

이슈별 국내 상장회사의 주주총회 결과 분석 및 시사점

- 국내외 기관투자자의 의결권 행사 결과를 중심으로

김선민*

- ▶ 이 글은 최근 국내 자본시장에서 주목받은 1)소유분산기업의 지배구조, 2) 분할 및 3) 주주제안 이슈를 중심으로 국내외 연기금과 국내 민간기관투자자의 의결권 행사 결과(2018년~2021년)를 분석함
- ▶ 우선, 소유구조 특성(①소유분산기업, ②소유집중기업)에 따른 기관투자자의 의결권 행사 결과를 분석한 결과 특정 안건에서 소유구조에 따른 기관투자자의 의결권 행사 평균 반대율에 차이가 확인되었으며, 특히 소유분산기업에 대한 기관투자자의 반대율은 증가 추세에 있음
- ▶ 다음으로 분할 안건에 대한 기관투자자의 반대율을 분석한 결과, 과거와 달리 분할 안건에 대해 반대표를 행사하는 기관투자자가 증가하고 있으며, 이러한 경향은 물적분할에서 더욱 뚜렷하게 나타남
- ▶ 2019년 이후로 주주제안 찬성률은 증가 추세에 있으나, 2018년부터 2021년까지 주주제안에 대한 기관투자자의 평균 찬성률은 41.3%로 여전히 다른 주주들로부터 절반이 넘는 지지는 받지 못하고 있음

개괄

- 올해 정기주주총회를 앞두고 소유분산기업의 이사 선임 논란, 경영진과 주주들의 표결 대결, 소액주주들의 연대 등이 언론의 주목을 받음¹⁾
- 이러한 논란은 이사 후보자의 자진 사퇴, 주주총회 개최 전 사전 안건 조율 또는 안건 철회 등으로 이어짐²⁾

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
KCGS 정책연구본부 책임연구원, 02-6951-3902, smkim@cgs.or.kr

- 1) 뉴스토마토, 2023.01.31., “소유분산기업, CEO 선임 절차 투명성과 사외이사 강화 필요”; 데일리안, 2023.03.03., “[2023주주총회②] 곳곳서 표대결...거수기 시대 끝났다”, ESG경제, 2023.03.09., “‘K-주주행동주의’...유행 아닌 대세로 봐야할 이유”; 서울신문, 2023.02.26., “3월 주총 주주제안 수용 50곳 전망...입김 커지는 소액주주”
- 2) 연합뉴스, 2023.03.31., “[2보]KT 사외이사 후보 3인 동반사퇴...주총 재선임 의안 폐기”; 머니투데이, 2023.03.09., “KT, APG 주주제안 일부 수용...전향적 결정”; 파이낸셜뉴스, 2023.03.15., “태광산업, 트러스트 주주제안 수용...“근거없는 주장은 엄정대응””; SBS BIZ, 2023.03.24., “에스엠 주총 안건에서 ‘이수만 제안 이사 제외...“취임의사 철회””

- 그동안 주주총회가 형식적인 절차에 불과하다는 비판을 받아온 점을 감안하면 이와 같은 광경은 주주총회에 대한 주주들의 관심이 과거와는 다르다는 것을 보여줌³⁾
 - 온라인 플랫폼을 통해 소액주주들의 의결권을 위임받아 주주제안을 상정하거나 주주와 경영진이 소셜미디어 등을 활용하여 주주들을 설득하는 모습도 이를 단적으로 보여주는 대표적인 사례로 볼 수 있음⁴⁾⁵⁾
 - 특히, 몇 년 전 LG화학의 물적분할 이슈를 기점으로 기관투자자뿐만 아니라 소액주주들까지 주주총회에서 적극적으로 목소리를 내기 시작한 것이 달라진 주주총회 모습에 어느 정도 영향을 준 것으로 판단됨

- 이에 이 글에서는 국내 자본시장에서 주목받은 몇 가지 주주총회 이슈 - ① 소유분산기업의 지배구조, ② 분할 ③ 주주제안 - 를 중심으로 국내외 연기금 및 국내 민간기관투자자의 의결권 행사 결과를 분석하고자 함
 - 정기주주총회는 주주총회 결의 사항 중 주로 재무제표(이익배당), 정관변경, 이사선임, 임원 보수 안건들이 상정되는 반면, 임시주주총회에서는 회사의 주요 경영사항 및 전략 등과 관련된 합병, 분할 등의 안건이 상정되는 경우가 상대적으로 많음
 - 따라서, 이 글은 정기주주총회와 임시주주총회의 의결권 행사 결과를 함께 살펴보고 분석함으로써 최근 주주총회 이슈에 대한 기관투자자의 의결권 행사 동향을 파악할 수 있는 중요한 정보를 제공하는데 그 의의가 있음

분석 개요

- **(분석 기간 및 분석 내용)** 지난 2018년부터 2022년까지 개최된 정기 및 임시주주총회에서 국내외 연기금과 국내 민간기관투자자가 국내 상장법인(단, 코넥스 제외)을 대상으로 의결권을 행사한 결과를 분석함⁶⁾

- **(분석 표본)** 한 개의 분석 표본은 기업-년도-개별안건-기관투자자의 의결권 행사 결과로 이루어져 있으며, 분석 대상 기관투자자는 해외 연기금, 국내 연기금, 국내 민간기관투자자로 아래와 같음 (〈표 1〉 참고)

3) 머니투데이, 2016.03.01., “올해도 ‘날림주총’ 우려...‘쿼터제 도입 증 실효성 높일 방안 마련해야’”; 뉴스웨이, 2016.03.10., “주총 몰아치기 심각...전자투표는 ‘유명무실’”

4) 소액주주의 의결권 위탁플랫폼으로 비사이드(www.bside.ai)와 한톨(<https://hantol.oopy.io/017890>)이 있음

5) 트러스톤TV(YouTube), 2023.03.16, “저희에게 의결권을 위임해 주십시오! 단 몇 주라도 기업을 개선하는데 큰 힘이 됩니다”; SMTOWN(YouTube), “SM이 하이브의 적대적 인수를 반대하는 이유”; DB하이텍소액주주연대(YouTube), 2023.03.20., “물적분할 등 안건 찬반 입장”

