

한국주식 제값받기

– 코리아 부스트업과 주주가치 제고 –

임 규 빈 연구위원 (경제학 박사)

2024. 12.

한국주식 제값받기

- 코리아 부스트업과 주주가치 제고 -

임 규 빈 연구위원 (경제학 박사)

♣ 이 글의 내용은 집필진의 의견이며,
민주연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

목 차

| | |
|---|----|
| ■ 요약 | i |
| 1. 논의 배경 | 1 |
| 2. 코리아 디스카운트 분석 및 일반주주 피해사례 | 5 |
| (1) 코리아 디스카운트 현황 | 5 |
| (2) 코리아 디스카운트의 원인 | 6 |
| (3) 일반주주 주요 피해사례 | 8 |
| 3. 윤석열 정부의 밸류업 및 일반주주 보호 정책 | 11 |
| (1) 윤석열 정부의 기업 밸류업 정책 | 11 |
| (2) 윤석열 정부의 일반주주 보호 정책 | 12 |
| (3) 윤석열 정부 정책의 한계점 | 13 |
| 4. 민주당의 ‘코리아 디스카운트 해소’ 및 ‘주주가치 제고’ 정책 | 15 |
| (1) 한국주식 제값받기는 정부와 국회가 해야 할 일 | 15 |
| (2) 민주당의 현 정책 | 16 |
| 5. 민주당 정책에 대한 추가 보완 과제 및 정책 제언 | 21 |
| 〈부록1〉 용어 설명 | 25 |
| 〈부록2〉 일본의 주식시장 부스트업 성공사례 | 26 |
| 〈부록3〉 기업지배구조 개선 및 투자자 보호의 해외사례 | 29 |
| ■ 참고문헌 | 34 |

요 약

■ 연구배경 및 목적

○ 한국의 후진적 주식시장 정상화 시급

- 한국은 세계에서 7개국밖에 안 되는 ‘30-50클럽’ 가입국: 인구 5,000만 명 이상이면
서 1인당 GDP 3만 달러 이상인 국가
- 하지만 주식시장은 여전히 선진국이 아닌 후진국으로 평가받고 있음
- 8월 이후 외국인 투자자는 한국 주식시장 탈출 중
- 트럼프 당선 이후 국내 가상화폐 시장은 급상승, 주식시장은 하락

○ 한국 주식시장 저평가의 원인은 바로 코리아 디스카운트(Korea discount)*

- 주주환원정책, 기업지배구조, 회계투명성이 코리아 디스카운트의 원인으로 꾸준히 지목됨
- 특히, 세 가지 원인 중에서 기업지배구조가 근본 원인으로 지목됨
- * 한국 주식시장에 상장된 기업은 수익성이나 자산가치가 유사한 외국 주식시장의 상장
기업에 비해 낮은 가치로 거래되고 있음을 지칭

○ 취약한 기업지배구조에 의해 오르지 않는 주주가치와 고통받는 일반주주

- 주주가치 제고에 관심이 없는 지배주주 중심의 한국 기업지배구조
- 지배주주 중심의 기업지배구조로 인하여 일반주주 이익침해가 빈번히 발생
- 지배주주의 이익과 경영권 유지 위한 자본거래에 의해 일반주주 이익침해 발생: 자사
주 저가발행, 불공정한 M&A 합병가액, 계열분리, 물적분할 등에 의해 일반주주 이익
침해 발생

○ 효과 없는 윤석열 정부의 주식시장 밸류업과 일반주주 보호 정책

- 현 정부는 증시부양과 주주가치 제고에 성공한 일본 자본시장 개혁 벤치마킹
- 하지만 현 정부는 정작 일본 자본시장 개혁의 주요 원인이었던 일본 정부의 확장적
통화·재정정책과 기업지배구조 개선을 위한 노력은 전혀 하지 않음
- 현 정부의 긴축재정과 기업지배구조 개선을 위해 필요한 상법 개정에는 반대는 코리아
디스카운트를 심화시키고 주주가치를 떨어뜨리는 정책

○ 민주당이 나서야 할 때: “이제 더 이상의 코리아 디스카운트는 없다.”

- 단기적으로는 트럼프 2.0 시대 준비, 장기적으로는 경제성장, 상장기업 자금조달 개선, 일반주주 금융소득 증대 등을 위해 주식시장 활성화는 꼭 필요
- 본 보고서는 코리아 디스카운트를 해소하여 코리아 부스트업 실현 및 주주가치 제고를 위한 민주당의 정책을 소개하고 보완점과 나아갈 길을 제시
- 특히, 기업지배구조 개선을 중심으로 한 주주가치 제고를 위한 정책을 제안

■ 윤석열 정부의 주식시장 밸류업 및 일반주주 보호 정책

○ 윤석열 정부의 주식시장 밸류업 정책의 특징

- 기업 중심의 밸류업 정책: 밸류업 노력 기업에는 세제 혜택
- 시장 중심의 밸류업 정책: 코리아 밸류업 지수와 밸류업 지수 ETF 도입
- 밸류업 노력 상장기업 투자자에 대한 배당소득 세제 혜택 등의 일부 투자자 혜택 있음
- 현 정부는 자본시장법 개정을 통한 내부자 거래 통제, 공정한 M&A, “자사주 마법” 금지 등의 방안을 마련, 향후 물적분할, 합병 등 일반주주 보호 미흡 사례 개선방안을 검토하겠다고 밝힘
- 하지만, 현 정부는 가장 중요한 기업지배구조 개선을 위한 상법 개정은 과도한 기업 경영권 침해를 가져올 수 있다며 시도조차 하고 있지 않고, 증시부양을 위한 과감한 재정정책도 하고 있지 않음

■ 민주당의 ‘코리아 부스트업과 주주가치 제고 정책’

○ 민주당의 현 정책

- 기업지배구조 개선을 위한 상법 개정안 발의: ① ‘주주 이사 충실 의무’ 조항 추가, ② 감사위원 분리 선출하여 독립성 강화, ③ 집중투표제 의무화, ④ 전자투표제 및 전자주주총회 의무화, ⑤ 권고적 주주제안 허용 (당론에서는 제외, 하지만 ESG 경영을 위해서 필요)
- 자본시장법 개정안 발의: ① 주주환원을 개선 위한 배당제도 개선, ② 주식의 포괄적 교환·이전, 영업 양·수도, 자산 양·수도, 분할합병, 분할, 현물출자 방식의 자회사 설립 등을 위한 자본거래에서 발생할 수 있는 일반주주 이익침해 방지
- 당론으로 채택된 상법 개정안에 환경과 사회를 생각하는 ESG 경영 관련 법안이 들어가지 않은 것은 아쉽지만 이번 상법 및 자본시장법 개정안으로 기업지배구조 개선과 일반주주 권리보호를 위한 법적 토대는 충분히 마련

■ 민주당 정책에 대한 추가 보완 과제 및 정책 제언

○ 추가 보완 과제 및 정책 제언

- 지금 가장 필요한 것은 기업지배구조 개선을 위한 신속한 상법 개정, 상법 개정 없이 자본시장법 개정만으로 '한국주식 제값받기'는 사실상 불가능
- 상법 개정안 추가 보완 과제 제언: ① ESG 경영 위해 회사에 이해관계를 갖는 이해당사자까지 이사의 충실의무 대상 확대, ② 모든 감사위원을 독립이사로 분리 선출, ③ 집중투표제 의무화(모든 상법·자본시장법 개정 후 안착하기까지)와 권고화(안착한 후)의 시기적 병행, ④ 전자투표제 및 전자주주총회의 플랫폼 구축하기 위한 법 개정, ⑤ ESG 경영 관련 권고적 주주제안 강화 위한 기관투자자의 스튜어드십 코드 강화
- 자본시장법 개정안 추가 보완 과제 제언: ① 배당제도에 대한 주주제안권 도입, ② 포괄적 불공정 자본거래 금지 조항 추가, ③ 기관투자자의 스튜어드십 코드 강화를 통해 일반주주 이익침해 자본거래 방지
- 코리아 밸류업 지수에 '기업지배구조 평가지수' 반영
- 상법 개정을 통한 이사의 충실의무 대상 확대로 인해 발생할 수 있는 이사의 소극적 의사결정 방지를 위한 법안 마련: 배임죄 완화

한국주식 제값받기

- 코리아 부스트업과 주주가치 제고 -

임 규 빈 연구위원 (경제학 박사)

1 논의 배경

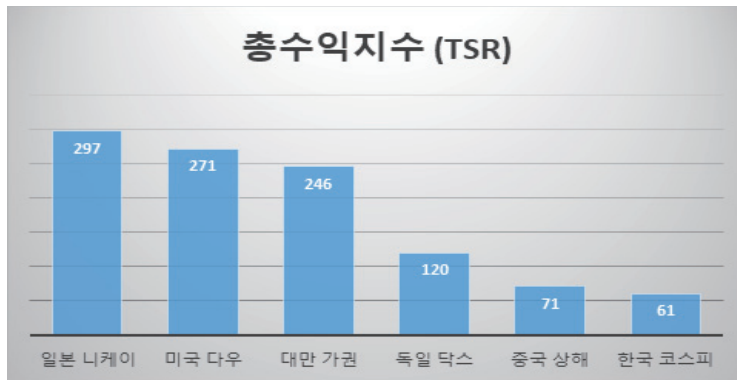
○ 한국의 경제 위상과는 동떨어진 한국 주식시장에 대한 저평가

- 한국에 대한 국가신용도 평가는 ‘안정적’
 - 무디스: Aa2 (안정적), S&P: AA (안정적), 피치: AA- (안정적) (2024년 평가, 연합뉴스 기사 자료에서 발췌)
- 선진국 수준의 경제 수준과 선진국 채권시장으로 진입한 한국 국채시장
 - 한국은 세계에서 7개국밖에 안 되는 ‘30-50클럽’ 가입국: 인구 5,000만 명 이상이면서 1인당 GDP 3만 달러를 넘긴 국가
 - 한국 국채시장은 2025년 11월부터 세계국채지수(WGBI, World Government Bond Index)에 편입될 예정 (영국 FTSE (Financial Times Stock Exchange) Russell이 2024년 10월 8일 발표)¹⁾
- 하지만, 한국 주식시장은 미국 투자은행 모건스탠리가 발표하는 MSCI 선진국 지수에 여전히 편입되지 못하고 있음
 - MSCI는 환율시장 자유화 정도 미흡, 외국인 투자자의 시장 접근성 미흡, 주식시장의 과도한 정보 불균형, 투명성 부족, 정산 및 청산 시스템의 개선 필요, 공매도 제도 개선 필요, 주식시장 데이터 이용의 과도한 제한 등의 이유로 한국 주식시장을 신흥시장(Emerging Markets)으로 분류하고 있음²⁾

1) FTSE Classification of Fixed Income Markets – FTSE Fixed Income Country Classification September 2024 Results Announcement

2) MSCI Global Market Accessibility Review: Country Comparison, June 2024

〈그림 1〉 주요국 총수익지수 (2013~2023) (단위: %)



자료: 자본시장연구원, 이효섭(2024) 데이터 이용

- 2023년 1인당 GDP가 27,834 달러인 포르투갈과 그 밖의 이스라엘, 홍콩, 싱가포르의 주식시장이 MSCI 선진국 지수에 편입됨, 한국 주식시장은 한국 경제 수준에 비해 저평가되어 있음

