

한국거래소·자본시장연구원 공동 주최  
“자본시장의 공정성 제고를 위한 정책세미나” 발표자료

# 스튜어드십 코드 개정과 의결권 자문기관 규율 방안

한국ESG기준원(구 한국기업지배구조원) 송민경 선임연구위원

- 일 시 2022년 11월 3일(목) 10:20~11:25
- 장 소 한국거래소 1층 컨퍼런스 홀

## I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## II. 의결권 자문기관 규율 방안



# I. 한국 스튜어드십 코드 개정



# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 한국 스튜어드십 코드(SC)

### ■ 개요

- 시기: 2016년 12월 제정·공표·시행
- 제정 주체: 스튜어드십코드 제정위원회(현 SC 발전위원회)(순수민간기구)
- 적용 대상: ① 국내 상장사 주식을 보유한 국내외 기관투자자  
② 기관투자자의 SC 이행을 지원하는 의결권 자문기관, 투자자문사 등
- 적용 방식: “원칙 준수, 예외 설명”(comply or explain)

### ■ 제정 목적

- 수탁자로서 기관투자자가 이행해야 할 7개의 세부원칙과 안내지침 제시
- 기관투자자의 수탁자 책임 이행을 통해 ① 대상 기업의 지속가능한 성장, ② 고객의 중장기 이익 보호, ③ 한국 경제와 자본시장의 장기적인 건전한 발전을 추구

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 한국 스튜어드십 코드(SC)

### ▪ 세부원칙

원칙 1: 수탁자 책임 정책 제정 및 공개

원칙 2: 이해상충 방지 정책 제정 및 공개

원칙 3: 투자 대상 회사를 주기적으로 점검

원칙 4: 대상 회사와 공감대 형성, 수탁자 책임 활동 내부지침 마련

원칙 5: 의결권 정책 및 의결권 행사 내·용사유 공개

원칙 6: 의결권 행사 및 수탁자 책임 이행 활동의 주기적인 보고

원칙 7: 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역·량전문성 증진

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 한국 스튜어드십 코드: 참여 현황 (2022.10.27 기준)

분류	기관 수	사례
연기금	4	국민연금, 우정사업본부, 사학연금, 공무원연금
자산운용사	57	삼성, 미래에셋, KB, 한화, 신한, Robecco 등
보험사	4	KB생명, KB손보, 신한라이프, 하나생보
의결권자문	4	서스틴베스트, 한국ESG기준원(구 기업지배구조원), 한국ESG연구소, Glass Lewis
증권사	5	IBK투자증권, KB증권, 신영증권, 하나금융투자, 한화투자증권
투자자문사	3	제브라투자자문, 케이원투자자문, William Blair Investment Management
은행	2	KB국민은행, KEB하나은행
PEF운용사	59	JKL파트너스, KB인베스트먼트, 스틱인베스트먼트 등
기타	62	
계	200	

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 해외 현황: SC 도입 국가(국제기구 포함)

### ▪ 20개 개별 국가에서 SC 도입·시행 (2022년 1월말 기준)

- 영국(2010, 2012, 2019), 네덜란드(2011, 2018), 스위스(2013), 이탈리아(2015, 2016), 덴마크(2016), 독일(2020)
- 캐나다(2010, 2017, 2020), 브라질(2016), 미국(2017)
- 일본(2014, 2017, 2020), 말레이시아(2014), 홍콩(2016), 대만(2016), 싱가포르(2016), 한국(2016), 태국(2016), 인도(2017)
- 남아프리카공화국(2011, 2022), 케냐(2017)
- 오스트레일리아(2017)

### ▪ 2개의 국제기구에서도 SC 도입 · 시행

- EU [2011, 2018 EFAMA (European Fund And Asset Management Association) SC]
- ICGN (International Corporate Governance Network)(2016, 2020)

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 해외 현황: 한국 SC 제정(2016.12) 이후 주요 변화

- 한국 SC 제정(2016)
- 미국 SC 제정(2017)
- 호주 SC 제정(2017)
- 영국 SC 전면 개정(2019)
- 일본 SC 개정(2020)
- 독일 SC 제정(2020)
- 남아공 SC 개정(2022)
- EU 주주권지침 개정(SRD II)(2017)
- EU 지속가능금융공시법(SFDR) 제정(2019)
- EU 기업지속가능성실사지침(CSDDD) 제안(EC, 2022)
- EU 기업지속가능성보고지침(CSRD) 제정(합의)(2022)

