



**KEF** 경총  
KOREA  
ENTERPRISES  
FEDERATION

# 「감사위원 분리선임 및 3% rule 규제 강화」가 미치는 영향과 문제점

- 감사위원회 설치 초상장회사에 대한 지분율 분석을 중심으로 -

2020. 11.

## ◀ 목 차 ▶

### <요 약 >

- I. 감사위원 선임 규제 도입시 상장회사 실태 분석 / 1
- II. 감사위원 선임 규제로 우려되는 부정적 파급 효과 / 4
- <첨부> 감사위원 선임 규제 관련 상법 개정안 주요내용 / 15

## < 요약 >

### < 감사위원 선임 규제 도입시 상장회사 실태 분석 >

① 감사위원 선임 규제시 감사위원회 설치 상장회사의 최대주주 및 특수관계인이 보유한 평균 지분 47.0% 가운데 3%만 행사 가능하여 93.6%에 해당하는 44%의 의결권이 제한되며, 이 제한되는 의결권의 시가총액은 약 377조원(최대주주 등 지분 시가총액 416조원 대비 약 90.8%)

- ▶ 상법상 감사위원회를 설치한 전체 500개 상장회사의 최대주주와 특수관계인이 보유한 지분은 평균 47.0%로, 감사위원 1인 분리선임시 합산 3% rule에 따라 최대주주 등의 지분 47%의 93.6%에 해당하는 44.0%가 의결권 제한

② 감사위원 선임 규제로 인한 의결권 제한 비중은 감사위원회 의무도입 기업(39.4%)보다 증견·증소규모 상장회사 등 자율도입 기업(45.5%)에서 더욱 큰 것으로 나타남

- ▶ 개정안으로 인한 감사위원 선임시(최소 1인) 최대주주 및 특수관계인 지분 중 의결권이 제한되는 지분율은 감사위원회 의무도입 상장회사가 평균 39.4%, 자율도입 상장회사가 45.5%로, 자산 2조원 미만의 자율도입 사업장에 더 큰 부담으로 작용

\* 현재 감사위원회 의무도입 사업장(123개사)보다 자율 도입 사업장(377개사)이 더 많으나, 규제 도입시 감사위원회 자율설치 인센티브를 저해할 수 있음.

#### <규제 대상 상장회사의 최대주주 등 지분 현황 및 의결권 제한 지분 예상액(도입 형태별)>

	기업 수 <sup>1)</sup> (비중)	최대주주 및 특수관계인 지분 <sup>2)</sup> (3% 초과 의결권 제한 지분)	의결권 제한 지분 시가총액 <sup>3)</sup> ( '20.9.29 기준)
계	500 (100.0%)	47.0% (44.0%)	377조 4,797억원
전 체	123 (24.6%)	42.4% (39.4%)	312조 9,308억원
자 율 도 입	377 (75.4%)	48.5% (45.5%)	64조 5,489억원

주 1 : 감사위원회 설치 기업(금융회사, 공기업, 거래정지사 등 제외 : 기업 list 한국상장회사협의회 제공)

주 2 : 의결권 있는 발행주식총수(자사주 제외) 대비 최대주주 및 특수관계인 보유주식 비중

주 3 : 대상기업 시가총액(자사주 제외)에 감사위원 선임시 제한되는 최대주주 등의 지분 비율을 곱한 값의 합

자료 : 금융감독원 전자공시시스템, 2019년도 각 사 사업보고서

- ▶ 감사위원 선임 규제 대상기업의 51.8%가 '자산 1천억원 이상 5천억원 미만' 구간에 있는 중소·중견기업이며, 최대주주 및 특수관계인의 의결권 제한 지분율은 '자산 5천억원 이상 1조원 미만' 규모 기업에서 가장 크게(49.1%) 나타남.

## < 감사위원 선임 규제로 우려되는 부정적 파급 효과 >

### ① 감사위원 선임 규제, **소액주주 권익 보호(X) 펀드의 입김만 강화(O)**

- ▶ '감사위원 분리선임'과 '특수관계인에 대한 3% rule 강화'는 입법목적인 소액주주 권익 보호보다는 외국계 투기자본 같은 기관투자자만을 위한 제도가 될 우려
- ① 주요 대기업 감사위원 후보 추천을 위한 주주제안시 수 천억원, 감사위원 선임을 위한 최소자금 수 천억원~수 조원 소요, 소액주주가 활용하기 불가능(접근성 매우 낮음)
  - \* 감사위원 후보 추천(주주제안)만을 위해서도 상장회사 기준 최소 0.5%의 지분 필요, 삼성전자 약 1조 8천억원, SK하이닉스 약 3,200억원 등 수 천 억원 이상 소요
  - \* 개정안에 따라 최대주주 등의 의결권이 3%로 제한되어도 이에 대등한 지분 확보를 위해서는는 주요기업은 수조원 필요, 소액주주가 감당하기 어려움.
- ② 최대주주와 특수관계인에만 적용되는 합산 3% rule은 최대주주를 역차별하고 2대, 3대 대주주 및 펀드 등에 대한 반사이익 제공

<예시> A상장회사 대주주들의 지분 현황이 다음과 같은 경우 가정시,

- ① **최대주주 및 특수관계인 : 47%** (최대주주 1명 30% + 특수관계인(5명x 3.4%) 17%)
- ② **2대주주와 직계가족 : 10%** (2대주주 1명 8% + 직계가족 1명 2%)
- ③ **3대주주 해외펀드 및 관계사 : 9%** (3대주주 펀드 3% + 관계사(3개사x2%) 6%)

