

ZOOM
-IN미국 SEC의 정책 변화에 따른
기업의 주주제안 안건 상정 재량확대

- 미국 증권규제 기관인 SEC는 2025-26년 의결권 시즌부터 기업에게 의결권 제안서(SEC Rule 14a-8 Shareholder proposal)에 대한 안건상정 판단 재량을 확대해 줌에 따라 기업은 자기 책임 하에 배제 판단을 내릴 재량이 커진 반면, 그에 대한 법적 책임을 지는 부담도 증가
- 이번 조치는 2025년 초부터 시작된 주주제안 관련 기준이 기업에 유리하게 변화하는 일련의 과정으로 볼 수 있는데, 트럼프 2기 행정부 출범 이후 SEC는 기존에 내렸던 주주제안이나 기후 공시 의무화 등 주요 ESG 관련 사안들을 되돌리는 결정을 내리고 있음
- 미국 상장회사의 주주들은 이번 조치를 통해 주주참여의 채널이 매우 줄어들게 되었으며, 기업의 입장에서는 SEC의 주주제안 상정여부에 대한 개입이 줄어 재량권은 늘어나게 되었지만, 주주와 분쟁의 소지는 법정으로 옮겨 갈 위험성이 존재
- 공시규제에 있어서 세계적인 흐름과 역행하고 있음에도 불구하고 미국의 주식시장은 건조한 모습을 보여주고 있는데, 비록 ESG 확장 공시나 주주 제안등은 후퇴하였지만, 기존의 정기 및 수시 공시, 내부통제 등의 핵심 요소가 바뀐 것은 아니고, 여전히 감독기관 및 시장의 감시는 존재하기 때문

- 미국 SEC는 2025-26년 의결권 시즌부터 기업에게 의결권 제안서에 대한 기업의 안건상정 판단재량을 확대하기로 결정하여¹⁾, 기업은 자기 책임하에 안건 상정에 대한 배제 판단을 내릴 수 있게 됨
 - SEC는 2025년 11월 Rule 14-a-8 주주제안 배제 관련 무조치(no-action letter) 요청에 대해 원칙적으로 응답하지 않겠다고 밝힘²⁾
 - 이에 따라 SEC의 판단 결정을 기다리지 않고 기업은 재량으로 법적 근거를 검토해 주주제안을 뺄지 말지를 선택
 - 다만, SEC는 Rule 14a-8(i)(1)에서, 주법(state law) 상, 주주행동이 적법한 주제(proper subject)인지에 관한 판단요청에 대해서는 검토하겠지만, 이를 제외한 다른 모든 사유에 대해서는 기업에 실질적인 답변을 하지 않기로 결정
 - 매년 수천 건씩 쏟아지는 기업들의 무조치 서신 요청을 일일이 검토하는 데 드는 행정력을 줄이겠다는 의도도 있음

1) FT, 2025. 11. 18, US regulator will permit companies to exclude shareholder proposals from proxies.

2) SEC, 2025. 11. 17, Statement regarding the division of corporation finance's role in the Exchange Act Rule 14a-8 process for the current proxy season.

□ 이번 조치는 2025년 초부터 시작된 주주제안 관련 기준이 기업에 유리하게 변화하는 과정으로 볼 수 있는데, SEC는 2025년 2월 주주제안과 관련해 새로운 가이드라인(SLB 14M)을 발표하여, 기업들이 주주제안에 대해 무조치로 대응할 수 있는 구체적 지침들을 마련하였으며³⁾, 11월의 발표로 기업들은 SEC의 개입 없이 주주제안에 대한 판단 재량을 가지게 됨

- SEC Staff Legal Bulletin No. 14M의 발표로 기존의 SLB 14L을 폐지하며, 특정 사회적 이슈가 단순히 사회적으로 중요하다는 이유만으로 모든 기업에 적용될 수 없음을 명확히 함
- 14M은 ESG적 중요성이 높더라도 기업의 사업관련성(economic relevance)이 충분히 입증되지 않는 경우 및 통상적인 사업 운영에 관한 내용일 때 안전 상정 제외가 가능하다는 골자로, 기업들은 무조치 요청(no-action letter)에 대한 구체적 지침을 얻게 됨⁴⁾
 - 14a-8(i)(5)의 사업관련성 제외 조항은 상장기업의 제안이 최근 회계연도 말 기준 회사 총자산의 5% 미만, 최근 회계연도 순이익 및 총매출의 5% 미만을 차지하는 사업과 관련된 제안 또는 회사의 사업과 그 외에는 크게 관련되지 않은 경우 주주제안 배제 가능
- Rule 14a-8(i)(7)의 기준을 강화하여 통상적인 사업(ordinary business)에 관한 내용, 단순 인력 채용, 제품 가격 결정 등 경영진의 고유 권한이기 때문에 실질적으로 주주의 직접적인 감독을 받을 수 없는 경우, 또는 세세하여 마이크로매니지먼트(micromanagement)가 될 경우
 - 다루는 주제가 기후변화와 같이 최근 쟁점이 되는 주제라고 할지라도 제안의 방식이 지나치게 세부적이거나, 구체적인 타임라인, 전략, 방법을 강요하여 경영진과 이사회에 재량권을 과도하게 침해(supplant)한다고 판단되면 배제 가능
 - 법적 구속력이 없는 권고적(precautary) 제안이라고 할지라도 그 내용이 과도하게 상세한 경우, 마이크로매니지먼트로 간주되어 배제 가능
- 2월의 지침은 기업이 주주제안에 대해 무조치 요청이 가능한 경우를 직접적으로 기준을 나열해주었다고 한다면 이번 11월의 조치는 아예 기업의 무조치 요청에 대해 SEC가 가부를 판단하며 관여하지 않겠다는 뜻⁵⁾

