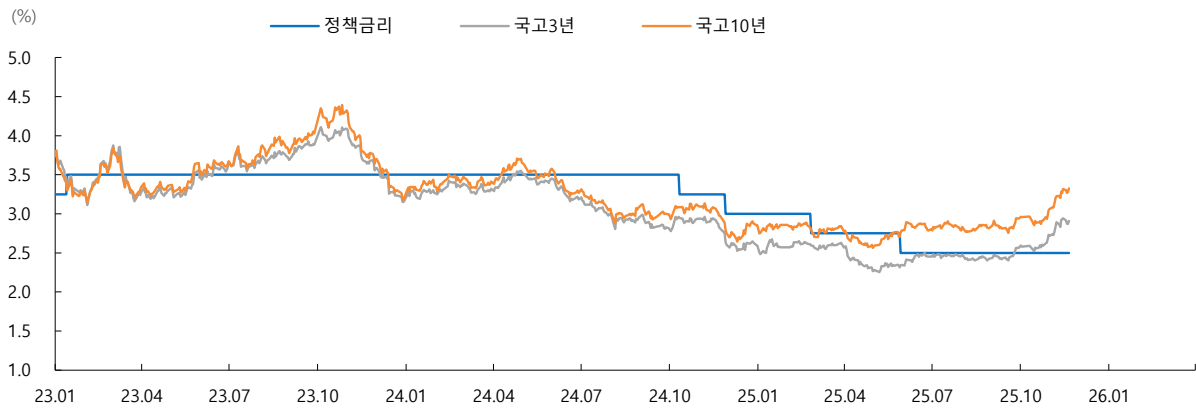
다른 한편으로는 오는 11월 27일 올해 마지막 금융통화위원회 열고 기준금리와 올해, 내년 경제성장률 수정 전망치를 공개할 예정이다. 지난 10월 금리 인하의 발목을 잡았던 부동산 가격과 원·달러 환율이 여전히 진정세를 나타내고 있지 않기 때문에 연 2.5% 동결이 유력시 된다.

또한 한국은행이 내놓을 올해와 내년 성장률 전망치도 관심이 될 것이다. 지난 8월 내놓은 올해 0.9%와 내년 1.6% 성장 전망치의 상향 조정이 예상된다. 관건은 잠재성장률인 1.8%를 넘어서는 내년 전망치가 제시될 것인지 여부다. 어찌되었든 유동성 장세 마무리를 알리는 신호로 작용할 것이다.

현재 코스피 지수의 경우 유동성 확대와 내년 ROE 상승 기대감 등이 이미 밸류에이션에 반영되어 있을 뿐만 아니라, 글로벌 유동성 축소 우려감으로 인한 안전자산 선호 현상 등으로 외국인 순매도가 지속될 것으로 예상된다.

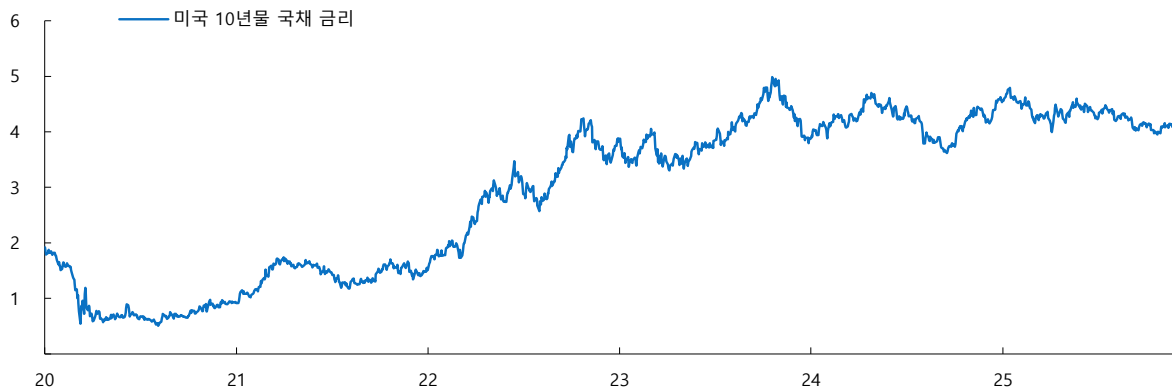
이에 따라 향후 3차 상법 개정 등으로 자사주 소각 의무화가 가시화 되는 것과 더불어 현재 국회에서 배당소득 분리과세 등이 논의되고 있으므로 지배구조 및 배당 등 정책 수혜주에 주목할 시기이다.

그림11. 기준금리 및 국고3,10년 금리 추이



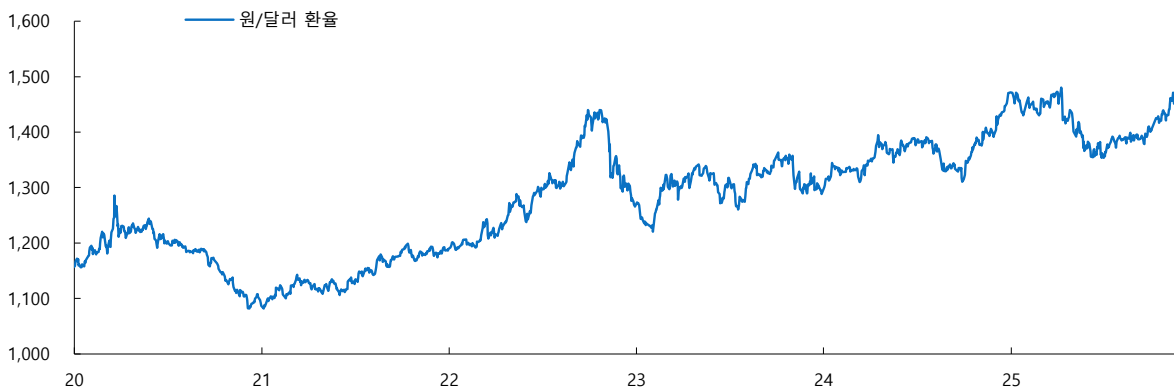
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림12. 미국 10년물 국채 금리 추이



