

ESG Strategy

2026년 상장사 주총 방어 전략 시나리오

2026년 정기주총 예상 주요 안건

지난해 하반기부터 1·2·3차 상법개정안이 순차적으로 시행됨에 따라 2026년 정기주총에서는 이에 대응하는 다양한 안건이 집중적으로 상정될 전망이다.

1차 개정안에 따라 기업들은 ▲ 사외이사 → 독립이사 정관 내 명칭 변경, ▲ 감사위원 선임 시 최대주주·특수관계인의 의결권을 합산해 3%로 제한하는 규정의 반영, ▲ 대형 상장사의 전자주주총회 의무화에 대한 준비를 안건으로 다루게 될 것이다.

2차 개정안은 ▲ 자산 2조원 이상 상장사의 집중투표제 도입을 의무화하고, ▲ 분리선출 감사위원을 1인에서 2인으로 확대하도록 하였다. 특히 법무부 유권해석에 따르면 2026년 9월 10일까지 분리선출 감사위원 2인 체제가 구성돼 있어야 하므로, 이를 위한 감사위원 선임 및 관련 정관변경이 이뤄질 것으로 보인다.

3차 개정안은 ▲ 신규 취득 자사주는 1년, 기보유 자사주는 1.5년 이내에 소각해야 하며, ▲ 배당가능이익이 아닌 기타목적으로 취득한 자사주 또한 이사회 결의로 소각할 수 있게 해 본래 특별결의를 거쳐야 하는 절차의 간소화를 이뤘다. 다만 ▲ 임직원 보상, 신기술 도입, 경영상 목적 등의 예외 사유가 인정될 경우 보유가 허용되므로, 기업들이 이러한 예외 사유를 정관에 폭넓게 규정하려는 시도를 할 수 있다.

2025년 남양유업 판례도 중요

상법개정안 외에도 2025년 확정된 남양유업 대법원 판결이 금번 정기주총에 큰 영향을 미칠 전망이다. 기존 실무에서는 이사 전체에 대한 보수한도 승인 결의에서 이사인 주주의 의결권 행사를 허용해왔다. 즉, 자기 보수를 높이는 안건에 자기가 찬성표를 던질 수 있었던 셈이다. 그러나 본 판결은 이사 전체 보수한도 승인도 이사가 개인적 이해관계를 가지는 특별이해관계인에 해당한다고 판시하며 기존 관행을 정면으로 뒤집었다. 이에 따라 2026년 정기주총부터 이사인 대주주는 보수한도 안건에서 의결권을 행사할 수 없게 되었으며, 본 판결의 법리가 퇴직금·퇴직위로금에도 유사하게 적용될 가능성이 높아 임원 보수 전반에 걸친 의결권 제한 확대가 예상된다.