○ 글로벌 주식시장은 빠르게 성장, 하지만 한국 주식시장은 저조한 성장

- 최근 10년(2013년~2023년) 동안 글로벌 주식시장은 빠르게 성장(밸류업), 반면 한국의 밸류업은 매우 저조한 성적
 - 주요국의 배당투자 수익률을 고려한 실질 주식투자수익률인 총수익지수(TSR, Total Shareholder Return)의 최근 10년 값을 보면 일본 니케이 지수는 297%, 미국 다우 지수는 271%, 대만 가권 지수는 246%, 독일 닥스 지수는 120%, 중국 상해지수는 71%, 한국 코스피 지수는 61% 상승 (그림 1 참조)
 - 한국 주식시장의 성장세는 다른 주요국에 비해 매우 더딤
- 코스피 지수는 문재인 정부 시절인 2021년 6월 21일 최고점인 3,302.84로 장을 마감한 후 장기적인 하락 속에 상승, 하락을 반복
 - 2024년 11월 29일 2,455.91로 마감 (연초 대비 11월 13일까지의 수익률은 -8.97%³⁾, 자료: KRX 정보데이터시스템)
- 코스닥 지수 역시 코스피와 비슷한 양상
 - 문재인 정부 시절인 2021년 8월 2일 최고점인 1,059.80을 기점으로 꾸준히 하락, 2024년 11월 29일 678.19로 마감 (연초 대비 11월 13일까지의 수익률은 -29.42%, 자료: KRX 정보데이터시스템)

3) 연초 대비 11월 13일 세계 평균 수익률은 17.6%, 선진국 평균은 18.9%, 신흥국 평균 6.7%, 한국 주식시장 보다 수익률이 낮은 나라는 전쟁 중인 우크라이나와 러시아분 (자료: MSCI)

○ 실질 주식투자수익률이 낮은 한국 주식시장에서 외국인 투자자를 비롯한 국내 투자자마저 떠나가고 있고 국내 증시는 뚜렷한 상승 모멘텀을 찾지 못한 채 답보 상태에 빠져 있음

- 2024년 8월 1일부터 11월 29일까지 한국 주식시장에서 외국인 투자자는 약 19조 원을 순매도 (자료: KRX 정보데이터 시스템)
- 국내 개인투자자의 해외주식투자도 크게 증가하였음
 - 개인투자자의 해외 주식 거래대금은 2024년 1분기 기준 1,026억 달러로 전기 대비 48% 증가
- 2024년 11월 트럼프 당선 이후 투자자의 국내 주식투자는 감소, 국내 가상화폐투자는 증가
 - 2024년 11월 29일 국내 5대 가상화폐거래소(업비트, 빗썸, 코인원, 코빗, 고팍스)의 일일 거래대금은 18조 2,790억 원으로 연초 약 2조 원의 일일 거래대금에 비해 9배 이상 성장 (자료: CoinGecko)
 - 반면, 한국 주식시장의 2024년 11월 29일 일일 거래대금은 18조 9,474억 원으로 연초 일일 거래대금인 약 23조 원에 비해 약 4조 원 감소 (자료: KRX 정보데이터시스템)

○ 한국 주식시장 저평가의 원인으로 끊임없이 제기되는 ‘코리아 디스카운트’

- 코리아 디스카운트(Korea discount)는 한국 주식시장에 상장된 기업은 수익성이나 자산가치가 유사한 외국 주식시장의 상장 기업에 비해 낮은 가치로 거래되고 있음을 지칭
 - 한국 주식시장이 아닌 외국 주식시장에 투자할 수 있는 외국 투자자들에게 한국 주식은 매력적인 주식이 아님
 - 국내 투자자가 국내 주식투자보다는 해외 주식투자와 가상화폐투자를 선호하는 근본 원인 역시 낮은 가치로 거래되고 있는 국내 주식

○ 한국 주식시장 투자자의 대부분은 개인투자자들이고 이들을 위한 주주가치 제고 위해 코리아 부스트업이 필요한 상황

- 2022년 개인투자자들의 수는 1,424만 명으로 증시거래대금 대비 64%에 해당 (자료: 한국예탁결제원)
- 최근 1년 동안 (2023. 11. 24. ~ 2024. 11. 26.) 개인투자자들의 증시거래대금 비중은 전체 거래대금의 66% (자료: KRX 정보데이터시스템)
- 개인투자자들의 대부분은 주식의 시세차익 또는 배당금으로 이익을 얻는 경우가 대부분이라 오르지 않는 주식시장에서 개인투자자들은 이익을 얻기 쉽지 않음

○ 효과 없는 윤석열 정부의 주식시장 밸류업과 일반주주 보호 정책

- 금융위원회는 일본 자본시장 개혁 성공을 벤치마킹하여 ‘한국증시의 도약을 위한’ 기업 밸류업 지원방안을 발표 (2024. 2. 26.)
- 현 정부의 정책은 기업과 시장 중심의 밸류업 정책
- 일본 자본시장 개혁을 성공으로 이끌었던 확장 재정정책과 기업지배구조 개선은 전혀 하고 있지 않음
- 현 정부 정책은 코리아 디스카운트를 심화시키고 주주가치를 떨어뜨릴 가능성이 매우 높음

○ 민주당에서 ‘국내 주식시장 활성화 프로젝트’의 일환으로 ‘대한민국 주식시장 활성화 TF’ 출범 (2024. 11. 06.): “민주당이 한다!”

- 코리아 디스카운트 해소와 개인투자자 보호를 위한 상법 개정안 발의
 - 이사의 충실 의무에 ‘주주에 대한 충실 의무 도입’ 상법 개정안 발의 (올해 통과 목표)
- 주주 권리보호와 시장 투명성 강화를 위한 정책 제안
 - 부정 및 조작 거래로부터 주주를 보호하고 시장의 투명성 확보
- 장기적으로 대한민국의 경제성장, 국내 상장기업의 자금조달 개선, 일반주주의 금융소득 증대를 통한 소득 불평등 완화 등을 위해 대한민국 주식시장 활성화는 꼭 필요
- 단기적으로는 트럼프 2.0 행정부의 보호무역주의 강화로 발생할 수 있는 국내 금융시장 안정화를 위해서 국내 주식시장 활성화는 시급한 과제

○ 본 보고서는 한국 주식시장의 가장 큰 현안이라 할 수 있는 부스트업과 주주가치 제고(일반주주 보호)에 대한 정책을 제시함

- 민주당 의원들이 발의한 코리아 디스카운트 해소와 일반주주 보호를 위한 상법 및 자본시장법 개정안들을 분석하여 보완점 및 나아갈 길 제시
- 법 개정뿐만 아니라 시장주의적 접근을 통한 부스트업과 일반주주 권리보호를 동시에 이룰 수 있는 정책도 같이 제시

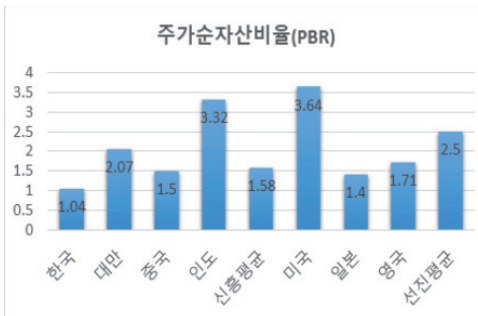
(1) 코리아 디스카운트 현황

○ 해외 주요국에 비해 저평가 되어 있는 국내 상장기업의 주가

- 주가순자산비율(PBR, price to book-value ratio)은 기업의 주가를 기업의 주당순자산으로 나눈 값으로 기업의 시장평가를 나타내는 지표 (<부록1> '용어 설명' 참조)
- 한국 상장기업의 평균 PBR은 해외 주요국에 비해 매우 낮은 수치로 한국 주식시장에서의 상장기업 평가가 주요국에 비해 저평가되어 있음을 보여줌
 - 2014년부터 2023년까지 국내 상장기업들의 주가순자산비율(PBR) 평균값은 1.04, 신흥국 평균은 1.58, 선진국 평균은 2.50 (그림 2 참조)

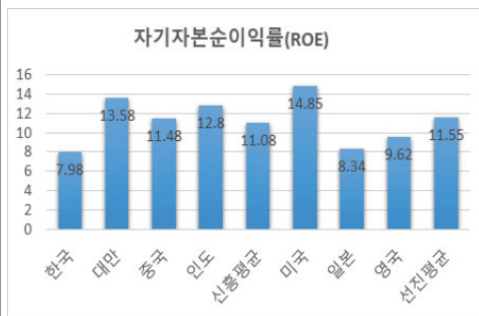
코리아 디스카운트 현황

<그림 2> 주요국 주가순자산비율 (2014 ~ 2023)



자료: 금융위원회(2024)

<그림 3> 주요국 자기자본순이익률 (2014 ~ 2023)



자료: 금융위원회(2024)

○ 국내 상장기업의 수익성 또한 해외 주요국에 비해 현저히 낮음

- 자기자본순이익률(ROE)은 기업의 세후순이익을 자본총계로 나눈 값으로 기업의 수익성 또는 자본효율성을 나타내는 지표 (<부록1> '용어 설명' 참조)
- 한국 상장기업의 평균 ROE는 해외 주요국의 상장기업에 비해 매우 낮음, 즉, 한국 기업의 수익성이 주요국에 비해 매우 떨어짐
 - 2014년부터 2023년까지 국내 상장기업의 평균 ROE(%)는 7.98, 신흥국 평균은 11.08, 선진국 평균은 11.55 (그림 3 참조)

(2) 코리아 디스카운트의 원인

○ 코리아 디스카운트의 원인으로 주주환원정책, 기업지배구조⁴⁾, 회계투명성이 꾸준히 하게 지적

- 주주환원 정책 미비

- 한국 주식시장의 해외 주식시장에 비해 낮은 배당수익률(〈부록1〉 ‘용어 설명’ 참조)로 인해 해외 주식투자자들에 비해 국내 주식투자자들은 투자의 이득을 온전히 얻지 못함 (한국 평균 배당수익률은 2024년 10월 1.83%, 표 1의 주요 9개국 중 9위)

〈표 1〉 주요 국가별 주식시장 배당 수익률

| 국가 | 지수 | 2019년 | 2020년 | 2021년 | 2024년 10월 |
|------|------------|-------|-------|-------|-----------|
| 미국 | S&P 500 | 2.60 | 2.22 | 1.94 | 2.19 |
| 독일 | DAX 40 | 3.22 | 2.93 | 2.61 | 3.11 |
| 프랑스 | CAC 40 | 3.51 | 3.06 | 1.89 | 3.57 |
| 영국 | FTSE 100 | 4.73 | 4.45 | 3.83 | 3.43 |
| 일본 | NIKKEI 225 | 2.37 | 2.27 | 1.97 | 2.68 |
| 홍콩 | HSI | 2.82 | 2.97 | 2.58 | 4.86 |
| 싱가포르 | FTSE STI | 4.07 | 4.13 | 3.66 | 4.72 |
| 중국 | SSE (A) | 2.91 | 2.46 | 2.14 | 1.98 |
| 한국 | KOSPI | 2.38 | 2.21 | 1.52 | 1.83 |

자료: 대신증권(2019년~2021년, 27일 종가 기준), 중국의 경우 2024년 데이터는 SSE의 배당 수익률(2019년~2021년: SSE A의 배당 수익률), 2024년 값은 Trading View와 KRX 정보데이터시스템에서 제공하는 자료를 이용해 계산

- 기업지배구조 취약

- 한국은 2023년 ACGA 아시아 기업지배구조 순위에서 조사 대상국 12개국 중 8위로 기업지배구조 여전히 취약 (2020년 12개국 중 9위, 표 2 참조)
- 한국보다 순위가 낮은 국가는 태국, 중국⁵⁾, 필리핀, 인도네시아

4) “기업지배구조(corporate governance)란 주주, 경영자, 채권자, 종업원, 소비자, 정부 등 기업에 이해관계를 갖는 이해집단 간의 상호관계를 규정하고 이들 간의 이해의 갈등을 조정·해소하기 위한 일련의 장치(mechanism)”를 말함 (강병호·김대식(2024))

