

KCGS Report

제16권 5호 | 통권 제197호
2026. 5.



한국ESG기준원

KCGS Report 제16권 5호

발행일 : 2026년 5월 29일

발행인 : 이인표

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

제16권 5호 | 2026. 5.

● ESG 동향

- 국내 유상증자 제도 및 현황 분석 2
- 일본 스튜어드십 코드 동향 및 시사점
: 스튜어드십 코드 개정 및 실효성 제고를 중심으로 13
- 2026 정기주주총회 자기주식보유처분계획 안건 현황과 특징 분석 22

● Global News

1. 유럽재무보고자문그룹, SASB 기준 개정안에 대한 의견서
초안 협의 개시 36
2. WBA, 통합 전환 평가 방법론 초안 발표 38

국내 유상증자 제도 및 현황 분석

박준성*

- ▶ 2025년 국내 유상증자 규모는 약 33.7조원으로 전년 대비 26.3% 증가했으며, 전체 건수의 79.3%가 제3자배정 방식에 집중되어 있음
- ▶ 유상증자는 주주배정, 일반공모, 제3자배정 방식으로 나누어지며, 배정방식마다 발행절차와 할인을 규제 상이하여 기업들의 유상증자 목적과 배경에 따라 선택함
- ▶ 제3자배정은 이사회 결의만으로 신속한 자금 조달이 가능하다는 실무적 편의성이 있는 반면, 기존 주주의 신주인수권을 전면 배제하고 지배주주가 배정 대상을 사실상 지정할 수 있다는 점에서 지배주주-일반주주 간 이해충돌의 구조적 원인이 됨
- ▶ 우리나라는 상법과 자본시장법의 이중 규제 체계 및 2025년 시행된 이사 충실의무 확대를 통해 주주 보호를 위한 법적 기반을 강화하고 있으나, 발행가격의 적정성·자금 사용 목적의 진정성 등 실질적 가치판단 영역에서는 사후적 사법 심사의 한계와 규제 회색지대가 여전히 존재함

1. 서론

- 자본시장에서 유상증자는 기업의 핵심적인 자본조달 수단임. 그러나 유상증자는 기존 주주의 지분을 희석시키고 경제적 이익을 훼손할 수 있다는 점에서, 주주 보호 장치가 매우 중요함
 - 2025년 국내 유상증자 규모는 695개사에서 약 33.7조원을 조달하며 전년 대비 26.3% 증가함. 이 중 제3자배정 방식이 건수 기준 79.3%를 차지하는 것으로 나타남
 - 우리나라는 상법과 자본시장법의 이중 규제 체계를 통해 신주 발행에 관한 포괄적인 법적 틀을 구축하고 있으며, 수권자본제도를 통해 이사회 의사결정을 지원하고 있음
 - 특히, 제3자배정은 이사회 결의만으로 신속하게 자금을 조달할 수 있다는 실무적 편의성이 있으나, 기존 주주의 신주인수권을 전면 배제하고 배정 대상을 지배주주가 사실상 지정할 수 있다는 점에서 지배주주-일반주주 간 이해충돌이 발생할 수 있음
 - 이러한 배경에서 본 보고서는 국내 유상증자 발행시장의 시장 현황과 규제 체계를 검토하고, 제3자배정 시 발생할 수 있는 이해충돌요소와 법적 규제방안에 대해 살펴보고자 함

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

* 한국ESG기준원 ESG평가본부 지배구조파트 선임연구원, jspark@cgs.or.kr

2. 국내 유상증자 발행시장의 현황

□ 국내 유상증자 시장 현황

○ 시장 규모 및 추이

- 2025년 국내 유상증자 규모는 총 695개사에서 약 33.7조원을 조달한 것으로 집계됨. 이는 전년 대비 26.3% 증가한 수치로, 국내 자본시장에서 유상증자가 주요 자금 조달 수단임을 보여줌
- 시장별로는 유가증권시장(KOSPI) 상장법인이 56개사, 코스닥시장(KOSDAQ) 상장법인이 231개사, 코넥스시장(KONEX) 상장법인이 35개사가 각각 유상증자를 실시함. 조달 금액 기준으로는 KOSPI가 약 16조 8,538억원으로 전년 대비 98.8%라는 높은 증가율을 기록하였으며, KOSDAQ은 약 4조 7,798억원으로 7.2% 감소, KONEX는 약 3,172억원으로 72.3% 증가한 것으로 나타남

〈표 1〉 2025년 시장별 유상증자 규모

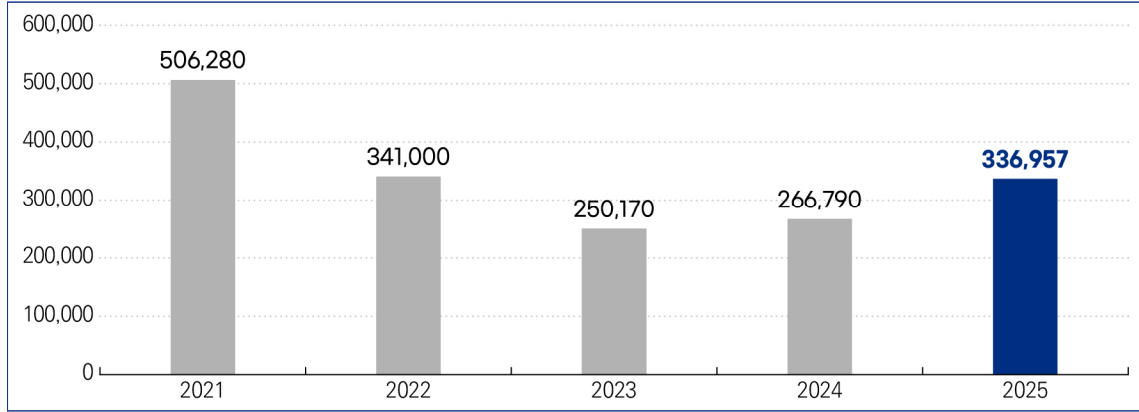
(금액 : 억원)

구분	기업수	건수		금액	증감률(금액)
유가증권시장 (KOSPI)	56	주주배정	12	168,538	+98.8%
		일반공모	3		
		제3자배정	60		
		소계	75		
코스닥시장 (KOSDAQ)	231	주주배정	53	47,798	△7.2%
		일반공모	12		
		제3자배정	261		
		소계	326		
코넥스시장 (KONEX)	35	주주배정	0	3,172	+72.3%
		일반공모	2		
		제3자배정	52		
		소계	54		
비상장	373	주주배정	27	117,449	△8.7%
		일반공모	102		
		제3자배정	433		
		소계	562		
합 계	695	1,017		336,957	+26.3%

※ 출처: 한국예탁결제원(KSD), 「2025년 유무상증자 현황」, 2026. 2. 12.

〈그림 1〉 최근 5개년 유상증자 시장 규모

(금액 : 억원)



※ 출처: 한국예탁결제원(KSD), 「2025년 유무상증자 현황」, 2026. 2. 12.

○ 배정 방식별 유상증자 현황

- 2025년 배정 방식별 유상증자 현황을 살펴보면, 전체 발행 건수 중 제3자배정 방식이 806건으로 약 79.3%를 차지하고, 금액 기준으로는 17조 8,477억원(약 53.0%)으로 가장 큰 비중을 해당함

〈표 2〉 2025년 배정방식별 유상증자 규모

배정방식	건수	비중(건수)	금액(억원)	비중(금액)
주주배정	92건	9.0%	119,268	35.4%
일반공모*	119건	11.7%	39,212	11.6%
제3자배정	806건	79.3%	178,477	53.0%
합 계	1,017건	100%	336,957	100%

* 1개 발행사가 여러 배정방식으로 유상증자를 한 경우 중복 집계. '일반공모'에 주주우선공모방식 포함.

※ 출처: 한국예탁결제원(KSD), 「2025년 유무상증자 현황」, 2026. 2. 12.

- 특히 유가증권시장(KOSPI) 상장사 75건 중 60건(80%)이 제3자배정 방식으로 이루어진 것은 지배구조 측면에서 주요한 정책 과제로 부각됨. 제3자배정은 신속한 자금 조달이 가능하나, 기존 주주의 신주인수권 배제와 잠재적 이해충돌 문제를 수반한다는 점에서 지속적인 규제 감시가 요구됨

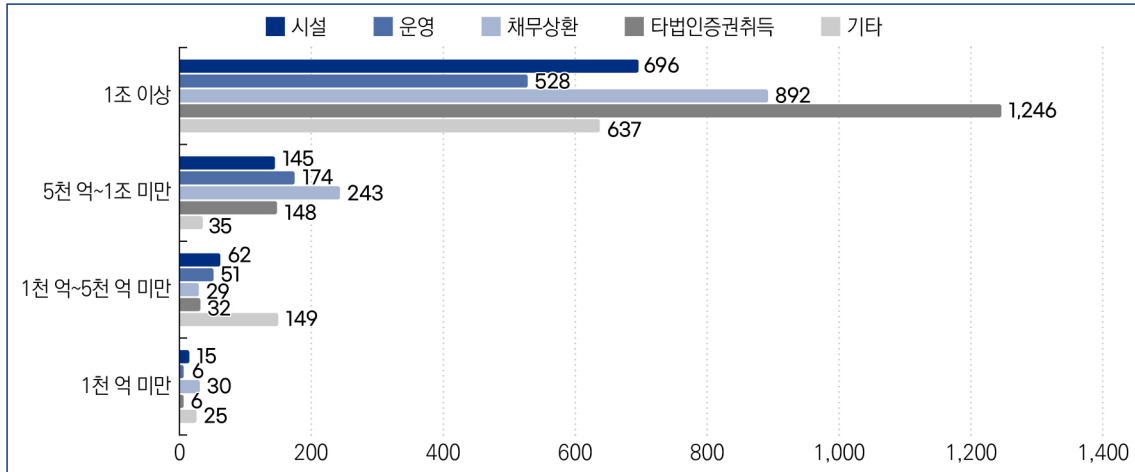
○ 자금 조달 목적과 기업 규모별 특징²⁾

- 2020년부터 2024년까지 유가증권시장 상장사의 유상증자 385건을 분석한 결과에 따르면, 기업 규모(시가총액)에 따라 자금 조달 목적에 뚜렷한 차이가 확인됨

2) 출처 : 한국ESG기준원, [유가증권시장 상장기업의 유상증자 현황] KCGS Report 15권 7호(2025.7.31)

〈그림 2〉 시가총액에 따른 유상증자 목적별 금액

(단위 : 백억원)



※ 출처: 한국ESG기준원, OpenDART 주요사항보고서

- 시가총액 1조원 이상 기업군은 시설자금 투자와 타법인 증권 취득 목적의 비중이 높음. 이는 사업 확장, 전략적 제휴, M&A 등 기업가치 제고 목적으로 유상증자를 실시한 것으로 볼 수 있음. 반면, 시가총액 1조원 미만 기업군은 채무 상환과 단기 운영자금 확보 목적의 비중이 높게 나타남

3. 유상증자 발행에 대한 규제 현황

□ 유상증자 의사결정의 법적·규제적 체계

○ 이중 규제 체계 : 상법과 자본시장법

- 우리나라의 유상증자 규제 체계는 상법과 자본시장법의 이중 구조로 구성되어 있으며, 상장법인에 대해서는 자본시장법이 상법에 우선하여 적용됨. 이러한 이중 규제 체계는 일반 기업법상의 기본 틀과 자본시장 특수성을 동시에 반영함

[가. 상법상 주요 규정]

- 제416조 : 이사회 결의로 신주의 종류·수·발행가액·납입일·배정방법을 결정
- 제418조제1항 : 주주의 신주인수권 보장—보유주식 수에 비례하여 신주 우선 인수
- 제418조제2항 : 경영상 목적 및 정관 근거가 있는 경우 제3자배정 허용
- 제424조 : 법령·정관 위반 또는 불공정 신주발행 시 주주의 유지청구권
- 제429조 : 신주발행일로부터 6개월 내 무효 소 제기 가능

[나. 자본시장법상 주요 규정(상장법인 특례)]

제165조의6 : 주주배정·제3자배정·일반공모 방식의 근거 및 절차 규정

제165조의7 : 상장법인 공모·매출 시 우리사주조합원 20% 우선배정 의무

제119조 : 공모(모집·매출) 시 금융위원회에 증권신고서 제출 의무

시행령 제176조의8 : 배정 방식별 기준주가 및 최대 할인을 규정

○ 수권자본제도와 이사회 권한

- 수권자본제도 하에서 이사회는 주주총회의 사전 승인 없이 정관에서 수권한 범위 내에서 신주 발행 사항을 자율적으로 결의할 수 있음. 정관 자치의 원칙에 따라, 제3자배정의 요건 및 대상을 정관으로 규율할 수 있으며, 이사회 전권 사항을 주주총회 결의 사항으로 격상시키는 것도 가능함
- 다만, 다음 두 가지 사항에 대해서는 예외적으로 주주총회 특별결의(주주총회 특별결의 요건: 출석주주 의결권2/3 이상+ 발행주식총수1/3 이상 찬성)가 필요함
 - 수권주식 총수 증가(정관 변경) : 주주총회 특별결의 필요
 - 액면미달 발행(상장법인) : 주주총회 특별결의 필요

□ 유상증자 시 신주인수권**○ 신주인수권과 주주보호**

- 신주인수권은 기존 주주가 지분 비율에 비례하여 신주를 우선 인수할 수 있는 권리로, 주주의 경제적 지위와 의결권 비중을 동시에 보호하는 핵심 장치임
- 예컨대, 발행주식의 5%를 보유한 주주는 신규 발행 주식의 5%를 우선 인수할 권리를 가지며, 이를 통해 지분 희석 없이 기존의 경제적·의결권 지위를 유지할 수 있음. 상법 제418조 제1항은 이를 법적으로 보장하고 있으며, 동조 제2항에서는 두 가지 예외를 명시하고 있음. 다만, 예외 요건을 위반하는 경우에는 신주발행유지청구 및 신주발행무효의 소의 대상이 된다는 점에서, 신주인수권은 단순한 경제적 권리를 넘어 법적 구제 수단으로 뒷받침되는 실효적 보호 장치임
 - 예외① - 제3자배정 : 경영상 목적+ 정관 근거 필요, 이사회 결의로 특정한 배정, 할인을 10% 이내 제한
 - 예외② - 일반공모 : 불특정 다수 공모 시 신주인수권 배제, 정관 규정 필수, 할인을 30% 이내 제한
- 또한, 2013년 자본시장법 개정(제165조의5 제3항)을 통해 주주배정 증자 시 신주인수권증서 발행이 의무화되었으며, 이는 한국거래소에 상장되어 거래됨. 이로써 증자에 참여하지 않는 주주도 신주인수권증서를 시장에 매도하여 희석 손실을 현금으로 회수할 수 있음