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

❖ 해외 현황: EU는 SRD II(2017)를 통해 기관투자자 및 의결권 자문기관의 수탁자 책임에 관한 자율규제(SC, "Best Practice Principles")를 법제화

▪ 기관투자자, 의결권 자문기관 공시 의무화 & 기존 자율규제 수용으로 부담 최소화

▪ 자산소유자는 주주활동 정책을 공개하고 이행현황을 연 단위로 공개

- 주주활동의 투자전략 통합, 대상회사 ESG 등 점검, 회사와 대화, 의결권 · 주주권 행사, 기관투자자 간 협력, 이해상충 관리 등 (← 기존 SC 주요 내용 수용)

▪ 자산운용자는 자산소유자에게 다음 사항을 연 단위로 보고

- 계약 내용의 이행, 운용자산의 장기성과 기여 여부, 주주활동 시행, 이해상충 관리, 의결권 자문기관 관리 등

▪ 의결권 자문기관은 서비스의 전문성, 정확성, 공정성 제고 관련 사항을 공개

- 행위준칙(ex. BPP) 도입·이행 여부, 주요 정보(방법론, 정보출처, 분석 절차, 국가별 고유의 규제체계 고려 여부, 의결권 행사 정책, 회사와의 협의, 이해상충 방지) 공개 및 고객 보고 등 [← 기존 자율규제인 BPP(Best Practice Principles)의 주요 내용 수용]

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 해외 현황: 영국 SC 전면 개정(2019) 내용

### ▪ 주요 개편 사항 (1) 적용 및 시행

- Comply or Explain (원칙 준수, 예외 설명) → **Apply and Explain (적용 & 설명)**
- FRC(Financial Reporting Council)의 엄격한 사전·사후 점검 및 승인
- 적용 대상 자산: 상장주식 → **전체 자산**
- **서비스 제공자에 대한 별도 장 및 원칙 신설**

### ▪ 주요 개편 사항 (2) 세부원칙 내용

- 각 세부원칙 관련한 정책, 절차, 이행 내용은 물론 **성과·영향도** 공시
- **ESG를 명시**
- **수탁자 책임의 정의 변경(ESG를 주주활동 외에 투자결정에도 반영)**
- **시장 전체의 체계적 위험** 식별 및 대응 통한 금융시장의 효과적 작동 촉진
- 서명 기관의 내부 문화, 철학, **지배구조, 임직원 보상** 등 강조
- 위탁운용사, 서비스 제공자 등에 대한 점검 · 관리 강조
- 서비스 제공자의 수탁자 책임 및 이행에 관한 내용 강화

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 해외 현황: 영국 이외 국가의 SC 개정 내용 사례

- “투자 결정에 ESG 통합” 관련 내용 포함

- 영국(2019), 독일(2020), 남아공(2022)

- “주식 외에 채권 등 다른 자산군에 SC 적용 확대” 관련 내용 포함

- 호주(2017), 영국(2019), 일본(2020), 독일(2020), 남아공(2022)

- “Apply and Explain 원칙” 적용

- 영국(2019), 남아공(2022)

- “자본시장 전체의 체계적 위험 점검” 관련 내용 포함

- 영국(2019), 독일(2020), 캐나다(2020), 남아공(2022)

- “주주활동 등 결과의 공개” 관련 내용 포함

- 호주(2017), 영국(2019), 일본(2020), 독일(2020), 남아공(2022)

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 해외 현황: EU 지속가능성 공시 및 실사 책임 강화

### ■ 주요 법제

- 지속가능금융공시법(SFDR: Sustainable Finance Disclosure Regulation)(2019)
- 기업지속가능성보고지침(CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive)(2022)
- 기업지속가능성실사지침(CSDDD: Corporate Sustainability Due Diligence Directive)(2022)

### ■ 주요 내용

- 기관투자자, 기업 등 자본시장 참여자 대상으로 ESG 위험 관리, (외부에 끼치는) 주요 부정적 영향에 대한 충실한 실사(인식, 관리, 협의, 피해구제, 공시 등)를 의무화

### ■ 영향

- CSRD, CSDDD 적용 대상 기업 및 광범위한 협력사 등 관계사의 ESG 실사 책임 도입
- ESG 실사 책임을 이행하지 못하는 기업은 SFDR로 인해 자본시장 접근이 크게 제한