⇒ 개정안 도입시 대주주가 감사위원 선임에 행사 가능한 의결권은 다음과 같음

- ① <최대주주 등 : 합산 3% 적용> **총 3%**
- ② <2대주주 등 : 개별 3% 적용> **총 5%** (2대주주 3% + 직계가족 2%)
- ③ <3대주주 등 : 개별 3% 적용> **총 9%** (3대주주 3% + 관계사 각 2% + 2% +2%)

⇒ 최대주주 등은 합산 3% rule로 인해 직접적인 의결권 제한을 받고(평균 지분 47% 중 44% 제한), 외국계 펀드 등 나머지 주주는 합산하지 않아 보유 지분 전부(9%)를 활용할 수 있는 바, 최대주주 등의 47% 지분이 외국계 펀드 9%에도 훨씬 미치지 못하는 의결권을 행사하게 되는 불합리 발생

\* 이는 과거 소버린, 칼아이칸 사례와 같이 외국계 펀드 등이 국내기업의 지분을 3% 이하로 쪼개어 접근하게 만드는 강력한 유인이 될 수 있음(사례 7p 참조).

③ 장기투자 비중이 낮은 소액주주 특성상, 감사위원 선임 등 기업 지배구조 분야에 대한 관심이 상대적으로 적음.

(2020년 기준 코스피 기준 3개월에 1번, 코스닥 기준 1.5개월 1번꼴로 손 바뀜)

## ② 감사위원 선임을 위한 최소 비용의 대폭 하락으로 투기 펀드나 경쟁 세력의 이사회 진입 시도가 현재보다 크게 증가 우려

▶ 감사위원 선임 규제가 도입될 경우, 투기 펀드나 경쟁 세력 등의 이사회 진입 비용이 대폭 낮아져, 이사회 진입 시도가 현재보다 크게 증가하고, 특히 중소·중견기업에 더 큰 문제를 유발할 가능성 높음.

① 외국인 지분 보유 비율이 높은 대기업의 경우, 개정안 시행으로 진입 비용이 크게 줄어 해외 펀드 등의 이사회 진입 시도가 증가하고, 최대주주의 선임권은 무력화 되는 결과 초래

② 개정안 도입시 자발적으로 감사위원회를 설치한 중소·중견기업은 작전 세력 등 외부 펀드가 소규모 자금으로 이사회에 손쉽게 진입하고, 진입시 타격도 더 크게 나타날 우려

\* 예를 들어, 사모펀드가 코스닥 상장 중견기업 A사(시가총액 2,000억원 수준, 최대주주 및 특수관계인 40%, 지분 시총 800억원 보유 가정)의 이사회에 진입 시도시 필요 자금 → 현재는 800억원(최대주주와 최소한 동일 지분을 확보하기 위한 비용) 이상이나, 개정안 통과시 60억원(3% 수준의 지분 확보 비용) 수준으로 대폭 감소

## ③ 외국계 투기 펀드 등 적대세력이 이사회 진입시 기술 유출, 단기적 배당 정책 추구 등 부작용 우려

① 이사의 정보 접근 권한이 큰 만큼, 영업전략, 기술 등 정보 유출 가능성 높음(사례 12p 참조).

② 이사회는 회사의 핵심의사결정 기구로, 경영진에 대립적인 인물이나 정치적 목적을 가진 인사가 진입할 경우 정상적인 경영활동에 방해가 될 수 있음.

③ 재무적 수익을 중시하는 국내외 헤지펀드 등이 이사회 진입시 회사의 장기적 발전 보다는 단기적 배당 확대 등의 목적에 치중할 우려가 높음(사례 13p 참조).

## I 감사위원 선임 규제 도입시 상장회사 실태 분석

① 감사위원 선임 규제시 감사위원회 설치 상장회사의 최대주주 및 특수관계인이 보유한 평균 지분 47.0% 가운데 3%만 행사 가능하여 93.6%에 해당하는 44%의 의결권이 제한되며, 이 제한되는 의결권의 시가총액은 약 377조원(최대주주 등 지분 시가총액 416조원 대비 약 90.8%)

■ 개정안의 감사위원 선임 규제\*가 적용되어 기업\*\*의 감사위원 분리선임시 (최소 1인) 의결권 행사 가능 지분은 평균 47.0%에서 3%로 93.6% 감소

\* <개정안 주요내용> ①감사위원 최소 1인은 이사 중 선임하지 않고 다른 이사와 분리하여 별도 안건으로 선임, ②감사위원 선임시 최대주주와 특수관계인 의결권을 합산하여 총 3%로 제한(첨부 상술, 15p)

\*\* 감사위원회 설치 상장회사

○ 상법상 감사위원회를 설치한 전체 500개 상장회사의 최대주주와 특수관계인의 평균 지분 비율은 47.0%\*

\* 감사위원회를 설치한 비금융 상장회사 전체 510개사 중 공기업 4개사, 거래정지 기업 4개사, 흡수·합병된 기업 2개사를 제외한 500개사(2019년 기준) 전수 분석