□ 배정 방식별 발행 절차 비교

- 세 가지 방식은 각각 상이한 절차와 소요기간을 가지며, 주주 보호의 수준도 차이가 있음

〈표 3〉 배정 방식별 발행 절차 비교

구분	주주배정	일반공모	제3자배정
증권신고서	필수	필수	전매제한(통상1년) 시 면제가능
신주인수권증서	의무 발행·KRX 상장	해당 없음	해당 없음
표준 소요기간	40~50일	25~35일	15~20일
주요 특징	기존 주주 권리 최대 보호	시장 수요 기반 발행	신속한 자금 조달 가능

※ 출처: 한국상장회사협의회, 「2024 상장회사 유·무상증자 실무해설」, 상장협자료 2024-20(2024.11)

○ 주주배정

- 주주배정은 기존 주주의 지분 비율에 따라 신주 인수 기회를 보장하는 가장 원칙적인 방식으로, 주주 보호 수준이 가장 높음. 그러나 절차 면에서는 가장 복잡하고 긴 시간이 소요됨. 증권신고서 제출과 효력 대기기간이 필수이며, 주주배정 방식의 핵심 특징인 신주인수권증서를 의무적으로 발행하여 한국거래소(KRX)에 상장해야 함. 신주인수권증서의 발행·상장·거래 절차, 실권주 처리를 포함한 청약 완결까지 통상 40~50일의 기간이 소요됨. 이처럼 긴 절차는 발행 기간동안 시장 가격 변동에 노출되는 '시장 리스크'를 수반하며, 이는 기업의 입장에서 주주배정 방식을 기피하는 실무적 이유 중 하나임

○ 일반공모

- 일반공모는 불특정 다수의 투자자를 대상으로 신주를 공모하는 방식으로, 증권신고서 제출과 투자설명서 교부가 필수임. 주주배정보다는 신속하지만, 여전히 증권신고서 효력 발생 절차와 청약·배정 과정을 거쳐야 하므로 통상 25~35일이 소요됨. 신주인수권증서는 발행하지 않으나, 할인율 30% 이내 제한이 적용됨. 자금 조달의 확실성 측면에서는 시장 수요에 의존한다는 불확실성이 존재함

○ 제3자배정

- 제3자배정은 특정 제3자를 대상으로 이사회 결의만으로 신주를 배정하는 방식으로, 2025년 기준 전체 유상증자 건수의 79.3%를 차지함. 이처럼 실무에서 제3자배정이 압도적으로 선호되는 데에는 다음과 같은 구조적 이유가 있음

- 첫째, 증권신고서 제출 의무가 면제될 수 있음. 자본시장법 제119조는 공모(모집·매출)에 해당하는 경우 증권신고서 제출을 의무화하고 있으나, 제3자배정 방식에서 신주에 1년 이상의 전매제한(Lock-up)이 부과되는 경우에는 공모 요건에 해당하지 않아 증권신고서 제출 의무가 면제됨. 증권신고서 제출 → 금융감독원 심사 → 효력 발생 대기라는 절차 전체가 생략되므로, 이사회 결의 후 불과 15~20일 내에 납입을 완료하고 신주를 발행할 수 있음

- 둘째, 신주인수권증서를 발행할 의무가 없음. 주주배정과 달리 제3자배정에서는 기존 주주에 대한 신주인수권 자체가 배제되므로, 신주인수권증서 발행·상장·거래 절차가 존재하지 않음. 이는 절차의 간소화뿐 아니라, 신주인수권증서 행사 결과에 따른 실권주 처리 등의 불확실성을 원천적으로 제거함
- 셋째, 자금 조달의 확실성이 높음. 사전에 특정 배정 대상자와 협의를 마친 상태에서 이사회 결의가 이루어지므로, 청약 미달이나 실권주 발생 리스크가 적음. 전략적 투자자, 재무적 투자자(FI), 금융기관 등을 배정 대상으로 확인한 후 증자를 진행하는 구조가 일반임
- 이러한 신속성·확실성·저비용의 이점이 결합되어, 제3자배정은 긴급한 자금 조달이 필요한 기업, 전략적 파트너십을 구성하려는 기업, 그리고 복잡한 공시 절차 없이 자금을 유치하려는 기업 모두에게 실무적으로 최선의 선택지로 작용하고 있음

□ 배정 방식별 최대 할인율

- 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제5-18조는 배정 방식별로 기준 주가 산정 방식과 최대 할인율을 법정화하고 있음. 할인율 규제의 본질적 목적은 신주를 시장가보다 지나치게 낮은 가격에 발행함으로써 기존 주주가 입게 되는 경제적 손실을 일정 범위 내로 제한하는 데 있음. 배정방식별로 주주 보호의 필요성과 이해충돌의 위험도가 상이하므로, 할인율 한도도 차등적으로 설계되어 있음

〈표 4〉 배정 방식별 최대 할인율 비교

배정방식	최대 할인율
주주배정(실권주 미발행)	제한 없음
주주배정(실권주 발행)	40% 이내
제3자배정	10% 이내
일반공모	30% 이내

※ 출처: 한국상장회사협의회, 「2024 상장회사 유·무상증자 실무해설」, 상장협자료 2024-20(2024.11)

○ 주주배정— 실권주 미발행 : 할인율 제한 없음

- 모든 기존 주주가 지분 비율대로 신주를 인수하고, 청약하지 않은 주식(실권주)을 추가 발행하지 않는 방식임. 이 경우 신주 발행으로 인한 지분 희석이 모든 주주에게 균등하게 발생하며, 미청약 주주도 그 손실이 타인에게 귀속되지 않음. 이해충돌 요소가 구조적으로 차단되어 있기 때문에, 발행가에 대한 별도의 규제가 불필요하다고 보아 할인율 제한을 두지 않음. 다만 실무에서는 청약률을 높이기 위해 시장가 대비 적정 할인율 부여하는 것이 일반적이며, 이는 기업과 인수단이 자율적으로 결정함

○ 주주배정— 실권주 발행 : 최대 40% 이내

- 주주배정 방식이지만, 청약에 참여하지 않은 주주의 실권주를 일반투자자 또는 제3자에게

추가로 배정하는 경우임. 이 경우 미청약 주주는 본인의 신주인수권을 행사하지 않았음에도 타인이 추가 배정을 통해 지분을 늘리는 구조가 발생하므로, 실질적인 희석 손실이 수반됨. 이에 대한 경제적 보호 장치로 최대 40%라는 상한이 적용됨. 다만 40%라는 한도는 다른 방식에 비해 상당히 관대한 수준으로, 이는 주주배정이라는 기본 틀 안에서 청약 참여가 전제된다는 점을 반영한 것임. 실무에서는 이 방식이 사실상 '주주배정 후 실권주 일반공모'라는 형태로 많이 활용되며, 한화에어로스페이스(2025), 한화솔루션(2026) 사례가 대표적임

○ **일반공모 : 최대 30% 이내**

- 불특정 다수의 투자자를 대상으로 공모하는 방식으로, 시장 수요에 따라 발행가가 결정되는 구조임. 일반공모의 경우 특정인에 대한 이익 귀속이 아니라 시장 전체를 대상으로 하며, 증권신고서 제출 및 금감원 심사를 거쳐 공시 투명성이 확보된다는 점을 반영한 것임
- 또한 공모 과정에서 시장 참여자들의 수요 확인을 통해 발행가의 적정성이 어느 정도 검증되는 효과도 있음. 다만 30%라는 상한이 적용되는 상황은 수요 예측 결과가 좋지 않거나 시장 여건이 악화된 경우로, 대규모 할인이 불가피할 때 적용되는 사실상의 안전망 성격을 가짐

○ **제3자배정 : 최대 10% 이내— 가장 엄격한 규제**

- 제3자배정은 특정 제3자에게 신주를 배정하는 방식으로, 지배주주-소액주주 간 이해충돌 위험이 가장 높음. 이에 따라 발행가 할인을 상한이 10% 이내로 가장 엄격하게 제한됨. 10%라는 상한은 정상적인 협상 과정에서 발생할 수 있는 합리적인 가격 조정 범위를 허용하면서도, 우호지분 형성을 위한 과도한 저가 발행을 억제하는 균형점으로 설계된 것임

4. 제3자배정의 이해충돌과 규제 방안

- 제3자배정은 이사회 결의만으로 특정 제3자에게 신주를 배정할 수 있다는 점에서 속도와 유연성의 강점이 있으나, 기존 주주의 신주인수권이 배제되고 지배주주가 배정 대상을 사실상 지정할 수 있다는 점에서 이해충돌 요소를 내포하고 있음. 이를 구조적 배경과 실질적 이해충돌로 구분하고, 법적 규제방안을 살펴보고자 함

□ **구조적 배경 : 이해충돌 발생의 제도적 배경**

○ **신주인수권 배제 — 기존 주주의 방어 수단 부재**

- 신주인수권은 기존 주주가 보유 지분에 비례하여 신주를 우선 인수할 수 있는 권리로, 지분 희석에 대한 기존 주주의 핵심적인 방어 수단임. 주주배정 방식에서는 기존 주주가 이 권리를 행사함으로써 경제적 지위와 의결권 비중을 동시에 유지할 수 있음. 반면

제3자배정에서는 이 권리 자체가 구조적으로 차단되므로, 기존 주주는 지분 희석이 발생하더라도 이를 방어할 수단을 갖지 못함. 신주인수권 배제는 그 자체로 주주권의 제한이며, 이해충돌이 실질적으로 발현될 경우 일반주주가 손실을 회피하거나 경감할 방법이 없다는 점에서 이해충돌 피해를 야기시킴

○ 이사회 단독 결의 — 일반주주의 사전 견제 불가

- 제3자배정은 주주총회의 사전 승인 없이 이사회 결의로 발행됨. 이는 수권자본제도 하에서 이사회에 부여된 권한이지만, 동시에 일반주주가 의사결정 과정에 개입할 수 있는 경로가 원천적으로 차단됨. 특히 국내 기업지배구조 현실에서 지배주주가 이사회 구성을 장악하고 있는 경우, 이사회 결의는 사실상 지배주주의 의사와 다르지 않으며 일반주주는 이사회 결의 이후 공시를 통해 사후적으로만 정보를 접하게 되는 구조임. 이처럼 의사결정권자(이사회·지배주주)와 그 결정의 영향을 받는 자(일반주주)가 분리된 상태에서 견제 수단이 부재하다는 점이, 이해충돌이 발생하더라도 사전에 억제하기 어려움

□ 실질적 이해충돌 : 지배주주-일반주주 간 이해충돌

○ 저가발행을 통한 경제적 이익의 비대칭적 귀속

- 현행 규정은 제3자배정의 발행가 할인율을 기준주가 대비 10% 이내로 제한하고 있음. 그러나 지배주주 또는 경영진이 우호적인 제3자에게 시장가보다 낮은 가격으로 신주를 배정할 경우, 그 차액은 사실상 기업가치의 이전 효과를 낳으며 이 손실은 고스란히 일반주주에게 귀속됨. 저가발행 국면에서는 배정 대상자와 지배주주는 경제적 이익을 공유하는 반면, 일반주주는 희석 손실을 일방적으로 부담하는 비대칭 구조가 형성될 수 있음

○ 우호지분 형성 및 경영권 방어 목적 활용

- 제3자배정은 지배주주가 특수관계인 또는 우호적 제3자에게 신주를 배정함으로써 지분 구조를 유리하게 재편하고 지배력을 강화하는 수단으로 활용될 수 있음. 이 경우 지배주주의 의결권 비율은 상대적으로 높아지는 반면, 일반주주의 의결권 비율은 구조적으로 희석되어 기업 지배구조의 불균형이 심화됨
- 상법에서 제3자배정의 허용 요건으로 '경영상 목적'을 명시하고 있으나 실무상 경영권 방어 목적과 정당한 경영상 목적의 경계는 사실관계에 따라 판단이 엇갈리는 회색지대에 해당하여, 법적 한계가 있음
- 결국 우호지분 형성과 경영권 방어 목적의 제3자배정은 지배주주가 이사회 결의라는 결정권을 활용하여 자신의 지배적 지위를 강화하는 사익을 추구하면서 그 비용을 일반주주의 의결권 희석으로 전가한다는 점에서 실질적 이해충돌 요소로 볼 수 있음

□ 이해충돌 방지를 위한 법적 규제 방안

○ 신주발행금지가처분(상법 제424조)

- 불공정한 신주발행이 예상되는 경우 주주는 납입기일 이전에 법원에 발행 중지를 청구할 수 있음. 경영권 분쟁이 현실화된 상황에서 경영진 또는 지배주주 측 우호세력에 대한 대규모 제3자배정의 경우 가처분 인용 가능성이 높음

○ 신주발행무효의 소(상법 제429조)

- 신주발행일로부터 6개월 내에 제소가 가능함. 다만 신주발행을 사후에 무효로 하는 경우 거래 안전과 법적 안정성을 해칠 우려가 크므로, 무효 원인은 엄격하게 해석됨. 회사의 본질 또는 회사법의 기본원칙에 반하는 경우로 한정됨

○ 이사에 대한 손해배상 청구(상법 제382조의3, 제401조)

- 2025년 7월 22일 시행된 개정 상법은 이사의 충실의무 대상을 '주주'까지 확대하여, 대규모 희석 증자 등 주주 가치를 훼손하는 이사 결정에 대한 손해배상 청구의 법적 근거를 마련하였음

○ 제3자배정의 경영상 목적에 대한 법원 판단(상법 제418조)