2026년 주주총회 방어 전략 시나리오

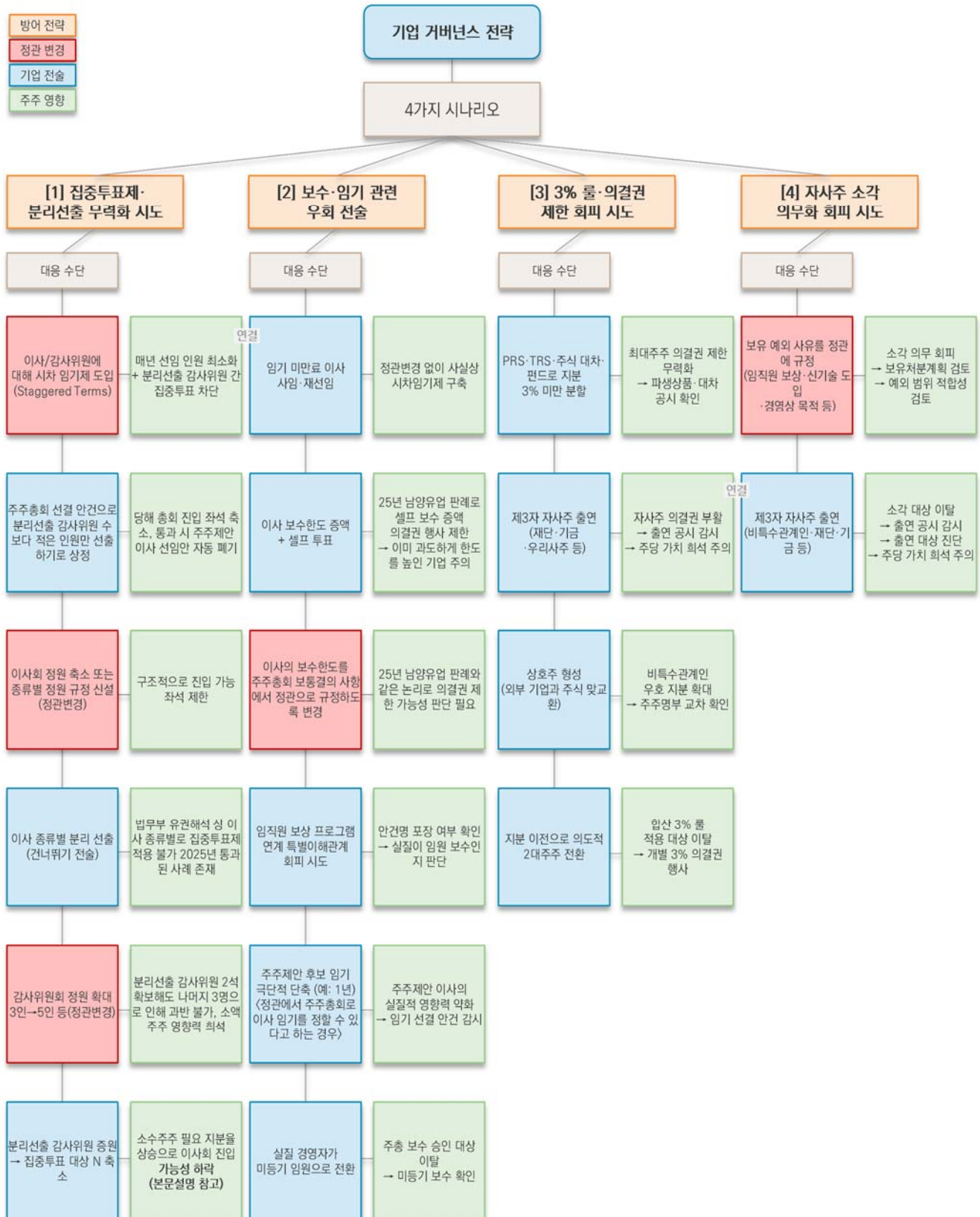
앞서 살펴본 제도 변화에 대응하여 기업들이 취할 수 있는 방어 전술 시나리오는 크게 네 가지로 구분된다. ▲ 정관변경·선결안건을 통해 집중투표제와 분리선출의 실효성을 구조적으로 약화시키는 시나리오, ▲ 보수 통제를 우회하고 이사 임기를 조작하는 시나리오, ▲ 금융 기법·지분 이전 등으로 합산 3%를 의결권 제한을 회피하는 시나리오, ▲ 정관 예외 규정·자사주 출연으로 소각 의무를 회피하는 시나리오다.

*각 시나리오의 세부 전술과 주주 체크포인트 시나리오는 <그림 1> 도표 참고

2026년 주주총회 방어 전략 시나리오 4가지

시나리오 종합 정리

그림 1. 주주총회 방어 전략 시나리오 종합 정리



자료: 법제처 국민참여입법센터, 한국기업거버넌스포럼, 법무법인 율촌, 법무법인 한누리, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

시나리오 1: 집중투표제·분리선출 무력화

집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출 확대는 소수주주의 이사회 진입 가능성을 높이기 위한 제도적 장치이나, 기업 측은 ▲정관변경, ▲선결안건, ▲전략적 운영 등 세 갈래로 이를 우회하려는 시도를 할 수 있다.

