

KCGS Report

제15권 7호 | 통권 제187호
2025. 7.



한국ESG기준원

KCGS Report 제15권 7호

발행일 : 2025년 7월 30일

발행인 : 이 정의

발행처 : 한국ESG기준원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL: 02-3775-3339 www.cgs.or.kr

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 라00532

※ 이 보고서의 견해 및 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 또한, 해당 보고서의 저작권은 한국ESG기준원에 귀속되며, 보고서의 전체 또는 일부를 복제, 송신, 출판, 재배포하거나 기타 방법에 의하여 영리 목적으로 이용할 수 없으며, 상기 저작물을 무단 도용하거나 취득한 정보를 임의 가공할 수 없음을 밝힙니다. 해당 보고서 인용시 반드시 출처를 표시 바랍니다.

KCGS Report

제15권 7호 | 2025. 7.

● ESG 동향

- 감사 및 감사위원 선임 주주제안 분석 : 주주제안에 대한 회사의 대응을 중심으로 2
- 유가증권시장 상장기업의 유상증자 현황 9

● Global News

1. 영국 재무보고위원회(FRC), 영국 스투어드십 코드 2026 발표 23
2. GRI, 새로운 기후변화 및 에너지 보고 표준 최종안 발표 26

감사 및 감사위원 선임 주주제안 분석 : 주주제안에 대한 회사의 대응을 중심으로

임성윤*

- ▶ 상법 개정으로 사외이사인 감사위원 선임 시에도 '합산 3%'가 적용됨에 따라, 사외이사인 감사위원 선임 주주제안의 영향력이 확대될 것으로 예상됨
- ▶ 2023년 1월 1일부터 2025년 6월 30일까지 개최된 주주총회에 상정된 총 114건의 감사 및 감사위원 선임 주주제안을 분석한 결과, '합산 3%'가 적용된 감사 선임 주주제안의 경우, 감사위원 선임 주주제안에 비해 가결률이 상대적으로 높았으며, 회사 측이 해당 주주제안을 무력화하려는 시도도 다수 확인되었음
- ▶ 회사들은 감사 추가 선임 여부를 결정하는 선행 안건을 상정하거나 감사의 수를 제한하는 정관 변경 안건을 상정하여 주주제안을 구조적으로 무력화하는 전략을 주로 활용함
- ▶ 향후 감사위원 선임 주주제안에도 유사한 주주제안 무력화 전략이 확산될 가능성이 있는 만큼, 이사회와 기관투자자 모두 각자의 책무를 신중히 검토할 필요가 있음

도입

- 2025년 7월 22일 공포된 상법 개정안은 사외이사인 감사위원 선임 및 해임 관련 3% 의결권 제한 규정을 한층 강화하는 내용을 담고 있음¹⁾
 - 현행 상법 제542조의12 제4항 및 제7항은 주주총회에서 선임되는 감사기구의 유형에 따라 최대주주 및 특수관계인에게 적용되는 의결권 제한 방식에 차이를 두고 있음
 - 감사의 경우 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 합산하여 3%로 제한하는 방식(이하 '합산 3%'라 함)이 적용되고 있으며, 감사위원은 후보자의 사외이사 여부에 따라 규정이 달리 적용되어 사외이사가 아닌 감사위원의 경우 합산 3%를 적용하지만, 사외이사인 감사위원의 경우 최대주주 및 특수관계인의 의결권은 개별 주주별로 3%로 제한(이하 '개별 3%'라 함)
 - 이에 따라 사외이사인 감사위원 선임 주주제안의 경우, 최대주주의 지분을 특수관계인에게

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

한국ESG기준원 책임투자본부 책임투자팀 연구원, sylim@cgs.or.kr

1) 감사위원 선·해임 시 3% 초과 의결권 정비 규정은 공포일 기준 1년 뒤 시행됨([2211251]상법 일부개정법률안(대안), 국회의안정보시스템; 주주 보호를 위한 개정 "상법" 국무회의 의결, 법무부 보도자료, 2025.07.15.)

분산하거나 주식대차거래를 통해 타인에게 주식을 대여하여 주주제안 부결 가능성을 높이는 사례도 확인됨²⁾

- 이번 개정안은 감사위원 후보의 사외이사 여부에 관계없이 모든 감사위원 선임 안전에 대해 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 합산하여 최대 3%까지만 행사할 수 있게 함으로써, 감사위원 선임 과정에서 최대주주의 영향력을 보다 엄격하게 제한하게 됨

〈표 1〉 현행 상법상 상장사 자산 규모별 감사기구와 의결권 제한 형태 정리

구분	내부감사기구 형태							
	감사위원회				감사			
	형태	사외이사 여부*	의결권 행사 제한		형태	의결권 행사 제한		
			대상	수준		대상	수준	
2조 원 이상	특례	사외이사인 감사위원	모든 주주	개별 3%	해당사항 없음 (감사 설치 불가)			
1천억 원 이상 2조 원 미만	감사위원회	사외이사가 아닌 감사위원	최대주주	합산 3%	감사	최대주주	합산 3%	
			그 외 주주	개별 3%		그 외 주주	개별 3%	
1천억 원 미만	일반 감사위원회	해당사항 없음 (이사회 결의사항)					그 외 주주	개별 3%

출처: KCGS

* 상법 개정안은 감사위원의 사외이사 여부를 구분하지 않고, 현행 상법에서 사외이사가 아닌 감사위원에게 적용하던 의결권 행사 제한 방식(대상 및 수준)을 사외이사인 감사위원에게도 동일하게 적용함

- 상법 개정으로 최대주주 및 특수관계인의 지분이 개인 최대주주 1인에게 집중되지 않은 회사에서 소수주주의 사외이사인 감사위원 선임 주주제안의 실효성이 한층 높아질 것으로 예상됨
- 반면, 회사 입장에서는 의결권 제한 대상의 범위가 확대됨에 따라 감사위원 선임 주주제안의 가결 가능성이 높아질 수 있어, 해당 주주제안이 표결에 이르기 전에 무력화하려는 전략이 활용될 수 있음
- 이에 본 보고서는 감사와 감사위원 선임 주주제안에 대한 회사의 대응 양상을 비교·분석함으로써, ‘합산 3%룰’ 관련 상법 개정이 향후 감사위원 선임 주주제안의 성립 및 표결에 어떤 영향을 미칠 수 있을지에 대한 시사점을 도출하고자 함
- 분석 대상
 - 분석 기간 : 2023년 1월 1일부터 2025년 6월 30일까지
 - 분석 대상 안전 : 상술한 기간 중 유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장 상장기업에서 개최된 정기 및 임시주주총회에 주주제안으로 상정된 감사 선임, 감사위원 선임(일괄선출, 분리선출) 안전 중 추천인이 이사회, 사외이사추천위원회, 최대주주, 변경예정 최대주주가 아닌 안전

2) 사조그룹에 무슨일이...3%를 깨기 위해 계열사 총동원, 에너지경제, 2023.12.13.; 윤관석, 사조그룹 3%를 훼손 행위 보완대책 주문, 뉴시스, 2021.10.21.

- 분석 항목 : 주주제안에 대한 회사의 무력화 시도 여부, 표결된 안건의 가결 여부를 중심으로 분석함³⁾
 - 본 보고서에서 ‘주주제안 무력화’는 회사 측이 주주제안에 대응하여 주주총회에 상정한 안건으로 인해, 해당 주주제안의 표결 성립에 영향이 발생하거나, 가결된 주주제안의 실질적인 효력이 약화되는 상황을 지칭함
 - 주주제안 무력화 시도 건수는 해당 대응 안건에 의해 영향을 받는 감사(위원) 선임 주주제안 안건의 개수를 기준으로 집계함
 - 안건이 자동폐기되거나 철회된 경우 표결되지 않은 안건으로 분류하되, 자동폐기된 안건 중 선행 안건 표결을 통해 실질적인 표결이 이루어진 경우(각주 3 참조)는 표결된 안건으로 분류함

감사(위원) 주주제안에 대한 회사의 ‘주주제안 무력화’ 대응 및 표결 결과

- 주주제안 무력화 시도는 감사 선임 안건에 주로 집중되었으며, 이 중 상당수가 실제로 자동폐기됨
 - 총 114건의 감사(74건), 사외이사가 아닌 감사위원(일괄선출 1건, 분리선출 1건), 및 사외이사인 감사위원(일괄선출 17건, 분리선출 21건) 선임 주주제안 가운데 37건에서 회사 측의 주주제안 무력화 시도가 확인되었고, 이 중 21건은 실제로 안건이 자동폐기되어 표결에 이르지 못함
 - 사외이사가 아닌 감사위원 선임 주주제안 2건은 감사 선임과 동일하게 ‘합산 3%룰’이 적용되므로, 이후 서술에서는 이를 감사 선임 주주제안으로 분류하며, ‘감사위원 선임 주주제안’은 사외이사인 감사위원을 대상으로 한 경우만을 지칭함
 - 무력화 시도가 확인된 37건 중 안건 유형별로는 감사 선임이 30건, 사외이사인 감사위원 분리선출 안건이 3건, 사외이사인 감사위원 일괄선출 안건이 4건이었으며, 이 중 실제로 무력화에 따라 자동폐기된 건은 21건 모두 감사 선임 안건이었음
- 감사 선임 주주제안에 무력화 시도가 더 빈번하게 나타난 것은 의결권 제한 범위가 클수록 회사가 주주제안을 보다 민감하게 받아들일 수 있음을 시사함
 - 실제로 분석대상 안건 중 감사 및 감사위원 선임 주주제안이 모두 제출된 경우에도, 회사들이 감사위원회를 도입하는 정관 변경안을 통해 감사 주주제안을 자동폐기한 사례가 2건 확인됨
 - 해당 회사들은 합산 3%룰이 적용되는 감사 선임 주주제안보다 개별 3%룰이 적용되는 감사위원 선임 주주제안을 상대적으로 수용 가능한 선택지로 판단한 것으로 보임
- 감사(위원) 선임 주주제안에 대한 회사의 무력화 시도는 5가지 유형으로 구분되며, 의결권 제한이

3) 감사 선임 안건에 선행하는 감사 해임 안건이 부결되어 자동폐기되거나, 이사회 안건과 결합한 감사(위원) 선임 주주제안 안건이 선행하는 이사회 안건의 가결로 인해 자동폐기된 경우, 주주제안과 해당 선행 안건은 실질적으로 동일한 의사결정 구조 속에 놓여 있고, 선행 안건에도 3%룰이 적용되어 표결이 이루어졌다는 점을 고려하여 모두 ‘부결’로 분류함