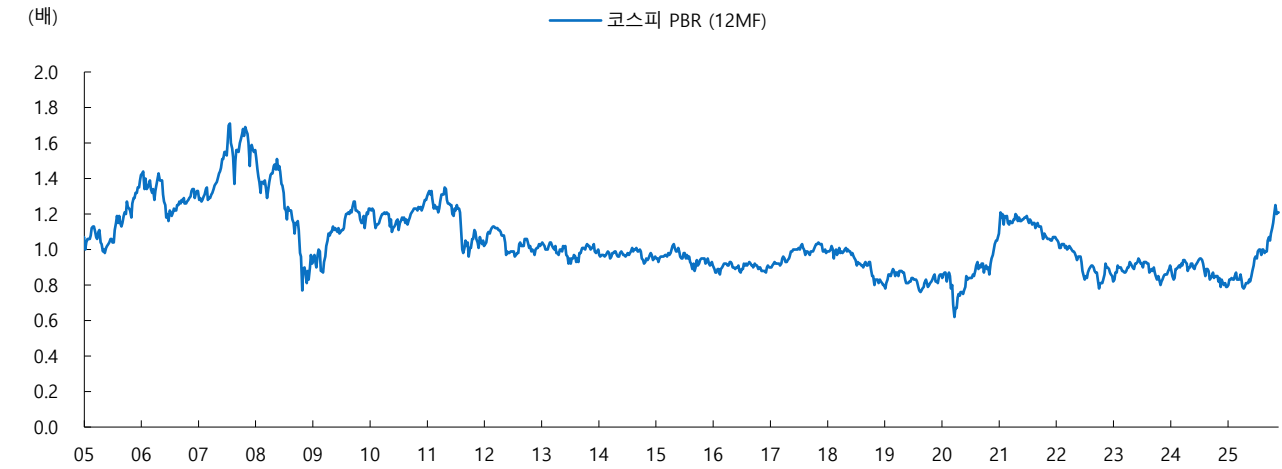
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 원/달러 환율 추이



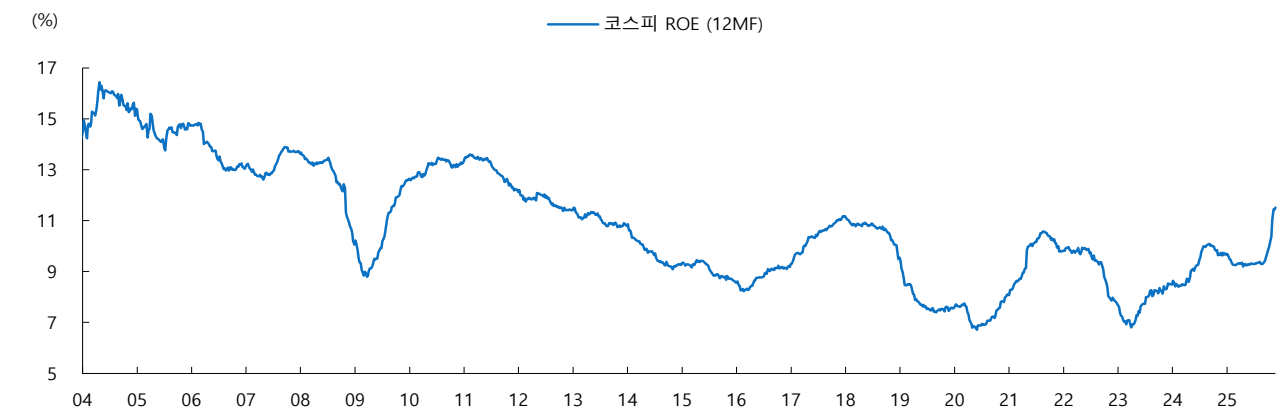
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 코스피 PBR 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 코스피 ROE 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. 한국 실질 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

2. 재벌가 오너 3·4세 시대 맞이하여 이행상충 발생 가능성 높아질 듯 ⇒ 법적인 기반하에서 주주총회에서 주주행동주의 확장세 본격화 될 듯

(1) 주주행동주의 활동 뚜렷하게 증가하고 있는 중

제한적인 경제 성장 전망 및 시장 포화로 인하여 기업들의 기존 성장 방식이 한계에 봉착 하였기 때문에 M&A 등 기업구조개편 등으로 인하여 주주행동주의 활동이 늘어날 수 있는 환경이 도래하고 있다. 또한 기업의 성패는 선제적 혁신 여부에 달려있는데, 변화의 노력이 내부에서 이루어지지 않는다면 주주행동주의 등 외부로부터 압력이 가해질 것이다.

이러한 성장방식의 한계 때문에 TSR(Total Shareholder Return) 증대가 가장 큰 이슈로 부각될 것이며 이를 기반으로 주주우선주의가 향후에도 지속되거나 더 강화될 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 주주행동주의의 타겟이 되는 기업들은 대체로 이전에 성과와 재무상의 수익률이 평균 이하인 경우가 많고, 특히 행동주의주주가 해지펀드인 경우 전형적으로 대상기업에 대한 시장의 저평가 상태를 이용하여 단기수익을 추구하므로 경쟁기업에 비해 평균이하의 주시가격이나 성장률을 보일수록 주주행동주의의 관심대상이 될 가능성이 크다.

보다 근본적으로 주주행동주의의 관심 대상은 지배구조가 취약한 기업들이다. 이와 결부되어 기업의 유보자금 활용계획이 투명하게 공개되지 않았거나, 장기간 유보자금 활용을 하지 않아 기업 성장이 정체시키거나 배당 등 주주들에게 이익을 배분하지 않는 등 자본배분 정책 등이 불확실성한 기업들에 대하여 주주행동주의의 대상이 될 수 있을 것이다.

무엇보다 실제 주주행동주의 단독으로는 기업의 행동을 바꿀 수 없기 때문에 다른 투자자와 연합하거나 기관투자자 내지 일반주주를 우호세력으로 만드는 것이 필수이다. 이를 달성하기 위해서는 주주행동주의가 제기하는 이슈가 일관성 있고 책임질 수 있어야 한다.

이러한 환경하에서 일본의 경우 2020년 이후 주주행동주의 활동이 뚜렷하게 증가하고 있는 중이다. 이는 2014년 이후 회사법, 기업지배구조코드, 스튜어드십코드 개정 등을 통해 제도적 기반이 마련됨에 따라 활발해지고 있는 것으로 판단된다. 특히 2023년 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영> 시행이후 주주행동주의 활동이 가속화 되고 있다.

이에 따라 일본에서는 행동주의 펀드 대상이 되는 기업 수도 지속적으로 증가하고 있을 뿐만 아니라, 외국계 헤지펀드 뿐만 아니라 국내 행동주의 펀드의 참여도 확대되고 있는 중이다. 이러한 환경하에서 이사회 독립성 강화, 사외이사 선임, 감사위원 분리 선출 등 지배구조 개선을 위한 다양한 주주제안이 활발하게 이루어지고 있는 중이다.

우리나라의 경우도 2022년 이후 주주행동주의 활동이 뚜렷하게 증가하고 있는 중이다. 이는 2016년 도입된 스튜어드십코드제도와 2020년 12월 감사위원 분리선출과 더불어 최대주주의 의결권을 3%로 제한하는 등의 내용이 상법 개정을 통해 제도화 된 것 등이 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

먼저 기관투자자들의 적극적인 의결권 행사 등이 이어지고 있다. 2016년 제정된 스튜어드십 코드를 채택하는 기관은 지속적으로 증가하여, 2017년 16개사에서 2025년 11월 21일 기준 249개사(국민연금, 연기금, 보험사, 자산운용사 등)로 늘어났다.

