

한국기업지배구조원

2020 주주총회 프리뷰

2020.2.4

사업본부 분석2팀

개요

- 한국기업지배구조원(이하 KCGS)은 12월 결산법인의 정기주주총회 집중개최 시기(이하 주주총회 시즌)가 다가오는 가운데, 주목할 만한 이슈를 선정하고 이를 소개함

지배주주의 이사회 출석률과 겸직

- 대기업집단 소속 상장기업에 등기임원으로 재직 중인 지배주주 또는 친인척 (이하 지배주주)는 총 67명¹⁾(35개 그룹 90개사)이고, 이중 2020년 정기주주총회에 임기가 만료되는 인원은 총 33명임
 - 등기임원으로 재직하고 있는 지배주주 일가 구성원의 2019년 평균 이사회 출석률은 81.3%²⁾임
 - 전체 지배주주 등기임원의 대다수(약 74%)가 75% 이상의 양호한 출석률을 보였으나, 일부의 경우 저조한 출석률을 나타냄
- 일반적으로 지배주주의 등기임원 재직은 책임경영 측면에서 긍정적으로 평가되나, 이사회 불참으로 인해 기업의 주요 경영 의사결정 과정에 참여하지 않았다면 등기임원으로서의 충실의무 및 선관주의의무를 해태한 것으로 볼 수 있음
 - 특히 지배주주의 등기임원 재직이 긍정적으로 평가받는 주된 이유가 경영판단에 대한 법적 책임 부담에 있다는 점을 감안할 때, 이사회 불출석은 등기임원의 책임을 묻기 어렵게 해 지배주주 등기임원 재직의 본질적 의미를 퇴색시킨다는 문제가 있음
 - 따라서 지배주주 등기임원이 현저하게 낮은 이사회 출석률을 기록한 경우 주의를 요함
- 더하여, 겸직 기업 수가 많아질수록 이사회 평균 출석률이 낮아지는 경향을 보임
 - 이는 등기임원으로 재직 중인 일부 지배주주가 이사로서의 기본적인 역할을 할 수 없을 정도의 과도한 겸직을 수행하고 있음을 나타내는 근거일 수 있으며, 이들의 재선임 안건에 대한 기관투자자들의 의결권 행사에 주목할 필요가 있음

1) 2019년 대기업집단 소속회사 임원현황, 기업집단포털. (2019년 5월)

2) 2019년 3분기 분기보고서 기준

〈표〉 지배주주 일가 등기임원의 평균 이사회 출석률³⁾ 및 겸직 기업 수⁴⁾ 분포

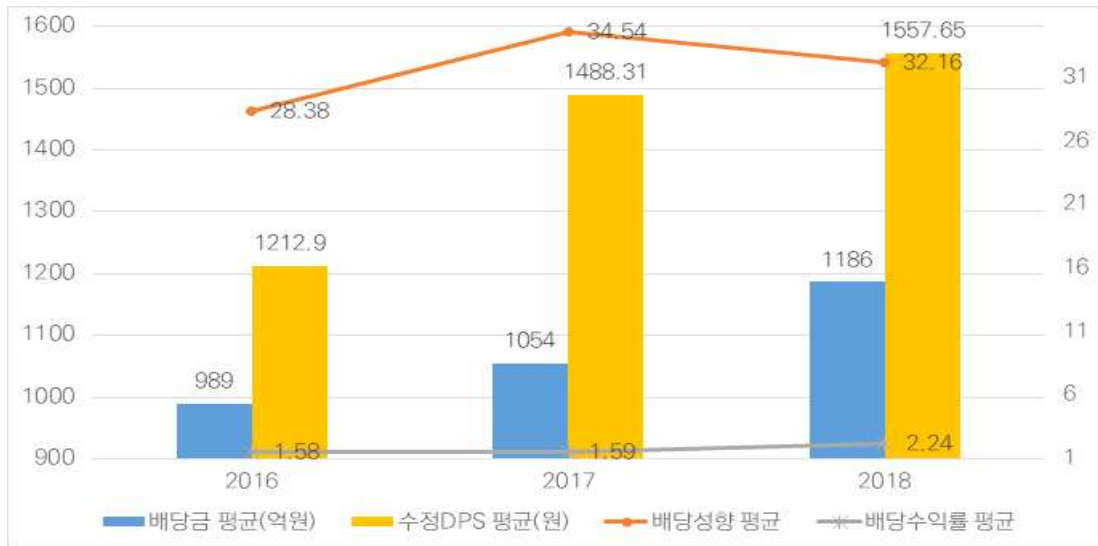
평균 출석률	인원 수(명)	평균 겸직 기업 수(개)
0~25%	5	3.8
25~50%	4	3.67 ⁵⁾
50~75%	8	2.5
75% 이상	48	2.21
미공시*	2	-