- 상법 제418조 제2항은 제3자배정의 허용 요건으로 '경영상 목적의 달성이 필요한 때'를 규정하고 있음. 또한, 대법원(대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결)은 주식회사가 경영권 분쟁이 현실화된 상황에서 경영진의 경영권 또는 지배권 방어를 목적으로 제3자에게 신주를 배정하는 것은 상법 제418조 제2항을 위반하여 주주의 신주인수권을 침해하는 것이라고 판시하였음
- 그러나 실무상 '경영권 방어 목적'과 '정당한 경영상 목적'의 경계는 사실관계에 따라 판단이 엇갈리는 이른바 회색지대(grey zone)에 해당함. 경제개혁연구소의 분석에 따르면³⁾, 신주발행금지가처분 사건에서 법원이 실제로 가처분 신청을 인용하는 비율이 25.71%로 생각보다 낮는데, 이는 법원이 '오로지 경영권 방어 목적'임을 인정하려면 자금조달의 경영상 필요성을 배제할 수 있는 강력한 소명이 요구되기 때문임
- 한창제지 사건(대법원2015. 4. 23. 선고2014다89706)은 이러한 회색지대를 잘 보여주는 사례임. 동일한 사실관계를 두고 1심은 경영권 방어 목적을 인정하여 신주발행 무효를 선언한 반면, 항소심은 설비투자 계획과 자금조달 필요성을 인정하여 반대의 결론을 내렸으며 대법원이 이를 확정하였음

○ 이사의 주주충실의무 확대(상법 제382조의3)

- 2025년 7월 22일부터 시행된 상법 개정(제382조의3)은 이사의 충실의무 대상을 '회사'에서 '주주'까지 확대하는 내용을 담고 있음. 개정 전에는 이사의 충실의무 대상이

3) 출처 : 경제개혁연구소, 「제3자에 대한 신주발행은 경영상 목적으로만 이루어지나?」, 이슈&분석 2025-09호(2025.12.18)

회사에 한정되어 있어 대규모 희석 증자에 대한 이사 책임 추궁이 사실상 어려웠으나, 개정 이후에는 소수주주의 반발이 큰 대규모 희석 증자 사례에서 이사 개인에 대한 법적 책임 추궁 가능성이 실질적으로 열리게 되었음. 이는 기업 이사회가 신주발행 결정을 내릴 때 주주 이익을 보다 신중하게 고려할 수 있는 환경을 조성하였다는 점에서, 단순한 조문 개정을 넘어 실무적 행동 유인 구조의 변화를 의미함

5. 결론

- 본 보고서는 국내 유상증자 발행시장의 현황과 규제 체계를 검토하고, 제3자배정 방식에서 발생하는 이해충돌의 구조적 원인과 현행 법적 대응 방안을 분석하였음. 주요 결론은 다음과 같음
 - 첫째, 우리나라는 상법과 자본시장법의 이중 규제 체계를 통해 신주 발행에 관한 포괄적인 법적 틀을 구축하고 있으며, 수권자본제도를 통해 이사회에 신속한 의사결정을 지원하고 있음. 상법상 신주인수권 보장과 2013년 도입된 신주인수권증서 의무화 제도는 기존 주주의 경제적 이익을 보호하는 핵심 장치로 기능함
 - 둘째, 제3자배정은 신주인수권 배제와 이사회 단독 결의라는 구조적 조건 하에서, 저가발행을 통한 경제적 이익의 비대칭적 귀속과 우호지분 형성·경영권 방어 목적 활용이라는 실질적 이해충돌로 나타날 수 있음. 이는 단순한 주주권 침해를 넘어, 이사회가 일반주주의 이익을 희생시키는 대리인 문제의 성격을 가짐
 - 셋째, 상법상 경영상 목적 요건과 법원의 엄격한 소명 기준은 경영권 방어 목적의 신주발행을 억제하는 기능을 하나, 신주발행금지가처분 인용률이 25.71%에 불과한 현실에서 사전적 억제 수단으로서의 실효성에는 한계가 있음. 2025년 시행된 이사 충실의무 확대는 이 한계를 보완하는 방향의 입법적 진전이나, 집단소송 인프라의 미비로 인해 실질적 억지력이 충분히 발휘되기까지는 추가적인 제도 정비가 필요함
 - 나아가, 제3자배정의 이해충돌은 법적 규제만으로 완전히 해소되기 어렵다고 생각함. 현행 규제 체계가 사후적 사법 심사와 가격 규제에 집중되어 있는 반면, 이해충돌의 근본 원인인 이사회 단독 결의 구조와 정보 비대칭 문제에 대한 사전적 대응은 여전히 미흡함. 향후 제3자배정 요건 강화, 기관투자자의 스튜어드십 활동 강화 등 다층적 제도 개선을 추진하여, 지배주주-일반주주 간 이해충돌을 실질적으로 억제하고 우리나라 자본시장의 주주 보호 체계를 한 단계 높일 수 있기를 기대함

일본 스튜어드십 코드 동향 및 시사점 : 스튜어드십 코드 개정 및 실효성 제고를 중심으로

김선만*

- ▶ 지난 2014년 2월, 일본은 기업지배구조 개선 수단의 하나로 스튜어드십 코드를 도입하였으며, 아시아 국가 중 유일하게 세 차례에 걸쳐 스튜어드십 코드를 개정(2017.5, 2020.3, 2025.6)함
- ▶ 일본은 영국과 더불어 스튜어드십 코드 도입 이후 코드의 실효성 제고를 위해 활발한 움직임을 보이는 국가이며, 주주활동 내실화를 위한 법·제도를 개정하는 등 스튜어드십 활동의 실질화에 힘쓰고 있음
- ▶ 아직 일본은 스튜어드십 코드 이행 수준을 직접 점검하고 평가하는 체계를 마련하지 못하였으나, 코드 내실화를 위한 체제 정비 단계에서 이행력 제고 단계로 진입하는 위치에 있는 것으로 판단됨
- ▶ 이 글은 일본의 스튜어드십 코드 동향과 관련한 주요 내용을 살펴보고, 국내 스튜어드십 코드 제도 운용에 대한 정책적 시사점을 제시하는 데 의의가 있음

개괄

- 2014년 2월, 총 6차례에 걸친 전문위원회(有識者検討会) 논의를 통해 일본판 스튜어드십 코드(7개 원칙, 21개 지침)가 제정·공표됨¹⁾
 - 2013년 3월, 일본은 「제4차 산업경쟁력 회의」에서 일본판 스튜어드십 코드 도입 논의를 처음으로 시작함
 - 이를 토대로 2013년 6월, 일본 내각은 ‘일본 재흥 전략(日本再興戦略, The Japan Revitalization Strategy)’을 수립, 이때부터 스튜어드십 코드 제정 논의를 본격적으로 시작함
 - 위원회는 기관투자자-회사 간의 대화가 형식적인 절차에 그칠 것을 우려, 논의 끝에 연성규범 형태로 스튜어드십 코드를 도입하기로 결정함
- 일본은 아시아 국가 중 유일하게 3차례 이상 코드를 개정하였으며, 영국과 더불어 스튜어드십

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

* 한국ESG기준원 정책연구본부 책임연구원, smkim@cgs.or.kr

1) 일본은 지난 2013년 스튜어드십 코드 전문위원회(有識者検討会)를 설치하였으며, 전문위원회는 대학교수, 기업 및 금융회사 임원, 관련 전문가 등으로 구성됨

코드 도입 이후 코드의 실효성 제고를 위해 활발한 움직임을 보이는 대표적인 국가임 (<표 1> 참고)

<표 1> 일본 스튜어드십 코드 도입 경과 (2025.6.30.기준)

일자	주요 내용
2013.3	일본판 스튜어드십 코드 제정 논의 시작
2013.6	일본판 스튜어드십 코드 제정을 위한 본격적인 논의 착수
2013.8	스튜어드십 코드 전문위원회(有識者検討会) 설치
2013.12	일본판 스튜어드십 코드 초안 공개
2013.12~2014.2	일본판 스튜어드십 코드 초안에 대한 공개 의견 수렴
2014.2.26	일본판 스튜어드십 코드 제정
2016.11	스튜어드십 코드 1차 개정을 위한 의견서 마련 (FSA, TSE)
2017.1~2017.3	스튜어드십 코드 1차 개정 논의
2017.3	스튜어드십 코드 1차 개정안 공개
2017.3~2017.4	스튜어드십 코드 1차 개정안에 대한 공개 의견 수렴
2017.5.29	스튜어드십 코드 1차 개정안 최종 공개
2018.11	후속 회의(follow-up) 개최, 스튜어드십 코드 및 기업지배구조 코드 실효성 제고 방안 검토1)
2019.4	스튜어드십 코드 2차 개정을 위한 의견서 마련
2019.10~2019.12	스튜어드십 코드 2차 개정 논의
2019.12	스튜어드십 코드 2차 개정안 공개
2019.12~2020.1	스튜어드십 코드 2차 개정안에 대한 공개 의견 수렴
2020.3.24	스튜어드십 코드 2차 개정안 최종 공개
2023.3	TSE, '주주와의 대화 촉진 및 공개에 대해' 보고서 발표
2023.12.12	금융심의회(金融審議會), 자산운용에 관한 태스크포스보고서 마련
2024.2	TSE, 투자자와의 면담을 바탕으로 정리한 기업의 대응 포인트 및 사례집 발간
2024.5.15	협력적 주주활동 활성화를 위해 금융상품거래법 일부 개정
2024.6.7	후속 회의(follow-up) 개최, 기업지배구조 개혁 실천을 위한 액션 프로그램 2024 발표
2024.8.28	자산소유자 원칙(アセットオーナー・プリンシプル) 마련 및 공표2)
2024.10~2025.2	스튜어드십 코드 3차 개정 논의 진행
2025.2	스튜어드십 코드 3차 개정안 공개
2025.2~2025.4	스튜어드십 코드 3차 개정안에 대한 공개 의견 수렴
2025.6.26	스튜어드십 코드 3차 개정안 최종 공개

* 출처: 금융청 홈페이지(www.fsa.go.jp), 저자 정리

- 1) 후속 회의(follow-up)의 목적은 지배구조 개혁의 실효성 제고 및 스튜어드십 코드 개정을 위한 당면 과제를 논의하기 위함임
- 2) 일본 정부는 자산운용 강국(資産運用立国) 실현을 위한 정책 계획을 수립(2023.12), 자산소유주 개혁의 하나로 자산소유자 원칙을 제정함

일본 스투어드십 코드 개정(1차~3차) 주요 내용

- 일본은 스투어드십 코드 도입부터 지금까지 ‘코드의 실효성 제고’라는 일관된 목표하에 3년마다 코드를 개정함²⁾
- (1차 코드 개정) 1차 개정의 주요 내용은 ① 자산소유자의 역할 강조, ② 기관투자자의 이해 상충 문제, ③ 패시브 운용의 주주활동, ④ 집단적 주주활동, ⑤ 의결권 행사 결과의 충실한 공표, ⑥ 의결권 자문사의 책임, ⑦ 스투어드십 활동의 자기 평가로 요약할 수 있으며 구체적인 내용은 <표2>에 정리하여 제시함³⁾
- 기존 코드에는 집단적 주주활동이라는 용어가 명시적으로 제시되어 있지 않았으나, 개정 코드에는 이를 명시하여 집단적 주주활동 가능 여부에 대한 혼선을 해소함

〈표 2〉 일본 스투어드십 코드 1차 개정 주요 내용

구분	주요 내용
① 자산소유자의 역할 강조	<ul style="list-style-type: none"> · 자산소유자의 책임 명확화 · 스투어드십 활동 직접 수행 · 운용사에 대한 모니터링 및 스투어드십 활동 평가
② 기관투자자의 이해상충 문제	<ul style="list-style-type: none"> · 기관투자자-기업 간 이해상충 식별 및 고객(또는 수익자)의 이익 보호 조치 방안 수립·공개 · 이사회 독립성 확보, 제3자위원회 설치 등: 의사결정 프로세스의 객관성 및 독립성 보장 · 운용사 경영진의 역할(거버넌스 강화 및 이해상충 관리)과 책임 인식
③ 패시브 운용의 주주활동	<ul style="list-style-type: none"> · (배경) 일본 주식시장에서 패시브 운용 증가 (GPIF의 패시브 펀드 보유 비중 확대 등) · 패시브 투자자의 소극적 주주활동 → 주주활동 필요성 제기
④ 집단적 주주활동	<ul style="list-style-type: none"> · ‘집단적 주주활동’ 용어 명시적으로 제시 · 단, 금융상품거래법 상 공동 보유 및 중요한 제안 행위에 해당할 수 있음 → 공시 의무나 법적 규제에 대한 고려가 필요¹⁾²⁾
⑤ 의결권 행사 결과의 충실한 공표	<ul style="list-style-type: none"> · 집계 공표(안건별 공개) → 개별 공표(기업별+안건별 공개), 집계 공표는 최소한으로 준수 · 집계 공표를 대신 할 수 있는 방법(기타 방법)은 삭제
⑥ 의결권 자문사의 책임	<ul style="list-style-type: none"> · 의결권 자문사의 영향력 확대에 따른 책임 명확화 및 활동 공개
⑦ 스투어드십 활동의 자기 평가	<ul style="list-style-type: none"> · 운용사의 코드 실천 여부에 관한 확인 및 자기평가, 정기적 수행·공표

* 출처:『責任ある機関投資家』の諸原則(日本版スチュワードシップ・コード) (2014, 2017), 저자 정리

- 1) 日本取締役協会, 2017.1.10., “『責任ある機関投資家』の諸原則 《日本版スチュワードシップ・コード》 ~投資と対話を通じて企業の 持続的成長を促すために~」の改定に関する提言”
- 2) 즉, 집단적 주주활동 과정에서 권리 행사에 대한 ‘합의’가 있는 경우 대량 보유 보고 제도상 공동 보유자나 공개 매수 제도의 특별관계자로 규제 대상이 될 수 있다는 우려가 존재함. 또한, 중요한 제안 행위 등이 보유 목적이라고 판단되는 경우 대량 보유 보고 제도의 특례 신고 제도를 이용할 수 없다는 우려도 있음

