

2015년 주주총회 이슈 전망

송민경 연구위원 mksong@cgs.or.kr

윤진수 부연구위원 js-yoon@cgs.or.kr

요약

- ◆ 2015년 1분기 정기주주총회는 예년과 마찬가지로 3월 13일(금), 20일(금), 27일(금)에 집중적으로 개최될 예정으로 이를 앞두고 관심을 가져야 할 쟁점을 검토함
- ◆ 배당 확대 세제 도입 등 법제 변화, 금융회사 지배구조 모범규준 도입, 국민연금 등의 적극적 태도 변화, 최근 불거진 스캔들 등을 고려할 때 다음 5가지 이슈가 핵심 쟁점
 1. 배당 추이와 국민연금 등 기관투자자들의 반응
 2. 오너 리스크와 무력한 이사회에 대한 책임 추궁
 3. 개인별 이사 보수 공개와 이사 보수 한도의 적정성
 4. 금융회사 (사외)이사 후보의 전문성과 다양성
 5. 전자위임장 권유, 전자투표 시행에 따른 시장 동향

2015년 1분기

정기주주총회 이슈 전망

1. 배당 추이와 국민연금의 기관투자자들의 반응

〈 배경 〉

- 2014년 정부에서 배당 확대 등을 위한 3대 세제(배당소득증대세제, 기업소득환류세제, 근로소득증대세제)를 도입해 시행
- 자본시장법령 개정을 통한 연기금, 배당 관련 주주권 행사 제약요인 해소
 - 국민연금 등 연기금이 기업 배당결정에 사실상 영향력을 미치더라도 경영참여목적이 아닌 것으로 간주(자본시장법 시행령 제154조 제1항 제4호)
 - 경영참여 목적이 아니면 연기금을 단기매매차익 반환 대상에서 제외하고, 각종 지분 변동 사항의 분기별 공시를 연기금에 허용
- 기획재정부는 “2015 경제정책 방향”(2014.12.22.)에서 국민연금 주주권 행사 강화 3단계 계획을 발표
 - (1단계) 투자기업 경영진과 대화, 관여를 통해 적정 배당을 유도
 - (2단계) 비공개 중점감시기업(focus list) 지정
 - (3단계) 공개 중점감시기업(focus list) 지정
- 기관투자자 수탁자 책임을 강조하는 스투어드십 코드 도입 예정
 - 특히, 의결권 행사와 관련한 기관투자자의 적극적 역할에 대한 시장의 감시와 요구가 증폭될 가능성 확대

〈 이슈 전망 〉

- 배당을 촉진하는 방향으로 변화한 세제에 대해 회사들이 절세를 목적으로 실제 배당을 확대할지 여부
- 국민연금의 배당 관련 의결권 행사 동향
 - 기획재정부의 발표대로 국민연금이 3단계의 주주권 행사 방안을 실제로 지침화할 수 있을지 여부
 - 기금 운용과 관련한 규정 및 지침 제·개정 등 핵심 의사결정은 노·사·공익 대표 등 이해당사자로 구성된 국민연금기금운용위원회 소관
 - 국민연금공단은 2014년 2월 ‘고의 또는 중대한 과실로 지배주주의 명백한 주주가치 침해를 막지 못한 경우’를 이사회보에 대한 반대 사유로 명시하고자 했으나, 기금운용위원회 개최 무산으로 실패한 전례가 있음
 - 배당 적정성 평가를 위한 주요 기준과 모형, 해당 모형의 공개 여부, 공개하는 경우 그 수준이 어느 정도일지가 관심사
 - 만일 배당 적정성 평가 모형을 공개한다면, 그 적정성에 관해 국민연금과 투자자, 상장사 등 시장 참여자 간에 논란을 불러일으킬 가능성
- 자산운용사, 보험사 등 민간 기관투자자들이 강화된 국민연금의 의결권 행사 동향을 따라 배당 안전에 대한 의결권 행사를 강화할지 여부
 - 배당 안전에 관한 국민연금의 움직임이 실제 효과로 이어지기 위해서는 다수 기관 투자자가 그에 호응해 시장 차원의 움직임으로 확산될 필요
 - 국민연금이 장기적으로 기관투자자의 주주권 행사 등 적극성 정도를 위탁운용사 선정 기준에 포함시킬 가능성을 고려해 배당 안전에 적극 대응하려는 자산운용사 등의 움직임이 있을지 여부
 - 배당결정에 사실상 영향력을 미쳐도 경영참여목적이 아닌 것으로 간주하는 규정은 연기금에만 적용되므로, 지분율이 높은 자산운용사나 보험사 등은 여전히 배당 안전 관련 적극적인 의사표시나 행동을 취하기 어려운 한계

