

# KCMI

Korea Capital  
Market Institute

## 기관투자자의 수탁자책임과 스튜어드십 코드의 도입

정윤모



## 정윤모 (Yoon Mo Chung)

연구위원 / 법학 박사

### 연구분야

- Securities Regulation
- Corporation Law
- M&A
- Corporate Governance

# 기관투자자의 수탁자책임과 스튜어드십 코드의 도입

2016. 4.

연구위원 정윤모





## 序 言

기관투자자의 수탁자책임에 관한 법규제가 외국과 비교하여서도 손색이 없을 정도로 체계적으로 정비되어 있음에도 불구하고, 실제 주주권 행사는 매우 소극적으로 이루어지고 있다. 이것은 법적 규제 시스템에 문제가 있는 것이 아니라는 사실을 입증하는 것이다. 따라서 기관투자자의 수탁자책임에 관한 논의, 특히 의결권 행사에 관한 논의는 법제도의 개선이라는 측면에서 접근해서는 안되고, 이미 만들어진 법제도가 실제 제대로 작동되고 운영될 수 있도록 하는 운영·집행 측면에서 접근하여야 할 것이다.

수탁자책임의 이행을 제고하기 위한 현실적인 대안으로서, 미국에서 활발하게 진행되어온 주주행동주의(shareholder activism) 방식과 영국·일본이 비교적 최근에 채택한 스튜어드십 코드(stewardship code) 방식을 검토해 보았다. 그 결과, 영국·일본이 채택하고 있는 스튜어드십 코드 방식이 수탁자책임에 대한 인식이 부족한 기관투자자들의 존재를 전제로 하여 이들에게 공시를 통한 시장규율을 활용하여 수탁자책임을 이행하도록 독려한다는 점에서 우리 상황에 보다 적합한 방식이라 판단된다.

수탁자책임의 이행을 장려하기 위한 방식으로 우리 현실에 보다 적합하다고 평가되는 스튜어드십 코드를 도입한다고 했을 경우, 그 내용을 어떻게 정하여야 할지에 관한 구체적인 도입 방안에 대해 살펴보았다. 구체적 도입 방안에서는 ① 원칙중심주의 및 원칙준수·예외설명 방식, ② 공시주의 방식, ③ 핵심 원칙, ④ 기관투자자간의 연계활동, ⑤ 자산소유자와 자산운용자의 구분, ⑥ 코드의 제정 및 관리운영 주체에 대해 각 사항별로 그 타당성을 분석하여, 한국형 스튜어드십 코드 제정의 기본방향을 제시하였다.

이어서 기관투자자가 투자대상회사와 대화하는 과정에서 기존 법제도와 상충하는 문제가 발생할 소지가 있으므로 이와 관련하여 사전에 고려하여야 하는, ① 관여활동과 내부자거래의 관계, ② 관여활동과 주식대량보유 보고의 관계, ③ 연대행동과 주식대량보유 보고 및 공개매수의 관계, ④ 거대 연금기금의 주주권 행사 관련 보완과제 등 4가지 법적·정책적 쟁점에 대해서도 검토하였다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 정윤모 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 훌륭한 조언을 아끼지 않으신 본 연구원의 김준석 연구위원, 이성복 연구위원, 신보성 연구위원, 그리고 연구조정위원들에게도 감사의 뜻을 전한다. 아울러 본 보고서의 기초자료 조사 및 편집을 도와준 박수연 연구위원, 신경희 연구위원, 주혜림 연구조원의 수고에도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2016년 4월  
자본시장연구원  
원장 신인석

## 목 차

---

---

<b>Executive Summary</b> .....	vii
<b>Abstract</b> .....	x
<b>I. 서론</b> .....	<b>3</b>
1. 문제제기 .....	3
2. 연구방향 .....	4
<b>II. 기관투자자의 의결권 행사 실태 및 그 제약요인 분석</b> ...	<b>9</b>
1. 기관투자자의 의미 .....	9
2. 주주권 및 의결권 행사의 의미 .....	12
3. 주식시장의 기관화 현상과 기관투자자의 영향력 증가 .....	14
4. 기관투자자의 의결권 행사 실태 .....	20
5. 기관투자자의 의결권 행사 제약요인 .....	31
<b>III. 수탁자책임에 관한 현행 법규제의 검토</b> .....	<b>37</b>
1. 서설 .....	37
2. 한국의 수탁자책임 규제 .....	38
3. 외국 입법례 .....	46
4. 현행 수탁자책임의 규제수준 평가 .....	54
5. 법규제 측면의 쟁점사항 .....	56

<b>IV. 기관투자자의 수탁자책임 이행제고 방향</b> .....	<b>63</b>
1. 서설 .....	63
2. 미국의 주주행동주의 방식 .....	65
3. 영국·일본의 스투어드십 코드 방식 .....	70
4. 소결 .....	80
<b>V. 한국형 스투어드십 코드의 도입 방안</b> .....	<b>85</b>
1. 도입 논의의 배경 및 목적 .....	85
2. 스투어드십 코드 도입(안) .....	87
3. 구체적인 도입 방안 검토 .....	89
4. 스투어드십 코드의 도입 관련 법적·정책적 쟁점 검토 .....	103
<b>VI. 결론</b> .....	<b>115</b>
<b>참고문헌</b> .....	<b>121</b>

## 표 목 차

---

---

<표 II-1> 미국 투자자별 주식보유 현황(시가기준) .....	15
<표 II-2> 일본 투자자별 주식보유 현황(시가기준) .....	16
<표 II-3> 한국 투자자별 주식보유 현황(시가기준) .....	17
<표 II-4> 3대 공적 연금기금의 국내 주식투자 규모 .....	18
<표 II-5> 국민연금의 의결권 행사 현황 .....	24
<표 II-6> 사학연금의 의결권 행사 현황 .....	25
<표 II-7> 공무원연금의 의결권 행사 현황 .....	27
<표 II-8> 의결권 행사내역 공시 현황 .....	28
<표 II-9> 기관투자자의 의결권 행사 현황 .....	29
<표 II-10> 경영진 안전에 대한 기관투자자의 반대 현황 (2014년 상반기) .....	30

## 약 어 표

---

ABI	Association of British Insurers
AIC	Association of Investment Companies
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CII	Council of Institutional Investors
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
FCA	Financial Conduct Authority
FRC	Financial Reporting Council
ICGN	International Corporate Governance Network
IIC	Institutional Investor Committee
IMA	Investment Management Association
ISC	Institutional Shareholders' Committee
NAPF	Pensions and Lifetime Savings Association
SEC	Securities and Exchange Commission
UTC	Uniform Trust Code

## 《 Executive Summary 》

전반적으로 국내 기관투자자들이 주주총회에서 반대의견을 표시하는 비율은 매우 저조하다. 원래 주식가치의 감소를 초래하거나 고객자산의 이익에 반하는 안건에 대하여는 반대하여야 하지만, 대부분의 기관투자자들은 의결권 행사에 있어서 소극적인 모습을 보여주고 있다. 이에 따라 상장법인의 주주총회에서 문제성이 있는 안건이 실제로 부결되는 경우는 극히 드물다.

기관투자자는 수탁자책임을 이행하는 과정에서 투자대상회사의 경영에 대한 관여활동을 수행하도록 요구받고 있음에도 불구하고, 기관투자자의 특성상 투자대상회사에 대한 관여활동 수행에는 일정한 제약이 따른다. 그 근거에는, 기관투자자의 수탁자책임에 대한 인식 부족, 투자대상회사와의 소유관계 또는 거래관계에서 오는 이해상충 문제, 의결권 행사의 비용부담과 같은 근본적인 제약요인이 깔려있음을 보았다.

기관투자자들의 소극적인 주주권 행사에 대해서는, 고객의 투자이익 극대화 측면에서 충실의무나 선관주의의무와 같은 수탁자책임이 제대로 이행되고 있는지 여부가 논란이 될 수 있다. 수탁자로서 기관투자자의 소극적인 주주권 행사 관행이 수탁자책임에 관한 법규제를 위반하는 것은 아닌지와 관련하여, 현행 실정법의 규제 내용이 어떻게 되어 있는지를 미국, 영국, 일본의 수탁자책임에 관한 법규제와 비교법적으로 살펴보았다.

이를 통하여 우리 법규제가 매우 체계적으로 완비되어 있다는 사실을 확인하였다. 이와 관련하여 법규제 측면에서 논의가 필요한

① 기관투자자의 의결권 직접 행사, ② 고객에 의한 기관투자자

보유 주식의 의결권 행사, ③ 고객의 입증책임 부담 경감, ④ 증권 집단소송제도의 적용 문제, ⑤ 펀드매니저 교체청구권 부여에 관해 검토하였다.

이처럼 우리 기관투자자의 수탁자책임에 관한 법규제가 외국과 비교하여서도 손색이 없을 정도로 체계적으로 정비되어 있음에도 불구하고, 실제 주주권 행사는 매우 소극적으로 이루어지고 있다. 이것은 법적 규제시스템에 문제가 있는 것이 아니라는 사실을 입증하는 것이다. 따라서 기관투자자의 수탁자책임에 관한 논의, 특히 의결권 행사에 관한 논의는 법제도의 개선이라는 측면에서 접근해서는 안되고, 이미 만들어진 법제도가 실제 제대로 작동되고 운영될 수 있도록 하는 운영·집행 측면에서 접근하여야 할 것이다.

수탁자책임의 이행을 제고하기 위한 현실적인 대안으로서, 미국에서 활발하게 진행되어온 주주행동주의(shareholder activism) 방식과 영국·일본이 비교적 최근에 채택한 스튜어드십 코드(stewardship code) 방식을 살펴보았다. 왜냐하면 이들 국가에서는 이들 방식을 통해 법규제가 부과하고 있는 수탁자책임을 비교적 효과적으로 집행·운용하고 있는 것으로 평가되고 있기 때문이다.

이러한 2가지 접근방향에 대해 검토한 결과, 영국·일본이 채택하고 있는 스튜어드십 코드 방식은 수탁자책임을 철저히 자각하고 있거나 주주권 행사의 필요성을 인식하고 있는 기관투자자들의 존재를 전제로 하는 것이 아니라, 오히려 수탁자책임에 대한 인식이 부족한 기관투자자들의 존재를 전제로 하여 이들에게 공시를 통한 시장규율을 활용하여 수탁자책임을 이행하도록 독려한다는 점에서 우리 상황에 보다 적합한 방식이라는 사실을 알게 되었다.

이러한 측면에서 법적 구속력은 없지만 공시라는 수단을 통해 시장규율(market discipline)을 활용하여 기관투자자가 수탁자로서의 책임을 성실히 이행하도록 하는 모범규준(best practices) 방식은 기관투자자에게 추가적인 법적 부담은 주지 않으면서도 투자수익의 극대화 및 기업가치 증대를 위해 수탁자책임을 다하도록 하는 유인효과가 있다고 본다.

수탁자책임의 이행을 장려하기 위한 방식으로 우리 현실에 보다 적합하다고 평가되는 스투어드십 코드 방식을 도입한다고 했을 경우, 그 내용을 어떻게 정하여야 할지에 관한 구체적인 도입 방안에 대해 살펴보았다. 구체적 도입 방안에서는 ① 원칙중심주의 및 원칙준수·예외설명 방식, ② 공시주의 방식, ③ 핵심 원칙, ④ 기관투자자간의 연계활동, ⑤ 자산소유자와 자산운용자의 구분, ⑥ 코드의 제정 및 관리운영 주체에 대해 각 사항별로 그 타당성을 분석하여, 한국형 스투어드십 코드 제정의 기본방향을 제시하였다.

이어서 기관투자자가 투자대상회사와 대화하는 과정에서 기존 법제도와 상충하는 문제가 발생할 소지가 있으므로 이와 관련하여 사전에 고려하여야 하는, ① 관여활동과 내부자거래의 관계, ② 관여활동과 주식대량보유 보고의 관계, ③ 연대행동과 주식대량보유 보고 및 공개매수의 관계, ④ 거대 연금기금의 주주권 행사 관련 보완과제 등 4가지 법적·정책적 쟁점에 대해서 검토하였다.

« Abstract »

**Introducing Stewardship Code for Institutional Investors  
in Korea**

Generally, only a small percentage of institutional investors in Korea raise objections in general shareholders' meetings. Although they are supposed to raise objections to agenda that may shrink the value of shares or go against the interest of customer assets, most institutional investors in practice remain passive in exercising their voting rights. Thus, it is rare to see problematic agenda actually face objections in general shareholders' meetings of listed corporations.

Institutional investors are required to engage in management of their investment target companies when they carry out their fiduciary duty. However, certain limitations exist in their engagement activity. Behind those limitations are fundamental factors, for example, the lack of awareness about the duty, conflicts of interest in the ownership or business relations with investment target companies, cost burdens for exercising voting rights, etc.

The important issue in such passivism among institutional investors is whether fiduciary responsibilities such as the duty of loyalty and the prudent man rule are properly enforced. In order to see whether institutional investors' passivism as fiduciaries is actually in violation of relevant laws and regulations,

I explore the legal framework of the US, the UK, and Japan from the comparative law perspective.

As a result, I confirm that Korea has a systematic, complete legal framework. Related to this, I review relevant issues requiring further discussions from the legal and regulatory perspectives: 1) voting rights exercised by institutional investors themselves; 2) voting rights exercised by asset owners instead of institutional investors, 3) reduced burdens of proof for asset owners, 4) application of a class action regime, and 5) rights to request a change of fund manager.

The fact that Korea's shareholder rights are exercised inactively despite its legal framework on institutional investors' fiduciary duty as advanced as that of developed countries manifests that the problem lies not in the legal and regulatory framework. Hence, discussions on this issue, more specifically, on active voting rights should focus on enforcement, instead of further legislative improvements on the existing framework.

Seeking a realistic alternative to improve the enforcement of fiduciary duty, I explore two regimes; shareholder activism of the US and the stewardship code more recently adopted by the UK and Japan. This is because those countries are evaluated as effectively enforcing and implementing the fiduciary duty imposed by the legal framework via the two regimes.

The review on the two regimes uncovers an interesting implication for Korea. The existence of institutional investors

who fully recognize their fiduciary duty as well as the need to exercise shareholder rights is not the precondition to the stewardship code adopted by Japan and the UK. Rather, the regime sits on institutional investors with low awareness about their fiduciary duty and encourages them to carry out the duty based on market discipline, e.g., disclosure. In that sense, this is more suitable for Korea's current conditions.

Such a regime, also referred to as best practices, is without any legally binding force, but utilizes disclosure as market discipline to induce institutional investors to carry out their fiduciary duty in good faith. This creates incentives for institutional investors to fully abide by the duty for maximizing investment returns and corporate value without any additional legal burden.

Based on the findings, the stewardship code better suits Korea's current conditions in order to encourage the fiduciary duty to be better enforced. This study explores the concrete shape of the stewardship code recommended for Korea. To map out the fundamental direction, I identify and analyze the adequacy of detailed criteria: 1) principle-based system and "comply or explain" approach; 2) disclosure-based system; 3) core principles; 4) collective action among institutional investors; 5) distinction between asset owners and managers; and 6) who enacts and manages the enforcement of the code.

Furthermore, institutional investors' engagement in their investment targets may give rise to a conflict with the existing

legal framework. Regarding this, this study reviews four legal and policy issues: 1) relations between engagement and insider transactions; 2) relations between engagement and filing of changes in ownership of block shares; 3) relations between collective action, filing of changes in ownership of block shares, and a tender offer; 4) supplementary measures for large pension funds' exercise of shareholder rights.



## 1. 서론

---

1. 문제제기

2. 연구방향



# I. 서론

## 1. 문제제기

고객의 자산을 위탁받아 운용하는 기관투자자(institutional investor)는 고객이익을 최우선으로 하여 고객자산을 충실하게 관리하여야 하고, 또한 고객에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 관리하여야 하는 위탁자책임(fiduciary duty)을 부담한다. 이러한 위탁자책임의 내용에는 기관투자자가 고객자산으로 취득하여 보유하고 있는 주식에 대한 주주권을 적절히 행사하여야 하는 책임까지 포함된다. 따라서 투자대상회사에 부실경영이나 기업스캔들 등이 발생하면 기관투자자는 주주권을 적절하게 행사하여 이에 대응하여야 할 책임을 지는 것이다.

한편, 주식시장에서 기관화 현상이 진전됨에 따라 기관투자자가 보유한 주식의 규모가 늘어났고 보유주식의 가치증대를 위하여 기관투자자가 주주권을 행사할 유인도 증가하였다. 왜냐하면 과거와는 달리 기관투자자들의 주식보유 비중이 늘어남에 따라 유동성이 떨어져 주식을 매각하기도 어렵게 되었고, 주식보유 비중이 커짐에 따라 포트폴리오를 구성하는 개별 기업의 비중도 커질 수밖에 없으며 이를 처분하는 경우 포트폴리오 재구성에 따른 추가비용이 소요되기 때문이다.

그럼에도 불구하고 국내 기관투자자들은 고객자산으로 취득한 보유주식에 대한 주주권 행사에 소극적이어서, 충실의무나 선관주의의무와 같은 위탁자책임을 제대로 이행하고 있지 못하다는 비판이 제기되고 있다. 기관투자자들은 주주권, 특히 의결권 행사에 있어서 매우 소극적인 모습을 보여주고 있는데, 이러한 기관투자자들의 실태는 위탁자로서의 기관투자자들이 위탁자산의 운용에 있어서 고객의 이익을 위해 최선의 노력을 다하지 않는다는 것을 의미할 수 있으며, 이는 법규정의 내용 여

#### 4 기관투자자의 수탁자책임과 스튜어드십 코드의 도입

하에 따라서는 법규정에 위반될 소지도 있는 것이다.

이에 비해 미국의 경우에는, 캘리포니아 공무원연금(California Public Employees' Retirement System: CalPERS)과 같은 적극적인 주주행동주의를 표방하는 각종 연금기금이 기업경영에 대한 관여활동을 통하여 기업가치를 향상시키고 기업들의 지속가능한 성장을 촉진하며 수익자의 투자수익을 극대화하는 기능을 담당하고 있다. 최근 영국이나 일본도 기관투자자가 수탁자책임을 적극적으로 이행하도록 촉진하기 위하여 스튜어드십 코드라는 모범규준을 만들어서, 기관투자자가 기업경영에 관여하여 기업가치를 제고하고 고객의 투자수익을 극대화할 수 있도록 장려하고 있다.

이제는 우리 기관투자자들의 소극적인 주주권 행사관행을 타파하고 주주권 행사책임을 적극적으로 이행할 수 있도록 고양시킬 수 있는 현실적인 방안을 마련해야 할 시기가 왔다고 본다. 기관투자자들의 관여활동을 통하여 투자대상회사의 기업가치를 제고하고 중장기적인 성장을 독려하며 나아가 고객의 투자수익을 극대화하도록 하여야 하기 때문이다. 이를 통하여 기관투자자의 신뢰를 회복하고 고객·투자자를 보호하며, 기업들의 지배구조를 개선할 수 있는 선순환의 고리를 만들어야 할 필요가 있다.

## 2. 연구방향

한국에서 기관투자자의 주주권 행사문제는 2가지 방향에서 논의되고 있다. 하나는 기관투자자와 고객간의 관계에서 기관투자자는 수탁자로서 어떠한 주주권 행사책임을 부담하는지 그리고 실제로 주주권 행사책임을 제대로 이행되고 있는지에 관한 논의이다. 이러한 측면에서는 고객보

호를 위하여 투자수익 극대화를 목표로 하는 수탁자로서의 기관투자자의 책임이 중요하다. 여기서는 기관투자자와 고객 간의 이해상충, 또는 기관투자자의 고객과 다른 고객 간의 이해상충이라는 대리인 문제 (agency problem)가 존재하며, 이해상충으로부터 수익자인 고객의 이익을 보호해 줄 수 있는 방안의 확보가 중요하다. 이는 수탁자로서의 기관투자자가 고객에게 부담하는 가장 근원적이고도 1차적인 책임이다.

다른 하나는, 기관투자자의 주식보유비율이 증가함에 따라 이로 인해 증대된 기관투자자의 영향력을 활용하여 우리 기업들의 지배구조를 개선할 수 있는지 여부에 관한 논의이다. 이는 기관화 현상의 진전으로 인해 대량의 주식을 보유하게 된 기관투자자가 보유주식을 토대로 투자대상회사에 대한 영향력을 활용하여 기업들의 지배구조를 개선한다고 하는 이슈이다. 기관투자자가 투자대상회사에 관여하여 기업지배구조를 개선하는 역할도 기업가치 및 투자수익의 제고와 연결되어 있는 중요한 사안이다.

본 보고서에서는, 주로 고객의 투자수익 극대화를 위한 주주권 행사라는 수탁자책임을 중심으로 연구를 진행하기로 한다. 먼저 기관투자자들이 주주권을 제대로 행사하고 있는지 그 실태 및 그러한 현상이 발생하게 된 근본요인을 살펴보기로 한다. 이어서 이러한 문제가 법규제의 결핍으로부터 초래되는지 여부를 판단하기 위해 우리나라 및 미국, 영국, 일본의 수탁자책임에 관한 법규제들을 검토하여 우리 법규제의 규제 수준을 평가해보기로 한다.

만일 법규제 자체의 결함이 아니라 법집행상의 문제라면 실제 현실에서 법규제가 효율적으로 집행될 수 있도록 하는 접근방향의 모색이 요구된다. 이를 위하여 미국의 주주행동주의 방식과 영국·일본의 스투어드십 코드 방식의 특징을 살펴보고 우리에게 적합한 방식을 찾아보기로 한다. 마지막으로 우리에게 적합하다고 판단된 방식을 어떤 형태와 내용으로 도입할 것인지 그 구체적인 방안에 대해 검토해 보기로 한다.



## II. 기관투자자의 의결권 행사 실태 및 그 제약요인 분석

---

1. 기관투자자의 의미
2. 주주권 및 의결권 행사의 의미
3. 주식시장의 기관화 현상화 기관투자자의 영향력 증가
4. 기관투자자의 의결권 행사 실태
5. 기관투자자의 의결권 행사 제약요인



## Ⅱ. 기관투자자의 의결권 행사 실태 및 그 제약 요인 분석

### 1. 기관투자자의 의미

일반적으로 기관투자자의 개념에 포함되는 범위는 각국마다 자본시장의 구조가 상이하고 금융투자상품의 운영에 관한 규제가 서로 달라서 상당한 차이가 있다. 우리 나라에서도 일상적으로 기관투자자라는 말을 많이 사용하고 있지만, 그에 대한 확립된 정의는 아직 없으며, 과거와는 달리 자본시장법에서도 더 이상 기관투자자란 용어를 사용하고 있지 않다. 다만, 현재 법인세법에서 「주식 등 변동상황명세서 제출」과 관련하여 기관투자자란 용어가 사용되고 있을 뿐이며,<sup>1)</sup> 여기서 말하는 기관투자자란 구체적으로 은행, 투자매매업자·투자중개업자, 증권회사, 저축은행, 보험회사, 집합투자업자, 연금기금, 공제회를 의미한다.<sup>2)</sup>

종래에는 증권거래법 제200조의2 제1항에서 주식대량보유 보고에 관한 5% Rule 적용시에 기관투자자에게 그 보고시기나 보고내용 등에 대한 특례를 규정하면서 「기관투자자」라는 용어를 사용하고 있었다. 이에 따라 증권거래법 시행령<sup>3)</sup>은 5% Rule의 특례가 적용되는 기관투자자를 법인세법시행령 제17조 제1항에서 말하는 기관투자자라고 정의하였다. 이와 관련하여 법인세법은 증권투자에서 발생한 이익에 대한 익금불산입의 혜택부여<sup>4)</sup>와 관련하여 기관투자자의 범위를 규정하고 있었다. 즉,

---

1) 법인세법 제161조 제1항 제4호 참조

2) 법인세법 시행령 제161조 제1항 제4호, 법인세법 시행규칙 제79조의3 제1항 참조

3) 종전의 증권거래법시행령 제86조의7 제1항, 제2조의4 제3항 제6호 참조

4) 기관투자자가 일정한 주권상장법인 및 협회등록법인으로부터 받은 배당소

지금은 각각 삭제된 법인세법 시행령 제17조 제1항 및 동시행규칙 제9조에서 기관투자자의 범위를 구체적으로 열거하였었다. 이에 의하면 기관투자자에는 은행, 보험회사, 투자신탁회사, 증권회사, 기금 등 총 17가지로 거의 모든 금융기관이 망라되어 있었다.<sup>5)</sup>

그러나 2007년 8월에 제정된 자본시장법은 규제자원의 효율적 배분을 위해 새로이 투자자를 금융투자상품에 대한 전문성, 소유자산규모 등에 비추어 위험감수능력이 있는지 여부에 따라 전문투자자와 일반투자자로 구분하였는데,<sup>6)</sup> 그 결과 종래의 기관투자자 개념이 전문투자자의 개념과 상당부분 중복되게 되었기 때문에, 더 이상 기관투자자라는 용어를 사용하지 않게 되었다.

한편, 금융투자회사가 증권을 인수하거나 모집 또는 매출의 주선업무를 수행함에 있어 필요한 사항을 정하기 위하여 금융투자협회가 제정한 「증권 인수업무 등에 관한 규정」 제2조 제8호도 기관투자자라는 용어에 대해 정의하고 있다. 여기서는 기관투자자의 범위를 매우 광범위하게 정의내림으로써, 은행, 보험회사, 금융투자업자(투자매매업자, 투자중개업자, 집합투자업자), 종합금융회사, 여신전문금융회사, 상호저축은행, 한국주택금융공사, 신용보증기금, 기금, 공제사업자, 집합투자업자·투자회사, 국민연금공단, 우정사업본부, 투자일임회사 등이 기관투자자에 포함되어 있다.<sup>7)</sup>

---

특금액의 90%에 해당하는 금액은 각 사업연도의 소득금액계산상 당해 사업연도의 익금에 산입하지 않는다.

- 5) 여기에 규정되어 있는 기관투자자에는 은행법에 의한 금융기관, 한국산업은행, 중소기업은행, 한국수출입은행, 장기신용은행, 농협중앙회, 수협중앙회, 축협중앙회, 단기금융회사, 종합금융회사, 상호신용금고, 보험사업자, 증권투자신탁회사, 증권회사, 기금(공무원연금기금, 사립학교교원연금, 국민체육진흥기금 등 총 22개 기금), 공제법인(대한교원공제회, 군인공제회 등 총 9개 공제법인), 증시안정기금 등이 있었다.
- 6) 자본시장법 제9조 제5항 및 제6항 참조

이상에서 살펴본 바와 같이 현재도 여러 규정에서 기관투자자라는 용어가 사용되고 있기는 하지만, 기관투자자라는 용어에 대해 정의를 내리면서 그에 포함되는 금융회사 등을 구체적으로 열거하는 접근방식을 취하고 있기 때문에, 기관투자자의 실질적인 속성에 입각한 포괄적·추상적인 개념 정의는 실정법상에는 보이지 않는다. 따라서 어떤 형태이든 기관투자자의 속성에 따른 개념적인 정의가 필요하다고 보는데, 그 개념은 포괄하고자 하는 기관투자자의 성격의 범위 여하에 따라 상이하게 된다.

이 보고서에서는 수탁자로서의 기관투자자의 속성에 해당하는 투자재원의 타인성과 대규모성, 그리고 투자기관의 전문성을 중심으로 하여, 일용 기관투자자란 「타인으로부터 대규모로 자금을 모아서 이를 전문적으로 투자하는 법인형태의 투자자」라고 정의하기로 한다. 특히 기관투자자의 자산운용 실적에 따라 투자성과가 고객에게 직접 귀속되기 때문에 고객재산을 수탁하여 운용하는 수탁자로서 수탁자책임(fiduciary duty)을 부담하여 고객에 대한 충실의무나 선관주의의무가 요구되는 기관투자자를 중심으로 살펴보기로 한다. 기관투자자는 공적 부문에서 관리·운영하는지 아니면, 사적 부문에서 관리·운영하는지 여부에 따라 공적 기관투자자(공적 연금기금)와 민간 기관투자자(자산운용회사, 신탁회사, 보험회사 등)로 구분된다. 이러한 기관투자자는 자금을 대규모로

- 7) 기관투자자라는 용어의 정의에는 은행, 산업은행, 중소기업은행, 수출입은행, 농업협동조합중앙회, 수산업협동중앙회, 보험회사, 금융투자업자(투자매매업자, 투자중개업자, 집합투자업자), 증권금융회사, 종합금융회사, 여신전문금융회사, 상호저축은행 및 그 중앙회, 산림조합중앙회, 새마을금고연합회, 신용협동조합중앙회, 한국주택금융공사, 신용보증기금, 기술신용보증기금, 기금, 공제사업자, 집합투자업자·투자회사·투자유한회사·투자합자회사·투자유한책임회사·투자합자조합, 국민연금공단, 우정사업본부, 투자일임회사, 이상에 준하는 법인으로 외국법령에 의하여 설립된 자, 신탁업자(고위험고수익투자신탁으로 수요예측에 참여하는 부동산신탁회사 이외의 자), 부동산신탁회사가 포함되어 있다.

보유하는 성격상 투자도 대규모로 하고 장기적인 투자성향을 보이는 경우가 많고, 개인투자자에 비하여 정보의 수집과 분석능력이 훨씬 앞서며, 효율적 분산투자가 가능한 전문적 투자자라는 특성을 지니고 있다.

## 2. 주주권 및 의결권 행사의 의미

기업경영감시에 대한 가장 중요한 이해당사자는 바로 기업의 주인인 주주 자신이다. 기업의 실질적인 주인은 주주이므로 기업의 지배감시권도 당연히 이들 주주에게 속하며, 이들 주주가 누구보다도 자신의 투자재산의 관리에 관심이 많을 수밖에 없다. 현행 상법은 기관구성에 있어서 이사회 중심주의를 취하고 있지만, 그래도 여전히 자본의 투자자인 주주에게 다양한 권리를 인정하여 직간접적으로 기업경영에 관여할 수 있는 기회를 제공하고 있다.