2) 3차 개정부터는 개정 주기(3년)를 삭제하고 필요시 개정하는 것으로 변경함

3) 1차 개정 코드는 일본 금융청(FSA)과 도쿄증권거래소(TSE)가 마련한「기관투자자의 실효적인 스투어드십 활동 방식」이라는 의견서의 내용이 대부분 반영되었으며, 7개의 큰 원칙에는 변화가 없으나 기존 21개 지침이 30개 지침으로 수정·확대됨

- (2차 코드 개정) 2차 개정으로 ① 코드 적용 자산이 확대되었으며, ② 스튜어드십 책임의 정의를 수정하여 ③ 스튜어드십 활동의 목적이 중장기적 기업 가치 향상 및 기업의 지속가능한 성장에 있음을 분명히 함⁴⁾ (〈표3〉 참고)
 - 스튜어드십 코드 2차 개정은 스튜어드십 이행 성과(outcome)에 중점을 두고 있음⁵⁾
 - 이는 1차 코드 개정 이후 코드의 실효성을 검토하는 과정에서 기관투자자별 스튜어드십 활동 보고서 내용의 편차가 심하고, 기관투자자-기업 간 대화가 양적으로만 증가하였을 뿐 질적인 측면에서는 개선이 필요한 상황임을 확인하였기 때문임
 - 또한, ① 모든 기관투자자에 적용되는 사항, ② 자산소유자에 적용되는 사항, ③ 자산운용사에 적용되는 사항, ④ 서비스 제공자에 적용되는 사항 등 기관투자자 유형별 적용 사항으로 나누어 살펴볼 수 있음
 - 보다 자세한 내용은 〈표4〉에 정리하여 제시함
 - 이 외에 영국의 개정 사례를 참고하여 집단적 주주활동(集团的エンゲージメント)을 협력적 주주활동(協働エンゲージメント)으로 용어를 수정함⁶⁾

〈표 3〉 일본 스튜어드십 코드 2차 개정 주요 내용

구분	주요 내용
① 코드 적용 자산 확대	• 상장주식 → 상장주식 외 자산(채권 등)
② 스튜어드십 책임의 정의 수정	• 지속가능성의 정의를 'ESG 요소를 고려한 중장기적인 지속가능성'임을 명시
③ 스튜어드십 활동의 목적 명확화	• 스튜어드십 책임 및 목적 ① 건설적 대화를 통한 기업 가치 향상 ② 기업의 지속가능한 성장 촉진 ③ 고객 및 수익자의 중장기적인 투자 수익 확대

* 출처:責任ある機関投資家の諸原則(日本版スチュワードシップ・コード) (2020), 저자 정리

〈표 4〉 일본 스튜어드십 코드 2차 개정: 기관투자자 유형별 적용 사항

구분	주요 내용
① 모든 기관투자자	• 운용 전략에 따른 지속가능한 이슈 검토 → 스튜어드십 방침 공표 • 발생할 수 있는 이해 상충 유형 식별 및 관리 방안 수립 및 공표 • 의결권 자문사 활용 시 관련 정보 구체적 공시
② 자산소유자	• 운용 규모 및 능력에 따른 스튜어드십 활동 수행 • 기업 연금의 스튜어드십 역할 강화 • 이해 상충 안건 및 설명이 필요한 안건 등에 대해 의결권 행사 찬반 사유 공개 ¹⁾

4) 2차 코드 개정으로 7개 원칙은 8개 원칙으로 변경되었으며, 30개 지침은 33개 지침으로 개편됨

5) 일본의 2차 코드 개정은 영국의 코드 개정(2020)으로부터 어느 정도 영향을 받음

6) 영국은 코드 개정 시 'collective engagement'를 'collaborative engagement'로 용어를 수정함

구분	주요 내용
③ 자산운용사	<ul style="list-style-type: none"> · 고객, 수익자의 이익 확보와 이해 상충 방지를 위한 거버넌스 체제 구축²⁾ · 이해 상충 안건 및 설명이 필요한 안건 등에 대해 의결권 행사 찬반 사유 공개 · 기업의 지속가능한 성장 및 중장기적인 투자수익률 증대에 중점을 둔 자기평가 공개
④ 서비스 제공자 ³⁾	<ul style="list-style-type: none"> · 이해 상충 관리 체계 마련 및 공시 · 인적, 조직적 체제 강화 (일본 내 거점 포함) · 자문 과정(또는 절차)의 투명성 확보 · 기업과의 적극적 의견 교환

* 출처:「責任ある機関投資家」の諸原則(日本版スチュワードシップ・コード) (2020), 저자 정리

- 1) 직접 의결권 행사를 하는 자산소유자의 경우
- 2) 의사결정 및 감독을 위한 독립 이사회 또는 제3자위원회
- 3) 연금 운용컨설턴트도 포함

□ **(3차 개정)** 3차 개정은 2024년 6월 마련된 「지배구조 개혁 실천을 위한 액션 프로그램 2024」에 기반하고 있으며, 형식적인 체제 정비보다는 실행을 통한 내실화를 꾀하는 데 주된 목적이 있음⁷⁾⁸⁾

- 이번 코드 개정의 핵심은 ❶ 실질 주주의 투명성 확보 및 ❷ 협력적 주주활동 활성화로 주요 내용은 다음과 같음
- **(실질 주주의 투명성 제고)** 일본에서는 대량보유보고제도(大量保有報告制度)의 적용 대상이 아닌 이상, 기업이 실질 주주(주식에 대해 의결권 행사(지시) 권한이나 투자 권한을 지닌 주주이지만 명의 주주가 아닌 자)를 파악할 수 있는 법적 제도 장치가 없음
 - 이에 3차 개정 시 '투자 대상 기업의 요청 시 기관투자자는 주식 보유 현황에 대해 기업에 설명하고 이와 관련한 대응 방침을 사전에 공개해야 한다'라는 내용을 추가함
- **(협력적 주주활동의 활성화)** '필요에 따라 협력적 주주활동을 수행할 수 있다'라는 내용을 '다른 기관투자자들과 협력하여 대화를 진행하는 것(협력적 주주활동)도 중요한 선택지가 될 수 있다'는 내용으로 수정하여 협력적 주주활동에 대한 기관투자자의 자율성을 제고함
- 이외에 원칙준수·예외 설명(comply-or-explain) 방식이 형식적인 수준에 그치지 않도록 코드 문구의 간소화(スリム化)도 진행됨⁹⁾
 - 이는 기관투자자가 각자의 상황에 맞는 스튜어드십 책임을 충실히 이행할 수 있도록 하기 위한 것이며, 삭제·통합·간소화된 항목의 본래 취지나 중요성이 축소된 것은 아님

7) 이 프로그램은 2023년 4월 스튜어드십 코드 및 지배구조 코드 후속 회의의 논의 사항을 토대로 마련된 것임

8) 1,2차 코드 개정에도 불구하고 모니터링(이행점검) 체계 부재로 기관투자자의 스튜어드십 코드 준수 현황을 파악하기가 어렵다는 문제가 제기됨에 따라「기업지배구조 개혁 실천을 위한 액션 프로그램 2024」를 수립함 (출처:スチュワードシップ・コードに関する有識者会議)

9) 영국(2025.6)과 ICGN(2024.9)도 스튜어드십 원칙을 개정하면서 구성 개편 및 간소화 작업을 함

□ 2025 일본 스튜어드십 코드와 과거 코드 내용을 비교·분석한 결과는 <표5>에 정리하여 제시함

<표 5> 2025 일본 스튜어드십 코드 주요 개정 사항: 2017 및 2020 코드 내용과의 비교를 중심으로

구분	2017 코드 (1차 개정: 2017.5)	2020 코드 (2차 개정: 2020.3)	2025 코드 (3차 개정: 2025.6)
• SC 원칙 수 (지침 수)	7개 (30개 지침)	8개 (33개 지침)	8개 (32개 지침)
• SC 개정 목적	☑ 스튜어드십 코드 실효성 제고	☑ 스튜어드십 코드 실효성 제고	☑ 스튜어드십 코드의 실효성 제고 ☑ 코드 간소화
• SC 개정 주기	3년	3년	필요시 개정
• SC 적용 방식	comply-or-explain	comply-or-explain	comply-or-explain
• SC 적용 자산	상장주식	상장주식 외 자산	상장주식 외 자산
• SC 적용 대상	자산소유주/자산운용사	자산소유주/자산운용사/서비스 제공기관	자산소유주/자산운용사/서비스 제공기관
• 스튜어드십 정의 (수탁자 책임)	기업 가치 제고 및 지속적 성장 → 고객·수익자의 중장기적 수익 확대	기업 가치 제고 및 지속적 성장 → 고객·수익자의 중장기적 수익 확대	기업 가치 제고 및 지속적 성장 → 고객·수익자의 중장기적 수익 확대
• 스튜어드십 주제별 범위 (E/S/G)	E/S/G	E/S/G	E/S/G
• 스튜어드십 활동 범위	주주활동 (모니터링 및 관여) + 의결권 행사	주주활동 (모니터링 및 관여) + 의결권 행사	주주활동 (모니터링 및 관여) + 의결권 행사
• 협력적 주주활동 원칙	지침으로 존재(원칙4의 지침4-4) (집단적 주주활동)	지침으로 존재(원칙4의 지침4-4) (협력적 주주활동)	지침으로 존재(원칙4의 지침4-6) (협력적 주주활동)
• SC 이행점검 절차 및 제도	X	X	X
• SC 참여기관 등록 방법 및 절차	참여기관 → FSA에 통지 (일정 요건 검토 후 등록)	참여기관 → FSA에 통지 (일정 요건 검토 후 등록)	참여기관 → FSA에 통지 (일정 요건 검토 후 등록)
• SC 참여기관 자격 정지 또는 목록 제외	X	X	X
• SC 참여기관 수	214개 (2017.12.기준)	284개 (2020.6.기준)	350개 (2025.12.기준)

* 저자 정리 (舊 코드 대비 주요 변동 사항은 볼드체로 표기함)

일본 스튜어드십 코드 내실화 현황

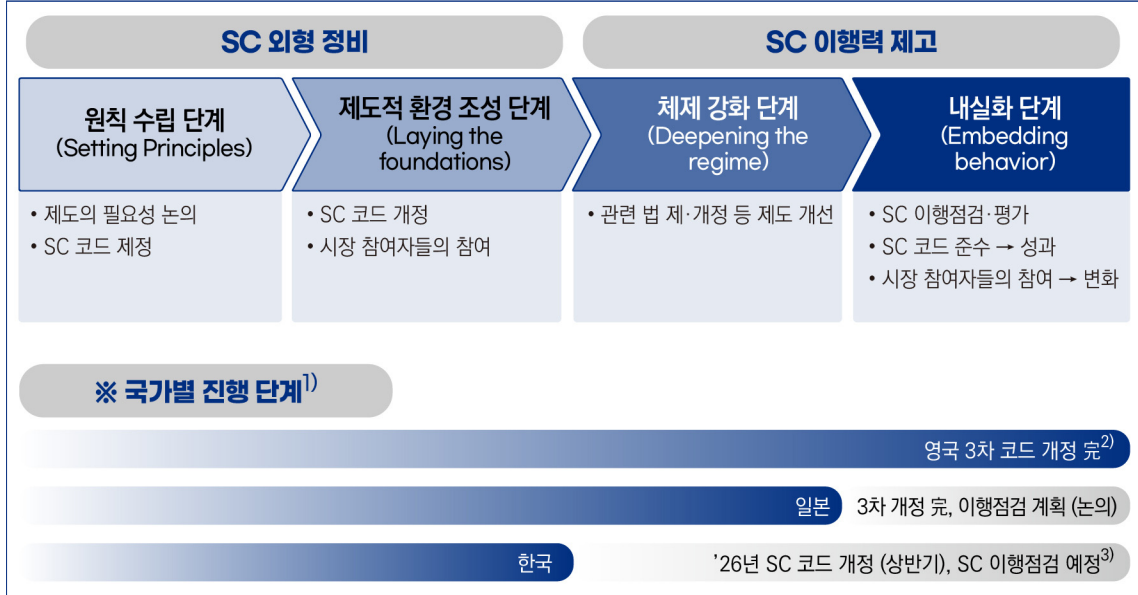
- 일본은 자국의 기업지배구조 개선이라는 큰 목표를 세우고 이를 달성하기 위한 수단으로 스튜어드십 코드 및 기업지배구조 코드를 연달아 제정함
 - 두 코드는 상호 보완적인 관계에 있다고 볼 수 있으며, 일본 금융청(FSA)은 코드 제정 이후로 지배구조 개혁의 성과가 일부 있었다고 평가함
 - 그럼에도 지배구조 개혁의 실질화를 위해서는 스튜어드십 활동의 질적 향상이 뒷받침되어야 하기에, 일본은 지속적으로 스튜어드십 활동의 실효성을 제고하기 위한 다양한 논의를 진행하고 이를 코드에 반영해 오고 있음
 - 즉, 일본 스튜어드십 코드는 자국의 기업지배구조 개혁 목적을 실현하는데 유효하고 강력한 수단이라고 할 수 있음

- 무엇보다, 일본은 의결권 행사와 투자자-기업 간 대화를 점과 선의 관계에 비유하며, 선이 점에 도달하는 과정(스튜어드십 내실화)을 견고히 하는 방향으로 스튜어드십 코드 개정 작업을 진행하고 있음
 - 이는 스튜어드십 활동의 내실화가 스튜어드십 성과(outcome)와도 직결되기 때문임

- 일본의 상황을 종합적으로 고려해 볼 때, 일본은 영국과 달리 스튜어드십 코드 내실화 단계에 완전히 들어섰다고 보기 어렵지만, 스튜어드십 코드의 외형 정비 단계에서 이행력 제고 단계로 진입하는 위치에 있다고 판단됨 (<그림1> 참고)
 - 우선, 스튜어드십 코드의 실효성을 높이기 위해 이미 3차례의 코드 개정을 하였으며, 시장참여자들의 공개 의견 수렴, 주주활동 활성화를 위한 법·제도 (e.g. 금융상품거래법) 개정 등 코드 이행력을 높이기 위한 제도적 보완도 이루어짐
 - 아직 스튜어드십 코드 이행 수준을 점검하는 체계는 존재하지 않지만,¹⁰⁾ 현재 영국의 사례를 일정 부분 참고하여 스튜어드십 실효성 제고 방안을 지속적으로 논의하고 있다는 점에서 향후 일본에서도 코드 이행점검 체계를 마련할 가능성이 높다고 판단됨

