

OPINION

연구위원
황현영스튜어드십 코드의 현황 및 실효성 제고를
위한 과제*

자본시장 선진화와 밸류업에 대한 관심이 높아지면서 스튜어드십 코드의 중요성이 강조되고 있다. 금융위원회는 2025년 업무계획에서 스튜어드십 코드 운영 개선을 통해 적극적 주주권리 행사를 지원하겠다고 발표한 바 있다. 이에 본 글에서는 2016년에 제정된 스튜어드십 코드의 운영 성과와 한계를 진단하고, 스튜어드십 코드의 실효성을 제고하기 위한 방안을 제안하였다.

우리나라의 경우 2016년에 제정된 스튜어드십 코드가 약 10년간 운영되면서, 참여기관이 지속적으로 증가하여 2025년 4월 현재 242개의 기관투자자, 자문사 등이 코드에 가입하였다. 또한 스튜어드십 코드 도입이 기관투자자의 적극적 의결권 행사에 영향을 미친 것으로 나타났고, 코드 도입 기관의 실적 및 상장기업의 주주환원에도 긍정적 변화가 있다는 실증 분석도 존재한다. 그러나 여전히 기관투자자들의 의결권 행사가 충실하지 않다는 문제와 수탁자 책임활동에 대한 공시가 미흡하다는 문제가 제기되고 있다. 우리나라 스튜어드십 코드의 실효성을 제고하기 위해서는 스튜어드십 코드 이행 점검 방안 마련, 기관투자자의 스튜어드십 코드 이행에 장애가 되는 제도 개선, 스튜어드십 코드에 대한 인식 제고가 필요하다.

자본시장 선진화와 밸류업에 대한 관심이 높아지면서 스튜어드십 코드¹⁾의 중요성이 강조되고 있다. 스튜어드십 코드는 타인의 자산을 맡아 운용하는 수탁자가 단순히 주식을 보유하는데 그칠 것이 아니라 고객 및 수익자의 이익을 위해 투자한 대상 회사의 중장기적 기업가치 향상에 기여하는 활동을 할 책임이 있다는 원칙이다. 스튜어드십 코드는 2010년 영국에서 처음 제정되었는데, 2008년 금융위기가 주주 특히 기관투자자들의 무관심에서 비롯되었다는 문제의식에서 출발하였다.²⁾ 이후 캐나다(2010), 스위스(2013), 일본(2014), 한국(2016), 싱가포르(2016), 대만(2016), 홍콩(2016), 미국(2017), 호주(2018) 등에서도 스튜어드십 코드를 도입하여 시행하고 있다. 나라마다 스튜어드십 코드의 구체적 내용은 다르지만, ‘기관투자자의 적극적인 주주활동 → 기업지배구조 개선 → 주주이익 확대 → 자본시장 발전’과 같은 선순환 구조를 구축하고자 하는 것은 동일하다.³⁾ G20/OECD 기업지배구조 원칙에서도 스튜어드십 코드의 역할을 강조하고 있고⁴⁾, 일본 자본시장 개혁 성과를 논의할 때 스

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 우리말로는 ‘수탁자 책임 원칙’이라고 번역되나, 스튜어드십 코드가 통상적으로 사용되는 용어이기 때문에 본 글에서는 ‘스튜어드십 코드’로 사용한다.

2) David Walker, 2009, A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities.

3) KCGS, 2018, 『한국 스튜어드십 코드의 이해』.

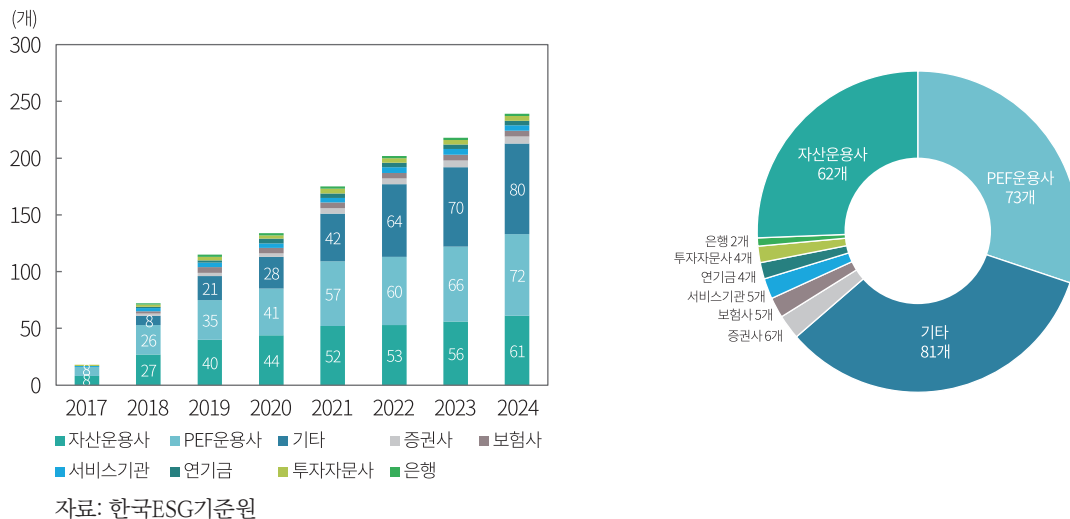
4) OECD, 2023, G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023.

