

보도	2025.3.19.(수) 11:00	배포	2025.3.19.(수)
담당부서	법무국 금융투자팀	책임자	국 장 최정환 (02-3145-5910)
		담당자	팀 장 김인식 (02-3145-5920)
담당부서	금융시장안정국 금융시장총괄팀	책임자	국 장 이 진 (02-3145-8171)
		담당자	팀 장 이원흠 (02-3145-8180)

## 주주 보호 및 기업가치 제고 관련 참고사항

◇ 최근 국회의 상법 개정안 통과(3.13.) 이후 사실에 부합하지 않은 일부 주장 등이 제기되고 있어 관련 참고자료를 알려드립니다

### 1 이사의 주주 충실의무 관련 해외사례

□ 미국\*·영국\*\*은 판례법 등을 통해 주주의 이익을 보호할 충실의무(신인의무)를 '주주에 대하여' 인정하는 태도를 보여 왔으며,

\* (미국 델라웨어주 회사법) 이사의 **충실의무** 및 그 위반에 따른 **법적책임**(personal liability)의 대상(상대방)에 **회사**와 더불어 **주주**도 병기†

† 이는 충실의무가 '주주의 이익을 위하여 회사에 대하여 의무와 책임을 부담하는 구조가 아니라 '주주의 이익을 위하여 주주에 대하여 의무와 책임을 부담하는 구조임을 보여줌

(미국 모범회사법) 이사의 공정하게 대할 **의무의 상대방** 및 동 의무 위반에 따른 **책임의 상대방**에 대해서 **회사**와 **주주**를 병렬적으로 규정 (이사가 **의무와 책임** 모두를 **회사** 뿐 아니라 **주주**에 대해서도 부담한다는 점을 명기하고 있다는 점에서 **델라웨어 회사법**과 동일)

\*\* (영국 판례법) 영국 판례는, 이사가 **회사법상의 권한**을 행사하여 **주주의 이익**을 침해할 수 있는 특별한 **거래상황**에서는 **주주에 대한 의무**가 인정된다고 판시†

† 영국 회사법상 주주의 이익을 위하여 행위할 의무의 상대방은 **회사**로 되어 있으나, 판례법에 의하여 특별한 상황에서 **주주에 대한 직접 의무**가 인정

○ 전통적으로 **회사 중심의 충실의무** 체제를 유지해 오던 **일본** 또한 최근 **회사와 주주 이익의 분리가능성**을 인식하면서 판례·지침 등을 통해 **주주 보호의무**를 인정하는 등 **英美 법체계**에 접근하는 양상

⇒ 이해상충 상황에서 이사, 대주주 등의 **주주 충실의무**는 주요선진국에서 제도 및 법해석 등으로 당연히 인정되는 **글로벌 스탠다드**\*

\* 「G20/OECD의 기업지배구조 원칙」<sup>†</sup>도 지배주주의 권한남용으로 일반주주의 이익을 침해할 우려가 있음을 지적하면서 이러한 권한남용으로부터 일반주주를 보호하기 위한 핵심은 이사가 모든 주주에 대해 충실의무를 부담함을 명확히 규정하는 것이라고 기술

† 각국 정책입안자들로 하여금 기업지배구조를 위한 제도적인 틀을 개선하고 평가하는 것을 돕기 위해 '99년 제정되어, '15년 8월 및 11월 각각 OECD 및 G20 회원국에 의해 승인

## 2 주주 보호와 기업가치의 상관관계

□ 한국은행<sup>\*</sup>이 G20 중 16개국의 주주보호 수준을 분석한 결과<sup>\*\*</sup> 한국은 12위에 그쳐 주주 보호 수준이 상대적으로 취약한 것으로 평가

\* 「주주환원 정책이 기업가치에 미치는 영향」(25.3.17. BOK 이슈노트)

\*\* 기업 정관·규정·내규의 외부 공개, 평등한 주주권리 보장 등 12개 항목을 선정하여 기업별로 점수화(0~11점) 후 국가별 점수 산출(세부내용 <붙임> 참조)

○ 국내 기업이 저평가되는 주요 원인으로 주요국 대비 주주 이익 보호 체계가 약하고, 배당 등 주주 환원에 매우 소극적인 점을 들 수 있음

□ 한국은행이 G20 중 16개국 3,560개 기업을 대상으로 주주 환원이 기업가치에 미치는 영향을 실증분석한 결과

○ 일반주주 권익이 강화될수록 기업이 주주 이익 환원을 적극적으로 실시함에 따라 기업가치가 상승

- 특히, 주주보호가 미흡한 기업일수록 주주환원 확대시 기업가치 제고에 더 큰 영향을 미치는데, 이는 배당재원을 대주주 이익을 위해 사용할 우려 등 대리인 문제가 완화되는데 기인