□ 트럼프 2기 행정부 출범 이후 SEC는 기존에 내렸던 주주제안이나 기후 공시 의무화 등 ESG관련 주요 사안들을 되돌리는 결정을 내리고 있음⁶⁾

- Gary Gensler 후임으로 온 Mark Uyeda 대행은 기존 SEC의 주요 사안들을 되돌리는 결정을 내렸으며, SEC의 새로운 의장인 Paul Atkins 역시 같은 노선
 - Atkins는 주주제안 현대화(shareholder proposal modernization)를 단기 규정 제정 의제로 삼았으며, 이는 추후 이 분야에 더 큰 변화를 불러올 가능성이 높음

3) SEC, 2025. 2. 12, Shareholder proposals: Staff Legal Bulletin No. 14M (CF).

4) Winston&Strawn, 2025. 2. 28, SEC issues new guidance on exclusion of shareholder proposals.

5) FT, 2025. 12. 19, SEC rule change creates new barriers for shareholder proposals.

6) SEC, 2025. 2. 12, SEC looks to muzzle shareholder culture warriors.

- 델라웨어 대학교(University of Delaware) 연설에서는 ESG 관련 문제에 기반한 주주제안들을 겨냥하여 주주총회의 정치화라고 비판⁷⁾
- 3월에는 기업에 대해 기후 공시를 의무화한 것에 대해 SEC가 개입을 중단하기로 결정
 - 2024년 3월 채택한 이 규정은 상장기업들이 기후변화로 인한 재무적 위험과 온실가스 배출 정보를 투자자에게 공개하도록 의무화
 - 그러나 미국 상공회의소와 일부 주 정부, 기업들은 지나친 규제라며 공시 철회를 요구하는 소송을 제기, SEC는 기후공시 관련 소송에 더 이상 개입하지 않기로 한 것
- 연이어 Names Rule의 준수 기한을 6개월 연기⁸⁾
 - Names Rule은 펀드보유자산의 80% 이상을 펀드명에 맞추어 투자하라고 요구하는 것으로, 투자자를 오도할 수 있는 펀드명칭에 따른 투자자 피해 근절을 위해 마련된 사항⁹⁾
 - 순자산 10억 달러 이상의 대형펀드 그룹의 경우 2026년 6월 11일로, 그 미만인 소형 펀드의 경우 2026년 12월 11일로 연장
- ESG 펀드의 관련 공시 강화 제안 등 이전 정부에서 발의된 여러 미완성된 규칙 제안들을 공식적으로 철회¹⁰⁾

〈표 1〉 트럼프 2기 출범 후 SEC의 ESG 관련 주요 결정

2025년 1월	□ Gary Gensler 퇴임, 의장 대행으로 Mark Uyeda 지명
2025년 2월	□ 주주제안 기준이 전통적 접근으로 회귀(SLB 14M) ¹¹⁾ — 주주제안이 회사와 중요한 관련이 없는 경우 안전상정에서 제외 — 법적 구속력이 없는 권고라 해도 지나치게 상세한 경우 안전배제 가능
2025년 3월	□ 기후 공시 의무화에 대한 SEC의 개입 중단 — 기후 리스크 및 온실가스 배출량에 대한 공개규정에 대한 개입 중단 □ 그린워싱/테마펀드: Names Rule 준수기한 연기 — 펀드보유자산의 80% 이상을 펀드명에 맞추어 투자하라는 규정 — 대형사의 경우 2025.12 → 2026.6/ 소형사의 경우 2026.6 → 2026.12
2025년 4월	□ Paul Atkins가 SEC 의장 취임
2025년 6월	□ ESG펀드의 포트폴리오 배출량 공시를 포함한 공시강화 규정안 철회 ¹²⁾
2025년 11월	□ 주주제안 프로세스에서 안전상정에 대한 실질답변 대폭 축소

7) SEC, 2025. 10. 9, Keynote address at the John L. Weinberg Center for Corporate Governance's 25th Anniversary Gala.

8) SEC, 2025. 3. 14, SEC extends compliance dates for amendments to Investment Company Names Rule.

9) 이종은, 2023, SEC의 펀드명 관련 규정(Names Rule) 개정, 자본시장연구원 『자본시장포커스』, 2023-22호.