2. 오너 리스크와 무력한 이사회에 대한 책임 추궁

〈 배경 〉

- 2014년 여러 형태의 오너·경영진 리스크가 분출하면서 해당 회사 이사회가 경영진 감독, 경영승계 등 핵심 역할을 효과적으로 수행하는지에 관해 시장의 의구심이 증폭

 - 오너 리스크는 회사가치 파괴와 평판 추락을 야기하고, 투자자 이탈을 초래함은 물론 자본시장 건전성과 안정적 성장의 토대를 약화

- (유형 1) 각종 위법행위로 인해 핵심 경영진을 대상으로 제재·소송 절차가 진행되면서 정상적 경영이 불가능

 - 최근 2~3년간 다수 적발된 건설회사 담합 행위에 대해 공정거래위원회의 행정 제재에 머물던 과거와 달리 검찰 기소와 소송이 이어졌으며, 실제로적지 않은 임원이 유죄 선고를 받음
 - 방위산업·전력산업 등에서 대규모 비리가 적발돼 수사와 기소 등 절차가 다수 진행 중이어서 법적 위험 크게 확대

- (유형 2) 무리한 대규모 투자 결정 등 이사회 의 잘못된 의사결정에 대해 이사회 의 견제 기능, 지배구조 건전성에 대한 심각한 불신이 확산

 - 한 시민단체가 이사회 회의록 열람 청구를 통해 지정한 내용에 따르면, 2014년 하반기 무리한 부동산 투자로 투자금액을 초과하는 10조 원 이상의 막대한 가치 손실을 입은 **HM** 그룹의 일부 핵심 계열사들과 관련
 - 해당 부동산 매입을 승인하는 이사회에 등기임원인 최대주주 및 그 일가가 참석하지 않아 책임 추궁이 어려워졌다고 언급
 - 이 사례는 막대한 규모의 회사가치 손실과 함께 외국인 투자자의 대규모 이탈, 국내 자본시장 및 지배구조에 대한 근본적인 불신의 확산을 야기

■ (유형 3) 이사회가 심각한 법적 위험 상황에 놓인 최대주주 혹은 그 일가인 후계자의 적절한 교체에 실패해 **경영승계 시스템의 한계**를 드러내면서 경영 위험 요소가 극대화

- HS 그룹의 핵심 계열사는 최대주주 및 후계자가 될 2세들이 분식회계와 비자금 조성, 횡령 등 혐의로 유죄를 선고받는 등 소송이 진행 중인 데다
감독당국의 대표이사 해임 권고를 이사회가 이행하지 않고 있어 시장에서 논란과 함께 오너 리스크가 크게 악화된 상황
- HJ 그룹 핵심 계열사 D는 최대주주 일가인 경영승계 후보자가 사업 관련 실정법 위반 혐의로 법적 위험에 처하고 경영승계 등 적절한 대응에 실패하면서
법적 위험 확산, 평판 추락 등을 경험함은 물론 최대주주 일가의 독단과 이사회 의 무기력이 동시에 드러나 여론의 비난·반감이 극대화

〈 이슈 전망 〉

■ 이사회가 법적 위험이 확인된 (사외)이사 후보를 주주총회에 추천할지 여부

- 비금융회사의 사내이사에 대해서는 상법이 결격사유를 규정하지 않아 법령 위반에 해당하지 않으나, 시장의 거센 반발을 야기할 우려

■ 위험관리·경영승계에 실패하거나 심각한 문제가 있는 후보를 추천하는 등 한계를 드러낸 **이사회**의 책임 여부에 대한 시장의 판단과 책임 추궁 수위

- 위험관리에 실패하되거나 문제 있는 CEO 등 핵심경영진을 교체하지 않은 경우, 부적절한 CEO 후보를 추천하거나 관련 지배구조에 심각한 결함이 있는 경우 주주와 시장은 과연 이를 이사회

※ “금융회사 지배구조 모범규준”(2014.12)은 이사회가 금융회사 지배구조, 내부통제, 위험관리 등에 관한 사항을 책임지도록 명시(모범규준 제6조)하고 있으며, 이들 사항 중에는 경영승계가 최초로 포함

- 지금까지 경영승계, 지배구조 상 심각한 허점 등과 관련해 이사회 전체에 국내 기관 투자자가 책임을 묻는 사례는 거의 없었는데, 그런 사례가 실제 나타날지 여부
- 주주총회에서 이사회에 책임을 추궁하는 수단으로는 다음과 같은 다양한 수단을 활용 가능
 - ① 잘못된 이사회 의결에 찬성한 이사 연임에 대한 반대
 - ② 이사회 추천 후보에 대한 일률적인 반대
 - ③ 이사 보수 한도에 대한 반대 등