5) 중국 증시 성장(한국보다 높은 PBR과 ROE)은 기업지배구조 개선보다는 중국 정부의 증시 부양책에 의한 효과 (지난 10월 8일에도 2,000억 위안(38조 원) 규모의 추가 재정 투입 발표)

〈표 2〉 2023 ACGA 아시아 기업지배구조 점수

| 구분 | 국가 | | | | | | | | | | | |
|----------------|----|----|----|----|-------|----|----|-------|-----|------|----|----|
| | 호주 | 중국 | 홍콩 | 인도 | 인도네시아 | 일본 | 한국 | 말레이시아 | 필리핀 | 싱가포르 | 대만 | 태국 |
| 1. 정부 및 공공지배구조 | 71 | 32 | 55 | 45 | 32 | 61 | 52 | 37 | 29 | 56 | 67 | 35 |
| 2. 규제기관 | 66 | 56 | 62 | 53 | 29 | 65 | 57 | 58 | 25 | 63 | 65 | 50 |
| 3. 기업지배구조 규정 | 83 | 63 | 75 | 73 | 40 | 67 | 65 | 79 | 48 | 77 | 71 | 75 |
| 4. 상장된 기업 | 76 | 39 | 53 | 60 | 36 | 49 | 49 | 66 | 48 | 58 | 55 | 51 |
| 5. 투자자 | 69 | 22 | 33 | 46 | 20 | 65 | 56 | 42 | 25 | 39 | 40 | 35 |
| 6. 감사 | 82 | 49 | 82 | 69 | 65 | 83 | 73 | 92 | 62 | 83 | 83 | 79 |
| 7. 시민사회 및 언론 | 82 | 26 | 50 | 74 | 44 | 66 | 43 | 53 | 33 | 64 | 62 | 46 |

자료: CG Watch 2023

- 회계투명성 결여

- 2023년 국제경영개발대학원(IMD) 국가경쟁력 평가 결과에 의하면, 한국의 회계감사 적절성 부분 64개국 중 47위로 회계 투명성 취약⁶⁾

○ 코리아 디스카운트의 근본 원인은 기업지배구조

- 한국 경제는 ‘총수’ 또는 ‘오너’로 대표되는 지배주주 경영이 일반적인 대기업 중심 경제
 - 2020년 광업 및 제조업 부문에서 출하액 기준 100대 기업들이 동 산업에서 44.3% 차지함 (자료: KDI 시장구조조사 2023.4.)
- 지배주주는 낮은 보유지분을 가졌음에도 불구하고 계열사 및 비영리법인 지분 등을 이용하여 전 계열사에 절대적 지배권을 행사
 - 2023년 공시대상기업집단(72개 기업)에서 총수일가(본인, 친족 포함)의 주식 내부지분율은 3.6%, 하지만 총수일가 이외(계열사, 기타)는 57.5%로 합계 61.2%의 내부지분율을 갖고 있음 (자료: 2023 공시대상기업집단 주식소유현황 - 공정거래위원회)
- 지배주주는 기업의 이익을 주주환원을 위한 배당금으로 지급하기보다는 사내 유보금으로 축적⁷⁾, 경영권 방어를 위한 주주총회와 불투명한 회계감사의 가능성이 생김

6) 기획재정부, 2023년 6월 20일, [보도참고] 2023년 국제경영개발대학원(IMD) 국가경쟁력 평가 결과.

7) 2023년 대기업의 사내 유보금(=자본잉여금+이익잉여금)은 약 1,972조 (자료: 한국은행 기업경영분석)

〈그림 4〉 취약한 기업지배구조가 주식가치 하락으로 이어지는 과정



출처: 저자

- 투자자들은 기업의 이익을 주식가치 밸류업과 배당금으로 이어지지 않는 주식에 투자할 경제적 유인(incentive)이 사라지고, 이는 주식가치 하락(밸류다운)으로 이어짐 (그림 4 참조)
- 취약한 기업지배구조가 주식가치 하락으로 이어지는 과정에서 일반주주의 피해사례가 빈번히 발생

(3) 일반주주 주요 피해사례

○ 대부분의 일반주주 피해사례는 지배주주의 일반주주 이익침해

- 지배주주는 자신의 경영 지배력 확대를 위해 신주발행, 기업 합병 및 계열 분리 등의 방법을 이용
 - 지배주주의 지분율을 높이기 위한 적정가보다 낮은 가격으로 제 3자에게 낮은 가격으로 신주발행 후 재매입
 - 기업 합병 시 지배주주에게만 유리한 합병비율 책정
 - 계열 분리 시 '물적분할 후 기업공개'를 이용해 지배주주 지분율 확보
- 이 과정에서 지배주주와 일반주주의 이해상충이 빈번히 발생
- 주주총회에서 의결권이 약한 일반주주는 지배주주에 의해서 이익이 침해됨

○ (Case 1, 신주발행) 삼성에버랜드 전환사채 (1996년)

- 당시 삼성전자 전무였던 이재용의 에버랜드 지분 확보를 통한 삼성 그룹 경영권 승계 목적으로 전환사채 발행
- 최소 예정가인 1주당 14,825원보다도 작은 1주당 7,700원으로 주가 배정 후 제 3자에게 신주 발행하고 이재용은 주식 재매입으로 지분율 확보
- 예상보다 낮은 주가 배정으로 에버랜드 주식 소유한 일반주주 피해

○ (Case 2, 합병) 동양메이저와 한일합섬 합병 (2009년)

- 합병 당시 부실법인⁸⁾인 동양메이저의 합병주가는 8,700원, 한일합섬은 1주당 순자산 가치가 6,185원임에도 불구하고 동양메이저 주식을 다량 보유하고 있던 지배주주에 유리한 합병주가인 2,389원으로 책정
- 한일합섬 주식을 소유하고 있던 일반주주는 1주당 순자산 가치보다 훨씬 낮은 주식가격이 책정되어 피해를 봄

○ (Case 3, 합병) 삼성물산과 제일모직 합병 (2015년)

- 당시 삼성 부회장 이재용의 삼성 경영권 승계를 위해 제일모직의 기업가치는 실제 가치보다 지나치게 높게, 삼성물산은 지나치게 낮게 책정 (삼성물산 보통주 1주의 가치는 제일모직의 0.35배로 책정)
- 삼성물산 주식을 소유하고 있던 일반주주 피해

○ (Case 4, 물적분할) LG화학의 배터리 사업부분 분할 (2019년~2020년)

- LG화학은 ‘물적분할 후 기업공개’ 방식으로 배터리 사업부분(LG에너지솔루션) 분할
- 물적분할 후 기업공개 방식은 LG화학 지배주주인 그룹 지주회사 LG에 유리한 방식으로 LG는 LG화학을 통해 LG에너지솔루션 지배력 충분히 확보 가능하나, LG화학의 일반주주들은 LG에너지솔루션에 대한 직접 지분 소유할 수 없음
- LG화학의 배터리 부분을 보고 투자했을 일반주주들은 결국 피해를 봄
- 회사분할 발표 직후 이틀간 LG화학의 주가가 11% 하락함으로써 일반주주들의 피해가 더 컸음

○ (Case 5, 계열분리) LG그룹의 계열 분리 (2020년)

- 전 LG그룹 회장 구본무 사망 이후 총수일가의 승계 문제를 정리하기 위한 ‘계열분리’의 목적으로 회사분할 실시 (LGMMA, LG상사, LG하우시스, 실리콘웍스 등의 4개 자회사를 지주회사인 LX홀딩스로 분할)
- 전 LG그룹 부회장 이었던 구본준(구본무의 동생)이 LX그룹의 회장으로 취임
- 계열분리가 아닌 일반적인 매각을 통한 기업인수였다면, 4개 자회사에 대한 경영권 프리미엄이 추가되어 LG의 주주가치도 상승했을 것⁹⁾
- 따라서 일반주주는 경영권프리미엄 추가에 의한 주주가치 상승의 기회를 LG그룹의 친족간 경영권 승계로 인하여 잃어버림

8) 합병 당시 동양메이저는 한일합섬 주식의 86%를 보유한 대주주, 동양메이저는 한일합섬 주식 86% 빼면 600억 결손인 부실법인이었음

9) 이은정(2021)에 의하면 계열분리가 아닌 매각의 경우 LG의 일반주주들은 경영권프리미엄을 20%로 인정받는 경우 1,145억 원, 50%인 경우 2,862억 원에 해당하는 이익을 얻을 수 있었음

○ (Case 6, 합병) 두산밥캣과 두산로보틱스 합병 (2024년)

- 두산은 두산에너지빌리티 산하 알짜 기업인 두산밥캣을 두산로보틱스의 100% 자회사로 편입한 뒤 합병하기로 결정
- 두산밥캣과 두산로보틱스 간 합병비율 (1대 0.63) 논란
 - 두산밥캣은 2023년 매출액 9조 7,589억 원, 영업이익 1조 3,899억 원의 흑자 기업인 반면 두산로보틱스는 2023년 매출액 551억 원, 영업손실 169억 원인 적자 기업 (자료: FnGuide)
 - 두산밥캣의 1주가 두산로보틱스의 0.63주와 같다는 것에 공정성 논란
- 두산밥캣 1주의 가치가 두산로보틱스의 가치보다 높아야 하지만 합병비율은 비율 산정 당시 두 회사의 시장 주가 비율로 산정
- 1대 0.63의 합병비율로 두산로보틱스의 대주주인 (주)두산은 추가 자금 투입 없이 두산밥캣에 대한 지배력을 13.8%에서 42%로 올릴 수 있었음
- 합병비율이 지배주주인 (주)두산에 유리하게 산정되자 두산밥캣의 주가 상승을 일부러 억눌렀다는 의혹도 제기됨
- 두산밥캣 일반주주의 심각한 이익침해 발생 가능성 제기됨
- 금융감독원도 지배주주만을 우선하는 두산의 경영을 우려하며 두산이 제출한 증권신고서 반려, 이후 두산은 두산밥캣·로보틱스 흡수합병 철회
- 두산은 두산밥캣을 두산로보틱스 자회사로 두고 두산에너지빌리티 주주들이 두산밥캣의 주식을 더 많이 받을 수 있도록 합병비율 조정, 이후 금융감독원은 증권신고서 승인

○ (Case 7, 신주발행) 고려아연 (2024년)

- 고려아연의 경영 주도권을 두고 장씨 일가(영풍그룹)와 최씨 일가(고려아연) 간의 다툼 발생
- MBK와 영풍그룹이 손잡고 적대적 M&A 시도를 통해 지분 우위를 확보
- 이에 맞서 고려아연은 대규모 '일반공모' 유상증자를 통해 지분 확보
- 시장가격보다 낮은 유상증자 가격으로 인해 기존 일반주주 이익침해 발생