⇒ 규제 적용시 대상기업의 최대주주 및 특수관계인 지분 47%의 93.6%에 해당하는 44.0%가 감사위원 분리선임시 의결권 제한(개정안은 감사위원 선임시 최소 1인은 최대주주 및 특수관계인 합산하여 최대 3%까지만 의결권 행사 가능하도록 규제)

○ 감사위원 선임시 의결권을 제한받는 최대주주 및 특수관계인 지분의 시가총액은 약 377조원(최대주주 등 지분 시가총액 416조원 대비 약 90.8%)

<표 1> 규제 대상 상장회사의 최대주주 등 지분 현황 및 의결권 제한 지분 예상액

	기업 수 <sup>1)</sup>	최대주주 및 특수관계인 지분 <sup>2)</sup> (3% 초과 의결권 제한 지분)	의결권 제한 지분 시가총액 <sup>3)</sup> (’20.9.29 기준)
계	500개사	47.0% (44.0%)	377조 4,797억원

주 1 : 감사위원회 설치 기업(금융회사, 공기업, 거래정지사 등 제외 : 기업 list 한국상장회사협의회 제공)

주 2 : 의결권 있는 발행주식총수(자사주 제외) 대비 최대주주 및 특수관계인 보유주식 비중

주 3 : 대상기업 시가총액(자사주 제외)에 감사위원 선임시 제한되는 최대주주 등의 지분 비율을 곱한 값의 합

자료 : 금융감독원 전자공시시스템, 2019년도 각 사 사업보고서

**② 감사위원 선임 규제로 인한 의결권 제한 비중은 감사위원회 의무 도입 기업(39.4%)보다 중견·중소규모 상장회사 등 자율도입 기업(45.5%)에서 더욱 큰 것으로 나타남**

■ 개정안으로 인한 감사위원 선임시 최대주주 및 특수관계인의 지분 중 의결권이 제한되는 비율은 감사위원회 의무도입 상장회사가 평균 39.4%, 자율도입 상장회사가 45.5%로, 자산 2조원 미만의 자율도입 사업장에 더 큰 부담으로 작용

○ 현재 감사위원 규제가 적용되는 대상사업장(500개사)은 전체 상장회사(2,029개사, 금융회사 제외)의 약 25% 수준으로, 감사위원회 의무도입 사업장(123개사)보다 자율적 감사위원회 도입 사업장(377개사) 비중이 더 많음.

- 자산 2조원 미만 상장회사는 감사위원회 의무 도입 사업장이 아니지만, 회계 투명성 제고 등을 위해 자발적으로 감사위원회를 설치·운영한 사업장임에도 불구하고, 개정안의 감사위원 선임 규제 도입시 직접적인 제한을 받게 됨.

\* 자산 2조원 미만 1천억원 이상 기업은 감사위원회를 선택적으로 설치·운영하거나 상근감사를 둘 수 있음.

- 이는 감사위원회 자율도입 인센티브를 저해하는 요인으로도 작용 가능

**<표 2> 규제 대상 상장회사의 최대주주 등 지분 현황 및 의결권 제한 지분 예상액(도입 형태별)**

	기업 수 <sup>1)</sup> (비중)	최대주주 및 특수관계인 지분 <sup>2)</sup> (3% 초과 의결권 제한 지분)	의결권 제한 지분 시가총액 <sup>3)</sup> (’20.9.29 기준)
계	500 (100.0%)	47.0% (44.0%)	377조 4,797억원
전 체	의무도입 (자산 2조원 이상) 123 (24.6%)	42.4% (39.4%)	312조 9,308억원
	자율도입 (자산 1천억~2조원 미만) 377 (75.4%)	48.5% (45.5%)	64조 5,489억원

주 1 : 감사위원회 설치 기업(금융회사, 공기업, 거래정지사 등 제외 : 기업 list 한국상장회사협의회 제공)

주 2 : 의결권 있는 발행주식총수(자사주 제외) 대비 최대주주 및 특수관계인 보유주식 비중

주 3 : 대상기업 시가총액(자사주 제외)에 감사위원 선임시 제한되는 최대주주 등의 지분 비율을 곱한 값의 합

자료 : 금융감독원 전자공시시스템, 2019년도 각 사 사업보고서

- 감사위원 선임 규제 대상 기업의 51.8%가 '자산 1천억원 이상 5천억원 미만' 구간에 있는 중소·중견기업이며, 최대주주 및 특수관계인의 의결권 제한 지분율은 '자산 5천억원 이상 1조원 미만' 규모에서 가장 크게(49.1%) 나타남.

<표 3> 규제 대상 상장회사의 최대주주 등 지분 현황 및 의결권 제한 지분 예상액(자산 규모별)

	기업 수 <sup>1)</sup> (비중)	최대주주 및 특수관계인 지분 <sup>2)</sup> (3% 초과 의결권 제한 지분)	의결권 제한 지분 시가총액 <sup>3)</sup> ('20.9.29 기준)
1천억원 이상 전체	500 (100.0%)	47.0% (44.0%)	377조 4,797억원
자 산 규 모 별	2조원 이상	123 (24.6%)	312조 9,308억원
	2조원 미만 ~1조원 이상	48 (9.6%)	16조 6,670억원
	1조원 미만 ~5천억원 이상	70 (14.0%)	15조 3,270억원
	5천억원 미만 ~1천억원 이상	259 (51.8%)	32조 5,549억원

