

[2025년 하반기]

지주/ESG (Overweight)

지배구조 2.0 시대(패러다임 전환)

이재명 정부 지배구조 개선 정책 상법 개정으로 Start





CONTENTS

[산업분석]

I. Summary	3
II. 이재명 정부 지배구조 개선 정책 상법 개정으로 Start	
1. 지배구조 개선 정책 확대 필요성	6
2. 이재명 정부의 지배구조 개선 정책 ⇒ 일반주주 권익 보호, 지배주주 사익편취 행위 근절 등 상법 개정으로 Start	12
III. 기업지배구조 개선 통해 일반주주 권익 보호 ⇒ 상법 개정	
1. 상법 개정을 통하여 이사의 주주 충실의무 도입 ⇒ 대리인 비용 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미	17
2. 상법개정안: 감사위원 분리선출 확대를 통한 감사위원회 독립성 확보 ⇒ 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 독립된 감시 기능 강화로 지배구조 개선효과 가시화	23
3. 상법개정안: 대기업 집중투표제 활성화 ⇒ 이사회 구성 변화로 소액주주권 강화 될 듯	25
4. 상법개정안: 전자주주총회 제도의 법적 근거 명문화 ⇒ 소액주주들의 주주총회 참여 활성화	26
IV. 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위 근절⇒ 자본시장법 개정	
1. 합병시 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 신주 우선 배정	28
2. 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 제도화 검토	30
3. 기업 인수 시 경영권 프리미엄을 공유하고 소액주주의 회수기회를 보장하기 위한 의무공개매수 도입	34
V. 상법 및 자본시장법 개정의 최대 수혜주 지주회사	
1. 금융 및 재정정책 등으로 인하여 유동성 장세 Start	39
2. 재벌가 오너 3·4세 시대 상법 및 자본시장법 개정으로 주주행동주의 활동 본격화 될 듯	42
3. 상법 및 자본시장법 개정: 구조적으로 할인을 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 지주회사 최대 수혜	45

I . Summary

이재명 정부 상법 및 자본시장법 개정 등으로 지배구조 개선 정책 가시화 될 듯 ⇒ 구조적으로 할인을 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 지주회사 최대 수혜

이번 대통령 선거를 통하여 3년여 만에 국민의힘에서 더불어민주당으로의 정권교체가 이루어졌으며, 새로운 정부출범으로 향후 큰 정책적 변화가 예상된다. 무엇보다 현재 국회의 의석정수 300석 중 더불어민주당이 절대다수인 171석을 차지하고 있어 새정부의 정책들이 국회의 입법절차를 통하여 신속하고도 실효적으로 시행될 것이다.

이러한 환경하에서 이재명 정부에서는 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 상법개정 등이 이루어질 것이다.

이번 상법 개정안에는 이사의 주주에 대한 충실의무, 독립이사, 대규모 상장회사의 집중투표제 강화 및 감사위원 분리 선출 확대, 전자주주총회 도입 등이 포함되어 있다.

특히 시행 시기의 경우 기존 법안은 시행 시점을 공포 후 1년이 경과한 날로 정했으나 이번에는 전자주주총회 부분을 제외하고는 대통령 공포 후 즉시 시행으로 규정해 별도 유예 기간이 없다. 즉, 대통령이 공포한 날부터 시행하는 것으로 해, 주주 보호의 시기를 앞당길 계획이다.

또한 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위를 근절하기 위하여 향후 자본시장법 개정 등이 이루어질 것이다. 즉, 주권상장법인에 대한 인수·합병가액 결정 시 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려한 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 대한 신주물량 일정 배정 제도화, 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 제도화 검토, 기업인수 시 경영권 프리미엄을 공유하고 소액주주의 회수기회를 보장하기 위한 의무공개매수 도입 등이 자본시장법 개정 등을 통해 실행될 것이다.

한편, 상법개정 등을 통해 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 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 상법 개정이 이루어지면 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 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세에 중요한 분기점이 될 것이다.

이러한 환경하에서 감사위원 분리선출 확대 및 대기업 집중투표제 활성화 등이 상법개정을 통하여 이루어지면 주주행동주의 활동의 기폭제가 될 것이다.

감사위원 분리선출 확대를 통한 감사위원회 독립성 확보 등을 통하여 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 독립된 감시 기능 강화로 지배구조 개선효과가 가시화 될 수 있을 것이다.

또한 대기업 집중투표제가 활성화되면 이사회 구성 변화로 소액주주권 등이 강화 되면서 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배구조 개선효과가 가시화 될 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.

무엇보다 자본시장법 개정 등을 통하여 자사주 소각 의무화 등이 이루어 질 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.

II. 이재명 정부의 지배구조 개선 정책

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)은 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 경영자에게 필요한 주식, 부동산 등은 회사 투자자본수익률(ROD)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 2세, 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 지배주주의가 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.

(3) 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 위함이다.

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

이에 따라 1998년부터 시작하여 1999년까지 법 개정 등을 통하여 회사분할제도 도입, 주식매수선택권제도 도입, 주주제안제도 및 집중투표제도의 도입, 이사의 충실의무 신설, 소수주주권 행사요건의 완화, 이사회내 위원회제도 도입, 감사위원회제도 도입 등이 이뤄졌다.

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 정부의 지배구조 개선 정책 ⇒ 일반주주 권익 보호, 지배주주 사익편취 행위 근절 등 상법 개정으로 Start

(1) 이재명 정부의 국정 운영 방향을 회복·성장·행복 3대 비전으로 설정하고 10대 공약 제시 ⇒ 더불어민주당이 절대다수 의석을 확보하고 있어서 새정부 정책들이 입법절차를 통하여 신속하고도 실효적으로 시행될 듯

2025년 4월 4일 직전 대통령에 대한 헌법재판소의 탄핵결정으로 2025년 6월 3일 제21대 대통령선거가 실시되었으며, 더불어민주당 이재명후보가 제21대 대통령으로 최종 당선되었다. 더불어민주당 이재명 후보는 49.42%의 득표율을 기록, 41.15%를 얻은 국민의힘 김문수 후보를 8.27%p, 약 289만표 차로 따돌렸다. 개혁신당 이준석 후보는 8.34%의 득표율을 기록하였다.

이번 대통령 선거를 통하여 3년여 만에 국민의힘에서 더불어민주당으로의 정권교체가 이루어졌으며, 새로운 정부출범으로 향후 큰 정책적 변화가 예상된다. 무엇보다 현재 국회의 의석정수 300석 중 더불어민주당이 절대다수인 171석을 차지하고 있어 새정부의 정책들이 국회의 입법절차를 통하여 신속하고도 실효적으로 시행될 것이다.

