YUANTA Research Center

31. March. 2026

YUANTA YESG

3월 ESG 이슈 포커스

01 SEC, 주주제안 규제 대전환

02 26년 자본시장 정책 방향성은 저평가 요인 해소에 무게

YESG

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

Economist / ESG 김호정
02-3770-3630 / hojung.kim@yuantakorea.com

증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) Rule 14a-8 개편

미국에서는 일정 지분을 보유한 주주라면 기업의 위임장 설명서(proxy statement)에 자신의 안건을 포함시킬 수 있는 제도가 있다. 이것이 바로 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) Rule 14a-8이다. 흔히 '주주제안 규칙'이라 불리는 이 조항은 주주가 이사회에 직접 제안을 올리지 않고도, 정기 주주총회에서 다른 주주들의 투표를 받을 수 있게 해준다.

이 규칙의 핵심은 주주와 기업 경영진 사이의 '소통 통로' 역할이다. 주주제안은 대부분 구속력이 없는 권고 성격이지만, 기후변화 대응, 인종 형평성 감사, 임원보수 투명성, 이사회 구성 등 광범위한 거버넌스 이슈에 대해 투자자들이 목소리를 내는 핵심 수단으로 기능해왔다.

주주제안을 제출하려면 의결권 있는 주식을 일정 기간 보유해야 한다. 지난 2020년 SEC가 개정한 기준에 따르면, 최소 2만 5,000달러(1년 보유), 1만5,000달러(2년 보유), 또는 2,000달러(3년 보유) 상당의 주식을 계속 보유해야 제안 자격이 주어진다. 이전에는 2,000달러(1년 보유)만으로도 가능했기 때문에, 사실상 진입 장벽이 높아진 셈이다.

한편 기업은 Rule 14a-8에 열거된 13가지 사유를 근거로 주주제안의 배제를 요청할 수 있다. 대표적으로 해당 제안이 주법상 주주 의결 사항이 아닌 경우[14a-8(i)(1)], 기업의 일상적 영업에 해당하는 경우[14a-8(i)(7)], 이미 실질적으로 이행된 경우[14a-8(i)(10)] 등이 있다.

전통적으로 기업이 주주제안을 배제하려면 SEC의 기업금융국(Division of Corporation Finance) 직원에게 'no-action letter'(비조치의견서)를 요청했다. SEC 직원이 배제 사유를 심사하여 동의하면 기업은 사실상 면책을 얻는 구조였다. 이 절차는 80년 넘게 이어져 온 제도적 관행이자, 주주와 기업 간 분쟁을 소송 없이 해결하는 중재 역할을 해왔다.

Economist / ESG 김호정
02-3770-3630 / hojung.kim@yuantakorea.com

'No-Objection' 정책의 도입

2025년 11월 17일, SEC 기업금융국은 기존 관행을 근본적으로 바꾸는 결정을 발표했다. 2025년 10월 1일부터 2026년 9월 30일까지의 위임장 시즌 동안, Rule 14a-8(i)(1)(주법상 부적절한 사안)을 제외한 모든 배제 사유에 대해 직원 심사를 중단한다는 것이다. 새 절차에서 기업이 주주제안을 배제하려면, '합리적 근거가 있다'는 서면 확인서만 제출하면 된다. SEC 직원은 이 확인서의 타당성을 실질적으로 검토하지 않고 'No Objection'(이의 없음) 서한을 발급한다. 주주 측이 반박 자료를 제출해도 이를 심사하는 절차가 사라졌다.

정책 변경에 대해 SEC는 세 가지 이류를 들었다. 첫째, 역대 최장 연방정부 셧다운 이후 인력·시간 제약이 심각하다는 점, 둘째 등록신고서 등 다른 긴급 업무가 밀려 있다는 점, 셋째 그간 축적된 가이던스와 판례가 충분하므로 기업이 자체적으로 판단할 수 있다는 점이다. 그러나 많은 관찰자들은 이 조치가 단순한 행정적 대응을 넘어, 트럼프 행정부의 Anti-ESG 정책 기조와 궤를 같이한다고 본다. SEC의 폴 앳킨스 위원장은 2025년 10월 연설에서 환경·사회 관련 비구속적 주주제안이 '소수의 횡포'를 초래한다고 표현했고, 델라웨어주법 하에서 이러한 권고적 의결 자체가 적법한 주주 행위인지도 의문을 제기한 바 있다.