주식회사에 있어서는 자본금의 구성단위인 주식을 취득함으로써 그 구성원을 의미하는 주주가 되는데, 주주가 회사에 대해 갖는 사원권으로서의 지위를 주주권이라 한다. 주주는 주주권을 원천으로 하여 회사에 대해 여러 가지 주주의 권리를 갖는다.<sup>8)</sup> 일반적으로 주주의 권리는 회사운영에 참가하는지 여부에 따라서, 회사의 운영에 참가하는 것을 목적으로 하거나 이와 관련하여 행사하는 권리를 공익권이라 하고, 주주가 회사로부터 경제적 이익이나 기타 편익을 받는 것을 목적으로 하는 권리를 자익권이라 한다. 공익권으로는 주주총회소집청구권, 소송제기권, 의결권, 이사의 위법행위유지청구권, 대표소송제기권, 회계장부열람권, 이사·감사 해임청구권, 회사업무 및 재산상태 검사청구권, 해산판결청구권 등이 있다. 자익권으로는 이익배당청구권, 주권교부청구권, 주식 전환청구권, 신주인수권, 잔여재산분배청구권 등이 있다.

---

8) 이철송(2015)

또한 1주만 가진 주주에게도 인정되는 단독주주권에는 모든 자익권과 일부 공익권이 포함된다. 이에 대해 소수주주권이란 발행주식총수의 일정 비율 이상에 해당하는 주식을 갖는 주주에 한하여 행사할 수 있는 권리로서, 주주제안권, 주주총회소집청구권, 집중투표청구권, 이사해임청구권, 회계장부열람권, 업무재산상태 검사청구권, 유지청구권, 대표소송제기권, 해산판결청구권이 있다.

현행법상 주주의 경영진이나 대주주에 대한 감시수단 중에서, 주주들이 가장 손쉽게 행사할 수 있고 효과적인 방법은 기업의 의사결정기관인 주주총회에 참석하여 의결권을 행사하는 것이다. 이를 통하여 주주는 자신을 대리하여 기업을 운영해 줄 경영진을 선임하고, 기업의 의사결정에 참가하게 된다. 여기서 의결권(voting right)이란 주주가 주주총회에 참석하여 자신의 의사표시를 통해 공동의 의사결정에 지분적으로 참가할 수 있는 권리를 말한다. 의결권은 자본시장에 참여하는 투자자에게 출자위험에 상응하는 영향력 행사의 기회를 줌으로써 투자자의 이익을 보호하고 기업에 대한 신뢰를 강화하는 기능을 수행한다.

원래 주주총회는 모든 주주가 참여하여 자유로운 토의와 표결로써 중요사항에 관한 기업의사를 결정하도록 의도된 것이다. 따라서, 주주총회는 주주의 적극적인 의결권 행사를 통하여 기업의 소유와 경영을 연결하고, 경영자에 대한 통제기능을 수행하여야만 한다. 왜냐하면 회사의 지배경영은 궁극적으로는 주주총회의 결의에서 그 근원적 정당성을 찾아야 되며, 주주총회는 본래 다수주주의 존재를 전제로 하여 이들의 총의에 의해 기업의사를 결정하고, 이들의 감시에 의해 기업운영의 적정을 기대할 수 있는 것이기 때문이다.

의결권의 행사 여부는 주식을 보유하고 있는 주주의 권한으로 되어 있기 때문에, 의결권 행사를 소홀히 한 결과로 인해서 투자자들에게 손실이 초래되는 주주총회 결의가 성립된 경우라 할지라도, 그것은 어디까지나 주주의 자유로운 선택사항에 해당한다.

그러나 수탁자인 기관투자자의 경우, 타인재산으로 취득한 주식에서 나온 의결권에 대해서는 고객의 이익 극대화를 위하여 선관주의의무 및 충실의무에 입각하여 의결권 행사여부를 결정해야 하는 법적 의무를 진다는 점에서 자기재산으로 취득한 일반주주와 비교하여 의결권 행사 의무에 대한 입장이 다르다. 기관투자자는 주식회사의 지분을 갖고 있는 주주로서 회사에 대해 여러 가지 권리를 행사할 수 있다. 기관투자자가 주주로서 행사할 수 있는 대표적인 권리는 의결권이며, 그 밖에도 주주 제안권, 주주총회소집청구권, 대표소송제기권 등 앞에서 기술한 다양한 주주의 권리를 행사하여 기업경영에 관여할 수 있다.

### 3. 주식시장의 기관화 현상과 기관투자자의 영향력 증가

#### 가. 주식시장의 기관화 현상

주식시장의 기관화 현상이 진행되는 세계적 추세에 따라, 우리나라에서도 주식시장이 선진화되면서 점차 「주식시장의 기관화 현상」이 나타나고 있다. 아직 미국이나 일본 등 선진외국에 비해서는 그 비율이 낮지만, 기관투자자들이 주식시장 전체에서 차지하는 비중이 커지고 있을 뿐만 아니라, 각 개별 회사의 주식보유에 있어서도 기관투자자들의 비중이 증가하고 있다.

<표 II-1>에 의하면, 2006년부터 2010년까지 미국의 주식시장에서 기관투자자의 주식보유비율은 연도별로 49.2%에서 50.9% 선에서 소폭의 변동 양상을 보이고 있지만, 미국의 경우 대체로 다른 나라에 비해 주식

시장의 기관화 현상이 상당히 진전되어 있음을 알 수 있다. 한편, <표 II-2>에 의하면, 2010년부터 2014년까지 일본의 주식시장에서 기관투자자의 주식보유비율은 28.9%에서 31.5% 선에서 소폭 변동하는 모습을 있으며 장기적 측면에서 기관화 현상이 진행되고 있음을 알 수 있다.<sup>9)</sup>

<표 II-1> 미국 투자자별 주식보유 현황(시가기준)

(단위: 십억달러, %)

	2006	2007	2008	2009	2010	
시가총액	24,339	25,581	15,641	20,123	23,240	
가계	39.7	37.7	36.7	36.6	36.7	
기관투자자	은행	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
	보험	6.5	6.6	7.6	7.1	7.0
	연기금	19.7	18.9	18.7	17.4	16.9
	펀드	22.7	24.2	22.8	24.3	24.6
	증권회사	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5
	소계	49.9	50.9	50.0	49.7	49.2
외국인거주자	10.1	11.0	11.6	12.5	13.2	
기타	0.4	0.4	1.7	1.2	0.9	

- 주 : 1) 시가총액은 미국인의 해외 주식보유액이 포함되었음  
 2) 은행은 상업은행과 저축은행 합계  
 3) 펀드는 뮤추얼 펀드, 폐쇄형 펀드, ETF 합계  
 4) 외국인거주자는 외국인거주자(foreign residents)의 미국 주식보유 규모임  
 5) 기타 투자자는 정부, 통화당국, funding corp. 등을 포함  
 자료: FRB, 자본시장연구원

9) 국가별로 기관투자자의 범위를 달리 정하고 있기 때문에 단순히 비율만 가지고 국가간 기관화 현상을 비교하기에는 한계가 있으며, 기관투자자들이 주식시장에서 차지하는 개략적인 비중을 파악하는 정도로 이용하여야 함에 주의하여야 한다.

<표 II-2> 일본 투자자별 주식보유 현황(시가기준)

(단위: 억엔, %)

구분	2010		2011		2012		2013		2014		
	액	비중	액	비중	액	비중	액	비중	액	비중	
정부·지방공공단체	9,406	0.3	7,931	0.3	7,915	0.2	8,455	0.2	9,741	0.2	
기관투자자	은행	126,635	4.1	120,579	3.9	143,475	3.8	160,495	3.6	210,320	3.7
	신탁은행	565,043	18.2	573,985	18.6	670,672	17.7	765,582	17.2	1,036,961	18.0
	생명보험회사	141,207	4.5	133,104	4.3	154,491	4.1	166,077	3.7	209,989	3.6
	손해보험회사	58,967	1.9	53,968	1.8	60,192	1.6	64,345	1.4	80,112	1.4
	기타 금융기관	29,778	1.0	26,021	0.8	30,433	0.8	32,307	0.7	39,217	0.7
	증권회사	55,694	1.8	62,407	2.0	74,631	2.0	101,492	2.3	127,076	2.2
	소계	977,324	31.5	970,064	31.4	1,133,894	30.0	1,290,298	28.9	1,703,675	29.6
사업법인 등	660,317	21.2	666,412	21.6	819,380	21.7	947,523	21.3	1,225,983	21.3	
외국법인 등	830,372	26.7	810,309	26.3	1,058,492	28.0	1,373,775	30.8	1,823,371	31.7	
개인·기타	630,409	20.3	628,387	20.4	764,474	20.2	834,293	18.7	997,904	17.3	
합계	3,107,837	100.0	3,083,108	100.0	3,784,159	100.0	4,454,347	100.0	5,760,677	100.0	

자료: 일본거래소그룹

미국, 일본의 사례와 같이 주식시장의 기관화 현상은 전 세계적 현상으로 우리나라에서도 주식시장이 선진화되면서 기관화 현상이 진행되고 있음이 장기적으로 관찰되고 있다. <표 II-3>에서 나타난 바와 같이, 국내 주식시장에서 기관투자자가 차지하는 주식보유비율은 각 연도마다 편차를 보이나, 2010년에는 13.5%, 2011년에는 13.0%, 2012년에는 15.8%, 2013년에는 16.1%로 대체적으로 보아 소폭 상승하는 추세를 보이고 있다. 다만 현재 국내 기관투자자의 주식보유비율은 미국과 일본에 비하여 상대적으로 낮은 수준으로, 미국과 일본에 비하면 아직도 기관화 현상이 충분히 진행되지 않는 상태이다.

국내 주식시장에서는 기관화 현상이 더디게 나타나고 있지만 그래도 기관투자자는 꾸준히 일정 비율 이상의 주식보유비율을 유지하여 왔다. 또한 주식 전체 시가총액 중 기관투자자가 차지하는 비율이 개인과 일반 기업이 각각 차지하는 비율의 과반 이상을 차지하고 있다는 점을 고려하

면, 기관투자자가 보유하는 주식에 대한 관리·운영 여하에 따라 고객의 이익 및 투자대상회사의 기업경영에 중대한 영향을 미칠 수 있다고 본다.

<표 II-3> 한국 투자자별 주식보유 현황(시가기준)

(단위: 조원, %)

		2010		2011		2012		2013	
			비중		비중		비중		비중
정부 및 정부관리기업		40,537,612	3.3	27,391,044	2.4	41,409,468	3.3	42,880,203	3.3
기관투자자	증권회사	2,319,056	0.2	2,949,952	0.3	8,609,694	0.7	10,209,751	0.8
	보험회사	4,730,055	0.4	6,774,567	0.6	33,463,153	2.7	35,921,724	2.8
	집합투자기구	78,468,873	6.4	68,952,690	6.0	68,583,900	5.4	64,694,012	5.0
	은행	49,205,055	4.0	34,641,024	3.0	48,475,142	3.8	46,953,748	3.6
	종금·저축은행	2,593,055	0.2	1,835,494	0.2	734,576	0.1	10,016	0.0
	기금공제회	28,985,055	2.3	33,276,073	3.0	40,223,419	3.2	52,126,416	4.0
	소계	166,301,149	13.5	148,429,800	13.0	200,089,884	15.8	209,915,667	16.1
일반법인		346,291,067	28.0	339,271,482	29.6	309,313,290	24.5	314,374,044	24.1
개인		297,847,743	24.1	279,314,877	24.4	303,069,467	24.0	308,581,340	23.6
외국인		385,364,200	31.2	350,246,100	30.6	409,534,000	32.4	429,515,000	32.9
합계		1,236,341,771	100.0	1,144,653,303	100.0	1,263,416,109	100.0	1,305,266,254	100.0

주 : 유가증권시장 및 코스닥시장 합계임

자료: 한국거래소

한편, 우리나라의 대표적인 3대 공적 연금기금의 주식투자 규모 및 투자 비중을 살펴보면(<표 II-4> 참조) 전반적으로 이들 연금기금은 전체운용자금 기준으로 국내 주식에 대해 8.9~25.4%를 투자하고 있어서, 운용자금 대비 주식투자 비중이 비교적 높음을 알 수 있다. 연금별로는 국민연금의 국내 주식투자 규모가 83.9조원으로 절대 금액면에서 압도적으로 크며, 상대적인 자산 대비 투자비율은 사학연금이 23.6%로 다른 두 연금에 비해 높게 나타났다.

<표 II-4> 3대 공적 연금기금의 국내 주식투자 규모

(단위: 조원)

		2010	2011	2012	2013	2014
국민 연금	운용기금	324.0	348.9	392.0	427.0	469.8
	국내 주식투자	55.0(17.0%)	62.1(17.8%)	73.3(18.%)	83.9(19.7%)	83.9(17.9%)
사학 연금	운용기금	8.9	9.5	10.6	11.4	12.1
	국내 주식투자	1.7(19.2%)	1.8(18.6%)	2.2(21.2%)	2.9(25.4%)	2.9(23.6%)
공무원 연금	운용기금	7.9	8.1	8.7	15.2	15.7
	주식투자 <sup>주)</sup>	0.8(10.1%)	1.0(12.3%)	1.0(11.5%)	1.1(28.8%)	1.4(8.9%)

주 : 공무원연금은 국내 및 해외 주식투자를 포함한 금액임  
 자료: 국민연금, 사학연금, 공무원연금

국내외적으로 주식시장이 선진화되면서 주식시장의 기관화 현상이 진행될 수밖에 없는 이유는, 첫째 경제성장에 따른 금융자산의 증가로 기관투자자들이 성장할 수 있는 여건이 마련되었고, 둘째 자산운용회사, 보험회사, 증권회사 등 금융회사들이 발전함에 따라 이들이 주식시장에서 담당하는 역할과 기능이 크게 확대되었으며, 셋째 사회보장제도의 확충에 따라 각종 연금기금이 확대된 자금을 효율적으로 운용하기 위해 적극적으로 주식시장에 참여하게 되었기 때문이다.

### 나. 기관투자자의 영향력 증가

과거 기관투자자의 주된 기능은 금융중개자로서의 역할수행이었지만, 급속한 금융환경의 변화로 인해 기업경영에 대한 감시자로서의 역할수행도 점차 중요하게 되었다. 이는 기관화 현상의 진전으로 인하여 기관투자자들이 대규모 지분을 보유하게 됨에 따라 투자대상회사의 경영진과 대주주를 감시할 능력을 갖게 되었기 때문이다. 기관투자자의 이러한 감시역할수행은 기업지배구조의 개선을 위해 바람직하다. 연금기금을 중

심으로 하는 기관투자자가 발달한 미국에 비해 아직까지 우리나라에서는 여러 가지 현실적인 제약요인으로 인해 기관투자자의 역할이 매우 미약하지만, 최근 기업지배구조에 대한 관심이 증가하면서 점진적인 변화가 일어나고 있다.

먼저, 기관투자자들은 운용재산의 투자수익을 극대화하기 위해 투자대상회사에 대한 감시역할을 강화하고 있다. 미국을 중심으로 하여 주식시장의 기관화 현상이 진전됨에 따라 보유주식의 유동성이 떨어져 기관투자자들이 가격손실을 피하면서 특정 주식을 대량 매각하기가 어렵게 되었다. 뿐만 아니라 전체적인 주식보유 비중이 커짐에 따라 포트폴리오를 구성하는 개별 기업의 비중도 커질 수밖에 없으며 이를 처분하는 경우 포트폴리오 재구성에 따른 추가비용이 소요된다. 과거 기관투자자의 주식보유 비중이 낮을 때에는 투자대상회사에 문제가 생기면 시장에서 주식을 팔고 떠나는 것이 가장 효율적인 투자전략이었다. 그 결과 “마음에 안 들면 팔고 떠난다(cut-and-run)”라는 Wall Street Rule을 포기하기에 이르렀다. 이에 대한 대응으로 주식 거래규모가 큰 만큼 다수 기업에 투자하고 자주 거래하는 번거로움보다는 소수 대형주에 중장기 투자를 하고 이들 기업을 좀 더 적극적으로 감시하는 것이 유리하다는 판단을 하게 된 것이다.

이제 기관투자자들은 보유주식의 유동성상실에 대한 대책으로 당해 주식발행회사에 적극적으로 영향력을 행사하여 기업성과를 높임으로써 보유주식의 가치를 증가시키려 하게 되었다. 공시를 비롯한 관련 제도의 강화, 전문 미디어 등장 등 정보화의 진전으로 기업감시 비용이 과거에 비해 현격히 감소한 것도 기업감시 적극화에 크게 기여하였다. 미국의 CalPERS가 이러한 기관투자자의 전형적인 형태로서 종래 투자대상회사에 실망하면 팔고 떠난다고 하는 소극적인 투자행태를 버리고 기업경영에 대한 적극적인 관여활동을 통해 스스로 투자가치를 높이는데 기여하는 모습을 보이고 있다.

한편, 소액주주를 대신하여 기업을 감시해 줄 대리인으로 기관투자자에 대한 사회적 기대도 점차 커지고 있다. 일반 소액주주는 기업을 감시하고 싶어도 정보수집·분석에 드는 비용부담이 크고 보유주식수도 많지 않기 때문에 그 한계가 있다. 반면, 기관투자자는 개별기업 주식의 보유비율이 높고 업무의 성격상 투자기업에 관한 정보수집·분석능력이 있으므로 기업을 효율적으로 감시할 수 있고 그 비용부담도 적다. 이에 따라 경영진이나 지배주주의 독선적이고 방만한 기업경영으로부터 일반 주주들을 보호하고 기업을 건실하게 유지하기 위해서는, 일반 소액주주들을 대신하여 기업의 경영을 감시해 줄 주체로서 기관투자자가 책임자라는 인식이 확산되고 있는 것이다. 기관투자자의 투자대상회사의 경영에 대한 감시활동은 기업의 정확한 정보를 투자자에게 공시하게 되어 기업경영의 투명성을 제고시키고, 경영진 및 지배주주의 전횡을 견제하여 투명하고도 효율적인 기업지배구조의 정착을 촉진한다. 또한, 경영자의 능력과 성과를 객관적으로 평가하여 전문경영체제의 효율성을 제고하는 효과도 있다.

#### 4. 기관투자자의 의결권 행사 실태

##### 가. 개관

현재 기관투자자의 전반적인 의결권 행사 실태에 관하여 체계적으로 조사된 자료가 없기 때문에, 기관투자자들의 의결권 행사 실태를 정확하게 파악하기는 힘들다. 다만, 최근 한국기업지배원이나 증권회사 등이 작성한 기관투자자의 의결권 행사에 관한 실증자료를 보면, 기관투자자들이 보유주식에 관한 의결권을 어떻게 행사하고 있는지 그 일단을 엿볼

수는 있다. 그러므로 기관투자자들의 의결권 행사에 관한 전반적인 실태를 살펴보기에는 한계가 있지만, 의결권 행사 공시와 관련하여 조사한 자료를 중심으로 우리 기관투자자들의 의결권 행사 현황을 살펴보기로 한다.

전반적으로 국내 기관투자자들이 주주총회에서 반대의견을 표시하는 비율은 매우 저조하다. 주식가치의 감소를 초래하거나 고객자산의 이익에 반하는 안건에 대하여는 반대하여야 하지만, 대부분의 기관투자자들은 의결권 행사에 있어서 소극적인 모습을 보여주고 있다. 한국기업지배구조원에 따르면 2012년부터 2014년까지 3년간 기관투자자의 주총안건 반대율은 2012년의 0.4%에서 2013년의 0.9%를 거쳐, 2014년의 1.4%으로 저조하지만, 그래도 점차 개선되는 모습을 보이고 있다. 이에 따라 상장법인의 주주총회에서 문제성 안건이 실제로 부결되는 경우는 극히 드물다.

안건 종류별 반대 비중을 보면 사외이사, 감사위원 등 임원선임에 대한 반대가 가장 큰 비중을 차지하고, 정관변경, 임원보수한도 등이 뒤를 이었다. 기관투자자별 반대율을 보면, 의결권 행사의 적극성에 양극화 현상이 존재하여, 반대는 주로 독립계 기관투자자나 외국계 기관투자자에 의해 행해지고 있음을 알 수 있다. 이는 독립계 기관투자자와 외국계 기관투자자는 국내 기업집단에 속한 기관투자자에 비해 소유관계나 거래관계로부터 자유로워서 보다 적극적으로 의결권을 행사하기 때문으로 분석된다. 한국기업지배원의 「CGS 의결권 행사 가이드라인」에서도, 기관투자자들이 주주총회에서 대부분 찬성투표로 일관한다고 지적하면서, 이것은 의결권 행사에 대한 기관투자자의 인식 부족과 의결권 행사자문 서비스 시장의 인프라 부족에서 기인한다고 분석하였다.

한편 공적 연금기금은 상대적으로 민간 기관투자자(자산운용사 등)에 비해 적극적으로 의결권을 행사하고 있다. 2014년도 국민연금의 주주총회 의안에 대한 반대비율은 9.4%였고, 이에 대한 기업지배구조원의 반대 권고비율은 18.7%로 나타났다. 기업지배구조원이 반대 투표를 권고했던

안건은 주로 경영진으로부터의 독립성 결여를 이유로 하는 임원선임, 정관변경 등이었다. 한편 외국 기관투자자들이 국내 기관투자자들에 비해 훨씬 적극적으로 의결권을 행사하여 국내 기업 대상 반대비율은 각 기관별로 편차가 있지만, 4.22~20.98%라는 높은 수치를 보이고 있다.

의결권을 소극적으로 행사하는 관행이 고착화된다면, 최선의 투자이익의 추구가 어려워질 우려가 있다. 따라서 투자대상회사에 대한 적극적 관여로 기관투자자와 투자대상회사가 win-win 할 수 있는 관계 정립이 요구된다. 이를 통하여 지배주주의 독단적 경영과 무능력하고 도덕적 해이를 보이는 전문경영진을 견제하며, 직접적인 경영참여보다는 이사회, 이사, 경영진과 지속적인 대화채널을 유지하면서 자문하고, 의견을 소통하면서 영향력을 행사하는 방식으로 경영을 통제하는 것이 바람직하다고 본다.

## 나. 개별 기관투자자별 의결권 행사 실태

### 1) 국민연금의 의결권 행사 실태

국가재정법은 각 기금관리주체가 기금자산운용의 투명성과 효율성을 위해 자산운용지침을 작성하도록 요구하고 있으며, 동 자산운용지침에는 보유주식의 의결권 행사에 대한 기준과 절차를 포함시키도록 하고 있다.<sup>10)</sup> 이에 따라 국민연금법 제103조에 따른 국민연금기금 운용위원회의 심의·의결을 거쳐 제정된 「국민연금기금 의결권 행사지침」에서는 국민연금기금의 보유주식 의결권 행사에 대한 원칙 및 행사 대상, 세부 기준 제시 등을 규정하고 있다. 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권 행사에 관하여는 다른 법령이 정하는 예외적인 경우를 제외하고는 이 지침

10) 국가재정법 제79조 제3항 제4호

에 따르도록 하였다. 동 지침에서는 기금의 의결권 행사에 관한 선관주  
 의의무와 책임투자 등을 규정하고 있다. 즉 국민연금 가입자 및 수급권  
 자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 행사하여야 한다(동 지침  
 제3조). 그리고 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로  
 의결권을 행사하여야만 한다(동 지침 제4조). 또한 기금은 장기적이고  
 안정적인 수익률 제고를 위하여 환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자  
 요소를 고려하여 의결권을 행사하도록 하였다(동 지침 제4조의2).

국민연금은 원칙적으로 기금 이름으로 보유하고 있는 모든 주식에  
 대해 의결권을 행사한다.<sup>11)</sup> 국내 최대 규모의 기관투자자라 할 수 있는  
 국민연금의 2015년 9월말 기준 전체자산 500.2조원 대비 국내 주식투자  
 비율이 92.8조원(18.5%)이고 해외 주식투자비율이 65.2조원(13.0%)으로서,  
 전체자산 대비 주식투자비율이 총 31.5%에 달하는 매우 높은 비중을 보  
 이고 있다. 다만, 국민연금의 보유지분율이 1% 미만이고 보유 비중이 국  
 내 주식의 경우 국내 주식 전체 대비 0.5% 미만이거나 해외 주식의 경  
 우 해외 주식 전체 대비 0.5% 미만인 경우 행사하지 않을 수 있다. 의결  
 권 행사는 원칙적으로 국민연금이 직접 행사하여야 하며, 의결권 행사시  
 외부 의결권 전문기관의 자문을 받을 수 있도록 하였다. 동 연금에서 찬  
 성 또는 반대의 판단을 하기가 곤란한 안건의 경우에는 기금운용위원회  
 산하 「주식 의결권 행사 전문위원회」의 의결 내용에 따라 수행하도록  
 한다. 또한 필요한 경우에는 기금이 직접 의결권을 행사하지 않고 위임  
 장 제공을 통해 주식을 발행한 회사, 기금 외의 다른 주주 및 위탁운용  
 회사 등에 의결권을 행사하게 할 수 있다.<sup>12)</sup>

최근 들어 국민연금은 과거와 달리 적극적으로 의결권을 행사하는  
 모습을 보이고 있다. <표 II-5>을 살펴보면, 최근 10년간 국민연금의 의  
 결권 반대행사비율이 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있다. 의결권 반대

11) 국민연금기금 의결권 행사지침 제5조 참조

12) 위임장에는 기금의 의견을 기재함을 원칙으로 한다.

행사비율이 2003년의 1.9%에서 2010년의 8.1%를 거쳐서 2012년의 17.0%까지 꾸준히 증가하고 있는 것으로 나타났다.

국민연금기금이 소극적인 의결권 행사 관행에서 벗어나, 적극적으로 주주권을 행사하는 경우에는 기업의 경영에 큰 영향을 미칠 수 있다. 국민연금기금운용본부의 공시에 따르면, 2013년말 현재 712개 국내 상장회사에 투자하고 있으며, 2014년말 기준 국민연금이 5% 이상 지분을 확보하고 있는 국내 주식투자 종목은 259개에 달하며, 이들 종목들에 대한 보유지분율은 5.0~14.8%에 이른다. 이는 동 연말 기준 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 회사수 1,834개의 14.1%를 차지하는 비중으로, 이에 따르면 국민연금이 적극적으로 의결권을 행사할 경우 일정 부분 기업경영에 대한 영향력 행사가 가능하다는 기업들의 우려는 현실적인 근거를 가지고 있다고 볼 수 있다.

<표 II-5> 국민연금의 의결권 행사 현황

행사연도	행사 주총수 (회)	행사 안건수 (건)	행사내역(비중, %)		
			찬성	반대	중립·기권
2003	164	782	98.1	1.9	0
2004	348	1,145	95.5	1.4	3.1
2005	317	1,395	95.6	2.7	1.7
2006	487	1,878	95.6	3.7	0.6
2007	453	1,926	95	4.9	0
2008	514	2,010	94.5	5.4	0.1
2009	494	2,003	93.1	6.6	0.3
2010	528	2,153	91.9	8.1	0
2011	556	2,175	92.9	7	0
2012	587	2,565	82.8	17	0.2

자료: 국민연금의 금융지주회사에 대한 주주권 행사 효율화 방안 연구(2014.5)

2) 사학연금의 의결권 행사 실태

사학연금은 국가재정법 제79조에 의거하여 사립학교교직원연금기금의 자산운용에 관한 기본원칙과 주요 내용을 담은 「자산운용지침」을 마련하였다. 동 지침에서는 사학연금이 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하도록 규정하고 있다. 의결권을 행사하는데 있어 투자하고 있는 기업들의 지배구조 위험을 최소화하고 기업가치를 훼손하거나 주주의 이익을 침해하는 결정을 내리는 경우 이에 반대하는 의결권을 행사하도록 한다. 또한 동 지침에서는 의결권 행사의 가장 중요한 판단기준으로 「기금이익의 최대화」를 명시하고 있다.

국가재정법 제64조에 따라 사학연금은 의사결정의 투명성을 위해 홈페이지를 통해 의결권 행사의 내역을 공시하고 있다.<sup>13)</sup> 이에 따른 공시에 의하면, 의결권 행사의 비중이 최근 점차 증가하는 모습을 보이고 있다. <표 II-6>에 따르면, 2012년의 경우 사학연금의 의결권 행사는 8개 기업을 대상으로 34건에 불과하였으나, 2013년에는 71개 기업을 대상으로 458건이었으며, 2014년에는 87기업을 대상으로 353건으로 나타났다. 다만, 이 기간 동안 의결권 행사의 내용을 보면 2014년 반대 3건을 제외하고는 모두 찬성의 의견표시를 하였다.

<표 II-6> 사학연금의 의결권 행사 현황

(단위: 사, 건)

	투자대상회사	행사 안건(반대안건)
2012년	8	34(0)
2013년	71	458(0)
2014년	87	353(3)

자료: 사학연금

13) 기금관리주체는 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권을 기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사하고, 그 행사내용을 공시하여야 한다.

### 3) 공무원연금의 의결권 행사 실태

공무원연금도 사학연금과 마찬가지로 자산운용지침 내에 의결권 행사에 관한 지침을 마련하고 있다. 그러나 국민연금기금과 같이 별도의 의결권지침규정을 마련하지는 않았다. 자산운용지침에서는 공무원연금의 기본원칙을 규정하고 있다. 공단은 기금의 선량한 관리자로서의 주의의무를 다함에 있어 기금의 이익 최대화를 최우선으로 하고, 기업지배구조 개선 등 사회적임투자 요소 등을 고려하여 신의에 따라 신중하고 성실하게 의결권을 행사하여야 한다. 기금의 이익 향상 목적 외에 기업의 소유나 경영권 참여 등에 대하여는 의결권을 행사하지 않는다. 공무원연금의 의결권 행사는 기금이 직접 또는 위탁운용(투자일임자산, SOC 민자사업투자)의 방법으로써 보유하는 주식을 대상으로 한다. 공단이 보유하는 국내 주식 전체 대비 보유 비중이 1% 이상인 경우에는 자금운용부서의 장이 의결권을 행사한다. 다만, 보유 비중과 보유 지분율이 1% 이상인 경우에는 전문가의 의견을 수렴한 후 금융자산투자위원회의 심의·의결(SOC 민자사업투자 제외)을 거쳐 행사한다. 기타의 경우에는 그 행사를 포기할 수 있으며 수탁회사, 사무관리회사 또는 위탁운용회사 등에 의결권 행사를 위임할 수 있다.