이재명 대통령의 국정 운영 방향은 회복·성장·행복 3대 비전으로 설정하고 있어, 향후 새 정부의 정책 기조는 훼손된 경제기반을 복구하고 산업구조 전환과 법·제도 개편을 통한 성장동력을 회복한 이후, 급변하는 대외환경·저출생·저장을 극복하기 위한 경제 성장에 집중함으로써, 국민 모두 행복한 삶을 살아갈 수 있는 보편적 기본 사회로 나아가는 3단계 구조로 이루어져 있다.

AI 3대 강국, 잠재성장률 3%, 국력 5강이라는 비전 실현을 위해 체질개선과 창조를 기반으로 지속적 성장을 도모하고 국민 모두가 과실을 함께 누리는 체감형 성장을 추진하기 위한 분야별 공약을 제안하였다.

이에 따라 10대 공약으로 세계를 선도하는 경제강국, 내란극복과 K-민주주의 위상 회복, 가계·소상공인 활력 증진 및 공정 경제 실현, 세계질서 변화에 실용적으로 대처하는 외교안보 강국, 국민의 생명·안전 보호, 세종 행정수도 5국 3특 추진, 노동 존중 사회, 생활안정으로 아동·청년·어르신 등 모두가 잘사는 나라, 저출생·고령화 위기 극복, 기후위기 적극 대응 등을 제시하였다.

그림1. 진짜성장 개념도



자료: 더불어민주당, iM증권 리서치본부

(2) 이재명 정부 코리아 디스카운트 해소를 위한 국내 증시 활성화를 위해 기업지배구조 개선을 통해 일반주주 권익 보호, 지배주주 사익편취 행위 근절 등 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 디스카운트를 해소를 통한 국내 증시 활성화를 위해 먼저 상법 개정안 재발의에 나설 예정이다.

올해 6월 5일 더불어민주당 대한민국 주식시장 활성화 태스크포스 소속 의원들은 서울 여의도 국회 소통관에서 상법 개정안 관련 기자회견을 열고 상법 개정안을 공동 재발의하였다.

이번 개정안의 주요 내용은 지난해 11월 발의되었던 이정문 의원 안과 같다. 이사의 주주에 대한 충실의무, 독립이사, 대규모 상장회사의 집중투표제 강화 및 감사위원 분리 선출 확대, 전자주주총회 도입 등이 포함되어 있다.

이와 더불어 상장회사 사외이사인 감사위원을 선임할 경우 최대주주와 특수관계인의 의결권 등을 ‘합산 3%’로 제한하는 ‘3%룰’이 추가되었다. 의결권을 개별 3%로 제한했던 종전 개정안에서 ‘합산 3%’로 기준을 강화해 최대주주의 영향력 행사를 보다 강하게 제한하는 것이다.

특히 시행 시기의 경우 기존 법안은 시행 시점을 공포 후 1년이 경과한 날로 정했으나 이번에는 전자주주총회 부분을 제외하고는 대통령 공포 후 즉시 시행으로 규정해 별도 유예 기간이 없다. 즉, 대통령이 공포한 날부터 시행하는 것으로 해, 주주 보호의 시기를 앞당길 계획이다.

대통령의 신속한 재가를 전제로 법사위 통과부터 최종 법안 본회의 통과까지 최소 16일로 단축될 가능성이 있어, 향후 입법 과정은 이전보다 빠르게 진행될 것으로 예상된다.

표1. 더불어민주당이 추진하는 상법 개정안 주요 내용

항목	기존	개정안
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상
사외이사인 감사위원 선임시 '3% Rule'	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 기업지배구조 개선을 통해 일반주주 권익 보호 ⇒ 상법 개정

1. 상법 개정을 통하여 이사의 주주 충실의무 도입 ⇒ 대리인 비용 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미

(1) 이사의 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 충실의무 개정 논의

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 한다고 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 규정이 도입될 경우 주주는 상법 제401조(제3자에 대한 책임)를 통하여 통해 주주 충실의무를 위반한 이사에게 직접 책임을 추궁할 수 있다.

이에 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.

그러나 상법이 개정되더라도 배임죄의 구성요건 해석상 주주에 대한 배임죄가 성립하기 어렵다는 반론도 제기되고 있어, 상법 개정안으로 인한 경영진의 법적 책임을 둘러싼 논란은 개정 이후에도 한동안 이어질 것으로 전망된다.

(3) 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미 ⇒ 할인을 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 지주회사 최대 수혜

올해 2월 26일 국회 법제사법위원회에서는 이사의 주주 충실의무 상법 개정안을 가결하였으며, 3월 13일 국회 본회의에서 이사의 주주 충실의무 상법 개정안이 가결되었다. 4월 1일 한덕수 대통령 권한대행은 국무회의에서 이사의 주주 충실의무 상법 개정안에 대한 재의요구권(거부권)을 행사하고, 기존의 정부 주장 대안에 기초하여 상장기업의 합병·분할 등 일반주주 이익 침해 가능성이 큰 자본거래에서 보다 실효성 있게 자본시장법 개정을 대안으로 제시하였다.

또한 4월 17일 국회 재의결에서, 이사의 주주 충실의무 상법 개정안은 재적의원 과반수 출석 및 출석의원 3분의 2 이상 찬성의 가중된 정족수 요건을 충족하지 못하여 최종 폐기되었다.

그러나 6월 5일 더불어민주당 대한민국 주식시장 활성화 태스크포스 소속 의원들은 이사의 주주 충실의무 등 상법 개정안을 공동 재발의하였다. 이번 개정안의 주요 내용은 지난해 11월 발의되었던 이정문 의원 안과 같다.

이와 같은 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 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 상황을 사례를 들면 다음과 같다.

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.

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.

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 합병비용, 분할합병비용, 포괄적 주식교환비용 등 거래조건을 부당하게 정하여 소액주주에게 손해를 야기하거나 자사주에 합병, 분할, 분할합병 신주를 배정하여 결과적으로 지배주주가 컨트롤하는 경영권 지분을 추가 발행하여 경영권을 강화하는 경우다.

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.

한편, 이사회에서 사외이사의 역할은 지배주주 또는 경영진과 독립적인 위치에서 감사·감독 업무를 수행하는 것이다. 이에 따라 상법에서는 일반적으로 3명 이상의 이사로 이사회를 구성할 것을 요구하고 있으며, 상장회사의 경우 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 한다. 특히 자산 2조 원 이상의 대규모 상장회사에는 보다 강화된 기준이 적용되어, 사외이사를 3명 이상으로 하고 이사 총수의 과반수가 되도록 해야 한다.

무엇보다 지배주주가 직접 경영에 참여하고 이사회에도 깊이 관여하는 집중된 소유구조 하에서 사외이사의 실효성을 높이기 위해서는 이사회 내부 견제 기능을 활성화 되어야 한다.