○ 한편, IT 등 대규모 투자가 필수적인 기업은 자본투자를 통한 기업가치 제고 효과가 더 클 수 있으나,

- 주주 보호가 취약한 기업은 투자를 위해 현금을 보유해도 주주 이익에 부합하게 사용될 것이라는 기대가 낮아 시장가치가 낮게 평가되는 것으로 나타남

- 회사와 주주 이익이 동일하며 충실의무 대상인 “회사”에 주주 이익이 포함되어 있다는 학계의 견해와 달리,
  - 현실은 이와 달리 운용됨으로써 일부 회사들의 불공정 합병, 물적 분할 후 상장 등 일반주주의 이익을 침해하는 사례가 계속하여 발생
- 한국적 기업지배구조의 특수성\* 및 국내증시의 투자자 보호 미흡이 밸류업의 걸림돌로 지목되고 있는 상황으로서
  - \* 지배주주의 낮은 지분율, 낮은 배당 등 주주환원 미흡, 일반주주 주식가치 침해 빈번 등
  - 기업들의 인식 전환 및 기업가치 제고를 위해 주주 보호 원칙 등 원칙 중심(Principle-based)의 근원적 개선방안이 필요

- **(현황)** 국내 기업은 성장성과 안정성에 비해 기업가치\*는 저평가, 주요 원인은 낮은 주주이익 보호 수준 및 주주환원

\* PBR과 Tobin's Q(인수합병과 관련된 기업의 청산가치)로 평가한 기업가치

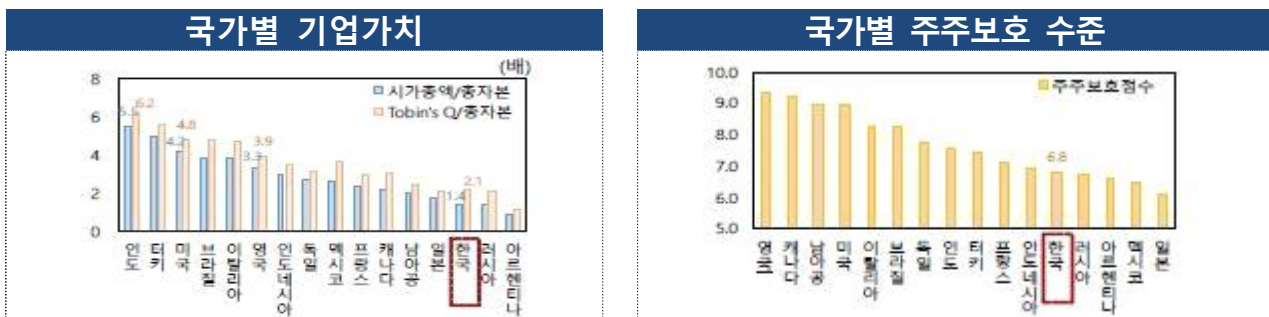
- **(주주보호 수준)** 비교대상 16개국 중 주주보호 점수\*는 12위, 사적 이익추구 방지지수\*\*는 8위 수준

\* 기업 정관·규정·내규의 외부 공개, 평등한 주주권리 보장 등의 12개 항목(11점 만점), 1위 영국 9.31, 2위 캐나다 9.23, 3위 남아공 8.94 ... 12위 한국 6.76

\*\* 동일 지배주주하 기업간 거래시 지배주주의 사적이익 추구 제한 규제 수준 평가, 1위 영국 0.95, 2위 남아공 0.80, 3위 미국 0.65 ... 8위 한국 0.47

- **(주주환원)** 국내 기업들은 배당은 적게 지급하고 자사주 매입도 소극적으로 실시하는 등 주주환원이 비교 대상 국가 중 최하위 수준\*

\* 국가별 배당성향(배당금/당기순이익, '14~'23년 국가별 MSCI 지수 포함 기업 기준) : 1위 영국 137.4%, 2위 이탈리아 116.4%, 3위 브라질 91.8% ... 16위 한국 27.2%



- **(분석결과)** 주주보호·주주환원과 기업가치 관계에 대하여 국내외 기업 (16개국, 3,560社) 분석 결과 주주보호 수준이 높을수록 기업가치 제고

- 일반적으로 주주보호 수준이 높을수록 주주환원이 확대되면서 기업가치가 상승하는 효과
- 주주보호가 미흡한 상황에서도 지배주주와 경영자가 모든 투자자의 부를 극대화하기 보다는 사적이익을 추구하는 경향(대리인 문제)이 있어
  - 투자자들은 기업의 현금자산을 평가절하하고 주주환원은 높이 평가