주 1 : 감사위원회 설치 기업(금융회사, 공기업, 거래정지사 등 제외 : 기업 list 한국상장회사협의회 제공)  
 주 2 : 의결권 있는 발행주식총수(자사주 제외) 대비 최대주주 및 특수관계인 보유주식 비중  
 주 3 : 대상기업의 자사주 제외 시가 총액의 합에 감사위원 선임시 실효되는 최대주주 등의 지분 평균 비율을 곱한 값  
 자료 : 금융감독원 전자공시시스템, 2019년도 각 사 사업보고서

## II 감사위원 선임 규제로 우려되는 부정적 파급 효과

### 1 감사위원 선임 규제, 취지와 달리 소액주주 권익 보호(X) 펀드의 입김만 강화(0)

■ '감사위원 분리선임'과 '특수관계인에 대한 3% rule 강화'는 소액주주 권익 보호보다는 외국계 투기자본 같은 기관투자자만을 위한 제도가 될 우려

- 감사위원 선임 규제의 입법목적은 '소수주주 권익 보호'이나, 실질적으로는 자금력을 가진 외국 자본이나 기관투자자의 입지만 강화시킬 가능성이 높음.

#### ① 소액주주는 주요기업 감사위원 선임에 대한 접근성 매우 낮음

- 주요 대기업 감사위원 후보 추천을 위한 주주제안시 수 천 억원, 감사위원 선임을 위한 최소자금 수 천억원에서 수 조원 소요, 소액주주가 활용하기 불가능
  - 소액주주가 주요 대기업에 원하는 감사위원을 선임하기 위해서는 가장 먼저 주주제안을 통해 감사위원을 추천하는 절차가 선행되어야 하나, 자금력 측면에서 현실성이 떨어짐.
  - 감사위원 후보 추천(주주제안) 요건은 상장회사 기준 최소 0.5%\*의 지분 확보 필요, 주요기업은 이를 위해 수 천억원 ~ 수 조 억원의 자금이 소요됨.
    - \* 자본금 1천억원 이상 상장회사 주주제안권 행사요건(자본금 1천억원 미만의 경우 1%+6개월 보유 필요)
  - ※ 주주제안으로 감사위원 후보를 추천하기 위해서는 삼성전자 1조 8천억원, SK하이닉스 3,200억원, 네이버 2,400억원 등이 필요하나, 이는 소액주주가 감당할 수 있는 수준을 넘는 막대한 규모



**<표 4> 국내 시가총액 상위 10대 기업 주주제안 가능 지분  
및 개정안 도입시 감사위원 선임 위한 최소 필요자금 현황**

	기업명 <sup>1)</sup>	시가총액 <sup>2)</sup> (조원)	주주제안시 필요한 최소 지분 환산액 (시총×0.5%, 조원)	감사위원 선임을 위한 최소 필요자금 <sup>3)</sup> (시총×3%, 조원)
1	삼성전자	358.2	1.79	10.7
2	SK하이닉스	63.4	0.32	1.9
3	NAVER	48.5	0.24	1.5
4	삼성바이오로직스	45.7	0.23	1.4
5	LG화학	44.5	0.22	1.3
6	현대차	36.9	0.18	1.1
7	셀트리온	35.2	0.18	1.1
8	카카오	31.7	0.16	1.0
9	삼성SDI	29.1	0.15	0.9
10	LG생활건강	24.5	0.12	0.7
	총합	717.5	3.59	21.5

주 1 : 삼성전자우 제외

주 2 : 계산의 편의를 위해 자기주식이 포함된 발행주식 총수 기준 시가총액('20.10.16)으로 함.

주 3 : 개정안이 도입될 경우 감사위원 선임시 최대주주 등의 의결권이 3%로 제한, 이에 따라 표 대결에 필요한 최소지분을 3%를 시가총액에 곱한 값

- 또한 주요기업에서 실질적으로 소액주주 추천 후보가 감사위원으로 선임 되기 위해서는 최소한 최대주주 의결권 지분인 3% 이상은 있어야 하나, 이 경우 최소 필요자금이 수 조원대로 소액주주가 감당하기 불가능

※ 지난해 외국계 헤지펀드 엘리엇이 현대자동차에 감사위원 선임을 시도할 수 있었던 것도 현대차 주식을 약 3%, 주총일 기준 가치 8천억원 가량 보유했었기 때문임.

⇒ 결국 감사위원 후보를 추천할 만큼의 자금력 있는 주체는 해외 헤지펀드 등 기관투자자 뿐으로, 개정안은 소액주주보다는 이들이 선호하는 인사의 이사회 진입 가능성만 높이는 제도가 될 것으로 예상됨.