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 한국 SC 개정

### ▪ 필요성 ①

- 한국 SC 시행 이후 해외의 주요 SC 시행 국가에서 변화하는 세계 자본시장 및 법제 동향을 반영하여 SC를 광범위하게 제·개정(SC 2.0)한 점을 고려

### ▪ 필요성 ②

- EU를 필두로 한 지속가능성 규제가 강화되는 국제적 추세에 따라
- ESG 공시 및 관리에 문제가 있는 국내 기업은 EU 시장 진출, 해외 자본의 유치에서 곤란을 겪을 수 있고, EU 기업(한국 기업 포함)의 가치사슬 관리로 각종 제약, 법적 위험에 직면할 가능성이 높아지는 등 위험요소 확대
- 이는 국내 회사 가치와 자본시장에 중대한 불확실성·위험 요인으로 작용할 가능성이 크므로, 국내 기관투자자의 선제적이고 적극적인 대응을 요구

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## <참고> 각국 SC와 영국 SC(2012)의 유사도 순위

순위	국가	순위	국가
1	India (SEBI) 2019	12	Canada 2017
2	EU (EFAMA) 2018	13	Taiwan 2016
3	Denmark 2016	14	Japan 2017
4	Australia (ACSI) 2018	15	Malaysia 2014
5	India (IRDAI) 2017	16	Thailand 2017
6	ICGN 2016	17	<b>Korea 2016</b>
7	India (PFRDA) 2018	18	Italy 2016
8	Hong Kong 2016	19	Australia (FSC) 2017
9	Singapore 2016	20	US 2017
10	Kenya 2017	21	Netherlands 2018
11	Brazil 2016	22	Switzerland 2013

\* Katelouzou, Dionysia and Mathias Siems(2020), "The Global Diffusion of Stewardship Codes" 2020.6.

# I. 한국 스튜어드십 코드 개정

## ❖ 한국 SC 개정

### ■ 주요 검토 사항 (1) 적용 및 시행

- Comply or Explain 유지 여부
- SC 참여를 위한 요건 적용 강화 여부
- 적용 대상 기관 및 자산 유형 등 확대 여부 등

### ■ 주요 개편 사항 (2) 세부원칙 내용

- 효과성을 높이는 공시 방식
- ESG 명시 여부
- 수탁자 책임의 정의
- 시장 전체의 체계적 위험 관련 사항
- 서명 기관 자체의 지배구조 등에 관한 사항
- 위탁운용사, 서비스 제공자 등의 점검 · 관리
- 서비스 제공자의 수탁자 책임 및 이행에 관한 내용 등



## Ⅱ. 의결권 자문기관 규율 방안

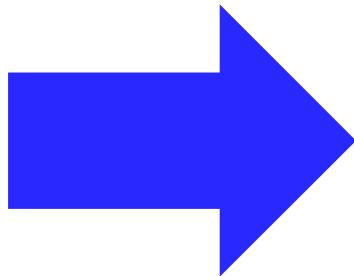


## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관(P-Adv)의 역할 및 특성

- 기관투자자의 비용효율적인 충실한 의결권 행사(=신인의무 이행)를 지원

- 방대한 정보의 효율적인 수집·처리(규모의 경제, 적시성 등)
- 수집 정보에 대한 전문적인 분석
- 국내외 규제, 자본시장 동향 등에 관한 전문적 조사·분석
- 고객이 주의해야 할 이슈 선별, 요약 정보 제공
- 의결권 자문기관 제공 정보는 기관투자자의 다양한 주주활동 수행 기초
- 제3의 전문기관으로서 기관투자자가 직면하는 이해상충 완화에 기여



- 전체 의결권 행사 시스템의 원활한 작동 지원
- 최종 투자자 보호

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관의 역할 및 특성

#### ▪ 의결권 자문기관 및 서비스시장이 갖춰야 할 주요 특성

- 독립성 및 객관성
- 이해상충 관리 및 최소화
- 정확성
- 적시성
- 서비스시장 경쟁
- (다양한 자문기관 공존을 통한) 다양한 자문 의견
- 국가별 규제, 코드 및 최선관행의 특수성 고려 (EU ESMA, 2013)