이사의 주주 충실의무가 도입된다면 이사회에서 사외이사들이 거수기 논란에서 벗어날 수 있는 계기를 만들 수 있을 뿐만 아니라 사외이사의 이사회 내부 견제 기능 등이 활성화 될 수 있을 것이다.

왜냐하면 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 유발시키는 거래의 경우 이사 및 경영진의 의사결정의 실체적 정당성(해당 거래 등의 경영상 필요성 및 거래 조건의 적정성) 및 절차적 정당성(충실한 이사회 결의 및 공시 등)을 엄격히 갖추어야 이사의 의무 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 상황에서 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.

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 상법 개정이 이루어지면 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	개정안
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

2. 상법개정안: 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 규정의 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.

이에 따라 감사위원 선임시 이사선임 단계에서부터 감사위원이 되는 1인 이상의 이사를 다른 이사들과 분리하여 선임하도록 하여 3% 의결권 제한의 실효성을 거둘 수 있도록 하였다.

그러나 상장회사의 감사위원회는 통상 3명의 감사위원으로 구성되고 있어, 그중 1명만 분리 선출할 경우 지배주주가 여전히 감사위원회의 과반수를 장악할 수 있다는 비판이 이어지고 있다.

이러한 환경하에서 더불어민주당에서는 감사위원 분리선출 대상을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하는 동시에 해당 감사위원 선출 시 기존의 3% 물을 동일하게 적용하는 상법 개정안을 국회에 제출하였다. 이는 감사위원회의 독립성을 더욱 강화하려는 취지이다.

이러한 변화는 주주행동주의를 실행하는 사모펀드, 기관투자자, 소액주주 등이 감사위원 선임 과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 제도적 기반을 마련하는 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.

3. 상법개정안: 대기업 집중투표제 활성화 ⇒ 이사회 구성 변화로 소액주주권 강화 될 듯

집중투표제를 실시하면, 이사의 선임결의에 관하여 각 주주는 1주마다 선임할 이사의 수와 동일한 수의 의결권을 가지며, 그 의결권은 이사 후보자 1인 또는 수인에게 집중하여 방법으로 행사할 수 있다. 그리고 투표의 최다수를 얻은 자부터 순차적으로 이사에 선임되는 것으로 한다.

예를 들어, 주주총회에서 이사 5명을 선임한다면 1주당 5개의 의결권을 부여 하며, 주주는 특정이사 후보에게 집중적으로 5표를 몰아 줄 수 있다. 물론 여러 명의 후보에게 분산해 투표할 수도 있다.

집중투표제는 2인 이상의 이사 선임을 목적으로 한 주주총회 소집이 있을 때, 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 3% 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 기업에 대해 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있으나, 정관에서 배제하는 경우는 해당되지 않는다.

이러한 환경하에서 더불어민주당에서는 자산 2조원 이상의 상장회사는 집중투표제를 정관으로 배제할 수 없도록 하는 상법 개정안을 국회에 제출하였다.

이러한 변화는 주주행동주의를 실행하는 사모펀드, 기관투자자, 소액주주 등이 이사 선임 과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 제도적 기반을 마련하는 것이다.

집중투표제에서는 선임하려는 이사의 수가 많을수록, 지배주주의 지분을 낮출수록, 지배주주와 소액주주와의 지분율 격차가 적을수록, 소액주주들이 지지하는 이사 후보자가 선임될 확률이 높아진다. 이에 따라 이사회 구성 변화로 인하여 소액주주권 등이 강화 될 것이다.

표3. 집중투표제 상법개정안

구분	현행	개정안
제542조의7 (집중투표에 관한 특례)	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.	③ 제2항의 상장회사(자산총액 2조원 이상의 회사를 의미)는 제382조의2제1항에도 불구하고 정관으로 집중투표를 배제할 수 없다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

4. 상법개정안: 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 더불어민주당에서는 전자주주총회 도입의 법적 근거를 마련할 뿐만 아니라 ‘자산규모 등을 고려해 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최해야 한다’는 의무화 조항 등이 포함된 상법 개정안을 국회에 제출하였다.

전자주주총회는 소액주주와 개인 투자자들의 주주총회 참여를 확대함으로써 기업 경영의 투명성을 높이는 긍정적인 효과를 가져올 수 있을 것이다.

동시에 전자주주총회는 해킹, 데이터 유출, 시스템 오류 등의 기술적 문제가 발생할 가능성이 높아 그 과정에서 전자주주총회에 참여한 주주들의 권리가 침해될 수 있을 뿐만 아니라 전자주주총회의 효력을 다투는 법적 분쟁이 증가할 위험이 존재한다.

따라서 전자주주총회 제도의 실효성을 확보하기 위하여는 기업 부담을 완화하는 동시에 전자주주총회에 참여한 주주들을 보호하기 위한 절차적 요건 및 결의의 효력에 관한 명확한 법적 기준을 정립할 필요가 있다.

표4. 전자주주총회 상법개정안 주요 내용

구분	현행	개정안
제542조의14 (전자주주총회)	신설	① 상장회사는 정관으로 달리 정하는 경우를 제외하고는 이사회 결의로 주주의 일부가 소집자에 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 소집자에 직접 출석하는 방식과 전자통신수단에 의하여 출석하는 방식 중 어느 한 가지 방식에 의하여만 총회에 출석할 수 있다. ④ 전자주주총회에 출석한 주주 등은 제364조에 따른 소집자에 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

IV. 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위 근절⇒ 자본시장법 개정

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

(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.

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 모집하는 분할신설회사 신주의 일정 비율을 모회사 기존 주주에게 우선 배정해 모회사 주주이익을 보호하는 것이다. 이와 관련하여 다수의 자본시장법 개정안이 발의된 상황으로 신주의 비율은 다양하다.

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

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

2. 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 제도화 검토

(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 것인지 등이 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) 자사주 소각 의무화

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 가시화 되어야 한다.