스튜어드십 코드 채택 기관의 경우 투자대상회사와의 적극적인 대화와 충실한 의결권 행사 등 수탁자로서의 책임을 성실히 이행해야 한다. 금융당국도 자산운용사의 의결권 행사를 점검하며 스튜어드십 코드 이행을 촉구하고 있다.

무엇보다 주주행동주의 활동이 활발해지고 있다. 국내 주주행동주의 투자자들의 주주제안 내용을 살펴보면 임원(이사·감사·감사위원)선임 등 지배구조에 대한 제안이 높은 비중을 차지하고 있다. 이와 같은 주주제안에 의한 기업가치 제고 노력은 결국에는 기업경영을 담당하는 이사회의 구성에 의해 크게 영향을 받을 가능성이 높아지면서 지배구조에 영향을 미칠 것이다.

이와 같이 기관투자자들과 개인투자자들 적극적인 활동으로 말미암아 주주총회 안건을 제안하는 주주제안 건수도 꾸준히 증가하고 있다. 2020년 26개사에서 59개의 주주제안이 있었으나, 주주들의 활발한 활동이 지속되면서 2025년에는 42개사에서 121개의 주주제안이 제출되었다.

(2) 법적인 기반하에서 주주총회에서 주주행동주의 확장세 본격화 될 듯

소수주주권은 다수결 원리가 지배하는 주식회사에서 상법상 소액주주에게 부여되는 특별한 권리로 주주제안권, 주주명부 열람청구권, 주주 대표소송 제기권, 회계장부 열람청구권, 이사회 의사록 열람청구권 등이 있다. 이러한 소수주주권의 경우 법에 따라 일정 비율 이상의 주식을 특정 기간 보유해야 행사할 수 있다.

소액주주의 경우 이러한 소수주주권 등을 행사하여 지배주주나 경영진의 전횡을 견제하고 기업의 이익을 보호할 수 있을 뿐만 아니라 주주 가치를 높이고 경영을 투명하게 만드는 데 기여한다.

주주행동주의 경우도 이러한 소수주주권 등을 행사하여 전략을 펼칠 수 있을 뿐만 아니라, 특히 주주총회에서 주주제안 등을 통하여 이사 및 감사 등에 선임됨으로써 경영참여 보폭을 넓혀 나갈 수 있을 것이다.

무엇보다 개정상법 시행에 따른 환경 변화는 단순히 개별제도 하나하나의 변경을 넘어 여러 제도가 맞물려 돌아가며 기업 지배구조를 전반적으로 변화시키는 기반을 마련할 것이다.

특히 강화된 3%룰, 일정 규모 이상의 상장회사에 적용되는 집중투표제와 감사위원 분리선출 확대 등은 이사회 구성 단계 영향을 미쳐 이사회의 인적 구성을 바꾸는 한 축이 될 것이다. 이와 동시에 이사의 주주 충실의무 도입은 이사들의 업무 수행 기준을 한층 더 높여 의사결정 과정 자체를 규율하는 또 다른 축으로 작용할 것이다.

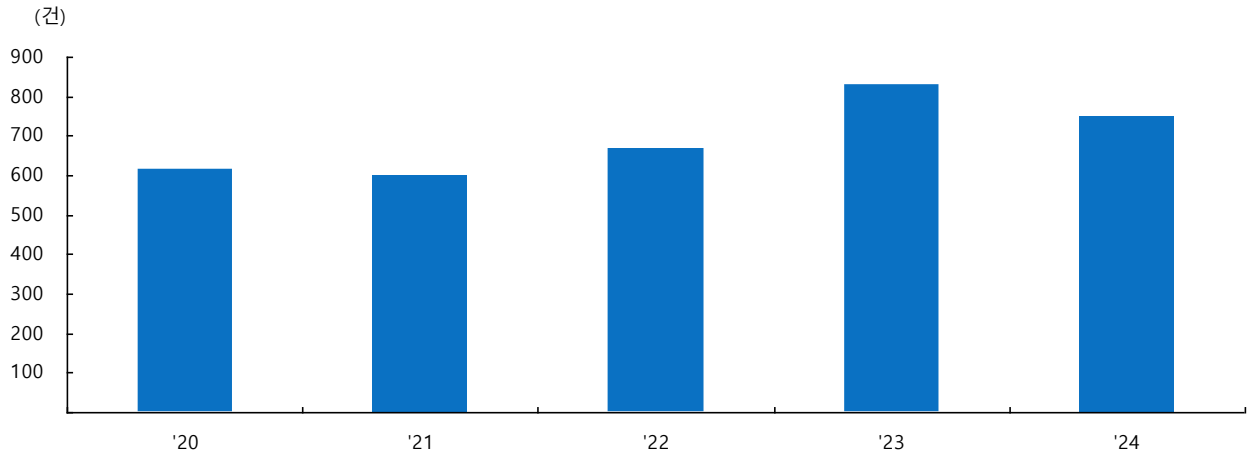
이에 따라 올해 개정상법 등이 향후 지배주주와 소액주주간의 이해상충 문제 해결 및 소액주주 권익보호에 긍정적으로 작용할 것이다.

무엇보다 재벌가 오너 3·4세 시대를 맞이하여 상속, 증여 등이 이뤄지는 환경하에서 합병, 분할 등 기업구조 개편 등으로 자기 몫을 챙기면서 헤어지는 사례가 빈번하게 일어날 것이다.

그동안 소유구조가 안정적이고 견고하였던 재벌가 오너 1·2세 시대에 비하여 재벌가 오너 3·4세들이 자기 몫을 챙기는 과정속에서 경영권 분쟁 뿐만 아니라 이해상충 발생 가능성 등이 높아지면서 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 나타날 수 있을 것이다.