없고 정족수 요건이 낮은 방식일수록 회사가 더 빈번하게 활용하는 경향을 보임

○ 확인된 무력화 시도는 총 5개 유형의 방식으로 나타났으며, 이 중 4개는 감사(위원) 주주제안의 표결 성립에 영향을 미치는 방식, 나머지 1개는 주주제안으로 선임된 감사위원의 임기를 단축하는 방식으로 나타남

- 1) 감사(위원) 또는 사외이사 선임 가능 인원을 제한하는 별도 안건 상정(이하 '1) 유형') : 회사가 감사(위원) 혹은 사외이사를 추가로 선임할지를 결정하는 별도 안건을 선행 상정하여, 후행 안건인 감사(위원) 선임 주주제안이 자동폐기되도록 하거나, 주주제안으로 추천된 사외이사 및 감사(위원)의 인원보다 적은 수의 사외이사 및 감사(위원)를 선임하도록 결정하는 별도 안건을 선행 상정함으로써, 일부 주주제안의 가결 가능성을 제한하는 유형⁴⁾
- 2) 감사(위원) 또는 이사의 수를 제한하는 정관 변경 안건 상정(이하 '2) 유형') : 감사(위원) 또는 이사 인원의 상한을 현원 수준으로 제한하는 정관 변경 안건을 상정하여, 현원 외 감사(위원)를 추가로 선임하려는 주주제안을 자동폐기시키거나, 해당 인원의 상한을 기존보다 축소하는 정관 변경하는 안건을 상정하여 선임 가능 인원을 줄임으로써 복수의 감사(위원) 주주제안 간 경합을 유도하고 일부 주주제안의 가결 가능성을 제한하는 유형
- 3) 감사위원회를 도입하는 정관 변경 안건 상정(이하 '3) 유형') : 감사위원회 제도를 도입하고 감사 제도를 폐지하는 정관 변경 안건을 상정하여, 감사 선임 주주제안이 자동폐기되도록 하는 유형
- 4) 임시주주총회를 통한 감사(위원) 선임으로 정기주주총회 주주제안 무력화(이하 '4) 유형') : 감사(위원) 중 임기만료 예정자 또는 결원이 있는 상황에서, 정기주주총회에 앞서 임시주주총회를 개최해 감사(위원)를 선임하고 정관상 감사(위원) 또는 사외이사의 상한 인원을 모두 채움으로써, 정기주주총회에 상정된 감사(위원) 주주제안이 자동폐기되도록 하는 유형
- 5) 주주제안으로 선임된 사외이사의 임기를 단축하는 안건 상정(이하 '5) 유형') : 이사의 임기를 주주총회에서 정할 수 있도록 한 정관 규정을 활용하여, 주주제안으로 추천된 감사위원의 이사 임기를 통상보다 짧은 1년 등으로 설정하는 안건을 후행 상정함으로써, 감사위원 재직 기간을 제한하고 실질적인 견제 기능을 약화시키는 유형

○ 무력화 시도 유형을 비교해보면, 대응 안건에 3% 의결권 제한이 적용되지 않고 정족수 요건이 낮은 경우일수록, 회사 측에서 더 자주 활용한 경향이 나타남

- 1), 2), 3) 유형에서 회사가 상정한 대응 안건에는 3%률이 적용되지 않기 때문에, 주주제안을 직접 부결시키는 것보다 해당 안건들을 가결시켜 주주제안을 자동폐기시키는

4) 대구지법 서부지원은 “감사 추가 선임 여부를 결정하는 선결의안을 정기주주총회의 안건으로 상정하는 것이 위법하다고 보기 어렵다”며 선결의안 상정 금지 가처분 신청을 기각한 바 있음(상사 '감사 선임' 주주제안에 '감사 추가 선임 여부' 선결의안 상정 적법, 리걸타임즈, 2024.04.04.)

방식이 상대적으로 용이하다고 판단하여 선호된 것으로 보임

- 특히 2), 3) 유형은 주주총회 특별결의 요건을 충족해야 하는 반면, 1) 유형은 주주총회 보통결의로도 의결이 가능하다는 점에서 가장 빈번하게 활용된 것으로 판단됨
- 반면, 4) 유형은 임시주주총회를 열어야 하는 절차적 부담이 있고, 회사 측의 감사(위원) 선임 안건에도 3%률이 그대로 적용되며, 감사(위원) 또는 사외이사 인원의 상한이 사전에 설정되어 있어야 실효적이라는 점에서 활용 빈도가 낮은 것으로 분석됨
- 5) 유형은 주주제안을 사전에 차단할 수 없는 경우에 보완적으로 고려되는 방식으로, 정관에 임기를 주주총회에서 정할 수 있도록 하는 규정이 있어야만 활용 가능하다는 점에서 사용 빈도가 낮았던 것으로 보임

〈표 2〉 유형별 주주제안 무력화 시도 건수 및 이에 따른 자동 폐기 건수

무력화 시도 유형	감사 선임 안건 무력화 시도 건수	감사위원 선임 안건 무력화 시도 건수	총 무력화 시도 건수	*자동 폐기 안건 건수
1) 유형	**16	4	**20	**11
2) 유형	**7	2	**9	**5
3) 유형	8	-	8	4
4) 유형	1	0	1	1
5) 유형	0	1	1	0

출처: DART, KCGS

* 주주제안 무력화 시도에 따른 자동폐기 안건은 모두 감사 선임 안건임

** 감사 추가 선임 여부 결정 안건과 감사 수를 제한하는 정관 변경 안건을 함께 상정한 기업이 2개 확인되었으며, 이들의 무력화 시도 건수는 유형별로 중복 집계하되, 실제 안건 폐기 건수는 두 유형 중 주주제안을 자동폐기에 이르게 한 유형을 기준으로 집계함

- 실제로 표결에 부쳐진 안건만을 기준으로 할 때, 감사 선임 주주제안의 가결률(38.0%)이 감사위원 선임 주주제안(28.0%)보다 높게 나타남
 - 이는 최대주주의 의결권 제한 범위가 넓을수록 주주제안의 가결 가능성도 높아지는 경향이 나타났음을 보여주며, 향후 감사위원 선임 주주제안의 실제 표결 결과에서도 유사한 흐름이 관찰될 수 있음
 - ‘합산 3%률’의 적용으로 감사위원 선임 시 의결권 제한이 강화되면, 회사는 가결 가능성이 높아진 감사위원 선임 주주제안에 대해 이를 사전에 무력화하려는 유인을 가질 수 있음

〈표 3〉 감사 및 감사위원 선임 주주제안 상정·표결·가결 건수

구분	감사 선임	감사위원 분리선출	감사위원 일괄선출	감사위원 합계	전체 합계
총 주주제안 건수	76건	21건	17건	38건	114건
최종 표결 건수*	50건	17건	8건	25건	75건
가결 건수	19건	4건	3건	7건	26건

구분	감사 선임	감사위원 분리선출	감사위원 일괄선출	감사위원 합계	전체 합계
가결률	38.0%	23.5%	37.5%	28.0%	-

출처: DART, KCGS

* 회사의 대응에 따른 자동폐기 21건, 감사위원회 도입 정관 변경안 부결로 인한 감사위원 분리선출 자동폐기 7건, 감사위원 후보가 사외이사로 미선임됨에 따른 자동폐기 4건, 기타 자동폐기 1건, 그리고 자진사임 등으로 철회된 6건을 제외

□ 주주제안을 무력화하는 시도는 감사 선임 주주제안에서 집중적으로 활용되어 왔으나, 감사위원 선임 주주제안에서도 일부 사례가 확인되고 있으며, ‘합산 3%’률의 적용 이후 이러한 시도가 감사위원 선임 주주제안에 확산될 가능성이 존재함

- 감사위원회 제도를 이미 도입한 회사는 3) 유형을 활용할 수 없으나, 1), 2), 5) 유형의 경우 실제 활용 사례가 확인되었고, 4) 유형의 경우에도 유사한 사례가 확인되는 만큼, 1), 2), 4), 5) 유형 모두 감사위원 선임 주주제안에 대응하기 위한 방식으로 실제 활용 가능성이 있는 것으로 판단됨
- 즉, 기존에 감사 선임 주주제안에 적용되던 주주제안 무력화 전략은 감사위원 선임 주주제안에도 충분히 적용될 여지가 있으며, 특히 기존 사례에 비추어볼 경우, 1) 유형과 2) 유형이 주로 활용될 것으로 예상됨
- 다만 감사위원 중 결원 또는 임기만료 예정자가 존재하여 회사 측에서도 선임 안건을 상정해야 하는 경우에는 1), 2) 유형의 활용이 제한되며, 6) 이러한 상황에서는 감사위원 선임 주주제안이 무력화될 가능성이 낮아져 주주제안의 실효성이 상대적으로 높아질 수 있음
- 이에 따라, 회사는 감사위원의 결원 여부와 관계없이 활용할 수 있는 4), 5) 유형을 대안으로 고려할 수 있으며, 해당 유형의 실효성을 확보하기 위한 사전 조치로서 이사회 또는 감사위원회 정원 상한을 제한하거나, 이사의 임기를 주주총회에서 정할 수 있도록 하는 정관 변경 안건을 미리 상정할 가능성이 있음
- 따라서 감사위원 선임 주주제안 무력화를 염두에 둔 정관 변경 시도가 확대될 가능성을 고려할 때, 이사 및 감사위원 정원의 상한을 설정하거나, 이사의 임기를 주주총회에서 결정하도록 하는 정관 변경 안건에 대해서는 보다 면밀한 검토를 바탕으로 의결권을 행사할 필요가 있음
 - 2024년 4월 1일 유가증권시장 상장회사 기준 이사회 인원 상한이 없는 기업은 31.4%(806사 중 253사), 감사위원회 인원 상한이 없는 기업은 40.2%(341개사 중 137개사)에 달하며, 이사의 임기를 명확히 규정하지 않고 ‘취임 후 ○년 이내’ 등과 같이 범위형으로 규정한 기업도 전체의 18.5%(806개사 중 172개사)에 이르는 것으로 나타남⁷⁾

5) 향후 상정될 주주제안에 대응하기 위해 임시주주총회를 개최하여 감사위원을 미리 선임한 것으로 해석될 수 있는 점에서 논란이 제기된 유사 사례가 존재함(KCGI자산운용 “현대엘리, 분리선출직 선점… 주주권리 침해”, 조선비즈, 2023.12.15.)