(1) 윤석열 정부의 기업 밸류업 정책

○ 금융위원회의 기업 밸류업 지원 방안

- 금융위원회는 ‘한국증시의 도약을 위한’ 기업 밸류업 지원방안을 발표 (2024. 2. 26.)
- 성공한 일본 자본시장 개혁(〈부록2〉 ‘일본의 주식시장 부스트업 성공사례’ 참조)을 벤치마킹하여 기업 경쟁력 제고와 경제성장 동력 확보를 위한 자본시장 선진화에 초점을 맞춤
 - 규제개혁, 기업혁신을 통한 기업 경쟁력 제고
 - 자본시장이 국민과 기업이 함께 성장하는 ‘상생과 기회의 사다리’가 될 수 있도록 선진화
 - 공정 투명한 시장질서 확립, 투자자를 위한 자본시장 접근성 제고, 기업의 주주가치 기업경영 확립을 주요 과제로 선정
- 코리아 디스카운트 해소를 위한 기업의 저조한 수익성, 성장성, 미흡한 주주환원 개선을 위한 자율적인 노력이 중요함을 강조
- 상장기업과 투자자 간의 상생을 위한 「기업 밸류업 프로그램」 지속·보완함
 - 상장기업은 꾸준한 자발적 기업가치 제고 노력, 정부는 세제지원과 우수기업 표창 등 인센티브로 자발적 참여 유도
 - 투자자는 시장평가를 통한 투자유도를 촉진하며, 이를 위해 정부와 거래소는 코리아 밸류업 지수·ETF 개발, 스튜어드십 코드 반영, 투자지표 비교공표 등을 지원
 - 거래소 및 유관기관은 체계적인 상장기업 밸류업 확산을 위한 전담 추진체계 수립, 상장기업 교육·컨설팅 지원, IR·소통 강화
 - 정부는 밸류업 노력기업 주주에게 배당소득 세제혜택 제공

○ 한국거래소의 코리아 밸류업 지수 발표

- 금융위원회의 「기업 밸류업 프로그램」 운영방안 중 하나로 한국거래소에서 「코리아 밸류업 지수」 개발
- 한국거래소에서 2024년 9월 30일부터 한국 주식시장(코스피, 코스닥)의 상장기업 중 우수한 기업가치 제고 평가를 받은 상위 100개 사의 주식으로 구성된 “코리아 밸류업 지수(Korea Value-up Index)”를 운영

- 코리아 밸류업 지수 종목은 '5단계 스크리닝'으로 시장대표성, 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성을 평가항목으로 하여 선정

| 코리아 밸류업 지수 종목 선정방식 | | |
|---|---------|--|
| 심사 대상 | 유니버스 | •유가증권시장 및 코스닥시장 상장종목(보통주) |
| | 제외종목 | • 신규상장종목, 유동비율 10% 미만, 관리/투환/실질심사, 최근 사업년도 자본잠식, 기타 부적합 종목 등 |
| 5단계 스크리닝 | ① 시장대표성 | • 유가+코스닥 시총 400위 이내 (시총 약 5,000억원 이상, 누적시총 90% 수준) |
| | ② 수익성 | • ① 최근 2년 연속 적자기업 및 ② 최근 2년 손익 합산시 적자인 기업은 제외 |
| | ③ 주주환원 | • 최근 2년 연속 "배당 or 자사주 소각" 실시 |
| | ④ 시장평가 | • 최근 2년 평균 PBR기준 ① 산업군별 순위비율 상위 50% 이내 또는 ② 전체 순위비율 상위 50% 이내 |
| | ⑤ 자본효율성 | • 최근 2년 평균 ROE기준, 산업군별로 순위비율 상위기업 100종목 선정 |
| 특례요건 | | • 밸류업 초기 공시기업은 최소요건(수익성/시총/유동성 등) 충족시 최우선적으로 편입 (→ 세부내용 '첨부1' 참조) • '25.6월 정기변경시부터는 '밸류업 표창기업'에 대한 특례편입을 적용하고, 공시 이행여부에 따라 지수편입시 인센티브 또는 패널티 부여 |
| 출처: 한국거래소, 「코리아 밸류업 지수」 발표 (2024. 9. 24.) | | |

- 코리아 밸류업 지수는 투자자들이 수익성과 주주환원에 적극적인 상장기업을 손쉽게 찾아 투자할 수 있도록 정보를 제공
- 코리아 밸류업 지수 제공은 투자자와 상장기업의 자발적인 코리아 디스카운트 해소 노력을 이끌 수 있다는 장점이 있음

(2) 윤석열 정부의 일반주주 보호 정책

○ 일반주주 보호정책을 기업 밸류업 정책의 일부로 시행

- 금융위원회는 '한국증시의 도약을 위한' 기업 밸류업 지원방안의 '자본시장 선진화 주요과제' 중 하나로 '주주가치 기업경영 확립' 추진
 - 주주가치 기업경영 확립의 세부과제로 '일반주주 보호 강화', '배당절차 개선', '일반주주 권익 보호를 위한 상법 개정'을 추진하겠다고 밝힘
- 현 정부의 일반주주 보호정책은 상장기업이 주식시장에서 투자자들로부터 선택받기 위한 자율적인 기업가치 제고를 위한 노력과 이를 위한 투자자 보호정책의 방안으로 시행하고 있음

○ 상법 개정보다는 자본시장법 개정을 통한 일반주주 보호 시도

- 주주가치 기업경영 확립의 세부과제인 ‘일반주주 보호 강화’를 위해 물적분할, 내부자거래 사전공시, 자사주, M&A 등 관련 자본시장법을 개선하겠다고 밝힘
 - 내부자(상장사임원·대주주등)의 주식거래는 30일 전 사전공시
 - 공정한 M&A 기반마련 위한 공시, 외부평가 및 합병가액 산출기준 개선
 - 인적분할시 의결권 부활 금지 (“자사주 마법” 금지)
 - 향후 물적분할, 합병 등 일반주주 보호 미흡 사례 개선방안 검토
- 일반주주 권리보호를 위한 상법 개정에는 과도한 기업 경영권 침해로 사유로 사실상 반대
 - 현 정부·여당·재계는 상법 제382조의 3(이사의 충실의무)에 명시된 이사의 충실의무 대상을 ‘회사를 위하여’에서 ‘회사와 주주의 (비례적) 이익을 위하여’로 확대하는 개정안에 반대
 - 현 정부·여당·재계는 기업의 경영권 위축과 이해관계가 상이한 주주들 (예: 외국인 투자자, 기관투자자, 사모펀드, 일반주주 등으로 주주들의 종류가 다양하고 서로의 이해관계도 다양)에 대한 충실의무를 규정하는 것은 모순이라는 입장
 - 현 정부·여당·재계는 주주에 대한 충실의무 강화는 외국계 행동주의 펀드들에 의한 경영권 탈취의 빌미를 제공할 수 있다며 강력히 반발¹⁰⁾
 - 현 정부·여당·재계는 이 밖의 분리선출 감사위원 수 증가, 주주총회에서의 집중투표제와 전자투표제 의무화, 권고적 주주제안 등의 상법 개정에도 과도한 기업 경영권 침해의 이유로 반대

(3) 윤석열 정부 정책의 한계점

○ 기업 중심의 밸류업 정책에만 초점을 맞춘 밸류업

- 현 정부의 코리아 밸류업 정책은 대부분 밸류업에 참여한 상장기업의 세제 혜택과 자금 조달을 용이하게 해주는 밸류업 지수와 밸류업 ETF 운영에 초점
- 현 정부의 밸류업 지수에 투자하는 투자자들에 대한 세제 혜택은 밸류업 지수 기업 주주에 대한 배당소득 세제혜택 외 다른 추가적인 혜택은 없음
- 주식시장은 결국 주식을 매수하는 투자자들이 없으면 밸류업이 되지 않는다는 사실에 근거해 볼 때, 기업 중심의 밸류업 정책은 증시 밸류업에 한계가 있음

10) 2016년 스톡홀름 코드 제정과 2020년 12월 감사위원 1인 분리선출과 최대주주 의결권 3% 제한의 상법 개정 이후 국내 주식시장에서의 외국계 행동주의 펀드(특히, 헤지펀드)들의 활동은 줄어들고, 국내 행동주의 펀드들의 활동이 늘어났음, 국내 행동주의 펀드들은 경영권 탈취 보다는 주로 이사회 투명성 확대, 자사주 매입 및 소각, 배당확대, 사외이사 선임 등의 기업지배구조와 주주환원을 개선과 같은 주주가치 개선에 초점을 맞춰 활동하고 있음 (황세운(2023))

- 일본 자본시장 개혁의 성공에서도 알 수 있듯이(〈부록2〉 ‘일본의 주식시장 부스트업 성공사례’ 참조) 증시 밸류업은 국가의 확장적 재정·통화 정책(아베노믹스), 기업지배 구조 개선을 위한 기업과 투자자의 노력(거버넌스 개혁)을 통해 가능
- 한국의 금융위원회 역시 ‘한국증시의 도약을 위한’ 「기업 밸류업 지원방안」을 통해 일본 자본시장 개혁을 성공으로 이끈 정책들을 적극적으로 수용하려고 노력
 - 코리아 밸류업 지수 · 밸류업 ETF 등을 통한 상장기업의 PBR과 ROE 개선 촉구
 - 기업 가치 제고에 노력한 기업들에 대한 세제혜택 및 포상
 - 기관투자자의 스튜어드십 코드 강화
- 하지만, 정부는 기업 밸류업에만 초점을 맞춘 채, 건전재정을 이유로 긴축재정¹¹⁾을 시행하고 있고, 기업지배구조 개선을 위한 상법 개정에는 반대하고 있음
- 즉, 현 정부의 밸류업 정책은 일본 자본시장 개혁 성공의 원인이었던 아베노믹스, 거버넌스 개혁과는 전혀 다른 방향으로 가고 있어 사실상 밸류업이 어려워 보임
- 정부는 ‘주식시장 밸류업 = 기업의 밸류업’이라는 좁은 시각에서 벗어나 국가경제는 경제성장을 회복, 기업에는 자금조달 개선, 투자자에게는 금융자산소득 증가의 기회를 제공하는 것이 ‘주식시장 밸류업’이라는 종합적이고 거시적인 시각을 가질 필요 있음

○ 현 정부는 중요한 상법 개정은 미룬 채 자본시장법 개정에만 초점

- 코리아 밸류업을 방해하고 일반주주 이익침해의 근본원인이 지배주주 중심으로 되어 있는 기업지배구조임에도 정부는 기업지배구조 개선을 위한 상법 개정은 시도하지 않고 있음
 - 현 정부와 여당은 기업지배구조 개선을 위한 이사의 충실의무에 주주의 (비례적) 이익까지 포함, 분리선출 감사위원 수 증가, 일반주주 의결권 강화를 위한 집중투표제와 전자투표제 의무화, 권고적 주주제안 등의 상법 개정에는 과도한 기업 경영권 침해 이유를 사실상 반대
 - 상법 개정 없이 자본시장법 개정만으로는 지금까지 드러난 자사주 마법, 불공정한 합병비율, 물적분할 후 자회사 상장 등에 해당하는 일반주주 이익침해만을 막을 수 있을 뿐, 다른 형태로 발생할 수 있는 지배주주의 일반주주 이익침해 예방은 사실상 어려움
- 결국, 현 정부의 기업지배구조 개선 없이 자본시장법 개정을 통한 일반주주 권리보호 정책으로는 일반주주 권리보호는 사실상 어려움

11) 정부 2025년 예산안의 총지출 증가율은 3.2%로 경상성장을 예상치인 4.5%보다 밑돈 긴축재정

(1) 한국주식 제값받기는 정부와 국회가 해야 할 일

○ 코리아 부스트업과 일반주주 권리보호는 정부와 국회가 해야 할 일

- 주주가치 경영과 자본시장 내 투자자 보호는 이미 세계 표준
 - 주요국은 이미 주주가치 경영을 위한 기업지배구조 확립과 자본시장 내 투자자 보호를 위한 법적 보호 장치 마련 (<부록 3> '기업지배구조 개선 및 투자자 보호의 해외사례' 참조)
- 시민사회도 소액주주 보호를 위한 기업지배구조 개선과 자본시장 내 불공정 거래를 위한 상법 및 자본시장법 개정 꾸준히 요구