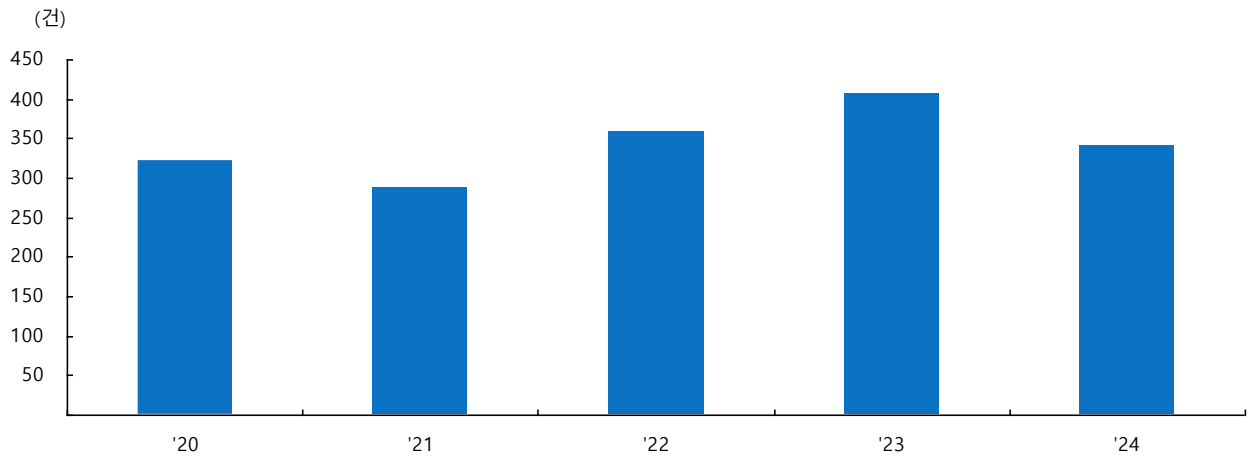
이러한 재벌가 오너 3·4세 시대 지배구조 취약점이 부각되면서 지배구조 개선을 요구하는 주주행동주의 확장세가 본격화 될 것으로 예상된다.

그림 17. 글로벌 주주행동주의 캠페인 수 추이



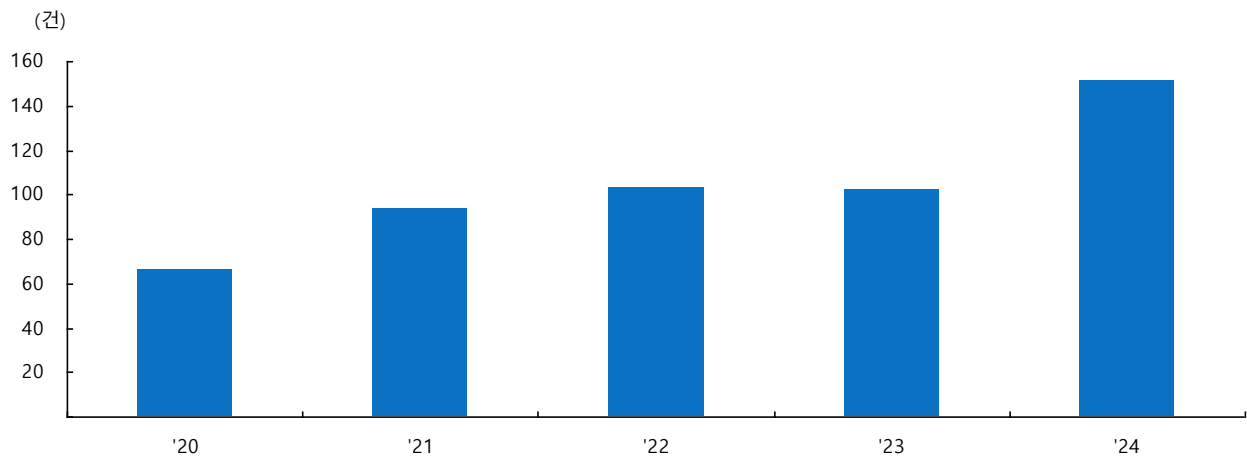
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림 18. 미국 주주행동주의 캠페인 수 추이



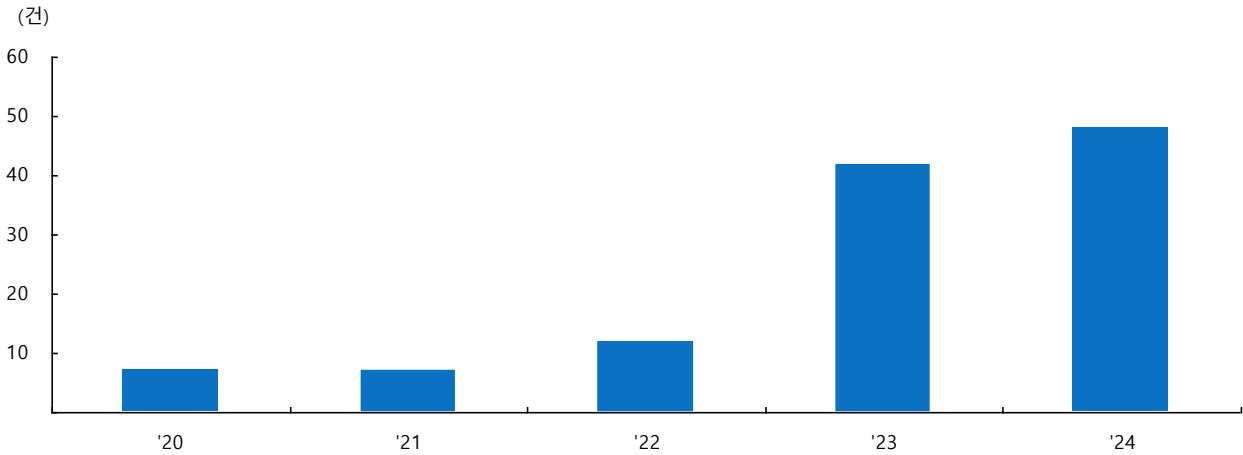
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림 19. 일본 주주행동주의 캠페인 수 추이



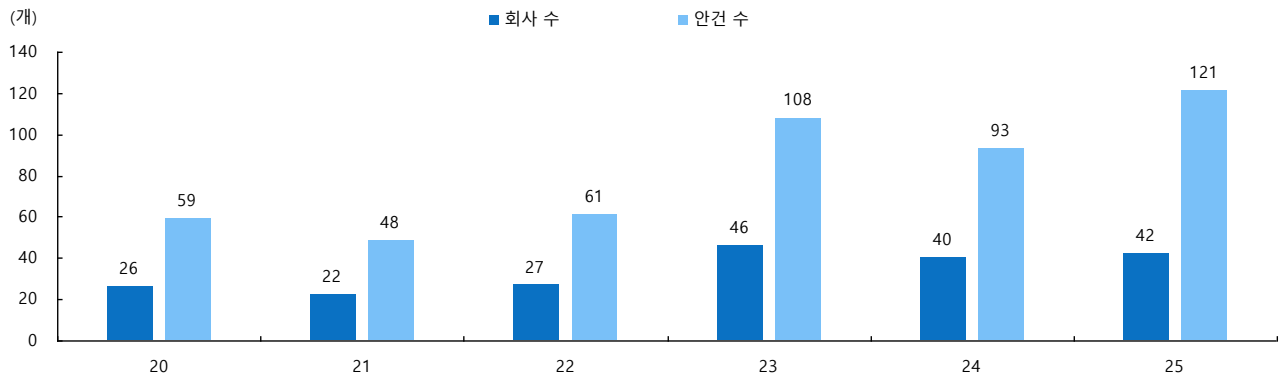
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림20. 한국 주주행동주의 캠페인 수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림21. 상장회사 주주총회 주주제안 추이