6) 단, 분석 시점에서 국내 민간기관투자자의 2022년 임시주주총회 의결권 행사 결과는 공시되지 않아 해당년도 기관투자자의 의결권 행사 결과는 산출이 불가능함. 이에 주요 이슈별 분석은 2018년부터 2021년까지의 결과만을 제시함

- 해외 연기금은 캘리포니아공무원연금(이하 CalPERS), 캘리포니아교직원연금(이하 CalSTRS), 플로리다연기금(이하 SBA), 캐나다공적연기금(이하 CPPIB), 온타리오교직원연금(이하 OTPP), 브리티시컬럼비아투자공사(이하 BCI), 네덜란드 연기자산운용(이하 APG), 노르웨이 중앙은행투자청(이하 NBIM)에 한정하여 조사함
- 국내 연기금은 국민연금, 사학연금, 공무원연금, 교직원공제회를 대상으로 조사함
- 국내 민간기관투자자는 자본시장법상 의결권 행사 결과를 의무적으로 공시해야 하는 집합투자업자(자본시장법 제87조)와 신탁업자(자본시장법 제112조)를 모두 포함함

〈표 1〉 분석 표본 기관투자자

구분	기관명	
해외 연기금(8)	미국	CalPERS, CalSTRS, SBA
	캐나다	BCI, CPPIB, OTPP
	네덜란드	APG
	노르웨이	NBIM
국내 연기금 등(4)	국민연금, 사학연금, 공무원연금, 교직원공제회	
국내 민간기관투자자	법상 의결권 행사 내용 등을 의무적으로 공시해야 하는 집합투자업자(자본시장법 제87조)와 신탁업자(자본시장법 제112조)	

- **(데이터 수집 및 분석 방법)** 분석 대상 기관투자자의 의결권 행사 결과는 기관별 홈페이지와 한국거래소 기업공시채널(KIND)의 의결권 행사 내역 및 결과를 직접 확인하여 수집(hand-collecting)함
 - 경영진이 상정한 안건의 경우 주주제안, 보고안건, 경선안건, 주주들의 사안별 판단을 어렵게 하는 일괄상정안건은 분석에서 제외함⁷⁾
 - 기관투자자의 의결권 행사 결과 누락 및 공시오류가 확인되는 경우도 분석에서 제외함
 - 또한, 데이터 수집 및 분석 시점에서 상장폐지 되어 주주총회 안건 정보를 확인할 수 없는 기업의 의결권 행사 결과도 분석에서 제외함
- **(반대율 정의)** 의결권 행사 반대 비율은 경영진 안건에 대해 기관투자자가 행사한 반대 건수를 이들 기관투자자가 의결권을 행사한 전체 경영진 안건 수로 나누어 계산함
 - 단, 안건별 반대율은 해당 안건에 의결권 반대 행사를 한 기관투자자의 수를 해당 안건에 대해 의결권을 행사한 전체 기관투자자의 수로 나누어 계산함

7) 일괄상정안건은 안건의 사안별 판단을 어렵게 한다는 문제도 존재하지만, 이에 대한 의결권 행사 내역 공시도 기관투자자별로 상이 (일부 기관투자자의 경우 일괄상정안건을 개별안건으로 간주하여 의결권 행사 결과를 공시함)하여 일관성 있는 분석을 위해 제외함

의결권 행사 대상 기업 현황

□ 국내외 연기금 및 국내 민간기관투자자의 의결권 행사 대상 기업 현황은 <표 2>에 제시되어 있음

<표 2> 국내외 연기금 및 국내 민간기관투자자의 의결권 행사 대상 기업 현황

(단위: 社)

구분		2018		2019		2020		2021		2022		2023	
		정기 ¹⁾	임시	정기 ¹⁾	임시	정기 ¹⁾	임시	정기 ¹⁾	임시	정기 ¹⁾	임시	정기 ¹⁾	
국내 연기금 등	국민연금	559	94	559	67	628	105	598	92	617	96	585	
	사학연금	81	0	79	0	74	8	98	4	111	5		
	공무원연금	27	0	42	1	32	0	30	0	31	4		
	교직원공제회	46	1	27	0	30	0	9	0	7	0		
해외 연기금	미국	CalPERS	381	69	402	38	426	70	427	51	258	35	275
		CalSTRS	85	20	210	18	209	24	181	22	205	25	192
		SBA	426	62	528	46	258	37	204	32	306	35	488
	캐나다	BCI	107	29	112	14	105	19	104	17	110	14	101
		CPIIB	157	36	169	20	169	21	91	8	46	4	44
		OTPP	2	21	60	6	55	2	1	0	1	0	1
	네덜란드	APG	181	46	178	21	159	25	145	27	175	19	159
	노르웨이	NBIM	451	70	483	42	460	82	484	93	519	69	530
국내 민간기관투자자 ²⁾		719	117	710	73	761	139	687	114	775			

1) 정기는 2월~3월에 개최된 정기주주총회를 의미함

2) 국내 민간기관투자자의 의결권 행사 대상 기업 수는 적어도 한 곳 이상의 기관투자자가 의결권 행사 이력을 공시한 기업 수를 의미함

* 회색 음영은 분석 시점에서 해당연도 주주총회의 의결권 행사 결과를 아직 공시하지 않은 경우를 의미함

** 한 기업이 한 해 여러 차례 임시주주총회를 개최한 경우 중복하여 집계함

국내 상장회사의 정기 및 임시주주총회 결과 (2018년~2022년)

- 2018년부터 2022년까지 개최된 국내 상장회사의 주주총회 결과를 분석한 결과, 정기주주총회와 임시주주총회 모두 해외 연기금의 의결권 행사 반대 비율이 가장 높게 나타남
- <그림 1>을 보면, 해외 연기금 > 국내 연기금 > 국내 민간기관투자자 순으로 반대율이 높게 나타나는 것을 알 수 있음
- 이는 의결권 행사 대상 기업과의 관계에서 해외 연기금이 국내 연기금 및 민간기관투자자보다 상대적으로 이해상충 요소가 적고 보다 독립적인 위치에서 경영진 안전에 대해 의결권을 행사하는 것이 가능하기 때문으로 판단됨
 - 사실상 국내 연기금의 의결권 행사는 주로 국민연금이 주도하고 있다고 볼 수 있으나 (해외 연기금과 비교하였을 때) 국민연금은 의결권 행사의 독립성 이슈에서 자유롭지 못하다는