* 1개 상장기업에만 등기임원으로 재직중인 지배주주의 이사회 출석률이 공시되지 않은 경우

늘어나는 현금배당

- 주주환원에 대한 시장의 요구가 증대되는 가운데, 우리나라는 자사주 매입 및 소각을 통한 주주환원 방식보다 현금배당을 통한 주주환원 방식을 선호하는 경향이 있음
 - 2017년 자기주식 매입은 213개사, 자기주식 소각은 16개사, 2018년 자기주식 매입은 306개사, 자기주식 소각은 18개사가 실시한 반면, 결산배당(현금배당)을 실시한 기업은 2017년 1,081개사, 2018년 1,098개사로 상장사 대다수가 주주환원 방식으로 배당을 선호함⁶⁾
- KRX300지수⁷⁾에 편입된 상장사들을 대상으로 2016년부터 2018년까지 배당금, 배당성향, 배당수익률, 수정DPS의 평균값은 다음과 같음

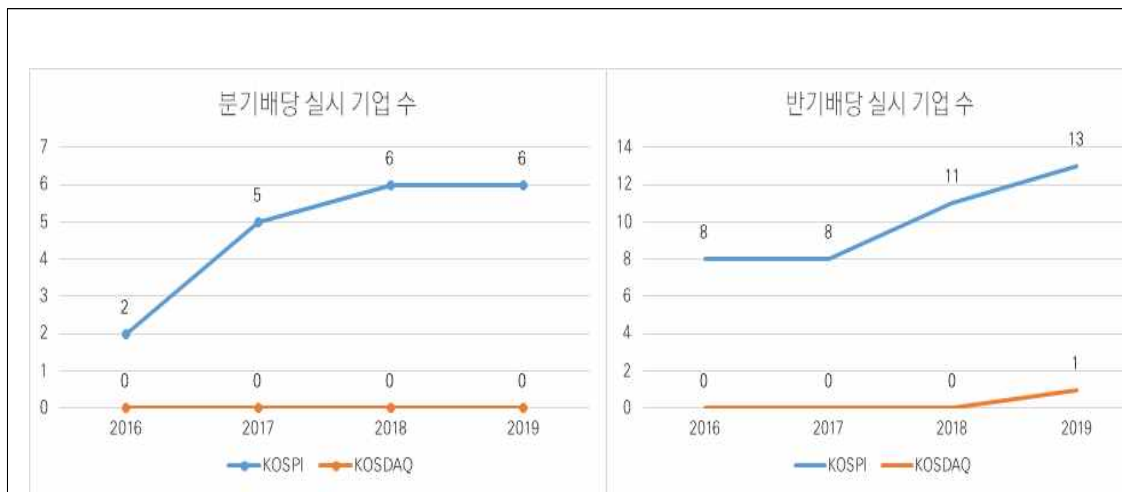
〔그림〕 2016~2018년 KRX300 배당 정보



- 3) 지배주주 일가 등기임원이 재직중인 일부 계열사에서 이사회 출석률을 공시하지 않은 4건의 경우, 재직중인 나머지 계열사에서 공개된 이사회 출석률 평균으로 같음
- 4) 상장/비상장 기업 포함, 등기임원으로 재직한 경우
- 5) 겸직 기업수가 28개인 이상치(outlier) 샘플 값은 구간별 평균 산정에서 제외함
- 6) 2017년 및 2018년 주주환원 실시 기업수의 2개년 단순합, 자기주식 매입 및 소각 실태 파악, KCGS REPORT 9 권 9호, 2019.10.23.
- 7) 한국거래소가 KOSPI 및 KOSDAQ 종목을 통합하여 시가총액 700위 이내, 거래대금 순위 85% 이내인 종목을 심사대상으로 선정해 구성한 지수로써 KOSPI 225개 상장사, KOSDAQ 75개 상장사 대상을 분석 기준으로 한정함. KRX300지수는 대표적으로 활용되는 KOSPI200지수에 편입된 종목들을 90% 이상 포섭하는 벤치마크지수임