10) 현재는 공적 연기금인 GPIF가 위탁운용사에 한정하여 이들 기관에 대한 주주활동 실태 점검을 하고 있음

〈그림 1〉 일본 스투어드십 코드 내실화 현황: 국가별 비교



* 저자 직접 작성

※ 단계별 헤드라인만 FRC와 FCA가 공동으로 발간한 보고서 「Building a regulatory framework for effective stewardship(DP19/1)」를 차용하였으며, 그 외 단계별 주요 내용 등은 저자의 판단에 근거하여 작성함

- 1) 하늘색 음영: 진행 단계를 의미, 화색 음영: 향후 과제(또는 개선 방향)를 의미
- 2) 영국의 향후 과제는 스투어드십 코드 실효성을 측정하고 이를 검증하는 일이 될 것으로 예상함
- 3) 관계기관 합동, 2025.12.29., “기관투자자의 수탁자 책임을 강화하기 위한 스투어드십 코드 내실화 방안”

결론 및 시사점

- 일본은 스투어드십 코드를 기업지배구조 개혁의 핵심 수단으로 인식하고, 도입 이후 세 차례의 코드 개정과 관련 법·제도를 정비함
 - 아직 영국처럼 공식적인 이행점검 및 평가 체계는 갖추지 못했으나, GPIF의 위탁운용사 점검 등 이행력 제고를 위한 장치가 보완적으로 작동하고 있음
 - 이러한 상황들을 고려하면 일본의 스투어드십 코드가 완전한 내실화 단계에 도달했다고 보기는 어렵지만, 외형적 체제 정비 단계에서 이행력 제고 단계로 진입한 국가로 평가할 수 있음
- 외형적 지표만 고려하면, 일본의 이사회 독립성(사외이사 비율), 기관투자자의 의결권 공시 관행 등은 한국보다 뒤쳐진 측면이 있으나, 아시아지배구조협회(ACGA)가 발간한 「CG Watch 2023」에 따르면 일본의 기업지배구조 순위(2위)는 한국(8위)보다 높음¹¹⁾¹²⁾¹³⁾

11) 일본은 2019년 회사법 개정으로 사외이사 선임(3인 이상의 사외이사 선임)이 의무화됨

12) 국내 기관투자자 대부분이 개별 기업 및 개별 안건별 의결권 행사 결과를 공시하고 있음. 직접 조사한 결과, 이들 기관투자자의 지난 5년간(2020~2024년) 개별 기업, 개별 안건에 대한 반대 의결권 행사 사유 공시 비율도 100%임

- 이러한 평가 결과는 외형상 일본의 기업지배구조 수준이 다소 미흡하더라도 지배구조 개선 정도는 상대적으로 뚜렷함을 의미하거나, 반대로 한국의 기업지배구조는 외형을 어느 정도 갖추고 있더라도, 실질은 이를 뒷받침하지 못하고 있음을 시사하는 것으로 해석할 수 있음
- 제도가 처음 도입될 때는 외형을 갖추기 위한 체제 정비에 치우칠 수밖에 없으나, 「CG Watch 2023」의 결과는 제도의 외형을 얼마나 갖추었는지보다 기관투자자의 스튜어드십 활동이 실제 기업의 행태 변화와 지배구조 개선에 얼마나 영향을 미치는지가 보다 중요함을 시사함
- 일본의 사례는 스튜어드십 코드와 기업지배구조 코드, 그리고 관련 제도의 유기적 연계가 스튜어드십 실효성 제고의 핵심임을 보여줌
- 이는 올해 스튜어드십 코드 개정과 이행점검 체계 도입을 앞둔 한국에도 형식적 정비를 넘어 실질적인 지배구조 개선을 유도하는 제도 운용 방안이 필요하다는 중요한 정책적 함의를 제공함

13) 일본의 사외이사 선임 의무화 시점(2019년)이 한국(1998년)보다 늦었기에 제도적 측면에서 한국보다 뒤쳐진 측면이 있다고 판단함 [참고로 일본은 한국보다 앞서 스튜어드십 코드를 도입(일본:2014년, 한국:2016년)한 반면, 기업지배구조 코드(일본:2015년, 한국:1999년)는 늦게 도입함]

2026 정기주주총회 자기주식보유처분계획 안건 현황과 특징 분석

박정민*, 강성명**

- ▶ 제3차 상법 개정으로 자기주식 제도가 원칙적 소각 및 예외적 보유·처분 방식으로 전환되면서, 예외적 보유·처분 시 주주총회에서 '자기주식보유처분계획' 승인을 받도록 하고, '경영상 목적' 처분의 경우 특별결의를 거쳐 정관에 구체적 사유를 명시하도록 하는 등 절차적 통제가 강화됨
- ▶ 상장회사 중 10.80%(269개사)가 자기주식보유처분계획 안건을, 18.71%(466개사)가 정관 변경 안건을 상정함. 한편 계획안 상정 기업은 미상정 기업 대비 자기주식 비중과 외국인 지분율이 높고, 지배주주 지분율은 낮은 경향이 통계적으로 확인됨
- ▶ 자기주식보유처분계획 안건 중 '처분' 포함 유형은 246개사(93.18%)로 가장 많았으며, 발행주식총수 대비 평균 처분 승인 규모(2.78%) 역시 '보유'(1.05%) 및 '소각'(1.01%) 승인 규모를 상회함
- ▶ 처분 목적은 임직원 보상이 가장 많았으나, 일부 기업은 지급 대상·조건 공시가 제한적이거나 지배주주 대상 보상 규모가 과도한 사례가 확인되었으며, 경영상 목적 처분 역시 구체적 활용 계획이 부족해 안건의 구체성과 투명성이 미흡한 사례가 나타남
- ▶ 의결권 행사 분석 결과, 최대주주 및 특수관계인 지분만으로 보통결의 요건을 충족하는 경우가 상정 기업의 76.12%를 차지하였고 실제 모든 계획안이 가결되어, 일반 주주의 견제 기능이 제한되는 구조가 확인됨
- ▶ 이러한 점은 자기주식 보유·처분 과정에서 투명성과 적정성에 대한 검토 필요성을 높이며, 개정 상법의 실효성 확보를 위해서는 기업의 구체적 공시와 투자자의 적극적 감시가 요구됨
- ▶ 특히, 일반 주주의 견제 기능이 실질적으로 제약되는 구조적 한계를 고려할 때, 계획 이행에 대한 점검 체계를 마련하고 지배주주를 대상으로 한 자기주식 처분의 경우 안건을 분리 상정하거나 이해관계자 의결권 제한 및 주주총회 결의요건 상향 등 제도적 보완이 필요함

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

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

** 한국ESG기준원 책임투자본부 책임투자팀 강성명 연구원, smkang@cgs.or.kr

서론

- 2011년과 2015년 두 차례의 상법 개정은 기업의 재무적 유연성 제고를 위해 자기주식 운용의 자율성을 넓혔으나¹⁾, 실질적인 주주 보호 수단이 충분히 마련되지 않아 지배주주의 지배력 확대에 활용된다는 비판이 지속되어 왔음
 - 특히 제3자 배정 신주발행은 신기술 도입이나 재무구조 개선 등 경영상 목적의 정당성과 기존 주주에 대한 사전 통지 의무 등 엄격한 절차적 통제를 받는 반면, 동일한 지분 희석 효과를 갖는 자기주식의 제3자 처분은 단순 이사회 결의만으로 가능해 제도 간 규제 불균형이 존재하며, 이는 주주평등원칙을 훼손할 수 있다는 우려가 제기되어 왔음²⁾
- 이러한 배경하에서 최근 기업지배구조 개선을 위한 제3차 상법 개정에 따라 자기주식 제도가 원칙적 소각 및 예외적 보유·처분 방식으로 전환되었으며, 이는 일반 주주 보호 및 자본총실의 원칙을 제고하기 위한 취지로 이해됨³⁾
 - 자기주식을 자산이 아닌 '미발행주식'으로 보는 입장을 반영하여 법적 성격을 재정립하고, 의결권·신주인수권·배당권 등 주주 권리를 부정하며 합병·분할 시 신주 배정을 금지함
 - 자기주식을 기초자산으로 하는 교환사채(EB) 발행을 원천 차단하여 편법적인 경영권 방어 및 지배력 유지 수단으로 활용하는 것을 통제함
 - 주주가치 훼손 우려가 있는 이사회의 자기주식 처분에 대해 사후적인 유지청구나 무효소송으로 다투어야 했던 사법적 통제의 실효성 한계를 극복하기 위해, 예외적 처분 사유인 '경영상 목적'을 반드시 주주총회 결의를 거쳐 정관에 명시하도록 사전 통제 요건을 강화함
- 본 리뷰는 제도 도입 초기 기업들의 실제 대응 양상과 자기주식 활용 방식을 기술적으로 분석하여 현행 제도의 한계 또는 문제점을 파악하고, 이를 바탕으로 시장 및 정책적 개선점을 제시하는데 목적이 있음
- 이를 위해 2026년 정기주주총회를 중심으로, (1) 자기주식 관련 정관 변경 및 자기주식보유처분계획 안건의 상정 현황과 안건 상정 기업의 특성을 살펴보고, (2) 자기주식보유처분계획의 세부 내용에 따라 안건을 유형화하여 그 특징을 분석하며, (3) 처분 계획상 주요 문제와 의결권 행사 현황을 종합적으로 검토하고자 함

1) 2011년 상법 개정 이전에는 자기주식 취득이 소각·합병·주식매수청구권 행사 등 법에서 정한 경우에만 허용되었으나, 개정을 통해 배당가능이익 범위 내 취득 및 처분이 가능해지면서 활용 범위가 확대됨. 이후 2015년 개정으로 자기주식을 활용한 조직재편 제도가 도입되면서, 기업 인수합병(M&A) 과정에서 자기주식이 전략적 지출 수단으로 활용될 수 있는 범위가 대폭 확장됨(출처: 자본시장연구원 이슈리포트 24-13 등)

2) 자기주식 제도 개선의 필요성과 상법 개정안의 주요 쟁점, 자본시장포커스, 2026.02.23.

3) 법제처, 「상법 일부개정법률(법률 제21448호, 2026. 3. 6. 시행) 제정·개정이유」, 국가법령정보센터

〈표 1〉 자기주식 관련 상법 개정 내용 변화

쟁점 분야	과거 실무 및 개정 전 상법 (자산설 기반)	제3차 개정 상법 (미발행주식설 기반)	기대 효과
법적 본질	회사의 재산적 가치를 지닌 자산으로 취급하는 경향	미발행주식과 동일한 성격의 자본 차감 항목으로 명문화	회계적 처리(자본 조정)와 법률적 지위의 완전한 일치 달성
권리 및 담보	의결권은 제한되나 담보(질권) 제공 등 일부 재산권 행사 가능	의결권, 배당권, 신주인수권 등 일체의 권리 제한 및 질권 설정 전면 금지	자기주식을 활용한 편법적 자금 조달 및 지배력 레버리지 차단
기업 구조개편	합병 및 분할 시 자기주식에 대한 신주 배정 관행 일부 존재	포괄적 교환, 이전, 합병, 분할 시 자기주식 신주 배정 원천 금지	지배주주의 비용 없는 지분을 확대(자사주의 마법) 불가능
처분 절차	이사회의 일반 결의만으로 특정인에게 자유로운 처분 용인	주주평등의 원칙에 입각하여 신주발행 절차를 엄격히 준용	기존 일반 주주의 지분 가치 희석 및 비례적 이익 침해 방지

출처: 제3차 상법 개정안 주요 내용(법무부 보도자료) 및 자본시장연구원(2026) 자료 기반 KCGS 재구성

분석 개요

- 본 연구는 유가증권시장(KOSPI) 및 코스닥(KOSDAQ) 상장사 중 2026년 3월 6일부터 2026년 4월 9일까지 금융감독원 전자공시시스템(DART)을 통해 ‘정기주주총회결과’를 공시한 기업을 분석 대상으로 함
 - 데이터의 동질성을 확보를 위해 일반 기업과의 지배구조 및 사업 특성이 상이한 리츠(REITs), 스팩(SPAC)을 제외하여 총 2,491개사(이하 “상장회사”)에 대해 분석함
 - 자기주식 관련 개정 상법이 2026년 3월 6일부터 시행된 점을 고려하여 그 이후 개최된 정기주주총회를 대상으로 함
- DART 공시 자료를 기반으로 자기주식보유처분계획 안건(이하 “계획안”) 및 정관상 경영상 목적의 자기주식 보유·처분 조항 신설 안건(이하 “변경안”) 상정 기업을 확인함
 - 계획안은 정기주주총회결과 공시를 통해 해당 안건의 포함 여부를 확인하였으며, 변경안은 주주총회소집공고 공시를 기준으로 판단함
- 분석 대상 주요 변수의 데이터 출처는 다음과 같음
 - 발행주식총수, 자기주식수, 최대주주 및 특수관계인 주식수는 DART에 공시된 가장 최근 정기보고서 데이터를 활용함
 - 시장분류 및 산업분류는 2026년 3월 말 기준 한국거래소 정보데이터시스템과 FnGuide의 WICS(Wise Industry Classification Standard) 분류를 각각 적용하였으며, 기타 재무변수는 DataGuide의 2025년 말 기준 데이터를 사용함

안건 상정 현황

- 상장회사 중 10.80%에 해당하는 269개사가 총 273건의 계획을 상정한 것으로 나타나며⁴⁾, 변경안을 상정한 기업은 전체의 18.71%인 466개사로 집계됨
- 2025년 12월 말 기준 자기주식을 1주 이상 보유하고 있는 기업은 상장회사 중 67.40%에 해당하는 1,679개사이며, 이 중 계획안 및 변경안 상정 비율은 각각 15.78%(265개사)와 23.11%(388개사)로 나타남
- 자기주식을 보유하고 있음에도 이번 정기주주총회에서 계획안과 변경안을 상정하지 않은 기업은 각각 1,414개사(84.22%)와 1,291개사(76.89%)로 대부분을 차지함
 - 3차 상법 개정에 따른 소각의무(취득 후 1년 내, 기존분은 1년 6개월 내)를 고려할 때, 기업들이 자기주식 활용 계획을 내부적으로 검토 중인 상황이 반영되어 안건 상정이 제한적으로 나타난 것으로 판단됨