자료: 금융감독원국회(강준현의원실) 제출자료, iM증권 리서치본부

표23. 행동주의 펀드에 의한 임원 선임 사례 (2022~2025)

주체	대상회사	내용
얼라이언파트너스	SM	감사 주주제안(선임)/정관변경(대표이사외 이사회 의장 분리)
차파트너스	사조오양	감사위원인 사외이사(선임)
차파트너스	남양유업	감사(선임)
트러스트자산운용	한국알콜	감사위원인 사외이사(선임)
얼라이언파트너스	JB금융지주	사외이사(선임)
트러스트자산운용	태광산업	사내이사, 사외이사, 감사위원인 이사(선임)
KCGI	DB하이텍	감사위원인 사외이사(선임)
플래시메이트캐피탈파트너스	KT&G	사외이사(선임)
스트라이드파트너스	에이치피오	감사위원인 이사(선임)
달튼인베스트먼트	콜마홀딩스	기타비상무이사(선임)

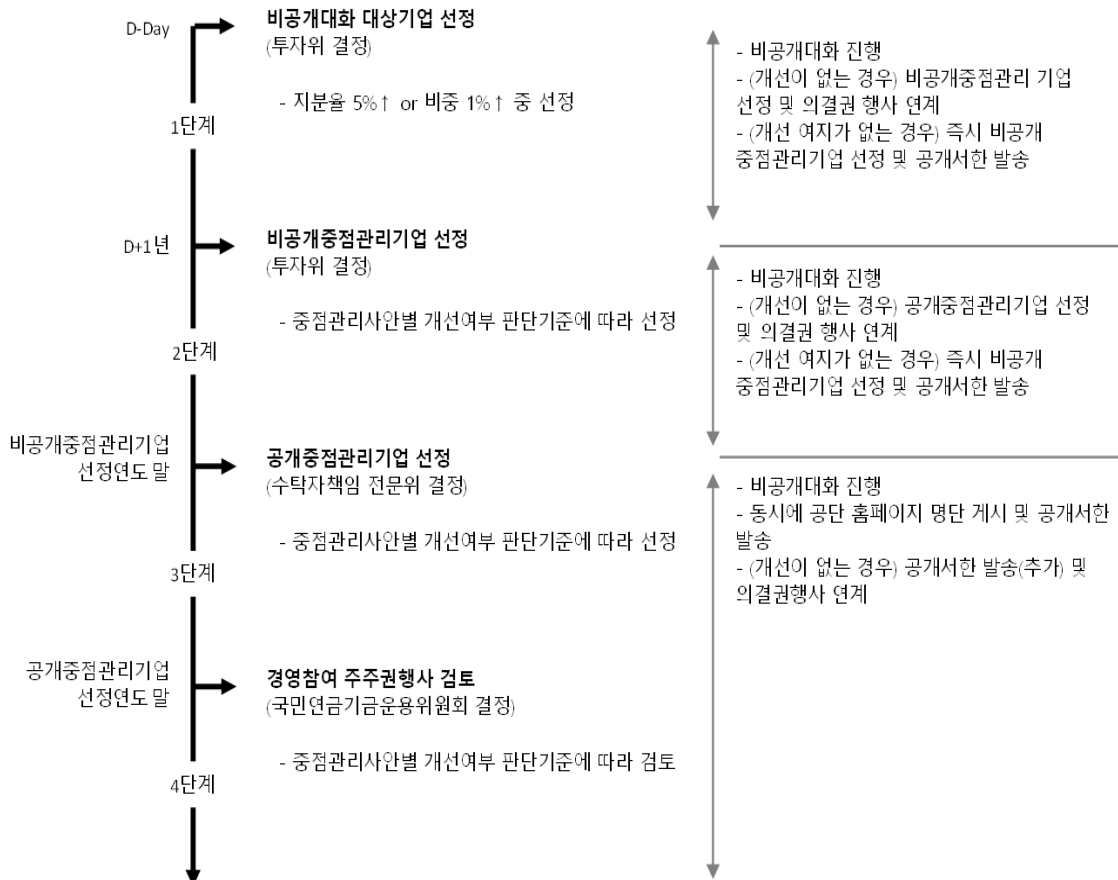
자료: 전자공시시스템, iM증권 리서치본부

표24. 한국형 스튜어디십 코드 7대 원칙

구분	원칙의 내용
원칙1	[스튜어디십 코드 이행을 위한 정책 수립 및 공개] 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙2	[이익충돌 방지정책 제정 및 공개] 기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
원칙3	[투자대상회사에 대한 지속적 점검 및 감시] 기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.
원칙4	[스튜어디십 코드 활동 수행에 관한 내부지침 마련] 기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 대한 내부지침을 마련해야 한다.
원칙5	[의결권 정책 제정 및 공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개] 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙6	[의결권행사, 스튜어디십 코드 이행 활동 보고 및 공개] 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자들에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙7	[스튜어디십 코드의 효과적 이행을 위한 역량 및 전문성 확보] 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

자료: 한국ESG연구원, iM증권 리서치본부

그림22. 국민연금 중점관리사안에 대한 수탁자 책임 활동 수행 단계



자료: 국민연금, iM증권 리서치본부

표25. 스튜어드십 코드 참여 기관

구분	참여기관	참여기관수
연기금	국민연금 등	4곳
보험사	신한생명 등	4곳
자산운용사	미래에셋자산운용 등	63곳
PEF운용사	IMM인베스트먼트 등	74곳
증권사	KB증권 등	6곳
투자자문사	케이원투자자문 등	4곳
서비스기관	한국ESG기준원 등	5곳
은행	KB국민은행 등	2곳
기타		87곳
합계		249곳

자료: 한국ESG기준원, iM증권 리서치본부

표26. 현행 상법상 소수주주권 행사요건

소수주주권	일반규정	상장회사 특례규정(제542조의6 제1항~제7항 / 6개월 계속 보유)		지분비율 기준주식
		자본금 1천억원 미만	자본금 1천억원 이상	
해산판결청구권	10%	-		-
주주총회소집청구권	3%	1.5%		발행주식총수
업무/재산상태 감사권	3%	1.5%		발행주식총수
주주제안권	3% (의결권주식)	1%	0.5%	의결권 없는 주식 제외한 발행주식총수
이사/감사/청산인 해임청구권	3%	0.5%	0.25%	발행주식총수
회계장부열람권	3%	0.1%	0.05%	발행주식총수
위법행위유지청구권	1%	0.05%	0.03%	발행주식총수
검사인 선임청구권	1%	-		발행주식총수
대표소송제기권	1%	0.01%		발행주식총수
다중대표소송제기권	1%	0.5%		발행주식총수