- 다양한 특성·목표를 감안하여 규율 방안을 설계할 필요
- 이를 통해서만 기관투자자의 의결권 행사 신인의무 이행 지원, 최종 투자자 보호, 의결권 행사 시스템 효율 제고 가능

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 체계: 해외 동향

- US SEC Concept Release (P-Adv 규제 등 의견수렴)(2010)
- 영국 SC, "기관의 자문기관 관련 사항 공개" 반영(2012)
- 유럽자본시장감독청(ESMA), P-Adv 규율 방안 의견수렴(2012), 자율규제 권고 발표(2013)
- BPP Group, P-Adv 자율규제원칙 발표("Best Practice Principles": BPP)(2014)
- EU, SRD II(2017) P-Adv 공시 의무화 (최초의 P-Adv 규제 법제)(EU 각 회원국 반영은 2019년)  
(단, BPP 핵심 내용만 반영)
- US, Financial CHOICE Act 2017, Corporate Governance Reform & Transparency Act 2017  
(P-Adv 규제 위한 별도법안 발의)(등록·공시, 준법감시임원 임명, 검사·제재 등)(상원 부결)

\* 빨간색 표시는 법적 규제 관련 내용

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 체계: 해외 동향

- 영국 SC, 전면 개정으로 P-Adv 등 서비스제공자 대상 별도 장 및 원칙 1~6 신설(2019)
- 일본 SC, 개정으로 P-Adv 등 서비스제공자 대상 원칙 8 신설(2020)
- US SEC, 위임장 규칙 개정으로 P-Adv 규제 강화(자문보고서 초안의 기업 사전 리뷰 등)(2020)
- US 노동부(DoL), 노동자퇴직소득보장법(ERISA) 관련 규칙 개정(기관투자자의 ESG 투자, 의결권 행사 및 engagement를 제약하는 내용 등)(2020)
- US SEC 및 DoL, 각각 2020 개정 규칙 미시행 계획 발표(2021), 각 규칙 개정 추진
- US SEC, 위임장 규칙 개정, P-Adv 보고서 초안의 기업 사전 리뷰 의무화 조항 등 삭제(2021)

\* 빨간색 표시는 법적 규제 관련 내용

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 체계: 해외 동향

#### ▪ 현재 의결권 자문기관 대상의 법적 규제는 EU SRD II, US Proxy Rule

- ① EU SRD II 상 P-Adv 공시 의무 사항은 **오랜 경험이 쌓인 기존 업계 자율규제(BPP)의 주요내용을 인용해 실질적으로는 자율규제에 일정한 강제력을 부과**한 것과 유사한 효과 (기존의 자율규제 참여 기관에는 추가 규제 준수 부담이 크지 않음)
- ② US SEC 위임장규칙으로 P-Adv를 규제하는 방식은 위임장권유의 범위가 포괄적인 미국에서만 가능해 다른 나라에서 유사 법제 사례를 찾기 어려움
- 등록 규제는 없음(**유일한 시도가 CGRTA 2017이었으나 상원 부결**)

#### ▪ 의결권 자문기관을 직접 대상으로 하는 주된 규율 체계는 다음의 연성 자율규제

- **SC (영국, 일본)**
- **업계 자율규제(BPP Group, BPP)**

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율에 관한 국내 논의

- 다음 사유를 들어 의결권 자문기관 규제를 강화해야 한다는 논의가 대부분

- ① 상당한 **이해상충** 가능성
- ② 국내 기관투자자의 의결권 행사에 끼치는 **영향력**
- ③ 자료 및 분석 등의 **정확성**에 관한 의문
- ④ EU SRD II, US 위임장규칙 등 P-Adv에 대한 **해외의 법적 규제 사례** 등



- 효과적인 규율 체계 마련을 위한 심도 있는 검토와 논의가 필요

- ① **이해상충**은 협소한 시장, 겹겹 불가피성 등으로 심각할 가능성 ↑
- ② **영향력**, ③ **정확성** 문제는 국내 사정에 대한 정보가 부족하므로 **해외의 다양한 논의를 검토하고, 국내 현황도 확인해볼 필요**
- ④ **해외의 법적 규제 사례**는 그 추이와 실재를 점검할 필요