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

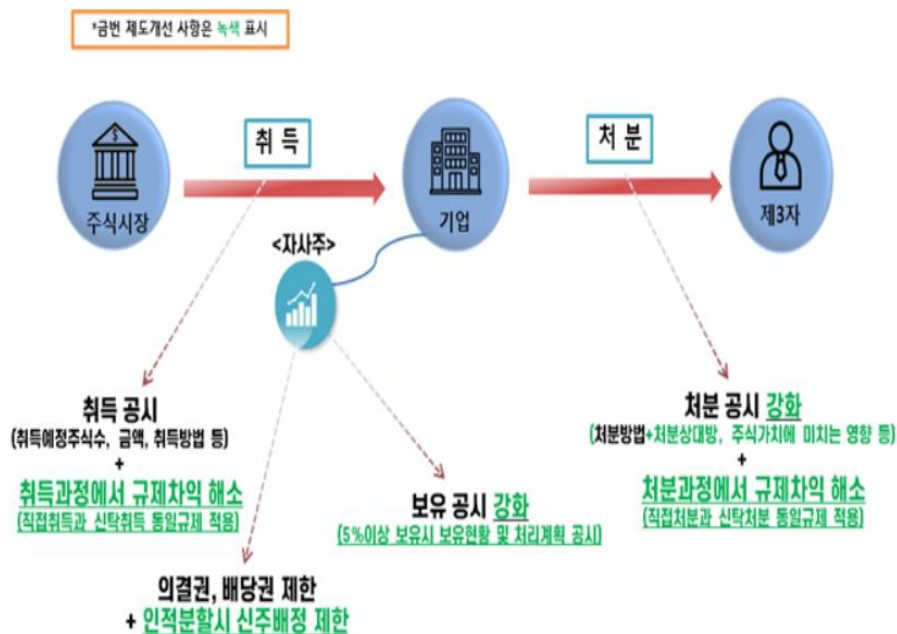
현재 논의되고 있는 방안에 따르면, 자사주 취득 시로부터 일정 기간 내에 소각을 강제하도록 하되, 독일 입법례를 참고하여 자사주 보유한도를 설정하고 소각 시 일정 인센티브를 제공하는 등의 방식이 포함될 가능성이 있다.

독일의 경우 회사가 자본금의 10%를 초과하여 보유하고 있는 자사주는 취득시점으로부터 3년 이내에 처분할 것을 규정하고 있으며, 만약 정해진 기간 내에 처분되지 못한 자사주는 소각할 것을 규정하고 있다.

기 발의된 자본시장법 개정안에는 상장회사로 하여금 주식의 소각, 주주에 대한 지분율에 따른 균등배분 등 열거된 방법으로만 자사주를 처분할 수 있도록 규정하고 있다.

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

그림2. 상장법인 자사주 제도개선 주요 내용



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

3. 기업 인수 시 경영권 프리미엄을 공유하고 소액주주의 회수기회를 보장하기 위한 의무공개매수 도입

(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.

이와 같은 의무공개매수제도는 일반주주도 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, 일반주주도 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 일반주주에 피해를 주는 약탈적 기업인수 사례가 미연에 방지되는 효과도 기대된다.

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

그러나 22대 국회에서 국회 정무위 소속 더불어민주당 강훈식 의원은 2024년 6월 인수자가 피인수기업(상장사) 지분 25% 이상을 취득할 경우, 잔여 주식 전량을 의무적으로 공개매수하도록 하는 자본시장법 개정안을 대표 발의하였다.

표5. 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

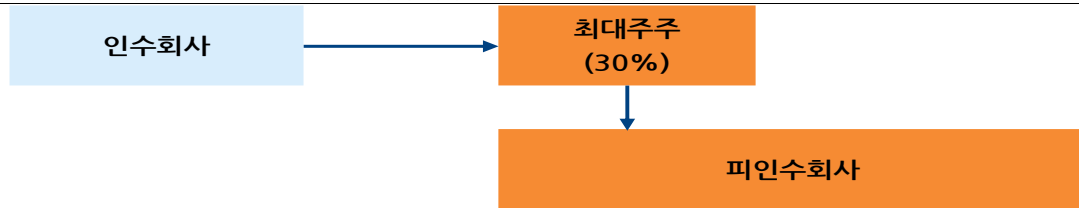
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표6. 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 2/3 초과 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
舊 증권거래법	25% 이상 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 (최소 50%+1주 이상)	경영권 프리미엄 포함
미국		제도 미도입	

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

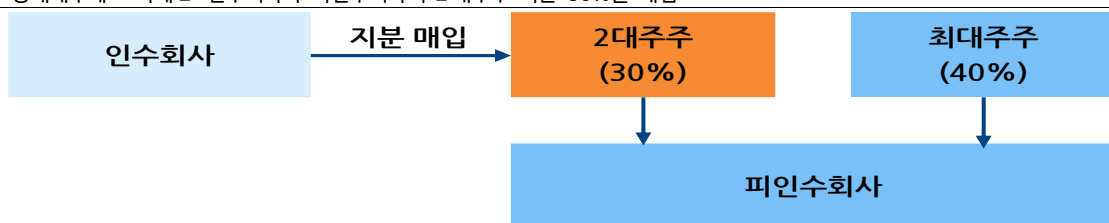
그림3. 공개매수제도 사례 1: 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입



⇒ 의무공개매수 대상 (∵ 지분을 25% 이상 & 최대주주)

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

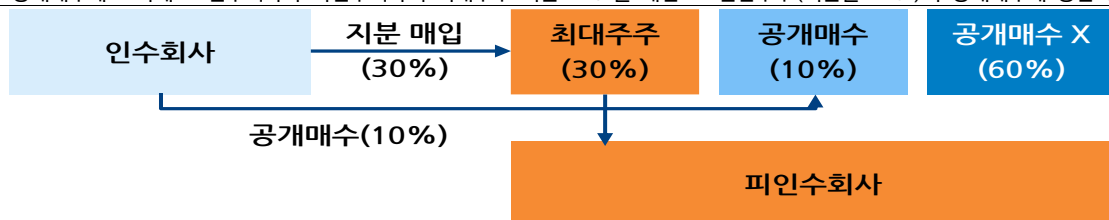
그림4. 공개매수제도 사례 2: 인수회사가 피인수회사의 2대주주 지분 30%를 매입



⇒ 의무공개매수 대상 아님(∵ 최대주주가 아님)

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

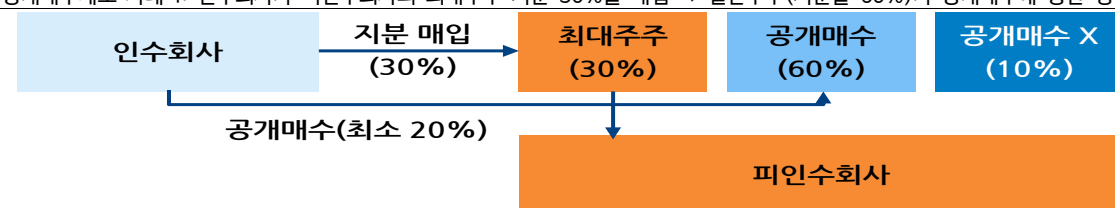
그림5. 공개매수제도 사례 3: 인수회사가 피인수회사의 최대주주 지분 30%를 매입 ⇒ 일반주주(지분율 10%)가 공개매수에 응한 경우



⇒ 인수회사는 최대주주 지분(30%) + 공개매수물량(10%) 매입

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림6. 공개매수제도 사례 4: 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 개정의 최대 수혜주 지주회사

1. 금융 및 재정정책 등으로 인하여 유동성 장세 Start

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. 이에 따라 연내 두 차례 이상 기준금리를 낮춰 연말에 연 2% 수준까지 금리를 내릴 것으로 예상된다.