## ② 합산 3% rule은 최대주주를 역차별하여 펀드 등에 대한 반사이익 제공

- 개정안은 최대주주 및 특수관계인의 의결권 행사시 보유 지분을 합산 3%까지만 행사할 수 있도록 제한하는 반면, 외국계 펀드 등 최대주주가 아닌 주주는 개별 지분을 인정하여 역차별

- 주식회사의 주주는 회사와의 법률관계에서 보유하고 있는 주식 수에 비례하여 평등하게 권리를 가짐이 기본(주주평등의 원칙)이나, 3% rule은 이와 같은 회사법의 기본 원칙에 반함.
- 더구나 대주주 중에서도 최대주주와 그 특수관계인에 대해서만 합산 3%를 적용하고 그 외 주주(2대, 3대 주주 등 포함 모든 주주)에 대해서는 개별 3% 기준을 적용하는 것은 외국계 등 기관투자자들과 비교해 과도한 차별

※ <예시> A상장회사 대주주들의 지분 현황이 다음과 같은 경우 가정시,

- ① 최대주주 및 특수관계인 : 47% (최대주주 1명 30% + 특수관계인(5명x 3.4%) 17%)
- ② 2대주주와 직계가족 : 10% (2대주주 1명 8% + 직계가족 1명 2%)
- ③ 3대주주 해외펀드 및 관계사 : 9% (3대주주 펀드 3% + 관계사(3개사x2%) 6%)

⇒ 개정안 도입시 대주주가 감사위원 선임에 행사 가능한 의결권은 다음과 같음

- ① <최대주주 등 : 합산 3% 적용> 총 3%
- ② <2대주주 등 : 개별 3% 적용> 총 5% (2대주주 3% + 직계가족 2%)
- ③ <3대주주 등 : 개별 3% 적용> 총 9% (3대주주 3% + 관계사 각 2% + 2% +2%)

⇒ 최대주주 등은 합산 3% rule로 인해 직접적인 의결권 제한을 받고(평균 지분 47% 중 44% 제한), 외국계 펀드 등 나머지 주주는 합산하지 않아 보유 지분 전부(9%)를 활용할 수 있는 바, 최대주주 등의 47% 지분이 외국계 펀드 9%에도 훨씬 미치지 못하는 의결권을 행사하게 되는 불합리 발생

⇒ 이는 결국, 외부 자본이 국내기업의 지분을 3% 이하로 쪼개어 접근하도록 만드는 강력한 유인이 될 수 있음.

※ 현행법상 5% 미만의 지분은 보유시 공시의무가 없어, 지분을 3% 이하로 분할 보유시 회사에서 조차 이를 사전에 인지하기 어려운 것도 문제

### <해외펀드의 지분 쪼개기 사례>

- ▶ **(소버린-SK)** 2003년 SK(주) 지분을 약 14.9% 매입하며, 최대주주\*에 오른 소버린은 이후 보유 지분을 자회사 5개에 약 3%씩 분산시켜 이사회 진입 시도
  - \* 당시 SK(주) 최대주주는 SK C&C로 지분 약 8.6% 보유(계열사 지분 포함 약 13%)
  - 다음 해 주총에서 소버린은 주주제안을 통해 사외이사 후보 5명을 추천하였으나, 이사선임 단계에서 SK그룹 우호지분(국내 기관투자자 등)에 밀려 부결됨.
  - 만약, 당시 이사 선임 절차를 거치지 않고 감사위원인 사외이사로 분리 선임했다면, 3% rule에 의해 소버린측 추천 인물이 감사위원(이사)에 선임됐을 가능성 높음.
- ▶ **(칼아이칸-KT&G)** 2005년 KT&G의 지분을 6.6% 확보하며 2대주주로 등극한 칼아이칸 연합은 보유 지분을 3개 펀드에 분산하고, 다음 해 주주제안을 통해 사외이사 및 감사위원 후보 3명을 추천하고 집중투표제를 요구하였음.
  - \* 당시 KT&G 최대주주는 외국계 펀드인 '프랭클린 뮤추얼 어드바이저스(7.1%)'였으며, 국내 우호세력은 기업은행(5.8%), 우리사주(5.7%) 및 국내투자자 등 약 40% 추정
  - 당시 KT&G는 정관으로 집중투표제를 배제하지 않고 있었기 때문에 이를 활용하여 아이칸측은 1명의 사외이사 선임에 성공하였으나, 같은 해 말 시세차익 약 1,500억원을 챙기고 보유주식 전량을 매각하고 떠났으며 사외이사도 퇴임함.

### ③ 장기투자 비중이 낮은 소액주주 특성상, 감사위원 선임 등 기업 지배구조 분야에 대한 관심이 상대적으로 적음.

- 상장회사 소액주주들의 주식 보유기간은 매우 짧은 편
- 2020년 기준 코스닥은 약 1.5개월에 1번꼴, 코스피는 약 3개월에 1번꼴로 손바뀜이 발생할 정도로 단기 투자성향의 소액주주들에게 감사위원 선임 등 지배구조는 직접적인 관심사가 되기 쉽지 않음.

〈표 5〉 상장회사 주식회전율(연도별, %)

	2018	2019	2020.8 현재
코스닥	556.69	540.71	588.21
유가증권	201.86	216.03	250.56

자료 : 코스닥협회(원자료 : 한국거래소 「증권·파생상품시장통계」)

주 : 주식회전율이란 당해 기간 주식의 거래량을 같은 기간 평균 상장주식수로 나눈 개념

② **감사위원 선임을 위한 최소 비용의 대폭 하락으로  
투기 펀드나 경쟁 세력의 이사회 진입 시도가 현재보다 크게 증가 우려**

■ **감사위원 선임 규제가 도입될 경우, 투기 펀드나 경쟁 세력 등의 이사회 진입 비용이 대폭 낮아져, 이사회 진입시도가 현재보다 크게 증가하고, 특히 중소·중견기업에 더 큰 문제를 유발할 가능성 높음.**

- 현재는 감사위원 선임에 앞서 이사로 선임(대주주 의결권 제한 없음)되어야 하므로, 외부세력 추천 인사가 감사위원이 되기 위해서는 최소한 최대주주 등이 가진 의결권(감사위원회 설치기업 평균 47.0%)만큼의 지분(최소 진입비용)을 확보해야 함.
- 그러나 개정안은 대주주의 의결권을 첫 단계부터 3%로 제한하여, 공격 세력이 확보 해야할 지분 규모가 대폭 축소됨.