2025년 12월 11일, 트럼프 대통령은 '외국 소유의 정치적 동기 의결권 자문사로부터 미국 투자자를 보호하기 위한' 행정명령에 서명했다. 이 행정명령은 ISS와 Glass Lewis라는 두 대형 의결권 자문사가 시장의 90% 이상을 점유하면서 ESG·DEI라는 '급진적이고 정치적으로 동기가 부여된 의제'를 추진한다고 지적했다. 행정명령은 SEC, FTC(연방거래위원회), 노동부에 의결권 자문사에 대한 감독을 강화하고, 특히 ESG·DEI와 관련된 규칙·규정·가이던스를 검토하여 필요시 폐지하거나 개정하도록 지시했다. Rule 14a-8 자체도 이 검토 대상에 명시적으로 포함되었다. 이에 대응하여 의결권 자문사들도 정책을 수정하기 시작했다. ISS는 2026년 위임장 시즌부터 환경·사회 관련 제안에 대해 일괄 찬성 권고 대신 사안별(case-by-case) 평가로 전환했으며, Glass Lewis는 2027년까지 단일 '기준(benchmark)' 권고 대신 고객 맞춤형 주제별 가이드라인으로 단계적 이행을 발표했다.

Economist / ESG 김호정
02-3770-3630 / hojung.kim@yuantakorea.com

기업의 자율은 높아졌지만 리스크도 커진 상황

새 정책은 기업에 양면적 영향을 미친다. 한편으로 기업은 주주제안 대응에 드는 행정 비용을 절감할 수 있다. SEC 추산에 따르면 기업이 주주제안 하나에 대응하는 비용이 2만~15만 달러에 달하는데, 제안이 줄고 배제가 용이해지면 Russell 3000 전체로 최대 7,000만 달러의 비용 절감이 가능할 수 있다.

그러나 다른 한편으로는 법적 리스크가 상당히 높아졌다. SEC의 사전 심사가 없기 때문에, 제안을 배제한 기업은 주주 소송에 직접 노출된다. 실제로 초기 소송들에서 기업이 신속하게 합의하는 사례가 많아, 배제 시도 자체가 오히려 비용을 키울 수 있다는 점이 드러나고 있다.

ISS 분석에 따르면, 2026년 시즌 초반 확인된 주주총회 기준으로 주주제안의 70% 이상이 실제 투표에 부쳐지고 있어, 기업들이 배제를 신중하게 판단하는 모습이다. 배제 비율은 약 22%로 2025년의 28%보다 오히려 낮아졌다. 이는 소송 리스크와 의결권 자문사·투자자의 감시 부담을 기업이 의식하고 있음을 시사한다.

주주와 투자자에 미치는 영향

ICGN(국제기업지배구조네트워크)은 SEC에 보낸 공개 서한에서, 90조 달러 이상의 운용자산을 대표하는 투자자를 대변하여 이 정책이 주주의 목소리를 크게 약화시킬 것이라고 우려했다. SEC가 심사를 포기함으로써 기업 경영진에게 일방적으로 유리한 구조가 되었고, 이는 주주와 경영진 사이의 긴장을 높일 수 있다는 것이다. 특히 NGO, 노동조합, 종교 단체, 소규모 개인 주주 등 전통적으로 주주제안을 활용해온 주체들에게 타격이 크다. 소송은 no-action 요청에 비해 비용이 훨씬 크고, 이들 기관의 역량으로 감당하기 어렵기 때문이다.

주주제안 경로가 좁아지면서, 투자자들은 대안적 소통 수단을 모색하기 시작했다. 서한 캠페인, 직접 대화, 미디어 활용, 이사 선임 반대 캠페인(vote-no campaign) 등이 대표적이다. 일부 기관투자자는 주주제안 대신 이사 선임 투표에서 거버넌스 우려를 표출하는 방식으로 전략을 전환하고 있다.