안건 상정 기업 특성 분석

- 정기주주총회에 상정된 계획안은 현행 제도의 유예기간 하에서 기업의 선택에 따라 제출된 만큼, 어떠한 기업들이 해당 예외 승인 구조를 선제적으로 활용했는지를 중심으로 안건 상정 기업의 특성을 분석함
- 상장회사의 발행주식총수 대비 자기주식수(이하 “자기주식 비중”)는 평균 2.74%이며, 자기주식 보유 기업의 평균은 4.07%, 계획안과 변경안을 상정한 기업의 경우엔 각각 5.27%와 4.25%로 나타남
- 자기주식 비중 구간별(0~3% 미만, 3~7% 미만, 7% 이상) 안건 상정률을 살펴보면, 자기주식 비중이 높은 구간에서 제도적 변화에 더 민감하게 대응하는 경향이 확인됨
 - 전체 기업 대비 계획안(변경안) 상정 기업의 비중을 살펴본 결과, 0~3% 미만의 저보유 구간에서는 7.26%(14.95%)에 불과했으나, 3~7% 미만 구간에서 19.39%(26.87%)로 급증하였고, 7% 이상 고보유 구간에서는 21.54%(31.19%)까지 상승하며 자기주식 비중이 높은 구간일수록 안건을 상정하고자 하는 기업 비중도 높아지는 현상이 나타남

4) 계획을 상정한 269개사 중 유니켄(011330) 1개사는 안건 상정 이후 철회하였으나, 정기주주총회결과 공시상 상정 사실이 존재하므로 본 현황에는 포함됨

5) GC메디아이(032620), 셀트리온제약(068760), 고영(098460), 제이씨케미칼(137950) 4개사는 보유 및 처분 목적에 따라 안건을 각각 2건으로 분리 상정함에 따라, 전체 안건 수가 기업 수를 상회함

〈표 2〉 자기주식 비중 구간별 안건 상정률

안건	구간	전체 기업 수	상정 기업 수	안건 상정률
계획안	0~3%	1,819	132	7.26%
	3~7%	361	70	19.39%
	7% 이상	311	67	21.54%
변경안	0~3%	1,819	272	14.95%
	3~7%	361	97	26.87%
	7% 이상	311	97	31.19%

- 안건 상정 기업과 미상정 기업 간의 자기주식 비중에 실질적인 차이가 존재하는지 확인한 결과⁶⁾, 정기주주총회에 안건을 상정하여 선제적으로 대응한 기업이 미상정 기업에 비해 상대적으로 자기주식 비중이 높다는 사실이 실증적으로 나타남⁷⁾
- 안건 상정 여부에 따른 소유구조의 차이를 분석한 결과, 계획안은 지배주주 및 외국인 지분율과 유의미한 상관관계를 보이는 반면, 변경안은 통계적 차이가 나타나지 않음⁸⁾
 - 이는 지배주주 지배력이 상대적으로 낮고 외국인 주주의 감시 기능이 큰 기업일수록 자기주식 보유·처분에 대한 투명성과 정당성 확보를 위해 운영 계획을 선제적으로 공개할 유인이 있었을 가능성을 시사함
 - 반면 변경안은 상법 개정 대응 성격의 제도 정비에 가까운 반면, 자기주식 보유·처분계획 수립은 실제 활용 방안을 결정하는 전략적 성격이 강해 기업별 소유구조 환경에 따라 선택적으로 이루어졌을 가능성을 시사함

〈표 3〉 안건 상정 여부에 따른 소유구조의 차이

안건	변수	상정 기업		미상정 기업		평균 차이	t-통계량
		관측치 수	평균값	관측치 수	평균값		
계획안	자기주식 비중	269	5.27%	2,222	2.44%	2.83%p	6.97***
	최대주주 지분율	269	39.36%	2,222	41.19%	-1.83%p	-1.85*
	외국인 지분율	268	9.87%	2,214	6.29%	3.58%p	4.69***
변경안	자기주식 비중	466	4.25%	2,025	2.40%	1.85%p	6.03***
	최대주주 지분율	466	40.31%	2,025	41.15%	-0.84%p	-1.00
	외국인 지분율	465	6.38%	2,017	6.74%	-0.36%p	-0.74

- 1) 외국인 지분율은 데이터 결측값으로 인해 관측치 수에 차이가 존재함
- 2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 통계적 유의성을 의미함

6) 자기주식 미보유 기업 중에서도 안건 상정 사례가 존재하므로, 안건 상정 기업의 특성을 부분집합에 한정하지 않기 위해 상정 여부에 따른 비교 분석의 모집단을 상장회사로 설정함
 7) 독립표본 t-검증을 수행한 결과, 계획안과 변경안 각각 평균값의 차이가 2.83%p(t = 6.97), 1.85%p(t = 6.03)로 통계적으로 유의한 차이가 나타남
 8) 계획안 상정 기업의 최대주주 및 특수관계인 지분율은 미상정한 기업 대비 평균 1.83%p(t=-1.85) 낮게 나타나며, 외국인 지분율은 평균적으로 3.58%p(t = 4.69) 높게 나타남

- 시장구분별로 보면 계획안과 변경안 모두 KOSPI보다 KOSDAQ 상장사에서 더 많이 상정된 것으로 나타남
 - 계획안은 KOSPI 87개사(32.34%), KOSDAQ 182개사(67.66%)이며, 변경안은 각각 95개사(20.39%), 371개사(79.61%)로 확인됨
- 안건 상정은 대형 상장사보다 중소형 상장사를 중심으로 이루어진 것으로 나타남
 - 계획안·변경안 상정 기업 중 KOSPI200 편입 기업 비중은 각각 14.50%, 6.01%에 그쳤으며, 자산총계 2조 원 이상 기업 비중 역시 낮은 수준을 보임
 - 이러한 결과는 자산 규모가 크고 지배구조가 이미 공고화된 대형 상장사보다, 자기주식을 활용한 임직원 보상 및 경영상 활용 수요가 높은 중소형 상장사를 중심으로 대응이 활발했음을 시사함
- WICS 산업분류 기준, 계획안 상정 기업 중 83개사(30.86%), 변경안 상정 기업 중 150개사(32.19%)가 IT 산업에 속해 가장 높은 비중을 차지하였으며, 다음으로 건강관리와 산업재 업종의 상정 빈도가 높게 나타남
 - IT 및 건강관리와 같이 무형자산 비중이 높고 인적 자원 확보가 중요한 산업군에서 자기주식을 활용한 주식기준보상 지급이나 기술 제후를 위한 자기주식 교환 등 지배구조 유연성 확보에 대한 필요성이 타 산업 대비 높아 선제적으로 대응한 결과로 판단됨

〈표 4〉 산업별 안건 상정 기업 수 및 비중

WICS 산업분류	계획안		변경안	
	상정 기업 수	상정 기업 비중	상정 기업 수	상정 기업 비중
IT	83	30.86%	150	32.19%
건강관리	47	17.47%	79	16.95%
산업재	45	16.73%	64	13.73%
경기관련소비재	37	13.75%	62	13.30%
커뮤니케이션서비스	21	7.81%	41	8.80%
소재	17	6.32%	38	8.15%
금융	8	2.97%	12	2.58%
에너지	6	2.23%	10	2.15%
필수소비재	4	1.49%	9	1.93%
유틸리티	1	0.37%	1	0.21%
합계	269	100%	466	100%

자기주식보유처분계획 안건의 세부 내용 분석

- 안건 상정 여부에 따른 특징 비교를 넘어, 기업의 기보유 중인 자기주식 활용에 대한 전략적 방향성을 파악하고자 계획안 내 공시된 세부 내용을 바탕으로 분석을 수행함
- 안건 상정 기업 중 264개사를 분석 표본으로 설정하고⁹⁾, 각 기업의 기보유 자기주식을 용도별로 (1) 보유대상, (2) 처분대상, (3) 소각대상으로 구분함
- 기보유 자기주식은 처분 목적 및 수량이 구체적으로 기재된 경우 처분 시기와 무관하게 처분 대상으로, 소각 약정 및 물량이 명확한 경우 소각 대상으로 분류하였으며, 그 외 활용 계획이 구체적이지 않은 물량은 보유로 처리함

1) 승인 규모 분석

- 계획안을 통해 승인받고자 하는 규모를 분석한 결과, 처분 승인 물량은 발행주식총수 대비 평균 2.78%로 가장 높았으며, 이는 보유(1.05%)나 소각(1.01%) 목적의 승인 규모와 비교했을 때 약 2.7배에 달하는 수준으로 나타남
- 기보유 자기주식총수 대비 용도별 자기주식 수를 분석한 결과, 처분 비중이 평균 71.12%로 가장 높게 나타나며, 이는 기보유 자기주식 10주 중 7주 이상을 임직원 보상이나 경영상 제휴 등 외부 처분 용도로 승인받았음을 의미함
- 계획안 공시 시점 기준 기보유 자기주식 중 소각 용도로 배분된 비중은 평균 13.32%에 불과한 반면, 보유(15.56%)와 처분(71.12%)의 합계는 86.68%에 달함
- 상법 개정의 취지가 자기주식의 장기 보유를 억제하고 소각을 유도하는 데 있음을 고려할 때, 기업들이 예외 승인 구조를 활용해 소각 대신 처분권을 확보하려는 경향은 정책적 목표와 기업 행태 간 괴리를 시사함

〈표 5〉 자기주식 용도별 승인 규모 및 보유량 대비 비중

구분	보유	처분	소각
평균 승인 규모(%)	1.05	2.78	1.01
보유량 대비 비중(%)	15.56	71.12	13.32

1) 평균 승인 규모는 발행주식총수 대비 보유·처분·소각대상 자기주식 수를 나타내며, 보유량 대비 비중은 기보유 자기주식 총수 대비 보유·처분·소각대상 자기주식 수를 나타냄

9) 안건을 상정한 269개사 중 주주총회 전 이사회 결의를 통해 자기주식 전량 소각을 결정하고 안건을 철회한 1개사(유니켄(011330)), 공시 내용이 불충분하여 기보유 자기주식 활용 규모를 파악할 수 없는 3개사(다스코(058730), 디알젬(263690), 노바텍(285490)), 그리고 기보유 자기주식 없이 향후 취득 예정 물량에 대한 계획을 승인받은 1개사(삼기에너지솔루션즈(419050))를 제외한 264개사를 계획안 세부 내용 분석의 표본으로 설정함

2) 활용 유형별 분류 및 특성 분석

- 기보유 자기주식의 분배 방식에 따라 계획안이 보유·처분, 처분·소각 등 다양한 형태로 나타나는 점을 고려할 때, 단순 용도별 구분만으로는 기업 간 활용 구조 차이를 설명하기에 한계가 있어 이를 유형화하여 조합별 구조적 특성을 분석함
 - ‘단순 보유’는 구체적인 처분 목적·수량·시기를 명시하지 않은 경우를 의미하며, 임직원 보상, 우리사주제도, 경영상 활용 등 상법상 허용되는 사유를 포괄적으로 기재하여 기업 필요에 따라 선택적으로 활용할 수 있도록 한 경우
 - ‘전량 처분’은 보유 자기주식 전량에 대해 처분 계획을 수립하고, 처분 목적·수량·시기 등을 구체적으로 명시한 경우
 - ‘전량 소각’은 보유 자기주식 전량에 대해 소각을 계획한 경우로, 해당 정기주주총회 개최일을 포함하여 이후 시점의 소각을 약정한 경우
 - ‘혼합형’은 보유 자기주식에 대해 보유·처분·소각 중 둘 이상을 병행하는 계획을 수립한 경우

- 분석 표본 264개사 중 전량 처분 유형이 151개사(57.20%)로 가장 많은 것으로 파악되며, 혼합형(보유·처분, 처분·소각, 보유·처분·소각)을 포함할 경우 246개사로, 처분이 포함된 유형(이하 “처분 유형”)은 전체의 약 93.18%에 달하는 것으로 나타남¹⁰⁾

- 시장구분에 따라 분석한 결과, KOSPI와 KOSDAQ 상장사 간 자기주식 활용 구조와 방향성에 있어 차별적인 특징이 나타남
 - KOSPI·KOSDAQ 상장사 모두 전량 처분 유형 비중이 각각 51.76%, 59.78%로 가장 높게 나타났으나, KOSPI는 처분·소각 병행 유형 비중(29.41%)이 상대적으로 높아 소각을 병행하는 경향이 두드러진 반면, KOSDAQ은 보유·처분, 처분·소각, 전량 보유 등 다양한 유형이 병존함
 - KOSPI 상장사는 개정 상법의 자기주식 소각 유도 취지와 일정 부분 부합하는 경향을 보였으며, 전량 보유 유형이 나타나지 않아 자기주식 활용 방향이 비교적 명확하게 설정된 특징이 확인됨
 - 반면 KOSDAQ 상장사는 활용 계획이 구체화되지 않은 상태에서 자기주식을 전량 보유하는 사례(15개사)가 확인됨

10) 계획안을 상정한 기업을 대상으로 한 분석 결과로, 1년 이내 소각 예정 기업의 경우 별도의 안건 상정 의무가 없어 소각 사례가 실제보다 과소 집계될 수 있다는 점 등을 고려할 때 전체 상장사로 일반화하여 해석하는 데에는 유의가 필요함

〈표 6〉 계획안 유형-시장별 기업 수 및 비중

구분	시장	단일형			혼합형			합계
		전량 보유	전량 처분	전량 소각	보유·처분	처분·소각	보유·처분·소각	
대상 기업 수	전체	15	151	3	37	53	5	264
	KOSPI	0	44	1	12	25	3	85
	KOSDAQ	15	107	2	25	28	2	179
유형 비중(%)	전체	5.68	57.20	1.14	14.02	20.08	1.89	100
	KOSPI	0.00	51.76	1.18	14.12	29.41	3.53	100
	KOSDAQ	8.38	59.78	1.12	13.97	15.64	1.12	100