※ 2020년 4월 기준 감사위원회 설치 상장회사(500개사) 평균 최대주주 및 특수 관계인 지분은 47.0%, 이들의 의결권 행사율을 3%로 제한시 보유 지분대비 실제 행사 지분은 1/15 규모로 축소됨(상기 <표1> 참조).

① **외국인 지분 보유 비율이 높은 대기업의 경우, 개정안 시행으로 진입 비용이 크게 줄어 해외 펀드 등의 이사회 진입 시도가 증가하고, 최대주주의 선임 권은 무력화되는 결과 초래**

- 우리 주식시장의 높은 외국인 비중을 고려하면, 헤지펀드 등 외국계 자본의 영향력이 크게 확대될 것이며, 특히 대기업의 소액주주 권익을 보호하기 보다는 해외 펀드 등의 이사회 진입을 더욱 용이하게 할 것임.
- '19년말 기준 유가증권시장(KOSPI) 시가총액 대비 외국인 보유 비중은 38.1% (561.9조원)
  - ※ 40%의 외국인 지분이 있는 기업에서 외국인의 70~80% 결집시 약 30%의 의결권 행사 가능
- 외국인 주주 비중이 높은 대규모 상장회사일수록 외국인 주주들에 의해 의결권 행사가 주도되고 최대주주의 선임권도 무력화될 가능성이 높음.
  - ※ 개별기업 상장주식수 대비 외국인 보유 비중(한국거래소, '20.10.26 기준)
    - = 삼성전자 56.2%, SK하이닉스 48.8%, 네이버 55.7% 등
- 경험적으로 해외 펀드가 외국인 주주의 결집을 시도할 경우, 국내 투자자 보다 쉽게 연대가 가능할 것임.

**<참고> 투기펀드가 외국인 주주의 의결권 결집을 시도한 사례**

- '03~'05년 뉴질랜드계 자산운용사인 '소버린'이 SK그룹 경영에 개입했을 당시 소버린은 지주사인 SK(주) 대주주로서 회사의 '정관 개정 및 이사진 교체'를 요구하였고, 자신들의 제안을 관철시키기 위해 외국인 주주의 의결권 확보를 위한 구체적인 행동을 실행한 바 있음.
- 2003년말 SK(주)의 외국인 지분비율은 약 54% 수준으로 높은 편이었으며, 소버린은 주총 표대결을 대비하여 외국인 주주 설득에 화력을 집중하였음.
  - 당시 소버린은 300여곳에 달하는 외국인 대주주들을 직접 만나 설득하였으며, 소버린 대표인 제임스 피터가 비공식 방한하여 주주결집 공세를 강화하는 등 외국인 지분 결집을 위해 상당한 노력을 기울인 것으로 전해짐(언론 보도 참조).
- 비록 소버린은 이후 개최된 SK(주) 정기 주주총회 표 대결에서 패하였으나, 총 2년 4개월의 경영 개입 과정에서 약 8,500억원의 시세차익을 실현하고 철수하였음.

## ② 중소·중견기업은 법 개정시 투기 세력의 진입 문턱이 낮아지는 문제

- 개정안으로 인해 자발적으로 감사위원회를 설치한 중소·중견기업은 작전 세력 등 외부 펀드가 소규모 자금으로 이사회에 손쉽게 진입하고, 진입시 타격도 더 크게 나타날 우려
  - 규제 대상이 되는 감사위원회 설치 상장회사(500개사) 중 절반 이상인 51.8%(259개사)가 자산 1천억원 이상 5천억원 미만의 중소·중견기업으로, 이들 기업은 최대주주 및 특수관계인 지분율도 높아(47.6%) 감사위원 선임시 최대주주 등의 의결권 제한 비중이 높음.
  - 또한 시가총액 규모가 상대적으로 작아 개정안 도입시 이사회 진입 공격에 드는 절대적인 비용이 저렴해질 뿐 아니라, 상대적으로 소규모인 이사회 특성에 따라 진입시 경영에 미치는 타격도 클 것임.
    - ※ 예를 들어, 사모펀드가 코스닥 상장 중견기업 A사(시가총액 2,000억원 수준, 최대주주 및 특수관계인 40% 보유 가정)의 이사회에 진입 시도시 필요 자금 → 현재는 800억원 이상이나, 개정안 통과시 60억원 수준으로 대폭 감소

### <예시> A사의 경우 펀드측 후보자가 감사위원에 선임되기 위해 필요한 자금

<b>(현 행) 최소 800억원 이상 필요</b>
(절차) 사외이사 선임 후 감사위원으로 선임(개별 3%) (가결요건) 사외이사로 선임하려면 최대주주 및 특수관계인(40% : 약 800억원) 보다 많은 지분 취득 필요 * 결의요건 : 참석 주식수의 과반수 찬성 & 발행총수의 25% 찬성
↓
<b>(개정안) 최소 60억원 이상 필요</b>
(절차) 사외이사인 감사위원 선임(합산 3%) (가결요건) 사외이사인 감사위원(분리선임 대상)으로 선임 *하려면 최소 3%(약 60억원) 이상 지분 취득 필요 * 결의요건 : 참석 주식수의 과반수 찬성(전자투표 도입시)

⇒ 기업규모가 작은 기업일수록 이사회 규모도 작고 사외이사 비중도 낮아, 외부 세력 1명이라도 이사회에 진입할 경우 의사결정에 미치는 영향력은 더 큼.