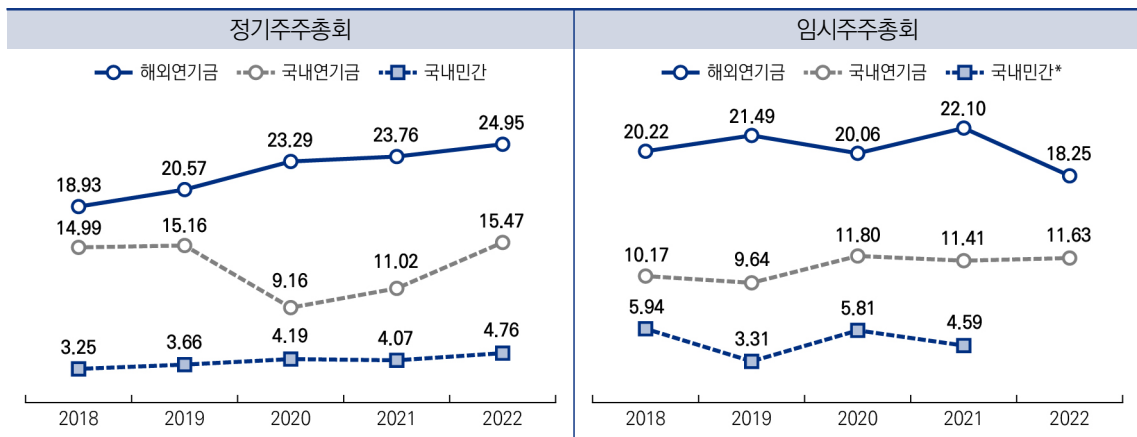
문제가 존재하며⁸⁾⁹⁾,

- 의결권 행사 대상 기업과 사업적 이해관계(business ties) - 상장회사의 화재보험 또는 퇴직연금을 운용하는 등 - 가 존재하거나 이들 기업과 계열회사 관계에 있는 국내 민간기관 투자자 또한 주주에게 불리한 안건이 상정되었을 경우 이에 대해 반대 목소리를 내기란 쉽지 않을 수 있음

○ 이러한 결과는 의결권 행사 대상 기업과 이해상충(conflicts of interest) 또는 사업적 이해관계(business tie)가 적은 기관투자자일수록 경영진 안건에 대해 반대하는 경향이 크다는 기존 연구와도 일맥상통함¹⁰⁾

□ 정기주주총회는 2018년 이후부터 대체로 기관투자자의 의결권 행사 반대 비율이 지속적으로 증가 추세에 있으나, 임시주주총회의 경우 두드러지는 추세가 확인되지는 않음

〈그림 1〉 기관투자자 유형별 의결권 행사 반대 비율 (2018년~2022년)



* 분석 시점에서 2022년 국내 민간기관투자자의 임시주주총회 결과는 공시되지 않아 산출이 불가능함

- 1) 주주제안, 경선안건, 일괄상정안건, 보고안건은 분석에서 제외함
- 2) 국민연금의 의결권 행사 종목이 다른 국내 연기금보다 상대적으로 많으므로 국내 연기금의 반대율은 사실상 국민연금의 반대율 추이와 유사하다고 볼 수 있음
- 3) 국민연금은 2020년부터 직접 보유분이 없는 기업에 대해서 투자일임업자에게 의결권 행사를 위임함. 국민연금의 의결권 행사 위임 종목에 대한 반대율은 지분의 반대 비율을 그대로 반영하여 계산함
- 4) 참고로 분석 대상인 해외 연기금의 2023년 정기주주총회 반대율은 27.02%로 조사됨

8) 전체 국내 연기금의 분석 표본에서 국민연금이 차지하는 비중은 약 79%임

9) MTN, 2023.03.10., “'관치 논란' 휩싸인 국민연금...쏟아지는 우려의 목소리

10) Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W., 1988, “Ownership structure and voting on antitakeover amendments”, 『Journal of financial economics』, 20, pp.267-291

주요 이슈별 분석

- 분석1: 소유구조 특성에 따른 기관투자자의 의결권 행사 결과
 - 소유집중기업의 경우 계열회사에 대한 지배력을 통한 지배주주 또는 지배주주 일가의 사익 추구(ex. 불공정한 자원 이전(tunneling), 불투명한 임원 보수) 문제가 지적되는 반면, 대주주 또는 지배주주가 존재하지 않는 소유분산기업은 CEO의 참호구축(entrenchment)이 문제가 되고 있음¹¹⁾
 - 이렇게 소유구조 특성에 따라 서로 다른 유형의 대리인 문제가 존재하며 이런 특성이 기관투자자의 의결권 행사에 영향을 줄 수 있음
 - 이에 분석1.에서는 소유구조에 따라 ① 소유분산기업과 ② 소유집중기업으로 나누고 지난 4년(2018년~2021년)간 이들 기업에 대한 기관투자자의 의결권 행사 패턴에 특징이 있는지를 살펴보고자 함
 - 소유분산기업과 소유집중기업을 구분하는 명확한 정의나 정해진 기준이 없으므로 이 글에서는 분석 편의상 매년 공정거래위원회가 발표하는 상호출자제한기업집단 지정현황 보도자료를 참고하여 지배주주가 없는 기업집단 소속 상장회사는 소유분산기업으로, 지배주주가 있는 기업집단 소속 상장회사는 소유집중기업으로 구분함
 - 이를 토대로 구분한 소유분산기업과 소유집중기업의 현황은 <표 3>에 제시함

<표 3> 소유분산기업과 소유집중기업 현황

년도	소유분산기업 (dispersed ownership)	소유집중기업 (concentrated ownership)
2018	15	196
2019	20	214
2020	19	205
2021	18	209
합계	72	824

1) 금융지주사 미포함

- 2018년부터 2021년까지 최근 4년간 소유분산기업과 소유집중기업에 대한 기관투자자의 의결권 행사 평균 반대율은 각각 9.26%와 9.67%로 두 집단 간 통계적으로 유의한 차이는 없는 것으로 확인됨 (<표 4> 참고)