- 분석기간 동안 배당금 지급액 및 수정DPS, 배당수익률 평균은 매년 증가하고 있으며, KRX300 내 KOSPI 상장사만 별도로 보았을 때 배당금 증가율은 2016년 대비 2018년 약 22.2%로 증가세가 뚜렷함
- 한국 스투어드십 코드 제정(2016.12) 이후로 주요 자산운용사 및 대형 연기금들의 코드 가입이 본격화⁸⁾됨에 따라, 상장사들의 배당 실시와 배당금 증가는 주주환원 확대에 대한 공감대가 반영된 결과라고 할 수 있음
- 2019년 결산 배당 규모 역시 증가할 것으로 예상되며, 2020년 주주총회에서 결정된 결산배당에 따라 향후 배당 관련 주주관여활동(engagement)이 증가할 것으로 보여짐
 - 결산배당을 실시하지 않는 기업도 2016년 93개사, 2017년 79개사, 2018년 70개사로 지속적으로 줄어들며, 분기배당 또는 반기배당을 실시하는 기업의 수도 증가하고 있어 전체적인 배당 규모는 증가할 것으로 예상됨

[그림] KRX300 분기배당/반기배당 기업 수



- 2019년 결산배당 결과로 향후 기업과의 대화나 배당정책 요구와 같은 주주관여활동이 증가할 것으로 예상되며, 주주들이 납득할 만한 투자계획과 배당정책 등이 제시되지 않는 무배당 혹은 저배당 기업들에 대해서는 배당확대 주주제안이 증가할 가능성이 높음
- 다만, 배당 확대 주주제안에서도 배당이 많을수록 항상 시장의 동의를 얻기 쉬운 것이 아니며⁹⁾, 과도한 주당 배당금에 대한 우려 역시 존재하므로 회사의 자본배분정책, 재무상황 등을 고려하여 적절한 배당 규모 및 정책을 제시하는 것이 바람직할 것임

8) 국민연금공단 2018.08, 사학연금공단 2019.12 가입

9) 2019년 현대자동차 정기 주주총회 당시, 기말배당 승인의 건에서 이사회는 주당 3,000원, 주주제안자인 엘리엇(ELLIOTT)은 주당 21,967원을 제시한 바 있으며 최종적으로 이사회안이 가결되었음

연기금의 변신

- 2019년 12월 사학연금공단이 스튜어드십 코드에 가입하고, 공무원연금공단도 코드 가입을 추진하고 있는 등 국내 주요 연기금들의 변화가 감지되고 있음
 - 사학연금공단은 스튜어드십 코드 가입 이후 자산운용정책에 책임투자과 수탁자 책임에 관한 원칙을 명시하였고, 공무원연금공단은 근로자 관계, 사회적 이슈, 환경 이슈에 대한 의결권 행사지침을 담은 의결권 세부 행사기준을 제정함
- 더하여, 국민연금공단은 2019년 12월 ‘국민연금기금 적극적 주주활동 가이드라인(이하 가이드라인)’을 발표하여 스튜어드십 코드 가입 이후 주주권 행사를 보다 강화하려는 움직임을 보여주고 있음¹⁰⁾
 - 국민연금은 수탁자책임에 관한 원칙을 충실히 이행하고, 국민연금 주주활동에 대한 시장 예측가능성을 높이기 위해 가이드라인을 제정하였으며, 가이드라인은 ‘공개중점관리기업’, ‘예상하지 못한 우려사안이 발생하여 비공개대화를 실시한 기업’ 중에서 개선이 없는 기업들을 대상으로 주주활동을 실시하고자 함
 - 가이드라인의 개정으로 국민연금은 이번 주주총회 시즌에 의결권 행사 외에 주주제안, 주주서한 등과 같은 주주권 행사가 보다 확대될 것으로 기대됨
- 주요 연기금들의 스튜어드십 코드 가입과 가이드라인 개정으로 이번 주주총회 시즌에는 국민연금 외 연기금들의 활동이 기대됨