○ 민주당은 상법 개정과 자본시장법 개정의 두 트랙 전략 추구

- 민주당의 '강령 2024'의 '민주적 시장경제 확립' 조항
 - “재벌개혁과 함께 건전한 경영문화를 조성하고 부당 내부거래와 사적 이익 편취 등 불법적 경제행위에 대한 감독과 징벌을 강화한다.”
 - “독립이사제도 도입, 스튜어드십 코드 강화를 통해 기업 지배구조 개선과 책임경영제도를 강화한다.”
- 기업지배구조 개선을 위한 상법 개정 당론 채택 (2024. 11. 14.)
- 상법 개정 당론 채택 이후 이정문 의원안으로 최종 개정안 결정
 - ‘주주 충실 의무’ 조항 추가, 감사위원회 독립성 강화, 집중투표제 의무화, 전자투표제 및 전자주주총회 의무화 등의 내용이 담김
- 민주당은 코리아 부스트업과 일반주주 보호는 지배주주 중심의 기업지배구조 개선과 자본시장 내 일반주주의 이익침해를 발생하는 불공정 자본거래를 근절해야 가능하다고 보고 있음
- 이에 따라 기업지배구조 개선을 위한 상법 개정과 일반주주 보호를 위한 자본시장법 개정의 두 트랙으로 진행
 - 상법 개정을 통해 일반주주의 권리보호를 위한 기업지배구조 개선과 이를 통한 코리아 부스트업의 기반 마련
 - 자본시장법 개정을 통해 자본시장 내 일반주주 이익침해로 이어질 수 있는 불공정 자본거래 금지
- 현재 이정문 의원안에는 환경 및 사회요소를 고려한 ESG 경영에 관한 내용이 빠져 있어 추후 ESG 경영 관련 상법 개정이 필요할 것으로 예상

(2) 민주당의 현 정책

○ 기업지배구조 개선 위한 상법 개정 ①: 주주 충실 의무

- 코리아 부스트업과 일반주주 권리보호를 위해 필요
 - 지배주주 경영이 일반적인 한국에서는 주식가치 밸류업을 통한 이익실현이 목적인 일반주주와 경영권 사수가 목적인 지배주주의 이익이 일치하지 않을 수 있음
 - 따라서 회사의 업무집행 및 감독의 의무를 갖고 있는 이사는 상장주식회사의 목적인 '주주가치 극대화', 즉, 주주의 (비례적) 이익을 높이는 충실의무를 법으로 명시해야 할 필요가 있음
- 상법 제382조의 3(이사의 충실의무) "이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행해야 한다."에서 '회사'를 '회사와 주주의 (비례적) 이익'으로 개정
 - 제 22대 국회에서 발의된 상법 개정안에는 단어의 차이는 있지만 모두 개정안 상법 제382조의 3에 '주주'를 포함하고 있음¹²⁾
 - 본 상법 개정을 통해 이사는 일반주주의 이익에 충실하게 되어 지배주주에 의한 일반주주 이익침해를 막을 수 있게 됨

○ 기업지배구조 개선 위한 상법 개정 ②: 감사위원회 독립성 강화

- 이사회에 독립이사 비중 증가와 분리선출 감사위원 수 증가는 이사회에서 일반주주를 위한 이사의 비중을 늘려 지배주주 중심의 기업지배구조를 개선할 수 있음
- 상법 제542조의 12(감사위원회의 구성 등) 개정을 통해 감사위원이 되는 이사는 다른 이사와 분리하여 선출, 감사위원 선출 시 최대주주·특수관계인 합산¹³⁾ 3% 초과 지분에 관하여 의결권 제한 적용 ('상법 일부개정법률안', 오기형·차규근 의원 대표 발의안)
 - 상법 제542조의 12 제2항에 의하면 자산총액 2조 원 이상회사는 주주총회에서 감사위원이 포함된 이사들을 일괄선출 (이사 선출 시 최대주주·특수관계인 합산 3% 의결권 제한 미적용) 후 감사위원 선출 (선출된 이사 중 감사위원 선출 시 최대주주·특수관계인 합산 3% 초과 지분에 관하여 의결권 제한 적용)
 - 일괄선출 과정에서 지배주주의 이익을 대변할 감사위원을 미리 선출할 가능성 높음

12) (1)정준호 의원안, 천준호 의원안: '주주의 비례적 이익', (2)박주민 의원안: '총주주', (3)강훈식 의원안: '주주의 이익', (4)김현정 의원안: '주주를 공정하게 대할 의무', (5)이언주 의원안: '주주', (6)김남근 의원안, 박상혁 의원안, 이강일 의원안: '전체 주주의 이익', (7)유동수 의원안, 민병덕 의원안, 박균택 의원안, 이정문 의원안: '총주주의 이익'

13) 의결권 없는 주식은 제외

- 다만 현행법상 감사위원 중 1명은 주주총회 결의로 다른 이사들과는 별도로 분리 선출하여 지배주주의 영향에서 벗어난 독립된 이사선출 가능 (이사선출 과정부터 최대 주주·특수관계인 합산 3% 초과 지분에 관하여 의결권 제한 적용)
- 현행법상 감사위원 중 1명을 제외한 나머지 위원들은 주주총회에서 일괄선출된 이사 중에 선정되어 지배주주로부터 독립된 감사위원회가 운영되기 어려운 구조¹⁴⁾
- 감사위원에 해당하는 이사들을 다른 이사와 분리 선출하면 감사를 통해 일반주주 이익침해를 방지할 수 있음
- 본 상법 개정안을 통해 코리아 디스카운트의 주요 원인 중의 하나인 “회계의 불투명성”을 개선할 수 있어 코리아 부스트업과 일반주주 권리보호에 도움
- 상법 개정을 통해 지배주주의 영향을 받지 않는 독립이사¹⁵⁾ 3분의 1 이상으로 이사회를 구성하도록 함 (‘상법 일부개정법률안’, 이정문 의원 대표발의안)
 - 현행 상법상(상법 제542조의 8) 상장회사는 이사회 구성원의 4분의 1 이상을 사외이사로 선임해야 하는데, 이 최소 비율을 3분의 1 이상의 독립이사로 높여 이사회의 독립성을 높이고자 하는 제정안
 - 분리선출 감사위원 수를 기존 1명에서 2명으로 확대 (정관으로 3명까지 가능), 분리선출시 최대주주·특수관계인 합산 3% 초과 지분에 관하여 의결권 제한

○ 기업지배구조 개선 위한 상법 개정 ③: 집중투표제 의무화

- 집중투표제 의무화는 이사회에 일반주주의 이익을 대변해 줄 수 있는 이사를 진출시킴으로써 지배주주 중심의 기업지배구조를 개선하는 데 도움을 줌
- 상법 제 542조의 7(집중투표에 관한 특례) 제 3항을 개정하여 대규모 상장회사에서 2인 이상의 이사 선임 시 소수주주권으로 집중투표를 청구할 경우 정관으로도 이를 배제할 수 없도록 의무화 (‘상법 일부개정법률안’, 이정문 의원 대표발의안)
 - 1주 1의결권 원칙 아래의 주주총회에서는 주식을 다량으로 보유한 대주주와 지배주주의 이익만을 대변하는 이사 전원이 독점선임이 될 가능성이 있음
 - 집중투표제는 일반주주가 자신들의 이익을 대변하는 이사들을 선임할 수 있는 기회를 제공하여 대주주와 지배주주에 의한 이사회 독점을 막을 수 있음
 - 집중투표제는 1주 1의결권 원칙에 대한 예외로 2명 이상의 이사선임을 위한 주주총회에서 주주는 1주당 선임예정 이사 수의 의결권(의결권 = 보유주식 수 × 선임예정 이사 수)을 가집

14) 상법 제542조의 12 제2항에 의하면 분리선출할 수 있는 감사위원 수를 “정관에서 2명이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다.”고 되어 있으나, 이사회가 주주총회에서 분리선출하는 감사위원 수를 2명 이상으로 늘릴 가능성은 높지 않음

15) 본 개정안에서는 현행 상법에서 이용되는 ‘사외이사’라는 용어를 경영진으로부터 독립된 이사를 뜻하는 ‘독립이사’로 바꾸었음

- 집중투표제를 실시하면 일반주주도 자신들의 대표를 이사회에 진출시킬 수 있음
〈예〉 회사의 의결권 있는 발행주식이 100주, 선임할 이사는 모두 4명 (6명의 후보), 일반주주는 최소 21주만 가지고 있으면 자신들의 의결권을 한 명의 후보에 행사하여 최소한 한 명의 이사를 선임할 수 있음 (송옥렬 “상법강의” (제 14판), 998 쪽)

○ 기업지배구조 개선 위한 상법 개정 ④: 전자투표제 및 전자주주총회 의무화

- 전자투표제 의무화 또는 주주의 현장주주총회와 전자주주총회 출석 방식의 선택은 참석이 어려웠던 주주들에게 전자적으로 참여할 기회를 제공하여 주주총회의 주주 참석률을 올릴 수 있음
- 주주총회의 주주 참석률을 올리면, 다양한 주주들의 의견이 주주총회에 반영될 가능성이 커져 지배주주만을 위한 주주총회 운영을 막을 수 있음
- ‘전자투표제 의무화’ 조항 신설 (‘상법 일부개정법률안’, 이정문 의원 대표발의안)
 - 현행법상 이사회에서 주주가 주주총회에 참석하지 않고 전자적 방법으로 의결권을 행사할 수 있도록 결의할 수 있음 (상법 제368조의 4)
 - 하지만, 이는 이사회 결의 사항으로 주주가 현장주주총회 의결과 전자주주총회 의결 중에서 선택할 수 없음
 - 본 개정안에서는 상법 제542조의 14를 신설, 상장회사는 주주총회에서 전자투표제를 의무화하고 주주는 현장 직접 출석 방식과 전자통신에 의한 출석 방식 중에 하나를 택할 수 있도록 하였음

○ 기업지배구조 개선 위한 상법 개정 ⑤: 권고적 주주제안 허용

- 권고적 주주제안은 다양한 주주들의 의견을 반영할 수 있는 장점이 있어 기업지배구조 개선뿐만 아니라 환경과 사회를 생각하는 지속 가능 경영(ESG 경영)에 도움이 됨
- 상법 개정안의 최종안인 이정문 의원안에는 권고적 주주제안이 빠져 있어서 추후 개정안 발의 필요
- 상법 제542조의 16(주주제안권) 신설 (‘상법 일부개정법률안’, 김남근 의원 대표발의안)
 - 현행 상법의 주주제안권(상법 제363조의 2)에서 주주제안을 하기 위한 최소 기준이었던 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상을 1만분의 10 이상으로 낮추어 일반주주의 주주제안권을 확대하였음
 - 주주총회의 권한이 아닌 사항에 대해서도 주주제안으로 권고할 수 있도록 하였음
 - 주주제안을 할 수 있는 주주의 범위를 확대함으로써 주주총회에서 지배주주에 의한 독단적인 이사회 운영을 막을 수 있게 됨