11) 한국ESG기준원 정책 세미나, 2023.1.18., “국내 소유분산기업의 지배구조 현황 및 개선방안 모색”

〈표 4〉 소유분산기업과 소유집중기업에 대한 기관투자자의 의결권 행사 반대율 (2018년~2021년)

소유분산기업 (dispersed ownership)	소유집중기업 (concentrated ownership)	t-value
9.26 (0.003)	9.67 (0.001)	-1.231

- 1) ()의 값은 std.err를 의미함
- 2) 금융지주사 미포함

- 그러나 안건 유형에 따라 두 집단 간 기관투자자의 의결권 행사 평균 반대율은 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 확인됨 (〈표 5〉 참고)
 - 소유분산기업은 소유집중기업보다 감사 선임 안건에 있어 기관투자자로부터 반대를 많이 받았으며, 소유집중기업은 재무제표(이익배당) 승인, 사내이사 선임, 이사 보수, 임원 퇴직금 지급 규정 변경의 건에서 더 많은 반대를 받음

〈표 5〉 소유분산기업과 소유집중기업의 안건 유형별 반대율 차이 (2018년~2021년)

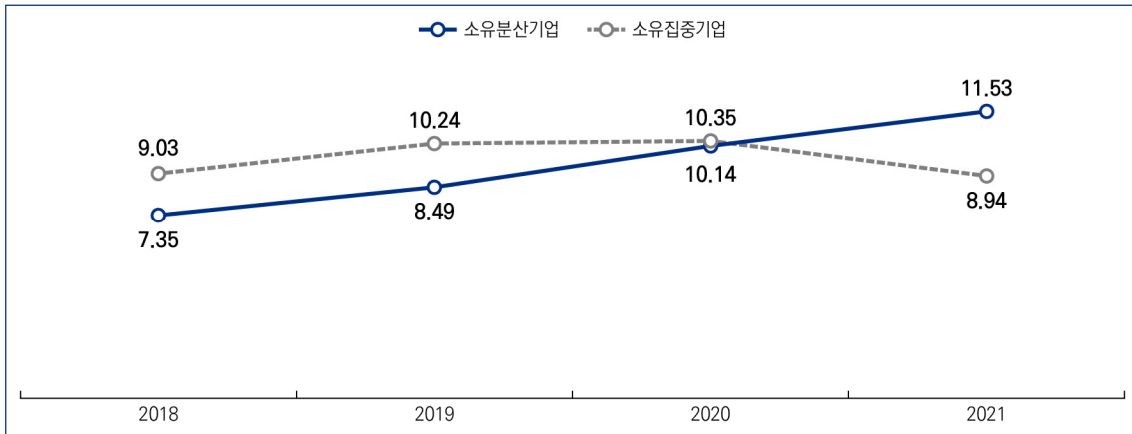
	소유분산기업 (dispersed ownership)	소유집중기업 (concentrated ownership)	t-value
재무제표(이익배당)	10.89 (0.011)	12.95 (0.003)	-1.727*
사내이사 선임	10.00 (0.007)	14.01 (0.003)	-4.527***
감사 선임	24.24 (0.076)	10.43 (0.018)	2.356**
이사 보수	2.92 (0.006)	5.61 (0.002)	-3.331***
임원퇴직금 지급 규정 변경의 건	4.14 (0.024)	12.58 (0.010)	-2.134**

- 1) ()의 값은 std.err를 의미함
- 2) ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1
- 3) 금융지주사 미포함

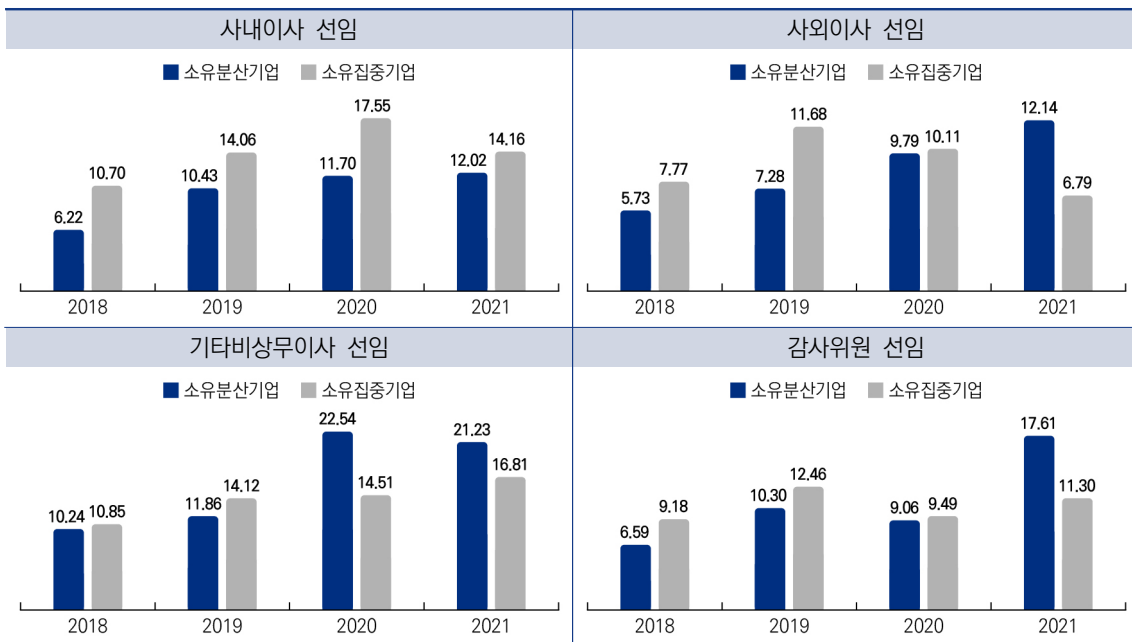
- 또한 연도별로 살펴본 기관투자자의 의결권 행사 반대율 추이에서도 소유분산기업과 소유집중기업 간의 차이가 확인됨 (〈그림 2〉 참고)
 - 반대율의 일정한 추세가 없는 소유집중기업과 달리 소유분산기업에 대한 기관투자자의 반대율은 2018년 7.35%에서 2021년 11.53%로 증가함
 - 소유분산기업에 대한 기관투자자의 반대율이 지속적으로 증가한 것은 대체로 이사(사내이사(대표이사), 사외이사, 기타비상무이사 그리고 감사위원) 선임 안건에서 반대율이 증가했기 때문으로 확인됨