6) 1) 유형에서 감사위원을 추가로 선임하지 않기로 주주총회에서 의결한 경우 회사도 감사위원을 선임할 수 없고, 2) 유형에서 이사회 또는 감사위원 정원을 현원으로 제한하면 회사 역시 사외이사 혹은 감사위원의 추가 선임이 불가능하기 때문임

7) 2024 유가증권시장 상장회사 정관 기재유형. 2024.8.

결론

- 상법 개정으로 사외이사인 감사위원 선임에도 합산 3%률이 적용될 예정이나, 실제 주주총회 운영 과정에서 회사의 전략적 대응에 따라 그 효과는 크게 달라질 수 있음
- 예컨대, 사외이사의 수를 제한하는 정관 변경안이나 사외이사 추가 선임 여부를 결정하는 선행 안건을 상정해 주주제안을 구조적으로 차단하려는 시도가 지속될 경우, 사외이사인 감사위원 선임에 합산 3%률을 적용하는 입법 취지가 훼손될 우려가 있음
- 이사회는 '이사의 주주에 대한 충실 의무'가 법제화된 현 시점에서, 주주제안을 무력화할 수 있는 의안을 상정하는 결정이 모든 주주의 이익을 공평하게 대우하는 것인지, 그리고 장기적인 회사가치 제고에 부합하는 방향인지 숙고할 필요가 있음
- 주주제안 무력화 전략은 회사의 입장에서 단기적인 경영권 안정을 도모하는 수단으로 활용될 수 있으나, 소수주주권을 제약하는 이러한 방식은 기업지배구조의 투명성에 대한 시장의 신뢰를 저해하고, 결과적으로 회사가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음
- 기관투자자는 감사위원 선임 주주제안이 상정된 배경과 취지를 면밀히 분석하고, 회사의 이사회 구성상 외부 주주가 추천한 감사위원의 선임이 필요하다고 판단되는 경우, 해당 주주제안을 무력화하려는 안건에 대한 적극적인 주주관여 활동을 검토할 필요가 있음
- 특히 주주제안 무력화 시도가 지속될 경우, 주주의 정당한 권리 행사를 구조적으로 제약하는 관행이 고착화될 우려가 있는 만큼, 공개 서한 발송, 반대 의결권 행사, 나아가 이사회에 대한 책임 추궁 등 보다 적극적인 대응이 요구될 수 있음

유가증권시장 상장기업의 유상증자 현황

권세현*

- ▶ 2020년부터 2024년까지 유가증권시장 상장기업의 유상증자 목적·방식·시기총액·업종별 특징을 정리함
- ▶ 분석 결과, 유상증자의 목적 중 운영자금 및 채무상환 목적이 가장 큰 비중을 차지하였으며, 중소기업일수록 단기 유동성 확보 목적에 집중도가 높게 나타남
- ▶ 업종별로 유상증자 목적에 뚜렷한 차이가 있으며, 반도체·소재·에너지 등 자본집약 산업군에서는 시설 및 타법인증권취득 목적이, 운송·자동차·내구소비재 등에서는 운영자금 중심의 유상증자가 주로 나타남
- ▶ 방식별로는 제3자배정방식이 가장 빈번하게 활용됨에 따라 제도나 지배구조 측면에서의 대응이 필요함
- ▶ 향후 후속 분석을 통해 유상증자 이후 주가 회복 속도에 영향을 미치는 요인을 실증적으로 규명할 예정임

조사 목적 및 배경

- 최근 5년간 유가증권시장 유상증자 사례를 기반으로, 유상증자 목적, 방식, 기업 규모 및 업종별 분포를 정리하고, 정책적·제도적 시사점을 도출하고자 함
 - 유상증자는 기업이 자본금을 늘리기 위해 신주를 발행하고 대금을 받는 것을 의미함
 - 2025년 한화에어로스페이스, 삼성SDI 등 굵직한 유상증자 사례가 잇따르며 유상증자에 대한 금융당국과 시장의 관심이 집중됨¹⁾
 - 유상증자 시 신주 발행에 따른 기존 주주의 가치 희석이 발생하기 때문에, 금융당국은 투자자 보호와 공정성 확보를 위해 법규 준수 여부 등을 심사하고 있음 <표 1>
 - 한편, 유상증자에 대한 시장 반응은 천차만별로, 가치 희석에도 불구하고 어떤 기업의 주가는 발표 직후 빠르게 반등하지만, 어떤 기업은 회복하지 못함
 - “왜 어떤 유상증자는 주가 회복이 빠르고, 어떤 유상증자는 회복하지 못하는가?”라는 질문에서 출발하여, 본 고에서는 2020년 이후 국내 유상증자의 ▲자금조달 목적 및 방식의 분포, ▲기업규모와 업종에 따른 차이, ▲시장 반응 등을 정리하고자 하며, 후속 보고서에서 실증분석을 통해 주가 회복 속도에 영향을 끼치는 요인을 규명하고자 함

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

한국ESG기준원 ESG평가본부 연구원, justin11@cgs.or.kr

1) 삼성SDI-한화에어로, 희비 엇갈린 유상증자 '빅딜', 한경닷컴, 2025.03.31.

삼성SDI-한화에어로, 엇갈린 금감원 유증 심사 결과...이유는, 파이낸셜뉴스, 2025.03.28.

〈표 1〉 금융감독원 중점심사 유상증자 선정 기준

대분류	소분류	선정기준	심사항목
주식가치 희석화 우려	증자비율	증자규모 및 증자비율 등 고려	증자비율, 할인을 적정성에 대한 검토여부 및 검토내용, 이에 대한 이사회 논의여부 및 그 내용 등
	할인율	증자규모 및 할인율 등 고려	
일반주주 권익훼손 우려	신사업투자 등	자금사용목적의 타법인출자 또는 신규사업 연관성 고려	신규사업 진출위험, 기존 사업에 미치는 영향, 타법인 인수시 가격 적정성 검토여부 및 주요 검토내용 등
	경영권 분쟁발생	경영권 분쟁 소송이 진행되었거나 진행 중	경영권 분쟁 상황에서 유상증자 추진 배경 및 목적, 관련 법률적 위험 등
채무위험 과다	한계기업 등	최근 3년 연속 재무실적 부실 또는 재무구조 악화 등	재무지표 악화 경위, 이로 인해 발생할 수 있는 위험 및 이를 극복하기 위한 회사의 대응방안 등
주관사의 주의의무 소홀	IPO 실적 과다 추정	IPO 후 실적 괴리율 등 고려	상장시 자금사용 계획과 달리 자금이 추가로 필요하게 된 경위, 괴리율 발생원인 및 회사의 대응방안 등
	Due Diligence 소홀	다수의 정정요구를 받은 주관사의 인수·주선 참여	

출처: 금융감독원, 유상증자 증권신고서 심사 개선방안 발표 - 주요내용 및 시사점, 법률신문, 2025.03.03., <https://www.lawtimes.co.kr/LawFirm-NewsLetter/205997>

조사대상

- (유상증자) 2020.1.1.~2024.12.31. OpenDART 주요사항보고서(유상증자결정) 385건을 대상으로 함
 - 기업, 접수일, 신주의 상장 예정일, 신주 발행가액, 신주의 종류와 수, 증자전 발행주식총수, 증자방식, 자금조달의 목적 및 금액 등의 항목을 조사함
 - OpenDART에 등록된 2020년 1월 1일부터 2025년 7월 25일까지의 유가증권시장 주요사항보고서 총 483건 중 리츠(REITs) 28건과 `25년 접수건 70건을 제외함
- (회사) 업종은 WICS 중분류와 소분류로 구분하였으며, DataGuide에 등록된 수정주가(기본), 시가총액(52주평균/보통), 총자산(IFRS/연결) 등을 활용함

유상증자 목적 및 주요 사례

- 유상증자는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」과 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」에 따라 공시가 의무화되어 있으며, 주요사항보고서를 통해 자금조달의 목적과 방식, 신주 수, 발행가액 등의 사항을 상세히 기재해야 함
- 주요사항보고서 내 자금조달의 목적은 시설자금, 영업양수자금, 운영자금, 채무상환자금, 타법인증권취득자금, 기타 등으로 구분되어 있음 〈표 2〉
- ‘시설자금’은 공장·생산설비·연구개발 시설 확충 등 유형자산 취득을 목적으로 하는 자금으로, 기업의 생산능력 확대, 수요 대응력 강화, 기술 경쟁력 확보 등으로 이어지며 실물 자산 증가를 통해 기업 가치 상승을 유도할 수 있음
 - 대표적으로 포스코퓨처엠은 2020년 말 1조원 규모의 유상증자를 통해 이차전지 소재

- 생산설비에 대한 대규모 투자를 단행하였으며, 주가는 약 6개월간 90% 가까이 상승함
- 그러나 시설자금을 목적으로 한 유상증자는 연평균 12건²⁾ 미만으로, 전체 유상증자 사례 중 건수 및 금액 기준 모두에서 비중이 크지 않은 편임 <그림 1>
- 2020~2022년까지는 상대적으로 비중이 컸으나, 2023년을 기점으로 급감하며 2024년에는 6건, 조달금액은 약 1.1조원 수준으로 감소함
- ‘운영자금’은 “원재료 매입, 매입채무의 상환, 임금 지급, 무형자산취득 및 해외 법인 운영 등” 경영 활동을 위한 유동성 보완의 목적이, ‘채무상환자금’은 재무구조 개선을 위한 목적이 강함. 두 경우 모두 생산적 투자로 전환이 불명확할 경우 기업의 경쟁력 약화 또는 유동성 부족의 신호로 인식될 수 있음³⁾
- 국내에서는 운영자금 조달 목적의 유상증자가 매년 가장 많은 건수를 차지하며, 2021년에는 총 58건, 조달금액 약 7.7조원으로 최대치를 기록함. 제품 양산을 위한 원재료 및 장비 구매(제조업), 자본 및 인력 확충(금융업) 등이 해당함
- 채무상환 목적의 자금조달은 매년 13~25건으로 꾸준히 유지되었으며, 금액 기준으로는 2020년과 2021년 각각 약 2.8조원, 4.3조원을 기록한 뒤, 2022년부터는 1조원 규모를 유지하고 있음