공무원연금도 다른 연금기금과 마찬가지로 국가재정법 제64조에 근거하여 의결권 행사내역을 공시하고 있다. <표 II-7>에 의하면, 2014년 기준으로 40개 기업을 대상으로 하여, 111건의 의결권을 행사하였다. 이는 2013년에 32개 기업을 대상으로 108건을, 2012년에 24개 기업을 대상으로 103건의 의결권을 행사한 것에 비하면 의결권 행사비율이 점차 증가하고 있는 것으로 볼 수 있다. 다만, 의결권 행사내용을 살펴보면 반대의 비중이 오히려 감소하고 있다. 2012년과 2013년에 반대비율이 각각 2.0%, 2.6%로 2%대를 유지하던 것이 2014년에는 1.2%로 줄었다.

<표 II-7> 공무원연금의 의결권 행사 현황

(단위: 사, 건, %)

	대상 기업	의결권 행사(반대비율)
2012년	24	103(2.0%)
2013년	32	108(2.6%)
2014년	40	111(1.2%)

자료: 공무원연금공단

#### 4) 자산운용회사의 의결권 행사 실태

자본시장법은 집합투자업자 및 투자회사에 대해 의결권 행사내용을 공시하도록 의무화하였다(제87조, 제186조). 첫째, 의결권 공시대상법인에 대해서는 의결권 행사 의무 및 내용을 영업보고서에 기록하도록 하였고, 둘째, 주권상장법인에 대해서는 의결권 행사내용과 사유를 의결권 행사여부의 적정성 파악에 필요한 자료와 함께 증권시장을 통하여 공시하도록 하였다.

이 중에서 주권상장법인에 대한 의결권 행사내용 공시에 대해서는 자본시장법 제87조 제9항 및 동법 시행령 제91조 제4항에서는 집합투자업자가 ‘의결권 행사와 관련된 집합투자업자의 내부지침’을 공시하도록 규정하고 있다. 이에 따라 자산운용회사가 의결권 행사 가이드라인을 공시하고 있는데, 대부분의 경우 2008년 2월 14일 당시 자산운용협회(현 금융투자협회)가 제정해 공개한 「자산운용사의 의결권 행사 가이드라인」이나, 이를 약간 수정한 가이드라인을 채택하고 있다.

2014년 상반기를 기준으로 하여 지난 3년간 ‘공시대상 주권상장법인의 수’와 ‘의결권 행사 공시 건수’가 증가한 것으로 조사되었다. <표 II-8>에 의하면, 2014년 상반기 기준으로, 공시의무를 부담하고 있는 기관투자자의 수는 지난 3년 동안 큰 변동이 없었지만, 공시대상 상장법인의

수는 다소 증가하였고, 의결권 행사 공시 건수도 증가하는 모습을 보였다. 2014년 상반기 기준으로 공시의무를 부담하고 있는 기관투자자는 82사, 공시대상 상장법인은 328사, 의결권 행사 공시의 건수는 2,803건(정기주주총회 2,475회, 임시주주총회 328회), 안건수로는 총 18,186건이었다.

**<표 II-8> 의결권 행사내역 공시 현황**

	2012년	2013년	2014년 상반기
공시의무부담 기관투자자	84사	84사	82사
공시대상 주권상장법인	287사	295사	328사
의결권 행사 공시 건수	2,564건	2,638건	2,803건
의결권 행사 안건수	20,367건	17,267건	18,186건

자료: 한국기업지배구조원

<표 II-9>의 기관투자자의 의결권 행사 현황을 살펴보면, 연금기금과 마찬가지로 반대의 의결권을 행사하는 경우가 많지는 않다. 2012년부터 2014년 상반기까지 기업지배구조원의 조사에 따르면, 자산운용회사의 의결권 행사 중 반대율은 2%를 넘지 않았다. 다만 2012년에는 0.4%, 2013년에는 0.9%의 반대율을 보였으며, 2014년 상반기에는 1.4%로 꾸준히 상승하는 모습을 보이고 있다. 이는 앞에서 살펴본 국민연금의 반대율에 비해 상대적으로 매우 낮은 비율로서, 주권상장법인 주주총회에서 문제성 있는 안건이 실제로 부결되는 경우는 극히 희박하다는 것을 의미한다. 특히 주주총회 안건을 제출하는 주체에 따라 경영진 안건과 주주제안 안건을 구분하여 판단하면, 경영진 안건에 대한 반대비율은 더욱 낮아질 것이다. 다만 현재 주주제안 안건의 수가 많지 않기 때문에 실제로 반대비율 산정에 미치는 영향은 미미하게 나타났다.

자산운용회사가 반대한 안건을 종류별로 살펴보면, 사외이사·감사위원·사내이사 등 임원선임 안건에 대한 반대가 가장 큰 비중을 차지했고, 그 다음으로 정관변경, 임원보수한도 안건에 대한 반대 비중이 높았다. 2013년 5월 28일 자본시장법의 개정으로 자산운용회사는 찬반 내역뿐만 아니라 구체적인 사유까지 공시하도록 하였으나, 아직까지 공시되는 찬반 사유는 충분히 구체적이지 못한 것으로 나타났다.

<표 II-9> 기관투자자의 의결권 행사 현황

행사의견	2012년		2013년		2014년 상반기	
	안건수 (건)	비율 (%)	안건수 (건)	비율 (%)	안건수 (건)	비율 (%)
찬성	19,431	95.3	16,177	93.5	17,395	95.3
반대	84	0.4	154	0.9	260	1.4
중립	364	1.8	298	1.7	278	1.5
불행사	502	2.5	669	3.9	321	1.8
의결권 행사 안건수	20,367건		17,267건		18,186건	

주 : 의결권을 불통일 행사하는 경우가 있으므로, 찬성·반대·중립·불행사 각각의 수를 합계하였을 때 전체 의결권 행사 안건수를 초과함

자료: 기업지배구조연구원

한편, 경영진이 제안한 주주총회 안건에 대한 반대 건수 상위 10개사 중 1개사가 독립계 기관투자자이며, 나머지 9개사는 외국계인 것으로 조사되었다. 이것은 독립계 기관투자자와 외국계 기관투자자가 국내 기업 집단이나 국내 금융그룹에 속한 기관투자자에 비해 소유관계나 거래관계로부터 자유롭기 때문에 적극적인 의결권 행사가 가능하기 때문으로 이해된다(<표 II-10> 참조).

**<표 II-10> 경영진 안건에 대한 기관투자자의 반대 현황  
(2014년 상반기)**

순위	기관투자자	의결권 행사 안건수 (건)	반대 건수(건) (반대율 %)	안건별 반대 건수(건)				
				제 무 체 표	정 관 변 경	임 원 선 임	보 수 한 도	기 타
1	트러스트 자산운용	498	62(12.4)	-	2	55	4	1
2	베어링자산운용	1,114	57(5.1)	1	6	40	3	7
3	JP모간자산운용코리아	152	36(23.7)	3	-	30	3	-
4	HSBC펀드서비스	620	26(4.2)	-	3	20		1
5	메트라이프생명보험	438	19(4.3)	-	1	15	2	2
6	알리안츠글로벌 인베스터스자산운용	218	17(7.8)	-	2	15	1	-
7	슈로더투자신탁운용	354	7(2.0)	-	1	2	-	1
8	라자드코리아자산운용	327	6(1.8)	-	2	-	3	2
9	이스트스프링 자산운용코리아	168	3(1.8)	-	-	3	2	-
10	알리안츠생명보험	93	3(3.2)	-	-	2	-	1
11	칸서스자산운용	1,331	2(0.2)	-	-	2	-	-
12	교보약사자산운용	367	2(0.5)	-	-	2	-	-
13	현대자산운용	290	2(0.7)	-	-	2	-	-
14	동영자산운용	267	2(0.7)	-	-	-	-	2
15	산은자산운용	109	2(1.8)	-	-	-	-	2
16	마이에셋자산운용	105	1(1.0)	-	-	-	-	1
17	미래에셋자산운용	994	1(0.1)	-	-	1	-	-
18	KB자산운용	666	1(0.2)	-	1	-	-	-
19	한화자산운용	507	1(0.2)	-	-	1	-	-
20	미래에셋펀드서비스	442	1(0.2)	-	-	1	-	-
21	국민은행	340	1(0.3)	-	-	-	-	1
22	에셋플러스자산운용	56	1(1.8)	-	-	1	-	-
	합계	9,456	253(2.7)	4	18	192	18	21

자료: 기업지배구조연구원

## 5. 기관투자자의 의결권 행사 제약요인

기관투자자는 수탁자책임을 이행하는 과정에서 투자대상회사에 대한 주주권을 행사하고 기업경영에 대한 관여활동을 수행하도록 요구받고 있다. 그럼에도 불구하고, 기관투자자의 특성상 기관투자자의 주주권 행사나 기업경영에 대한 관여활동 수행에는 일정한 제약이 따른다. 기관투자자의 활동이 비교적 활발한 미국, 영국 등에서도 기관투자자가 가지는 기업경영에 대한 영향력은 제한되고 있으며, 주식시장이 아직 충분히 선진화되지 못한 우리나라의 경우에는 더욱더 기관투자자의 역할이 제한적이다. 그렇다면 국내 기관투자자들이 주주권 행사에 소극적인 원인은 무엇인가? 여기서는 기관투자자의 기업경영에 대한 관여활동에 제약이 되는 근본적인 요인에 대하여 검토해 보기로 한다.

### 가. 수탁자책임에 대한 인식 부족

먼저 기관투자자는 고객재산을 수탁받아 관리·운용한다는 수탁자로서의 수탁자책임에 대한 인식이 미약하다.<sup>14)</sup> 기관투자자는 고객재산으로 취득한 보유주식에 대한 주주권 특히 의결권 행사에 대해 수탁자로서 수익자에 대한 충실의무나 선관주의의무를 부담한다. 즉 신탁법, 자본시장법 및 국가재정법 등과 같은 현행법은 타인이 위탁한 재산을 수탁받아 운영하는 수탁자에게 수탁재산의 관리에 대해 엄격한 법적 책임을 부과하고 있다.

그럼에도 불구하고, 주주권의 소홀한 행사로 인해 실제로 고객으로부터 손해배상책임의 추궁 등 어떠한 법적 책임을 묻는 조치가 취해지지

14) 이시연(2011), 송민경(2011), 한국기업지배구조원(2012), 신창균(2011)

않는 관행에 의존하여, 보유주식에 대한 주주권의 행사에 있어 소극적이다. 이러한 근거에는 수익자와 수탁자의 분리로 인한 대리인 문제가 존재한다. 대부분의 기관투자자들은 투자대상회사의 장기적 기업가치 제고를 위한 적극적 관여활동의 필요성에 대한 인식이 증가하고 있지만, 아직까지는 그 절대적인 수준이 낮은 편이다.

## 나. 이해상충의 존재

기관투자자의 투자대상회사에 대한 관여를 위한 주주권 행사와 관련하여 가장 우려되는 부분은 「이해상충의 문제」이다. 기관투자자의 주주권은 투자대상회사와의 소유관계 또는 거래관계로 인해 경영진의 이해와 부합하도록 소극적으로 행사되기 쉽다. 투자대상회사의 주주의 지위를 가지고 있는 기관투자자는 동시에 당해 회사와 자신의 업무와 관련된 거래관계를 가질 수 있으며, 주주 이외에 채권자 지위도 가질 수 있기 때문에, 이로 인한 이해상충의 가능성이 있다. 또한, 기관투자자와 기관투자자의 고객간에도 이해상충의 소지가 존재한다.

첫째, 거래관계로 인한 이해상충이 있을 수 있다. 순수한 투자전문기관인 연금·기금과 달리 은행·보험회사·증권회사 등은 기관투자자 이외의 지위에서 당해 투자대상회사와 거래관계를 가질 수 있기 때문에 주주로서의 이익과 거래관계에 따른 이익이 상충하는 문제가 발생할 수 있다. 은행·보험회사가 투자대상회사와 거래하고 있는 경우,<sup>15)</sup> 이들이 투자대상회사의 경영진의 의도에 반하여 주주권을 행사하면 당해 회사가 거래관계를 다른 기관투자자로 이전할 우려가 있으므로 주주권 행사에 소극적일 수 있다. 예를 들어 신탁상품, 변액연금상품, 펀드상품을 취급하는 신탁회사, 보험회사, 자산운용회사와 같은 금융회사는 기업퇴직

15) 생명보험회사와 종업원퇴직보험 가입기업간의 관계를 생각해 볼 수 있다.

연금상품의 수주를 위하여 당해 기업에 대해 주주권의 행사에 소극적일 가능성이 있다. 반면 연금·기금은 거래관계에 기인하는 이해상충의 정도가 은행이나 보험회사보다 약하기 때문에 적극적으로 주주권을 행사할 여지가 있다.

둘째, 주주 및 채권자 지위의 이해상충 우려가 존재한다. 기관투자자가 투자대상회사의 주주인 동시에 채권자인 경우 기관투자자는 투자대상회사의 주주로서 그 회사와의 금융거래에 영향을 미칠 수 있다. 기관투자자는 채권자 지위상의 혜택을 받기 위해서 부당하게 주주권을 행사할 우려가 있는 것이다. 신탁업을 겸영하는 은행의 경우 특정 기업에 대한 대출채권과 신탁재산으로 취득한 보유주식간에 이해상충이 발생할 가능성이 있는데, 이 경우 대출채권에 대한 이익을 우선시하여 신탁재산으로 취득하여 보유하고 있는 주식의 권리행사를 소홀히 할 우려가 존재한다.

셋째, 고객과 기관투자자간의 이해상충도 문제시된다. 자산운용회사, 은행 등의 기관투자자는 고유재산의 투자와 신탁재산의 투자 사이에 이해상충이 있을 수 있다. 즉 기관투자자가 고객의 이익에 대신에 자기 재산의 이익을 우선시킬 수도 있는 것이다.

넷째, 대규모 기업집단에 속한 기관투자자는 고객의 투자수익 보다는 기업집단의 이익을 위해 행동할 우려가 있다. 기관투자자 자신의 소유·지배구조 측면에서 기관투자자가 재벌계열화 되는 경우에는 오히려 기업지배구조 개선에 악영향을 미칠 우려가 있다. 현재 은행을 제외하고는 보험회사와 증권회사 등 대부분의 기관투자자들은 대규모 기업집단의 계열회사이기 때문에, 대규모 기업집단이 기관투자자인 계열 금융기관을 통해 다른 기업을 지배함으로써 경제력 집중의 문제가 더욱 악화될 수도 있고, 효과적인 기업감시기능을 왜곡시킬 가능성이 존재한다. 한편, 일반적으로 대규모 기업집단에 속하는 기관투자자들 간에는 다른 대규

모 기업집단에 속하는 기업의 경영에 대해 간섭하기를 꺼려하는 관행이 있다. 이는 기관투자자가 다른 대규모 기업집단소속 계열사에 관여함으로써 그 다른 기업집단에 속하는 기관투자자도 자기가 소속된 기업집단의 계열회사의 경영에 관여하게 될 것을 우려하기 때문이다.

#### 다. 의결권 행사 비용부담

마지막으로 의결권 행사를 위한 인프라가 부족하거나 의결권 행사의 비용이 높을 때는 소극적인 주주권 행사가 이루어진다. 대형 연금기금이나 자산운용회사의 경우 다양한 포트폴리오 구성으로 인한 주주권 행사 내부지원 조직이 갖추어져 있으나 중소형 기관투자자는 그렇지 못하다. 다수 투자대상회사와 다양한 의안분석을 위해서는 상당한 비용이 발생하고, 의안분석에 필요한 정보나 시간이 확보되지 못하는 문제도 있어서, 의안에 대한 충분한 분석없이 소극적으로 의결권을 행사하는 현상이 나타난다. 상장기업 주주총회의 시기적 집중, 짧은 의안 분석기간, 의안 관련 정보부족 등은 이러한 문제를 더욱 악화시키고 있다.

이에 대한 현실적인 대안으로서 의결권 행사 자문서비스의 활용이 제시될 수 있다. 현재 한국기업지배구조원의 경우, KOSPI 200 회사에 대한 의안 분석 및 의결권 자문 서비스를 제공하고 있으며, 기관투자자의 의결권 행사 지원을 위해 “의결권 행사 가이드라인”을 마련하였다. 현재 서스틴베스트(Sustinvest)라는 순수한 민간기업도 의결권자문 서비스를 제공하고 있다.

### III. 수탁자책임에 관한 현행 법규제의 검토

---

1. 서설
2. 한국의 수탁자책임 규제
3. 외국 입법례
4. 현행 수탁자책임의 규제수준 평가
5. 법규제 측면의 쟁점사항



### Ⅲ. 수탁자책임에 관한 현행 법규제의 검토

#### 1. 서설

일반적으로 고객의 자산을 수탁받아 운영하는 기관투자자는 고객자산을 충실하게 관리하고, 고객에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 관리하여야 할 수탁자책임(fiduciary duty)을 부담한다. 다른 나라들도 기관투자자들이 부담하는 수탁자책임에 관하여 다양한 방법을 통하여 인정하고 있다. 다만 수탁자책임의 내용에 보유주식에 대한 의결권을 적정하게 행사하여야 하는 의무까지 포함되어 있는지 여부에 대해서는 반드시 명백하지는 않다. 이에 대해서는 고객자산을 충실하게 관리하여야 하는 수탁자책임의 내용에 의결권 행사도 포함된다는 것을 법해석상 인정하기도 하고 또는 법규에 직접 명시하여 인정하기도 한다.

앞에서 살펴본 바와 같이 우리나라의 기관투자자들은 주주권, 특히 의결권 행사에 있어서 매우 소극적인 모습을 보여주고 있다. 이러한 현행 기관투자자들의 실태는 수탁자로서의 기관투자자들이 수탁자산의 운용에 있어서 고객의 이익을 위해 최선의 노력을 다하지 않는다는 것을 의미할 수 있으며, 이는 법규정의 내용 여하에 따라서는 법규정에 위반될 소지도 있는 것이다.

우리 기관투자자들의 보유주식에 대한 소극적인 주주권 행사 문제를 해결하려면 먼저 기관투자자들이 주주권 행사에 소홀한 관행이 현행 법규제의 미비에서 유래하는 것인지, 아니면 다른 요인에서 유래하는 것인지 여부를 판단할 필요가 있다. 왜냐하면 법규제의 미비로 인해 기관투자자들이 보유주식에 대한 주주권 행사에 소홀하다고 하면, 법적 제도의 보완을 통하여 주주권 행사를 강화하도록 하는 접근방안을 모색해 볼 수

있을 것이다. 반면에 기관투자자의 수탁자책임에 관한 현행법 체계가 체계적으로 완비되어 있다면 법규제를 추가적으로 보완하는 접근방안은 별로 실효성이 없게 될 것이다. 법제도가 제대로 정비되어 있음에도 불구하고 기관투자자들의 소극적인 주주권 행사 관행이 계속 유지되고 있다면, 이는 법규제 자체의 문제라기보다는 그러한 법규제가 실제 집행되고 운영되는 단계에서 제대로 이행되지 않아서 규제의 실효성이 떨어진다는 법규제의 집행운영상 문제이다. 이러한 경우라면 법규제 자체의 미비점을 찾아서 보완하려고 노력하기 보다는 기왕에 도입된 법규제가 실제로 작동하여 살아있는 법규제로서 기능할 수 있도록 지원하고 장려하는 접근방안이 바람직할 것이다.

이하에서는 기관투자자들의 소극적인 주주권 행사 관행이 현행 우리 법규제의 미비에서 초래되는 것은 아닌지 여부를 판단하기 위하여, 먼저 기관투자자의 수탁자책임과 관련된 현행 우리 법규제의 내용을 살펴보고, 이어서 수탁자책임에 관하여 선진적인 규제체계를 가지고 있다고 평가되는 미국·영국·일본의 규제내용을 검토하기로 한다. 마지막으로 이들 외국과 비교하여 우리 현행 법규제의 수준과 완성도를 비교평가해 보기로 한다.

## 2. 한국의 수탁자책임 규제

### 가. 신탁법의 수탁자책임 규제

우리 신탁법에서는 수탁자의 의무로서 선관주의의무(신탁법 제32조)와 충실의무(신탁법 제33조)를 규정하고 있다. 또한 이들 의무를 구체화

하거나 이행의 강제를 용이하게 하기 위한 부수적 의무로서 공평의무, 분별관리의무, 자기집행의무, 정보제공의무를 두고 있다.

먼저 선관주의의무란 수탁자는 선량한 관리자의 주의로 신탁사무를 처리하여야 한다는 것으로서, 수탁재산의 관리는 수익자의 이익을 위한 것이며, 기관투자자는 고객재산을 선량한 관리자로서 관리할 의무를 부담한다. 기관투자자가 보유하고 있는 주식은 실질적으로는 고객의 재산이고 그 의결권 행사 역시 직·간접적으로 고객재산의 가치보존과 관련된 사항이므로, 기관투자자는 보유주식의 의결권 행사시에도 선량한 관리자의 주의를 다하여야 한다.

한편, 충실의무란 수탁자는 수익자의 이익을 위하여 신탁사무를 처리하여야 한다는 것이다. 영국의 경우 충실의무는 수익취득 금지 원칙(no profit rule)과 이익상충 금지 원칙(no conflict rule)으로 구성되어 있으며, 미국의 경우 충실의무는 수익자의 이익을 위해서만 신탁사무를 처리할 의무(duty to administer the trust solely in the interest of the beneficiaries)와 자기거래금지 원칙을 중심으로 구성되어 있다. 그리고 일본의 경우에는 수탁자는 오로지 수익자를 위해서만 행동하여야 하는 원칙으로 규정되어 있다. 결론적으로 충실의무는 수익자의 이익과 수탁자의 이익이 충돌하는 이해상충의 상황에서 수탁자의 이익 보다는 수익자의 이익을 우선시해야 한다는 의무를 말하며, 특히 수탁재산인 주식의 의결권 행사에 있어서 수탁자는 수익자에게 가장 이익이 되는 방법으로 의결권을 행사해야 한다는 것으로 이해된다.

#### 나. 자본시장법 및 국가재정법의 수탁자책임 규제

기관투자자는 그 기관의 성격에 따라 공적 기관투자자(공적 연금기금)와 민간 기관투자자(자산운용회사, 신탁회사, 보험회사 등)로 구분된

다. 이에 따라 기관투자자의 규제에 관한 법체계 역시 공적 기관투자자와 민간 기관투자자별로 그 적용법규가 다르다. 기본적으로 민간 기관투자자에 대해서는 자본시장법이 적용되는데 비하여, 공적 기관투자자에 대해서는 국가재정법이 적용된다. 자본시장법이나 국가재정법 모두 기관투자자에게 충실의무와 선관주의의무로 구성되는 수탁자책임을 명시하고 있다. 나아가 수탁자책임의 일환으로서 보유주식에 대한 의결권 행사 의무에 대해서도 법률에서 직접 구체적이고 명시적인 규정을 두고 있거나(자본시장법), 보유주식의 의결권 행사에 대한 기준과 절차를 담고 있는 자산운용지침을 작성하도록 요구하는(국가재정법) 등 기관투자자의 수탁자책임과 의결권 행사책임에 대해 그 어느 나라보다도 체계적이고 상세하게 규정하고 있다.

## 1) 민간 기관투자자의 수탁자책임 규제

### 가) 자산운용회사의 수탁자책임

먼저 자산운용회사나 신탁회사와 같은 민간 기관투자자에 대해 적용되는 자본시장법에 의하면, 금융투자업자 전반에 대해 2층적으로 의무사항을 규정하고 있다. 첫째, 금융투자업자의 공통적인 의무로서 신의성실 의무, 투자자 이익 침해금지 의무를 정하고 있다(자본시장법 제37조).

둘째, 집합투자업자나 투자회사의 선관주의 및 충실의무를 규정하여, 이들로 하여금 투자자에 대해 선량한 관리자의 주의로써 집합투자재산을 운용하도록 하고(선관주의, 자본시장법 제79조 제1항), 투자자의 이익 보호를 위해 업무를 충실하게 수행하도록 하는 의무를 부과하고 있다(충실의무, 자본시장법 제79조 제2항). 비록 집합투자재산에 대한 법률상·명목상의 소유자는 집합투자업자나 투자회사이지만, 집합투자재산의 경제적·실질적 소유자는 투자자이므로 권리행사는 투자자의 이익보호를

위해 신의로 성실하게 수행하도록 한 것이다. 이와 관련하여 자본시장법은 신탁업자의 선관의무 및 충실의무에 대해서도 동일한 취지로 규정하고 있다(자본시장법 제102조).

나) 펀드보유 주식의 의결권 행사

이와 관련하여 펀드 주식의 의결권 행사 주체를 정하고 있는데(자본시장법 제184조 제1항), 투자신탁재산의 의결권은 집합투자업자가 행사하고, 투자회사의 집합투자재산의 의결권은 투자회사(집합투자업자에게 위탁 가능)가 행사한다고 정하였다.

특히 투자신탁의 집합투자업자 및 투자회사는 투자자의 이익 보호를 위하여, 다음과 같이 집합투자재산에 속하는 주식의 의결권을 충실하게 행사하도록 하여서, 수탁자책임에 의결권 행사 의무가 포함되어 있음을 명시하였다(자본시장법 제87조, 제186조 2항).

첫째, 집합투자업자(투자신탁) 또는 투자회사는 투자자의 이익을 보호하기 위해 집합투자재산에 속하는 주식의 의결권을 충실하게 행사하여야 한다.

둘째, 그러나 기관투자자와 투자대상회사와의 특별관계로 인하여 의결권 남용의 우려가 인정되는 일정한 경우에는 독립적 의결권 행사(shadow voting)를 하여야 한다. 즉 주식발행회사의 계열회사 편입, 계열회사 관계나 사실상 지배력 행사관계 존재, 기타 투자자 보호나 집합투자재산의 적정한 운용을 저해할 우려가 있으면 독립적 의결권 행사를 하여야 한다.

셋째, 그럼에도 불구하고, 합병, 영업양수도, 임원 임면, 정관 변경 등과 같은 주요 의결사항에 대해서는 집합투자재산의 손실초래가 명백하다면 의결권 행사를 할 수 있게 허용하였다.

이를 요약하면, 투자신탁과 투자회사와 같은 자산운용회사는 원칙적으로 자유롭게 의결권을 행사할 수 있고, 다만 예외적인 경우에만 중립적인 투표(shadow voting)를 한다. 그러나 예외적인 경우에도 주요 의결사항에 대해서만큼은 집합투자재산에 손실을 초래할 것이 명백하게 예상되는 때에는 의결권을 행사할 수 있게 허용하였다.

이러한 예외를 둔 것은 산업자본이 금융자본을 지배하고 있는 우리의 상황에서 고객재산을 계열회사 등 특수관계인을 위하여 함부로 이용하는 행위를 제한하기 위함이다. 이들 자산운용회사는 제3자와의 계약 등에 의하여 의결권을 교차(cross)하여 행사하는 등 의결권 행사규정의 적용을 면탈하기 위한 행위를 하여서도 안 된다. 자유로운 의결권 행사가 허용되는 경우에는 각 의안에 대한 찬반은 집합투자업자 또는 투자회사의 재량사항이다.

과거에는 자산운용회사와 같은 기관투자자들이 투자대상회사의 의사결정에 관여하는 것은 합병과 영업양도 등 극히 제한된 경우를 제외하고는 사실상 금지되어 있었다. 즉, 이들 기관투자자들은 원칙적으로 주주총회 결의에 영향을 미치지 않는 중립적인 의결권 행사만 할 수 있었다. 그 후, 정부는 기관투자자로 하여금 기업경영에 참여하여 대주주 위주의 기업지배구조를 개선하고 기업경영의 투명성을 높이도록 하기 위하여, 이들 회사가 집합투자재산으로 보유하고 있는 주식에 관한 의결권 행사의 제한을 폐지하였다.<sup>16)</sup> 이에 따라, 기관투자자가 적극적인 의결권 행사를 통하여 기업지배구조를 개선하고 기업경영의 투명성을 제고할 수 있는 제도적인 여건이 조성되었다.

---

16) 자본시장의 완전자유화에 따라 외국 기관투자자의 국내 기업에 대한 경영관여가 증가하고 있는 점을 감안할 때 기존 규정은 국내 기관투자자를 역차별하는 것이라는 지적이 있었고, IMF·IBRD에서도 기업지배구조 개선을 위해 기관투자자의 의결권 제한을 폐지하도록 권고하였다.

집합투자재산의 의결권 행사는 기관의 권리 형식으로 규정하고 있지만, 그러나 재량이 아닌 의무로 해석되고 있다. 집합투자업자·투자회사는 고객에 대해서는 의결권 행사 의무를 부담하고, 투자대상회사에 대해서는 의결권을 행사할 수 있는 권리를 보유한다. 한편 신탁재산으로 취득한 주식에 대한 권리행사는 신탁업자가 행사하며, 신탁업자는 의결권을 충실하게 행사할 의무를 부담한다. 의결권 행사의 구체적인 내용은 투자신탁의 집합투자업자나 투자회사의 경우와 유사하며, 다만 신탁업자는 공시의무가 다소 완화되어 있을 뿐이다(자본시장법 제112조).

집합투자업자가 의결권 행사제한규정을 위반하여 의결권을 행사하면 금융위원회는 당해 주식의 처분을 명령할 수 있다. 원래 남용된 의결권 행사로 인한 피해는 종국적으로는 민사소송 등을 통해 실현하여야 할 것이다. 그러나, 우리 여건하에서는 권리구제를 위한 민사소송이 그다지 활성화되어 있지 않고 정작 소송이 제기되더라도 판결시까지 상당한 시간이 걸린다. 그리하여, 금융위원회에 사후 시정조치권을 부여함으로써 의결권 행사 제한규정의 실효성을 확보하려는 것이다.