○ 불공정 자본거래 차단 및 주주환원을 제고

- 자본시장 내 불공정 자본거래 차단과 주주환원을 제고는 일반주주의 이익침해를 방지하고 주식시장 내 장기투자 활성화에 도움
- 공정한 합병가액 결정 조항 신설 ('자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안', 김현정 의원 외 16인)
 - 주권상장법인이 합병하는 경우 그 가액은 주가뿐만 아니라 자산가치, 수익가치 등을 고려하여 결정하도록 함
 - 합병 등을 한 주권상장법인과 그 이사, 감사가 고의 또는 중대한 과실로 합병 등의 가액이 불공정하게 결정되어 투자자가 손해를 입은 경우, 주권상장법인과 그 이사, 감사는 연대하여 손해배상의 책임을 짐
 - 본 개정안을 통해서 합병 과정에서 불공정한 합병 등의 가액 선정으로 발생할 수 있는 지배주주에 의한 일반주주 이익침해를 막을 수 있음
- 투자자를 위한 배당금 결정 과정 개선 ('자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안', 김현정 의원 외 9인)
 - 배당액을 이사회에서 먼저 결정한 후 배당받을 주주를 정하도록 개정하고자 함
 - 현행 자본시장법에서는 배당받을 주주를 먼저 확정된 뒤, 수개월 후에 배당금을 확정하는 방식임 (자본시장법 제165조의 12)
 - 이 경우 투자자는 배당금이 얼마가 될지 알지 못한 채 주식에 투자하게 되고, 이는 배당투자를 저해하는 요인이 됨
 - 본 개정안으로 주주들이 확정된 배당금을 보고 매수할 주식을 선택할 수 있어서 낮은 주주환원율을 개선할 수 있음
- 불공정 합병·분할 방지를 위한 조항 신설 ('상법 일부개정법률안', 오기형·차규근 의원 대표발의안)
 - 상법 제542조의15(합병·분할 등에 관한 특례)를 신설
 - 상장회사가 다른 상장회사와 주식의 교환 및 주식의 이전과 같은 자본거래, 다른 상장회사와의 합병, 분할, 분할합병, 그리고 회사에 대한 중요한 영업 또는 자산의 처분 또는 양도의 결정을 할 경우에는 주주총회에서 승인을 받고, 승인 시 의결권 3% 제한 적용하여 지배주주의 의결권 제한 (최대주주의 경우에는 그의 특수관계인 주식까지 합산하여 3% 초과 지분에 관하여 의결권 제한 적용)
 - 위 신설 조항으로 그동안 일반주주 이익침해를 발생시켰던 지배주주의 자본거래를 주주총회 단계에서 지배주주의 의결권 제한으로 막을 수 있어 일반주주 권리보호에 도움이 됨

- 주주환원을 제고와 불공정 자본거래 예방 ('상장회사의 지배구조에 관한 법률안', 김남근 의원·신장식 의원·한창민 의원 대표발의안)
 - 상장회사의 배당정책에 주주들 적극적으로 의견 제시 가능
 - 계열사 간의 합병, 주식의 포괄적 교환·이전, 영업 양·수도, 자산 양·수도, 분할합병, 분할, 현물출자 방식의 자회사 설립의 경우 주주총회의 승인을 받도록 하고, 총회 결의 시 최대주주 및 그 특수관계인 등의 의결권 행사를 3% 이내로 제한함
 - 해당 의사결정에 반대하는 주주들에게는 주식매수청구권을 부여함 (안 제49조부터 51조)
 - 본 제정안은 일반주주 이익침해를 발생시켰던 지배주주의 자본거래를 주주총회 단계에서 지배주주의 의결권 제한으로 막을 수 있어 일반주주 권리보호에 도움이 됨

○ 현재 가장 중요한 것은 신속한 상법 개정, 상법 개정 없이 자본시장법 개정만으로 ‘한국주식 제값받기’는 사실상 불가능

- ‘한국주식 제값받기’를 이루기 위해 기업지배구조 개선은 필수
- 기업지배구조 개선을 위해 상법 개정은 필수
- 기업지배구조 개선을 위한 상법 개정 없이 자본시장 내 불공정 자본거래 방지를 통한 ‘한국주식 제값받기’는 사실상 불가능
- 신속한 상법 개정을 통해 기업지배구조 개선을 위한 토대 마련 후 자본시장법 개정으로 자본시장 내 일반주주 이익침해를 발생시키는 불공정 자본거래 방지를 막는 핀셋 조정의 전략을 강력히 촉구

○ ‘주주 충실 의무’에 대한 추가 보완 과제 제언

- 이사는 회사뿐만 아니라 주주에 대해서 충실의무를 지닌다는 것은 대부분의 국가에서 받아들여지는 정설 (<부록3> ‘기업지배구조 개선 및 투자자 보호의 해외사례’ 참조)
- 앞으로 ESG 경영을 위해서는 이사의 충실의무 대상을 회사, 주주뿐만 아니라 회사에 이해관계를 갖는 이해당사자까지 범위를 넓히는 법안이 필요해 보임

○ 감사위원회 운영 개정안에 대한 추가 보완 과제 제언

- 감사위원회 운영에서 가장 중요한 점은 감사위원회의 독립성과 전문성 확보임
- 상법 제542조의 11 제2항에 의하면 감사위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무 전문가를 뽑게 되어 있어 감사위원회의 전문성은 이미 확보되어 있음
- 감사위원회의 독립성 강화를 위해서 현행 상법상(제415조의 2 제2항) 3분의 2 이상을 사외이사로 구성하는 감사위원을 전원 독립이사로 구성하는 방안으로 개선하고, 감사위원 모두 분리 선출하는 방안이 감사위원회 독립성 확보를 위해 필요해 보임

○ 집중투표제 의무화에 대한 추가 보완 과제 제언

- 집중투표제는 많은 국가에서 도입되는 추세지만 실제로 많이 쓰이지는 않음 (<부록3> ‘기업지배구조 개선 및 투자자 보호의 해외사례’ 참조)
- 하지만, 지배주주에 의한 일반주주 이익침해가 빈번하게 발생하고 있고 일반주주를 위한 법안이 아직 제대로 마련되지 않은 현 상황에서 집중투표제 의무화는 필요

- 개정된 상법과 자본시장법이 안착하기 전까지는 집중투표제를 의무화(정관으로도 배제하지 못함)하고, 안착 후에는 권고화(정관으로 배제 가능, 단, 정관 변경의 경우 3%의결권 제한 적용)의 시기적 병행 필요

○ 전자투표제 및 전자주주총회 의무화에 대한 추가 보완 과제 제언

- 스마트폰이 일상화되어 있는 현재 전자투표제와 전자주주총회는 이제 피할 수 없음
- 전자투표제와 전자주주총회를 무리 없이 하기 위해서 무엇보다 필요한 것은 전자투표와 전자주주총회 개최를 위한 안정적 플랫폼 구축
- 현재 국내 전자투표 및 전자주주총회 플랫폼은 한국예탁결제원의 K-eVote, 미래에셋대우의 플랫폼V, 삼성증권의 온라인주총장 등이 주로 이용되고 있음
- 좀 더 많은 민간 기업의 참여가 필요해 보이며, 민간 영역의 참여를 이끌기 위한 정부 지원과 추가 개정안 필요

○ 권고적 주주제안에 대한 추가 보완 과제 제언

- 주요국에서는 주주총회에서 주주의 다양한 제안은 권고적 형태로 많이 제시되고 있음 (〈부록3〉 ‘기업지배구조 개선 및 투자자 보호의 해외사례’ 참조)
- 특히, 기후 위기 및 에너지 전환과 관련된 제안들이 권고적 주주제안의 형태로 많이 제안되고 있음
- 한국 기업의 ESG 경영 안착을 위해 권고적 주주제안은 필요
- 상법 개정 최종안인 이정문 의원안에는 빠져 있으나 ‘상장회사의 지배구조에 관한 법률안’(김남근 의원·신장식 의원·한창민 의원 대표발의안)에 포함되어 있는 권고적 주주제안 내용을 발전시켜 추가 상법 개정 필요
- 권고적 주주제안의 적극적 장려, 특히, ESG 관련 권고적 주주제안이 활발하게 이뤄질 수 있도록 기관투자자의 스튜어드십 코드를 더욱더 강화할 필요 있음

○ 자본시장법 개정에 대한 추가 보완 과제 제언

- 배당정책의 경우 주주들이 의견 제시를 넘어 주주총회의 목적 사항으로 제안할 수 있는 주주제안권 행사가 가능하도록 개선
- 민주당 의원들이 발의한 법안으로 그 동안 일반주주들이 지배주주로부터 받은 이익 침해 유형에 대한 일반주주 이익침해 예방 가능
- 다만, 자본시장에서 일어날 수 있는 거래의 형태는 매우 다양하여 현 민주당이 제시한 자본시장법 개정안들로는 향후 발생할 수 있는 새로운 형태의 일반주주 이익침해

를 막기에는 부족할 수 있음

- 따라서 자본시장법 개정 또한 주식의 포괄적 교환·이전, 영업 양·수도, 자산 양·수도, 분할합병, 분할, 현물출자 방식의 자회사 설립 등의 특수한 자본거래의 경우로 국한하지 말고 자본시장 내의 일반적인 자본거래에서 일반주주 이익침해가 발생한 경우로 확대할 필요가 있음
- 특히, 기관투자자의 일반주주 보호를 위한 기관투자자의 스튜어드십 코드 행사를 의 무화할 필요 있음

○ 금융위원회의 기업 밸류업 지원방안 개선: 기업지배구조 평가지수 활용

- 코리아 밸류업 지수 종목 선정에 이용되는 주식의 수익성, 주주환원, 시장평가 부분은 최근 2년 간의 정량지표를 이용 (본 보고서 12 쪽의 ‘코리아 밸류업 지수 종목 산정방식’ 참조)
- 코리아 디스카운트 해소를 위해 필요한 장기적 관점의 기업지배구조 관련 평가지수 에 해당하는 이사회 운영, 감사기구에 대한 평가가 빠져 있음

〈표 3〉 한국ESG기준원(KCGS) 기업지배구조 평가지수

| 평가기준(총 300점) | |
|---|---|
| 주주권리보호(100점) | 이사회(100점) |
| (1) 주주권리의 보호 및 행사편의성(40점) (2) 소유구조(20점) (3) 경영과실배분(20점) (4) 계열회사와의 거래(20점) | (1) 이사의회의 구성 및 운영(40점) (2) 이사회평가 및 보상(20점) (3) 이사회 내 위원회(40점) |
| 감사기구 (50점) | 공시 (50점) |
| (1) 감사기구 구성(30점) (2) 감사기구 운영(20점) | (1) 공시 일반(20점) (2) 홈페이지 공시 (30점) |

자료: 임현일 (2020)

- 한국ESG기준원(KCGS)은 국내 상장기업의 지배구조 개선을 위하여 매년 약 900사 의 상장회사와 금융회사의 기업지배구조 평가지수를 제공 (표 3 참조)
- 기업지배구조 평가지수는 주주권리보호, 공시뿐만 아니라 이사회와 감사기구 평가가 반영되어 있어서 장기적 관점에서의 기업지배구조 정성평가를 가능하게 해 줌
- 기업지배구조 평가지수가 코리아 밸류업 지수 선정에 반영되도록 금융위원회의 기업 밸류업 지원방안 개선 필요

○ 상법 개정에 대한 기업계의 우려 해소를 위한 정책

- 상법 개정에 따라 이사의 충실의무 대상에 주주가 포함되면 이사회는 주주의 (비례적) 이익을 극대화하는 결정을 할 수밖에 없음
- 상법 개정을 통해 일반주주 보호 장치를 마련한 상황에서 현행 배임죄 적용은 이사의 의사결정을 소극적으로 만들어 회사 경영 실적을 높이기 위한 활동에 제약요인으로 작용할 수 있고, 이는 회사의 성장에 부정적 영향을 줄 수 있음
- 이재명 대표도 상법 개정 후 배임죄 완화에 대한 부분을 수차례 언급함
- 이사가 ‘명백한 고의’로 회사와 주주에게 손해를 입힌 경우에만 배임죄를 적용하는 형법 개정 필요

〈부록1〉 용어 설명

○ 주가순자산비율(PBR, price to book-value ratio)