우선 정관변경을 통해 시차 임기제(Staggered Terms)를 도입하면 매년 선임되는 이사 수를 최소화할 수 있고, 여기서 더 나아가 이사회 정원을 축소하거나 종류별 정원 규정을 신설하면 집중투표의 효과가 종류 내로 한정된다. 실제 KT&G는 2025년 정기주총에서 대표 이사 사장과 그 외의 이사를 별개의 조로 구분해 집중투표제를 실시하는 안건을 72% 찬성률로 통과시킨 바 있다. 아울러 감사위원회 정원을 3인에서 5인으로 확대하면 분리선출로 2석을 확보하더라도 나머지 3명에 의해 과반이 불가능해지므로, 정관변경만으로도 소수주주의 이사회 영향력을 구조적으로 제한할 수 있다.

정관변경 외에도 선결안건을 통해 당해 총회에서 선임할 이사 수를 집중투표 가능 인원보다 적게 설정하는 방법이 있다. 특히 **분리선출 감사위원 증원을 통해 집중투표 대상(N)을 줄이면 소수주주의 이사회 진입 필요 최소지분율($1/(N+1)$)이 높아지는 효과가 있다**(자세한 내용은 표1 참고). 정관변경 없이도 임시주총을 활용하거나 임기 미만로 이사를 사임·재선임하여 사실상의 시차임기제를 구축하는 운영적 전술도 가능하므로, 이사·감사위원의 임기 만료 시점뿐 아니라 중도 사임·재선임 패턴까지 면밀히 확인할 필요가 있다.

표 1. 분리선출 감사위원 증원을 통한 소수주주 이사 후보 이사회 진입 방어 전략 논리 전개

순서	논리 전개
①	집중투표제에서 소수주주는 보유주식(S) × 선임 이사 수(N) 만큼의 투표권을 부여받으며, 통상 이를 소수주주 측 후보 1인에게 몰아주는 전략을 사용한다.
②	대주주는 보유주식(D) × 선임 이사 수(N) 만큼의 투표권을 부여받으며, 이를 N명의 후보에게 균등 배분하여 최대한 많은 이사 의석 수를 방어하고자 하기 때문에 통상 1석 당 대주주 표는 $(D \cdot N) / N = D$ 표이다.
③	따라서 소수주주 후보가 당선되기 위해서는 $S \cdot N > D$ 이어야 한다.
④	이 때 전체 주식 수는 $T = D + S$ 이기 때문에 $S \cdot N > D \rightarrow S \cdot N > T - S \rightarrow S / T > 1 / (N + 1)$ 이다.
⑤	T를 1로 정규화 하면 $S / T > 1 / (N + 1) \rightarrow S > 1 / (N + 1)$ 이다.
⑥	따라서 소수주주 지분율(S)이 집중투표로 선임할 이사 수 + 1의 역수보다 크면 이사회 진입 최소 요건을 달성한다.
⑦	위와 같은 논리를 사용해 기업은 다음과 같은 전략을 구사할 수 있다: ● 분리선출 감사위원은 집중투표 대상에서 제외 ● 따라서 분리선출 감사위원 수 증원 시 집중투표 선임 이사 수 (N) 하락 ● N 하락 시 $1/(N+1)$ 상승 = 소수주주 이사 선임 최소 지분율 하향 상승 = 주주제안 이사 후보 이사회 진입 차단. ● 예) 최초 선임 이사 수 9명(N=9) 가정. 소수주주 후보 이사회 진입 최소 지분율은 $1/(9+1) = 10\%$. 분리선출 감사위원 2명 증원 시 N=7, 이사회 진입 최소 지분율은 $1/(7+1) = 12.5\%$로 2.5%p 상승.

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시나리오 2: 보수·임기 관련 우회

남양유업 대법원 판결로 이사인 주주의 보수한도 의결권이 제한됨에 따라, 기업들은 보수 통제 우회와 임기 축소 및 유연화(예: 임기 “3년”에서 “3년 이내”와 같은 문구로 교체)의 두 축으로 대응할 것으로 예상된다.