〈표 2〉 주요사항보고서 내 유상증자의 목적

구분	예시
시설자금	공장건설, 설비매입, 유형자산 취득 등인 경우
영업양수자금	다른 사업의 인수에 사용되는 경우
운영자금	원재료 매입, 매입채무의 상환, 임금 지급, 무형자산취득 및 해외 법인 운영 등인 경우
채무상환자금	대출금 또는 기 발행된 회사채 상환 등
타법인증권취득자금	타법인 출자, 회사채 매입 등인 경우
기타	이외의 용도인 경우

출처: 금융감독원「기업공시 길라잡이」

2) 유상증자 목적에 시설자금이 포함된 건수임 (2020년 15건, 2021년 15건, 2022년 13건, 2023년 9건, 2024년 6건)

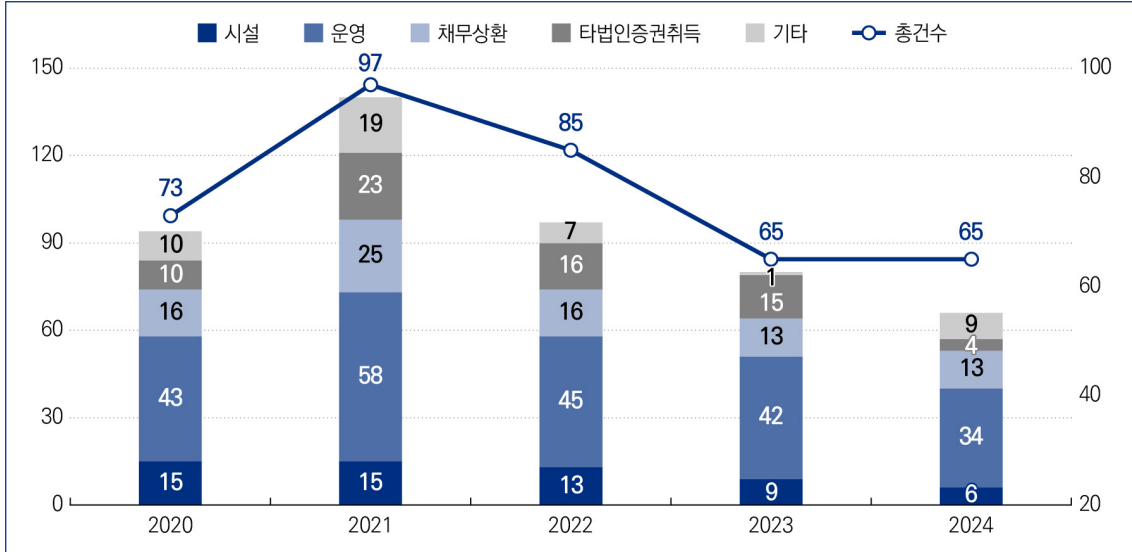
3) 이양식, 박종찬. (2025). 유상증자의 규모, 방식, 목적이 복합적으로 주식시장에 미치는 영향. 경영학연구, 54(3), 619-646. 10.17287/kmr.2025.54.3.619

- ‘타법인증권취득자금’은 타사의 주식, 전환사채, 신주인수권부사채 등을 취득하는 데 사용되는 자금으로, 지분 또는 금융투자 상품을 대상으로 함. 전략적 제휴 또는 재무적 투자로 해석되며 목적에 따라 시장 반응이 상이함
 - 예컨대 한화에어로스페이스는 약 2.4조 원 규모의 유상증자를 단행하며, 해외 방산 합작법인(JV) 및 조선업체 지분 취득 등 그룹 차원의 전략적 투자를 추진할 계획이라고 발표함⁴⁾
 - 발표 직후 대규모 자금 조달에 따른 희석 우려, 경영 승계를 위한 유상증자 등으로 인식되며 주가는 10% 이상 급락했으나, 이후 투자 목적의 명확성과 그룹 시너지 기대가 부각되면서 반등세를 보임⁵⁾
 - 유상증자가 단기적으로는 부정적 반응을 유발할 수 있으나, 중장기적으로는 전략적 방향성과 실현 가능성에 따라 시장의 재평가가 이루어질 수 있음을 보여주는 사례로 볼 수 있음
 - 타법인증권취득자금의 경우, 건수 기준으로는 운영자금·채무상환자금보다 낮은 비중을 차지하나, 금액 기준으로는 가장 높은 비중(34%)을 차지함
- ‘영업양수자금’은 타 기업의 사업 부문을 인수하거나 영업권을 승계하는 데 사용되는 자금으로, 수직 계열화나 외형성장을 도모하는 전략의 일환으로 활용됨
 - 다만, 유가증권시장 상장회사 중 조사대상기간 주요사항보고서에 ‘영업양수자금’을 목적으로 명시한 사례는 매우 드뭄. 삼성FN리츠(신규 자산 편입) 단 1건만이 존재하였음
- ‘기타자금’은 주로 재무구조 개선 또는 기타 회사의 경영상 목적 달성을 사유로 한 제3자배정 방식 유상증자에서 사용되며, 회생·구조조정·출자전환·전략적 제휴·신속한 자금 조달 등 포괄적 범주로 활용되는 경우가 많음
 - 대표적으로 한진칼은 2020년 아시아나항공 인수를 추진하면서, 같은 해 11월 산업은행을 대상으로 약 5,000억원 규모의 제3자배정 유상증자를 결의함⁶⁾
 - 당시 KCGI 등 3자 주주연합은 이를 경영권 방어수단으로 간주하고 신주발행금지 가처분을 제기하였으나, 법원은 자금조달 필요성과 목적의 정당성을 인정하여 이를 기각함⁷⁾
 - 기타자금은 건수 기준으로도 금액 기준으로 가장 낮은 비중을 차지함

4) 증권신고서(지분증권), 한화에어로스페이스, DART, 2025.03.20.
 5) 불기동 뚝던 한화에어로, 10% '뚝'...3.6조 유상증자에 추가 급락, 머니투데이, 2025.03.20.
 한화에어로 유상증자 3.6조→2.3조... "승계논란 불식"(종합), 아시아경제, 2025.04.08.
 6) 주요사항보고서(유상증자결정), 한진칼, DART, 2020.11.16.
 7) KCGI, 한진칼 신주발행금지 가처분 신청...법적 대응 개시, 연합뉴스, 2020.11.18.
 법원, 한진칼 신주발행 허용... "경영권 방어 목적으로 보기 어려워, 법률신문, 2020.12.01.

〈그림 1〉 유가증권시장 상장회사의 유상증자 목적

(단위: 건)



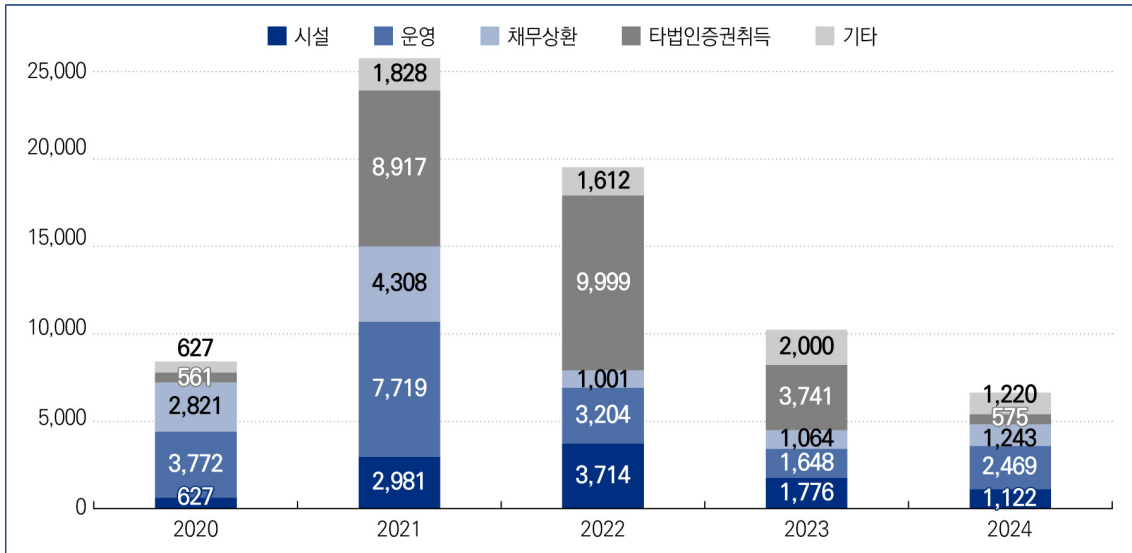
출처: 한국ESG기준원, OpenDART 주요사항보고서(유상증자결정)

주석: 2020년 운영자금 43건은 전체 유상증자 73건 중 운영자금이 포함된 사례의 수를 의미.

유상증자 1건이 운영자금 및 채무상환자금 목적을 동시에 포함하는 경우, 각 목적별 건수에는 모두 반영됨. 따라서 목적별 건수의 단순 합계는 전체 건수와 다를 수 있음

〈그림 2〉 유가증권시장 상장회사의 유상증자 목적

(단위: 십억원)



출처: 한국ESG기준원, OpenDART 주요사항보고서(유상증자결정)

- 전체 유상증자 건수 및 조달금액은 2021년을 정점으로 점차 감소하는 추세를 보임. 이는 금리 인상, 자금시장 경색, 경기 불확실성 등 외부 금융환경의 영향이 작용한 것으로 예상됨
- 5년간 국내 유상증자 동향을 살펴보면, 기업들이 유상증자를 통해 확보한 자금을 단기 유동성

관리(운영자금)와 부채상환에 집중적으로 사용하고 있음이 확인됨 (해당 부문의 조달금액이 전체 유상증자의 약 40% 이상을 차지함)