- 특히 소유분산기업의 사내이사 및 사외이사 선임 안전에 대한 반대율은 2018년부터 4년간 점진적으로 증가함 (<그림 3> 참고)

<그림 2> 소유분산기업과 소유집중기업에 대한 연도별 기관투자자의 의결권 행사 반대율



<그림 3> 이사 선임 안전에 대한 기관투자자의 의결권 행사 반대율: 소유분산기업 vs. 소유집중기업



· 분석2:분할 안전과 기관투자자의 의결권 행사 결과

- 지난 2020년 LG화학의 물적분할 이후로 분할을 결정한 기업들이 소액주주들의 반대에 직면하는 사례가 계속해서 목격되는 등 기업의 분할 결정을 부정적으로 바라보는 주주들이 증가하고 있는 것으로 보임¹²⁾
- 이에 금융당국 또한 물적분할과 관련하여 일반주주의 권리를 보호하기 위한 법·제도적 장치

를 마련 중임¹³⁾¹⁴⁾¹⁵⁾

- **(국내 상장회사의 분할 현황)** 한국거래소 기업공시채널(KIND)에 공시된「회사분할결정」, 「증권신고서(분할)」 보고서를 참고하여 2018년부터 2022년까지 국내 상장회사의 분할 현황을 살펴봄 (<그림 4> Panel A.참고)
 - 분석 결과, 지난 5년간 확인되는 상장기업의 분할 건수는 모두 175건으로 국내 상장회사는 인적분할 보다 물적분할을 하는 빈도가 높음
 - <그림 4>의 Panel A.를 보면 코로나가 발생한 첫해인 2020년에 국내 상장회사의 분할 건수가 다른 해보다 급격하게 증가(59건)한 것을 알 수 있으며, 이는 2018년 20건보다 약 3배 증가한 수치임
 - 코로나로 인해 경기 침체를 우려한 기업들이 자구책 마련 수단으로 분할을 선택했을 가능성도 존재함
- **(분할 안전과 의결권 행사 현황)** 2018년부터 2021년까지 상장기업의 분할 건수는 139건이며 이 중 기관투자자의 의결권 행사 이력이 확인되는 건수는 97건임 (<그림 4> 참고)
 - 분석 시점에서 국내 민간기관투자자의 2022년 임시주주총회 결과는 확인할 수 없으므로 분할 안전에 대한 기관투자자의 의결권 행사 반대 비율은 2018년부터 2021년까지 분석함
- 일례로 2018년 상장회사의 분할 건수는 20건(<그림 4> Panel A.)이며, 이 중 기관투자자의 의결권 행사 이력이 확인되는 건수는 모두 18건(<그림 4> Panel B.)임
 - 즉, 해당 분할 안전에 대해 적어도 한 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 이력이 있는 분할 건수가 18건이라는 의미임
- 그러나 2018년부터 2021년까지 기관투자자가 의결권을 행사한 97건의 분할 안전 중에서도 한 곳의 기관투자자만 의결권을 행사한 경우는 19건임
 - 이는 97건의 분할 안전 중 약 19.6%에 해당하는 수치로 기관투자자의 의결권 행사 반대율 계산 시 편의(bias)가 발생할 수 있음

12) 아주경제, 2021.09.15., “국민연금, SK이노베이션 물적분할 반대대표... “주주가치 훼손 우려””; BusinessPost, 2022.10.16., “SK 이노베이션과 후성 소액주주모임, 물적분할 반대 주주연합에 합류”; 시사저널, 2022.10.07., “한국조선해양 소액주주도 공식대응... 물적분할 상장 저지 움직임 확산”; 연합뉴스, 2023.03.28., “‘팍리스 물적분할’ DB하이텍 ‘분할 자회사 상장계획 없다’”

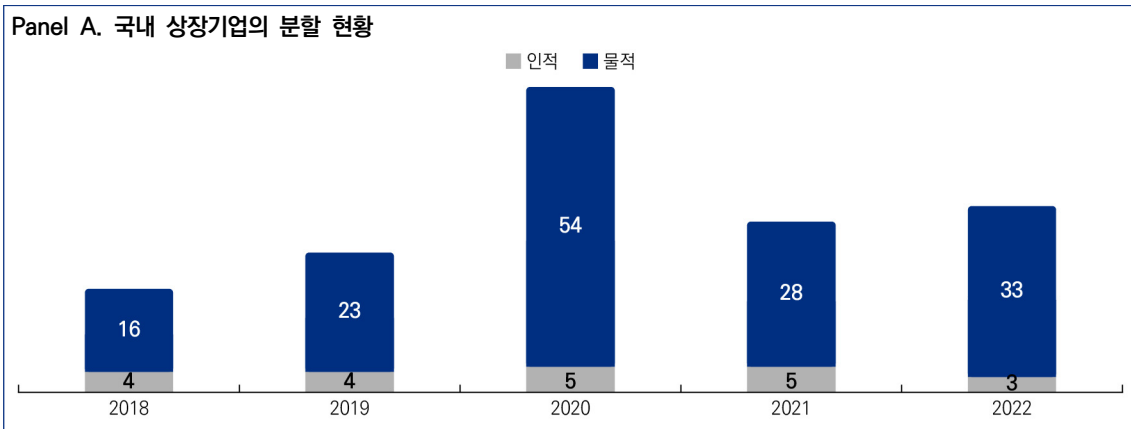
13) 금융위원회 보도자료, 2022.03.07., “물적분할 등 기업 소유구조 변경시 주주보호가 강화됩니다 -「기업지배구조보고서」 가이드라인 개정-”

14) 금융위원회 보도자료, 2022.09.05., “물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고 방안 - 물적분할과 상장과정에서 일반 투자자들의 권리가 충실히 고려되는 자본시장 체계를 만들겠습니다-”