한편 의결권 행사의 분산화도 주목할 변화다. 주요 자산운용사들이 'pass-through voting'이나 맞춤형 의결권 행사 프로그램을 도입하면서, 기존의 일괄적 의결권 행사 패턴이 깨지고 있다. 이는 투표 결과의 예측 가능성을 낮추고, 기업과 행동주의 투자자 모두에게 새로운 불확실성을 안겨주고 있다.

Economist / ESG 김호정
02-3770-3630 / hojung.kim@yuantakorea.com

Rule 14a-8의 근본적 개편 가능성

2026년 위임장 시즌은 전환기적 성격이 강하다. 주주제안 총수는 전년 대비 감소하되, 거버넌스·환경 관련 '전통적' 제안이 상대적으로 비중을 높이고 있고 Anti-ESG 제안의 비중은 줄어드는 추세다. 기업들은 배제에 신중한 태도를 보이면서도, 일부에서는 적극적 배제를 시도하여 소송으로 이어지는 양상이다.

현재 진행 중인 ICCR v. SEC 소송의 결과가 중요한 분기점이 될 수 있다. 원고 측이 승소할 경우 SEC는 현 시즌 내에 기존 심사 절차를 복원해야 할 가능성이 있으나, 이것이 곧 제도적 안정을 의미하는 것은 아니다. 다만 SEC의 규제 의제에는 'Shareholder Proposal Modernization'(RIN 3235-AN47)이라는 항목이 포함되어 있다. 이는 Rule 14a-8의 요건을 개정하여 기업의 준수 부담을 줄이겠다는 취지다. 시장에서는 이 규칙 제정안이 2027년 2분기 말쯤 나올 수 있다고 예상하고 있으며, 최종 시행은 빨라야 2028년이 될 것으로 전망하고 있다.

구체적으로 예상되는 변화로는 주주제안 제출을 위한 지분 보유 기준의 상향, 재-제출 기준의 강화, 그리고 경제적 중요성 기준의 엄격 적용 등이 거론된다. 텍사스주의 경우 이미 주법으로 주주제안에 100만 달러 또는 의결권 주식의 3%라는 높은 지분 기준을 적용하고 있어, SEC가 이를 참고할 가능성도 있다.

현재의 변화는 단순한 절차 개편을 넘어, 미국 기업지배구조의 패러다임 전환 가능성을 내포하고 있다. SEC 위원장이 비구속적 주주제안의 법적 적법성 자체에 의문을 제기했다는 점은 주목할 만하다. 앳킨스 위원장은 델라웨어주법 하에서 권고적 제안이 '적절한 주주 행위(proper subject for shareholder action)'에 해당하지 않을 수 있다는 논리를 제시했고, SEC는 이 논리를 시험하기 위해 14a-8(i)(1)에 따른 no-action 요청 심사를 유지하고 있다. S&P500 기업의 약 2/3가 델라웨어에 설립되어 있다는 점에서, 이 법리가 인정된다면 비구속적 주주제안이라는 제도 자체가 크게 위축될 수 있다.

SEC의 Rule 14a-8 관련 규제 변화는 미국 기업지배구조 역사에서 전례를 찾기 어려운 전환점이다. 80년간 유지되어 온 SEC의 중재 역할이 사실상 중단되었고, 트럼프 행정부의 ESG·DEI 견제 기조가 이를 뒷받침하면서 주주제안 생태계가 구조적으로 재편되고 있다.

단기적으로는 E&S 관련 제안의 감소, 소송의 증가, 기업의 배제 전략 다변화가 2026년 위임장 시즌을 특징짓고 있다. 중장기적으로는 Rule 14a-8 자체의 근본적 개정, 비구속적 주주제안의 법적 지위에 대한 논쟁, 그리고 의결권 자문 산업의 재편이라는 세 가지 축의 변화가 동시에 진행될 전망이다.

다만 이 변화가 주주의 '목소리'를 완전히 차단하는 것은 아니다. 소송을 통한 권리 행사, 이사 선임 반대 캠페인, 직접 대화 등 대안적 경로가 활성화되고 있으며, 거버넌스 관련 전통적 제안은 오히려 비중이 높아지는 양상이다. 미국 규제 환경의 변동은 글로벌 기업지배구조 논의에서 '주주권의 적정 수준'이라는 근본적 질문을 다시 환기시키고 있다.