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율에 관한 해외 논의

주요 기관	
법적 규제 강화론	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>U.S. Chamber of Commerce(USCC)</b></li> <li>• Business Roundtable(BR)</li> <li>• National Association of Manufacturers(NAM)</li> <li>• National Investor Relations Institute(NIRI)</li> <li>• <b>American Council on Capital Formation(ACCF)</b></li> <li>• Center on Executive Compensation 등</li> </ul>
법적 규제 신중론 (반대론)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Principles for Responsible Investment(PRI)</b></li> <li>• <b>International Corporate Governance Network(ICGN)</b></li> <li>• <b>Council of Institutional Investors(CII)</b></li> <li>• North American Securities Administrators Association(NASAA)</li> <li>• <b>각국 SC 제정 기구</b>[FRC(UK), Eumedion(Netherland), ACSI(Australia) 등]</li> <li>• <b>미국 각주 재무장관, 재정관 등</b>[National Association of State Treasurers(NAST), Comptroller]</li> <li>• 대형 연기금[노르웨이연금(NBIM), CalPERS, CalSTRS 등]</li> <li>• Consumer Federation of America(CFA), CFA Institute 등</li> </ul>

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

❖ 의결권 자문기관 규율에 관한 해외 논의: 쟁점 ① 자문기관의 영향력  
(※ 단순 자문기관 규제는 쉽지 않아 실제적 영향력 입증의 규제 논의의 주요 전제)

주장 근거	
법적 규제 강화론	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 많은 기관투자자가 의안분석보고서 수령 직후 의결권을 행사</li> <li>• 자문기관의 권고 의견과 기관투자자의 투표 간 높은 상관관계(&lt;표 1&gt; 참고)</li> <li>• Robo-Voting의 경우 기관투자자들이 자문기관 의견을 맹목적으로 따르는 경향</li> <li>• 해외 기업에 투자한 경우 자문기관 권고에 의존하는 정도가 더욱 높아짐</li> </ul>
법적 규제 신중론 (반대론)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 권고의견과 실제 투표 간 높은 상관관계는 인과관계(=영향력)를 증명하지 않음               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 자문기관과 기관투자자의 의결권 행사 가이드라인은 대표적인 지배구조 코드, best practice를 반영해 유사하기에 권고와 투표 간 상관관계가 높을 뿐</li> <li>- 70~80%의 안건은 일상적인 안건으로 자문기관, 기관투자자 간 의견 일치</li> <li>- 기관투자자의 요구로 기관 가이드라인에 따라 권고한 경우 기관이 이를 따른다고 해서 자문기관의 영향력이 높다고 주장할 수 없음</li> </ul> </li> <li>• 논란 소지가 큰 안건 유형별 조사에서는 권고 의견과 투표 간 차이가 확대되는 사례들</li> <li>• 회사 제안 안건에 대개 자문기관은 80% 이상, 기관투자자는 90% 이상 찬성(동의)하는 수준인데 이는 회사의 영향력이 높은 것?</li> <li>• 2 이상 자문기관 활용하는 많은 경우 자문기관 간 의견이 다를 때</li> </ul>

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

<표 1> 의결권 자문기관 권고와 대형 기관투자자의 의결권 행사 일치 비율

구분	ISS 따라 찬성	ISS 따라 반대	GL 따라 찬성	GL 따라 반대
BlackRock(2016)	85.4%	68.3%	84.3%	61.2%
BlackRock(2017)	87.9%	69.2%	83.0%	51.7%
State Street(2016)	88.6%	83.9%	80.1%	64.6%
State Street(2017)	88.2%	80.3%	80.2%	62.3%
Vanguard(2016)	83.1%	60.7%	81.6%	49.5%
Vanguard(2016)	86.4%	59.5%	82.4%	44.4%

\* ACCF(2018), "The Conflicted Role of Proxy Advisors, 2018.5.