※ 우리 상법은 일반 상장회사의 사외이사 비중을 이사 총수의 1/4 이상으로 규정하면서, 자산 총액 2조원 이상 대규모 상장회사의 경우 이사 총수의 과반수 사외이사 선임을 의무화하는 등 기업규모에 따라 차등

※ 국내 시총 상·하위 40개사 소속 사외이사는 총 143명, 상위 20대 기업의 사외이사(109명)가 하위 20대 기업(34명)대비 약 3배 규모(경총, '사외이사 운영현황 국제비교와 시사점', 2020.8)

⇒ 또한 중소·중견기업은 법률 리스크에 대한 사전·사후 대응 능력이 상대적으로 떨어져, 이사인 감사위원의 무분별한 정보 요구나 기술 유출 등 불법 행위가 발생할 경우 경영에 더 큰 타격으로 작용할 수 있음.

○ 이에 따라 투기세력과 외국의 헤지펀드, 경쟁사 등 적대세력의 단기적 공격을 용이하게 하고 회사의 방어능력은 더욱 취약해질 우려

### ③ 외국계 투기 펀드 등 적대세력이 이사회 진입시 기술 유출, 단기적 배당 정책 추구 등 부작용 우려

① 이사의 정보 접근 권한이 큰 만큼, 영업전략, 기술 등 정보 유출 가능성 높음.

○ 감사위원은 회사의 이사로서 이사회를 통해 기업의 주요 의사결정에 참여할 뿐 아니라 이사회의 업무집행(주로 대표이사)을 감독하고 각종 정보에 대한 접근 권한도 커, 영업전략 기술 등 중요 정보 유출 가능성이 높음.

- 이사는 대표이사로 하여금 각종 사항에 대해 이사회에 보고할 것을 요구할 수 있으며(상법 제393조 3, 4항), 기업비밀도 보고에서 제외될 수 없음.

※ 이사에게 비밀유지의무(상법 382조의4)가 있으나, 비밀유출 여부를 확인하는 것도 쉽지 않음.

- 특히 감사위원의 경우 회계 및 업무감사 등에 대한 수준 높은 정보 접근 권한 보유

※ 업무 및 회계감사권, 회사에 대한 보고 요구조사권, 자회사에 대한 보고 요구·조사권 등 행사

**<참고> 적대세력이 추천했던 사외이사가 회사의 '비밀유지 서약' 요구에 제대로 응하지 않았던 사례**

- 2006년 美헤지펀드 칼아이칸과 스틸파트너스 연합(이하, 아이칸 연합)은 국내 기업 KT&G의 지분을 확보하고 경영 개입을 시도한 바 있음.
- 그 과정에서 스틸파트너스 대표인 워런 리히텐슈타인이 이사회에 진출했으며, 아이칸 연합은 회사를 상대로 '회계장부열람 청구권'을 행사하였음.
  - 아이칸 측이 요구한 장부는 '이사보수 지급 내역', '사회복지재단 출연 내역', '자문 계약 내역' 등이 포함된 문건으로 법적 분쟁으로 악용할 가능성 높은 내용
- 앞서 KT&G는 회계장부열람권을 행사한 아이칸 연합의 대표이자 회사의 사외이사인 워런 리히텐슈타인에게 이사직과 관련해 '비밀유지 서약서'를 요청하였으나, 장기간 제출하지 않아 회계장부열람 요구를 보류함.
  - 이사 선임 약 3개월 후에야 워런 리히텐슈타인 이사는 '비밀유지 서약서'를 회사에 제출하였으며, 서약서 수령 이후 회사는 요구했던 회계 관련 자료를 아이칸 연합 측에 제공한 바 있음.

**② 적대 세력이 추천한 인물이 이사회에 진입할 경우 정상적인 경영활동 저해**

- 이사회는 회사의 핵심의사결정 기구로, 경영진에 대립적인 인물이나 정치적 목적을 가진 인사가 진입할 경우 정상적인 이사회 활동에 방해가 될 수 있음.
- 회사의 장기 비전에 무관심하거나 경영진 견제가 주된 목적인 적대 세력이 이사회에 진입할 경우 이사회내 원활한 합의 체계를 해칠 수 있으며, 이사회내 갈등을 초래하여 정상적 경영활동을 저해



### ③ 기업의 장기적 성장 전략보다는 단기적 배당 확대 등에 치중할 우려 높음.

- 재무적 수익을 중시하는 국내외 헤지펀드 등이 이사회 진입시 회사의 장기적 발전이 아닌 단기적 배당 확대 등의 목적에 집중할 우려가 높음.
  - 헤지펀드 등은 분·반기 또는 1년마다 실적보고를 해야하므로 특정목적이 있기 전에는 단기적 수익 확보에 주력하는 경향
  - 주주제안 등을 통한 배당 확대 요구 관철시 국내기업의 자금이 해외로 유출되는 국부 유출의 방편으로 이용될 소지
- ※ 엘리엇메니지먼트는 2019년 현대차 주총에서 자신들이 요구하는 이사선임, 배당 확대 등을 요구하였다가 주총에서 부결되었으나, 상법 개정안 통과시 적어도 1인의 이사(감사위원)는 이사회에 진출하게 될 가능성이 큼.
- 특히 행동주의 펀드들은 표면적으로 '기업지배구조 개선 전략'을 추구하는 것으로 비춰지나, 장기적 기업가치 제고보다는 단기적인 재무이익 추구를 우선하며 수익 실현 이후 대부분 지분을 매각하는 경우가 많았음.