다른 한편으로는 이재명 정부가 잠재성장률 3% 달성을 목표로 적극적인 경기 부양에 나설 것으로 전망된다.

지난 5월 13조 8천억원 규모로 1차 추경을 편성한 상황하에서, 경기부양을 위해 2차 추경은 최소 20조원 규모로 예상되면서 올해 총 35조원으로 전망된다.

무엇보다 올해 1% 이하의 저성장을 기록할 것으로 전망됨에 따라 2차 추경으로 경기부양을 도모하겠다는 의도다.

또한 오는 8월 말까지 편성되는 내년도 본예산 지출도 전임 윤석열 정부에 비해선 증가세가 빠를 것으로 예상된다. 국가재정을 고려해 가파른 지출 증가까지는 어렵겠지만, 재정의 경기변동 안정화 기능 측면에서 최소한 정상성장세 만큼은 증가할 것으로 예상된다.

최근 환율은 1350원대로 하락하면서 지난해 10월 중순 이후 약 7개월 만의 최저치를 기록하였다.

이는 미국과 아시아 국가들간 환율 절상 합의 기대가 지속되는 가운데 6월 대통령 선거 이후 추가경정예산안 편성과 상법개정안 추진 등 정책 기대감이 강화된 영향이다. 또한 대선 이후 국내증시는 호조를 보이면서 외국인은 2조원 가량 순매수를 하면서 환율 하락을 주도하였다.

지난 6월 6일 미국 재무부가 공개한 환율보고서에 따르면 한국은 지난해 11월에 이어 다시 한번 환율 관찰 대상국으로 지정되었다. 최근 미국과의 환율 협상이 이슈가 된 만큼, 관찰대상국 지정으로 인해 향후 원화 절상 압력이 강해질 가능성이 높다.

이에 따라 원화 절상 압력이 강해지는 환경하에서 신정부 효과 등으로 인하여 당분간 원화 강세가 유지될 것으로 예상된다.

이와 같이 경기부양을 위해 금융정책으로 금리인하가 지속될 것이며, 재정정책으로는 2차 추경 등이 이루어지면서 유동성 공급이 본격화 될 것이다.

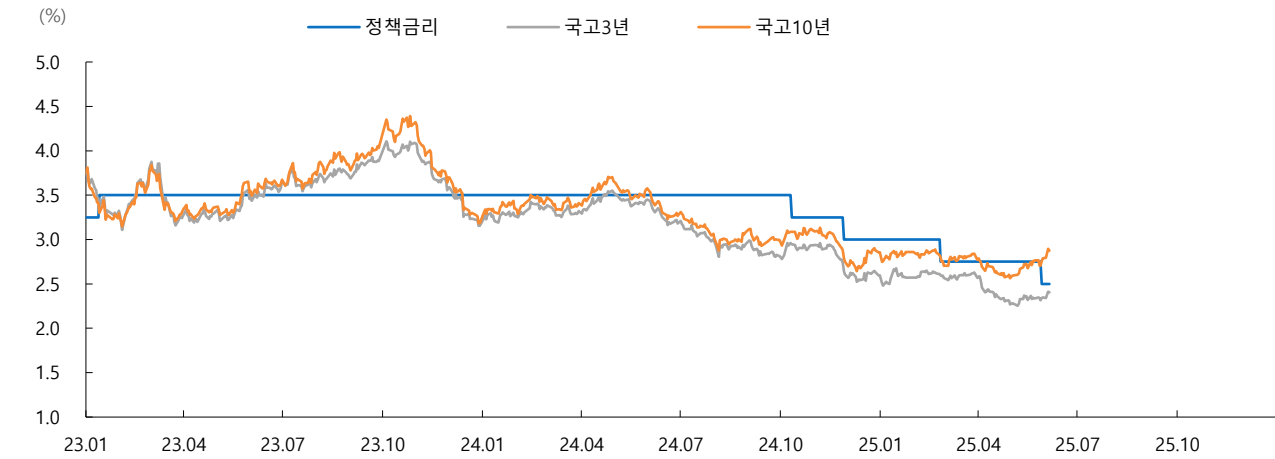
이러한 유동성 공급 기대감으로 인하여 주식시장에서는 4월 중순 이후부터 증권주가 상승하기 시작하였다. 이어서 은행주, 건설주, 지주회사 등으로 상승세가 확대됨에 따라 본격적인 유동성 장세에 진입하고 있다는 신호를 보내고 있다.

우리나라 주식시장의 경우 그동안 저성장으로 인하여 ROE가 정체되면서 주가지수가 박스권에 갇혀서 움직이고 있다.

그러나 금융 및 재정정책으로 인한 유동성 장세 본격화로 인하여 기존 유동성 장세 수혜주 등의 상승세가 지속되는 가운데 지배구조 개선 효과 등이 가세되면서 주가지수의 박스권을 탈피할 수 있을 것이다.

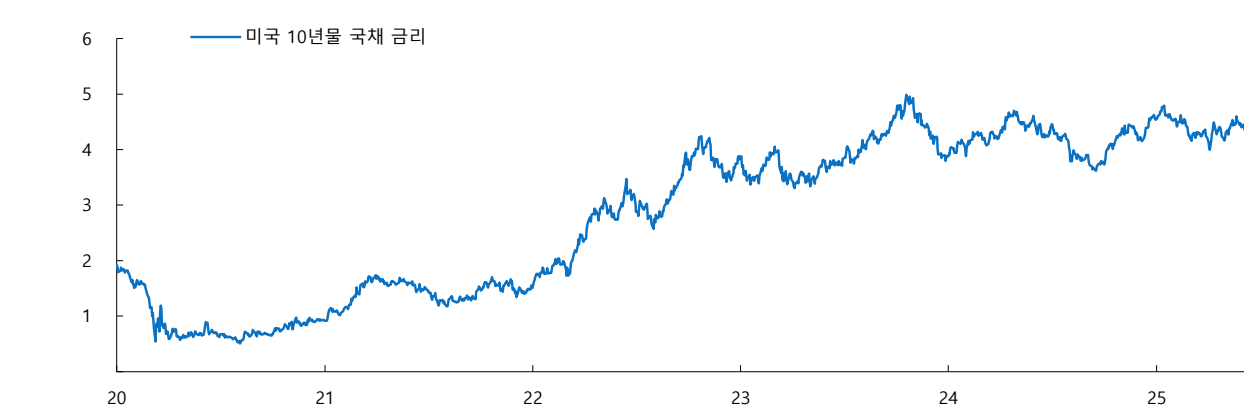
최근 환율하락으로 인한 외국인 매수세도 지속될 것으로 예상됨에 따라 주가지수가 박스권을 탈피하는데 기여할 것이다.