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율에 관한 해외 논의: 쟁점 ② 정확성

주장 근거	
법적 규제 강화론	<ul style="list-style-type: none"> <li>회사의 공시에 따르면, 많은 자문보고서에 중요한 오류로서 사실관계 오류, 분석 오류, 심각한 견해 차이 등 오류가 있음(ACCF, 2018)(&lt;표 2&gt;)</li> <li>(※ 오류는 잘못된 자료 등으로 찬성 권고해야 할 안전에 반대 권고한 경우임)</li> </ul>
법적 규제 신중론 (반대론)	<ul style="list-style-type: none"> <li>자문보고서의 사실관계 오류는 과대 평가되었으며, 실제로는 0.1% 미만 수준(CII, 2020)               <ul style="list-style-type: none"> <li>회사 측에서 오류라고 주장하는 자문보고서의 오류는 대부분 분석 방법 및 기본적인 지배구조 정책에 관한 입장 차이, 회사 측 원자료 공시 오류 등에서 기인</li> <li>SEC에서 오류율을 분석한 2018년 회사 측 공시자료를 엄밀히 분석하면, 사실관계 오류는 전체 자문보고서 11,000건 중 7건(0.06%)에 불과</li> <li>자문기관 규제 강화로 이 정도의 오류를 제거하고자 하는 시도는 가능하지도, 비용-편익 분석 상 바람직하지도 않음</li> </ul> </li> </ul>

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

<표 2> 의결권 자문기관 주요 오류 분석(2016~2018)

년도	Factual Errors	Analytical Errors	Serious Disputes	Total
2016	9	16	14	39
2017	23	23	22	68
2018	7	12	13	32
Total	39	51	49	139

\* ACCF(2018), "Analysis of Proxy Advisor Factual and Analytical Errors in 2016, 2017, and 2018," 2018.10.

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 관련 여타 쟁점 ① 이해상충

#### ▪ 이해상충을 야기하는 요인

##### ① 소유지배구조

##### ② 거래관계

- 분석 대상 상장사가 자문기관의 (가령, ESG 자료 제공, ESG 평가, 책임투자 자문서비스, ESG 개선 자문 등 업무 관련) 주요 고객 운용사·상장사의 주요 계열사인 경우
- 분석 대상 상장사가 자문기관 (가령 금융) 계열사의 고객인 경우

##### ③ 협소한 의결권 자문서비스 시장

- 의결권 자문 전업이 불가능해 ESG Data/리서치/평가 등 수익사업 진출이 불가피하며, 이들 사업 수익에 더욱 크게 의존할 수밖에 없어 사업 간 이해상충 여지 확대
- 인력 채용 등 한계로 부서 간 분리, 별도 내부통·제준법감시 기구 설치에도 한계

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 관련 여타 쟁점 ① 이해상충

- 의결권 자문기관의 이해상충 문제를 최소화함으로써 의도한 효과를 가져오기 위한 필수적인 전제는 **고객인 기관투자자의 이해상충 문제 최소화**

- 의결권 자문기관의 이해상충 문제 해결 시

**“의결권 자문기관의 이익 = 고객 기관투자자의 이익” 성립**

- 그러나 기관투자자의 이해상충으로 **“기관투자자의 이익 ≠ 최종 투자자 이익”** 관계가 성립하게 되면,
- 자문기관의 최선을 다한 자문이 최종 투자자의 이익 보호로 연결되지 않을 우려

(사례) 기관투자자가 (이해상충으로) 사익을 추구할 목적으로, 반대해야 할 안건에 찬성할 수 있게 변경한 내부 기준을 적용하여 분석하도록 자문기관에 요구하는 경우, **자문기관이 이해상충, 정확성 등 문제를 해결해도 문제가 오히려 심화될 여지 [기관투자자가 제3기관(자문기관)의 뒷받침을 확보하면서 투자자 이익과 달리 찬성할 수 있기 때문]**

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

**<참고> SEC의 자문기관 규제 강화 제안(2019.11)에 대한 소비자단체 (Consumer Federation of America: CFA)의 답변** (CFA, 2020.01.30 response)

- SEC의 제안은 전체 의결권 행사 시스템에서 대형 펀드가 아니라 자문기관이 가장 중요한 주체인 것으로 간주
  - 규제에 따라 몇몇 의결권 자문기관이 사라져도 기업은 자문기관에 제기하는 바와 같은 상황 및 문제(이해상충, 불투명성, 찬반 방법론 등)를 대형 펀드 등에게서 겪게 될 것
- 따라서 SEC는 대형 펀드들의 이해상충, 투명성 부족, 의견 형성 방법론 등에 보다 큰 주의를 기울일 필요

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 관련 여타 쟁점 ② 국내외 서비스시장 환경

#### ▪ 국내 의결권 자문서비스 시장 추산

- 연간 기관투자자별 의결권 행사 내역 공시 대상 회사 수 합계: 대략 4,000~5,000건 (①)
- 의결권 행사 내역을 공시하지 않은 보유 종목에는 의결권을 행사하지 않는다고 가정
- 1건당 자문수수료: 200,000₩ (현행 최대 수준)(②)
- **시장 자문수수료 총계(추산): 800,000,000~1,000,000,000₩ (①\*②)**