1) 혼합형 중 보유·소각 유형은 관측치가 없어 제외함

- 유형별 특성을 비교 분석한 결과, 자기주식 비중은 유형별로 유의미한 차이가 없었으나, 주가순자산비율(이하 'PBR')이 상대적으로 낮은 기업에서 소각을 포함하는 경향이 나타남
 - 처분 유형의 평균 PBR은 2.20배, 소각 유형은 1.35배로 나타났으며, 두 집단 간 평균 차이(0.86 배)는 통계적으로 유의한 수준($t = 2.42$)으로 확인됨
 - 세부 유형별로 보면 전량 처분 유형(151개사)의 PBR은 2.88배인 반면, 처분·소각 병행 유형(53개사)은 1.22배, 전량 소각 유형(3개사)은 0.95배로 나타났으며, 이는 PBR이 낮은 저평가 기업군에서 기업가치 제고를 위해 일부 또는 전체 소각을 포함하는 경향이 있음을 시사함

〈표 7〉 계획안 유형별 자기주식 비중 및 주가순자산비율

구분	단일형			혼합형			평균
	전량 보유	전량 처분	전량 소각	보유·처분	처분·소각	보유·처분·소각	
자기주식 비중(%)	4.27	3.97	4.05	8.15	7.00	8.46	5.27
PBR(배)	3.06	2.88	0.95	0.90	1.22	2.81	2.23

1) 혼합형 중 보유·소각 유형은 관측치가 없어 제외함

3) 처분 목적 분석

- 처분 유형의 246개사를 대상으로 그 목적을 분석한 결과, 복수 목적에 따른 중복 집계를 포함하면 임직원 보상 목적이 220개사로 가장 많았으며, 경영상 목적은 52개사, 교환사채 발행 목적은 9개사¹¹⁾, 현물배당 목적은 7개사로 나타남

11) 개정 상법에 따라 자기주식을 활용한 신규 교환사채 발행은 제한되었으나, 개정 이전에 적법하게 발행된 교환사채에 대해서는 그 효력이 유지되고 교환권 행사 또한 가능하므로, 보유·처분 계획상 교환사채 목적으로 처분을 상정하는 것은 이러한 사유에 기인한 것으로 볼 수 있음

- 시장구분별로 보면 임직원 보상 목적의 자기주식 활용이 KOSPI와 KOSDAQ 상장사에서 가장 많이 나타나 보편적으로 활용되고 있으며, 경영상 목적과 교환사채 목적의 활용은 KOSDAQ 상장사에서 상대적으로 더 활발하게 나타남
- 처분 목적별 평균 처분 비중을 살펴본 결과, 임직원 보상 목적은 2.65%인 반면, 경영상 목적은 복수 목적 포함 시 6.39%, 단독 목적 시 6.69%로 나타나 경영상 목적에서 자기주식 처분 규모가 상대적으로 더 크게 나타남¹²⁾

〈표 8〉 처분 목적별 기업 수 및 처분 비중

구분	시장	임직원 보상	경영상 목적	교환사채	현물배당
대상 기업 수	전체	220	52	9	7
	KOSPI	75	12	0	2
	KOSDAQ	145	40	9	5
처분 비중(%)	전체	2.65	6.39	5.25	2.62
	KOSPI	2.27	8.25	0	3.39
	KOSDAQ	2.85	5.83	5.25	2.31

- 1) 대상 기업 수는 처분 목적이 둘 이상인 경우 중복하여 집계함
- 2) 처분 비중은 발행주식총수 대비 처분대상 자기주식 수를 나타냄

자기주식 처분 목적별 주요 특징 및 고려사항

- 자기주식 활용 유형 및 처분 비중이 동일하더라도 목적과 세부 내용에 따라 기업가치 및 주주가치에 미치는 영향은 달라질 수 있어, 처분 목적별 공시 내용을 중심으로 주요 쟁점을 도출함

1) 임직원 보상 목적

- 임직원 보상 목적의 자기주식 처분은 주로 RSU·RSA 등 주식기준보상 지급, 주식매수선택권 행사에 따른 자기주식 교부, 우리사주조합을 통한 배정 등의 형태로 나타남
- 주식기준보상은 주주와의 이해관계를 일치시킬 수 있는 보상 방식이라는 점에서 긍정적인 측면이 있으나, 성과 연계성, 지급 기준의 명확성 및 제도 운영의 일관성 확보가 미비할 경우 보상을 통한 적절한 유인이 작동하지 않거나 오히려 사익편취 및 지배력 강화 수단으로 활용될 우려가 커질 수 있음

12) 복수 목적은 계획안상 처분 목적이 2개 이상인 경우로, 임직원 보상과 경영상 목적이 동시에 포함된 경우를 의미하며, 이러한 경우 임직원 보상만 포함한 경우 대비 평균 처분 비중이 높게 나타날 수 있으므로, 경영상 목적만을 단독으로 포함한 경우도 함께 제시함

- 임직원 보상 목적의 자기주식 처분과 관련하여 우려가 제기될 수 있는 사례가 확인되어 의결권 행사 시 판단에 유의가 필요함
 - **주요 사례 ① : 보상 제도에 대한 정보 제공이 충분하지 않은 경우**
 - 임직원 보상 목적의 자기주식 처분 안건이 상정되었으나 과거 주식보상 이력이나 제도의 구체적 내용이 공시자료를 통해 확인되지 않는 사례가 다수 존재함
 - 특히 정기주주총회 직전 이사회 결의를 통해 주식보상제도를 최초로 도입하고 계획안을 상정함에 따라, 해당 보상체계에 대한 세부 내용을 확인할 수 있는 공시가 없어 외부주주의 충분한 검토 기회가 제한됨
 - **주요 사례 ② : 미등기임원인 지배주주 일가에 보상이 집중될 우려가 있는 경우**
 - 주식기준보상의 지급대상 측면에서 회장, 명예회장 또는 승계 대상 특수관계인 등 지배주주 일가에게 자기주식이 교부되는 사례가 확인되며, 사실상 해당 보상이 지배주주 일가에 대한 보상 수단으로 활용될 여지가 있는 것으로 나타남
 - 지급기준이 불명확하거나 적절한 유인을 제공하기 어려운 경우, 미등기 지배주주에 대한 보상이 지급의 객관성과 정당성을 저해하거나, 지배력 강화 수단으로 활용되어 주주총회 보수한도 승인 절차의 우회 및 지배구조 왜곡으로 이어질 가능성이 있음
 - **주요 사례 ③ : 자기주식 처분 규모가 과도한 경우**
 - 자기주식 처분이 임직원 보상 등 정당한 목적에 기반하더라도, 처분 규모가 발행주식총수 대비 높은 수준일 경우 지분 희석, EPS 감소 및 매도 물량 부담에 따른 주가 영향 등으로 인해 주주가치에 대한 부정적 영향이 커질 수 있으므로, 처분 규모의 적정성은 독립적인 판단 요소로 검토될 필요가 있음

〈표 9〉 임직원 보상 목적의 자기주식 처분 문제 사례

구분	주요 문제		
	정보 불충분	지배주주 보상 집중	과도한 처분
핵심 이슈	의사결정 근거 불분명	보상의 사유화	주주가치 희석
판단 기준	- 주식기준보상 공시의 구체성 - 과거 보상 지급 이력	- 지배주주에 대한 처분 비중 - 지급 기준의 적정성	- 처분 비중 - 부여 물량 대비 실지급률
지배구조 위험	보수체계 투명성 저하	주주총회 보수한도 승인 우회 및 보상 결정의 객관성 저하	자본구조 왜곡 및 주가 하락
시장 영향	정보 비대칭에 따른 투자자 불신	대주주 지배력 강화 수단으로 인식될 우려	EPS 하락 및 매도 물량 부담
개선 방향	공시 수준 및 정보 제공 강화	성과 연동 기준 및 특수관계인 부여 기준 명확화	자기주식 소각 병행 및 처분 한도 설정

- 한편, 변경안을 상정한 일부 기업에서 우리사주조합과 유사하게 '사내근로복지기금 출연'을 자기주식 처분 목적으로 정관에 추가하려는 사례가 확인됨

- 법무부는 사내근로복지기금 출연이 개정 상법상 자기주식의 명시적 예외 활용 사유에 해당하지 않음을 명확히 한 바 있음¹³⁾
- 단순 임직원 복지 증진 목적으로 서술되었더라도 기금 출연 시 의결권 부활을 통해 경영진의 우호지분으로 활용될 가능성도 배제할 수 없으므로, 해당 변경 목적의 적정성에 대해 신중하게 검토할 필요가 있음

2) 경영상 목적

- 자기주식 처분 사유로 구체적 내용 없이 법령상 허용되는 경영상 목적을 포괄적으로 기재하고 세부 계획을 이사회에 위임하는 사례가 다수 관찰됨
- 경영상 목적의 자기주식 처분 비중이 상대적으로 높게 나타난 점을 고려할 때, 자기주식 처분은 지분가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 만큼 기업은 처분의 필요성, 기대효과 및 자금 활용 방향 등을 보다 구체적으로 공시하여 주주와의 소통을 강화할 필요가 있음

자기주식보유처분계획 의결권 행사 현황

- 정기주주총회 결과, 계획안이 상정되어 표결된 268개사 모두 안건이 원안대로 가결되었으며¹⁴⁾, 의결권 있는 주식수 대비 행사율은 평균 57.72%(찬성 55.74%, 그 외 1.98%)로 나타났고, 행사된 의결권 기준으로는 찬성 96.92%와 그 외 3.08%로 나타남
- 최대주주 및 특수관계인 지분율 평균(39.36%)을 기준으로 상·하위 그룹으로 구분하여 분석한 결과, 상위 그룹은 총 64.43%의 의결권이 행사되어 62.45%가 찬성으로 집계된 반면, 하위 그룹은 총 51.85%의 의결권이 행사되고 그 중 49.88%가 찬성함
- 상·하위 그룹의 최대주주 및 특수관계인 지분율은 각각 평균 52.34%, 28.10%로 나타나며, 해당 의결권이 전부 찬성 행사되었다고 가정할 경우 이를 제외한 일반 주주의 평균 찬성 비율은 각각 10.11%와 21.78%로 계산됨
- 보통결의 요건상 최대주주 및 특수관계인 지분만으로도 발행주식총수 25% 이상 행사와 출석 주주 과반수 찬성 요건을 모두 충족할 수 있어, 평균보다 지분율이 높은 기업군에서는 주주총회가 형식적인 사후 승인 절차로 운영될 가능성이 있음
- 계획안 상정 및 표결 기업 268개사 중 76.12%에 해당하는 204개사는 최대주주 및 특수관계인 지분만으로 주주총회 보통결의 요건을 통과할 수 있음

13) 자기주식 소각 의무화 관련 개정 「상법」 길라잡이, 법무부, 2026.03.11.

14) 계획안을 상정한 269개사 중 유니켄(011330) 1개사는 상정 후 안건을 철회함으로써 주주총회에서 표결이 진행되지 않아 해당 분석에서 제외함

- 자기주식을 처분하여 의결권을 부활시키거나 제3자에게 매각할 때, 그 결정권이 지배주주에게만 집중된다면 자기주식이라는 회사의 재산이 지배주주 개인의 지배력을 강화하는 수단으로 활용되는 문제점이 발생할 수 있음

결론 및 시사점

- 개정 상법의 핵심은 '자기주식의 원칙적 소각, 예외적 보유·처분, 그리고 절차적 통제의 주주총회화'라고 요약할 수 있으며, 자기주식 활용의 투명성과 예측 가능성을 높이고자 한다는 점에서 긍정적임
- 자기주식 보유에 따른 상정 비율을 확인한 결과, 보유 기업의 계획안 및 변경안 상정 비율은 각각 15.78%(265개사)와 23.11%(388개사)로 미보유 기업 대비 높게 나타남
- 자기주식 보유 규모가 큰 기업군에서 안건 상정 비중이 증가하는 경향이 확인되며, 상정 기업의 자기주식 비중(계획안 5.27%, 변경안 4.25%)은 전체 평균(2.74%) 및 보유 기업 평균(4.07%)을 크게 상회하는 것으로 나타나 제도 변화에 대한 대응이 무작위적이기보다 자기주식 보유 규모에 따른 선택적 행태임을 시사함
- 소유구조 특성을 비교한 결과, 계획안 상정 기업은 비상장 기업 대비 지배주주 지분율은 낮고 외국인 지분율은 높은 경향을 보였으며, 이는 외부 감시가 강한 기업일수록 자기주식 보유·처분 관련 의사결정에서 투명성과 정당성 확보를 위한 정보 공개 유인이 크게 작용했을 가능성을 시사함
- 한편 자기주식 용도별 배분을 보면, 기보유 자기주식 중 보유 및 처분 용도가 86.68%로 나타나, 자기주식 소각을 유도하고자 한 제도 취지에도 불구하고 기업의 실제 의사결정은 처분 권한 확보 중심으로 이루어지는 경향이 확인됨
 - 시장별로 구분할 경우, KOSDAQ 상장사는 KOSPI 대비 처분 유형이 상대적으로 많고 소각 유형은 적은 가운데, 활용 계획이 구체화 되지 않은 단순 보유 사례도 확인됨
- 용도별 승인 규모를 보면, 처분 승인 물량이 발행주식총수 대비 평균 2.78%로 보유(1.05%) 및 소각(1.01%) 대비 높게 나타남
 - 처분 목적별 평균 처분 비중을 보면, 임직원 보상 목적은 2.65%인 반면 경영상 목적은 6.69%로 나타나, 경영상 목적에서 자기주식 처분 규모가 상대적으로 크게 나타남
 - 기업은 계획안 수립 시, 처분 목적에 따른 평균값을 기준으로 처분 규모를 고려할 수 있으며,