#### 다) 신탁계정 보유주식의 의결권 행사

한편, 위에서 살펴본 집합투자업자나 투자회사에 관한 수탁자책임과 의결권 행사에 관한 내용은 신탁회사에게도 동일하게 적용된다. 대부분의 은행들은 예금 및 대출과 같은 은행업무 이외에 신탁업을 겸영(신탁겸영은행)하고 있다. 은행은 예금계정상의 자금 및 신탁계정상의 수탁자금으로 주식에 투자할 수 있도록 되어 있어서, 시장에서 주요한 기관투자자의 역할을 수행하고 있다. 은행의 신탁업무는 신탁계약에 의하여 행해지는데, 신탁계약에 의하여 신탁 목적물의 소유권은 수탁자인 은행에게 귀속되므로, 신탁재산으로 취득한 주식의 소유권자는 은행이 된다. 이처럼 은행이 신탁계정으로 보유한 주식에 대한 법률상 주주이기는 하

지만, 과거에는 은행이 그 보유주식에 대해 의결권을 자유롭게 행사할 수가 없었다. 그러나 현재는 은행으로 하여금 기업경영에 참여하여 대주주 위주의 기업지배구조를 개선하고 기업경영의 투명성을 높이도록 하기 위하여, 은행이 신탁계정으로 보유하고 있는 주식에 관한 의결권 행사의 제한을 완화하였다.

#### 라) 집합투자업자 및 투자회사의 의결권 행사내용 공시

집합투자업자 및 투자회사의 의결권 행사내용 공시의무는 이들 기관투자자와 투자대상회사의 특성에 따라 의결권 공시대상법인의 경우와 주권상장법인의 경우 2가지로 나뉜다. 이들에 대해서는 공시방법과 공시내용에 차이가 존재한다. 여기서 의결권 공시대상법인이란 각 집합투자기구가 자산총액의 5% 또는 100억원 이상을 투자한 투자대상회사를 말한다.

먼저, 의결권 공시대상법인에 대해서는 의결권 행사 여부 및 내용(불행사 사유 포함)을 영업보고서에 기록하고 유지하여야 한다(자본시장법 제87조 제7항, 제186조 제2항). 한편 주권상장법인에 대해서는 집합투자업자·투자회사는 그 법인이 발행한 주식에 대한 의결권 행사내용과 사유를 주총일로부터 5일 이내에 의결권 행사 여부의 적정성 파악에 필요한 자료와 함께 공시하여야 한다(자본시장법 제87조 제8항·제9항, 제186조 제2항). 여기서 의결권 행사 여부의 적정성 파악에 필요한 자료는 의결권 행사 내부지침, 소유주식수, 이해관계 준부 여부를 말한다. 다만 신탁업자는 합병 등 경영권 변동사항에 대한 의결권 행사시에만 공시의무를 부담하여(자본시장법 제112조), 공시의무 규제가 다소 완화되어 있다.

자본시장법 개정으로 주총일부터 5일 이내 증권시장을 통해 사후 공시하면 되도록 변경됨으로써, 종래의 사전공시에서 사후공시로 변화되었고 그 결과 기관투자자의 공시의무 부담은 완화되었으나, 투자대상회사의 입장에서는 주주총회에서의 경영권 방어가 더 어렵게 되었다. 종래에

는 합병·영업의 양수도·임원선임 등 경영권변경과 관련된 사항에 대하여 적극적으로 의결권을 행사하는 경우에는 사전에 그 의결권 행사내용을 공시하도록 하여,<sup>17)</sup> 주주총회 당일에 기관투자자의 참여로 예기치 않은 의사결정이 이루어지는 불합리한 경우를 예방하려고 하였다.

의결권 행사 의무 위반에 대한 제재로서는 기관투자자의 손해배상책임을 묻는 방법과 의결권 행사를 요구하는 방법이 고려될 수 있지만, 의결권 행사를 요구하는 방법은 사전공시에서 사후공시로 제도가 변경됨에 따라 그 실효성은 미약할 것으로 보이며, 투자자의 이익을 보호하기 위한 주된 방법은 손해배상책임을 묻는 것이 될 것이라고 본다.

## 2) 공적 기관투자자의 수탁자책임 규제

국민연금, 공무원연금이나 군인연금과 같은 공적 연금기금을 적용대상으로 하는 「국가재정법」은, 기금관리주체는 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권을 기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사하고 그 행사내용을 공시하도록 하여, 기관투자자에게 의결권 행사에 관한 신의성실의무와 공시의무를 부과하였다(제64조).

또한 기금관리주체는 기금의 자산운용이 투명하고 효율적으로 이루어지도록 하기 위하여 자산운용업무를 수행함에 있어서 준수하여야 할 「자산운용지침」을 작성하여야 한다. 자산운용지침에는 「보유주식의 의결권 행사에 대한 기준과 절차에 관한 사항」 등이 포함되어 있어야 한다(제79조 제3항 제4호).

이에 근거하여 제정된 국민연금기금의 「의결권 행사지침」은 선관주의의무에 입각하여 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의

17) 과거 증권투자신탁업법 시행규칙 제9조의2에 의하면, 이러한 경우에 이들 위탁회사가 의결권을 적극적으로 행사하려면 주주총회일 5일전까지 증권거래소 혹은 협회중개시장에 그 의결권 행사내용을 공시하여야 하였다.

결권을 행사하도록 하는 세부적 판단기준을 정하고 있다(의결권 행사지침 제3조, 제4조). 의결권 행사기준의 기본원칙은 주주가치의 감소 또는 기금이익 저해 여부에 따라, 찬성, 반대, 중립·기권을 하도록 정하고 있으며(의결권 행사지침 제6조), 기금운용본부내 투자위원회를 의사결정의 주체로 하고 있지만, 예외적으로 찬반이 곤란한 안건은 「주식의결권 행사 전문위원회」에서 결정하도록 하고 있다(의결권 행사지침 제8조). 또한 국내외 기업의 의결권 행사시 외부 의결권 전문기관의 자문서비스를 활용할 수 있도록 허용하고 있으며, 의결권 행사지침과 상장주식에 대한 의결권 행사내역을 공시하도록 요구하고 있다(의결권 행사지침 제10조 제1항).

### 3. 외국 입법례

#### 가. 미국의 수탁자책임 규제

미국에서 수탁자(trustee)란 신탁이 설정된 경우에 신탁재산을 고유재산에서 분리하여 오로지 수익자(beneficiary)의 이익을 위하여 관리, 운용, 처분할 의무를 부담하는 자이다. 미국의 신탁법 제3차 리스테인먼트(Restatement of the Law Third, Trusts)<sup>18)</sup>에 따르면, 일반적으로 수탁

18) 미국은 신탁법이 주법으로 되어 있어서 복잡하고 통일성이 부족하였다. 이에 따라 신탁에 관하여 통일적인 법률제정을 위한 노력이 이루어졌는데, 그 하나가 1935년, 1959년 그리고 1990년 3차례에 걸쳐 각각 작성된 신탁법 리스테인먼트이고, 다른 하나가 2000년 제정된 통일신탁법(Uniform Trust Code: UTC)이다. 미국에서 리스테인먼트란 주법의 통일화를 위한 작업의 일환으로서 선례로 정착된 판례의 요점을 정리한 것이다. 판례법 위주의 미국에서 법전화 운동의 일환으로 탄생하였지만, 법도 아니고 법적

자의무에는 충실의무, 선관의무, 수익의무, 투자의무, 분별관리의무, 보고의무, 위임금지의무, 다양화의무, 공정의무가 있다. 이 중에서 충실의무가 신인의무자(fiduciary)의 가장 중요한 의무이다. 충실의무는 신인관계에 특유한 것이고 신인관계 때문에 부여되는 것이다. 이 의무는 신탁재산은 오직 수익자의 이익을 위해서만 관리할 의무를 의미한다. 또한 선관의무는 어떤 자가 수탁자 지위를 인수하면 그는 그 조건, 목적 및 수익자의 이익을 위해 선의로 신탁을 관리하여야 한다는 의무를 말한다(통일신탁법 제801조).

한편, 미국은 1974년에 기업연금의 가입자를 보호하기 위하여 포괄적인 연방법인 종업원퇴직소득보장법(Employee Retirement Income Security Act: ERISA)을 제정하였다. ERISA는 연금제도의 관리와 투자에 관여하는 자의 의무와 책임을 엄격하게 규정하고 있다. 당시 사회문제화되고 있었던 연금자산의 유용 등의 부정행위로부터 가입자를 보호하기 위하여, ERISA에서는 수탁자를 광범위하게 정의하는 한편, 수탁자에 대하여 엄격한 의무를 부과하였다.

ERISA에 의하면 수탁자는 ① 기업연금플랜의 운영에 관하여 재량권을 행사하는 자, 자산의 운영·처분에 대하여 권한을 행사하는 자, ② 직접·간접을 묻지 않고, 현금 기타의 자산에 관하여 수수료를 받고서 투자자문을 하는 자(수탁자 여부는 그 자의 직함이 아니라 기능으로 판단), ③ 기업연금플랜의 운영에 대해 재량권을 가지는 자를 말한다.<sup>19)</sup> 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)상의 등록투자회사의 투자자문은 ERISA 이상으로 엄격한 규제를 받고 있기 때문에, 여기서 말하는 수탁자에 포함되지 않는다.

---

구속력도 없지만 그 내용이 설득력 있는 것으로 인정되어서 판례에도 인용된다. UTC도 모델법으로서 법적 구속력은 없지만 20여개 주가 채택하거나 입법에 반영하는 등 상당한 영향력을 보유하고 있다.

19) 29 U.S. Code §1002 Definitions

이처럼 연금가입자를 보호하기 위하여 광범위하게 정의된 수탁자는 다음과 같은 엄격한 의무를 부담한다. ① 가입자 및 수익자의 이익을 위하여 행동할 것(충실의무)<sup>20)</sup> ② 오직 가입자 및 수익자의 이익을 위해서 관련문제에 대해 정통한 신중한 자가 기울이는 주의, 기량, 신중함(prudence) 및 근면함을 가지고 행동할 것(신중한 원칙 또는 주의의무)<sup>21)</sup> ③ 분산투자를 할 것(분산투자의무)<sup>22)</sup> ④ 기업연금플랜의 문서 및 지침에 따라 행동할 것(문서준수의무)<sup>23)</sup> 등이 있다. 이러한 수탁자의 의무를 종합적으로 살펴보면, ERISA 제403조 (c)항에 의하여, 기업연금의 자산은 고용주의 이익을 위하여 사용되면 안되고, 가입자 및 수익자에 급부를 제공하기 위한 목적과 기업연금의 합리적인 관리비용을 지출하기 위해서만 사용되어야 하는 것으로 요약된다.

의결권 행사에 관해서는 ERISA 자체에 관련규정이 없고, 대신 미국 노동성(United States Department of Labor)이 ERISA에 대한 해석을 통하여 수탁자의 의결권 행사를 인정하고 있다. 즉 1994년 노동성 해석통달(Interpretive Bulletin)<sup>24)</sup>은 의결권 행사 방침의 작성 및 기업지배구조에의 폭넓은 관여와 ERISA의 수탁자책임과의 관계를 구체화하였다.

1994년의 노동성 해석통달의 주요 내용은 다음과 같다. 첫째, 의결권 행사의 책임소재에 대하여, 연금자산운용에 관한 수탁자책임에는 보유주식의 의결권 행사가 포함됨을 밝히고 있다. 투자매니저를 채용하는 경우, 연금기금규정 또는 계약에서 의결권 행사 권한을 명시적으로 배제하

20) 29 U.S. Code §1004(a)(A) Fiduciary Duties. ERISA는 사전예방적 관점에서 충실의무의 위반우려가 있는 일정한 거래로서 이익상충거래와 자기거래(self-dealing)를 각각 금지하고 있다(29 U.S. Code §1106 Prohibited Transactions).

21) 29 U.S. Code §1104(a)(B) Fiduciary Duties

22) 29 U.S. Code §1104(a)(C) Fiduciary Duties

23) 29 U.S. Code §1104(a)(D) Fiduciary Duties

24) DOL's Interpretive Bulletin of July 29, 1994(29 C.F.R. 2509. 94-2)

지 않는 한, 투자매니저가 의결권 행사 의무를 부담한다.

둘째, 수탁자는 의결권 행사에 있어서 기업연금의 자산가치에 영향을 미치는 요인을 고려하고, 가입자의 퇴직소득에 관한 이익과 관계없는 목적을 우선하여서는 아니 된다.

셋째, 의결권 행사의 문서화에 대해서는, 투자매니저를 포함한 수탁자는 의결권 행사에 관한 정확한 기록을 유지하여야 한다. 지명수탁자에 의한 투자매니저 감시를 위해서는, 투자매니저의 의결권 행사절차 및 개별의 행사결과를 파악할 수 있는 의결권 행사기록이 요구된다.

넷째, 투자방침의 마련은 수탁자책임에 입각한 행위이다. 수탁자책임에 의결권 행사가 포함되는 이상, 의결권 행사방침은 투자방침의 중요한 일부를 구성한다.

다섯째, 투자매니저의 이해상충과 관련하여, 복수의 연금기금이 투자하는 합동운용의 경우, 연금기금이 다른 의결권 행사방침을 채택할 수 있다. 투자매니저는 가능한 한 의결권 행사방침을 조정하고, 필요하다면 연금기금의 보유비율에 따라서 행사방침에 입각한 의결권을 행사한다(불통일행사).

여섯째, 주주행동주의에 대해서, 투자대상회사의 경영에 대한 영향을 미치는 것을 염두에 둔 투자방침은, 단독 또는 다른 투자자와 공동으로 수행하는 기업경영의 모니터링 및 커뮤니케이션이 비용공제 후 기업의 투자가치를 높인다고 합리적으로 여겨지는 것이라면, ERISA의 수탁자책임에 합치된다. 적극적인 모니터링 및 커뮤니케이션의 대상항목에는 기업이사회의 독립성과 전문성, 임원보수의 적정성, 매수·합병에 관한 방침, 부채조달의 한도와 자본구성, 장기사업계획 내용, 종업원의 연수 등 투자, 고용관행, 기업실적 등이 포함된다. 적극적인 모니터링 및 커뮤니케이션에는, 법적인 권한행사에 추가하여 경영진과의 문서의 수수 및 미팅이라고 하는 다양한 방법이 있을 수 있다.

이처럼 미국의 기관투자자의 수탁자책임에 관한 법제도는 우리나라처럼 체계적으로 정비되어 있지는 않지만 신탁(trust)이 영미법에서 발달되어온 제도답게 신탁법 제3차 리스테이트먼트나 통일신탁법에 수탁자책임에 관하여 매우 상세한 내용들을 두고 있다. 또한 보유주식에 대한 의결권 행사에 대해서는 특별히 명시하고 있지는 않지만 투자재산의 가치를 극대화시켜야 하는 수탁자책임의 일환으로서 해석상 인정된다고 한다.<sup>25)</sup>

이 외에도 실정법으로서 기업연금에 관한 ERISA는 수탁자에게 충실의무, 주의의무, 분산투자 의무, 문서준수의무 등과 같은 수탁자책임에 관한 상세한 명문 조항을 두고 있으며, 특히 보유주식에 대한 의결권 행사에 대해서는 1994년의 노동성 해석통달에서 ERISA에 대한 해석을 통하여 수탁자의 의결권 행사를 인정하고 있다. 이러한 1994년의 노동성 해석통달에는 뒤에서 살펴볼 영국이나 일본이 수탁자책임을 고양하기 위하여 도입하고 있는 스튜어드십 코드의 내용과 상당부분 일치하는 내용도 포함되어 있음을 알 수 있다.

## 나. 영국의 수탁자책임 규제

영국에서 수탁자책임이란 개념이 발전해온 신탁법은 판례법 분야에 해당한다. 영국에서는 수탁자 의무를 신탁에 관한 일반적 의무와 권한행사에 관한 의무로 나눈다. 전자에는 신탁내용을 이해할 의무, 신탁의 지시에 따를 의무, 신탁재산을 보호할 의무, 수익자들을 공평하게 대우할 의무, 합리적인 배려를 할 의무, 투자 의무, 적절한 자에게 재산을 분배할 의무, 신탁조항에 의한 명시적인 규정이 없으면 위탁하지 않을 의무, 공동으로 행동할 의무, 신탁으로부터 이익을 얻지 않을 의무, 신탁이 자기 이익과 충돌하지 않도록 할 의무, 계산을 기록할 의무, 정보를 제공할 의

25) 통일신탁법(Uniform Trust Code) §802(g) 참조

무 등이 있다. 후자에는 권한 또는 재량의 행사를 숙고할 의무, 적극적 재량을 행사할 의무, 재량을 제한하지 않을 의무, 적절한 요소를 고려하고 부적절한 요소를 무시할 의무 및 의도된 결과가 실현되도록 권한을 행사할 의무, 수익자 및 대상을 공평히 취급할 의무, 자의적으로 행동하지 않을 의무, 수탁자의 최선의 이익을 위하여 행동할 의무 등이 있다.

한편, 영국에서는 대부분의 기업연금에서 신탁제도를 채택하고 있어서 신탁법의 적용을 받는다. 그 때문에 연금기금관리자는 신탁수탁자로서 연금수급자의 이익을 도모하여야 하는 의무와 책임을 부담한다. 기업연금에 관한 포괄적인 법으로서, 1995년에 연금수급을 보호하고 안정성을 확보하기 위하여 연금법이 제정되었다. 1995년 연금법에는 자산운용에 있어 주의의무에 상당하는 신중한 원칙이 도입되었으며, 분산투자, 투자원칙문서에 의한 정보공시 등이 규정되었다. 의결권의 행사에 관한 내용으로서는, 2000년 7월의 연금법 개정에서, 투자에 부수하는 권리(의결권을 포함)의 행사에 관하여 방침이 있다면, 투자원칙문서에 기재하도록 규정한 것이 있다.

영국의 영업행위감독청(Financial Conduct Authority: FCA)도 COBS 2.1에서 지정투자사업자(designated investment business firm)에게 고객의 최선의 이익을 위하여 정직하고, 공정하게 그리고 전문적으로 행동하도록 요구하는 수탁자책임에 관한 조항을 두고 있다.

영국의 경우도 체계적인 통일성은 떨어지더라도 기관투자자에 대해 수탁자책임을 인정하고 있으며, 신중한 원칙 등과 같은 일부 의무에 관해서는 연금법에서 명문으로 규정하기도 한다. 또한 의결권 행사에 대해서는 직접적으로 의무를 부과하는 규정은 보이지 않지만, 투자에 부수하는 권리(의결권을 포함)의 행사에 관하여 방침이 있다면 문서에 기재하도록 요구하고 있다는 점에서 연금법은 의결권 행사 문제에 관하여 관심을 가지고 있다고 해석하여야 할 것이다.

#### 다. 일본의 수탁자책임 규제

일본의 경우, 기관투자자의 수탁자책임과 관련된 법조항에는 민법 제 644조(수임인의 주의의무), 신탁법 제29조(수탁자의 주의의무)·제30조(충실의무)·제31조(이해상충 행위의 제한), 그리고 금융상품거래법 제42조(권리자에 대한 의무) 등이 있다.

먼저, 민법 제644조는 수임인은 위임의 본지에 따라서 선량한 관리자의 주의의무로써 위임사무를 처리할 의무를 진다고 선관주의의무를 규정하고 있다. 신탁법 제29조에서도 수탁자의 주의의무를 정하고 있는데, 수탁자는 신탁의 본지에 따라서 신탁사무를 처리하여야 하며, 수탁자는 신탁사무를 처리함에 있어서 선량한 관리자의 주의를 가지고 이를 하여야 한다. 또한 신탁법 제30조는 수탁자는 수익자를 위해 충실히 신탁사무를 처리하여야 하고, 신탁사무 처리 이외의 행위를 하여서는 안 된다고 충실의무를 정하고 있다. 신탁법 제31조도 신탁재산을 고유재산에 귀속시키거나 고유재산을 신탁재산에 귀속시키는 행위, 신탁재산을 다른 신탁재산에 귀속시키는 행위 등과 같은 다양한 유형의 이해상충 행위를 제한하고 있다.

또한 금융상품거래업자를 적용대상으로 하는 금융상품거래법 제42조에서 금융상품거래업자는 권리자를 위하여 충실하게 투자운용업을 수행하여야 하고, 권리자에 대해 선량한 관리자의 주의로써 투자운용업을 수행하여야 한다고 하여 금융투자업자의 충실의무와 선관주의의무를 모두 인정하고 있다.

한편, 일본의 연금기금의 자산운용관계자에 대한 수탁자책임에 대해서는, 후생노동성의 통달인 「후생연금기금의 자산운용관계자의 역할 및 책임에 관한 가이드라인」(1997년 4월) 및 「확정급부기업연금에 관한 자산운용관계자의 역할 및 책임에 관한 가이드라인」(2002년 3월)에 정리

되어 있다. 이 2가지 가이드라인은 「수탁자책임 가이드라인」이라고 불리며, 연금기금관계자에게 수탁자책임을 부과하기 위한 구체적인 규범으로서의 역할을 담당하고 있다.

수탁자책임의 중심적인 의무로서는, 충실의무, 주의의무, 자기집행의무, 그리고 분별관리의무의 4가지가 거론된다. 그 중에서 연금자산운용의 관계자에게 특히 중요한 의무는 주의의무와 충실의무의 2가지이다.

여기서 주의의무란 어느 지위 및 직책에 있는 자에게 요구되는 일반적인 수준의 지식에 기하여 충분한 주의를 직무수행상 기울이어야 한다는 것으로서, 영미에서는 신중한 원칙(prudent man rule)이라 한다. 주의의무의 근거로 되는 법령상의 규정은 일본 민법 제644조의 수임인의 주의의무, 그리고 일본 신탁법 제29조의 신탁재산에 관한 행위준칙이다.

충실의무란, 제3자의 이익을 고려하지 않고 수익자의 이익만을 고려하여 의무를 수행하는 것이다. 후생연금보험법과 확정급여기업연금법은 충실의무에 대하여 비교적 상세한 규정을 두고 있다.

한편, 일본에서는 미국이나 영국과는 달리 의결권 행사에 관한 규정이나 해석이 없다. 수탁자책임과 의결권 행사의 관계에 대해 언급하고 있는 자료로서는, 2000년 4월에 후생연금기금연합회(현재의 기업연금연합회) 수탁자책임연구회가 발행한 「후생연금기금 수탁자책임 핸드북(운용기관편)」이 있다. 이 핸드북에는 연금자산을 수탁한 운용기관에 대한 의결권 행사의 기본적인 생각이 정리되어 있다. 운용기관은 오로지 위탁자인 기금의 이익증대를 위하여서만 의결권을 행사하여야 한다. 주식은 자산관리기관 명의로 되어 있지만, 실질소유자는 위탁자인 기금이므로 수탁자책임이라는 관점에서 운용기관이 의결권을 적절히 행사하여 주식가치의 증진을 도모할 필요가 있다고 한다.

이상과 같은 일본의 수탁자책임에 관한 규제체계를 보면, 충실의무나 주의의무와 같은 수탁자책임에 관해서는 신탁법, 금융상품거래법 등에

상세한 규정들을 마련해두고 있음을 알 수 있었다. 이러한 점은 한국이나 영국, 미국과도 동일하다. 그러나 기관투자자들이 보유하는 주식의 의결권 행사에 대해서는 이들 국가들과는 달리 법령상의 규정이나 해석이 없고, 단지 후생연금기금연합회의 수탁자책임연구회가 발행한 수탁자책임 핸드북 정도가 있을 뿐이어서 일본에서는 의결권 행사에 대해 그다지 관심을 두고 있지 않았음을 알 수 있다.

#### 4. 현행 수탁자책임의 규제수준 평가

위에서 살펴본 각국의 수탁자책임에 관한 규제를 개괄적으로 살펴보면, 한국은 물론이고 미국·영국·일본의 경우에도, 기관투자자에 대해 선관주의의무와 충실의무를 주된 내용으로 하는 수탁자책임을 인정하고 있으며, 그 수탁자책임의 내용에 의결권 행사 의무도 포함되는 것으로 법률에 직접 명시하거나 또는 해석을 통하여 인정하고 있다.

우리나라의 신탁법이나 자본시장법 및 국가재정법은 모두 기관투자자에게 충실의무와 선관주의의무로 구성되는 수탁자책임을 명문으로 규정하고 있다. 또한 수탁자책임의 일환으로서 보유주식에 대한 의결권 행사 의무에 대해서도 법률에서 직접 구체적이고 명시적인 규정을 두고 있거나, 보유주식의 의결권 행사에 대한 기준과 절차를 담고 있는 자산운용지침을 작성하도록 요구하는 등으로 기관투자자의 수탁자책임과 의결권 행사 의무에 대해 명확히 규정하고 있다.

이처럼 우리나라는 기관투자자의 수탁자책임 나아가 의결권 행사책임에 대해 매우 상세하고 강력한 규정을 두고 있다는 점에서 다른 나라들과 대비된다. 우선 미국의 경우에도 의결권 행사에 대해 ERISA를 집행·운영하는 과정에서 노동성 해석통달로서 기관투자자의 수탁자책임

에 의결권 행사 의무가 포함되어 있다는 사실을 밝히고 있지만, 이에 비해 한국은 상위 규정인 법률 단계에서 의결권 행사 의무를 직접 명시하고 있다는 점에서 수탁자책임에 관한 법적 근거가 보다 명확하다고 판단된다. 일본의 경우에는 법규에서 명시적으로 의결권 행사 의무를 부과하고 있지 않으며 나아가 미국 노동성의 해석통달과 같은 정부당국에 의한 해석지침도 나와 있지 않다는 점과 비교하여 한국은 더욱더 명확하고 상세한 규제체계를 가지고 있는 것으로 평가될 수 있을 것이다. 이러한 의결권 행사책임에 관한 법규제는 영국과 비교하여서도 앞서 있다. 영국의 경우에도 의결권 행사에 대해서는 직접적으로 의무를 부과하는 명문 규정은 보이지 않는다.

그러나 이처럼 기관투자자의 수탁자책임이 매우 명확하고 상세하게 규정되어 있음에도 불구하고, 실제 주주권 행사는 소극적으로 이루어지고 있다. 이는 법적 규제시스템에 문제가 있는 것이 아니라는 사실을 입증하는 것이다. 법적 규제시스템은 외국과 비교하여서도 손색이 없을 정도로 상당히 합리적으로 정비되어 있음에도 불구하고, 앞에서 살펴본 수탁자책임에 대한 인식 부족, 각종 이해의 상충, 그리고 의결권 행사비용 부담과 같은 의결권 행사를 제약하는 요인으로 인해 형성된 관행에 문제가 있음을 드러내는 것이다. 특히 지난 2013년 5월 자본시장법 개정을 통해 기관투자자의 의결권 행사에 관한 충실의무가 도입되었음에도 불구하고, 국내 기관투자자들의 주주권 행사는 여전히 매우 소극적인 것으로 드러났다. 이는 기관투자자들이 고객의 이익을 보호해야 할 선량한 관리자로서의 의무를 충실히 이행하지 못하고 있는 상황이라는 것을 의미한다.

따라서 향후 기관투자자의 수탁자책임에 관한 논의는 법규제의 개선·보완이라는 측면에서 접근해서는 그 목적을 달성할 수 없으며, 이미 만들어진 법규제가 실제 현실에서 제대로 작동되고 살아있는 법으로서 기능할 수 있도록 하는 운영·집행 측면에서 접근하여야 할 것이다. 기관투자자의 수탁자책임을 이행하도록 촉구하는 방안에 대해 본격적으로 검토하

기에 앞서, 그 동안 수탁자책임 내지 의결권 행사와 관련하여 법적 측면에서 논란이 제기되어 왔던 몇 가지 쟁점에 대해 살펴보기로 한다.

## 5. 법규제 측면의 쟁점사항

### 가. 기관투자자의 의결권 직접 행사

기관투자자들이 기업경영진의 요구에 따라 그 보유주식의 의결권을 이들에게 위임하여 의결권을 대리행사하게 하는 것은 바람직하지 못하다고 본다. 실질적으로는 의결권 대리행사의 권유에 해당하면서도, 기관투자자가 기업경영진에게 의결권 행사를 위임하는 형식을 취하는 편법적인 의결권 대리행사도 지양되어야 한다고 본다.

자본시장법에서는 집합투자업자나 투자회사에게 집합투자재산에 속하는 보유주식의 의결권을 충실하게 행사하도록 요구한다(제87조 제1항, 제186조 제2항). 그리고 국민연금기금의 의결권 행사지침도 의결권은 원칙적으로 기금이 직접 행사하되, 예외적으로 주식발행회사, 다른 주주, 위탁운용회사 등에 위임할 수 있도록 하였지만, 동 위임에는 원칙적으로 기금의 의견을 기재하도록 하였다(제9조). 또한 주주가치의 감소 또는 기금이익 저해 여부에 따라서 찬성, 반대, 중립·기권을 하도록 정하고 있다(제6조).

이러한 점에 비추어 보면, 보유주식에 대해서는 기관투자자가 자신의 책임하에서 직접 의결권을 행사하여야 할 것이고, 의결권의 위임은 예외적인 경우에 제한적으로 허용된다고 본다. 그리고 이 경우에도 의결권 행사에 관한 최종적인 책임은 기관투자자 자신이 부담하여야 한다.

따라서, 기관투자자가 의결권을 직접 행사하도록 하거나, 또는 의결권을 대리행사하도록 위임하는 경우에는 백지위임을 금지하고 찬반의사를 명확히 표시하여야 한다. 즉, 기관투자자는 의결권을 위임하지 말고 고객에 대한 선관주의의무상 자산관리전문가인 기관투자자가 독자적으로 판단하여 직접 행사하거나, 기관투자자가 의결권을 대리행사하게 하는 경우에도 기관투자자가 주주총회 안건에 대한 찬반의사를 표시하여 위임하여야 한다. 왜냐하면, 기관투자자는 고객재산을 선량한 관리자로서 관리하여야 할 의무가 있는데, 기관투자자가 보유하는 주식은 실질적으로 고객의 재산이고 그 의결권 행사 역시 직·간접적으로 고객재산의 가치보존과 관련된 사항이므로, 기관투자자는 보유주식의 의결권 행사시에도 선량한 관리자의 주의를 다하여야 하기 때문이다.