#### <참고> 헤지펀드가 경쟁기업 임원을 감사위원으로 선임 요구한 사례

- ▶ 美엘리엇메니지먼트는 2018년 초부터 현대차 그룹 지분을 보유하기 시작(현대차 2.9%, 현대모비스 2.6%, 기아차 2.1% 등), 2019년 현대차 주주총회에서 동지분(현대차 2.9%)으로 사외이사 추천, 배당 확대 등을 안건으로 제안
  - 특히 당시 엘리엇은 현대자동차의 사외이사 및 감사위원으로 수소전지 부문 경쟁사라 할 수 있는 발라드파워시스템사 회장 등 3인을 추천하였으며, 영업이익의 2.4배(5조 8천4백억원)에 이르는 막대한 배당확대 요구
  - 당시 3인의 사외이사 선임안건을 차례로 상정하고→ 이후 해당 사외이사 선임시 이들을 감사위원으로 선임하는 안건을 각각 상정할 예정이었으나, 사외이사 선임단계에서 부결됨.
- ※ 주총에서 사외이사 선임안건은 부결되었으나, 외국인 주주의 찬성률이 각각 49.2%, 53.1%, 45.8%로 높게 나타나, 높은 결집력을 보임.

<2019년 현대차 주총 당시 엘리엇 주주제안 결과>

구 분	상세 내용	찬성률	
		외국인 지분 (약 36%)대비	전체 의결권 (100%) 대비
사외이사 선임	Robert R. MacEwen(캐나다) - 수소 사업 경쟁사인 Ballard Power System CEO/회장 - 국제수소연료전지협회 이사회 부회장	49.2%	17.7%
	John Y. Liu(싱가포르) - 디지털 차이나 홀딩스 사외이사	53.1%	19.1%
	Margaret S. billson(미국) - 前BBA항공, 이클립스 항공 대표/CEO역임	45.8%	16.5%
배당요구	보통주 1주당 현금배당 21,967원 - 총 5조 8,400억원 규모('18년 영업이익의 2.4배, 순이익의 3.5배 수준)	37.8%	13.6%

- ▶ 금번 상법 개정안에 따르면 최소 1인은 통상적인 이사선임→감사위원 선임 단계를 거치지 않고 별도로 "감사위원이 되는 사외이사 선임의 건"을 주총 의안으로 상정하고, 이에 대해 합산 3%률을 적용하게 되므로 선임 가능성이 큼.



## 첨부 감사위원 선임규제 관련 상법 개정안 주요내용

### □ 현행 : 선임된 이사회 이사 중 감사위원 선임(주총)

- ① 주총에서 이사회 이사 선임시 최대주주 의결권 제한없이 선임
- ② 선임된 이사중 감사위원 선임시 의결권 3% rule 적용
  - 사내이사인 감사위원인 경우, 최대주주와 특수관계인 의결권 합산하여 총 3%로 제한
  - 사외이사인 감사위원인 경우, 최대주주와 특수관계인별로 각 3% 제한\*

\* 최대주주와 특수관계인 이외의 개별주주도 3% 의결권 제한 규정 적용  
(예 : 최대주주 A 지분율 20%, 특수관계인 B 지분율 5% ⇒ 사내이사인 감사위원 선임시 최대주주 A와 특수관계인 B의 지분을 합하여 총 3% 의결권 행사, 사외이사인 감사위원 선임시 각 3%씩 총 6% 의결권 행사)

### □ 개정안 : 감사위원 최소 1인은 이사중 선임하지 않고, 별도로 선임

- ① 선임절차 강화 : 감사위원(사내이사·사외이사) 최소 1인은 다른 이사와 분리하여 별도 안건으로 선임
- ② 의결권 제한 강화 : 사외이사인 감사위원의 경우도 최대주주와 특수관계인 의결권을 합산 총 3%로 제한
  - ※ 사외이사인 감사위원 선임시 최대주주 의결권이 더욱 제한되는 결과  
(예 : 최대주주 A 지분율 20%, 특수관계인 B 지분율 5% ⇒ 최대주주 A, 특수관계인 B가 감사위원<사내이사·사외이사 모두> 선임시 합산하여 총 3% 의결권 행사, 이전에는 사외이사는 6% 행사)

**【감사위원 분리선임 규제 적용대상】 전체 상장회사의 25%(510개사, 자산 1천억원 이상)\***

- \* 코스피·코스닥 시장 2,029개사(금융회사 제외) 기준('20.4.1자 기준, 20년 도입 회사는 미반영)
- 감사위원회 의무 도입(감사위원 3인 이상) 회사(자산 2조원 이상) : 127개사
  - 감사위원회 자발적 도입 상장회사(자산 1천억 이상 2조 미만) : 383개사