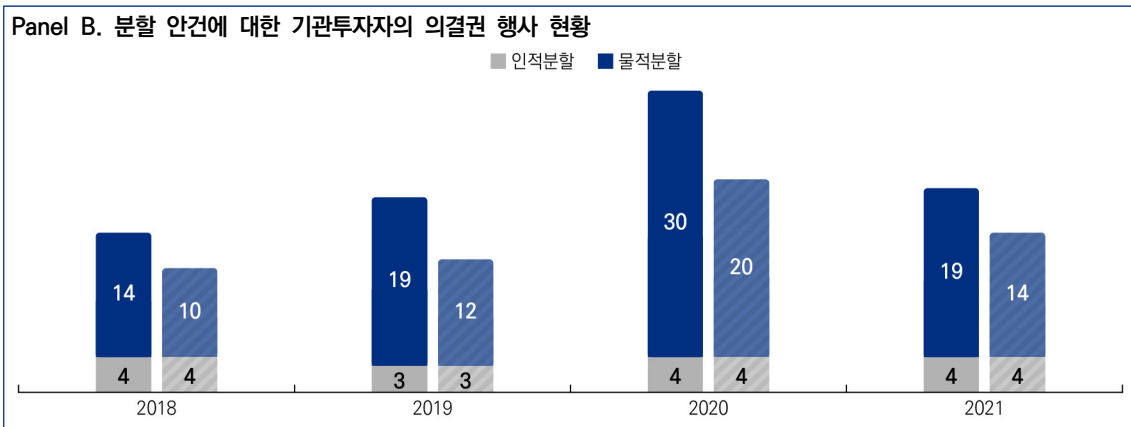
15) 금융위원회 보도자료, 2022.12.20., “상장기업 물적분할시 주식매수권청구권 도입 -「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 개정안 국무회의 통과-”

- 따라서 이 보고서에서는 이러한 문제를 줄이고자 최소 세 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 안전에 한정하여 분할 안전에 대한 기관투자자의 의결권 행사 반대율을 분석함
 - 97건의 분할 안전 중 최소 세 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 안전은 모두 71건임 (<그림 4> Panel B. 흐린음영(빛금 표시) 참고)

<그림 4> 국내 상장기업의 분할 현황



1) 국내 상장기업(코넥스 제외)의 연도별 분할 건수는 주주총회 개최 연도를 기준으로 파악함 (단, 분할합병 및 분할철회는 분석에서 제외함)



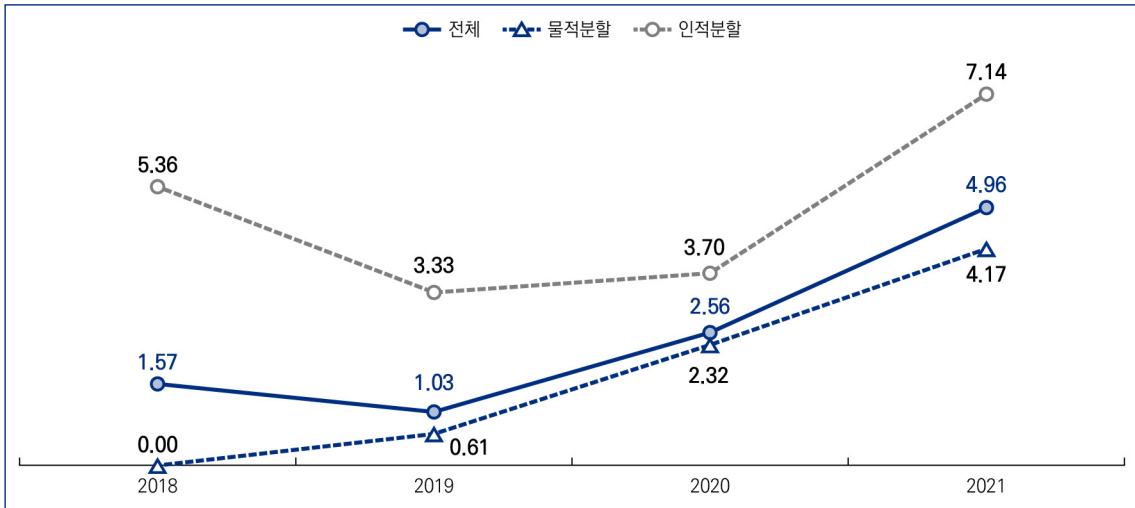
- 1) 진한 음영이 최소 한 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 이력이 있는 분할 안전수이며, 흐린음영(빛금 표시)은 최소 세 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 이력이 있는 분할 건수를 의미함
- 2) 분석 시점에서 국내 민간기관투자자의 임시주주총회 결과를 확인할 수 없기에 2022년 통계치는 제외함

□ 기업의 분할 결정에 대한 주주들의 반대 및 우려에도 71건의 분할 안전은 주주총회에서 모두 통과됨¹⁶⁾

16) 참고로 분석 표본에서 2020년 LG화학의 물적분할 안전에 대해 의결권을 행사한 기관투자자는 모두 50곳(해외 연기금 7곳, 국내 연기금 2곳, 국내 민간기관투자자 41곳)으로 확인되며, 이 중 6곳의 기관투자자가 해당 안전에 대해 반대함

- **(분할 안건과 기관투자자의 반대율)** 그러나 과거와는 달리 분할 안건에 대해 반대표를 행사하는 기관투자자가 증가하고 있는 것에 주목할 필요가 있음
 - <그림 5>에 따르면, 2018년 분할 안건에 대한 반대율(해당 안건에 대해 의결권을 행사한 전체 기관투자자 가운데 반대 의사를 표시한 기관투자자의 비중)은 1.57%였으나 2021년 4.96%로 약 3배 이상 증가함
 - 이러한 경향은 인적분할 보다 물적분할에서 더욱 뚜렷하게 나타남
 - 2018년 물적분할에 대한 반대율은 0%였으나 2021년에는 4.17%를 기록하는 등 물적분할에 대한 부정적 견해를 지닌 기관투자자가 증가했음을 알 수 있음

〈그림 5〉 분할 안건에 대한 기관투자자의 의결권 행사 반대율 (2018년~2021년)