#### 나. 고객에 의한 기관투자자 보유주식의 의결권 행사

기관투자자가 고객의 자금으로 취득한 주식의 의결권을 경제적·실질적 소유자라고 할 수 있는 고객이 직접 행사하도록 하는 방안에 관한 논의가 가끔 제기되고 있는데, 이는 별로 바람직하지 않다고 생각된다. 이러한 논의가 제기되는 배경에는, 대리인 지위에 있는 기관투자자가 고객재산으로 취득한 주식에 대해 의결권을 행사함으로써 인하여 기관투자자가 기업경영에 대해 부당한 영향력을 행사하고 고객들의 의사가 왜곡될 가능성이 있는데, 이를 근원적으로 방지할 수 있는 묘책이 필요하지 않겠느냐라는 고민이 깔려 있다.

그러나 기관투자자의 보유주식에 대하여 고객이 직접 의결권을 행사하도록 하는 방안은 투자자의 일반적인 투자목적에 배치되며, 금융거래 법제를 혼란에 빠뜨릴 우려가 있다. 왜냐하면, 일반투자자들이 기관투자자를 통한 간접투자방식을 선택하는 것은 단순히 투자종목의 선정뿐만

아니라 투자 이후에 따르게 되는 투자대상물의 관리라는 복잡한 업무에 대해서도 기관투자자의 전문적인 역량을 활용할 수 있어서라고 판단되기 때문이다. 현재 기관투자자의 의결권 행사와 관련해서는 주로 소극적인 행사가 문제로 되고 있는 바, 일반투자자들의 직접투자에 있어서도 보유주식에 대한 의결권 행사는 더욱더 소극적이라는 점을 고려한다면, 고객의 의사 왜곡이라는 문제는 고객으로 하여금 직접 의결권을 행사하도록 허용한다고 해도 어차피 해소되지 않을 것이라고 본다.

또한 투자신탁이나 투자회사와 같은 간접투자를 가능하게 하는 법적 수단(vehicle)은 그 나름대로 현실의 투자수요를 충족시킬 수 있는 형태로 발전되어온 하나의 도구로서 다수의 거래당사자들의 이해를 조정할 수 있는 구조로 형성되어온 것이므로, 특단의 사유가 없는 한은 이를 존중해주는 것이 법적 안정성을 확보하기 위해서라도 바람직하다. 그리고 자본시장법상의 실질주주제도와 같이, 명의상의 주주 뒤에 가려져 있는 실질주주를 추적해 내는 기술적 뒷받침과 엄청난 업무부담을 전제로 하고 있는데도 불구하고 그 실효성은 불투명하거나 무의미한 것으로 예측되므로 고객의 직접적인 의결권 행사는 허용할 필요가 없다고 본다.

#### 다. 고객의 입증책임 부담 경감

향후 고객보호를 보다 강화하기 위해서는, 선관주의의무 및 충실의무 위반행위에 대한 입증책임을 고객으로부터 기관투자자에게로 전환시켜 고객의 이익을 저버리는 주주권 행사에 대한 규제를 강화하는 방안을 적극 검토할 필요가 있다. 왜냐하면 고객과 기관투자자, 그리고 투자대상회사 간의 3자 관계를 전제로 하는 수탁자책임, 특히 보유주식에 대한 의결권 행사에 관해서는, 고객이 기관투자자가 제대로 수탁자책임이나 의무를 이행하고 있는지 여부에 대해 확인하기 어렵기 때문에, 수탁자책

임의 이행여부가 문제되는 사안이 발생하는 경우, 수탁자책임을 제대로 이행했다는 사실을 기관투자자 측에서 먼저 입증하도록 요구할 필요성은 분명히 존재한다고 본다.

다만 현재도 의결권 행사 내용을 공시하도록 요구하고 있으므로 기관투자자가 공시의무를 충실하게 이행한다면 그 부분만큼은 수탁자책임의 이행여부를 용이하게 확인할 수 있을 것이다. 또한 스톱어드십 코드가 도입된다면, 동 코드가 강조하고 있는 공시주의 원칙에 의해 기관투자자들의 수탁자책임 이행 여부를 고객이나 수익자가 효과적으로 감시할 수 있을 것으로 보인다. 이러한 조치는 사후적으로 고객이 손쉽게 손해를 배상받을 수 있게 하는 효과가 있을 뿐만 아니라, 사전적으로도 기관투자자의 이해상충 행위를 억제하고, 기관투자자의 신중한 의결권 행사를 유도하는 효과가 있다.

#### 라. 증권집단소송제도의 적용 문제

기관투자자의 위법한 주주권 행사로 인하여 고객들이 손해를 입는 경우, 결국 소송에 의하여 그 손해를 구제받을 수밖에 없다. 그러나 소액 다수의 투자자들이 손해를 입는 경우에는 현행 소송제도를 통한 권리구제절차가 복잡하고 경제적·시간적 비용이 많이 들기 때문에, 손해를 입은 고객들이 스스로 권리주장을 포기하게 될 가능성이 높다. 현행 소송제도는 본래 개별적인 분쟁해결수단으로 마련된 장치이므로, 소액·다수의 고객들의 피해를 일거에 집단적으로 구제하기에는 어려운 점이 많다.

그러므로 2004년 1월에 제정된 증권관련 집단소송법을 적용받을 수 있도록 그 청구적격을 확대하여 기관투자자의 수탁자책임을 위반한 주주권 행사로 발생한 다수 고객의 소액 피해의 구제를 사후적으로 용이하게 하는 것이 바람직할 것이다. 예를 들어 펀드상품의 경우에는 일반

적으로 펀드 규모가 크기 때문에 당해 펀드를 운용하는 자산운용회사가 수탁자책임을 이행하지 않거나 불완전하게 이행하여 펀드상품에 손실이 초래하게 되면, 실제로는 펀드가입자 전체가 당해 펀드에 대한 보유비율만큼 피해를 입게 되는 것이다. 이는 집단소송제도가 전제로 하고 있는 전형적인 소액 다수의 피해자 발생사건에 해당하는 것으로서 집단소송의 대상으로 한다면 특정 펀드가입자 전원을 상대로 하는 집단적인 분쟁해결이 가능하게 된다. 투자자들을 효율적으로 보호해 줄 수 있는 이러한 주변장치들이 마련되면, 기관투자자들은 손해배상에 대한 위험부담 때문에 주주권을 보다 신중하게 행사하게 될 것이다.

#### 마. 펀드매니저 교체청구권 부여

수탁자책임을 제대로 이행하지 않은 펀드매니저를 고객이 기관투자자에게 교체하라고 요구할 수 있는 권한을 부여해주자는 논의가 제기된 적이 있었다. 고객이 기관투자자에게 자금을 이전하는 기초적인 법률관계는 신탁계약·보험계약·연금계약 등이나, 이들 기초법률관계상 고객에게 기관투자자의 내부 경영행위에 해당하는 펀드매니저의 교체를 인정할 근거는 없다.

펀드매니저의 임무에 위반하는 자산운영행위가 있었다면 고객은 기관투자자와의 계약을 해지하든지, 그로 인해 손해가 발생하였다면 손해를 배상하도록 하면 될 것이지, 굳이 내부 경영행위에 해당하는 펀드매니저의 교체에까지 관여하도록 하는 것은 바람직하지 않다고 본다. 특히 금융위원회와 같은 감독기구의 힘까지 빌어 이를 강제하다면 더욱이 의문이며, 금융업무의 자율화추세에도 역행하는 것이다.

## IV. 기관투자자의 수탁자책임 이행제고 방향

---

1. 서설
2. 미국의 주주행동주의 방식
3. 영국·일본의 스튜어드십 코드 방식
4. 소결



## IV. 기관투자자의 수탁자책임 이행제고 방향

### 1. 서설

지금까지 기관투자자의 수탁자책임에 관한 우리 법규제의 현황을 살펴보고, 그 결과 우리 법규제는 다른 선진외국과 비교하여서도 체계적으로 잘 정비되어 있으며 그 규제수준도 높음을 알게 되었다. 신탁법이나 자본시장법 및 국가재정법은 공적 기관투자자나 민간 기관투자자들 모두가 선관주의의무나 충실의무와 같은 수탁자책임을 성실하게 이행하도록 요구하고 있으며, 보유주식에 대한 주주권 행사, 특히 의결권을 적극적으로 행사하도록 하는 구체적인 규정도 마련하였다.

이처럼 기관투자자의 수탁자책임에 관한 법규제가 상당히 체계적으로 완비되어 있음에도 불구하고, 실제 현실에서는 수탁자책임이 제대로 이행되고 있지 않아서 문제이다. 이러한 이행관련 문제를 해결하기 위해서는 실제로 법규제를 운영하고 집행하는 단계에서도 신탁법, 자본시장법, 국가재정법 등과 같은 수탁자책임을 규정하는 법규제가 그 입법취지대로 작동되고 살아있는 법으로서 기능할 수 있도록 하는 운영·집행 측면에 대응방안의 초점이 집중되어야 할 것으로 본다.

수탁자책임의 이행을 제고하기 위한 현실적인 대안으로서, 미국에서 활발하게 진행되어온 주주행동주의(shareholder activism) 방식과 영국·일본이 비교적 최근에 채택한 스튜어드십 코드(stewardship code) 방식을 살펴볼 필요가 있다. 왜냐하면 이들 국가에서는 이들 방식을 통해 법규제가 부과하고 있는 수탁자책임을 비교적 효과적으로 집행·운용하고 있는 것으로 평가되고 있기 때문이다. 여기서 주주행동주의란 주주로서의 기관투자자들이 기업의 경영의사 결정에 적극적으로 영향력을 행사

하여 자신의 투자이익을 추구하고 기업의 지배구조를 개선하는 행위를 말한다. 주주행동주의 방식을 취하는 기관투자자들은 경영의사 결정에 적극적으로 참여함으로써 기업들의 비효율적이고 자의적인 기업경영을 견제하고, 주주들에 대한 경영진의 책임을 강화하는 효과적인 역할을 수행하고 있다고 주장한다. 주주행동주의는 기관투자자들이 적극적으로 자신의 수탁자책임을 이행하는 방식으로 이해할 수 있을 것이다. 이러한 주주행동주의 방식이 활발한 미국의 경우에 기관투자자의 수탁자책임을 고양시키기 위하여 영국·일본이 채택하고 있는 스튜어드십 코드 방식의 도입 필요성에 관한 논의가 없는 것은 당연하다.

한편, 시장규율(market discipline)을 활용한 스튜어드십 코드라는 모범규준(best practices) 방식의 도입을 고려해 볼 수 있다. 스튜어드십 코드는 법적 구속력은 없지만 공시(disclosure)라는 수단을 통해서 시장규율을 작동시켜서 기관투자자가 수탁자로서의 책임을 성실히 이행하도록 하는 방식이다. 이러한 방식은 기관투자자에게 추가적인 법적 부담을 주지 않으면서도 투자수익의 극대화 및 기업가치 증대를 위해 수탁자책임을 다하도록 하는 유인효과가 존재한다. 현재 영국을 필두로 해서, 일본, 말레이시아, 네덜란드, 남아프리카공화국, 캐나다, 스위스 그리고 국제기업지배구조네트워크(International Corporate Governance Network: ICGN)<sup>26)</sup> 등이 채택하고 있는 방식으로, 투자대상회사와의 건설적 대화를 통해 기업의 장기적 성공을 촉진함으로써 기업은 물론이고 투자자, 나아가 국민경제 전체에 혜택을 주기 위한 것으로 영국이나 일본에서는 성공적으로 안착하고 있는 방식이다.

26) ICGN은 1995년에 설립된 기업지배구조에 관해 세계적으로 가장 권위있는 기관투자자협의체로서, 2014년 기업의 이사회책임과 기관투자자의 책임에 관한 「ICGN Global Governance Principles」를 채택하였다. 이 규정은 기업지배구조모범규준과 스튜어드십 코드가 통합된 것으로 이해하면 될 것이다.

이하에서는 우리 기관투자자들의 소극적인 주주권 행사의 관행을 타파하고 기관투자자들이 수탁자책임을 제대로 이행할 수 있도록 하는 효과적인 대응방안으로서 우리보다 앞서서 이러한 문제를 경험했던 외국에서 채택하였던 2가지 접근방향의 내용과 특성에 대해 살펴보고, 어떠한 방식이 우리 기관투자자들의 현실 여건에 보다 적합한지 여부를 검토해 보기로 한다.

## 2. 미국의 주주행동주의 방식

### 가. 주주행동주의의 의미

주주행동주의는 지분참가를 하고 있는 투자대상회사의 경영방침에 대해 주주권 행사나 비공식적인 방법을 통해 적극적으로 영향력을 행사<sup>27)</sup>하려는 소수주주의 행태를 말한다. 행동주의주주는 자신의 영향력 행사를 위해 주주총회에서의 발언권, 주주제안권 또는 의결권을 행사하는데 그치는 것이 아니라 목표달성을 위해 다양한 비공식적인 방법으로도 경영진이나 다른 주주 또는 주가가격에 영향을 미치려 시도한다.

행동주의주주는 일반적으로 투자대상회사의 지분을 5%에서 10% 정도 취득하는데 지분취득의 목적은 다양하다. 우호적인 행동주의주주는 경영진과의 건설적인 대화를 통해 회사의 가치를 높이기 위해 의미있는 경영상 변화를 추구한다. 이에 비해 적대적인 행동주의주주는 매우 공격적인 요구를 하기도 한다. 기업의 영업분할을 요구하거나, 사내유보금을 재원으로 하는 현금배당을 요구하기도 하고, 자사주매입을 요구하거나

27) PwC(2015)

또는 경영진 교체나 경영진 보수를 줄이라고 요구하기도 한다.

행동주의적 전략은 행동주의주주 자신의 이익을 위한 것이지만 반드시 기업이나 다른 주주들의 이익을 침해하는 것은 아니며, 오히려 행동주의주주가 요구한 대책들이 다른 주주나 이해관계자들의 이익을 증진시킬 수도 있다. 지분이 분산된 상장기업의 경우 기업운영에 대한 의사를 적극적으로 표명할 주주들이 없는 것이 일반적이다. 이러한 경우 행동주의주주가 의미 있는 제안을 하면 행동주의주주는 마치 다수주주의 대변자와 같은 역할을 수행하게 되고, 이는 모든 주주들의 이익을 위한 기업의 가치상승으로 이어질 수 있다. 그러나 이기적인 동기의 주주행동주의는 다른 주주들의 이익을 침해할 가능성이 있기 때문에 이 부분에서 주주행동주의의 법적 한계가 논의된다.

## 나. 주주행동주의의 전개과정

미국에서는 1980년대 이후, 기업매수가 활발해지면서 경영자가 자신의 지위를 안정시키기 위하여 포이즌필이나 황금낙하산 등과 같은 매수방어책을 강화하는 경향이 나타났다. 이러한 방어책에 대하여 연방대법원은 대상회사 경영자의 방어수단 선택시 정당성<sup>28)</sup>이 인정되면 방어자에게 다양한 방어수단을 선택할 수 있는 자유권을 부여하는 판결을 내렸다. 그러나 이러한 과잉 방어책에 대하여 기관투자자들은 장기적인 기업가치의 향상이 저해될 우려가 있다고 판단하였다.

이러한 상황에서, 1984년에 텍사코사(Texaco)를 대상으로 한 그린메일 사건<sup>29)</sup>이 발생했고, 이 사건을 계기로 CalPERS<sup>30)</sup>가 중심이 되어 기관투

28) 경영진의 방어행위의 적법성 판단기준인 Unocal 기준 및 Revlon 기준 참조

29) Texaco사는 자사 주식을 9.8% 보유하고 있는 Bass Brothers사로부터의 그린메일(시장가격 이상의 프리미엄에 의한 주식환매요구)에 대해, Texaco사

자자협의회(Council of Institutional Investors: CII)를 설립하였다. 현대적 의미의 주주행동주의는 이러한 CII가 설립되면서 시작되었다.

1990년대에 들어서자, 임원보수에 관한 정보공시<sup>31)</sup>의 충실화, 주주간의 커뮤니케이션을 촉진시키는 규제 도입, 그리고 주식투자 확대에 따라 주식시장에서 기관투자자의 영향력이 확대되면서, 기관투자자에 의한 기업재배구조 관여활동의 중요성이 커지게 되었다. 규제완화의 영향 등으로 기업경영에 대한 보다 적극적인 개입을 통하여 주식가치의 향상을 도모하는 행동주의 헤지펀드(Activist Hedge Fund)도 이 시기에 증가하였다.

2000년대 들어, 엔론(Enron Corporation) 및 월드컴(WorldCom) 사건이 연이어 발생하자, 기업의 내부통제를 강화하기 위해서 Sarbanes-Oxley Act of 2002가 제정되었다. 이 법에서는 기관투자자에 의한 경영감시 기능을 제고하기 위하여, 뮤추얼 펀드나 투자자문업자에 대하여 보유주식의 의결권 행사에 관한 방침 및 행사내역 등의 공시규제를 강화하였다.

기관투자자들은 소극적 감시와 적극적 감시의 사이에서 오락가락하는 모습을 보였다. 미국의 기관투자자 역시 감시에 소요되는 비용을 직접 부담하기 보다는 다른 주주에게 전가시키려는 무임승차(free riding) 선호 경향을 보였다. 또한 CalPERS와 같은 연금기금을 제외한 기관투자자들은 투자대상회사와의 경제적 이해관계 때문에 적극적으로 주주행동

---

의 경영진이 자신의 실적을 두려워하여 수락했다. 그린메일을 통하여 Bass Brothers는 1억 3천만달러의 이득을 취하였다. 이 사건을 계기로 하여 CalPRES는 자신의 기업지배구조 활동을 강화하는 동시에, 다른 공무원연금 등과 연계하여 CII를 설립하였다.

30) CalPERS는 1932년 설립된 미국 최대규모의 연금기금으로서 캘리포니아 퇴직 공무원에게 근속기간, 퇴직연령과 최고급여수준에 의해서 결정되는 급여를 보장해주며, 확정급여(defined benefits)를 기본으로 한다.

31) CalPERS는 1992년 SEC와 협조하여 임원보수 공시확대를 성공시켰다.

주의에 참여하기를 꺼렸다. 그러나 주식시장 발달에 따라 뮤추얼 펀드 등 간접투자 상품에 자금이 몰리고 연금기금도 운용자산의 주식편입비율을 높임에 따라 대형 기관투자자들은 과거에 비해 보다 적극적인 기업감시 유인을 갖게 되었다.

#### 다. 연금기금의 주주행동주의

미국의 경우, 의결권 행사와 주주제안, 기업과의 대화 등의 기업지배구조 활동의 중심에는 대규모 적립금을 보유하고 있는 공무원연금이 존재한다. 적극적으로 기업지배구조 활동을 수행하는 대표적인 연금기금으로는 CalPERS가 유명하다. CalPERS는 주식을 중심으로 자산을 운용하고 있다. CalPERS는 1980~1990년대에 걸쳐서 기업지배구조 활동에 관한 다양한 경험을 쌓으면서, 기업지배구조 프로그램(corporate governance program)을 정비하였다. CalPERS 이사회는 기업지배구조의 기본적인 골격을 정하기 위하여 「글로벌 지배구조 원칙(Global Principles of Accountable Corporate Governance)」을 채택하고 있다.

글로벌 지배구조 원칙은 CalPERS가 의결권 행사책임을 이행하기 위한 기본적인 지침이며, 지속가능한 장기수익을 달성하기 위한 관여(engagement)와 지배구조(governance) 활동의 기초이다.

CalPERS는 다른 주주들도 자신과 동일하게 의결권을 행사하도록 촉구하기 위하여, 자신의 행사방침 및 결과를 종목·의안별로 일반에게 공시한다. 또한 관여활동의 대상기업을 매년 선정하여 포커스 리스트(focus list)로 작성하고 있다. 투자수익률과 지배구조 평가를 중심으로 하여 기업지배구조가 나쁜 대상기업을 선정한다. 최근의 변화로는 2010년 선정절차가 개편되면서, 이제까지 공표되었던 포커스 리스트가 비공개로 전환되었다. CalPERS는 기업지배구조 활동의 효과에 대한 자체 분

석을 하고 있는데, 분석결과를 보면 과거 10년간 관여활동을 하였던 155개 기업의 실적이 시장수익률을 상회한 것으로 나타났다.

### 라. 미국의 주주행동주의 방식의 평가

미국에서 1970년대 사회운동과 소액주주운동이 결합되면서 싹트기 시작한 주주행동주의는, 1990년대 이후 은행, 보험회사, 연금기금, 투자신탁회사, 뮤추얼 펀드 등 대형 기관투자자들의 가세를 계기로 하여 기업경영에 중대한 변수로 작용하게 되었다.

주주행동주의의 궁극적 목적은 성과가 낮은 기업의 경영활동에 적극적으로 관여하여 주주와 경영자간에 발생하는 대리인 문제를 해소하고 경영성과를 제고함으로써 기업가치를 높이려는데 있다. 주주행동주의가 기업가치 제고라는 주주행동주의의 목적을 달성하였는지 여부에 대해서는 논란의 소지가 있지만, 대체적으로 보아 주주행동주의는 감시자로서의 역할수행을 통하여 기업가치를 높였으며 나아가 주식시장의 발전에도 기여하였다고 인정된다.

우리 현행법은 기관투자자에게 수탁자책임을 명확하게 부과하고 있음에도 불구하고, 기관투자자들은 수탁자책임에 대한 인식 부족, 투자대상회사와의 소유관계 또는 거래관계에서 오는 이해상충, 그리고 의결권 행사비용 부담과 같은 요인으로 인하여 제대로 수탁자책임을 이행하고 있지 않다. 그리고 이를 해결하기 위해서는 추가적으로 법규제를 보완하기 보다는 수탁자책임에 관한 현행 법규제가 제대로 집행될 수 있도록 하는 방안의 모색이 요구된다는 점까지 살펴보았다.

이와 관련하여 미국에서 주도적으로 이루어지고 있는 주주행동주의 방식도 기관투자자들의 수탁자책임 이행을 위한 하나의 실천적인 방법이 될 수는 있다. 그러나 이 방식은 투자주식의 가치극대화를 위하여 투

자대상회사에 대한 관여활동의 필요성을 인식하고 있는 기관투자자들의 존재를 전제로 하고 있다는 점에서 우리 실정에는 부합하지 않는 접근 방향이라고 판단된다. 왜냐하면 주주행동주의는 기관투자자들의 주주권 행사에 대한 적극적인 인식을 전제로 하는데, 현재 한국에서 논의되고 있는 문제의 핵심은 수탁자책임의 이행에 소극적인 기관투자자의 주주권 활동을 어떻게 하면 활성화시킬 수 있는가라는 것이기 때문이다. 한국의 상황을 보면 주주행동주의가 선행적으로 요구하는 적극적으로 행동하는 기관투자자가 별로 없으며, 이러한 점 때문에 주주행동주의는 기관투자자의 수탁자책임을 고양시키기 위한 방안으로 적합하지 않으며 다른 방안에 대한 모색이 필요하다.

### 3. 영국·일본의 스튜어드십 코드 방식

#### 가. 스튜어드십 코드 방식

기관투자자들이 부담하고 있는 수탁자책임을 제대로 이행하기 위해서는 책임의 부담주체인 기관투자자 자신이 자신의 책임에 대한 인식이 선행되어야 함은 지극히 당연하다. 그러나 이러한 법적 책임을 부담하는데도 불구하고 기관투자자들이 그 책임이행에 소홀하고, 나아가 그러한 불합리한 행태에 대해서 투자자들의 책임추궁 등과 같은 효과적인 통제 수단이 제대로 작동되지 않고 간접투자시장에 대한 신뢰상실로 이어지고 있어 문제이다.

이러한 악순환의 고리를 차단하기 위해서는, 기관투자자들에게 수탁자책임을 명확히 인식시키고 그 이행여부를 투자자나 시장에 공개하도록

록 하여 시장규율에 의해서 기관투자자들이 수탁자책임을 이행하도록 장려하는 영국식의 스투어드십 코드라는 모범규준 방식을 고려할 필요가 있다.

현행 기관투자자의 수탁자책임과 관련해서 비록 법규정은 상당한 수준으로 완비되어 있음에도 불구하고 그것이 제대로 집행되고 운영되고 있지 않기 때문에 문제가 된다는 점을 고려하면, 집행을 장려하기 위한 모범규준 방식이 효율적일 수 있다. “준수하거나 그렇지 않으면 설명하라(comply or explain)”<sup>32)</sup>의 원칙을 베이스로 연성법(soft law)인 모범규준 방식으로 운영될 수 있다면, 기관투자자나 투자대상회사 모두에게 경직적인 부담을 초래하지 않으면서도 기관투자자에 의한 지배구조 개선을 통해 기업가치 향상에 기여할 수 있을 것이다. 나아가 자산의 예탁을 통해 복합적인 투자사슬이 형성되는 새로운 환경에서 기업의 가치를 증진시키고 고객·수익자의 이익을 보호하기 위해서 수탁자책임(fiduciary duty) 보다 포괄적인 개념인 스투어드십(stewardship) 개념을 활용하는 것은 기관투자자들의 포괄적인 투자고리를 포섭할 수 있는 유용한 방안이 될 수 있다.

## 나. 스투어드십의 의미

스튜어드십(stewardship)이란 극히 영국적인 용어로서 쉽게 이해하기 어려운 개념인데 재산관리인 정도로 번역될 수 있을 것이다. 스투어드십은 타인의 자산을 관리하는 관계가 존재하는 경우에, 그 타인의 이익을 위하여 행동하여야 한다는 개념이다. 기관투자자에 의한 자산운용에 있어서는, 고객 또는 최종수익자의 최선의 이익을 위해 자산을 주의 깊게

32) The UK Stewardship Code 중에서 ‘Stewardship and the Code’ 및 ‘Comply or Explain’ 참조

관리하고, 투자대상회사에 대해 감시 및 대화 등의 행동을 취하는 것을 의미한다.

수탁자책임(fiduciary duty)이 아닌 스튜어드십이라는 용어를 사용하게 된 것은 수탁자책임만으로는 환경변화에 적절히 대응하기가 어려웠기 때문이다. 종래, 기관투자자의 책임에 대해서는 수탁자책임의 범주에서 논의되었지만, 투자사슬(investment chain)이 복잡하고, 관련된 당사자가 확대되면서, 수탁자책임의 개념만으로는 포섭할 수 없는 경우가 발생하게 되었다. 수탁자책임은 계약상, 법률상 혹은 실체에 근거한 명확한 신인관계를 기초로 성립되지만, 투자사슬 또는 그 주변에서는 이 개념으로 포괄할 수 없는 관계도 출현하게 되었다.<sup>33)</sup>

자산운용자는 자산소유자에게 수탁자책임을 지고, 자산소유자는 수익자에게 수탁자책임을 지는 것은 명백하다. 그러나 자산운용자가 의결권 행사 자문기관을 채용한 경우, 자산소유자는 의결권 행사 자문기관과는 직접적인 관계가 없다. 자산소유자의 배후에 있는 최종적인 수익자와의 관계에서도, 자산운용자 및 의결권 행사 자문기관은 직접적인 관계가 존재하지 않기 때문에 수익자에 대한 책임의 소재가 불분명하게 된다. 이에 대한 대응으로 스튜어드십이라는 관계성이 다소 애매한 개념을 사용함으로써, 투자사슬에 관련되어 있는 광범위하고 복잡한 관계를 포섭할 수 있게 되었고, 상장회사의 가치향상을 통해 자산소유자와 최종수익자의 이익에 기여한다는 최종목적의 달성을 도모할 수 있게 되었다.

스튜어드십 코드의 시행 이후에도 스튜어드십의 개념이 불분명하다는 비판<sup>34)</sup>이 제기됨에 따라, 그 개념을 명확하게 하기 위하여 노력하였

33) 上田亮子(2013)

34) ICGN의 기관투자자 책임원칙(ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities, 2013)에서는, 스튜어드십이라는 용어가 영국 이외에서는 제대로 이해되기 어렵기 때문에 불필요한 혼란을 초래할 우려가 있다고 하여, 이 용어를 사용하는 대신에 기관투자자책임

다. 2012년 스투어드십 코드의 개정에서 명확화하고 있는 스투어드십이란 기업의 장기적인 성공을 유도하기 위한 방안으로서, 구체적으로는 기업의 전략, 실적, 위험, 보수, 지배구조에 관한 모니터링 및 관여, 의결권 행사와 같은 대응을 말한다.<sup>35)</sup> 이처럼 2012년 코드 개정에서 스투어드십의 목적이나 스투어드십의 활동내용에 대한 기술이 추가되었지만, 아직도 그 개념 자체에 대한 설명이 충분하다고 보기는 어렵다.

#### 다. 영국의 스투어드십 코드 도입과정

현행 영국의 기업가치 제고에 관한 제도는 크게 둘로 구분된다. 하나는 상장회사에 대한 규제로서, 이는 독립적인 규제기관인 재무보고협의회(Financial Reporting Council: FRC)<sup>36)</sup>의 기업지배구조 모범규준(Corporate Governance Code)과 공적 규제기관인 영업행위감독청(Financial Conduct Authority: FCA)의 상장규정으로 구성되어 있다. 다른 하나는 자산운용자(asset manager) 및 자산소유자(asset owner)와 같은 기관투자자에 대한 규제로서, 이는 FRC의 스투어드십 코드와 FCA의 영업행위규정(COBS)으로 구성되어 있다. 영국은 이러한 가치 제고를 위한 규제체계를 통하여 국민경제 전체의 번영을 도모하고자 노력하고 있다.

여기에서는 영국이 스투어드십 코드를 도입하게 된 과정을 살펴보기로 한다. 영국의 기업연금제도는 전통적인 신탁제도에 의해 운영되고 있

---

(institutional investor responsibilities) 혹은 수탁자책임(fiduciary duty)이라는 용어를 사용하였다.