그림7. 기준금리 및 국고 3,10년 금리 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 10년물 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표7. 증권주 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~6.5)

종목코드	기업명	PBR (6/5 추가 기준)	ROE (24년 말, %)	배당수익률 (6/5 추가기준, %)	자사주지분율(%)	시가총액(10억원)	수익률(YTD)
A006800	미래에셋증권	0.9	7.9	1.4	23.0	10,089	120.3%
A071050	한국금융지주	0.7	11.5	3.5	5.4	6,336	59.5%
A005940	NH투자증권	0.8	8.7	5.3	0.6	5,869	28.5%
A016360	삼성증권	0.8	12.9	5.6	0.0	5,537	42.5%
A039490	키움증권	0.8	16.0	4.3	2.8	4,234	48.9%
A001720	신영증권	0.5	7.5	4.2	53.1	1,937	55.0%
A003540	대신증권	0.5	4.6	5.0	25.1	1,219	49.3%
A003530	한화투자증권	0.6	2.4	.	0.3	1,028	42.6%
A030610	교보증권	0.4	6.1	6.4	1.0	895	41.2%
A003470	유안타증권	0.4	4.5	5.7	3.5	705	34.2%
A001500	현대차증권	0.3	2.8	2.1	0.0	457	11.1%
A001270	부국증권	0.5	4.1	3.6	42.7	438	54.6%
A001200	유진투자증권	0.3	4.8	2.8	5.2	345	46.2%
A016610	DB증권	0.3	4.9	5.1	5.5	333	51.8%
A001510	SK증권	0.5	-13.9	0.2	12.4	311	42.1%
A078020	LS증권	0.3	1.8	2.1	9.1	267	25.6%
A030210	다올투자증권	0.4	-7.8	4.0	2.6	231	20.7%
A001750	한양증권	0.4	7.8	5.9	0.0	206	37.9%
A064820	케이프	0.8	7.5	4.8	10.7	192	8.4%
A003460	유화증권	0.3	3.5	5.9	19.3	154	23.5%

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

2. 재벌가 오너 3·4세 시대 상법 및 자본시장법 개정으로 주주행동주의 활동 본격화 될 듯

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 주가가격이나 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.

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 과정에서 경영권 분쟁 뿐만 아니라 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세에 중요한 분기점이 될 것이다.

한편, 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.

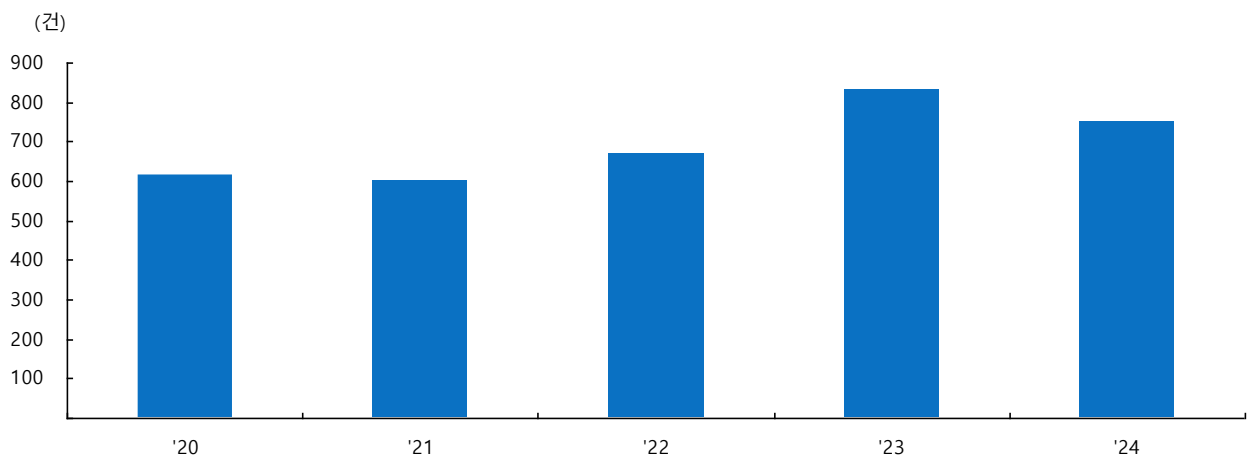
우리나라의 경우도 2022년 이후 주주행동주의 활동이 뚜렷하게 증가하고 있는 중이다. 이는 2016년 도입된 스튜어드십코드제도와 2020년 12월 감사위원 분리선출과 더불어 최대주주의 의결권을 3%로 제한하는 등의 내용이 상법 개정을 통해 제도화 된 것 등이 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

무엇보다 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 이사회에 의해 크게 영향을 받을 가능성이 높아지면서 지배구조에 영향을 미칠 것이다.

향후 상법 및 자본시장법 개정 등으로 일반주주 권익 보호 및 지배주주 사익편취 행위 근절 등의 제도적 기반이 마련될 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 활동이 본격화 될 수 있을 것이다.

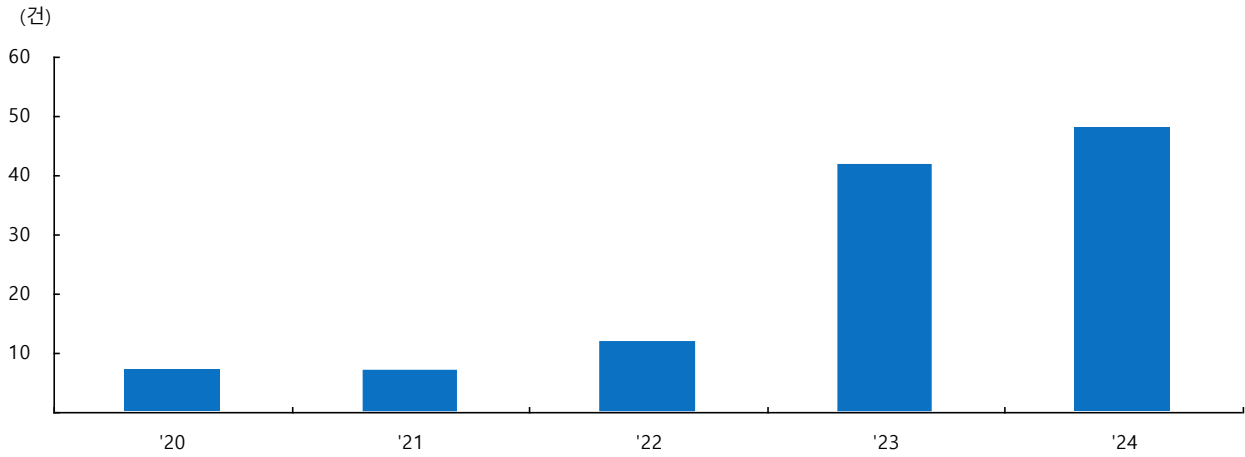
무엇보다 재벌가 오너 3·4세 시대 지배구조 취약점이 부각되면서 지배구조 개선을 요구하는 주주행동주의 확장세가 본격화 될 것으로 예상된다.