- 주가순자산비율(PBR) = 주가/주당순자산
 - 주가는 기업 주식의 시장가격으로 주식의 시장가치를 나타냄
 - 주당순자산은 1주당 기업의 총자본으로 주식의 장부가치
 - 주당순자산 = (자산총계 - 부채총계)/발행주식수
- 주가순자산비율(PBR)은 상장기업의 시장평가를 나타내는 투자지표
- 상장기업의 주가순자산비율이 1보다 큰 경우에는 주식이 시장에서 장부가치보다 높은 가격으로 거래되고 있음을 의미 (즉, 시장에서 고평가)
- 반대로 주가순자산비율이 1보다 작은 경우에는 주식이 시장에서 장부가치보다 낮은 가격으로 거래되고 있음을 의미 (즉, 시장에서 저평가)
- 주가순자산비율이 1인 경우에는 주식이 시장에서 장부가치와 같은 가격으로 거래되고 있음을 의미
- 높은 주가순자산비율(PBR)을 가진 상장기업은 주식시장에서 높은 평가를 받고 있음을 의미

○ 자기자본순이익률(ROE, return on equity)

- 자기자본순이익률(ROE) = 당기순이익/자본총계
 - 당기순이익은 보통 세후순이익을 이용하고, 자본총계는 기초와 기말 자본의 평균으로 이용함
- 자기자본순이익률은 상장기업의 수익성을 나타내는 투자지표
- 자기자본순이익률은 상장기업의 주주가 공급한 자기자본의 수익성을 나타냄

○ 배당수익률(DY, dividend yield)

- 배당수익률(DY) = 주당배당금/주가
- 배당수익률은 주당배당금을 주가로 나눈 비율로서, 주식투자 시 배당소득에서 기대하는 주가 대비 수익률을 나타냄
- 배당수익률은 주주환원율을 측정할 때 이용되는 투자지표
- 배당수익률이 높다는 것은 상장회사가 주기적인 배당금을 통해 주주에게 상장기업의 이익을 환원하는 비율이 높음을 의미

〈부록2〉 일본의 주식시장 부스트업 성공사례

○ 일본 자본시장 개혁의 성공

- 일본 주가지수는 최근 10년간 297% 상승하였음 (그림 1 참조)
 - 같은 기간동안 미국은 271%, 대만은 246%, 독일은 120%, 중국은 71%, 한국은 61% 증가하였음
 - 한국 주가지수는 일본 주가지수 증가율의 약 5분의 1에 불과함
- 일본 상장기업의 수익성과 시장평가가 꾸준히 개선
 - (수익성 개선) 최근 3년간(2021~2023년) 일본 상장기업의 평균 ROE는 9.0%로 글로벌 금융위기 직후 3년간(2009~2011년) 평균값인 6.0%보다 큰 폭으로 개선
 - (시장평가 개선) 일본 니케이 225지수의 PBR은 2010~2012년에는 1.1~1.4에 불과했으나, 2021~2023년에는 1.6~1.9로 증가
- 이효섭(2024)은 일본 자본시장 개혁의 주된 성과 요인으로 ① 아베노믹스 정책, ② 거버넌스 개혁, ③ 동경거래소의 거래소 시장 개편 및 ‘기업가치 제고 계획’(가칭 PBR 개혁) 등을 들었음

○ 일본 자본시장 개혁 성공의 원인 ①: 아베노믹스 (2013 ~)

- 아베 총리는 2012년 말, 일본 경제 활성화를 목표로 완화적 통화정책, 확대 재정정책, 산업 구조개혁 정책 (‘3개의 화살’)을 발표
 - (통화정책 완화) 경기 불황 종식과 인플레이션 목표치 2% 달성을 목표로 2013년 4월 일본은행은 양적·질적 금융완화정책 실시: 연간 60~70조 엔의 본원 통화량 증대, 장기국채 매입규모 연간 50조 엔씩 확대, 상장지수펀드 연간 1조 엔씩 매입, 부동산 투자신탁 연간 300억 엔씩 매입
 - (재정확대) 2013년 1월 일본 내각부의 경기부양을 위한 추경 실시(10.3조 엔) 및 건설국채 발행 계획 제시(약 5.5조 엔 규모): 지진복구 및 재해 예방, 지속가능 성장을 통한 부의 창출, 안전시설 확충 및 지역 활성화 정책, 공공사업 투자 확대를 위한 건설국채 발행 계획 제시
 - (산업구조 개혁) 2013년 6월 일본 경제 부흥 전략의 일환으로 산업구조 정책 발표: 노동개혁·인력양성 등을 통한 산업 활성화 계획, 고령화 사회에 대응하는 전략적 시장 창출 계획, 국가 간 협력증대를 통한 글로벌 시장 진출 계획 등을 발표
- 아베노믹스 정책은 예상보다 높은 경제성장, 물가 상승, 주가지수 상승으로 성공적이었다고 평가받음

- 2013년 일본 GDP 1.6% 성장 (아베노믹스 시행 첫째), 2014년 1/4분기에는 전년 대비 5.9% 증가
- 2014년 4월 일본 물가상승률은 전년 대비 3.2% 증가
- 2013년 동안 일본 니케이225 지수는 57% 상승

○ 일본 자본시장 개혁 성공의 원인 ②: 거버넌스 개혁 (2014 ~)

- 2014년 일본 금융청의 스튜어드십 코드 제정
 - 수탁자 책임 이행 정책, 이해상충 관리, 의결권 행사, 지속성장 등의 원칙 포함
 - 기관투자자들의 스튜어드십 코드 준수 의무는 없지만 기관투자자들이 해당원칙을 미 준수할 때 미준수 이유를 설명하도록 권고¹⁶⁾
- 2015년 기업 거버넌스 코드 제정
 - 상장기업의 투명성과 공정성 제고, 이사회와 주주책임 강화 등의 원칙 수립
- 일본 금융청은 2017년과 2020년 스튜어드십 코드 개정
 - 기관투자자의 의결권 행사 내역 공시, ESG 요소 고려 등을 핵심원칙에 포함
 - 스튜어드십 코드 적용 대상 범위 확대: 기존의 자산소유자, 자산운용사뿐만 아니라 의결권 자문회사, 기업정보 제공회사도 적용대상으로 확대
- 2018년과 2021년 기업 거버넌스 코드 개정
 - 정책보유 주식, 자산소유자 등에 관한 원칙과 보충원칙 확대
 - 이사회 독립성 및 다양성 강화, ESG 공시 확대, 전자투표 플랫폼 구축
- 일본 상장기업의 거버넌스 항목 크게 개선됨
 - 독립사외이사를 3분의 1 이상 유지한 기업비중은 2015년 12.2%에서 2023년 말 95.0%까지 증가
 - 이사회 내 임원추천위원회 설치한 상장기업 비중은 동기간 10.5%에서 87.5%로 증가
 - 이사회 내 보수위원회를 설치한 상장기업 비중은 13.4%에서 89.4%로 증가

○ 일본 자본시장 개혁 성공의 원인 ③: PBR 개혁 (2023 ~)

- 2023년 3월 동경거래소는 「자본비용 및 주가 의식 경영」을 권고
 - 상장기업들이 PBR은 1 이상, ROE는 8% 이상 유지할 것을 권고
 - 이사회가 개선책을 마련, 재무·비재무 목표 및 계획 수립, 주주와의 소통강화 등의 내용을 자율공시¹⁷⁾

16) 'Comply or Explain 방식'으로 불림

17) 동경거래소는 2024년 1월 15일부터 해당 자율공시를 이행한 기업과 이행하지 않은 기업의 명단을 매월 공표

- 동경거래소는 지배구조의 품질 향상을 위해 Comply or Explain 제도 이행이 미흡한 기업 대상으로 개별지도 등을 실시
- 동경거래소는 프라임 상장기업을 대상으로 중장기 기업가치 제고 유도를 위해 주주와의 소통 확대 및 주주제안 사항들의 이행 여부를 공개토록 함 (2025년 4월부터 프라임 상장기업의 모든 주요 공시항목 영문 작성 의무화)

〈부록3〉 기업지배구조 개선 및 투자자 보호의 해외사례

○ ‘주주 충실 의무’의 해외 사례

- 델라웨어 주 회사법
 - 제 102조 (b)(7)(i)항에 이사의 충실의무(duty of loyalty)를 회사에 대한 충실의무 뿐만 아니라 주주에 대한 충실의무도 병기
 - 주주에 대한 충실의무 병기뿐만 아니라 주주에 대한 충실의무 위반 시에는 회사 정관으로도 면책 불가능
- 미국 모범회사법(Model Business Corporation Act)
 - 미국 모범회사법 8.30조 (이사의 행동기준)에 이사의 충실의무 대상을 ‘회사의 최선 이익’이라고 규정하고 있음
 - 모범회사법 원문에 ‘회사라는 용어는 기업을 대신할 뿐만 아니라 주주단체를 포괄하는 참조 프레임(a frame of reference encompassing the shareholder)’이라는 설명이 추가되어 있음 (Model Business Corporation Act § 8.30 (a))
- 일본 회사법
 - 일본 회사법 제355조에 따르면 이사는 “주식회사를 위하여 충실히 그 직무를 수행하여야 한다.”고 적혀 있음
 - 하지만 주식회사의 이익과 주주의 이익은 동일하므로 이사는 주주의 이익 극대화에 충실해야 한다고 해석됨
 - 이사는 회사의 M&A와 같은 조직개편을 위한 자본거래 발생 시 주식의 공정한 가치가 훼손되지 않도록 관리해야 할 의무가 있음
 - 만약에 이 과정에서 주주의 피해가 발생하였다면 일본 회사법 제492조 1항에 의하여 이사는 주주에 대한 손해배상의 책임을 지게 되어 사실상 이사의 충실의무 대상에 주주가 포함
- 영국 회사법(Companies Act)
 - 영국 2006년 회사법 제172조 제1항 “회사의 성공을 촉진해야 할 의무(Duty to promote the success of the compnay)”는 “회사의 이사는 전체로서 주주의 이익을 위하여...”로 시작
 - 영국 회사법은 회사의 이사는 주주의 이익에 충실해야 한다고 명시되어 있음
- 독일 회사법
 - 독일은 회사법상 이사의 충실의무를 규정하지 않음
 - 대신 강력한 힘을 가진 감독이사회 (회사와 경영이사회 간의 직접 거래에서 회사를 대표), 기업집단 법에 의한 지배주주와의 거래 통제, 발전된 판례법에 의한 주주의 권리보호 등에 의하여 사실상 이사는 회사뿐만 아니라 주주를 위해 결정을 해야 함
- OECD 기업지배구조 원칙에도 이사의 주주 충실 의무 명시