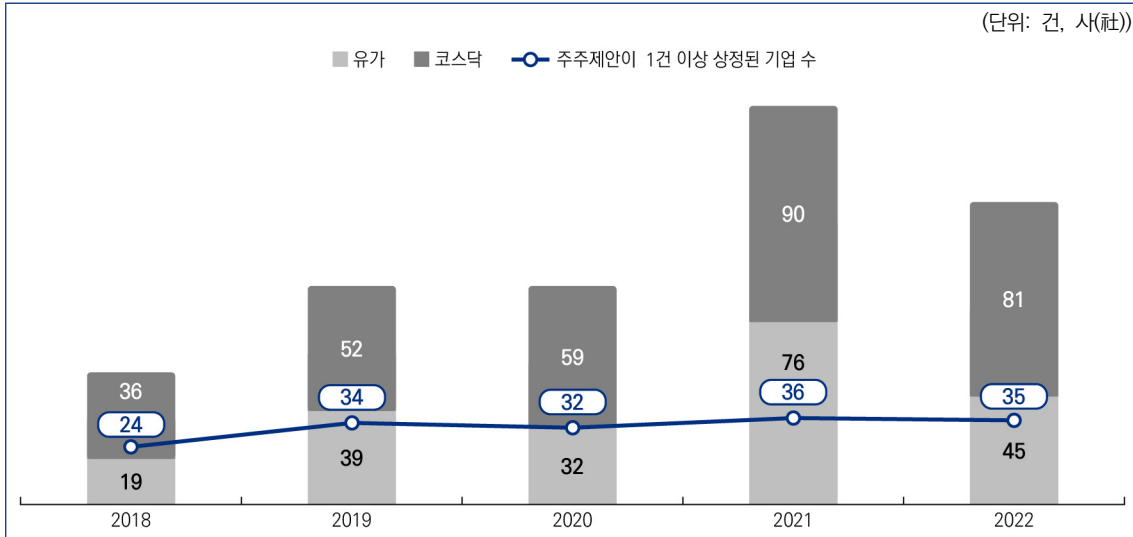


- 1) 반대율: 분할 안건에 대해 반대한 기관투자자의 수 / 분할 안건에 대해 의결권을 행사한 전체 기관투자자의 수
- 2) 최소 세 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 분할 안건(71건)에 대한 기관투자자의 의결권 행사 반대율임
- 3) 분석 시점에서 국내 민간기관투자자의 임시주주총회 결과를 확인할 수 없기에 2022년 통계치는 제외함

· 분석3: 주주제안과 기관투자자의 의결권 행사 결과

- **(국내 상장기업의 주주제안 현황)** 2018년부터 최근 5년간 발의된 국내 상장기업의 주주제안 현황을 살펴보면, 2018년부터 2022년까지 발의된 주주제안은 모두 529건이며 주주제안이 1건 이상 상정된 기업 수는 연평균 32.2사임(〈그림 6〉 참고)
 - 유가증권 상장기업보다 코스닥 상장기업에서 더 많은 주주제안이 상정되고 있음

〈그림 6〉 국내 상장기업의 주주제안 현황

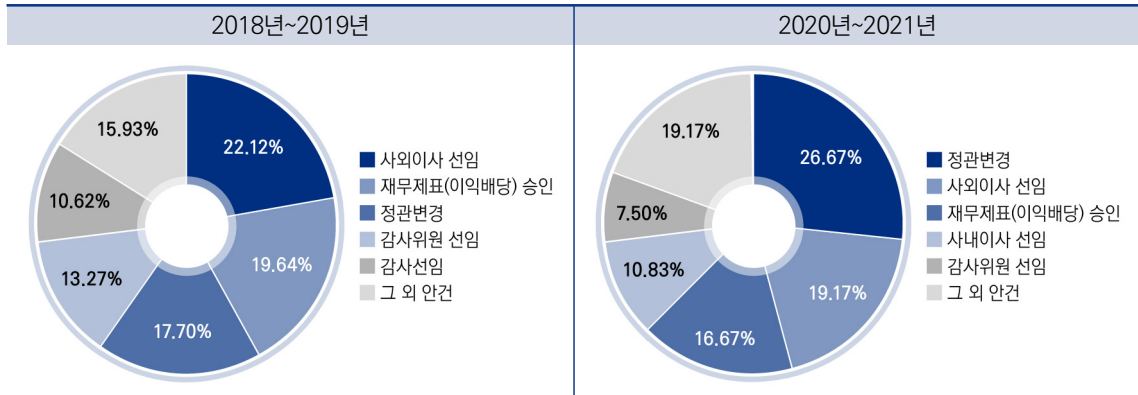


* 출처: 한국거래소 기업공시채널(kind.krx.co.kr)을 참고하여 직접 전수 조사함

- **(주주제안과 의결권 행사 현황)** 지난 2018년부터 2021년까지 국내 상장회사의 주주총회에서 발의된 403건의 주주제안 중 기관투자자의 의결권 행사 이력이 확인되는 주주제안은 232건임
 - 분석 시점에서 국내 민간기관투자자의 2022년 임시주주총회 결과는 확인할 수 없으므로 주주제안에 대한 기관투자자의 의결권 행사 결과는 2018년부터 2021년까지 분석함
- **(주주제안 안건 유형)** 232건의 주주제안 유형을 분석한 결과, 시기에 따라 기관투자자가 의결권을 행사한 주주제안 안건 유형에 차이가 있음 (〈그림 7〉 참고)
 - 2018년~2019년은 대체로 사외이사 선임에 관한 주주제안이 차지하는 비중이 높았으나, 2020년~2021년에는 정관변경 안건이 차지하는 비중이 높음
 - 2018년~2019년 기관투자자가 의결권을 행사한 주주제안 중 정관변경 안건이 차지하는 비중은 약 17.70%였으나, 2020년~2021년에는 26.67%로 확대됨
 - 반면, 사외이사 선임 안건은 2018년~2019년에는 22.12%였으나, 2020년~2021년에는 19.17%로 감소함

〈그림 7〉 안전 유형별 주주제안 비중

(단위: %)



* 분석 대상 기관투자자가 의결권을 행사한 주주제안 중 가장 많이 상정된 상위 5개의 안전 유형순으로 나열하였으며, 나머지 안전 유형은 그 외 안전으로 분류함