보수 측면에서는 우선 임직원 보상 프로그램과 연계하여 안전망을 포함함으로써 특별이해 관계 적용 자체를 회피하려는 시도가 예상된다. 더 나아가 실질 경영자를 등기임원에서 미 등기임원으로 전환하면 주총 보수 승인 대상에서 완전히 이탈하면서도 고액 보수를 유지할 수 있다. 가장 근본적인 방법으로는 보수 규정을 정관에 직접 명시하여 매년 주총 결의 자체를 불필요하게 만드는 정관변경이 있으나, 이 경우 정관변경 결의 자체에 대한 특별이해 관계 여부가 새로운 쟁점으로 부상할 수 있다. 아울러 이미 판례 이전에 보수한도를 과도하게 높여 놓은 기업의 경우도 함께 점검해야 한다.

임기 측면에서는 주주제안 후보가 선임될 직위의 임기를 선결 안건이나 정관을 활용하여 극단적으로 단축(예: 1년)함으로써 선임되더라도 실질적 활동 기간을 제한하는 전술이 있다. 임기 미만료 이사를 사임시킨 뒤 재선임하여 임기 시점을 인위적으로 조정하면 정관변경 없이도 사실상의 시차임기제를 구축할 수 있으므로, 임기가 만료되지 않았는데 사임·재선임 안건이 상정되어 있다면 그 의도와 파급효과를 면밀히 파악할 필요가 있다.

시나리오 3: 합산 3% 룰·의결권 제한 회피

개정 상법에 따라 감사위원 선임·해임 시 의결권 제한이 대폭 강화되었다. 기존에는 사내이사인 감사위원을 선임·해임할 때에만 최대주주와 특수관계인의 지분을 합산하여 3%로 제한하였고, 사외이사인 감사위원은 최대주주 개별 3%만 적용되었다. 그러나 개정 후에는 사내이사·사외이사를 구별 않고 최대주주와 특수관계인의 지분을 합산하여 3%까지만 의결권을 행사할 수 있게 되었다.

여기에 기존 상법에 따라 최대주주가 아닌 주주에게 개별 3% 의결권 제한이 적용되어, 누구든 본인 지분이 3%를 초과하면 초과분은 의결권을 행사할 수 없다.

이에 따라 기업들은 합산 3% 제한을 우회하기 위한 전술을 동시에 구사할 것으로 예상된다. 합산 3% 룰을 피하기 위해서는 지분을 일부 이전하여 의도적으로 최대주주에서 2대주주로 내려오는 방법이 있다.

최대주주 지위에서 벗어나면 특관인 지분과의 합산 규정 자체가 적용되지 않으므로, 실질 지배력은 유지한 채 형식적 최대주주만 교체하는 구조가 가능하다. 총회 직전 1·2대 주주간 지분을 역전이 발생한다면 이러한 의도를 의심해야 한다.

개별 3% 제한까지 회피하기 위해서는 PRS(주가수익스왑)·TRS(총수익스왑)·주식 대차·사모펀드 등 금융 기법을 활용하여 개인별 지분을 3% 미만으로 분산하거나, 자사주를 재단·기금·우리사주 및 비특수관계인에 출연하여 의결권을 부활시키는 방법을 생각할 수 있다. 이 때 자사주를 재단·기금 등에 무상출연하는 경우 경우 주당 가치 희석 우려가 존재하므로 주의해야 한다.

상호주 형성(외부 기업과 주식 맞교환)을 통해 비특수관계인 우호 지분을 확보하는 방법도 가능하나, 상호출자제한기업집단에 해당하는 대기업집단의 경우 공정거래법상 계열사 간 상호출자가 규모가 작은 상장사들이 선택할 확률이 높다.

시나리오 4: 자사주 소각 의무화 회피

자사주 의무소각에 대응하여 기업들은 정관에 임직원 보상·신기술 도입·경영상 목적 등 예외 보유 사유를 폭넓게 규정하려 시도할 것이다.

또한 소각 시한 전에 자사주를 재단·기금·우리사주 및 비특수관계인에 출연하면 제3자 보유 주식으로 전환되어 소각 의무에서 벗어나는 동시에 의결권이 부활하여 우호 지분으로 활용된다. 이러한 자사주 출연은 시나리오 3의 의결권 확보와 시나리오 4의 소각 회피를 동시에 달성하는 일석이조 전술이므로, 자사주 출연 공시가 포착될 경우 양쪽 방어 의도를 함께 분석해야 한다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.