○ 감사위원회 운영에 대한 해외사례

- 미국
 - 모든 상장회사가 사외이사로만 구성된 감사위원회를 설치해야 하며, 반드시 최소 1인 이상 회계 또는 재무 전문가를 포함해야 함 (2002년 Sarbanes-Oxley 법안)
 - 미국의 감사위원회는 독립성(모두 사외이사로 구성)과 전문성(최소 1인 이상 회계 또는 재무 전문가 포함)을 갖고 있음
 - 이사회는 업무집행권은 대부분 집행위원에게 위임하고, 이사회는 집행위원의 업무를 감독하는 데 주력하며, 이사회 내 위원회인 감사위원회는 이사회는 집행위원 업무 감독 지원 역할을 함
- 영국
 - 감사위원회는 FTSE 350지수에 포함된 기업은 최소 3인, 나머지 상장기업들은 최소 2인 이상 독립적인 비집행이사(non-executive directors)로 구성해야 하며, 반드시 최소 1인 이상은 재무 전문가를 포함해야 함
 - 미국과 마찬가지로 영국의 감사위원회는 독립성(모두 비집행이사로 구성)과 전문성(최소 1인 이상 회계 또는 재무 전문가 포함)을 갖고 있음
- 호주
 - ASX Top 300에 해당하는 상장회사에 대해 감사위원회 구성을 의무화하고 있음
 - 감사위원회는 모두 비집행(non-executive) 이사로만 구성되어야 함과 동시에 과반수가 독립적인(independent) 이사로 구성되어야 함
 - 이사회 의장은 감사위원회 의장을 겸직할 수 없으며, 감사위원회 위원장은 독립적 이사가 되어야 함
 - 감사위원회는 최소 3인 이상으로 구성하며, 최소 1인 이상의 재무 전문가를 포함해야 함
 - 호주의 감사위원회는 전원 비집행이사와 독립적인 위원장으로 감사위원회의 독립성을 확보하고 있으며, 최소 1인 이상 재무 전문가 포함으로 전문성 또한 확보하고 있음
- 독일
 - 독일 이사회는 업무집행을 담당하는 경영이사회와 업무집행 감독을 담당하는 감독이사회로 이원화되어 있다가, 감독이사회를 필요적 상설기관으로 격상시켰음
 - 감독이사회는 감독 권한뿐만 아니라, 이사 선임과 해임, 그 밖의 기업경영에 관여할 수 있는 중요한 업무집행 사항에 대한 동의권, 결산보고서에 대한 승인권한을 갖고 있는 실질적인 경영이사회 상위기관
 - 감독이사회는 최소 3인에서 최고 21인까지의 이사로 구성, 구성원의 50%까지 노동자의 대표들을 포함할 수 있음
 - 2002년부터 독일 기업지배구조 모범규준은 감사위원회 설치를 권고, 사실상 감사위원회는 감독이사회 효율적인 감독업무를 위해 존재

- 감사위원회 의장은 감독이사회 의장이 아닌 자로 회계기준과 내부통제에 대한 전문
가여야 함
- 독일은 감독이사회를 통해서 독립성을 확보하고 감사위원회를 통해서 감사의 전문성
을 확보하는 구조로 되어 있음

- 일본

- 일본의 상장 주식회사는 다음 3개의 조합 중에서 하나를 집행 및 감사기구로 선택:
① 이사회 + 감사회 + 회계감사인, ② 이사회 + 3위원회 + 회계감사인, ③ 이사회
+ 감사등위원회 + 회계감사인
- ①의 감사회는 한국의 감사에 해당하며 이사회와는 별개의 기관, ②의 3위원회는 이
사회내 위원회로서 지명(추천)위원회, 보수위원회, 감사위원회를 의미하고 감사위원
회는 한국의 감사위원회와 유사, ③의 감사등위원회는 한국의 감사위원회와 유사한
기관 구조 및 형태임
- 감사등위원회는 감사관련 직무 외에도 주주총회에서 이사의 선임·해임 등에 관한 의
결권능을 갖는 등 이사의 인사에도 어느 정도 관여할 수 있어 한국의 감사위원회보
다 더 강력한 감독기능이 있음

○ 집중투표제 도입 현황

- OECD 48개국 중 (파트너십 국가 포함) 집중투표제를 도입한 국가는 27개국, 미도
입한 국가는 21개국 (표 4 참조)

표 4. 집중투표제 도입 국가 현황

| 도입(27개국) | 미도입(21개국) |
|--|---|
| 아르헨티나, 브라질, 캐나다, 칠레, 중국 ¹⁸⁾ (제한적 의무화), 코스타리카, 체코, 덴마크, 에스토니아, 핀란드, 독일, 인도, 라트비아, 리투아니아, 멕시코, 뉴질랜드, 노르웨이, 페루, 폴란드, 슬로바키아, 슬로베니아, 스위스, 미국, 일본(제한적 허용), 한국(제한적 허용), 네덜란드(제한적 허용), 사우디아라비아(의무화) | 호주, 오스트리아, 콜롬비아, 프랑스, 그리스, 홍콩, 헝가리, 아이슬란드, 인도네시아, 아일랜드, 이스라엘, 이탈리아, 룩셈부르크, 말레이시아, 포르투갈, 싱가포르, 남아프리카 공화국, 스페인, 스웨덴, 튀르키예, 영국 |

출처: OECD. (2023a). OECD CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK 재구성

- 한국은 네덜란드, 일본과 함께 제한적 허용국으로 분류되어 있음
- OECD (2023a) 보고에 따르면 집중투표제를 도입한 27개국에서도 실제로 활용되는
경우는 많지 않음

18) 30% 이상의 지분을 갖고 있는 지배주주가 존재하는 회사의 경우에는 집중투표제 의무화

- 한국 상장회사 이사회 의 집중투표제 채택 준수율은 2022년은 3.7%, 2023년에는 3.5%였으며, 이 중 자산 2조 원 이상 상장기업은 4.9%, 자산 1~2조 원 상장기업은 0.9%로 매우 낮은 상황 (자료: 한국거래소. (2023). '23년 기업지배구조보고서 공시 점검 및 분석 결과 발표)
- 일반주주를 위한 제도적 장치가 미비한 한국에서는 집중투표제를 의무화하여 상장회사의 집중투표제 채택 준수율을 개선할 필요가 있음

○ 전자투표제 및 전자주주총회 도입 현황

- 미국
 - 2000년 텔라웨어주 일반회사법에서 전자주주총회 도입
 - 2018년에는 전체 4,874개의 상장회사의 5.27%인 257개사가 전자주주총회를 개최되었으며, 2021년에는 전체 4,748개의 상장회사의 71.25%에 해당하는 3,383개사가 전자주주총회를 개최하였음
 - 2022년 브로드리지(Broadridge)사의 플랫폼을 이용한 전자주주총회는 2,300회 이상으로 2016년 187회의 비해 무려 12배 이상 증가하였음
- 일본
 - 2001년 상법 개정을 통해 전자투표제 도입됨
 - 전자주주총회를 개최한 회사는 2020년 88개사에서 2022년 426개사로 4배 이상 증가하였음
- 한국
 - 2009년 5월 상법 개정을 통해 전자투표제를 도입 (상법 제368조의 4)
 - 2021년에 24개의 상장회사가 전자주주총회를 개최하였고, 2023년에는 34개의 상장회사가 전자주주총회를 개최하였음
 - 다른 국가(미국, 일본)에 비해 전자주주총회가 활성화되고 있지 않은 상황임
 - 다양한 주주들이 주주총회에 참석해 자신들의 의결권을 행사하고 의견을 낼 수 있도록 전자주주총회를 활성화할 필요 있음

○ 권고적 주주제안 해외사례

- 미국
 - 주주제안 범위를 주총승인 사항으로 한정하지 않고 있어 주주제안 활발하고 구속력 없는 권고의 형태로 주주제안 가능
 - \$2,000 이상의 지분을 3년 이상 보유한 주주는 주주제안 가능
 - 2023년 1월부터 5월 말까지 S&P500 상장기업을 대상으로 총 667건의 주주제안 제기, Russell 3000 상장기업을 대상으로는 총 803건의 주주제안이 제기됨

- Russell 3000 대상 주주제안에서 환경·사회 정책인 482건, 지배구조 관련은 242건, 경영진 보상 관련은 70건
 - 영국
 - 주주가 특별결의를 필요로 하는 주주제안을 함으로써 광범위한 사항에 관한 주총 결의를 요구할 수 있고 구속력 있음
 - 의결권 있는 주식의 5% 이상, 또는 취득가액(평균) £100 이상인 의결권 있는 주식 보유 주주 100명 이상이 주주제안 가능
 - 주주제안에 구속력이 있어 권고적 주주제안으로 확인된 사례는 아직 없으나 회사에서는 ESG 이슈 등과 관련하여 ‘권고적 표결’(advisory vote)을 통해 주주의 의견을 수렴함
(예) 유니레버(Unilever plc), 셸(Royal Dutch Shell), 비피(BP plc)의 기후 및 에너지 전환과 관련된 권고적 표결
 - 스페인
 - 상장회사 자본금의 3% 이상을 보유한 주주는 주주제안권을 행사할 수 있고, 주주총회 이외 사항도 주주제안 가능하며 구속력 있음
 - 주주제안의 대부분은 기후변화 이슈와 관련되어 있음
 - The Children’s Investment Fund(TCI)는 스페인 최대 공항운영회사인 아에나(Aena)를 상대로 기후변화 대응 계획 수립 및 주총에서 보고를 요구하는 주주제안을 요구하였고 권고적 표결로 가결되었음
 - 프랑스
 - 자본금의 5% 이상을 보유한 주주가 주주제안권을 행사할 수 있음
 - 단, 자본금 규모가 75만 유로 초과 750만 유로 이하일 경우에는 주주제안권 지분 요건은 2.5%, 750만 유로 초과 1,500만 유로 이하인 경우에는 1%, 1,500만 유로 초과인 경우에는 0.5% 임
 - 주주제안은 주주총회승인 사항에 한정되어 있지만, 전환계획 등 기후 정보공개에 대해서는 권고적 주주제안 가능
- 불공정한 자본거래 방지에 대한 해외사례
- 미국 등 일부 국가에서는 분할 합병, 상장 폐지에 대해 일반 주주의 다수결 결의가 가능하도록 되어 있음
 - 미국 등 일부 국가에서는 합병 및 상장 폐지 시 시장가치와 장부가치 및 상증법상 평가액을 동시에 고려하게 되어 있음
 - 미국 등 주요국은 M&A에서 경영권 매각 시 의무 공개매수를 하게 되어 있음

참고문헌

- 강성부. (2020). 좋은 기업, 나쁜 주식, 이상한 대주주, 페이지2북스.
- 강병호·김대식. (2024). 금융기관론 (제 23판), 박영사.
- 금융위원회. (2024). ‘한국증시의 도약을 위한’ 기업 밸류업 지원방안.
- 김순석. (2023). 전자주주총회 도입에 관한 법적 쟁점, 선진상사법률연구 통권 제103호.
- 김준석·강소현. (2023). 코리아 디스카운트 원인 분석, 이슈보고서 23-05, 자본시장연구원.
- 노종화·이승희. (2023). 주요 국가의 주주제안 현황 및 권고적 주주제안 도입의 필요성, 경제개혁리포트 2023-10호, 경제개혁연구소.
- 박정식 외. (2023). 경영분석 (제 7판), 다산출판사.
- 박혜진. (2019). 일본의 전자투표 운영 현황 및 시사점, 자본시장포커스 2019-02호, 자본시장연구원.
- 이상훈. (2022). 이사의 주주에 대한 충실의무 - 비교법적 검토, 비교사법, 29(3), 131-160.
- 이은정. (2021). 분할 등 기업구조개편의 효과 분석: LG화학과 (주)LG를 중심으로, 경제개혁이슈 2021-1호, 경제개혁연대.
- 이효섭. (2024). 일본 자본시장 개혁의 성과 동인 및 시사점, 이슈보고서 24-16, 자본시장연구원.
- 임현일. (2020). 기업지배구조와 기업위험의 관계에 관한 연구, KCGS 정책연구 2020-03.
- 정재규. (2020). 감사위원 선임방식 개선 및 감사위원회 제도 재구성 방안, KCGS 연구보고서 2020-02, 한국기업지배구조원.
- 한국은행. (2014). 아베노믹스 시행 이후의 일본경제 주요이슈 평가, 동향분석자료, 한국은행 동경사무소.
- 한아름. (2024). (ZOOM-IN) 국내투자자의 해외주식투자 현황 및 증권업 동향, 자본시장포커스 2024-14호, 자본시장연구원.
- 황세운. (2023). 주주행동주의펀드 역할 확대에 따른 시장영향, 이슈보고서 23-17, 자본시장연구원.
- OECD. (2023a). OECD Corporate Governance Factbook 2023.
- OECD. (2023b). G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023.



한국주식 제값받기

– 코리아 부스트업과 주주가치 제고 –