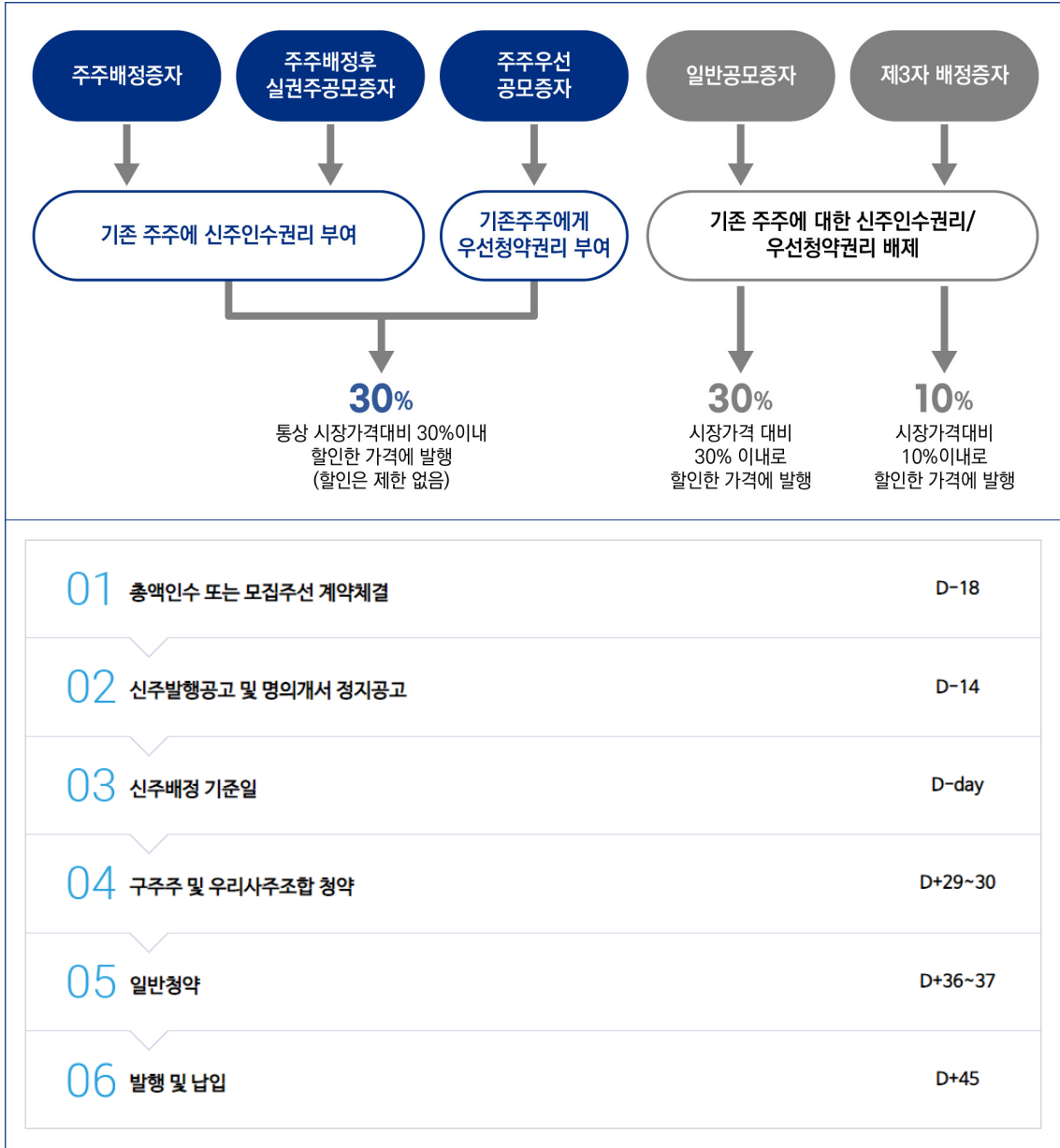
- 2020년~2022년간 시설자금과 타법인증권취득 목적의 자금조달이 증가하였으나, 2023년 들어 크게 위축된 것으로 나타남
 - 시설투자 목적의 감소는 기업의 장기투자 여력 축소를 의미할 수 있으며, 향후 경기 회복과 함께 관련 비중이 어떻게 변화하는지 주의 깊게 관찰할 필요가 있음

유상증자 방식

- 유상증자는 자금조달 방식에 따라 크게 ▲주주배정, ▲주주우선, ▲일반공모, ▲제3자배정, ▲혼합형 등으로 구분되며, 신주 배정 방식에 따라 시장 참여자(기존 주주, 신규 투자자, 기관 등) 간 이해관계, 투자 판단, 주가 흐름 등에 다른 방식으로 영향을 미침 <그림 3>
- 주주배정 방식은 기존 주주에게 신주인수권을 부여하는 구조로, 주주의 권리를 침해하지 않고, 배정 기준이 사전에 정해져 있어 자금조달 절차의 공정성과 예측 가능성이 비교적 높은 방식으로 평가됨. 할인율에 법적 제한은 없으나, 통상 시장가격 대비 30% 이내에서 발행되는 것으로 알려짐
- 일반공모 방식은 불특정 다수를 대상으로 공모하는 방식으로, 주주 참여 제한이 없고 시장 수요에 따라 유연하게 자금이 조달될 수 있다는 장점이 있음. 그러나 통상적으로 높은 할인율을 적용해야 수요 확보가 가능하므로, 기존 주주 입장에서는 가치 희석 우려가 클 수 있음
- 제3자배정 방식은 특정 투자자에게 신주를 배정하는 방식으로, 전략적 제휴나 지배구조 재편 등의 목적에 활용되기도 하나, 우호지분 제공이나 이해관계인 편중 이슈로 인해 투자자 불신을 초래하는 경우도 있음⁸⁾
 - 특히 대규모 제3자배정 유상증자의 경우, 최대주주 또는 특수관계인의 지배력 확대 도구로 사용되는 사례가 존재하며, 공정성 논란이 빈번하게 제기됨
 - 실제로 금융감독원은 기업공시 길라잡이를 통해 “제3자배정 방식의 자금조달 과정에서 부적절한 자본확충 및 기존 주주의 권리 침해소지가 있어, 보다 충실한 공시가 요구”된다고 설명하고 있음 <표 3>
- 혼합방식은 주주배정 후 실권주를 일반공모로 소화하거나, 일반공모와 제3자배정 방식을 결합하는 방식으로, 자금조달의 안정성과 시장 대응력을 동시에 확보하고자 할 때 활용됨

8) 전현우, 정용화 and 신동휴. (2012). 제3자배정방식을 통한 기업가치와 재무성과의 연관성에 관한 연구. 상업경영연구, 26(4), 377-395. “제3자배정방식은 회사가 신주를 발행하여 자금을 조달하고자 할 때 기존주주에게 신주인수권이 있지만, 회사의 정관에 주주의 신주인수권 배제에 관한 별도의 규정이 존재하거나 주주총회의 특별결의에 의하여 제3자(당해법인의 주주를 포함)에게 신주인수권을 부여하는 방식으로 회사와 협력관계를 유지하고 있는 자나 거래처 또는 특별한 관계에 있는 자 등에게 신주인수권을 발행하는 방식이다. 또한 제3자배정방식은 출자전환을 실시하고자 할 때에도 사용하는 방식이다.”

〈그림 3〉 유상증자 방식 및 절차



출처: 신한투자증권, https://www.shinhansec.com/siw/ib/ecm/ib_inc2/contents.do

주식: 주주우선 2~2.5개월, 주주배정 2~2.5개월, 제3자배정·일반공모 3주 소요

〈표 3〉 유상증자결정 제3자배정 공시방법

<ul style="list-style-type: none"> ■ 【제3자배정 근거, 목적 등】의 “제3자배정 근거가 되는 정관규정”에는 3자배정 증자의 구체적인 근거가 되는 회사의 정관규정을 구체적으로 기재하며 “제3자배정 증자의 목적”에는 3자배정 증자의 사유, 증자대금의 사용목적(시설 투자의 경우 사업명칭 등 설비투자의 개요·투자기간·총 투자금액, 특정 자산 취득 및 다른 사업의 인수에 사용되는 경우 거래상대방·자산(사업)의 내용·취득(인수)가격의 산정근거, 원재료 매입 및 매입채무 상환시 거래처·사용시기·금액·내용, 채무상환의 경우 상환할 채무의 채권자·만기 및 금리, 타법인 증권 취득의 경우 투자대상 회사명칭 등 개요·주요 사업내용·최근 영업실적 등 재무상황 등) 등을 상세히 기재한다. ■ 【제3자배정 대상자별 선정경위, 거래내역, 배정내역 등】의 “회사 또는 최대주주와의 관계”에는 최대주주, 그 특수관계인, 주요주주, 계열회사, 기타 등으로 기재하며, 최대주주의 특수관계인 경우에는 「금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령」 제3조에 의한 구체적인 관계를 비교란에 별도로 기재한다. ■ 【제3자배정 대상자별 선정경위, 거래내역, 배정내역 등】의 “선정경위”에는 3자배정 대상자를 선정한 사유를 상세하게 기재하고, “증자결정 전후 6월 이내 거래내역 및 계획”에는 이사회결의일 전후 6월 동안의 회사와 배정대상 제3자와의 거래내역 및 향후 계획(제품매출·매입, 자산매각·매수, 담보제공 등 제반거래 포함)을 구체적으로 기재하며 “비교”에는 보호예수 기간 등을 기재한다. ■ 【제3자배정으로서 주요사항보고서가 5회 이상 정정되는 경우】정정사유는 예를 들어 ‘최근 추가하락으로 인해 투자자가 납입 연기를 지속적으로 요청’ 등 구체적으로 기재하며, 향후 계획은 예를 들어 ‘투자 가능한 다른 기관투자자와 협의 중’ 등 구체적으로 기재하는 한편 금번 자금조달 무산 시 향후 대응방안도 기재한다.