그림10.글로벌 주주행동주의 캠페인 수 추이



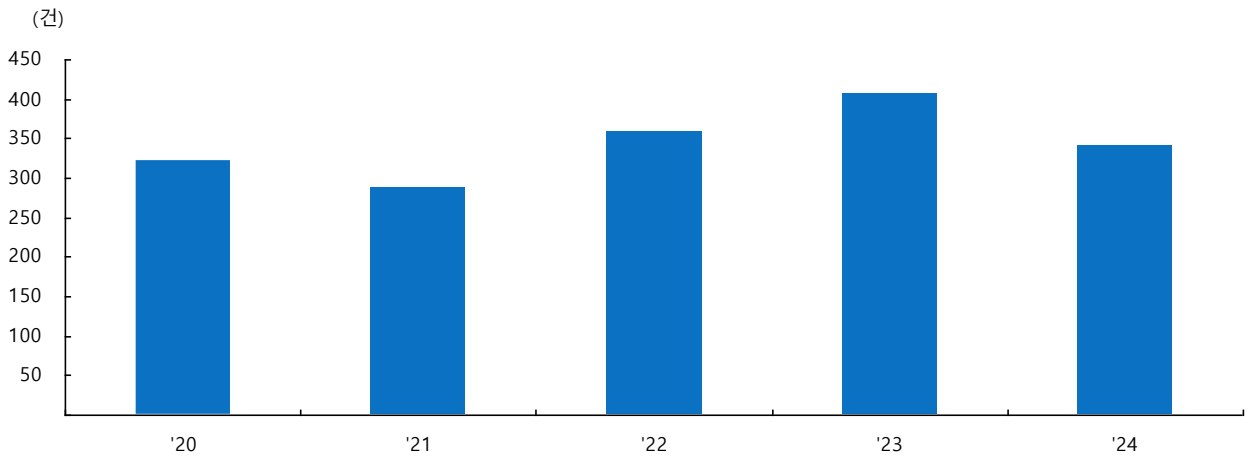
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 한국 주주행동주의 캠페인 수 추이



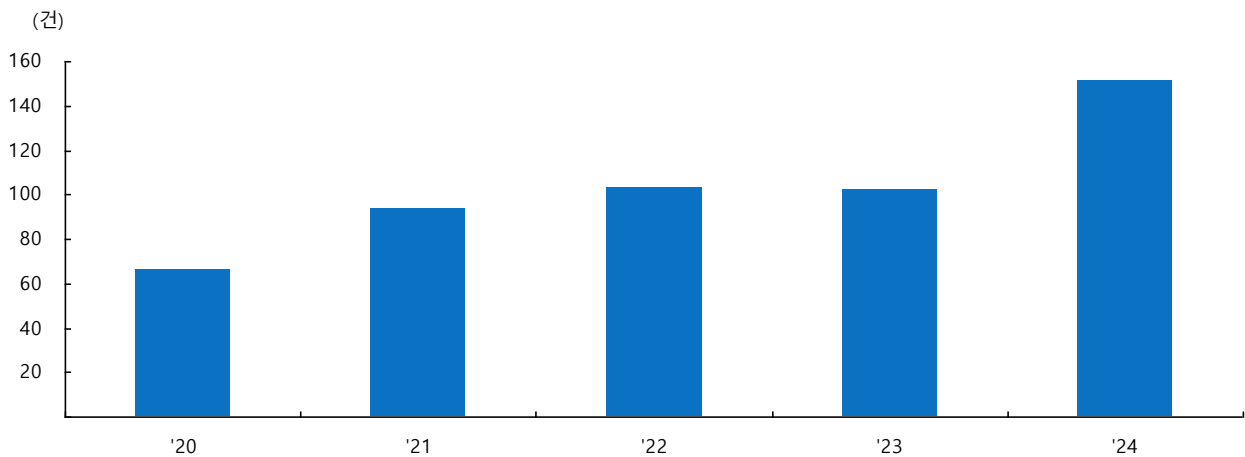
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 미국 주주행동주의 캠페인 수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 일본 주주행동주의 캠페인 수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

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

이재명 정부에서는 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 상법개정 등이 이루어질 것이다.

이번 상법 개정안에는 이사의 주주에 대한 충실의무, 독립이사, 대규모 상장회사의 집중투표제 강화 및 감사위원 분리 선출 확대, 전자주주총회 도입 등이 포함되어 있다.

특히 시행 시기의 경우 기존 법안은 시행 시점을 공포 후 1년이 경과한 날로 정했으나 이번에는 전자주주총회 부분을 제외하고는 대통령령 공포 후 즉시 시행으로 규정해 별도 유예 기간이 없다. 즉, 대통령이 공포한 날부터 시행하는 것으로 해, 주주 보호의 시기를 앞당길 계획이다.

또한 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위를 근절하기 위하여 향후 자본시장법 개정 등이 이루어질 것이다. 즉, 주권상장법인에 대한 인수·합병가액 결정 시 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려한 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 대한 신주물량 일정 배정 제도화, 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 제도화 검토, 기업인수 시 경영권 프리미엄을 공유하고 소액주주의 회수기회를 보장하기 위한 의무공개매수 도입 등이 자본시장법 개정 등을 통해 실행될 것이다.

한편, 상법개정 등을 통해 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 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 상법 개정이 이루어지면 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 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세에 중요한 분기점이 될 것이다.

이러한 환경하에서 감사위원 분리선출 확대 및 대기업 집중투표제 활성화 등이 상법개정을 통하여 이루어지면 주주행동주의 활동의 기폭제가 될 것이다.

감사위원 분리선출 확대를 통한 감사위원회 독립성 확보 등을 통하여 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 독립된 감시 기능 강화로 지배구조 개선효과가 가시화 될 수 있을 것이다.

또한 대기업 집중투표제가 활성화되면 이사회 구성 변화로 소액주주권 등이 강화되면서 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배구조 개선효과가 가시화 될 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.

무엇보다 자본시장법 개정 등을 통하여 자사주 소각 의무화 등이 이루어 질 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.