기관투자자 또한 향후 처분 규모의 적정성과 주주가치 영향을 판단하는 기준으로 활용할 수 있음

- 자기주식 처분은 임직원 보상 및 경영상 목적으로 주로 활용되나, 보상 및 처분 관련 정보의 불명확성, 지배주주에 대한 보상 집중 가능성, 과도한 처분 규모에 따른 주주가치 훼손 우려와 더불어 경영상 목적의 포괄적 승인 및 이사회 위임 중심 구조로 인한 사전적 통제의 한계와 같은 문제점이 확인됨
- 상정된 자기주식보유처분계획 안건은 268개사에서 모두 원안 가결되었으며, 최대주주 및 특수관계인 지분만으로 보통결의 요건을 충족하는 경우가 상정 기업의 76.12%에 해당함
 - 집중된 소유구조하에서 최대주주 및 특수관계인의 높은 지분율이 보통결의 통과에 결정적 영향을 미칠 수 있는 점을 고려할 때, 지분율이 높은 기업에서는 주주총회 승인이 실질적 견제보다 형식적 승인 절차로 작동될 가능성을 시사함
- 이러한 문제점들은 자기주식 보유·처분의 투명성과 정당성에 대해 보다 엄밀한 검토를 필요로 하며, 개정 상법이 실효성 있는 시장 규율로서 안착하기 위해서는 기업의 구체적 공시와 투자자의 적극적 감시가 요구됨
 - 또한 일반 주주의 견제 기능이 제한되는 구조적 한계를 고려할 때, 계획 이행에 대한 점검 체계를 마련하고 지배주주 대상 자기주식 처분에 대해서는 이해관계자 의견권 제한 또는 주주총회 결의요건 상향 등 제도적 보완 방안을 검토할 필요가 있음
- 특히 공시의 충실성 관점에서, 현행 주주총회 단계에서 제공되는 자기주식 보유·처분 계획 정보만으로는 실제 보유기간, 처분시기 및 이행 여부를 투자자가 충분히 파악하기 어렵다는 한계가 있으며, 이는 안건의 적정성과 실질적 영향에 대한 판단의 제약 요인으로 작용함
 - 금융위원회는 최근 자기주식 보유·처분 계획 및 이행 현황 공시를 강화하는 제도 개선 방안을 발표하였으며¹⁵⁾, 원안대로 시행될 경우, 상장회사는 '자기주식 처리계획에 따른 실제 이행현황' 등을 연 2회 투자자·일반주주에게 공시할 예정임
- 종합하면, 자기주식 보유 및 처분 계획에 대한 접근을 단순한 형식적 통제에서 벗어나 실질적 처분 내용 중심으로 전환하여, 자기주식 제도가 자본시장에서 보다 예측 가능하고 일관되게 작동할 수 있는 기반을 마련해야 할 필요가 있음

15) 3차 상법 개정 취지에 맞추어 자기주식 보유·처분 공시도 강화됩니다 - 자기주식 원칙적 소각 제도화에 따른 자본시장법 시행령 및 하위규정 입법예고(3.31~5.11), 금융위원회 보도자료, 2026.03.30.

Global News

1. 유럽재무보고자문그룹, SASB 기준 개정안에 대한 의견서 초안 협의 개시

최두진*

- 유럽재무보고자문그룹(EFRAG)은 국제지속가능성기준위원회(ISSB)의 SASB 기준 개정안에 대한 유럽 차원의 의견서 초안을 발표하고 피드백 수렴을 시작함¹⁾
- 앞선 2026년 3월 26일, ISSB는 IFRS S2 기후 관련 공시를 지원하는 산업별 지침 업데이트 및 3개 SASB 기준 개정안에 대한 공개 초안(Exposure Draft)을 발표함²⁾
 - 해당 개정안은 ISSB의 2024~2026년 작업 계획에 따른 SASB 기준 개선 작업의 최종 단계에 해당함
- 2026년 4월 29일, EFRAG는 ISSB의 개정안에 대응하여 유럽의 입장을 조율하기 위한 자체적인 의견서 초안 공개 협의에 착수함
- EFRAG의 의견 수렴 절차는 ISSB의 개정안 내용을 기반으로 하며, 개정안의 대상, 목적 및 일정은 아래 표와 같음

〈표 1〉 개정안 대상, 목적 및 일정

구분	내용
대상 산업	- 전력 및 발전 (Electric Utilities & Power Generators) - 농산물 (Agricultural Products) - 육류, 가금류 및 유제품 (Meat, Poultry & Dairy)
개정 목적	- SASB 기준의 언어 및 개념을 ISSB 기준과 일치 - 공시의 국제적 적용 가능성 및 의사결정 유용성 향상 - 투자자의 정보 요구에 중점을 두면서 타 기준과의 상호운용성 지원 - SASB 기준 내 기후 관련 콘텐츠와 IFRS S2 산업별 지침 간 일관성 유지
향후 일정	- 2026년 6월 28일, EFRAG의 의견서 초안 설문조사 마감 - 2026년 7월 24일, SASB 개정안에 대한 글로벌 공개 협의 최종 마감

- 이에 따라 EFRAG는 유럽 내 정보 작성자, 감사인, 투자자 등으로부터 수집한 피드백을 종합하여 ISSB에 제출할 최종 의견서에 반영함으로써, 글로벌 기준 제정 과정에 적극적으로 참여할 계획임
- 아울러 2026년 5월 6일, 유럽집행위원회(EC)는 공시 항목을 60% 이상 감축하여 기업 부담을 완화한 ESRS 개정 초안을 발표함³⁾

* 한국ESG기준원 ESG 평가본부 사회파트 연구원, doojin.choi@cgs.or.kr

1) <https://www.efrag.org/en/news-and-calendar/news/contribute-to-the-european-views-on-the-issb-consultation-on-sasb-enhancements>

2) <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2026/03/issb-seeks-feedback-on-proposed-amendments-to-three-sasb-standards/>

- 글로벌 로펌인 모리슨 포스터(Morrison Foerster)에 따르면, 해당 개정안은 ISSB 기준과의 상호운용성을 높였으나, 이중중대성(Double Materiality)은 여전히 유럽 공시 체계의 핵심적인 기준임을 강조함⁴⁾
- 또한 기업이 공시 프레임워크로 SASB 및 IFRS 산업별 지침을 활용하더라도 유럽 고유의 요구사항을 충족하기 위해 ESRS 초안과 세밀한 차이 분석(Gap analysis)이 요구됨

3) https://finance.ec.europa.eu/news/commission-seeks-feedback-revised-sustainability-reporting-standards-2026-05-06_en

4) <https://www.mofo.com/resources/insights/260513-european-commission-proposes-revised-esrs>

Global News

2. WBA, 통합 전환 평가 방법론 초안 발표

안지연*

- 2026년 4월 20일, 세계 벤치마킹 얼라이언스(World Benchmarking Alliance, 이하 WBA)가 통합 전환 평가(Integrated Transition Assessment, 이하 ITA) 방법론 초안을 발표함¹⁾
 - 그간 WBA는 인권, 기후, 디지털 포용 등 개별 이슈 중심의 벤치마크를 개발하고 기업을 평가해 왔음
 - 2026년 4월 6일, WBA는 ITA 도입의 필요성을 밝힘²⁾
 - 많은 기업이 파편화된 공시 요구 사항에 맞추어 ESG 이행 계획을 수립하고, 이슈 간 상충³⁾을 충분히 고려하기보다 개별 이슈 중심의 성과 관리에 초점을 맞춤
 - 실제 환경, 사회, 지배구조 이슈는 서로 분리되어 나타나지 않고 긴밀하게 연결되어 있어, 개별 이슈 대응에만 집중할 경우 실질적인 ESG 개선이 지연되거나 제한됨
 - WBA는 이슈 간 연계성을 평가에 반영하고, 기업의 통합적인 ESG 활동을 유도하기 위해 ITA 도입을 추진함
- ITA 방법론 초안의 주요 특징과 내용은 다음과 같음
 - 평가 범용성과 업종 특수성을 균형적으로 반영함
 - 기존 WBA 평가 대비 지표를 축소하고 단순화하여 모든 기업에 모든 지표를 적용함⁴⁾
 - GRI(Global Reporting Initiative), SASB(Sustainability Accounting Standards Board) Standards 등 외부 표준과 기업의 중대성 평가 결과를 활용하여 각 지표의 점수 산정 기준을 업종별로 특화함
 - 기존 벤치마크⁵⁾ 주제를 기후(Climate), 자연(Nature), 사회(Social) 세 가지 차원으로 통합함
 - 기후(Climate): 기후 전환 계획의 신뢰성(credibility)을 검토하고, 기업이 수립한 로드맵에 따라 온실가스 배출량을 실질적으로 감축하고 있는지 평가함
 - 자연(Nature): 자연 자본(natural resources) 및 생물다양성(biodiversity)에 미치는 중대한 부정적 영향을 식별하고, 이를 완화하기 위해 기업이 취하는 조치를 평가함
 - 사회(Social): 기업이 인권을 존중하는지, 가치 사슬로부터 영향을 받는 이해관계자 삶의

* 한국ESG기준원 ESG 평가본부 사회파트 연구원, jyan@cgs.or.kr

1) World Benchmarking Alliance. (2026, April). Draft Methodology for the Integrated Transition Assessment for public consultation. <https://www.worldbenchmarkingalliance.org/latest/draft-methodology-integrated-transition-assessment>

2) <https://www.worldbenchmarkingalliance.org/latest/integrated-transition-assessment>.

3) 예로, 근로자 일부 해고와 사업 규모 축소를 통해 단기적으로 탄소 배출량을 감축하거나, 친환경 제품의 원자재를 확보하는 과정에서 공급망 내 강제노동과 아동노동이 발생하는 경우

4) 기본적으로 모든 업종의 기업을 공통된 책임과 기대치에 따라 평가하기 위한 방법론 고안

5) 기존 WBA 벤치마크 항목: Social, Corporate Human Rights, Gender, Climate(ACT Core, Just Transition), Nature, Ocean, Digital Inclusion, Food and Agriculture, Urban

- 질 향상에 기여하는지, 사회에 미치는 부정적 영향을 줄이고 있는지 등을 평가함⁶⁾
- 위 세 가지 차원에 계획(Planning), 실행(Implementation), 성과(Performance)로 이어지는 공통 측정 영역을 부여함
- 계획(Planning): 지속가능한 목표를 성취하기 위한 전환(transition)⁷⁾ 계획 수립 여부와 그 내용을 평가함
 - 실행(Implementation): 계획 이행에 필요한 시스템 구축 수준 및 운영 방식을 평가함
 - 성과(Performance): 실행 이후 성과가 어떠한 긍정적 영향으로 이어지는지 평가함

〈표 1〉 측정 영역 아래 세부 유형⁸⁾

계획(Planning)	실행(Implementation)	성과(Performance)
<ul style="list-style-type: none"> - 포부/공약 (Ambition/commitment) - 목표(Targets) - 거버넌스(Governance) - 로드맵(Roadmaps) 	<ul style="list-style-type: none"> - 프로세스 (Processes and procedures) - 모니터링 시스템 - 이해관계자 참여 - 자원 할당(Resource allocation) - 기타 조치 	<ul style="list-style-type: none"> - 시계열 추적 및 측정이 가능한 영향 (Measurable impacts, trackable through time, using current or likely future standards as reference points)

- 평가 결과는 세 가지 차원에 세 가지 측정 영역을 교차시킨 3x3 매트릭스로 요약되며, 각 영역의 핵심 질문은 다음과 같음

〈표 2〉 3x3 매트릭스 핵심 질문

	계획(Planning)	실행(Implementation)	성과(Performance)
기후(Climate)	신뢰할 만한 과학 기반 기후 전환 계획이 있는가?	기후 전환 계획을 이행하기 위한 조치가 취해지고 있는가?	기업의 온실가스 배출량, 제품/서비스 생산 구조 또는 투자 포트폴리오가 전환 목표에 부합하는가?
자연(Nature)	자연 손실을 중단하고 복원을 지원하기 위한 신뢰할 만한 계획이 있는가?	자연 전환 계획을 이행하기 위한 시스템이 갖추어져 있는가?	기업이 자연에 미치는 영향을 줄이고 생태계 회복에 기여하고 있는가?
사회(Social)	기업이 인권 위험을 식별하고 정의로운 전환을 계획했는가?	사람에게 미치는 영향을 식별, 예방 및 해결하기 위한 시스템이 갖추어져 있는가?	사람들을 위한 성과가 실제 개선되고 있는가?

- 통합 평가는 다음과 같은 방식으로 구현됨
- 세 가지 차원 외 “통합”차원 및 지표를 별도로 신설하지 않고, 서로 다른 차원을 아우르는 명시적인 “통합형(integratory)” 지표를 도입함

6) 책임 있는 AI 사용 전략 및 근로자 프라이버시 보호 조치도 사회 차원에서 평가함

7) 단순한 변화가 아닌 현재의 기업 운영 방식을 지속가능한 구조로 근본적으로 재편하는 것

8) 본 초안에서 제안된 지표는 총 101개로, 측정 영역과 차원 아래 세부 유형별로 구분됨

- 예로, 사회-성과 영역에서 기후로 인한 경제적 영향에 대응하기 위한 근로자 재교육 및 직무 전환 교육 참여 관련 지표가 제안됨 (기후/사회 통합)
 - 또한 개별 차원의 세부 지표를 평가하는 기준에 통합적 관점을 반영함
 - 예로, 이사회의 이슈 검토 관련 지표는 모든 차원에 반복 적용되어, 각 차원에서 개별 내용을 살펴보는 동시에 이사회가 이슈 간 정합성(coherence)이나 상충 관계(trade-offs)를 어떻게 고려하고 조율하는지도 함께 평가함
 - 따라서 기후, 자연, 사회 전반에 걸친 개선 계획을 수립·이행하며, 통합적 ESG 성과를 입증하는 기업이 개별 이슈 중심으로 대응하는 기업보다 긍정적 평가를 받을 것으로 예상됨
- WBA는 2026년 5월까지 본 초안에 대한 의견을 수렴하여 2026년 11월, 최종안을 발표할 계획임
- 확정된 최종안에 따라 2027년 2,000개 기업 대상으로 평가를 실시하고, 차년도에 그 결과를 공개할 예정임
 - 향후 ITA가 본격적으로 자리 잡을 경우, 많은 기업이 다양한 ESG 이슈를 통합적인 시각으로 바라보며 유기적인 ESG 활동이 확산될 것으로 기대됨