35) The UK Stewardship Code, Stewardship and the Code 4

36) FRC는 기업지배구조를 강화하고 투자를 촉진하기 위한 보고활동을 담당하는 영국의 독립적인 규제기관이다. 기업의 재무보고, 공시, 기업지배구조 보고, 감사보고, 리스크 보고와 같은 금융시장 주변의 다양한 보고활동을 수행한다.

었지만, 1991년 맥스웰(Robert Maxwell) 사건<sup>37)</sup>을 비롯하여 1990년 전후의 일련의 기업비리가 연금기금의 수탁자책임 및 기업지배구조 개혁의 계기가 되었다. 기업비리에 대한 대책으로서, 영국에서는 캐드베리 위원회(Cadbury Committee)를 설치하여 기업지배구조의 기본방향에 대해 논의하였고, 1992년에 캐드베리보고서(Cadbury Report)가 발표되었다. 동 보고서는 기관투자자는 기업경영진과의 대화나 의결권 행사를 통하여 회사의 기업지배구조에 관심을 가져야 한다고 지적하였다. 캐드베리 보고서 이후에도 1995년 그린베리보고서(Greenbury Report), 1998년의 통합규범(Combined Code)이라 불리는 상장회사를 대상으로 하는 기업지배구조 원칙들이 제정되었다.

2000년대 들어, 영국은 기업지배구조의 질적 향상을 위해 기업에게 지배구조에 관한 공시나 대응을 요구하는 한편, 투자자에게도 책임 있는 투자자·주주로서 지배구조에 관해 어떤 역할을 부여할지에 대해 논의를 진행하였다. 2001년에 기관투자자의 문제점을 조사한 마이너스보고서(Myners Report)가 나왔다. 동 보고서는 기업지배구조에 관하여 펀드매니저가 주의를 기울여야 하는 것은 연금기금의 실적이며, 이를 위해서는 지배구조에의 적극적인 관여가 불가결하다고 주장하고 있다. 영국 스튜어드십 코드(UK Stewardship Code)의 기원은, 2002년에 기관주주위원회(Institutional Shareholders' Committee: ISC)<sup>38)</sup>가 제정한 「기관주주 및 대리인의 책임에 관한 원칙」(The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles)이며, 여기에는 관여

37) 사업가인 로버트 맥스웰이 1991년 11월 사망한 뒤, 맥스웰 그룹의 연금자산의 유용 등 다양한 경영부정행위가 드러난 사건이다.

38) ISC는 영국보험업협회(Association of British Insurers: ABI), 투자회사협회(Association of Investment Companies: AIC), 투자운용업협회(Investment Management Association: IMA), 전국연금펀드연합회(Pensions and Lifetime Savings Association: NAPF) 등 4개 주요 투자협회가 결성한 영국 기관투자자들의 포럼이다(2011년 5월에 기관투자자위원회(Institutional Investor Committee: IIC)로 변경되었다).

(engagement) 활동에 관한 원칙이 포함되어 있다. 이것은 2009년 11월 ISC에 의해 코드(ISC Code)로 전환되었다.

그 후 2008년 미국발 금융위기를 거치면서 기업지배구조에 관한 기관투자자의 역할과 책임의 중요성을 재인식하게 되었다. 금융위기가 발생하게 된 원인의 하나로 대형 금융기관의 지배구조의 결함이 지적되었으며, 투자대상회사의 경영진에 대한 감독책임을 제대로 수행하지 않았던 기관투자자의 투자책임 문제도 논의되었다. 이를 계기로, 금융기관의 지배구조에 관한 2009년의 워커보고서(Walker Review)<sup>39)</sup>에서는 기관투자자를 위한 모범규준을 제정하도록 권고하기에 이르렀다. 이 워커보고서에 의해 스튜어드십 코드의 기초가 마련되었는데, 그 권고내용을 보면 기관투자자의 스튜어드십 책임에 관한 최선관행원칙(principle of best practice)을 명시하고, 기업지배구조에 관한 FRC의 「통합규범」<sup>40)</sup>을 회사의 기업지배구조에 관한 부분과 주주의 스튜어드십에 관한 부분으로 분리하도록 요구하였다. 또한, ISC Code를 스튜어드십 코드로 채택하고, soft law인 “준수하거나 그렇지 않으면 설명하라”의 원칙을 채택하도록 하였다. 워커보고서에 따라, FRC는 2010년 7월에 스튜어드십 코드를 제정하기에 이르렀다. 이것은 ISC Code를 거의 그대로 반영한 것으로서, 2012년 9월의 개정에서도 2010년 코드의 정신은 바뀌지 않았다.

2012년 7월에는 케이 리뷰(The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making)가 나와서, 영국 주식시장의 문제는 단기실적주의(short-termism)라고 지적하면서, 장기투자 실현을 위한 제안을 하였다.

39) 워커보고서(A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities)는 영국 수상의 위탁으로 영국 은행과 금융기관의 지배구조를 검토하기 위하여, David Walker경이 정리한 보고서로서 2009년 11월 26일 공표되었다.

40) 2010년 3월에 Corporate Governance Code로 개편되었다.

영국 스튜어드십 코드는 주주에 대한 장기적 수익을 높이도록 지원하고 자산운용자와 투자대상회사간의 관여(engagement)<sup>41)</sup>의 품질을 높이는 것을 목표로 한다. 또한 스튜어드십 코드는 자산소유자가 최종수익자에게 귀속되는 가치를 보호·강화하기 위해 취할 수 있는 조치에 대해서도 언급하고 있다. FRC는 영국의 등록 자산운용자에게 스튜어드십 코드를 적용하는지 여부에 관해 보고하도록 요구하고 있다.

## 라. 영국 스튜어드십 코드의 운영상황

스튜어드십 코드는 법적 구속력이 없는 모범규준에 지나지 않으며 동 코드에의 서명·가입 여부도 기관투자자의 임의적 선택에 달려있지만, 대다수의 기관투자자들이 서명하고 있는 실효성 있는 규정으로 뿌리를 내리고 있다. 2011년말에 FRC에서 나온 스튜어드십 코드의 시행실태 보고서에 의하면, 코드의 도입으로부터 1년 반 동안에 234개 기관투자자가 서명하여 반응은 양호하였다고 한다. 서명한 234개 기관투자자 중에 자산운용자(asset manager)가 175개로서 75%를 차지했으며, 이어서 자산소유자(asset owner)가 48개(대부분은 연금기금)이며, 서비스 제공자(service provider)가 12개(1개는 자산운용자를 겸함)이었다.

운용기관들의 서명이 촉진된 것은, FCA가 영업행위규정(COBS)에서 인가투자운용회사에 대해, 2010년 12월 이후 스튜어드십 코드에의 가입 상황에 대해 설명하도록 하고, 가입하지 않는 경우에는 사용하고 있는 투자전략을 공개하도록 요구한 것이 주요한 요인이 되었다. 2014년말 기

41) dialogue가 단순히 대화를 의미하는데 비해, engagement는 관여하여 약속을 준수하도록 한다는 뉘앙스가 있는 용어이다. 즉, 투자자에 의한 투자대상회사와의 engagement란, 단순한 대화가 아니라 투자대상회사에 관여하여 주주가치 향상이나 기업지배구조의 개선을 이끌어내는 등, 어떠한 대응을 촉구하는 의도를 포함하는 용어라고 말할 수 있다.

준으로 서명기관은 약 300개로 증가하였으며, 자산운용자가 201개, 자산 소유자가 81개, 그리고 서비스 제공자가 13개이다.

### 마. 일본의 스튜어드십 코드 도입과정 및 운영상황

일본의 수탁자책임에 관한 모범규준인 「책임 있는 기관투자자의 제 원칙」 <일본판 스튜어드십 코드>라는 제목에서도 알 수 있듯이 일본은 영국의 스튜어드십 코드에서 많은 영향을 받았으며, 다음에서 보듯이 정부당국이 주도하여 만든 기준이다. 본 코드에서 “스튜어드십 책임”이란 기관투자자가 투자대상회사나 그 사업환경 등에 관해 깊은 이해에 기초를 둔 건설적인 “목적을 가진 대화(engagement)” 등을 통해서 당해 기업의 기업가치 향상과 지속적인 성장을 촉진함으로써 “고객·수익자”의 중장기적 투자수익의 확대를 도모하는 책임을 의미한다. 본 코드는 기관투자자가 고객·수익자와 투자대상회사의 쌍방을 포괄하여 “책임 있는 기관투자자”로서 당해 스튜어드십 책임을 다하는데 있어서 유용하다고 생각되는 제반원칙을 정한 것이다.<sup>42)</sup>

먼저, 일본판 스튜어드십 코드의 제정 경위 및 배경을 살펴보기로 한다.<sup>43)</sup> 2012년 12월 일본은 경제재생을 위하여 엔고 및 디플레이션에서 벗어나 강한 경제를 되찾기 위해 필요한 경제대책을 강구하고 성장전략을 실현하기 위하여 내각에 일본경제재생본부를 설치하였다. 2013년 1월에는 산업의 경쟁력 강화와 해외 진출을 위한 성장전략의 구체화 및 추진에 관한 조사·심의를 위해 일본경제재생본부 산하에 산업경쟁력 회

42) 「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>, 「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>について

43) 「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>, 経緯及び背景

의를 설치하였다. 이 회의에서의 논의를 바탕으로 일본경제재생본부에서 본부장인 내각총리의 지시가 내려졌는데, 그 지시내용은 내각부특명담당 대신이 기업의 지속적인 성장 추구를 목표로 하여 기관투자자가 적절히 수탁자책임을 이행하도록 하는 원칙을 마련하라는 것이었다.

이러한 과정을 거쳐서 2013년 6월에 내각은 일본판 스튜어드십 코드를 검토·취합하기로 하는 결정이 포함된 일본재흥전략을 승인하였다. 기관투자자가 대화를 통하여 기업의 중장기적 전략을 촉구하는 등 수탁자책임을 이행하기 위한 원칙(일본판 스튜어드십 코드), 즉 기업의 지속적인 성장을 촉구하기 위하여 기관투자자가 기업과 건설적인 대화를 하고, 적절히 수탁자책임을 이행하기 위한 원칙에 대해 검토를 진행하여 연내에 취합할 것을 각의에서 결정한 것이다.

이어서 2013년 8월 전술한 총리지시 및 각의결정에 따라 검토기구로서 금융청에 「일본판 스튜어드십 코드에 관한 유식자검토회」가 설치되었다. 본 검토회는 2013년 8월부터 6회에 걸친 논의를 거듭하여, 「책임 있는 기관투자자의 제원칙」 <일본판 스튜어드십 코드>를 마련하였다. 그 후 각계의 의견을 수렴하여, 2014년 2월 26일 본 검토회는 스튜어드십 코드(「책임 있는 기관투자자의 제원칙」 <일본판 스튜어드십 코드> - 투자와 대화를 통한 기업의 지속적 성장을 촉진하기 위하여-)를 제정하였다.

금융청에서는 본 코드의 수용을 표명한 기관투자자의 목록을 3개월마다 공표하고 있다. 2015년 12월 11일 기준으로 수용을 표명한 기관투자자는 총 201개로 신탁은행 등 7개, 투신·투자자문회사 등 141개, 생명보험회사 18개, 손해보험회사 4개, 연금 등 24개, 기타(의결권 행사 자문회사 등) 7개로서, 매우 빠른 속도로 가입 기관투자자들이 증가하고 있다. 특히 일본의 대표적인 연금기금인 국민연금기금연합회, 국가공무원공제조합연합회, 공립학교공제조합, 경찰공제조합, 기업연금연합회, 지

방공무원공제조합연합회, 지방직원공제조합, 일본사립학교진흥·공제사업단과 같은 대규모 연금기금들이 적극 참여하고 있다. 이처럼 범정부적 차원에서 추진된 스튜어드십 코드는 고객의 이익보호는 물론이고 투자대상회사의 지배구조에 대한 영향력이 급증하고 있는 상황이다.

### 바. 영국·일본의 스튜어드십 코드 방식의 평가

영국의 경우, 2008년의 금융위기를 계기로 하여 대형 금융기관의 지배구조의 취약성과 기업경영진에 대한 감독책임을 제대로 수행하지 못했던 기관투자자의 책임문제가 논의되면서, 기업지배구조에 관한 기관투자자의 역할과 책임의 중요성이 재인식되었다. 영국은 이 과정에서 기관투자자들이 수탁자책임의 일환으로 투자대상회사와의 건설적인 관여활동을 하도록 촉진하기 위한 하나의 방안으로서 스튜어드십 코드라는 접근방법을 채택하였다.

이에 비해 일본의 경우에는 단순히 고객과 기관투자자의 이해를 조정한다는 차원이 아니라 일본경제의 재생을 도모한다는 차원에서 범정부적으로 수탁자책임의 이행문제에 접근하였다. 일본 정부는 기관투자자가 투자대상회사와의 건설적인 대화를 통하여 기업가치를 향상시키고 지속적인 성장을 촉진함으로써 고객의 중장기적 투자수익을 확대시키기 위한 방안으로서 스튜어드십 코드라는 접근방식을 채택하였다.

비록 영국이나 일본이 스튜어드십 코드를 도입한지 얼마 지나지 않았지만, 이들 국가에서는 대표적인 기관투자자들이 대거 스튜어드십 코드에 자발적으로 가입하고 있어서 기관투자자들의 수탁자책임 이행제고라는 동 코드의 도입취지가 성공적으로 달성되고 있다. 이러한 접근방식은 수탁자책임을 부담하고 있으면서도 그 이행에 소홀한 국내 기관투자자들에게 시장규율을 활용하여 효과적으로 수탁자책임 내지 주주권 행

사책임을 이행하도록 촉구할 수 있다는 점에서, 우리 기관투자자들이 처한 상황에 보다 적합한 접근방향이라고 판단된다.

#### 4. 소결

기관투자자들은 고객자산을 수탁받아 운용하는 수탁자로서 법이 정하는 수탁자책임을 이행하여야 하는 의무를 부담하고 있지만, 실제 현실에서는 수탁자책임의 일환인 주주권 행사가 제대로 이루어지지 않고 있어 문제이다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 미국이나 영국·일본이 채택하고 있는 주주행동주의 방식과 스튜어드십 코드 방식이라는 2가지 접근방향에 대해 살펴보았다.

앞에서 살펴본 바와 같이, 미국의 주주행동주의 방식은 그 선결과제로서 수탁자책임에 대한 깊은 인식을 가지고 적극적으로 관여활동을 수행하는 기관투자자들의 존재를 전제로 하는 것이다. 그러나 이에 대해서는 우리 기관투자자들의 수탁자책임에 대한 인식의 수준이 높지 않다는 점에서, 그리고 우리 기관투자자들은 적극적으로 투자대상회사에 대한 관여활동을 수행하려는 유인이 미약하다는 점에서, 기관투자자들이 수탁자책임을 충실히 이행하도록 하고 투자대상회사에 대한 적극적인 관여활동을 촉구하기 위한 합리적인 대안이 되기는 어렵다.

한편 영국·일본이 채택하고 있는 스튜어드십 코드 방식은 지난 금융위기 시에 기관투자자들이 제대로 역할과 책임을 이행하지 못했다는 반성으로부터, 또는 침체된 경제를 부흥시키기 위한 범정부 차원의 국가 경제 전략으로부터 나온 것이다. 이러한 스튜어드십 방식은 정부가 전면에서 나서서 모범규준을 만들고 이행하도록 하는 체제를 구축하고 있어서,

비록 법적 구속력이 없는 모범규준 형태이지만 실제 기관투자자에 대한 사실상의 영향력은 실정법 못지않다. 또한 이러한 방식은 미국의 주주행동주의 방식과는 다르게, 수탁자책임을 철저히 자각하고 있거나 주주권행사의 필요성을 인식하고 있는 기관투자자들의 존재를 전제로 하는 것이 아니라, 오히려 수탁자책임에 대한 인식이 부족한 기관투자자들의 존재를 전제로 하여 이들에게 공시를 통한 시장규율을 활용하여 수탁자책임을 이행하도록 독려한다는 점에서 우리 상황에 보다 적합한 방식이라고 본다.

이하에서는 수탁자책임의 이행을 장려하기 위한 방식으로 우리 현실에 보다 적합하다고 평가되는 스튜어드십 코드 방식을 도입한다고 했을 경우, 그 내용을 어떻게 정하여야 할지에 관한 구체적인 도입 방안에 대해서 살펴보기로 한다. 이어서 기관투자자가 투자대상회사와 대화하는 과정에서 기존 법제도와 상충하는 문제가 발생할 수 있으므로 이와 관련하여 고려하여야 할 법적·정책적 쟁점들에 대해서도 검토해 보기로 한다.



## V. 한국형 스투어드십 코드의 도입 방안

---

1. 도입 논의의 배경 및 목적
2. 스투어드십 코드 도입(안)
3. 구체적인 도입 방안 검토
4. 스투어드십 코드의 도입 관련 법적·정책적 쟁점 검토



## V. 한국형 스투어드십 코드의 도입 방안

### 1. 도입 논의의 배경 및 목적

기관투자자의 수탁자책임에 관한 현행 법규정이 체계적으로 완비되어 있음에도 불구하고, 실제 주주총회에서 의결권 행사는 매우 소극적으로 이루어지고 있다. 이것은 법적 규제시스템에 문제가 있는 것이 아니라는 사실을 입증하는 것이다. 즉 법적 규제시스템은 상당히 합리적으로 정비되어 있음에도 불구하고, 의결권 행사를 현실적으로 제약하는 요인으로 말미암아 형성되어온 실제의 집행관행에 문제가 있다는 것을 의미한다.

따라서 기관투자자의 수탁자책임에 관한 논의, 특히 주주권 행사에 관한 논의는 법제도의 개선이라는 측면에서 접근해서는 안되고, 이미 만들어진 법제도가 실제 제대로 작동되고 운영될 수 있도록 하는 운영·집행 측면에서 접근하여야 할 것이다. 이제는 기관투자자의 수탁자책임에 관한 새로운 제도의 창설보다는 기왕에 만들어진 법적 제도들이 입법취지대로 실제로 유효하게 작동되어 그 기능을 수행할 수 있도록 촉구하고 지원해주는 접근방식의 모색이 필요하다고 본다.

수탁자책임의 이행을 제고하기 위한 현실적인 대안으로서, 미국에서 활발하게 진행되어온 주주행동주의(shareholder activism) 방식과 영국·일본이 비교적 최근에 채택한 스투어드십 코드(stewardship code) 방식을 살펴보았다. 왜냐하면 이들 국가에서는 이들 방식을 통해 법규제가 부과하고 있는 수탁자책임을 비교적 효과적으로 집행·운용하고 있는 것으로 평가되고 있기 때문이다.

이러한 2가지 접근방향에 대해 검토한 결과, 영국·일본이 채택하고 있는 스투어드십 코드 방식은 수탁자책임을 철저히 자각하고 있거나 주주권 행사의 필요성을 인식하고 있는 기관투자자들의 존재를 전제로 하

는 것이 아니라, 오히려 수탁자책임에 대한 인식이 부족한 기관투자자들의 존재를 전제로 하여 이들에게 공시를 통한 시장규율을 활용하여 수탁자책임을 이행하도록 독려한다는 점에서 우리 상황에 보다 적합한 방식이라는 사실을 알게 되었다.

이러한 측면에서 법적 구속력은 없지만 공시라는 간접강제 수단을 통해 시장규율(market discipline)을 활용하여 기관투자자가 수탁자로서의 책임을 성실히 수행하도록 하는 모범규준(best practices) 방식은, 기관투자자에게 추가적인 법적 부담은 주지 않으면서도 기관투자자가 투자수익의 극대화 및 기업가치 증대를 위해 수탁자책임을 다하도록 하는 유인효과가 있다고 본다.

영국의 스튜어드십 코드도 기관투자자의 보다 적극적인 주주권 행사를 독려하는 것에서 나아가 어떻게 행사할지에 대한 가이드라인으로서 기관투자자들의 체계적인 주주권 행사에 도움을 주고 있다. 영국은 이러한 가치향상을 위한 규제체계를 통하여 국민경제 전체의 번영을 도모하고자 노력하고 있다. 또한 2014년에 제정된 일본판 스튜어드십 코드도 기관투자자가 투자대상회사와의 건설적인 목적을 가진 대화를 통해서 기업가치의 향상과 지속적인 성장을 추구하여 고객·이익자의 중장기적 투자수익의 확대, 나아가 경제 전체의 성장을 도모하고 있다.

우리나라도 주식시장에서 기관투자자의 비중이 커지면서 장기적으로 지속가능한 성장을 위해 기관투자자와 투자대상회사간의 적정한 대화 및 관여 방안에 대해 검토할 시기가 왔다고 본다. 기업의 지속적인 성장을 촉진하기 위해서는 기관투자자에게 적절한 수탁자책임을 부과할 필요가 있기 때문이다. 이에 따라, 기관투자자가 효과적인 관여활동을 통하여 수탁자책임을 이행하고 나아가 기업지배구조의 개선에 기여할 수 있도록 하기 위한 현실적인 대안으로서 영국이나 일본에서 채택하고 있는 스튜어드십 코드의 도입이 필요하다고 본다. 스튜어드십 코드를 통하여, 우리 기관투자자들의 수탁자책임과 의결권 행사책임을 고양시키고,

고객과 기관투자자간의 신뢰형성을 토대로 하여 간접투자시장의 활성화 여건도 조성될 수 있으리라 본다.

## 2. 스투어드십 코드 도입(안)

이와 관련하여 우리나라에서도 스투어드십 코드의 도입에 관한 논의를 진전시키기 위하여, 지난 2015년 12월 2일 한국기업지배구조원과 자본시장연구원이 공동으로 스투어드십 코드 도입 방안 공청회를 개최하였다. 이 공청회에서는 “기관투자자의 수탁자책임과 스투어드십 코드의 도입” 및 “한국형 스투어드십 코드 도입 방향과 세부 내용”에 대한 주제발표를 통하여 그 동안 한국형 스투어드십 코드 제정 T/F에서 논의된 스투어드십 코드의 도입 방안이 발표되었다.<sup>44)</sup> 이하에서는 본격적으로 한국형 스투어드십 코드의 구체적인 도입 방안을 검토하기에 앞서서, 지난 공청회에서 발표된 도입(안)을 대략적으로 살펴보기로 한다.

공청회에서 발표된 한국형 스투어드십 코드의 도입(안)은 “기관투자자의 수탁자책임 이행에 관한 원칙(안)”이라는 제목 하에, ① 원칙의 도입 목적과 의의, ② 원칙의 적용, 그리고 ③ 7가지 원칙과 이를 구체화한 지침으로 구성되어 있다.

먼저, 원칙의 도입 목적과 의의에서는, 기관투자자의 수탁자책임, 수탁자책임 이행의 효과, 주주 관여활동, 코드의 제정 목적, 수탁자책임 이행 활동의 개념과 범위, 기관투자자의 유형 등에 대해 정하고 있다. 기관투자자는 투자대상회사의 주주로서 투자대상회사의 중장기적인 가치상승과 발전을 추구함으로써 고객·수익자의 중장기 이익을 도모한다.

44) 현재 한국형 스투어드십 코드의 도입(안)에 대해서는 이해당사자들의 충분한 컨센서스 도출을 위해 의견수렴이 진행중이다.

투자대상회사의 이사회가 주주 대표로서 책임을 충실히 이행하는지 여부를 점검하고, 대화 등 주주활동(engagement activity)을 통하여 투자대상회사의 중장기 발전과 고객·수익자의 이익을 도모할 책임을 이행하여야 한다. 또한, 투자자산의 직·간접 운용 가능성 여부에 따라 기관투자자를 자산소유자(asset owner)와 자산운용자(asset manager)의 2가지 유형으로 구분하고 있다.

이어서, 원칙의 적용에서는 스튜어드십 코드의 적용대상, 업무위임 기관투자자의 책임, 임의가입, 원칙준수·예외설명 방식, 공시의무 등에 대해 정하고 있다. 스튜어드십 코드는 기본적으로 한국 상장회사의 주식을 보유한 기관투자자를 적용대상으로 삼고 있으며, 추가적으로 수탁자책임 활동을 지원하는 서비스(의결권 자문, 투자자문 등) 제공자에 대해서도 확대 적용한다. 수탁자책임 활동을 외부에 위탁한 기관투자자도 최종적인 수탁자책임 자체를 위임하거나 수탁자책임을 면할 수는 없다. 또한, 스튜어드십 코드는 자율적으로 가입할 것을 결정한 기관투자자나 서비스 제공자에 한하여 적용된다. 원칙과 지침의 이행 의무에 대해서는 원칙준수·예외설명(comply or explain) 방식을 채택하여 기관투자자는 자신의 사업모델, 투자정책 등에 비추어 적절하지 않다고 판단되는 경우에는 코드의 원칙과 지침을 이행하지 않아도 무방하며, 다만 준수하지 않는 사유를 설명하고 대안적인 수탁자책임 이행방안을 설명하면 족하다.

마지막으로 7가지 원칙과 지침에서는, ① 수탁자책임 정책의 제정·공개, ② 이해상충 방지정책의 제정·공개, ③ 투자대상회사에 대한 지속적인 점검·감시, ④ 수탁자책임 활동수행에 관한 내부지침 마련, ⑤ 의결권 정책의 제정·공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개, ⑥ 의결권 행사 및 수탁자책임 이행 활동의 보고·공개, ⑦ 수탁자책임의 효과적인 이행을 위한 역량·전문성 확보라는 7가지 핵심적인 원칙과, 이들 원칙에 대한 구체적인 지침을 정하고 있다. 즉 ① 수탁자책임 정책의 제정·공개에 대해서는, 당해 지침에서 문서화한 정책의 제정·공개, 정책의

제정·공개 효과, 정책 차별화, 그리고 수탁자책임 정책 세부내용에 대해 구체적으로 정하고 있다. ② 이해상충 방지정책의 제정·공개에 대해서는, 수탁자책임과 이해상충, 이해상충 방지정책의 필요성, 대표적인 이해상충 사례, 그리고 이해상충 방지정책의 세부내용에 대해 정하고 있다. ③ 투자대상회사에 대한 지속적인 점검·감시에서는, 그 목적 및 필요성, 점검대상, 적극적인 후속 보완조치에 대해 구체적인 지침을 정하고 있다. ④ 수탁자책임 활동수행에 관한 내부지침 마련에서는, 대상회사와의 대화 및 공감대 형성 노력, 수탁자책임 활동수행 내부지침, 유의사항, 그리고 수탁자책임 활동의 예시에 대해 구체적인 지침을 두고 있다. ⑤ 의결권 정책의 제정·공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개에서는, 의결권 행사의 기본원칙, 문서화한 정책의 제정·공개, 의결권 정책의 세부내용, 그리고 자원투입 및 역량축적의 필요성, 의결권 자문서비스의 이용 그리고 의결권 행사내역의 공개에 대한 지침을 마련하였다. ⑥ 의결권 행사 및 수탁자책임 이행 활동의 보고·공개에서는, 기록유지 및 보고 의무, 그리고 기밀유지 필요성에 관한 지침을 두고 있다. ⑦ 수탁자책임의 효과적인 이행을 위한 역량·전문성 확보에서는, 그 필요성과 확보방안, 시장차원의 전문성 제고, 그리고 기관투자자간 협력에 대한 구체적인 내용을 정하고 있다.

### 3. 구체적인 도입 방안 검토

#### 가. 원칙중심주의 및 원칙준수·예외설명 방식

우리 스투어드십 코드 제정안에서도 7가지 원칙에 대해 법적 구속력이 없다고 전제하면서, 원칙의 이행에 관해 「원칙 준수, 예외 설명」이

라는 방식을 적용한다고 하여 수탁자책임의 이행에 관해 탄력적인 접근 방법을 채택하였다. 즉 투자정책이라든지 사업모델 등에 비추어 보아 이 행이 적절하지 않다고 판단하는 원칙이나 지침에 대해서는 기관투자자가 그 사유 및 대안을 설명하고 공개하는 것을 전제조건으로 하여 원칙 준수 의무의 적용을 면제해 준다.

영국의 경우를 보면, 기관투자자가 준수하지 않는 원칙과 지침이 있으면 스튜어드십에 대한 접근방식에 관하여 명확한 논거와 함께 알기 쉽고 의미 있는 설명을 하여야 한다. FRC는 스튜어드십 코드의 전부가 모든 기관투자자들에게 해당되는 것이 아님을 알고 있다. 고객 및 수익자는 기관투자자의 개별 상황을 충분히 존중해주어야 하고, 특히 기관투자자의 규모와 복잡성, 직면하는 위험과 과제의 본질, 그리고 기관투자자나 고객의 투자목적에 고려해주어야 한다.

일본의 경우도 스튜어드십 코드에서 정하는 각 원칙의 적용은 각 기관투자자가 스스로 처한 상황에 따라 대응하도록 하는 낯설은 접근방법을 채택하고 있다. 각 원칙의 적용은 기관투자자의 규모 여부나 운용방침의 장기·단기운용 여부, 액티브·패시브운용 여부 등에 따라 다양하게 달라질 수 있다. 이러한 점에서 일본 스튜어드십 코드는 모든 기관투자자들이 취해야 할 행위에 관해 상세하게 규정하는 규칙중심주의(rule based approach)가 아니라, 개별 기관투자자들이 각자 놓인 상황에 따라서 스스로 스튜어드십 책임을 적절히 이행할 수 있도록 규정하는 원칙중심주의(principle based approach)를 채택하고 있다. 나아가 원칙 준수·예외설명 방식을 채택하여 원칙을 준수하든지, 준수하지 않으면 그 이유를 설명하도록 요구한다. 이것은 코드의 원칙 중에 기관투자자가 스스로 개별 사정에 비추어 준수하는 것이 적절하지 않다고 생각하는 원칙이 있다면, 이를 준수하지 않는 이유를 충분히 설명하는 것을 조건으로 일부 원칙을 준수하지 않는 것도 허용하겠다는 것이다. 따라서 코드의 수용표명을 한 기관투자자라도 모든 원칙을 일률적으로 준수하여야

만 하는 것은 아니다.