통신 · 지주 이승웅
02-3770-5597 / seungwoong.lee@yuantakorea.com

26년 자본시장 정책 방향성은 저평가 요인 해소에 무게

2026년 지주회사의 추가적인 NAV 할인율 축소 기대감도 유효한 것으로 판단한다. 지난 3/18 개최된 자본시장 안정과 정상화를 위한 간담회에서는 추가적인 자본시장 체질개선 방안에 대한 논의가 진행되었다. 특히 주목할 부분은 주주보호 관련 부분으로 1) 중복상장 원칙금지, 2) 낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지, 3) 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화 등을 통해 주주 권익을 강화해 저평가를 해소하겠다는 것이다.

중복상장 금지는 지주회사 주가의 리레이팅 요소이다. 모자회사 중복상장으로 인한 추가적인 할인율 확대는 제한될 것이며, 비상장 자회사 지분가치는 지주사의 가치에 온전히 반영될 것이다.

이번 자본시장 간담회에서 정부는 중복상장을 원칙적으로 금지하기 위해 크게 두 가지 개선 방안을 제시했다. 1)중복상장 원칙적 금지, 2)자회사 중복상장시 모회사에 주주 충실의무 부여이다. 거래소 상장심사 단계에서부터 중복상장을 원칙적으로 금지한다. 일반주주 동의, 국내상장 필요성 등을 종합적으로 고려해 예외적인 경우에만 허용하는 방식이다. 대상은 상장사의 외부감사법상 종속회사 또는 공정거래법상 계열사로 수직적 지배관계에 있는 기업(손자회사 등 포함)으로 물적분할 및 인적 분할 후 상장뿐만 아니라 실질적 지배력을 기준으로 할 계획이다. 또한 해외 거래소 상장하는 경우에는 이사의 충실의무를 부과해 보완한다. 또한 자회사의 중복상장을 추진할 경우 모회사 이사회가 일반주주 관점에서 그 영향을 평가하고 공시하도록 의무를 부과할 계획이다. 이에 따라 중복상장이 모회사 주주에게 부정적으로 판단되는 경우 실질적으로 상장 추진을 제한하는 효과가 기대된다. 2026년 6월까지 거래소의 상장 및 공시 규정을 개정하고, 동시에 자본시장법 개정안도 마련할 예정이다.

구분	항목	내용
현황		해외 주요국 대비 중복상장 비중이 높은 편 24년 기준 한국 18.4%, 일본 4.4%, 미국 2.0%, 대만 3.2%
		중복상장이 핵심사업 분리, 대주주 지배력 강화 등으로 이어지는 경향
		유명 자회사 중복상장은 모회사 주가에 악영향을 미치는 경우가 많아 모회사 일반주주 피해 우려
개선 방향	기본 방침	중복상장에 따른 모회사 일반주주 권익 침해 방지장치 마련
	① 상장심사시 중복상장 원칙금지	일반주주 동의, 국내상장 필요성 등 종합 고려하여 예외적인 경우만 허용 **[대상(안)]** ①상장회사의 외부감사법상 종속회사 또는 ②상장회사의 공정거래법상 계열회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사(손자회사 등 포함)를 상장하는 경우 **[심사기준(안)]** 상장필요성, 주주소통, 일반주주보호, 영업의 독립성, 경영의 독립성 등을 중심으로 설정
	② 이사회 주주 충실의무 부여	자회사 중복상장 추진시 모회사 이사회가 일반주주 관점에서 영향 평가 및 공시 등을 수행하도록 의무 부과 모회사 주주 관점에서 중복상장이 부정적이면 실질적으로 추진 제한
일정		① 거래소 상장규정 개정 (~'26.6월) ② 거래소 상장·공시규정 개정 (~'26.6월), 자본시장법 개정안 마련 (~'26.6월)

자료: 법무처, 유안타증권 리서치센터

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 김호정, 이승웅)
당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 기업의 비재무적 요소인 환경(Environment) · 사회(Social) · 지배구조(Governance)와 관련된 리포트로 친환경 경영, 사회공헌, 공정거래, 주주총회 안건 등 장기적 관점에서의 기업가치와 기업의 지속가능성에 영향을 주는 주제 및 내용에 관련한 자료입니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.