출처: 금융감독원 「기업공시 길라잡이」

- 국내에서는 ‘제3자배정 유상증자’가 건수 기준 매년 가장 높은 비중을 차지하였으며, 2022년에는 전체 85건 중 66건으로 77.6%를 차지하는 등 특히 집중도가 높게 나타남 <그림 4>
- 앞서 언급했듯이 제3자배정 방식은 특정 주체에게 유리한 조건으로 신주가 배정될 수 있어, 기존 주주의 주주권 침해 또는 경영권 분쟁 수단으로 활용될 가능성이 존재함. 투자자 보호와 공정성 확보를 위한 감독 필요성이 지속해서 제기되는 지점이라 할 수 있음
 - 시설, 운영, 채무상환 등 다양한 목적으로 이용되고 있으나, 지배구조 개편이나 우호지분 확보 등 비재무적 목적에 활용되는 경우가 적지 않다는 점에서, 자금조달의 필요성과 배정 대상의 적정성 등에 대한 투명성 확보가 중요한 이슈로 부각됨
 - 다만, 투자자 제한 및 가격 자율성 확보, 신속한 발행 가능성 등 현실적 이점이 커 가장 선호되는 증자 방식으로 자리 잡은 것으로 보임
- ‘주주배정 후 실권주 일반공모 방식’은 비교적 고른 수준의 활용이 이어졌으며, 2021년에는 30건, 약 11조 원의 자금조달이 이뤄져 가장 활발한 시기로 나타남. 해당 방식은 기존 주주의 권리를 보장하면서도 실권주 소화로 유연성을 확보할 수 있다는 점에서 균형된 방식으로 인식됨
- ‘일반공모 방식’은 2020년을 기점으로 건수 및 금액 모두 크게 증가한 바 있으나, 2022년 이후 활용 비중이 현저히 낮아진 것으로 나타남. 공모시장 수요 위축과 높은 할인율 부담 등의 영향으로 판단됨
- ‘주주배정증자 방식’은 건수 및 금액 기준으로 매우 소수에 그쳤으며, 주주우선공모 역시 일부 연도 단일 사례로 제한됨. 자금조달 과정에서 투자자 수요 확보와 시장 대응력 확보를 더욱 중시하고 있다는 점을 보여주는 결과로 해석할 수 있음

□ 2024년에는 제3자배정증자가 다시 증가하며 건수 55건, 금액 약 4.5조 원으로 최대치를 기록하였음. 반면 일반공모증자는 1건도 이뤄지지 않아 시장 기반 자금조달 방식의 축소를 반영함

〈표 4〉 유상증자의 주요 목적별 증자방식

(2020~2024, 단위: 건)

구분	시설	운영	채무상환	타법인 증권취득	기타	(철회)	합계
제3자배정증자	9	126	57(31)	36	28	10	266
주주배정후 실권주 일반공모	24	25	27	4	1	1	82
일반공모증자	3	7	1	12	1	1	25
주주배정증자	1	3	4	-	-	-	8
주주우선공모증자	2	2	-	-	-	-	4
합계	39	163	89	52	30	12	385

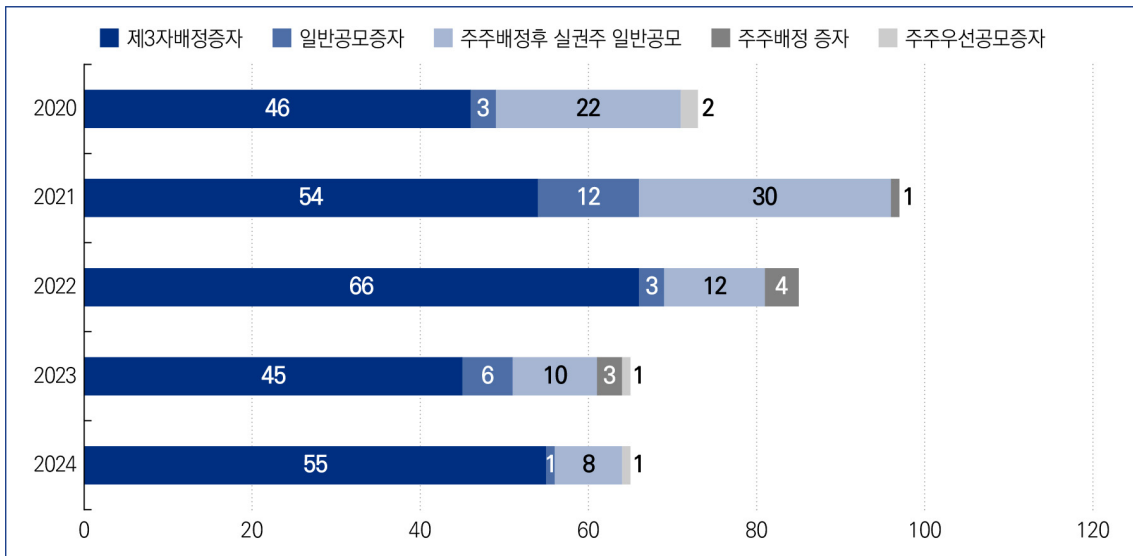
출처: 금융감독원「기업공시 길라잡이」

주식: 1) 개별 유상증자의 목적 중 금액이 가장 큰 것을 주요 목적으로 하여 표를 작성

2) 본 표의 채무상환 목적에 (가독성을 위해) 회생절차에 따라 법원이 인정한 회생채권 또는 회생담보권의 상환 또는 출자전환을 위한 유상증자도 포함

〈그림 4〉 유가증권시장 상장법인의 유상증자 방식

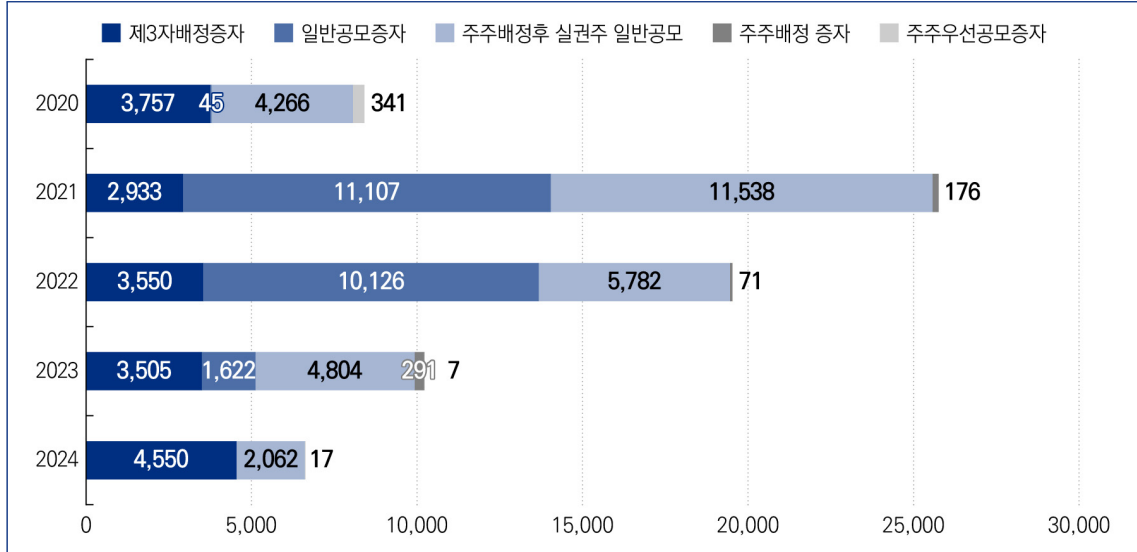
(단위: 건)



출처: 한국ESG기준원, OpenDART 주요사항보고서

〈그림 5〉 유가증권시장 상장법인의 유상증자 방식

(단위: 십억원)



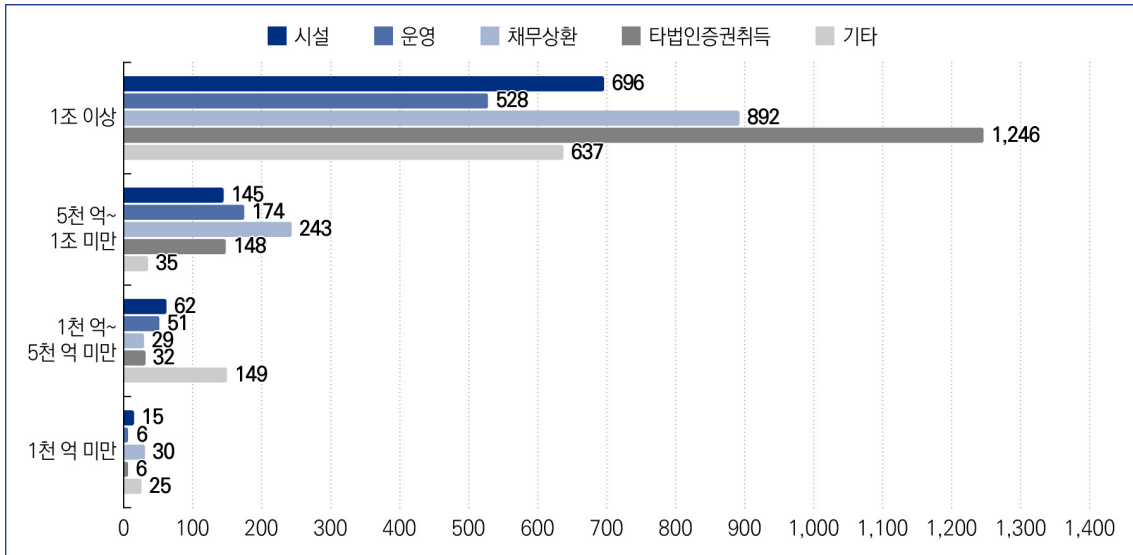
출처: 한국ESG기준원, OpenDART 주요사항보고서

시가총액 및 업종별 유상증자

- 시가총액이 클수록 시설자금, 타법인증권취득 등 전략적·투자 목적의 유상증자 비중이 높아지고, 시가총액이 작을수록 단기 유동성 확보나 재무구조 개선을 우선하는 경향이 나타남
- 이는 대형 기업일수록 자금조달 초점이 중장기적 성장 전략이나 외형 확대에 맞춰져 있는 반면, 중소형 기업은 영업 현금흐름의 제약 또는 차입 여력의 부족으로 인해 운영자금 확보나 부채 상환에 집중하는 것으로 해석할 수 있음
 - 실제로 시가총액 1조 이상 기업은 건수와 금액 기준 모두에서 시설자금과 타법인증권취득의 비중이 높게 나타난 반면, 1천억 미만 기업의 경우 운영자금과 채무상환 목적이 건수 기준 70% 이상, 금액 기준 45%를 차지함
- 한편, 5천억 미만 기업에서 '기타' 목적의 유상증자가 금액 기준으로 비중이 크게 나타나는 점도 주목할 만함. 향후 정성적 분석을 통해 해석이 보완될 필요가 있음