기관투자자의 주주활동 전망

- 2019년 정기주주총회 시즌에는 스튜어드십 코드 도입 활성화, 행동주의 펀드의 증가 등으로 기관투자자에 의한 주주관여가 활발히 이루어짐¹¹⁾
 - 지난 해 정기주주총회 시즌에는 주주서한을 비롯하여 주주제안, 의결권 대리행사 권유공시 등 다양하고 적극적인 주주권 활동이 이루어짐
- 이러한 기관투자자들의 주주관여활동에 대응하여 긍정적인 변화를 보여준 기업들도 있었지만, 대외적으로 실질적인 변화가 전혀 발생하지 않은 기업들도 발견됨
 - 에스엠은 KB자산운용이 송부한 주주서한에 대하여 1) 주주환원, 2) Life Style 사업 관련, 3) 프로듀싱 서비스에 대한 내용이 담긴 답변서를 공시하였지만, 구체적인 주주친화 정책을 공시하지 않았고, KB자산운용이 핵심적으로 지적한 라이크기획 프로듀싱 계약에 대해서는 주주들이 납득할 만한 개선을 보여주지 않음¹²⁾
 - 2018년부터 밸류파트너스자산운용을 비롯한 기관투자자들은 KISCO홀딩스를 상대로 주주서한 송부, 주주제안 등 주주관여 활동을 지속적으로 실천하였으나 KISCO홀딩스는 이러한 요구에 공개적으로 대응하고 있지 않음¹³⁾

10) [의결 19-18] 국민연금기금 적극적 주주활동 가이드라인(안), 2020.1.10, 국민연금기금운용본부

11) KCGS, “2019 주주총회 리뷰 - 기관투자자의 주주관여 현황과 시사점”, 2019.4.24

12) SM엔터테인먼트 주주서한에 대한 답변서-문화 강국을 향한 쉽 없는 도전, KB자산운용, 2019.7.31

13) 19년 KISCO홀딩스 주총 보도자료, 밸류파트너스자산운용, 2019.2.26

- 더불어 밸류파트너스와 KB자산운용의 주주권 행사를 제외하면 2018년도와 같은 기관투자자들의 공개적인 주주참여 활동은 관찰되고 있지 않음
- 관련하여 주식 등의 대량보고·공시의무를 차등화한 자본시장법 시행령 개정안(이하 개정안)이 2020년 2월 1일부로 시행될 예정임
 - 자본시장법 시행령의 주요 개정 내용은 '경영권에 영향을 주기 위한 것'의 범위를 명확히 하고, 경영권에 영향을 미치지 않는 투자자에 대해서도 보유목적에 '일반투자'와 '단순투자'로 구분하고 보고·공시의무가 차등화됨
 - 기관투자자가 배당, 보편적 지배구조 개선을 위한 정관 변경, 회사 임원의 위법행위에 대한 상법상 권한행사는 이번 개정안에서 '경영권에 영향을 주기 위한 목적'의 활동범위에서 제외됨

〈표〉 5% 대량보유 보고제도 개선방안¹⁴⁾

〈 기 준 〉

	경영권 영향 목적	경영권 영향 목적 없음
주주활동	임원 선해임 등에 대한 주주제안 등 '사실상 영향력' 행사	그 외
보고의무	5일, 상세	(일반투자자) 월별보고(신규: 5일), 약식 (공적연기금) 분기보고 약식



〈 개 정 〉

보유목적	경영권 영향 목적		경영권 영향 목적 없음			
			일반투자자		단순투자자	
주주활동	임원 선해임 등에 대한 주주제안 등 '사실상 영향력' 행사 ※ 배당, 보편적 지배구조 개선 관련 주주활동 등 제외		경영권 영향 목적은 없으나 적극적인 유형의 주주활동 ※ 예 : 배당, 보편적 지배구조 개선 관련 주주활동		단독주주권만 행사 ※ 예 : 의결권, 신주인수권	
보고의무			(일반투자자) 현행 유지 (공적연기금) 5일 약식	(일반투자자) 10일(신규: 5일), 약식 (공적연기금) 월별 약식	(일반투자자) 현행 유지 (공적연기금)	(일반투자자) 현행 유지 (공적연기금)

- 개정안에서 주목할 점은 배당, 지배구조 관련 정관변경, 관계법령에 따른 이사해임에 대한 주주제안은 '경영권 영향 목적 없음'으로 분류됨에 따라, 투자기업의 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기관투자자가 보다 용이하게 주주제안을 추진할 수 있다는 점임
 - 개정안이 시행되기 전에는 경영참가목적이 없다는 확인서를 공시한 기관투자자들은 주주제안을 추진할 수 없었음
- 이번 시행령 개정으로 경영참가목적이 없는 기관투자자들도 제한된 범위에서 주주제안을 추진할 수 있어 보다 적극적인 주주참여 활동이 기대됨
 - 또한, 자산소유자인 연기금의 스튜어드십 코드 도입 등 책임투자에 적극적으로 나서고 있다는 점 역시 기관투자자의 주주활동을 촉진할 수 있는 변화로 판단됨