자료: 상법, 한국법학원, iM증권 리서치본부

표27. 현행 상법상 주요 소수주주권

구분	내용
주주 제안권	발행주식 총수[의결권 없는 주식 제외(이하 동일)]의 3% 이상(상장회사의 경우 1% 이상)을 보유한 주주가 이사회에 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안할 수 있는 권리(상법 제363조의2)
임시총회 소집청구권	발행주식 총수의 3% 이상(상장회사의 경우 1.5% 이상)을 보유한 주주가 이사회에 임시총회의 소집을 청구할 수 있는 권리(상법 제366조)
이사해임 청구권	주주총회에서 결격사유가 있는 이사의 해임이 부결된 경우 발행주식 총수의 3% 이상(상장회사의 경우 0.5% 이상)을 보유한 주주가 주주총회일로부터 1개월 내에 법원에 그 이사의 해임을 청구할 수 있는 권리(상법 제385조 제2항)
이사회 의사록 열람 청구권	주주가 영업시간내에 이사회 의사록의 열람 또는 등사를 청구할 수 있는 권리(상법 제391조의3 제3항)
주주명부 열람 청구권	주주가 주주명부의 열람 또는 등사를 청구할 수 있는 권리이며, 자본시장법 제316조 제2항에 따라 작성된 실질주주명부 열람에 있어서도 동일하게 적용됨(상법 제396조)
대표소송 제기권	발행주식 총수의 1% 이상(상장회사의 경우 0.01% 이상)을 보유한 주주가 회사에 대하여 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있는 권리(상법 제403조)
다중대표소송 제기권	모회사 발행주식 총수의 1% 이상(상장회사의 경우 0.01% 이상)을 보유한 주주가 자회사에 대하여 자회사 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있는 권리(상법 제406조의2)
회계장부 열람청구권	발행주식 총수의 3% 이상(상장회사의 경우 0.1% 이상)을 보유한 주주가 회계장부와 서류의 열람 또는 등사를 청구할 수 있는 권리(상법 제466조)
유지청구권	이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우 감사 또는 발행주식 총수의 1% 이상(상장회사의 경우 0.5%)을 보유한 주주가 이사에 대해 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있는 권리(상법 제402조)
감사인 선임청구권	발행주식 총수의 3% 이상(상장회사의 경우 1.5%)을 보유한 주주가 회사의 업무와 재산상태를 조사하게 하기 위하여 법원에 감사인의 선임을 청구할 수 있는 권리(상법 제467조 제1항)

자료: 상법, iM증권 리서치본부

표28. 주주행동주의 스펙트럼

구분	덜 공격적	-	더 공격적
전술	주주관여	주주제안	반대 투표 캠페인
정의	회사에 대한 주주의 우려 사항을 논의하기 위해 경영진(및 이사회) 면담 요청	주주가 주주총회 안건을 직접 제안	주주들에게 현 이사회 구성원에 반대하는 투표를 하도록 설득하거나 경영진 보상에 대한 지지를 보류하도록 하는 캠페인
주체	모두	개인 주주행동주의자, 특정 단체	기관투자자
			위임장 대결
			회사 이사회의 일부 또는 전부를 주주행동주의자가 지명한 이사로 교체하려는 시도
			헤지펀드

자료: 삼일회계법인, iM증권 리서치본부

표 29. 주주총회 주요 결의사항 및 상법 규정

구분	결의사항	근거규정
보통결의	이사·감사 선임	상법 제382조 제1항, 제409조 제1항
	이사·감사에 대한 보수의 결정	상법 제388조, 제 415조
	감사위원의 선·해임 (자산 1천억원 이상 상장회사의 경우)	상법 제542의12제1항
	청산인의 선·해임과 보수의 결정	상법 제531조, 제539조 제1항, 제 542조 제2항, 제 388조
	재무제표의 승인 (정관에 다른 정함이 없는 경우)	상법 제449조 제1항, 제533조 제1항, 제534조 제5항
	이익배당 (재무제표 승인을 주주총회에서 하는 경우), 주식배당	상법 제462조 제2항, 제462의2 제2항
	이사·감사의 책임해제에 관한 다른 내용의 결의	상법 제450조
	검사인의 선임	상법 제366조 제3항, 제367조, 제542조 제2항
	청산중결의 승인	상법 제540조 제1항
	총회의 연기 또는 속행의 결정	상법 제372조 제1항
	결손의 보전을 위한 자본금의 감소	상법 제438조 제2항
	법정준비금의 감소	상법 제461조의2
	정관변경	상법 제433조, 제434조
	(1)영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도	
	(2)영업 전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이 하는 계약, 기타 이에 준하는 계약의 체결·변경·해약	상법 제 372조
	(3) 회사 영업에 중대한 영향을 미치는 다른 회사 영업 전부·일부양수	
특별결의	사후설립	상법 제375조
	이사·감사의 해임	상법 제385조 제1항, 제415조
	결손의 보전 목적 이외의 자본금의 감소	상법 제438조 제1항
	주식의 할인발행	상법 제417조 제1항 자본시장법 제 165조의8 제1항
	주주 외의 자에게 전환사채 발행시 발행가능 전환사채의 액, 전환조건, 전환으로 발행할 주식 내용, 전환청구기간에 관한 정관의 정함이 없는 때	상법 제513조 제3항
	주주 외의 자에게 신주인수권부사채 발행시 발행가능 신주인수권부사채의 액, 신주인수권 내용, 신주인수권행사 기간에 관한 정관의 정함이 없는 때	상법 제516조의2 제4항
	주주 이외의 자에게 이익참가부사채를 발행하는 경우 발행할 수 있는 이익참가부사채의 가액, 이익배당 참가 내용에 관하여 정관에 정함이 없는 때	상법 시행령 제21조 제2항
	회사의 해산 또는 계속	상법 제518조, 제519조, 제520조의2 제4항
	신설합병의 경우 설립위원의 선임	상법 제175조

자료: 상법, iM증권 리서치본부

3. 상법 및 자본시장법 개정: 할인을 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 지주회사 최대 수혜

상법개정 등을 통해 이사의 주주 충실의무 도입은 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있는 것이다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무는 기본적으로는 지배주주와 소액주주의 이해상충으로 인하여 특정 주주의 이익이 훼손되는 상황이 주로 문제될 수 있다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 문제되지 않는 상황에서는 이사의 회사에 대한 선관주의의무 및 충실의무 규정 만으로도 회사의 이익, 곧 소액주주를 포함한 주주 전체의 이익을 충분히 보호할 수 있기 때문이다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 발생할 수 있는 상황으로 지배주주의 회사 주식 저가 취득, 지배주주 보유 주식을 경영권 프리미엄 독점 등의 방식으로 고가 매각, 합병/분할/분할합병/포괄적 주식교환/영업양수도 등에 있어서 지배주주 혹은 다른 계열회사가 이익을 얻고 이로 인하여 소액주주가 손해를 보는 경우, 경영권 방어 목적으로 지배주주가 혹은 지배주주에게 우호적인 백기사 주주가 분쟁 상대방 주주보다 우선적으로 주식을 취득하여 논란이 되는 경우 등을 들 수 있다.