표8. 지주회사 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~6.5)

종목코드	기업명	PBR (6/5 추가 기준)	ROE (24년 말, %)	배당수익률 (6/5 추가기준, %)	자사주지분율(%)	시가총액(10억원)	수익률(YTD)
A105560	KB금융	0.7	8.9	2.9	6.7	42,462	30.2%
A028260	삼성물산	0.8	6.8	1.6	4.6	26,822	37.5%
A055550	신한지주	0.5	8.1	3.6	2.1	29,701	25.7%
A086790	하나금융지주	0.5	9.1	4.8	3.3	21,212	31.2%
A138040	메리츠금융지주	2.0	23.4	1.2	9.7	20,504	9.5%
A316140	우리금융지주	0.4	9.4	5.9	0.2	15,075	32.1%
A034730	SK	0.4	-5.6	3.9	24.8	13,101	37.4%
A003550	LG	0.4	2.2	4.2	3.9	11,637	2.8%
A180640	한진칼	3.2	16.8	0.2	0.7	10,181	102.3%
A267250	HD현대	1.0	6.4	3.0	10.5	9,503	51.9%
A000150	두산	6.5	-14.6	0.4	17.9	8,923	111.8%
A071050	한국금융지주	0.7	11.5	3.5	5.4	6,336	59.5%
A000880	한화	0.8	7.2	0.9	7.4	7,001	247.2%
A006260	LS	1.0	5.1	1.0	15.1	5,577	83.7%
A078930	GS	0.3	4.1	6.0	0.0	4,186	14.6%
A001040	CJ	0.9	1.8	2.0	7.3	4,432	53.3%
A175330	JB금융지주	0.7	12.8	5.2	1.9	3,717	17.8%
A138930	BNK금융지주	0.3	7.0	5.8	0.0	3,563	8.2%
A004990	롯데지주	0.4	-15.6	3.8	32.5	3,299	44.3%
A008930	한미사이언스	2.8	7.3	0.8	1.0	2,414	19.9%
A002790	아모레퍼사픽홀딩스	0.7	7.6	1.2	4.0	2,165	31.0%
A000240	한국안컴페니	0.4	8.3	5.3	0.2	1,799	12.0%
A139130	iM금융지주	0.3	3.6	4.4	1.6	1,887	38.6%
A009970	영원무역홀딩스	0.5	13.2	4.3	14.9	1,707	50.5%
A003090	대웅	1.1	6.0	0.7	29.7	1,628	29.6%
A010060	OCI홀딩스	0.4	2.5	2.9	0.6	1,437	29.9%
A001800	오리온홀딩스	0.6	7.0	3.6	4.0	1,394	47.7%
A005440	현대제이프홀딩스	0.4	23.0	2.6	0.0	1,263	65.8%
A012630	HDC	0.4	5.7	1.7	16.3	1,222	71.7%
A192400	쿠쿠홀딩스	0.8	12.1	3.8	12.6	1,124	37.4%
A004800	효성	0.5	19.6	4.5	0.1	1,123	43.1%
A003380	하림지주	0.3	0.9	1.3	13.2	1,044	71.3%
A000210	DL	0.3	2.3	2.0	0.1	1,046	57.9%
A006120	SK디스커버리	0.4	0.9	3.3	4.2	954	34.0%
A036530	SNT홀딩스	0.7	12.4	2.8	11.3	937	155.6%
A001430	세아베스틸지주	0.4	1.0	5.2	0.0	830	17.2%
A000640	동아쏘시오홀딩스	0.7	5.6	1.4	1.5	752	7.8%
A005250	녹십자홀딩스	0.7	2.4	3.4	4.5	702	-13.9%
A031980	피에스케이홀딩스	1.6	24.8	2.2	0.0	686	-16.4%
A000070	삼양홀딩스	0.3	1.4	4.0	13.2	756	32.8%
A383800	LX홀딩스	0.4	9.1	3.3	0.1	673	28.6%

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

표9. 지주회사 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~6.5)

종목코드	기업명	PBR (6/5 추가 기준)	ROE (24년 말, %)	배당수익률 (6/5추가기준, %)	자사주지분율(%)	시가총액(10억원)	수익률(YTD)
A007700	F&F홀딩스	0.3	4.9	2.7	0.1	653	38.4%
A084110	휴온스글로벌	1.1	5.1	1.1	3.6	619	13.3%
A003300	한일홀딩스	0.3	7.6	5.2	0.0	555	28.6%
A005810	풍산홀딩스	0.4	9.4	0.0	3.4	505	0.0%
A002020	코오롱	0.3	12.5	1.5	0.0	456	157.3%
A024720	콜마홀딩스	0.7	4.1	1.5	0.0	444	92.4%
A030530	원익홀딩스	0.5	-7.4	.	1.1	473	140.4%
A027410	BGF	0.2	5.4	3.0	0.0	418	26.5%
A060980	HL홀딩스	0.4	1.9	4.8	0.5	394	22.3%
A072710	농심홀딩스	0.3	6.4	3.2	0.0	365	24.3%
A084690	대상홀딩스	0.5	2.7	2.6	0.0	383	3.8%
A001940	KISCO홀딩스	0.3	2.8	7.3	10.9	351	24.0%
A005720	넥센	0.2	7.1	2.2	9.5	322	31.7%
A029460	케이씨	0.3	6.1	1.4	16.0	304	38.6%
A012030	DB	0.7	23.4	.	5.0	298	13.6%
A001630	중근량홀딩스	0.4	5.8	2.5	5.0	277	15.7%
A096760	JW홀딩스	1.1	35.4	3.1	5.5	273	22.4%
A001230	동국홀딩스	0.2	0.7	5.9	2.2	270	15.1%
A035810	이지홀딩스	0.4	2.7	6.3	1.0	255	43.2%
A000320	노루홀딩스	0.4	11.5	2.9	22.9	252	47.2%
A121440	골프존홀딩스	0.3	6.0	4.4	6.3	246	65.7%
A015860	일진홀딩스	0.5	5.0	0.0	6.8	231	0.0%
A487570	HS효성	0.4	0.0	.	0.5	237	112.7%
A000140	하이트진로홀딩스	0.4	8.1	3.4	7.9	240	13.8%
A016450	한세에스24홀딩스	0.3	0.9	5.8	1.8	172	1.5%
A006840	AK홀딩스	0.3	-5.3	3.3	1.5	159	24.3%
A005990	매일홀딩스	0.3	6.2	2.3	10.0	151	29.6%
A063080	컴투스홀딩스	0.6	-13.7	.	0.0	145	-34.8%
A363280	티오이홀딩스	0.1	-13.5	.	29.8	149	8.5%
A227840	현대코퍼레이션홀딩스	0.4	15.2	4.0	3.1	113	20.8%
A005740	크라운해태홀딩스	0.3	7.4	1.7	3.1	115	41.3%

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 주관사로 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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