14) 공정경제 뒷받침할 상법·자본시장법·국민연금법 시행령 개정안 국무회의 의결, 2020.1.21., 법무부

- 나아가, 지난 해 기관투자자의 주주관여 활동에도 불구하고 실질적인 변화가 발생하지 않은 기업에 대해 기관투자자들이 의결권 행사 외에 어떠한 주주관여 활동을 보여주는지 관찰할 필요가 있음

사외이사 임기제한 시행

- 2020년 1월 21일 법무부가 발의한 ‘상법 시행령 일부 개정안(이하 개정안)’이 국무회의에서 의결되었고,¹⁵⁾ 1월 29일부터 시행됨
 - 개정안은 ‘전자투표를 통한 의결권 행사 시 행사내역의 변경 또는 철회 가능’, ‘임원 후보자에 관한 사항 공시 강화’, ‘사외이사 자격요건 강화’, ‘주주총회 소집통지 시 사업보고서 등 제공 의무화’등을 골자로 하고 있으며, 주주총회 개최 전 사업보고서 사전 공시를 제외한 개정안은 대통령 재가 이후 공표일로부터 즉시 시행됨
- 이번 주주총회 시즌 때 주목할 부분은 사외이사 자격요건 강화이며, 개정안이 시행되면 비금융업을 영위하는 상장기업의 사외이사도 ‘금융회사의 지배구조에 관한 법률’에서 명시한 사외이사 임기를 적용받게 됨
 - 개정안에서 상장기업의 사외이사는 해당회사에서 최대 6년, 계열회사를 포함하여 9년을 초과하여 사외이사로 재직할 수 없음

[그림] 최근 3년 간 신규선임 사외이사 분포



- 유가증권시장에 소속된 상장기업들 중 2020년 2월과 3월에 임기가 만료되는 사외이사는 총 361개 기업의 591명이며, 이 중 161개 기업, 208명의 사외이사들은 개정안이 시행되면 현재 기업에서 재선임 될 수 없음¹⁶⁾
 - 그 중 75명은 재직연수가 9년을 초과하여, 계열회사에서도 사외이사로 재직할 수 없음

15) 공정경제 뒷받침할 상법·자본시장법·국민연금법 시행령 개정안 국무회의 의결, 2020.1.21., 법무부

16) 본문에서 명시된 208명은 2020년 3월 말 기준으로 사외이사 재직기간이 6년을 초과하거나 또는 사외이사 잔여 재직기간이 6개월 미만인 경우를 포함함

- 최근 3년 간 유가증권시장에 소속된 상장기업 중 임기 6년을 초과한 사외이사 중에서 퇴임 후 신규로 선임된 사외이사의 수는 평균적으로 52명인 것을 감안하면, 이번 정기주주총회에서 신규 사외이사 선임안건의 수는 대폭 증가할 것으로 보임
- 더하여 일부 유가증권 상장기업은 시행령 개정으로 사외이사 반수 이상을 교체해야 하며 이 중 감사위원 반수 이상의 교체도 예상됨
 - 유가증권시장에 상장된 자산총계 2조 원 이상의 상장기업 158개 사 중 12개 사는 사외이사 및 감사위원 반수 이상을 교체해야 하며, 2개의 기업은 사외이사 및 감사위원 전원을 교체해야함
- 이번 개정안 시행으로 정기주주총회에서 신규 사외이사 선임안건의 수가 크게 증가할 것으로 보이며, 상장기업들은 보다 엄격한 사외이사 선임요건을 적용받게 되지만 10년을 초과하여 재직하는 사외이사의 독립성에 대한 의구심은 완전히 해소됨
- 투자자들은 개정안 시행으로 사외이사 구성에 급격한 변화가 예상되는 기업에 대해 신규로 선임될 사외이사의 독립성과 더불어 이사회에 재직할 경험이 있고, 사외이사로서 전문성을 보유한 후보가 선임되는지 확인할 필요가 있음