3. 개인별 이사 보수 공개와 이사 보수 한도의 적정성

< 배경 >

- 모든 상장사는 2013년 자본시장법 개정으로 2013년 말부터 개별 임원 보수 총액이 5억원을 초과하는 경우 해당 보수 내역을 개인별로 공개하게 됨
 - 최대주주, 대표이사 등이 주로 공개 대상
 - 공개된 CEO 등 보수와 관련, 전체 보수 중 성과 연계 보수가 차지하는 비율과 같은 보상체계의 윤곽이 어느 정도 드러남
- 지금까지는 많은 상장사에서 상당한 경영실적 하락에도 주주총회에 상정되는 이사 보수 한도가 하락하지 않는 하방경직성이 존재
 - 의결권 행사에 상당히 적극적인 태도를 취하는 국민연금조차 해외 연기금 등과 달리 이사보수 한도 안건에 대해서는 반대 투표에 극히 소극적
 - ※ 이사보수 한도 안건 반대율(2014년 기준):
네덜란드연금 8.03%, 노르웨이연금 5.18%, 국민연금 0.57%
- 금융회사 지배구조 모범규준 적용 대상이 되는 금융사는 임원보수 체계와 세부내역, 절차를 상세히 기재한 연차보고서를 주총 3주 전에 공개
 - 보수의 위험·성과 연계 등 충실한 의결권 행사의 근거가 되는 보수체계 정보의 양과 질에서 개선이 있을 것으로 예상

< 이슈 전망 >

- 2014년 발표된 사업보고서, 분기·반기보고서 상 CEO 등 개별 임원 보수 체계의 적정성에 대한 시장과 투자자의 판단
 - 상당수 회사에서 공개된 개별 임원 보수의 고정급 비중이 높았으며, 일부 대표 상장사는 대표이사·오너의 보수 중 고정급이 100%를 차지
 - ※ 오너 리스크 등으로 큰 논란이 일었던 KB금융지주, 현대·기아자동차, SK하이닉스, 경영권 분쟁 중인 엔씨소프트, 그 외 호텔신라, LG전자 등
 - 이사 보수 수준과 별도로 성과 연계 보수 비중을 일정 수준으로 높여야 경영진에 중장기 주주가치 지향 경영을 위한 동기 부여 가능

- 2014년 개별 보수 수준·내역 공개 시 확인된 낮은 성과 연계, 불투명한 임원 보수 결정 절차 및 산정 기준 등에 관한 주주의 평가가 관건

■ CEO 등 핵심 경영진 보수체계의 윤곽이 드러난 상황에서 실적 하락 등에도 불구하고 이사 보수 한도의 하방경직성이 여전히 유지될지 여부

- 가령 보수의 대부분이 고정급인 경우 실적이 하락하는 데도 보수 한도가 유지된다면, 이사 보수의 성과 연계 및 주주가치 경영 도모라는 측면에서 시장에 부정적인 신호를 전달할 우려

4. 금융회사 (사외)이사 후보의 전문성과 다양성

< 배경 >

■ 금융회사 지배구조 모범기준이 도입·시행(2014.12)되면서 적용 대상이 되는 금융회사의 경우 **이사 후보의 전문성과 다양성**을 확보할 필요(제5조)

- 사외이사의 독립성 요건은 유지하면서, 이사회가 전체로서 전문성을 갖출 수 있도록 전문성과 다양성 요건까지 충족하는 사외이사를 선임해야 함
- 모범기준 상 전문성과 다양성 요건은 결국 ‘이사회’가 금융회사의 중장기 발전, 여러 이해관계자 보호를 도모할 만한 역량을 갖춰야 한다는 취지
- 모범기준은 또한 가급적 금융 분야의 전문성을 보유한 (사외)이사를 선임하고, 이들을 주요 이사회 내 위원회에 포함시키도록 권고

■ 현재까지 대다수 금융회사가 교수, 변호사, 정책·감독당국자(전직) 위주로 이사를 선임해 전문 분야, 직역 등에서 이사회 구성의 편중이 심각한 상황

- 금융회사 지배구조 모범기준 제5조는 이와 같은 문제가 없도록 노력해야 한다는 점을 명시

“금융회사는 …… 이사회가 전문성에서 특정한 공통의 배경을 보유하거나 특정한 직업군이나 일부 집단의 이해관계를 대변하는 등 편중되지 않게 구성되도록 노력하여야 한다.”