스튜어드십 코드는 기관투자자에게 수탁자책임에 관한 새로운 법적 의무를 창설하지는 않는다. 기본적으로 스튜어드십 코드는 법적 구속력이 없는 모범규준(best practices)에 지나지 않기 때문에 이를 통하여 법적 책임이나 의무사항의 외연을 확대할 수는 없다. 또한 앞에서 살펴본 바와 같이 우리의 현행 법규제는 비교적 완비되어 있기 때문에 기관투자자의 수탁자책임을 규율하기 위하여 법규제의 외연을 추가적으로 확대할 필요성도 없다. 영국이나 일본은 이러한 수탁자책임에 관한 법규제를 토대로 하여, 그 위에 다시 스튜어드십 코드에서 원칙(principle) 중심주의 내지 원칙준수 또는 예외설명(comply or explain) 방식을 채택하고 있는 것이다. 이러한 방식의 근거에는 법규제에서 이미 수탁자책임의 테두리를 정하고 있으므로 법규제에서 정하고 있는 범위내에서는 각 기관투자자들의 개별 투자특성을 최대한 수용하겠다는 의도가 내재되어 있는 것이다.

원칙중심주의와 원칙준수·예외설명 방식은 우리나라의 법제도의 운영관행에서도 낫설고 새로운 방식이다. 그러나 이러한 방식의 도입 타당성 분석과 관련하여 종래 원칙중심주의의 도입논란과는 다른 차원의 문제임을 주의할 필요가 있다. 기존의 논의에서는 법적 구속력이 있는 법령이나 금융위원회 규정을 정하는 방식에 대하여, 획일적인 기준의 적용으로부터 파생되는 법제도 운영의 경직성 문제를 회피하기 위하여 원칙을 설정하고 그에 대한 탄력적인 법해석·집행을 통하여 구체적 타당성이 있는 법제도를 만들어보겠다고 시도하였던 것이다.

법령이나 금융위원회 규정을 원칙중심주의 방식으로 규정하는 것은 사안에 대한 구체적 타당성을 제고할 수 있다는 중요한 장점이 있음에도 불구하고, 규제내용의 명확성 부족, 규제집행 비용의 증가, 규칙중심주의 방식의 확산 등으로 인해 당장 국내에 도입하기가 어렵다는 것이

지배적인 견해였다. 원칙을 구체화하는 선례들이 충분히 축적되지 않은 상황에서 원칙만의 제시로는 규제하려는 대상범위가 불명확하게 되는 단점이 있고, 특히 형사처벌과 관련해서 죄형법정주의 위반 논란이 항상 따라다녔다. 또한 원칙과 집행 사이의 간격을 메꾸어주고 원칙의 범위안에서 당사자가 자신에 적합한 방안을 찾아가도록 지원하기 위해서는 규제자와 피규제자 사이에 끊임없는 대화(dialogue)가 필요하며, 이를 집행하기 위해서는 규제비용이 많이 들고 규제자와 피규제자가 대화를 통하여 구체적 타당성이 있는 방안을 모색해가는 문화가 정착되지 않은 토양에서는 뿌리내리기 어려운 방식이다. 그리고 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)의 경우를 보더라도 금융시장 및 금융거래가 점점 더 복잡해져감에 따라 규제의 방식이 보다 직접적이고 명확한 규정(rule)을 선호하고 있다.

그러나 스튜어드십 코드의 도입에 있어서는 이러한 원칙중심주의 및 원칙준수·예외설명 방식이 가장 바람직한 방안으로 판단된다. 위에서 살펴본 법령이나 금융위원회 규정의 제정시 원칙중심주의 방식이 가지는 의미와 스튜어드십 코드의 제정시 원칙중심주의 방식이 가지는 의미는 전혀 다르기 때문이다. 법령이나 금융위원회 규정 단계에서 원칙중심주의를 채택한다는 것은 기존에 아무런 규제가 없는 백지상태에서 새롭게 규제를 설정하는 것인데, 이 단계에서 원칙중심주의는 규제내용이 불분명하여 집행·운영 단계에서의 혼란을 초래할 가능성이 존재한다. 이에 비하여 스튜어드십 코드는 관련 법령에 수탁자책임에 관한 규제가 이미 충분히 도입된 것을 전제로 하여, 이에 대한 새로운 법적 의무를 확대하거나 변형을 가하지 않고 단지 그 규제범위 내에서 최선의 집행방법만을 제시하고 있으므로 그 규제내용의 불명확성은 문제되지 않는다. 원칙중심주의는 각 기관투자자의 개별적 상황을 충분히 존중할 수 있는 장점을 발휘할 수 있다. 결론적으로 스튜어드십 코드의 원칙중심주의 방식은 신탁법, 자본시장법, 국가재정법이라는 법규제를 전제로 하여,

이들 법에서 정하고 있는 수탁자책임에 관한 내용을 각 기관투자자들의 구체적 사정을 반영하면서 집행하기 위한 방안이다. 따라서 법규제가 가진 적용범위의 명확성이라는 장점과 스튜어드십 코드가 가진 구체적 타당성이라는 장점을 모두 수용하여 법규제와 스튜어드십 코드간의 역할 분담을 통하여 수탁자책임의 이행력 제고라는 코드의 목적을 달성하기 위한 최선의 방안이라고 판단된다.

## 나. 공시주의 방식

영국이나 일본의 스튜어드십 코드의 내용을 보면, 거의 모든 경우에 있어서 내부방침과 활동결과에 대해 공개적으로 공시하도록 요구하고 있다. 우리의 스튜어드십 코드 제정안도 내부방침과 활동결과에 대해 공개하도록 요구하고 있는 점은 대동소이하다.

수탁자책임의 이행이라든지 이해상충의 관리 등은 이미 법령이나 금융감독당국의 규정 단계에서 규정되어 있는 사항으로서 선관주의의무나 충실의무와 같은 법에서 규정하고 있는 수탁자책임에 관한 내용을 좀 더 세부적으로 규정하고 있을 뿐 그 자체가 새로운 의미를 가지는 것은 아니다.

한국을 포함한 이들 국가에서 스튜어드십 코드가 의미를 가지는 것은 이해상충 방지정책의 공개, 수탁자책임 정책의 공개, 의결권 정책과 행사내역의 공개 등과 같은 기관투자자의 수탁자책임의 이행 여부를 외부의 고객이라든지 수익자 나아가 시장이 판단하고 통제할 수 있도록 공개한다는 점이다. 이러한 공시주의 방식을 통하여 이해당사자나 시장이 각 기관투자자들의 수탁자책임의 이행 정도 여부를 판단할 수 있도록 하여 시장규율에 의한 수탁자책임의 이행을 촉진하게 된다.

다만, 실제 운영되는 단계에서 얼마나 충실하게 공시의무를 이행하는지가 문제될 것이고, 형식적이고 획일적인 공시내용으로 인해 이해당사자들이 수탁자책임의 이행여부를 판단하기 어렵게 운영된다면 스튜어드십 코드의 도입취지는 퇴색하게 될 것이다. 이에 대한 대안으로는 기관투자자들의 공시내용을 통합하여 게시하는 사이트를 마련하여 각 기관투자자들의 구체적인 공시내용을 고객들이 비교하여 모니터링할 수 있는 여건을 마련하여 그 결과를 고객이 기관투자자 선택에 반영할 수 있도록 하는 방안이 요구된다.

#### 다. 핵심 원칙

기본적으로 스튜어드십 코드는 신탁법이나 자본시장법, 국가재정법 등과 같은 실정법에 없는 규제내용을 신설하지는 않는다. 오히려 이들 실정법에 추상적으로 규정되어 있는 내용들을 기관투자자들이 알기 쉽도록 구체적으로 기술하여 그 이행을 촉구한다는 의미가 강하다. 이것은 이미 스튜어드십 코드를 도입하여 시행하고 있는 영국이나 일본의 사례에서도 엿볼 수 있는 현상이다.

현재 스튜어드십 코드의 도입 논의에서 제안된 핵심원칙들을 중심으로 스튜어드십 코드에 포함될 주요 내용에 대해 검토해 보기로 한다. 각국의 핵심 원칙들 비교해 보면, 우선 일본의 스튜어드십 코드는 영국의 코드와 내용과 순서가 매우 유사하다는 점이 보이고 있어, 기관투자자의 수탁자 책임을 이행하도록 하기 위한 주안점에 대해 양국이 인식을 같이 하고 있음을 알 수 있다. 또한 우리 스튜어드십 코드 제정안은 일본의 핵심 원칙들과 거의 유사한 모습을 보이고 있다. 이처럼 스튜어드십 코드의 제정안에서는 영국, 일본 그리고 한국이 동일하게 7가지 핵심 원칙을 제시하고 있지만, 그 구체적인 내용은 이들 국가간에 다소 상이한 부분도 있다.

먼저 7가지 핵심원칙을 개관하면, ① 수탁자책임 정책의 제정과 공개, ② 이해상충 방지정책의 제정 및 공개, ③ 투자대상회사에 대한 지속적 점검 및 감시, ④ 수탁자책임 활동 수행에 관한 내부지침의 마련, ⑤ 의결권 정책의 제정 및 공개, 의결권 행사내역과 그 사유의 공개, ⑥ 의결권 행사, 수탁자책임 이행 활동의 보고 및 공개, ⑦ 수탁자책임의 효과적 이행을 위한 역량 및 전문성 확보로 핵심 원칙이 구성되어 있음을 알 수 있다.

먼저, 이들 핵심원칙을 살펴보면 신탁법이나 자본시장법 등에서 규정하고 있는 수탁자책임으로서 선관주의의무, 충실의무, 의결권 행사 의무에 관한 내용들에 대해 언급하고 있음을 알 수 있는데, 수탁자책임의 이행, 이해상충의 방지, 의결권 행사 등이 그것이다. 다만 현행 실정법과 비교하여 두드러진 특성은 기관투자자들이 수탁자로서의 의무이행 상황에 대해 시장이 감시할 수 있도록 관련 내용들을 공개하도록 하고 있다는 점이다. 이러한 공시주의는 스투어드십 코드가 기관투자자의 수탁자책임 이행을 통제하는 중요한 수단이다.

한편, 영국의 7원칙을 보면, ① 기관투자자는 스투어드십 책임을 어떻게 완수할지 방침을 공표해야 하고, ② 기관투자자는 스투어드십에 관련된 이해대립에 대처하는 확실한 방침을 가지고 있어야 하며, 그것을 공표해야 하며, ③ 기관투자자는 투자대상회사를 모니터링해야 하고, ④ 기관투자자는 주주가치를 지키고 강화하기 위한 활동을 언제 어떻게 발전시킬지에 대해서, 명확한 가이드라인을 가지고 있어야 하고, ⑤ 기관투자자는 만일 그렇게 하는 것이 적절하다고 생각하면 다른 투자자와 공동으로 행동해야 하며, ⑥ 기관투자자는 의결권 행사 및 그 정보공시에 대해서 명확한 방침을 가지고 있어야 하고, ⑦ 기관투자자는 정기적으로 자신의 스투어드십 활동 및 의결권 행사 활동에 대해서 보고해야 한다고 정하고 있다.

일본의 경우는 ① 기관투자자는 스튜어드십 책임을 이행하기 위한 명확한 방침을 책정하고 공표하여야 하고, ② 기관투자자는 스튜어드십 책임을 이행하는 데에 있어 관리하여야 할 이해상충에 관해 명확한 방침을 책정하고 공표하여야 하며, ③ 기관투자자는 투자대상회사의 지속적인 성장을 위한 스튜어드십 책임을 적절하게 이행하기 위하여 투자대상회사의 상황을 정확하게 파악하여야 하고, ④ 기관투자자는 투자대상회사와의 건설적인 목적을 가진 대화를 통해 투자대상회사와 인식의 공유를 도모함과 동시에 문제의 개선에 노력하여야 하고, ⑤ 기관투자자는 의결권 행사와 행사 결과의 공표에 대해 명확한 방침을 가지고, 의결권 행사방침에 관해서는 단순한 형식적인 판단기준에 그칠 것이 아니라 투자대상회사의 지속적인 성장에 기여할 수 있도록 연구하여야 하고, ⑥ 기관투자자는 의결권 행사도 포함하여 스튜어드십 책임을 어떻게 이행할 것인지에 대해 원칙적으로 고객·수익자에게 정기적으로 보고하여야 하며, ⑦ 기관투자자는 투자대상회사의 지속적인 성장에 기여하도록 투자대상회사와 그 사업환경 등에 관한 깊은 이해를 기초로, 당해 기업과의 대화와 스튜어드십 활동에 수반하는 판단을 적절하게 하기 위한 실력을 구비하여야 한다.

핵심 원칙의 내용과 관련하여 특이한 점은, 기관투자자들간의 연계활동이나 기관투자자의 전문성 확보에 대해서는 관련 국가들간에 다소 상이한 모습을 보이고 있다. 영국의 스튜어드십 코드에서는 기관투자자의 연대활동에 대해 원칙5로 채택하여 매우 중요한 원칙으로 수용하고 있음에 비해, 일본이나 한국은 기관투자자의 연대활동에 대해 소극적인 입장을 취하여 원칙으로는 채택하지 않고 다만 지침의 일부로 언급하고 있을 뿐이다. 대신에 기관투자자의 전문성 확보에 대해서는 일본이나 한국이 원칙으로 채택하고 있음에 비해, 영국의 경우에는 원칙으로 채택하지 않고 있다.

## 라. 기관투자자간의 연계활동

영국과 일본의 핵심원칙 중에서 가장 차이가 나는 것은 기관투자자가 다른 투자자와 공동으로 행동하여야 한다는 원칙이다. 이러한 원칙에 따른 경우 기관투자자들의 투자대상회사에 대한 영향력이 증폭될 가능성이 존재한다. 이에 대해 영국의 스투어드십 코드는 원칙5는 기관투자자들이 다른 투자자와 연대하여 행동하도록 권장하고 있다. 영국의 스투어드십 코드는 이러한 투자대상회사에 대한 집단적 관여를 긍정적으로 바라보는데, 투자대상회사에 심각한 문제가 존재하거나 경제전반에 문제가 존재하는 경우 또는 위험이 발생하여 중대한 투자가치의 훼손으로 이어질 우려가 있는 경우에는 집단적 관여가 가장 효과적인 방법이 될 수 있음을 인정한다. 또한 기관투자자는 집단적 관여에 관한 방침을 공시하여야 한다.

이러한 집단적 관여에 관한 내용이 일본의 스투어드십 코드에서는 7가지 핵심원칙에서 누락되고 대신에, 기관투자자가 수탁자책임의 효과적 이행을 위한 역량 및 전문성을 확보하도록 하는 내용으로 대체되었다. 물론 일본의 경우에도 핵심 원칙에는 집단적 관여활동에 대한 내용이 없지만, 원칙7의 지침7-3에 기관투자자가 다른 기관투자자와 의견교환을 하거나 의견교환을 위한 자리를 마련하는 것을 유익하다고 인정하고 있다. 즉 기관투자자가 투자대상회사와의 대화와 판단을 적절히 하도록 일조하기 위하여 필요하다면 기관투자자는 다른 투자자와 의견교환을 하거나 이를 위한 자리를 마련하는 것도 유익하다고 생각할 수 있다고 기술하였다. 일본의 경우 비록 스투어드십 코드를 통하여 기관투자자들의 투자대상회사에 대한 관여활동을 촉구하고 있지만, 집단적 관여활동은 투자대상회사의 경영권에 대한 영향이 매우 중대하다는 점에서 그 필요성은 긍정하지만 조심스럽게 접근하고 있음을 보여주는 것이다.

이에 대해 우리 스튜어드십 코드 제정안도 원칙에서는 기관투자자들 간의 연계활동에 대해 언급하고 있지 않다. 다만 원칙 7의 지침에서 일정부분 기관투자자들 간의 연계 활동의 필요성에 대해 언급하고 있을 뿐이다. 즉 기관투자자는 서로 논의와 토론에 참여하고 공동의 이해관계를 추구하기 위한 협회 또는 포럼을 설립·조직하여 성공적인 주주활동 사례 등 경험과 의견을 나누고 학습함으로써 전문성을 향상시킬 수 있도록 기술하였다. 이는 기관투자자의 전문성 향상이라는 측면에서 전문성 향상을 위한 구체적인 방법의 하나로 다른 기관투자자와의 상호 교류 방안을 제시하는 것으로 이해되지만, 연계활동이라는 측면에서 보면 낮은 단계에서의 기관투자자들 간의 협조체계의 필요성을 인정하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

이상의 내용을 종합해보면, 기관투자자들 간의 횡적 연대활동에 대해서는 영국이 가장 적극적인 모습을 보이고 있으며, 이어서 일본이 제한적으로 긍정하는 태도를 취하고 있고, 한국은 이들 국가중에서 가장 조심스럽게 접근하는 모습이다. 기관투자자들 간 의결권의 연계 행사는 투자대상회사의 경영권에 미치는 영향이 클 것이다. 비교적 적은 주식지분을 보유하고 있는 기관투자자들이라도 이들이 서로 연대하여 의결권을 행사하게 된다면, 투자대상회사의 경영에 대한 영향력은 엄청나게 될 것이고 사안에 따라서는 남용의 우려도 있을 수 있다.

따라서 한국판 스튜어드십 코드의 도입시에도 이 문제에 대해 어떠한 입장을 취할지를 충분히 사전검토하여야 한다. 기관투자자들 간의 의결권 연계행사는 금융자본에 의한 산업자본의 지배를 초래할 우려가 있다는 점, 그리고 기관투자자 자신의 지배구조가 취약한 상황에서는 고객에 대한 수탁자책임을 일탈하여 정치적·정책적 이유로 남용될 우려가 있다는 점에서, 신중한 접근이 필요하다.

현단계에서는 스튜어드십 코드의 도입으로 인한 급격한 충격을 최소화하기 위하여 기관투자자들 간의 의결권 연계행사에 대해서는 동 코드

가 중립적인 입장을 견지하여 연대행동을 권유도 금지도 하지 않는 방  
임적 태도를 취하는 것이 바람직하다고 본다.

### 마. 자산소유자와 자산운용자의 구분

기관투자자는 그 성격에 따라 크게 자산소유자와 자산운용자로 구분  
된다. 자산소유자는 투자자산을 직접 운용하기도 하고 자산운용자를 통  
해 간접 운용하기도 한다. 투자대상회사 이사회와의 대화 등 직접적으로  
주주활동을 수행하거나, 위임지시 내지 평가를 통하여 위탁운용사를 활  
용하여 간접적으로 주주활동을 수행하기도 한다. 전형적으로 연금기금,  
신탁회사 및 보험회사가 이에 해당한다. 이에 대해 자산운용자란 투자자  
산을 직접 운용하는 자를 말하며, 투자대상회사의 이사회와 대화 등 일  
상적·직접적인 주주활동을 수행한다. 자산운용회사가 대표적인 자산운  
용자에 해당한다. 이처럼 자산소유자는 직접 수탁자산을 운용하기도 하  
지만 일부 수탁자산을 다시 자산운용자에게 위탁하여 관리할 수도 있다.  
현재 국민연금의 경우도 국내 주식투자자금인 92.8조원 중에서 48.5%를  
자산운용자를 통해 간접운용하고 있으며, 해외 주식투자자금인 65.2조원  
중에서는 72.5%를 자산운용자를 통해 간접운용하고 있어, 해외 주식투자  
의 경우에는 간접운용에 의존하는 비율이 높다.

이처럼 일부 자산소유자는 자산운용자를 이용한 간접투자 활동을 수  
행하는데, 이 경우에는 자산소유자와 자산운용자간의 자산운용에 대한  
역할과 책임이 어떻게 구분되는지 여부에 대한 문제가 제기된다.

영국의 2010년 스투어드십 코드에서는 자산소유자 및 자산운용자의  
역할과 책임의 차이가 명확하지 않고, 그 분담과 범위가 모호하다고 지  
적되었다. 기관투자자라는 표현이 투자사슬에서 자산운용자만을 가리키  
는 것인지, 자산소유자까지 포함하는지 여부가 불분명한 경우가 있었다.

이에 따라 2012년 9월에 개정된 새로운 코드에서는 기관투자자를 자산소유자와 자산운용자로 구분하여 그 역할과 책임을 보다 명확히 하였다. 또한 자산운용자에게 위탁된 경우에도 여전히 자산소유자는 수익자에 대하여 스튜어드십 책임을 진다는 점을 명시하였다. 자산운용자 및 자산소유자 모두를 포함하는 경우에는 기관투자자라는 용어를 사용하였다. 자산운용자 및 자산소유자는 스튜어드십 코드에 대한 문서(statement)에서 자신의 역할과 책임의 범위를 명확히 하여야 한다. 자산소유자에는 연금기금, 보험회사, 투자신탁, 공동투자 수단(vehicle)이 포함된다.

일본의 스튜어드십 코드도 기관투자자를 자산운용자와 자산소유자로 구분하여 자산운용자는 투자대상회사와 일상의 대화를 통해 기업가치 향상에 기여하도록 기대하고 있으며, 자산소유자에게는 스튜어드십 책임을 이행하는데 기본적인 방침을 제시하고 자기 스스로 혹은 자산운용자를 통해 투자대상회사의 기업가치 향상에 기여하도록 요구한다. 자산운용자는 자산소유자가 기대하는 서비스를 제공할 수 있도록 노력하여야 하며, 스튜어드십 책임을 어떻게 이행하고 있는지에 대해 정기적인 보고를 하여야 한다. 자산소유자는 자산운용자의 평가시에 단기적인 관점에 치우치지 말고 스튜어드십 코드의 취지에 입각하여 평가하도록 요구한다.

이처럼 영국이나 일본의 사례를 참조하여, 기관투자자를 그 성격에 따라 자산소유자와 자산운용자를 구분하고, 자산소유자는 자산운용의 일부 또는 전부를 다른 자산운용자에게 위탁할 수 있더라도, 원래 자산소유자가 부담하는 수탁자책임 자체를 자산운용자에게 위임할 수도 없으며 수탁자책임을 면할 수도 없다는 점을 분명히 하여야 한다. 또한 자산소유자는 자산관리를 위탁한 자산운용자가 충실히 수탁자책임을 이행하는지 여부를 점검하고 감독할 책임이 있음도 명시하여야 한다. 이와 관련하여 자산운용자 등이 수행한 주주활동에 관한 보고서를 제출하도록

하고, 자산운용자의 주주활동이 자산소유자의 수탁자책임 정책에 부합하는지를 평가하여, 그 결과를 향후 자산위탁계약을 체결하는 때에 반영할 필요가 있다고 본다.

### 바. 코드의 제정 및 관리운영 주체

누가 스튜어드십 코드를 제정하고 관리하여야 하는지 여부에 대해서는 다양한 방안을 고려해 볼 수 있다. 이론상으로는 스튜어드십 코드는 법적 구속력이 있는 규정은 아니므로 금융감독당국과 같은 공적 기관뿐만 아니라 사적 기관들도 스튜어드십 코드를 만들고 관리하는 기능을 수행할 수는 있다.

공적 기관이 단독으로 스튜어드십을 제정하고 사후관리 운영하는 방안, 사적 기관이 단독으로 제정하고 관리운영하는 방안, 그리고 공적 기관과 사적 기관이 합동하여 제정하고 관리운영하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 먼저 공적 기관이 단독으로 스튜어드십을 제정하고 사후관리하는 방안은 무엇보다도 금융위원회나 금융감독원의 참여를 통하여 모범규준인 스튜어드십 코드이지만 공적 권위를 활용하여 당해 코드의 실질적인 규범력을 제고할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 어차피 법에 규정된 수탁자책임의 이행을 위하여 다시 공적 기관이 나서게 되고 기관투자자의 현실과 동떨어진 규제가 될 우려가 있다는 단점이 존재한다.

한편 민간 기관에 의한 스튜어드십 코드의 제정 및 관리운영은 현실에 부합하여 기관투자자들의 구체적인 상황을 코드에 수용하기 용이하다는 장점이 있지만, 잘못하여 기관투자자들의 이해수용에 치우치게 되면 수탁자책임의 이행을 촉구한다는 스튜어드십 코드의 도입취지가 몰각될 우려가 있고, 무엇보다도 민간 기관의 코드라는 측면에서 그 규범력이 취약할 가능성도 예상된다.

마지막으로 공적 기관과 민간 기관이 합동으로 코드를 만들고 사후 관리운영하는 방안은 공적 기관의 법적 권위와 민간 기관의 현실수용능력을 동시에 포용할 수 있는 방안으로서 가장 바람직한 대안으로 제시될 수 있을 것이다. 이는 공적 기관 및 민간 기관의 역할 분담과 공조를 통하여 각 기관투자자들이 수탁자책임을 자발적으로 이행하도록 하여 고객의 투자이익을 보호하고 투자대상회사의 지배구조 개선을 도모한다는 스튜어드십 코드의 내용에 충실한 방안이 된다고 본다.

영국의 경우를 보면 FRC라는 기관이 스튜어드십 코드를 제정하고 관리운영하고 있는데, FRC는 영국의 기업지배구조를 강화하고 투자를 촉진하기 위한 보고활동을 담당하는 독립적인 규제기관으로서 순수한 민간 자율규제기관은 아니고 준공적 성격을 지닌 기관으로 볼 수 있을 것이다. FCA가 영업행위규정에서 인가투자운용회사에 대해, 스튜어드십 코드에의 참여 상황의 설명과 참여하지 않는 경우에는 사용하고 있는 투자전략을 공개하도록 요구하였다는 점을 보면, 영국의 금융감독당국인 FCA와 스튜어드십 코드의 담당기관인 FCA는 밀접한 관계를 가지고 있으며 이런 점에서 준공적 기관으로 평가할 수 있을 것이다.

한편 일본의 스튜어드십 코드는 「일본판 스튜어드십 코드에 관한 유식자검토회」가 제정하고 관리하는 것으로 되어 있으나, 사실상 금융청이 동 검토회를 관리·운영하고 있다는 측면에서 보면 금융청이 모범기준의 제정 및 관리운영의 주체라고 이해할 수 있을 것이다. 나아가 일본의 스튜어드십 코드의 제정 경과를 보면, 금융감독당국 차원에서 접근했다기보다는 일본 경제의 근본적인 재건을 위하여 범정부 차원에서 접근했다고 보아야 하며, 또한 그로 인하여 스튜어드십 코드의 규범력 내지 영향력이 매우 강하게 되었다. 동 코드가 제정된지 1년여가 지났을 뿐인데도 국민연금 등 일본의 유력 기관투자자들이 대거 참여하고 있다는 사실이 이를 입증해준다.

우리나라의 경우도 과거 IMF 외화위기 이후인 1999년 9월에 제정한 기업지배구조 모범규준을 보면, 기업지배구조개선위원회라는 비상설기관의 명의로 작성한 것이었지만, 동 위원회를 재정경제부가 주도적으로 관리 운영하였다는 점을 참고할 수 있을 것이다. 따라서 한국형 스투어드십 코드의 도입에 있어서는 그 규범력을 확보하기 위하여 어떠한 형태로든 금융감독당국의 적극적인 참여가 필수적이고, 나아가 현실성 있는 구체적 대안을 마련하기 위해서는 민간 전문기관의 참여도 필요하다고 본다.

#### 4. 스투어드십 코드의 도입 관련 법적·정책적 쟁점 검토

##### 가. 검토 배경

스튜어드십 코드는 기관투자자에게 투자대상회사와의 건설적인 대화를 권장하고 있어서, 기관투자자가 투자대상회사와 대화 등을 하는 과정에서 기존 법제도와 충돌이나 조정필요성이 발생할 소지가 있게 된다. 따라서 기관투자자와 투자대상회사 간의 대화가 적절하게 이루어질 수 있도록 사전에 관련 법적·정책적 쟁점들을 검토하여 명확히 할 필요가 있다.

이하에서는 스투어드십 코드의 도입과 관련된 관여활동으로 인하여 자본시장법의 규제내용에 저촉되는 일이 발생되거나 혹은 적용근거의 변경으로 인해 기관투자자들이 수행하는 업무내용에 영향을 받을 것으로 예상되는 쟁점들을 살펴보기로 한다. 즉, 기관투자자에 의한 투자대상회사에 대한 관여활동이 원만하게 이루어질 수 있도록, ① 내부자거래

규제에서의 「미공개 중요정보의 취급」 과 「투자대상회사에 대한 관여」와의 관계, ② 주식대량보유 보고제도(5% Rule)에서의 「발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적」 과 「투자대상회사에 대한 관여」와의 관계, ③ 주식대량보유 보고제도에서의 「특별관계자」, 공개매수제도에 있어서 「특별관계자」와 「다른 투자자와의 연대행동」과의 관계, ④ 거대 연금 기금의 주주권 행사 관련 보완과제에 대해 검토하기로 한다.

### 나. 관여활동과 내부자거래의 관계

기관투자자가 투자대상회사에 대한 관여활동을 수행하는 과정에서 미공개 중요정보를 취득할 수 있으므로, 이러한 경우에 대비하여 내부자거래를 방지하기 위한 대응방안의 마련이 필요하다. 「투자대상회사에 대한 관여」와 내부자거래 규제에서의 「미공개 중요정보의 취급」과의 관계가 문제될 수 있기 때문이다. 내부자거래 규제<sup>45)</sup>란 상장법인의 업무 등에 관련된 미공개 중요정보를 알게 된 내부자가 당해 정보가 공개되기 전에 타인으로 하여금 당해 정보를 매매거래에 이용하게 함으로써, 타인이 부당한 이득을 얻도록 하는 불공정거래를 금지하기 위한 것이다. 그 결과 내부자거래 규제로 인하여 기관투자자와 투자대상회사 간의 깊이 있는 대화가 위축될 가능성이 존재하는 것은 아닌지 여부가 문제될 수 있다.