〈그림 6〉 시기총액에 따른 유상증자 목적별 금액

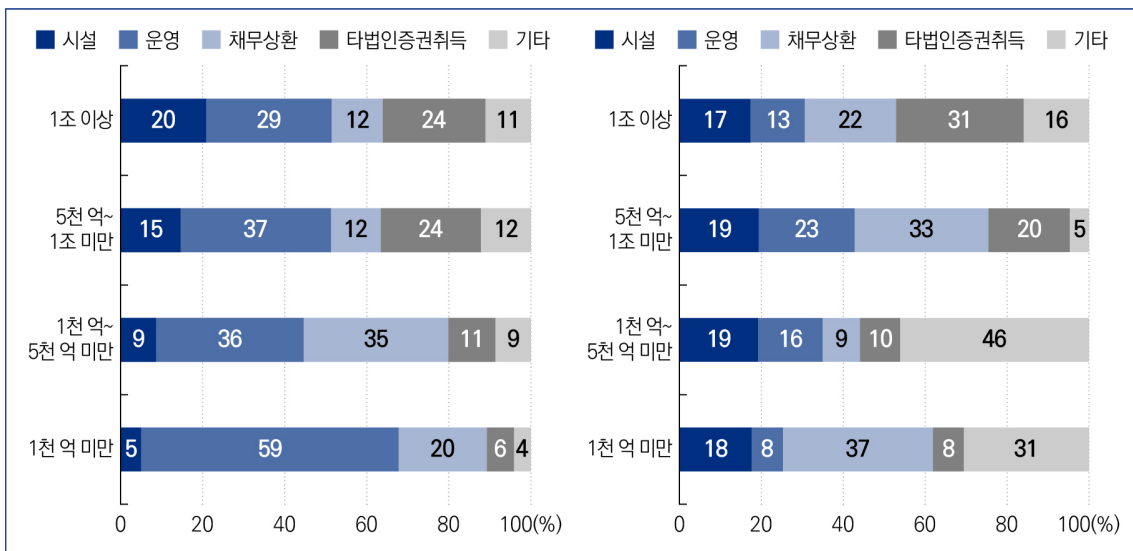
(단위: 백억원)



출처: 한국ESG기준원, OpenDART 주요사항보고서

〈그림 7〉 시기총액에 따른 유상증자 목적별 비중

(좌: 건수 기준, 우: 금액 기준)



출처: 한국ESG기준원, OpenDART 주요사항보고서

- 업종별로도 유상증자 목적에 차이가 확인됨. 건수 기준 운영자금이 대부분 업종에서 가장 일반적인 자금조달 목적이었으며, 금액 기준으로는 타법인증권취득이 가장 높은 비중을 차지함
 - 반도체와반도체장비, 소매(유통), 에너지, 소재(화학), 제약, 자본재(전기장비) 등 설비 및 연구시설 확충 등이 중요한 업종에서 ‘시설자금’ 목적의 유상증자 비중이 높게 나타남. 이는 장기적인 생산능력 확충 또는 기술 경쟁력 제고가 중요한 업종 특성과 연결된 것으로 해석됨
 - ‘운영자금’ 목적의 유상증자는 업종 전반에 걸쳐 나타나며, 건수 기준으로 운송, 기술하드웨어와장비, 자동차와부품, 자본재, 제약 등에서 높은 비중을 보임. 이들 업종은 운전자본 수요가 크고, 업황 변동성이 높은 산업이라는 공통점을 가짐. 금액 기준으로는 디스플레이, 금융업(은행, 증권, 보험) 등에서 비중이 높은 것으로 나타남
 - 디스플레이 업종은 코로나 이후 전방산업 성장 둔화 및 중국업체의 시장 진출에 따른 경쟁 심화가 자금조달 수요 증가의 주요 배경으로 작용하였으며, 금융업종은 영업 확대 및 자본적정성 관리 등의 요인에서 기인함⁹⁾
 - ‘채무상환’ 목적은 자본재(건설, 조선, 기계) 및 운송 업종 등에서 두드러지게 나타났으며, 특히 건수 기준으로 자본재 업종의 채무상환 목적이 가장 높은 비중을 차지함
 - 특히 건설 업종 내에서도 시가총액 5천억원 미만 기업의 비중이 높게 나타남
- 이러한 업종별 경향은 유상증자 목적이 단순히 재무구조의 취약성 때문만이 아니라, 산업별 자금 수요 구조 및 경영전략과 밀접하게 연관되어 있음을 의미함

〈표 5〉 업종별 유상증자 주요 목적

(2020~2024, 단위: 건)

구분	주요목적 (건수기준)	구분					주요목적 (금액기준)
		시설	운영	채무상환	타법인증권	기타	
건강관리장비와서비스	타법인증권	-	-	-	1	-	타법인증권
기술하드웨어와장비	운영	3	15	5	6	-	타법인증권
내구소비재와의류	운영	1	12	5	1	-	타법인증권
디스플레이	운영		6	1	1	-	운영
미디어와엔터	운영	1	11	7	8	3	타법인증권
반도체와반도체장비	운영	2	2	-	-	-	시설
보험	운영	-	1	-	-	-	운영
부동산	운영	1	1	1	-	-	시설
상업서비스와공급품	운영	-	4	1	1	-	채무상환
소매(유통)	운영	1	7	-	2	-	시설
소재	시설	11	5	9	8	3	타법인증권

9) '올해만 1조'...기업銀 유상증자 약일까 독일까, 연합뉴스, 2020.07.13.
은행권, 자본확충용 '유상증자' 러시... 기업銀 올해만 4번", 시장경제, 2020.12.02.

구분	주요목적 (건수기준)						주요목적 (금액기준)
	시설	운영	채무상환	타법인증권	기타		
소프트웨어와서비스	운영	-	3	-	1	-	타법인증권
식품,음료,담배	운영, 타법인증권	-	2	1	2	-	타법인증권
에너지	운영	3	4	2	1	-	시설
운송	운영	3	27	8	3	1	채무상환
은행	운영	-	7	-	-	-	운영
자동차와부품	운영	1	15	6	1	6	기타
자본재	채무상환	4	15	38	8	14	타법인증권
전자와 전기제품	타법인증권	3	3	1	4	1	타법인증권
제약과생물공학	운영	5	12	3	3	2	시설
증권	운영	-	10	1	-	-	운영
호텔 등	운영, 타법인증권	-	1	-	1	-	타법인증권

출처: 한국ESG기준원, OpenDART 주요사항보고서

주석: 1) 주요 목적은 유상증자 목적 중 가장 빈번하거나 금액이 가장 큰 목적을 의미

2) 업종은 WICS 중분류

동향 요약 및 시사점

- 본 보고서는 2020년부터 2024년까지 유가증권시장 상장회사의 유상증자 사례를 조사하여, 유상증자 목적과 방식, 시가총액 및 업종별 특징을 체계적으로 분석함
- 분석 결과, 자금조달 목적 측면에서는 운영자금 및 채무상환 목적이 전체 건수 및 금액 기준으로 가장 높은 비중을 차지하였으며, 특히 시가총액이 작을수록 이와 같은 목적의 집중도가 두드러졌음. 반면, 시가총액 1조 원 이상인 기업들은 시설자금이나 타법인증권취득 등 중장기 성장 전략과 연계된 유상증자를 보다 적극적으로 활용함
- 방식별로는 제3자배정 유상증자가 매년 전체의 절반 이상을 차지하며 가장 많이 활용되었고, 일반공모 방식은 활용도가 점차 낮아지는 추세임. 주주배정 후 실권주 일반공모는 일정한 수요가 유지됨
- 시가총액별로는 기업 규모가 클수록 전략적 자금조달 목적이 강하고, 중소형 기업일수록 단기 유동성 보완이 주요 목적이었음. 특히 1천억 미만 기업은 건수 기준 70% 이상이 운영자금 또는 채무상환 목적이었으며, '기타' 항목 활용이 빈번해 사후 집행의 투명성을 확보하기 어려운 사례도 일부 존재함
- 업종별로는 소재·반도체·에너지 등 자본집약적 업종에서는 시설투자 및 전략적 지분 확보 목적의 유상증자가 주를 이룬 반면, 운송·자동차·내구소비재 업종에서는 운영자금 중심의 유상증자가 일반적이었음
- 이러한 차이는 업종별 자금 수요 구조 및 경영전략의 특성에서 기인하며, 유상증자에 대한 질적 평가는 업종 맥락을 고려하여 이루어져야 함을 시사함

- 따라서 유상증자 자체의 긍정·부정 여부를 일률적으로 단정하기보다, 업종 특성과 자금 사용 목적에 대한 구체적 분석이 선행되어야 하며, 이를 위해서는 공시의 질적 고도화와 세부 분류 기준 개선이 요구됨
- 아울러 투자자들이 사후에도 경영진의 책임 이행 여부를 점검할 수 있도록, 자금 사용 실적에 대한 사후공시 제도화 또는 기업설명회(IR) 등 소통 채널의 활성화가 필요함
- 본 보고서는 국내 유상증자 동향을 종합적으로 조망한 기초적 분석으로, 향후 후속 보고서에서는 유상증자 이후의 주가 회복 속도(회복일수)에 영향을 미치는 요인을 실증적으로 규명하고자 함

Global News

1. 영국 재무보고위원회(FRC), 영국 스튜어드십 코드 2026 발표

박정민*

- 2025년 6월 3일, 영국 재무보고위원회(Financial Reporting Council, 이하 FRC)는 스튜어드십 코드 개정본 'UK Stewardship Code 2026'을 발표함¹⁾²⁾
 - 영국은 2010년 스튜어드십 코드를 세계 최초로 도입하였으며, 2019년 10월 개정본인 'UK Stewardship Code 2020'을 발표한 후 2020년 1월부터 이를 적용해 왔음
 - FRC는 “이번 개정의 주된 목적을 장기적이고 지속가능한 가치 창출 지원과 SC 가입 기관의 보고 부담 경감에 두고 있으며, 이를 위해 1,500명 이상의 다양한 이해관계자와 폭넓은 협의를 진행했다”고 밝힘³⁾
- 이번 영국 스튜어드십 코드 2026의 주요 개정 내용은 ① **스튜어드십의 정의(definition) 수정**, ② **보고 구조 및 주기 변경**, ③ **보고 원칙 간소화**, ④ **서비스 제공기관(service providers)에 적용되는 원칙을 세분화**한 점임

① 스튜어드십의 정의 수정

- 개정 스튜어드십 코드 2026은 스튜어드십(stewardship)을 새롭게 정의하였으며, 이전 정의에 포함되어 있던 '환경', '사회'에 대한 언급을 제외하고 스튜어드십의 목적이 '고객과 수익자를 위한 장기적이고 지속 가능한 가치 창출'이라는 점을 명확히 함
 - 기존(2020 코드): “Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.”
 - 수정(2026 코드): “Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries.”
- 다만, FRC는 협의 과정에서 나온 피드백을 반영하여 아래의 설명 문구를 통해 투자 시 장기적인 리스크와 기회를 반영하는데 있어 경제, 환경, 사회를 고려한다는 점을 언급함
 - (개정 코드 p5)“In doing so, investors take account of long term risks and opportunities, having regard to the economy, the environment and society, upon which beneficiaries' interests depend.”

* 한국ESG기준원 책임투자본부 책임투자팀 선임연구원, jmpark@cgs.or.kr

1) UK Stewardship Code 2026, FRC, 2025.06.03.