- 기관투자자의 의결권 행사 이력이 확인되는 232건의 주주제안은 적어도 한 곳 이상의 기관 투자자가 의결권을 행사한 이력이 있는 주주제안을 의미함
 - 이 중 한 곳의 기관투자자만 의결권을 행사한 이력이 있는 경우는 63건임
 - 이는 232건의 주주제안 중 약 27.16%에 해당하는 수치이기에 기관투자자의 의결권 행사 찬성률 계산 시 편의(bias)가 발생할 수 있음
 - 따라서 이 보고서에서는 이러한 문제를 줄이고자 최소 세 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 안전에 한정하여 주주제안에 대한 기관투자자의 의결권 행사 찬성 비율을 분석함
 - 232건의 주주제안 중 최소 세 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 안전은 모두 130건으로 확인됨

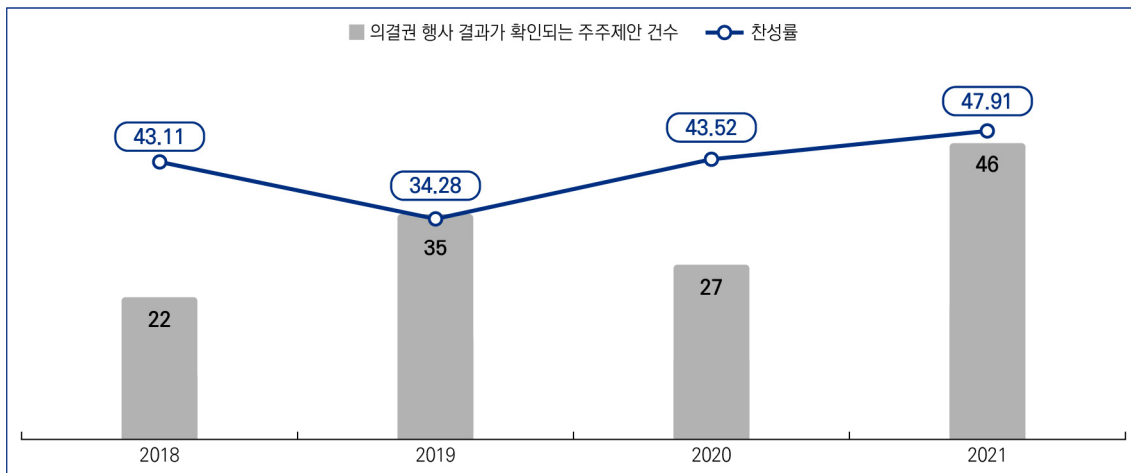
- **(주주제안과 찬성률)** 2018년부터 2021년까지 주주제안에 대한 평균 찬성 비율(주주제안에 대해 의결권을 행사한 전체 기관투자자 가운데 찬성 의사를 표시한 기관투자자의 비중)은 41.26%임 (〈그림 8〉 참고)
 - 주주제안 찬성률은 2019년 34.28%에서 2021년 47.91%를 기록하는 등 점진적으로 증가 추세에 있으나 여전히 다른 주주들로부터 절반이 넘는 지지를 받지 못하고 있음

- 주주제안이 상정된다고 하더라도 주주마다 이해관계가 다르고 주주총회 표결에서 지배주주 일가의 영향력이 적지 않다는 점을 고려하면 현실적으로 주주제안이 통과되기는 쉽지 않음¹⁷⁾

17) 직접 확인한 결과, 232건의 주주제안 중 안전 폐기 또는 철회한 경우, 의결정족수 부족으로 부결된 경우를 제외한 주주제안은 총 203건으로 이 가운데 실제로 주주총회에서 가결된 주주제안은 12건에 불과함

- 이러한 가운데 상정된 주주제안이 대체로 다수의 기관투자자로부터 지지받지 못했다는 것은 상정되는 주주제안이 다른 주주들로부터 공감을 얻지 못했거나 이들의 이해관계에 부합하는 주주제안이 아니었을 가능성도 있어 보임

〈그림 8〉 주주제안에 대한 기관투자자의 의결권 행사 찬성률 (2018년~2021년)



- 1) 찬성률: 주주제안에 찬성한 기관투자자의 수 / 주주제안에 의결권을 행사한 전체 기관투자자의 수
- 2) 최소 세 곳 이상의 기관투자자가 의결권을 행사한 주주제안(130건)에 대한 기관투자자의 의결권 행사 찬성률임
- 3) 분석 시점에서 국내 민간기관투자자의 임시주주총회 결과를 확인할 수 없기에 2022년 통계치는 제외함

결론 및 시사점

- 최근 국내 자본시장에서 쟁점이 된 1)소유분산기업의 지배구조, 2)분할 및 3)주주제안 이슈를 중심으로 국내외 연기금과 국내 민간기관투자자의 의결권 행사를 분석한 주요 결과는 다음과 같음
- 2018년부터 2021년까지 개최된 정기 및 임시주주총회에서 기관투자자의 의결권 행사 결과를 분석한 결과, 특정 안건(재무제표(이익배당) 승인, 사내이사 및 감사 선임, 이사 보수 등)에서 소유구조에 따른 기관투자자의 의결권 행사 평균 반대율에 차이가 있음을 확인함
 - 2018년 이후로 소유분산기업에 대한 기관투자자의 반대율은 증가 추세에 있으며, 이는 이사 선임 안건에 대한 반대율이 대체로 증가하고 있기 때문임
- 분할 안건에 대한 기관투자자의 반대율은 2018년 1.57%에서 2021년 4.96%로 증가하는 등 해당 안건에 대해 반대 의사를 표하는 기관투자자가 증가하고 있음
 - 특히 2018년 반대율이 0%인 물적분할의 반대율은 2021년 4.17%로 증가하는 등 인적분할보다 물적분할에 있어 반대율 증가 추세가 두드러짐

- 2019년 이후로 주주제안 찬성률은 증가 추세에 있으나, 2018년부터 2021년까지 주주제안에 대한 평균 찬성률은 41.3%로 기관투자자 대다수로부터 지지받지 못하는 상황임
- 이는 그동안 상정된 주주제안이 다른 주주들로부터 충분한 공감을 얻지 못했거나 이들의 이해관계에 부합하지 않는 안건이었을 가능성이 있음