#### ▪ ISS (미국 본사) 현황 (2022년 기준)

- 국내외 고객 수: 2,250사 (투자자문사 1,030, 집합투자기구 317, 은행 193 등)
- 피고용인: 전체 약 3,000명, 분석가 약 1,480명
- **2020년 독일거래소 매각 당시 기대 연 순수입 \$280 million (S&P Global 시장조사)**

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 관련 여타 쟁점 ② 국내외 서비스시장 환경

구분	국내 자문서비스 시장	해외 자문서비스 시장
주 고객	국내 기관투자자	해외 기관투자자
계약 상대방(수요 기반)	운용사·연기금 등	운용사, 집합투자기구* 등
자문 수수료 부과 방식	보고서 건당 동일 수수료	보고서 건당 운용자산 규모 비례** 안건 난이도·중요도 비례***
이용 자문기관 수	대개 1사	다수 자문기관 이용 사례 다수
(운용사별) 의결권 행사 대상 기업 수	보유 종목 일부	보유 종목 대부분
운용사 등의 운용보수 (자문 수수료 지급 여력)	상대적으로 낮음	상대적으로 높음

\* ISS(미국 본사)의 고객 2,250사 중 317사가 집합투자기구

\* 동일 운용사가 운용해도 펀드별로 의결권 행사 가이드라인이 다를 수 있고, 공시도 별도로 하므로 합리적 측면

\*\* 초대형 펀드의 경우 \$100만 이상의 자문수수료 계약을 체결하는 사례

\*\*\* 주요 M&A 안건의 경우 별도로 \$1만 이상의 자문수수료 계약을 맺는 사례

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 관련 여타 쟁점 ② 국내외 서비스시장 환경

- 미국에서 서비스시장 규모, 서비스 비용 등에 영향을 끼치는 규제 요인
  - 투자일임업자의 의결권 행사에 관한 신인의무(주의의무, 충실의무) 규제
  - 투자일임업자의 의결권 행사 관련 이해상충 방지방안 관련 규제
  - 기관투자자 (의결권 행사) 신인의무의 일환으로 의결권 자문기관 관리 책임 및 공시 (이해상충 방지, 충분한 자원 투입 등)
  - 투자회사의 의결권 행사 정책(가이드라인 포함) 공시 방법(증권신고서 기재 등)
  - 의결권 행사 관련 의무 이행을 위한 투자회사, 투자일임업자의 이사회, 준법감시임원 (CCO)의 책임(SEC, Rules on Compliance Programs for Investment)
  - 의결권 행사 내역 공시 의무화 범위
  - 주총 관련 자료(소집공고, 사업보고서 등)의 공시 기한 등

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 방안 마련 시 고려 사항

#### ■ 정확한 현황(자문기관의 영향력, 시장규모, 정확성 등) 파악

- 국민연금 포함, 29개 기관투자자 **의결권 행사가 자문기관 반대 권고와 일치한 비율은 40.3%**(경제개혁연대, 2019) → 이를 어떻게 해석할 것인가?
- 기관투자자가 요구하는 가이드라인에 근거해 자문 의견을 제시하는 계약 사례를 제외할 경우 자문기관 권고와 실제 의결권 행사 일치율은?
- 찬성 권고해야 할 안전에 자료 사실관계 기재 오류 등으로 잘못 반대 권고하는 비율은?
- 의결권 자문서비스 시장 현황은?

#### ■ 최종 목표(기관투자자 신인의무 이행 지원, 최종 투자자 보호 등) 명확화

- 의결권 자문기관에 대한 규제 틀은 이들 기관이 전체 의결권 행사 시스템에서 차지하는 역할과 가져오는 가치를 염두에 두고 모색할 필요(UK FRC, 2012)

## II. 의결권 자문기관 규율 방안

### ❖ 의결권 자문기관 규율 방안 마련 시 고려 사항

- 여러 목표 간 상충 가능성
- 규제(규율) 우선 순위
- 규제(규율) 형평성
  - 기관투자자 vs 국내 의결권 자문기관 vs 해외 의결권 자문기관
- 시장 관행의 합리적 개선
- 해외의 규율 체계 정립 추이와 경험



감사합니다.