2) FRC's Updated UK Stewardship Code to Come into Force in 2026, ISS Insights, 2025.06.05.

3) FRC overhauls the Investor Stewardship Code to focus on value creation, reducing burdens and enhanced engagement between market participants, FRC NEWS, 2025.06.03.

② 보고 구조 및 주기 변경

- 개정 코드는 보고 구조를 ‘정책 및 맥락 공개(Policy and Context Disclosure, P&C Disclosure)’와 ‘활동 및 성과 보고서(Activities and Outcome Report, A&O Report)’로 이원화하였으며, 이를 통해 기존의 다소 상투적인 보고 형식을 벗어나 A&O 보고서를 통해 서명기관이 매년 실제 SC 이행에 대한 세부적인 정보를 제공하도록 함
- 보고 주기 또한 기존의 매년 제출에서 P&C 보고의 경우 4년마다 또는 서명기관의 정책 변화로 업데이트가 필요할 경우, A&O 보고서의 경우 매년 제출하도록 변경함

③ 보고 원칙 간소화

- 기존 코드에서 자산소유자 및 자산운용자, 서비스 제공 기관에 각각 원칙 12개, 6개를 적용했던 한편, 개정 코드에서는 이를 각각 원칙 6개, 4개로 간소화함

④ 서비스 제공기관에 적용되는 원칙 세분화

- 기존 코드는 서비스 제공기관의 예시로 투자 컨설턴트(investment consultants), 의결권 자문사(proxy advisors), 데이터·조사 기관(data and research providers)을 명시하고 서비스 제공기관 전체에 일반 원칙 6개를 적용해 옴
- 개정 코드는 의결권 자문사(proxy advisors), 투자 컨설턴트(investment consultants), 주주관계 서비스 제공자(engagement service providers) 각각에 전용 원칙 2, 3, 4를 도입함으로써 각 서비스 제공기관에 대한 보고 내용을 명확히 함

〈표 1〉 UK Stewardship Code 2020·2026 비교

특징		UK Stewardship Code 2020	UK Stewardship Code 2026
스튜어드십 정의		"경제, 환경, 사회를 위한 지속 가능한 혜택으로 이어지는 자본의 책임감 있는 배분, 관리 및 감독" "Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital <u>to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.</u> "	"고객과 수익자를 위한 장기적이고 지속 가능한 가치를 창출하기 위한 자본의 책임감 있는 배분, 관리 및 감독" "Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital <u>to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries.</u> "
원칙 수	자산 소유자/관리자	12개	6개
	서비스 제공자	6개	4개

특징		UK Stewardship Code 2020	UK Stewardship Code 2026
보고 주기	정책 및 맥락 공개 (P&C Disclosure)	연간 제출	4년마다 또는 서명기관의 정책 변경 시 제출 (필요에 따라 통합본으로 연간 제출도 가능)
	활동 및 성과 보고서 (A&O Report)	연간 제출	연간 제출
기타		서비스 제공자 전체에 대해 일반 원칙 적용	서비스 제공자를 세분화하여 의결권 자문사, 투자 컨설턴트, 주주관여 서비스 제공자를 위한 전용 원칙 도입

출처: FRC, KCGS 재구성

- FRC는 2025년 5월 31일까지 개정 코드에 대한 이해관계자 의견을 수렴할 예정이며, 이후 연내 최종본을 발표할 예정이라 밝힘
- 확정된 개정 스투어드십 코드는 2026년 1월 1일부터 시행될 예정이며, 기존 서명기관의 경우 정기 보고 기간에 P&C Disclosure와 A&O Report를 공개하는 경우 서명기관의 자격이 유지됨
 - 신규 서명기관의 경우 이전과 같이 FRC의 별도의 평가 및 승인 절차를 거쳐야 함
- FRC는 2026년을 전환 기간(transition year)으로 삼아 서명기관들과의 개별 웨비나 등을 통해 새로운 코드 적용에 대한 피드백을 제공할 예정이라 밝힘

Global News

2. GRI, 새로운 기후변화 및 에너지 보고 표준 최종안 발표

한효원*

- 지속가능성 보고 표준을 개발·운영하는 국제 비영리 단체인 ‘글로벌 보고 이니셔티브(Global Reporting Initiative, 이하 GRI)’는 지난 6월 26일, 조직의 기후변화 및 에너지 관련 영향과 관리체계를 포괄적으로 공개하도록 규정한 ‘GRI 102: Climate Change’ (이하 ‘기후변화 보고 표준’)와 ‘GRI 103: Energy’ (이하 ‘에너지 보고 표준’)의 최종안을 발표¹⁾했으며 이는 2027년 1월 1일 이후 발간되는 보고서부터 적용될 예정임
- 두 표준은 단순히 온실가스 배출량과 에너지 소비 데이터를 보고하는 수준을 넘어, 조직의 기후·에너지 전략, 완화(Mitigation)·적응(Adaptation) 계획, 정의로운 전환(Just Transition)[†] 실천 여부까지 포괄적으로 공개하도록 요구하며, 특히 IFRS S2, ESRS 등 글로벌 공시체계와의 호환성을 고려해 설계됨
- † 정의로운 전환(Just Transition): 탄소중립 사회로의 전환 과정에서 피해를 볼 수 있는 노동자, 농민, 중소상공인 등을 보호하고, 이행 과정에서 발생하는 부담을 사회적으로 분담하며, 취약계층의 피해를 최소화하는 정책 방향

기후변화 보고 표준(GRI 102: Climate Change) 주요 내용

- 기후변화 보고 표준은 조직이 기후변화로 인한 리스크와 기회를 어떻게 인식·관리하며, 이를 조직 전략과 정책, 재무적 의사결정에 어떻게 반영하는지를 종합적으로 공시하도록 요구하는 표준으로, 과거 ‘GRI 305: Emissions’ 표준에 포함되었던 배출량 공시를 통합하고 그 범위를 전환·적응 계획, 이해관계자 참여까지 확장함
- (기후변화 완화(Mitigation)^{††}를 위한 전환 계획 공시) 조직은 Disclosure 102-1에 따라 기후변화 완화를 달성하기 위한 전환계획(Transition Plan)을 상세히 공시해야 하며, 구체적으로는 1.5°C 목표와의 정합성을 입증하는 과학적 시나리오, 단계별 정책과 조치, 투입되는 재무적·비재무적 자원, 화석연료 단계적 폐지 목표, 목표 달성의 진척상황과 책임체계 등이 포함됨
- †† 기후변화 완화(Mitigation): 파리 협정에 따라, 기후변화 속도를 늦추고 지구 온난화를 산업화 이전 수준 대비 1.5°C로 제한하기 위한 노력을 동시에 추진하는 것을 의미함
- (정의로운 전환 및 영향 관리) 전환계획에는 조직이 정의로운 전환(Just Transition) 원칙을 어떻게 반영하는지, 기후 전략이 근로자·지역사회·생태계에 미치는 영향을 어떻게

* 한국ESG기준원 책임투자본부 ESG데이터팀 선임연구원, hyowon.han@cgs.or.kr

1) <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>

- 식별·관리하는지를 구체적으로 설명해야 하며 이해관계자 참여 방식과 의견 수렴 과정도 공개해야 함
- (기후 적응 계획 공시) Disclosure 102-2에서는 조직이 기후리스크에 대응하기 위한 적응(Adaptation) 계획을 공시해야 함을 서술하고 있으며, 적응조치의 내용, 기후위기로 인한 잠재적 영향, 지출규모, 목표 및 성과, 이해관계자 참여 방식 등을 포함함
 - (적응조치 영향 및 참여) 적응 계획에는 적응 조치가 조직과 지역사회에 미치는 긍정적 영향과 이해관계자 의견이 계획에 어떻게 반영되었는지를 반드시 설명하도록 함
- (온실가스 배출 및 제거 공시) Disclosure 102-3 ~ 102-10을 통해 Scope 1, 2, 3 온실가스 배출량과 배출 강도, GHG(Greenhouse Gas) 제거 활동, 탄소배출권 사용 내역을 구분해 공시하고 완화 목표와 이행 성과를 매년 보고하도록 함

에너지 보고 표준(GRI 103: Energy) 주요 내용

- 에너지 보고 표준은 조직이 에너지 소비 및 전환과 관련된 영향과 관리체계를 공개하도록 규정하며, 기존 GRI 302: Energy 기준을 전면 개편·확장하는 표준으로 기후변화 공시와 긴밀히 연계되도록 설계됨
- (에너지 정책·약속 공시) Disclosure 103-1을 통해 에너지 절감, 효율화, 재생에너지 전환을 위한 정책과 약속을 상세히 공시해야 하며, 해당 정책이 경제·환경·사회에 미치는 영향뿐만 아니라 근로자·지역사회·취약계층에 대한 고려사항 및 이해관계자 참여 방식도 함께 설명해야 함
 - (목표 및 이행 공개) 에너지 전환을 위한 정책 및 약속에는 단기·중기·장기 목표의 설정과 달성 방안, 이를 이행하기 위한 재무적·비재무적 자원 투입 계획 및 진행 현황을 구체적으로 포함해야 함
- (에너지 사용량 공시) Disclosure 103-2에서는 연료·전기·난방·냉방·스팀의 사용량을 재생·비재생 에너지로 구분해 상세히 보고하며, 자가발전·판매량 및 계약 기반 인증 방식(REC, PPA 등^{†††})의 사용 여부와 품질기준을 투명하게 공개하도록 함

††† REC(Renewable Energy Certificate)는 재생에너지 인증서를 의미하며, PPA(Power Purchase Agreement)는 전력구매계약을 의미함
- (가치사슬 사용량 공시) Disclosure 103-3에서는 조직의 가치사슬(Upstream, Downstream) 전반에서 발생하는 에너지 소비량과 주요 영향 요인을 식별·공시해야 하며 여기에는 공급망과 고객 사용 단계의 정보도 포함됨
- (에너지 집약도 및 효율 공시) Disclosure 103-4에서는 활동 단위당 에너지 집약도를 산출·보고해 에너지 효율성을 평가받고, 개선 목표와 진척 상황을 수치로 입증해야 함
- (절감 목표와 성과 공시) Disclosure 103-5에서는 조직은 기준연도 또는 기준선과 비교하여 달성된 에너지 소비 절감량을 정량적으로 공시해야 함

- (연계적 공시체계) 에너지 보고 표준은 에너지 관리 공시를 조직의 전략적 의사결정과 사회적 책임 수준까지 확대하며, GRI 102와의 통합적 정보공개를 권장함