이러한 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 지주회사에서 보다 더 자주 발생하고 있으므로 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 지주회사 할인이 크게 발생하고 있다.

즉, 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인이 심화되고 있는 것이다.

이에 따라 이사의 주주 충실의무 도입으로 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인을 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 지주회사 수혜가 예상된다.

한편, 재벌가 오너 3·4세 시대를 맞이하여 상속, 증여 등이 이뤄지는 환경하에서 합병, 분할 등 기업구조 개편 등으로 자기 몫을 챙기면서 헤어지는 사례가 빈번하게 일어날 것이다.

그동안 소유구조가 안정적이고 견고하였던 재벌가 오너 1·2세 시대에 비하여 재벌가 오너 3·4세들이 자기 몫을 챙기는 과정속에서 경영권 분쟁 뿐만 아니라 이해상충 발생 가능성 등이 높아지면서 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세에 중요한 분기점이 될 것이다.

이러한 환경하에서 상법개정을 통하여 감사위원회 위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한, 감사위원 분리선출 확대, 대기업 집중투표제 활성화 등이 이루어지면서 주주행동주의 활동의 기폭제가 될 것이다.

감사위원회 위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한 및 감사위원 분리선출 확대 등으로 주주행동주의를 실행하는 사모펀드, 기관투자자, 소액주주 등이 감사위원 선임 과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 제도적 기반을 마련하였다. 특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배주주로부터 독립된 감시 기능을 강화하여 내부통제의 실효성을 높이는 효과를 가져올 것으로 예상됨에 따라 지배구조 개선효과가 가시화 될 것이다.

또한 대기업 집중투표제가 활성화되면 이사회 구성 변화로 소액주주권 등이 강화되면서 지배주주와 소액주주간에 이해상충 상황이 발생할 가능성 높은 지주회사의 지배구조 개선효과가 가시화 될 수 있을 것이다.

무엇보다 3차 상법개정 등을 통하여 자사주 소각 의무화 등이 가시화 될 것이다. 그동안 지주회사의 경우 자사주가 지배주주 지배력을 강화하기 위한 수단으로 사용되는 경향이 있었는데, 자사주 소각 의무화가 이러한 자사주 관행을 근본적으로 바꿔놓을 수 있을 뿐만 아니라 주주환원으로 유도 할 수 있을 것이다.

이와 더불어 합병시 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 신주 우선 배정 등이 자본시장법 개정 등을 통해서 이루어지면 지배주주를 위한 기업구조 개편이나 중복상장 등이 적어지면서 지주회사 수혜가 예상된다.

표30. 지주회사 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~11.21)

종목코드	기업명	시가총액 (십억원)	PBR(배) (11/21 추가 기준)	ROE (3Q25,%)	배당수익률 (11/21 추가 기준, %)	자사주 비율 (%)	YTD 수익률(%)
A105560	KB금융	45,966	0.7	9.9	2.6	5.1	45.4
A028260	삼성물산	36,715	0.9	5.8	1.2	4.6	88.2
A055550	신한지주	37,383	0.6	8.6	2.8	0.8	61.6
A086790	하나금융지주	25,328	0.6	9.2	4.0	2.3	60.2
A138040	메리츠금융지주	19,239	1.8	22.9	1.2	2.0	5.6
A316140	우리금융지주	19,049	0.5	9.3	4.6	1.2	68.8
A096770	SK이노베이션	19,187	0.7	-9.1	1.8	2.0	1.3
A030200	KT	12,576	0.7	5.6	4.0	4.3	13.8
A034730	SK	18,053	0.5	6.9	2.8	24.8	89.4
A003550	LG	12,230	0.4	2.6	3.9	2.0	10.1
A180640	한진칼	6,569	2.0	5.5	0.4	0.0	30.5
A267250	HD현대	16,075	1.5	7.9	1.8	10.5	156.9
A000150	두산	14,128	8.9	3.7	0.2	17.9	235.3
A071050	한국금융지주	8,532	0.8	17.0	2.6	5.4	114.7
A086520	에코프로	10,699	6.6	-1.3	0.1	0.9	39.7
A000880	한화	5,982	0.6	12.2	1.0	7.4	196.7
A006260	LS	5,776	1.0	4.6	0.9	13.7	93.2
A078930	GS	5,519	0.4	4.0	4.5	0.0	51.1
A001040	CJ	5,415	1.1	7.3	1.6	7.3	87.3
A175330	JB금융지주	4,396	0.7	12.4	4.3	2.0	42.2
A138930	BNK금융지주	4,691	0.4	7.4	4.4	0.8	44.3
A004990	롯데지주	3,179	0.4	-15.7	4.0	27.5	39.0
A383220	F&F	2,919	1.6	22.0	2.2	2.1	40.3
A008930	한미사이언스	2,589	2.8	8.5	0.8	1.0	28.5
A081660	미스트홀딩스	2,503	1.1	8.6	2.9	10.8	3.3
A002790	아모레퍼시픽홀딩스	2,420	0.8	3.4	1.1	4.0	46.4
A000240	한국안컴퍼니	2,540	0.6	6.9	3.7	0.2	58.1
A139130	iM금융지주	2,288	0.4	6.5	3.5	0.8	72.6
A009970	영원무역홀딩스	2,330	0.7	12.4	3.1	14.0	107.5
A003090	대웅	1,337	0.9	7.3	0.9	29.7	6.5
A010060	OCI홀딩스	1,929	0.5	-4.8	2.1	0.8	74.3
A001800	오리온홀딩스	1,242	0.5	7.0	4.0	4.0	31.6
A012630	HDC	1,064	0.3	9.2	2.0	17.1	49.5
A192400	쿠쿠홀딩스	1,024	0.7	11.6	4.2	12.6	25.2
A004800	효성	2,057	0.9	14.8	2.4	0.1	162.0
A003380	하림지주	912	0.3	3.9	1.5	13.2	49.6
A000210	DL	814	0.2	-0.7	2.6	0.1	22.9
A006120	SK디스커버리	1,136	0.4	2.1	2.7	6.7	59.5
A036530	SNT홀딩스	887	0.6	10.9	2.9	11.3	141.8

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

표31. 지주회사 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~11.21)