10) SEC, 2025. 6. 12, Enhanced disclosures by certain investment advisers and investment companies about Environmental, Social, and Governance investment practices.

11) Gibson Dunn, 2025. 2. 13, SEC staff reinstates traditional approach to interpreting the shareholder proposal rule.

12) Latham&Watkins, 2025. 6. 26, SEC withdraws proposed rule on ESG disclosures for investment advisers and investment companies.

□ 미국 상장회사의 주주들은 이번 조치를 통해 주주참여의 채널이 매우 줄어들게 되었으며, SEC의 주주제안 상정여부에 대한 개입이 줄어 기업은 재량권이 늘었지만, 이와 동시에 주주와 기업 간의 법률 분쟁 가능성은 더 높아지게 되었음¹³⁾

- 2월의 SLB 14M으로 인해 이미 주주들은 사회적으로 중요한 이슈라는 명분 만으로는 주주제안을 상정하기가 어려워졌으며, 해당 안건이 구체적으로 기업의 사업에 중요한지를 입증해야 하는 부담 증가
- SEC가 주주들의 주주제안에 대한 판단을 유보하고 기업이 결정하도록 함으로써 기업의 안전상정 배제에 대한 다툼은 법정으로 갈 가능성 상승
 - 기업들은 당장 환경이나 사회 관련 주주제안을 주주총회 안전상정에서 거부하기가 이전보다 수월해짐
 - 그러나 이는 장기적으로 주주의 소송 등 개별 기업의 법률 다툼 가능성을 높게 되어 장기적으로 불확실성이 되려 높아지는 결과를 초래할 가능성
- 90조 달러 규모의 자산을 운용하는 글로벌 투자자들로 구성된 국제기업지배구조네트워크(International Corporate Governance Network, ICGN)는 지난 10월 규제 당국에 보낸 서한에서 이러한 변화가 미국의 지배구조 기준을 낮춰 미국 자본시장의 매력도를 위협할 수 있다고 경고¹⁴⁾

〈표 2〉 SEC의 정책 변화에 따른 기업과 주주의 대응 변화

구분	변경 전	변경 후
판단 주체	SEC의 실질 판단	기업 자체 판단 비중 확대
분쟁 경로	무조치 결과에 따라 분쟁 가능성 완화	주주 반발 시 법원·협상으로 이동 가능성
기업 비용	법무비용(요청서 작성)	소송·평판·IR비용 증가
주주 대응	14a-8 중심의 주주제안 활용	문구 조정·대체 채널(위임장 경쟁 등) 모색

□ 다른 국가들은 점차 공시관련 규제와 환경에 영향을 주는 사안에 대한 규제요구를 높이고 있는 반면, 미국의 경우 이러한 규제들을 철회하는 행보를 보이자, 최근 유럽에서는 미국 운용사에서 투자금을 회수하는 경우가 발생

- 네덜란드의 의료 및 복지 부문 종사자 연금금인 PFZW는 BlackRock과 140억 유로 규모의 계약을 종료하였으며, 2월 영국 최대 규모의 직장인 연금 제도 중의 하나인 더피플스펜션(The People's Pension, TPP)은 State Street에서 280억 파운드를 회수¹⁵⁾
 - TPP는 ESG 원칙에 더 부합하는 유럽계 운용사인 아문디(Amudi)와 미국계지만 책임 투자에 적극적인 인베스코(Invesco)로 재분배

13) Cleary Gottlieb, 2025. 11. 17, SEC announces changes to rule 14a-8 No-Action Letter Process.

14) FT, 2025. 11. 18, US regulator will permit companies to exclude shareholder proposals from proxies.

15) FT, 2025. 9. 3, Top pension fund pulls €14bn from BlackRock in sustainability pivot.

- 이는 미국과 유럽 사이의 지속가능 투자에 대한 온도 차를 보여주는 사례로, SEC의 공시 및 ESG관련 규율이 악화되고 있는 미국과는 달리 유럽의 경우 지속적으로 ESG 관련사항을 중시 여기고 있음
- 공시규제에 있어서 세계적인 흐름과 역행하고 있음에도 불구하고 미국의 주식시장은 2025년 높은 성장세를 거듭하며 견조한 모습을 보여주었는데, 시장 성과는 거시상황, 기업의 실적, 유동성 등의 영향이 크고, 미국의 시장 규모와 그에 따른 유동성, 기축통화인 달러의 지배력 등이 크기 때문
 - 단기 지수는 규제보다 거시나 실적 등의 영향이 크지만, 공시나 거버넌스 후퇴 비용은 자본비용의 증가, 스캔들로 인한 소송 발생 등 시차를 두고 나타날 가능성이 있음
 - 또한 ESG 확장 공시나 주주 제안 등은 후퇴하였지만, 기존의 정기 및 수시공시, 내부통제등의 핵심 요소가 바뀐 것은 아니기 때문에, 그린워싱이나 허위 과장 표시 문제는 기존의 규율로도 문제 해결 가능성 존재

선임연구원 이종은