〈 이슈 전망 〉

- 전문경영인 인력 풀이 충분하다고 보기 어려운 국내 상황에서 금융회사들이 전문성을 갖춘 다양한 분야와 직역의 인재를 확보해 추천할 것인가
 - 아니면 지금까지와 유사한 후보 추천 행태를 유지할 것인가
- 이사회가 전체로서 갖춰야 할 전문성 요건들을 사전에 규정하고 그에 따라 다양한 분야의 인재를 이사로 선임하는지 점검할 필요
 - 모범기준 취지에 따르면, 신규 선임 (사외)이사는 각자 전문성을 보유해야 할 뿐 아니라 이사회 전문성을 높이는 데도 기여할 필요
- 사외이사 후보 추천내역을 모범기준에 따라 충실히 공시하는지 확인할 필요
 - 모범기준에 따라 실질적 추천자, 전문성에 대한 상세한 판단 (근거) 등을 주주의 판단에 도움이 되는 방식으로 공시하는 편이 바람직
 - 주주의 충실한 의결권 행사가 가능하도록 후보(추천)에 관한 상세한 내역을 공시하게 함으로써 이사회가 더 신중하게 적격 후보를 추천하는 방향으로 유도하려는 취지
- 일반적 기준에서 전문성이 부족하거나 다양한 이사회 구성에 기여하기 어려운 사외이사 후보가 추천된 경우 기관투자자 등 주주·시장의 반응
 - 사외이사 전체 구성이 실무 역량이 부족하거나 관료·학자 출신 등 특정 직역에 편중된 경우

5. 전자위임장 권유, 전자투표 시행에 따른 시장 동향

〈 배경 〉

- 자본시장법 개정(2013.5)으로 2015년 1월1일부터 예탁결제원의 중립투표가 폐지될 예정이었지만, 2014년말 관련 법령 개정에 따라 일부 상장사에 대해서는 다음과 같이 중립투표 활용을 허용(2017년 말까지)
 - 전자투표 시행 및 전 주주 대상 의결권 대리행사 권유 시행 법인은 감사 및 감사위원

회위원의 선임·해임 안건에 대해 중립투표 활용 가능

- 소액주주가 2/3 이상인 상장사는 전체 안건에 대해 중립투표 활용 가능

■ 2015년 3월6일 현재, 257개 상장사가 전자투표제 시행과 관련해 예탁결제원과 계약을 맺은 것으로 나타나 예상보다 많은 수의 상장사가 참여

- 단, 실제 시행 여부는 예탁결제원과의 계약이 아니라 주주총회 소집통지·공고에 시행 사실을 기재한 경우에 한해 최종 확인이 가능함에 유의

〈 이슈 전망 〉

■ 예탁결제원의 중립투표를 활용하지 않아도 무방한 상장사 중에서 단지 주주 의결권 행사의 용이성 제고와 주주권의 증진을 목적으로 전자투표를 시행하는 사례는 얼마나 될 것인가?

■ 개인투자자들이 정책 도입 취지대로 전자투표를 활발히 이용할지, 이를 촉진하기 위해 회사가 추가적인 노력을 기울일지 여부가 중요한 관심사

- 회사의 전자투표 시행이 자동적으로 개인투자자의 활발한 의결권 행사로 이어진다고 보기 어려우며, 홍보 등 회사의 적극적인 노력이 긴요

■ 주총 일부 안건에 대해 반대 투표할 예정임을 주주총회 전에 공시하는 기관투자자의 수는 얼마나 될 것인가?

- 전자투표 시행으로 개인투자자의 의결권 행사는 증가하겠지만, 이들 유형의 투자자는 의결권을 충실히 행사한 경험이 거의 없어 전자투표 시행이 오히려 맹목적인 찬성 투표로 이어질 가능성이 있음
- 이와 같은 부작용을 방지하기 위해서는 시장에 충분한 정보가 생산·유통되어야 하는데, 이 점에서 기관투자자와 언론의 역할이 중요
- 기관투자자의 반대 투표는 특정 안건, 관련 지배구조 요소에 문제가 있음을 드러내는 핵심 신호로서 개인투자자 등에게 유용한 정보로 기능
- 문제는 기관투자자가 투자 대상 회사에 대해 잠재 고객으로서 영업 목적상 고려와 같은 이해상충 때문에 반대 투표하기 어렵거나 반대하더라도 사전 공시가 용이하지 않음

■ 특히 중요한 사항은 국민연금이 의결권 행사 내역을 사전에 공개할지 여부

- 국민연금공단은 2014년 2월 의결권 행사 내역 사전 공개를 지침에 원칙으로 명시하고자 했으나, 기금운용위원회 개최 무산으로 실패한 전례가 있음

■ 현재까지 해외 연기금 등 기관투자자의 의결권 행사 내역 정보는 국내에 거의 알려진 바가 없어 활용이 곤란

- 국내 기관투자자에 비해 충실하게 의결권을 행사한다는 점에서 국내 기업 지배구조 수준에 대한 신호와 정보를 제공하는 매우 유용한 정보
- 한국기업지배구조원이 구축해 곧 공개할(3.11 수 예정) [주주정보포털](#)에서 해당 정보를 손쉽게 확인해 의결권 행사에 활용 가능