기업의 경우에는, 대화하는 과정에서 기관투자자에게 미공개 중요정보를 전달하게 되면, 내부자거래 규제로 저촉되는 것은 아닌지가 우려될

45) 내부자거래 규제란 회사내부자, 준내부자, 정보수령자는 상장법인의 업무 등과 관련된 미공개 중요정보를 당해 상장법인관련 증권 등의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다는 것을 말한다. 상장법인의 미공개 중요정보를 아는 회사관계자 또는 해당 회사관계자로부터 당해 사실의 전달받아 알게 된 자가 당해 사실의 공개 전에, 해당 기업의 주식 등의 매매거래를 하는 것을 금지하는 것이다.

수 있다. 기관투자자와의 대화에서 미공개 중요정보의 유출을 우려하여 소극적인 자세로 대화에 임한다면, 기관투자자와 깊이 있는 대화를 나누기 어려울 것이다.

이에 관하여는 기관투자자와의 대화에 대해서도, 기업이 중요정보의 공시 전에 기관투자자가 매매거래에 이용하게 하려는 고의가 필요하기 때문에, 기업이 기관투자자에게 이용하게 하려는 의사 없이 정보를 제공하는 행위는, 기본적으로 내부자거래에 저촉되지 않는 것으로 판단된다. 그러나 기관투자자에게 미공개 중요정보가 전달된 경우에는 선별적 공시(selective disclosure)로 인한 내부자거래 소지를 제거하기 위하여 기관투자자에 대한 공개와 동시에 시장에 공시하는 것이 바람직하다.

한편 기관투자자의 경우, 투자대상회사에서 미공개 중요정보를 취득하고 당해 정보의 공개 이전에 매매를 하게 되면, 내부자거래 규제에 위반할 우려가 있는 것은 아닌지, 그리고 이를 피하기 위해 투자대상회사와의 대화에서 미공개 중요정보를 취득하지 않는다면, 투자대상회사와 깊이 있는 대화를 나누기 어려운 것은 아닌지에 관한 의문이 제기된다.

내부자거래 규제는 미공개 중요정보를 알게 된 회사내부자 또는 정보수령자가, 당해 정보의 공개 전에 당해 기업의 주식 등의 매매 등을 하는 것을 금지한다. 따라서 기관투자자가 투자대상회사와 깊이 있는 대화를 위해 미공개 중요정보를 취득할 필요가 있다고 생각할 경우에는, 당해 기업의 주식매매를 정지하는 등과 같은 내부자거래를 방지하기 위한 사전 예방조치를 충분히 강구하고 나서 대화에 임할 필요가 있다.

관여활동과 내부자거래와의 관련성에 대해, 영국의 스투어드십 코드는 원칙3의 지침(Guidance)에서 내부자(insider)가 되려는 기관투자자가 스투어드십 서면(stewardship statement)에 그 의사와 방법을 명시하도록 하여, 내부자임을 공개하도록 요구하는 규정만 두고 있을 뿐이다. 이에 비해 일본판 스투어드십 코드는 내부자거래와 관련하여 상세한 내용

을 소개하고 있다. 일반적으로 기관투자자는 미공개 중요사실을 취득하지 않고서도 공개된 정보를 토대로 투자대상회사와 건설적인 목적을 가진 대화를 할 수 있으므로, 기관투자자가 투자대상회사와 대화 시에 미공개 중요사실을 취득하는 것에 대해 기본적으로 신중하게 생각해야 한다고 전제하였다. 투자대상회사와의 특별한 관계 등에 기해서 미공개 중요사실을 취득하는 경우에는, 당해 기업의 주식매매를 정지하는 등 내부자거래 규제에 저촉되지 않도록 조치를 강구한 후에 대화에 임해야 한다고 명시하고 있다(원칙 4의 지침 4-3 및 각주 10).

#### 다. 관여활동과 주식대량보유 보고의 관계

「투자대상회사에 대한 관여」와 주식대량보유 보고제도에서의 「발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적」과의 관계가 문제될 수 있다. 기관투자자에 의한 투자대상회사에 대한 관여활동의 수준은 매우 다양한 스펙트럼을 가지고 있다. 기관투자자의 관여 수준이 기업경영권에 영향을 주기 위한 것에 해당하게 되면 주식대량보유 보고제도에 따라서 엄격한 보고를 하여야 하지만, 기업경영권에 영향을 주기 위한 것에 해당하지 않게 되면 비교적 간단한 특례보고를 이용할 수 있다. 따라서 기관투자자는 자신의 관여활동의 수준에 따라서 자본시장법상 주식대량보유 보고제도의 구체적인 적용내용이 달라질 수 있다는 점을 인식하고 있어야 한다.

먼저 주식대량보유 보고제도<sup>46)</sup>란 주권상장법인의 주식 등을 5% 이상 대량보유하게 되거나 보유지분이 1% 이상 변동되는 경우<sup>47)</sup> 및 보유목적

46) 이를 통하여 주가에 영향을 미칠 수 있는 대량거래정보를 신속하게 공시하는 한편, 기존 경영진에게 적대적인 M&A 시도를 사전 공개하도록 하기 위한 것이다.

이나 주요계약내용의 변경(경영권에 대한 영향력 행사 유무)이 있는 경우<sup>48)</sup>에 주식 등의 보유상황을 공시<sup>49)</sup>하도록 하는 제도이다(5% Rule).

주식대량보유 보고제도에는, ① 보유목적에 따른 특례<sup>50)</sup>로서, 보유목적에 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것<sup>51)</sup>이 아닌 경우와 ② 보유의무자에 따른 특례로서, 일정한 전문투자자<sup>52)</sup>의 경우에는 약식보고를 할 수 있도록 2가지 유형의 「특례보고제도」가 마련되어 있다.<sup>53)</sup>

- 47) 자본시장법 제147조 제1항
- 48) 자본시장법 제147조 제4항
- 49) 주권 등 대량보유자는 원칙적으로 대량보유하게 된 날로부터 5일 이내에 보유상황, 보유목적, 보유주식에 관한 주요계약내용 등을 금융위원회와 거래소에 보고하여야 한다.
- 50) 자본시장법 시행령 제154조 제1항
- 51) 여기서 “경영권에 영향을 주기 위한 것”이란 다음에 해당하는 것을 위하여 회사나 그 임원에 대해 사실상 영향력을 행사하는 것(주주제안권 및 주총소집권의 행사 포함)을 의미한다.
  - ① 임원의 선임, 해임 또는 직무정지
  - ② 이사회 등 회사기관과 관련된 정관변경
  - ③ 자본금 변경
  - ④ 배당결정. 단 기금 및 기금관리운용법인의 경우에는 비적용(신용보증기금과 기술신용보증기금은 제외)
  - ⑤ 회사합병, 분할과 분할합병
  - ⑥ 주식의 포괄적 교환과 이전
  - ⑦ 영업전부의 양도·양수 또는 중요한 영업일부의 양수·양도
  - ⑧ 자산 전부의 처분 또는 중요한 일부처분
  - ⑨ 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업 손익 전부를 같이하는 계약, 기타 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약
  - ⑩ 회사해산
- 52) 여기서 특례대상 전문투자자란 국가, 지방자치단체, 한국은행, 증권금융회사, 예금보험공사 및 정리금융기관, 한국자산관리공사, 한국주택금융공사, 한국투자공사, 한국정책금융공사, 금융투자협회, 예탁결제원, 거래소, 금융감독원, 신용보증기금, 기술신용보증기금, 기금 및 기금관리운용법인, 공제사업자로서 경영권에 영향을 미칠 목적이 없는 자를 말한다(증권발행공시규정 제3-14조: 보고특례 적용 전문투자자).

특례보고의 경우 대량보유보고서와 변동보고서의 보고내용 및 보고시기 등에 대한 규제를 완화하여, ① 특례대상 전문투자자가 아닌 자의 보유목적이 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우에는 보유상황에 변동이 있었던 달의 다음달 10일까지, ② 특례대상 전문투자자는 변동이 있었던 분기의 다음 달 10일까지 공시하도록 특례를 인정한다.

그러나 이러한 특례제도의 적용대상에 해당하더라도, 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 행위를 하게 되면 주식대량보유에 대한 보고의무를 완화해주는 특례보고제도를 이용할 수 없게 되고, 보다 엄격한 정규의 보유보고의무를 이행하여야 한다. 이는 특례 전문투자자라도 경영권에 영향력을 행사하는 경우에는, 일반보고자로 취급되기 때문이다. 즉 특례보고제도가 적용되는 전문투자자란 일정한 전문투자자로서 「경영권에 영향을 미칠 목적이 없는 자」를 의미하므로, 경영권에 영향을 미칠 목적을 보유하게 되면 일반보고자로서의 보고의무를 이행하여야 한다.

따라서 기관투자자는 투자대상회사와 대화를 하는데 있어서, 경영권에 영향을 미치는 행위를 하게 되면, 특례보고제도의 이용자격을 상실하고 일반적인 보고의무를 준수해야 한다는 점을 인식해야 한다. 다만, 기관투자자 중 주권상장법인의 5% 초과주식을 보유하는 자가 당해 상장법인과의 대화를 행하는 경우에만 해당되는 것이어서, 기관투자자에 의한 대화 전반에 해당하는 것은 아니다.

## 라. 연대행동과 주식대량보유 보고 및 공개매수의 관계

「다른 투자자와의 연대행동」이 주식대량보유 보고제도에서의 「특별관계자」, 공개매수제도에 있어서 「특별관계자」산정에 영향을 미칠 수

---

53) 자본시장법 제147조 제1항 후단

있다. 주식대량보유 보고제도에서는 주권 등의 보유자의 「보유비율」을 산출할 때에, 본인의 보유분에 특별관계자의 보유분도 합산한다. 여기서 특별관계자란 특수관계인<sup>54)</sup>과 공동보유자<sup>55)</sup>를 합친 개념이다. 또한 공개매수<sup>56)</sup>제도에서도, 주권 등의 매수자의 「보유비율」을 산출할 때에, 본

- 54) 자본시장법에서 규정하는 특수관계인이란, ① 본인이 개인인 경우에는 ㉠ 배우자(사실상의 혼인관계에 있는 자를 포함한다. 이하 같다), ㉡ 6촌 이내의 부계혈족과 4촌 이내의 부계혈족의 처, ㉢ 3촌 이내의 부계혈족의 남편, 3촌 이내의 모계혈족과 그 배우자 및 자녀, ㉣ 배우자의 2촌 이내의 부계혈족과 그 배우자 등의 어느 하나에 해당하는 자를 말한다. 또한 ② 본인이 법인이나 단체인 경우에는, ㉠ 임원, ㉡ 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 계열회사(이하 “계열회사”라 한다) 및 그 임원, ㉢ 단독으로 또는 제1호 각 목의 관계에 있는 자와 합하여 본인에게 100분의 30 이상을 출자하거나, 그 밖에 임원의 임면 등 본인의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하고 있는 개인(그와 제1호 각 목의 관계에 있는 자를 포함한다) 또는 법인(계열회사는 제외한다. 이하 이 호에서 같다), 단체와 그 임원, ㉣ 본인이 단독으로 또는 본인과 가목부터 다목까지의 관계에 있는 자와 합하여 법인이나 단체에 100분의 30 이상을 출자하거나, 그 밖에 임원의 임면 등 법인이나 단체의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하고 있는 경우에는 해당 법인, 단체와 그 임원(본인이 임원의 임면 등의 방법으로 그 법인 또는 단체의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하고 있지 아니함이 본인의 확인서 등을 통하여 확인되는 경우에는 그 임원은 제외한다)의 어느 하나에 해당하는 자를 말한다.
- 55) 공동보유자는 본인과 합의나 계약 등에 따라서, ① 주식 등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, ② 주식 등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호양도하거나 양수하는 행위, ③ 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함한다)을 공동으로 행사하는 행위의 어느 하나에 해당하는 행위를 할 것을 합의한 자를 말한다.
- 56) 공개매수란 불특정 다수인에 대해 의결권주식 등의 매수청약을 하거나 매도청약을 권유하고 증권시장 밖에서 주식 등을 매수하는 것을 말한다. 그리고 공개매수의무를 규정하여 주식 등을 6개월 동안 증권시장 밖에서 10인 이상의 자로부터 매수 등을 하고자 하는 자는 그 매수 등을 한 후에 본인과 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 합계가 5% 이상에는 공개매수하도록 의무화하였다.

인의 보유분에 특별관계자의 보유분도 합산한다. 특별관계자의 범위는 주식대량보유 보고제도와 동일하다.

따라서 기관투자자가 다른 투자자와 연대하여 특정 투자대상회사에 대해 행동을 취할 때는, 그 다른 투자자가 본인의 특별관계자(특히 공동보유자)에 해당하는지 여부를 확인하여야 한다. 만일 다른 투자자가 주식대량보유 보고제도상의 특별관계자(특히 공동보유자)에 해당한다면, 기관투자자는 다른 투자자의 보유분도 합산하여 주식대량보유 보고제도의 적용여부를 판단하여야 한다(대량보유보고서 및 변동보고서의 제출 여부). 또한 만일 다른 투자자가 공개매수제도상의 특별관계자에 해당한다면, 기관투자자는 다른 투자자의 보유분도 합산하여 공개매수제도의 적용여부를 판단하여야 한다(주권매수를 공개매수 방법으로 하여야 하는 의무부담 여부).

이와 관련하여, 영국의 스튜어드십 코드는 원칙 5에서 다른 투자자와 협력하여 행동하도록 권장하고 있으며, 일본의 스튜어드십 코드도 원칙 7의 지침 7-3에서 투자대상회사와의 대화 등을 보다 적절하게 수행하기 위하여, 다른 투자자와 의견을 교환하거나 이를 위한 자리를 마련하는 것이 유익하다는 취지를 명시하고 있어, 이들 국가의 스튜어드십 코드는 기관투자자가 다른 기관투자자와 연대해서 투자대상회사에 대한 관여활동을 수행하는 것을 긍정적으로 바라보고 있음을 알 수 있다.

## 마. 거대 연금기금의 주주권 행사 관련 보완과제

기관투자자의 주주권 행사 활성화와 관련하여 고려해야 할 사항은 국민연금과 같은 거대 연금기금의 문제이다. 국민연금은 2015년 9월말 기준으로 전체자산이 500.2조원, 국내 주식투자규모가 92.8조원에 이르는

국내 최대의 기금을 운용하고 있다. 이는 상장주식 시가총액인 1,465조 원의 6.3%에 해당하는 거대한 규모로서, 만일 국민연금이 스튜어드십 코드의 도입과 관련하여 수탁자책임을 적극적으로 이행한다면 투자대상회사에 대한 영향력이 막강해질 것으로 예상된다.

이와 관련하여 국민연금의 주주권 행사에 대해서는 회사법상 주주의 당연한 권리라고 인정하면서도, 국민연금의 주식투자규모가 지속적으로 증가하고 있으며 그 운용주체가 정부라는 사실을 고려할 때, 이러한 거대 연금기금에 의한 주주권 행사는 사기업에 대한 정부의 과도한 경영권 관여나 정치적인 남용의 가능성이 우려된다는 견해도 나타나고 있다.<sup>57)</sup> 정부는 거대 연금기금의 영향력을 이용하여 정부가 원하는 인사를 민간기업의 이어나 경영자로 임명하거나, 투자대상회사에 대한 의결권 행사를 통해 민간기업을 통제할 수 있다고 우려한다. 또한 거대 연금기금이 투자대상회사의 경영권을 침해하지는 않는다고 할지라도 투자대상회사의 투자방향을 결정함에 있어서 수익률 보다는 공익이나 사회적 투자라는 다른 명분을 앞세울 가능성이 크다고 주장한다. 예를 들어 국민연금의 중요사항을 심의·의결하는 기금운용위원회의 구성을 보면, 정부 인사가 다수를 차지하고 있으며, 사용자대표, 근로자대표, 지역가입자대표, 관계전문가 등 각계각층의 다양한 이해당사자들이 포함되어 있기 때문에, 투자수익 극대화 이외에 다른 요인을 고려하기 쉽다고 우려한다.

이러한 우려를 불식시키기 위해서는 국민연금과 같은 거대 연금기금의 수탁자책임을 이행과 주주권 행사는 오로지 투자가치의 극대화를 목표로 하여서만 행해져야 하고, 이러한 연금기금의 주주권 행사내역은 이해당사자들이 모니터링할 수 있도록 충분하고 신속하게 공시되어야 한다. 또한 이러한 투자방침이 현실적으로 작동하도록 하려면 거대 연금기금의 자산운용의 지배구조를 선진화하고, 투자대상회사의 주주총회 의안 내용에 대한 분석역량을 구축하는 보완조치가 선행되어야 할 것이다.

---

57) 박양균(2011)



## VI. 결론

---



## VI. 결론

대체적으로 국내 기관투자자들이 주주총회에서 반대의견을 표시하는 비율은 매우 저조하다. 원래 주식가치의 감소를 초래하거나 고객자산의 이익에 반하는 안건에 대하여는 반대하여야 하지만, 대부분의 기관투자자들은 의결권 행사에 있어서 소극적인 모습을 보여주고 있다. 이에 따라 상장법인의 주주총회에서 문제성 안건이 실제로 부결되는 경우는 극히 드물다.

기관투자자는 수탁자책임을 이행하는 과정에서 적극적으로 의결권 행사를 하도록 요구받고 있음에도 불구하고, 기관투자자들이 의결권 행사에 소극적일 수밖에 없는 근거에는, 기관투자자의 수탁자책임에 대한 인식 부족, 투자대상회사와의 소유관계 또는 거래관계에서 오는 이해상충 문제, 의결권 행사의 비용부담과 같은 근본적인 제약요인이 깔려있음을 보았다.

한국을 포함한 미국, 영국, 일본의 수탁자책임에 관한 법규제를 비교법적으로 살펴보고 이를 통하여 우리 법규제가 체계적으로 완비되어 있다는 사실을 확인하였다. 이와 관련하여 법규제 측면에서 논의가 필요한 ① 기관투자자의 의결권 직접 행사, ② 고객에 의한 기관투자자 보유주식의 의결권 행사, ③ 고객의 입증책임 부담 경감, ④ 증권집단소송제도의 적용 문제, ⑤ 펀드매니저 교체청구권 부여에 관해 검토하였다.

우리 기관투자자의 수탁자책임에 관한 법규제가 외국과 비교하여서도 손색이 없을 정도로 체계적으로 정비되어 있음에도 불구하고, 실제 주주권 행사가 매우 소극적으로 이루어지고 있다는 사실은, 법적 규제시스템에 문제가 있는 것이 아니라는 것을 입증하는 것이다. 따라서 기관투자자의 수탁자책임에 관한 논의, 특히 주주권 행사에 관한 논의는 법제도의 개선이라는 측면에서 접근해서는 안되고, 이미 만들어진 법제도

가 실제 제대로 작동되고 운영될 수 있도록 하는 운영·집행 측면에서 접근하여야 할 것이다.

수탁자책임의 이행을 제고하기 위한 현실적인 대안으로서, 미국에서 활발하게 진행되어온 주주행동주의(shareholder activism) 방식과 영국·일본이 비교적 최근에 채택한 스튜어드십 코드(stewardship code) 방식을 살펴보았다. 왜냐하면 이들 국가에서는 이들 방식을 통해 법규제가 부과하고 있는 수탁자책임을 비교적 효과적으로 집행·운용하고 있는 것으로 평가되고 있기 때문이다.

이러한 2가지 접근방향에 대해 검토한 결과, 영국·일본이 채택하고 있는 스튜어드십 코드 방식은 수탁자책임을 철저히 자각하고 있거나 주주권 행사의 필요성을 인식하고 있는 기관투자자들의 존재를 전제로 하는 것이 아니라, 오히려 수탁자책임에 대한 인식이 부족한 기관투자자들의 존재를 전제로 하여 이들에게 공시를 통한 시장규율을 활용하여 수탁자책임을 이행하도록 독려한다는 점에서 우리 상황에 보다 적합한 방식이라는 사실을 알게 되었다.

이러한 측면에서 법적 구속력은 없지만 공시라는 수단을 통해 시장규율(market discipline)을 활용하여 기관투자자가 수탁자로서의 책임을 성실히 이행하도록 하는 모범규준(best practices) 방식은 기관투자자에게 추가적인 법적 부담은 주지 않으면서도 투자수익의 극대화 및 기업가치 증대를 위해 수탁자책임을 다하도록 하는 유인효과가 있다고 본다.

수탁자책임의 이행을 장려하기 위한 방식으로 우리 현실에 보다 적합하다고 평가되는 스튜어드십 코드 방식을 도입한다고 했을 경우, 그 내용을 어떻게 정하여야 할지에 관한 구체적인 도입 방안에 대해서 살펴보았다. 구체적 도입 방안에서는 ① 원칙중심주의 및 원칙준수·예외 설명 방식, ② 공시주의 방식, ③ 핵심 원칙, ④ 기관투자자간의 연계활동, ⑤ 자산소유자와 자산운용자의 구분, ⑥ 코드의 제정 및 관리운영

주체에 대해 각 사항별로 그 타당성을 분석하여, 한국형 스투어드십 코드 제정의 기본방향을 제시하였다. 이어서 기관투자자가 투자대상회사와 대화하는 과정에서 기존 법제도와 상충하는 문제가 발생할 소지가 있으므로 이와 관련하여 고려하여야 하는, ① 관여활동과 내부자거래의 관계, ② 관여활동과 주식대량보유 보고의 관계, ③ 연대행동과 주식대량보유보고 및 공개매수의 관계, ④ 거대 연금기금의 주주권 행사 관련 보완과제에 관련된 4가지 법적·정책적 쟁점에 대해서 검토하였다.



## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 강성원, 2011, 국민연금 의결권 행사의 구조적 문제점, 한국경제연구원 정책연구 2011-05.
- 강정민, 2012, 2012년 기관투자자 의결권행사 현황, 경제개혁연구소 경제 개혁리포트 2012-21호.
- 강정민·이지수, 2011, 영국 「Stewardship Code」를 통해 본 바람직한 기관투자자의 역할, 경제개혁연구소 이슈&분석 2011-5호.
- 강종훈·배영경, 주총·이사회 허울뿐...오너리스트 제어장치 없다, 연합뉴스, 2015 (1.7).
- 고광수·김근수·박창욱, 2004, 『공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 04-03.
- 광장신탁법연구회, 2013, 『주식 신탁법』, 박영사.
- 기업지배구조개선위원회, 2003, 기업지배구조 모범규준.
- 김건식·정순섭, 2013, 『자본시장법』, 두성사.
- 김상용, 2012, 『신탁법 해설 I』, 법무부.
- 김상용, 2012, 『신탁법 해설 II』, 법무부.
- 김성우·이기환·이미영, 2012, 의결권행사 허용 이후 국내 기관투자자의 소유지분비율과 기업가치에 관한 연구, 『기업경영연구』 제19권 제3호, 235-253.
- 김예구, 2015, 주주행동주의와 행동주의 펀드의 성장, KB금융지주 경영 연구소 KB지식비타민 15-10호.

- 김은수, 2014, 기업지배구조와 주주행동주의의 법적 합의 - 기관투자자를 중심으로 -, 경북대학교 박사학위논문.
- 대신경제연구소, 2015, 한국형 스튜어드십 코드 도입 추진에 대한 제언, 지배구조연구실 Issue Report.
- 대신경제연구소, 2015, 12월 결산법인 정기주주총회 의안분석(결산), 지배구조연구실.
- 문정해, 2009, 주주행동주의 규제를 위한 충실의무 적용에 관한 연구, 『비교사법』 제16권 제1호, 367-395.
- 박양균, 2011, 국민연금 의결권 행사의 문제점과 해결방안, 『제도와 경제』 제5권 제1호, 83-102.
- 배지현, 2007, 기관투자자의 주주행동주의 강화되고 있다, LG주간경제.
- 서은숙, 2009, 기관투자가 의결권행사의 국내의 현황 및 시사점, 『사회과학연구』 제26권, 1-37.
- 서완석, 2014, 주주행동주의의 문제점과 대처방안, 『성균관법학』 제26권 제1호, 195-245.
- 송민경, 2011, 기관투자자의 의결권 행사 활성화 방안, 『KRX Market』 2011년 8월호.
- 송민경, 2013, 기관투자자의 의결권 행사 가이드라인 개선의 필요성, 『CGS Report』 제21호.
- 송창현, 2007, 기관투자가의 의결권 행사, 재량권 쥐야, 『Weekly Chosun』 제1980호.
- 송호신, 2013, 기관투자자의 의결권 행사에 대한 법적과제, 『경영법률』 제23집 제4호, 35-68.

- 신창균, 2011, 기관투자자의 의결권 행사결과의 공시, 『기업지배구조리뷰』 제58권.
- 신창균, 2014, 일본판 스투어드십 코드(Stewardship Code) - 「책임 있는 기관투자자의 제(諸) 원칙」, 『기업지배구조리뷰』 제74권.
- 안성학, 2012, 기관투자자 중심의 자본시장제도 도입과 과제, 하나금융경영연구소 이슈분석 제2권 제27호.
- 염미경, 2014, 의결권행사자문회사의 문제점과 법적규제 동향, 『강원법학』 제41권, 687-720.
- 오윤진, 2014, 2013년 기관투자자 의결권 행사 현황 결산: 정기 vs 임시 주주총회 간 비교, 『CGS Report』 제4권 제5호.
- 윤동희, 금융위원장 “주주 의결권 행사 활성화 방안 마련”, 더벨, 2013 (10.29).
- 윤승영, 좋은 기업지배구조 알아보기(3) - 기관투자자 의결권 행사, 경향신문 보도자료, 2013 (11.24).
- 원종욱, 2010, 국민연금기금의 주식 의결권행사, 한국보건사회연구원 『Issue & Focus』, 제34호.
- 원종욱 · 김성민, 국민연금기금의 주식의결권행사 제도 선진화를 위한 해외사례 연구, 한국보건사회연구원 연구보고서 2008-19-1.
- 이시연, 2010, 기관투자자의 역할 제고를 위한 보완과제, 『주간 금융브리프』 제19권 제29호.
- 이시연, 2011, 금융회사 지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할 강화 방안, 한국금융연구원 2011-09.
- 이연갑, 2014, 『신탁법상 수익자 보호의 법리』, 경인문화사.

- 이정환, 2003, 미국의 투자회사 의결권 행사내역 공시 의무화, 『기업지배 구조연구』 제6권, 41-52.
- 이철송, 2015, 『회사법강의』, 박영사.
- 이현정, 신제윤 “한국형 ‘스튜어드십 코드’ 마련하겠다”, 연합뉴스 보도자료, 2014 (11.6).
- 임채웅, 2011, 『미국신탁법』, 박영사.
- 자산운용협회, 2008, 자산운용사의 의결권행사 가이드라인.
- 장정애, 2013, 우리나라 기관투자자의 의결권 행사에 관한 소고, 『경영법률』 제23집 제3호, 71-103.
- 장정애, 2013, 지배주주 견제를 위한 기관투자자 의결권행사의 활성화 방안, 『상사판례연구』 제26집 제4권, 3-43.
- 전영길, 기관투자자의 책임 있는 의결권 행사, 내일신문, 2011 (2.23).
- 정구성, 2014, 2014년 ICGN 지배구조 원칙 주요 개정사항, 『CGS Report』 제4권 제16호.
- 정윤모, 2014, 영국 Stewardship Code의 주요 내용 및 시사점, 『유럽 금융시장 포커스』 2014년 봄호.
- 정윤모, 2015, 기관투자자의 보유주식에 대한 의결권행사 활성화, 『자본시장 Weekly』 2015-15호.
- 정윤모·손영락, 1998, 『의결권행사제도의 개선방안 연구』, 한국증권연구원 연구자료 98-09.
- 정은혜, 2012, 국민연금의 주주권 행사 강화가 기관투자자들에게 주는 시사점, 『ESG Issue Report』 제22권.
- 양은영, 의결권 행사에도 소극적...경영 개선 관여 가능해야, 한겨레, 2013 (12.30).

한국기업지배구조원, 2010, 기관투자자의 적극적인 관여활동을 위한 영국의 스투어드십 코드(Stewardship Code), 『기업지배구조리뷰』 제 53권.

한국기업지배구조원, 2012, CGS 의결권 행사 가이드라인.

한국거래소, 2012, 국내 투자자의 주식투자실태와 투자자유형별 제도 개선.

홍재문, 2011, 기업지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할은? 『나라경제』 제22권 제11호, 36-38.

新井 誠 · 안성포, 2011, 『신탁법』, 전남대학교출판부.

#### <해외문헌>

Alan R. Palmiter, 2104, Securities Regulation(Examples And Explanations), Wolters Kluwer Law & Business.

ASIP, 2013, Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies, Swiss Association of Pension Fund Providers.

CCGG, 2010, 2010 Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement.

Institute of Directors in Southern Africa, 2011, Code for Responsible Investing in South Africa(CRISA) 2011.

Eumedion, 2011, Best Practices for Engaged Share-Ownership Intended for Eumedion Participants, Corporate Governance Forum.

ESMA, 2013, Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, Final Report.

FRC, 2012, The UK Stewardship Code, Financial Reporting Council.

ICGN, 2009, ICGN Global Corporate Governance Principles : Revised(2009).

ICGN, 2013, ICGN Guidance on Institutional Investor Responsibilities, the International Corporate Governance Network.

ICGN, 2014, ICGN Global Governance Principles, the International Corporate Governance Network.

Legal & General Investment Management, 2014, Malaysian Code for Institutional Investors.

MSWG, 2014, Malaysian Code for Institutional Investors.

PwC, 2015, Shareholder activism: Who, what, when, & how?

Ryoko Ueda, 2013, UK Stewardship Code, J-IRIS Research.

有吉尚哉, 2014, 日本版スチュワードシップコードへの実務対応, 『旬刊 商事法務』 No. 2034, 18-29.

上田亮子, 2013, 英國スチュワードシップ・コード について, 金融廳「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討會」資料, 日本投資環境研究所.

金融廳, 2014, 日本版スチュワードシップ・コの策定を踏まえた, 參考資料.

大崎貞和, 2013, 英國スチュワードシップ・コードの運用實態について, NRI.

春日俊介, 2014, 機關投資家の受託者責任と議決權行使の關係, 金融廳金融研究センター 2014-3.