종목코드	기업명	시가총액 (십억원)	PBR (11/21 추가 기준)	ROE (3Q25, %)	배당수익률 (11/21 추가 기준, %)	자사주 비율 (%)	YTD 수익률(%)
A001430	세아베스틸자주	950	0.5	0.2	4.5	0.0	34.1
A000640	동아쏘시오홀딩스	693	0.6	9.8	1.6	1.5	-0.6
A005250	녹십자홀딩스	745	0.7	13.4	3.2	4.5	-8.5
A031980	피에스케이홀딩스	964	2.0	26.2	1.6	0.0	17.5
A057050	현대홈쇼핑	670	0.3	3.7	5.0	6.6	22.9
A000070	삼양홀딩스	898	0.4	1.9	3.3	9.9	59.7
A383800	LX홀딩스	600	0.3	7.8	3.7	0.1	14.7
A036830	솔브레인홀딩스	775	0.5	6.0	0.6	4.2	2.4
A007700	F&F홀딩스	769	0.3	5.0	2.3	0.1	63.1
A084110	휴온스글로벌	657	1.2	4.6	1.0	3.6	20.0
A145990	삼양사	536	0.3	6.0	3.4	6.3	9.2
A003300	한일홀딩스	506	0.3	2.7	5.7	0.0	17.1
A017810	풀무원	517	1.7	9.3	0.8	3.2	26.6
A005810	풍산홀딩스	523	0.4	6.8	0.0	4.8	0.0
A002020	코오롱	648	0.4	-6.3	1.1	0.0	265.6
A024720	콜마홀딩스	355	0.6	7.5	1.9	0.0	53.8
A030530	원익홀딩스	1,692	1.7	-1.3	.	1.1	758.8
A027410	BGF	382	0.2	3.3	3.3	0.0	15.8
A084010	대한제강	359	0.3	3.7	3.3	30.9	-7.7
A060980	HL홀딩스	405	0.4	1.0	4.6	0.5	28.3
A072710	농심홀딩스	436	0.3	8.5	2.7	0.0	48.3
A084690	대성홀딩스	341	0.5	3.0	2.9	0.0	-7.5
A001940	KISCO홀딩스	368	0.3	-0.3	6.9	11.8	30.0
A005720	넥센	304	0.2	7.4	2.4	9.4	24.3
A029460	케이씨	326	0.3	9.2	1.3	16.0	48.6
A012030	DB	277	0.6	16.8	.	5.0	5.5
A001630	종근당홀딩스	242	0.4	5.8	2.9	5.0	1.4
A124500	아이티센글로벌	464	4.6	25.3	.	0.0	284.2
A096760	JW홀딩스	258	1.0	20.9	3.3	6.4	15.6
A001230	동국홀딩스	236	0.1	-1.0	6.7	2.2	0.5
A035810	이자홀딩스	301	0.4	4.8	5.4	0.0	69.1
A000320	노루홀딩스	290	0.5	7.1	2.5	22.9	69.6
A121440	골프존홀딩스	223	0.3	3.8	4.8	9.8	50.1
A015860	일진홀딩스	379	0.7	8.5	0.0	6.8	0.0
A487570	HS효성	243	0.4	2.4	.	0.5	118.8
A000140	하이트진로홀딩스	236	0.4	7.3	3.4	7.9	11.6
A016450	한세에스24홀딩스	174	0.4	-8.3	5.7	1.8	3.0
A006840	AK홀딩스	119	0.3	-24.4	4.4	1.5	-6.6
A005990	매일홀딩스	146	0.3	5.2	2.3	10.2	28.5

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

표32. 보험주 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~11.21)

종목코드	기업명	시가총액 (십억원)	PBR(배) (11/21 추가 기준)	ROE (3Q25,%)	배당수익률 (11/21 추가 기준, %)	자사주 비율 (%)	YTD 수익률(%)
A032830	삼성생명	29,280	0.7	6.5	3.1	10.2	54.4
A000810	삼성화재	21,625	1.1	11.4	4.0	13.4	31.1
A005830	DB손해보험	8,446	0.7	16.1	5.7	15.2	16.1
A031210	서울보증보험	3,446	0.7	4.5	5.8	0.0	71.2
A088350	한화생명	2,588	0.2	7.4	.	13.5	21.1
A001450	현대해상	2,476	0.4	20.2	.	12.3	12.1
A003690	코리안리	2,168	0.5	9.8	4.6	9.3	40.0
A085620	미래에셋생명	1,583	0.5	7.8	.	26.3	69.6
A082640	동양생명	1,010	0.8	9.8	.	3.3	39.4
A211050	인카금융서비스	683	3.2	40.7	0.8	4.8	136.9
A000370	한화손해보험	602	0.3	8.7	.	1.0	28.0
A000400	롯데손해보험	540	0.9	5.3	.	0.4	-13.6
A000540	흥국화재	233	0.3	7.5	.	0.0	-1.1
A244920	에이플러스에셋	181	1.1	13.1	2.5	0.0	81.6

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

표33. 유틸리티주 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~11.21)

종목코드	기업명	시가총액 (십억원)	PBR (11/21 추가 기준)	ROE (3Q25,%)	배당수익률 (11/21 추가 기준, %)	자사주 비율 (%)	YTD 수익률(%)
A015760	한국전력	30,911	0.7	19.4	0.4	0.0	140.1
A036460	한국가스공사	3,716	0.3	8.1	3.6	5.5	16.0
A052690	한전기술	3,398	5.5	17.8	1.1	0.5	67.7
A018670	SK가스	2,385	0.8	10.7	3.1	2.8	24.6
A051600	한전KPS	2,349	1.8	10.8	4.7	0.0	18.4
A300720	한일시멘트	1,297	0.7	4.5	5.7	0.0	21.5
A071320	지역난방공사	1,204	0.5	14.8	3.7	0.0	151.2
A017940	E1	574	0.3	3.7	4.1	15.7	21.7
A004690	삼천리	517	0.3	6.1	2.4	15.6	43.5
A183190	아세아시멘트	435	0.4	4.1	2.2	2.6	13.2
A130660	한전산업	364	3.4	-2.4	3.3	0.0	19.2
A015360	INVENI	349	0.4	13.2	6.5	27.4	21.4
A017390	서울가스	327	0.2	2.7	3.8	21.3	31.1
A038500	삼표시멘트	326	0.4	5.3	3.6	0.5	2.5
A117580	대성에너지	221	0.6	8.2	3.1	1.1	-5.2
A016710	대성홀딩스	134	0.3	5.7	3.0	0.3	18.6
A003480	한진중공업홀딩스	133	0.3	17.3	2.7	11.7	22.8
A267290	경동도시가스	125	0.3	6.8	4.1	0.1	19.5
A453450	그리드위즈	116	0.8	2.7	.	0.0	-12.2
A034590	인천도시가스	115	0.5	8.1	4.8	5.8	6.5

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자자의견]

종목추천 투자등급

종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%