튜어드십 코드의 채택이 항상 등장할 정도로 일본에서는 스튜어드십 코드가 자본시장 발전에 중요한 역할을 수행하였다.⁵⁾ 우리나라에서도 스튜어드십 코드의 중요성이 강조되고 있고, 금융위원회가 2025년 1월 8일 발표한 업무계획에도 스튜어드십 코드 운영 개선을 통해 적극적 주주권리 행사를 지원하겠다는 내용이 담겨 있다.⁶⁾ 본 글에서는 2016년에 제정된 스튜어드십 코드의 운영 성과와 한계를 진단하고, 스튜어드십 코드의 실효성을 제고하기 위한 방안을 제안하고자 한다.

스튜어드십 코드의 참여 현황과 운영 성과

우리나라는 2014년 금융위원회에서 스튜어드십 코드 도입 계획을 공개한 이후 2016년 12월 민간 기구인 스튜어드십 코드 제정위원회에서 이를 제정하였고, 2017년에는 참여기관이 16개에 불과하였으나 이후 지속적으로 증가하여 2025년 4월 현재 242개의 기관투자자, 자문사 등이 코드에 가입하였다.

〈그림 1〉 연도별 누적 스튜어드십 코드 참여기관 현황 〈그림 2〉 스튜어드십 코드 참여기관별 현황(2025. 4)



스튜어드십 코드 도입이 기관투자자의 적극적 의결권 행사에 영향을 미친 것으로 나타났는데⁷⁾, 2024년 주주총회 기준으로 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자의 의결권 행사비율은 95%인 반면 미참여 기관투자자의 의결권 행사비율은 62%에 불과하였다.⁸⁾ 또한 스튜어드십 코드 도입 이후 기

5) 이효섭, 2024, 『일본 자본시장 개혁의 성과 동인 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-16; 고일훈, 2024, 일본의 자본시장 및 기업지배구조의 개혁 과정과 시사점, 『경제법연구』 23(3); 이보미, 2024, 일본의 자본시장 개혁 노력과 우리나라 밸류업 프로그램에 대한 시사점, 『금융브리프』 33(16).

6) 금융위원회, 2025. 1. 8, 금융위원회 2025년 업무계획, 보도자료.

7) 김선민·박경서·정찬식, 2020, 스튜어드십 코드가 기관투자자의 의결권 행사에 미치는 영향에 관한 연구, 『한국증권학회지』 49(4).

8) 김선민, 2024, 국내외 기관투자자의 의결권 행사 반대 사유 공시 비교·분석, 『SC 조사보고서』 2.

관투자자들이 회사가 제안한 안전에 대해 신중하게 검토하고 반대의견을 표명하는 비율도 높아지고 있다. 2016년에는 반대 의결권 행사 비율이 1.84%에 불과했는데 2018년에는 3.34%, 2020년에는 4.26%로 매년 조금씩 증가하고 있는 것으로 나타났다. 또한 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자들의 주주활동(서신 발송, 기업과의 대화 등)이 2018년에는 123건, 2019년에는 286건, 2020년에는 331건으로 매년 조금씩 늘어나고 있는 것으로 보인다.⁹⁾

특히 국민연금의 경우 스튜어드십 코드 도입 이후 꾸준히 수탁자 책임을 이행하고 있는 것으로 나타났다. 국민연금은 회사가 제안한 안전에 대해 2021년에는 16.3%, 2022년에는 23.3%, 2023년에는 21.8%의 반대 의결권을 행사하였고, 반대 안전별 비율을 보면 2023년 기준으로 이사 및 감사보수 안전이 가장 많고(44.7%), 다음으로 이사 및 감사 선임(31.9%), 정관변경(11.7%), 기타 안전(11.7%) 순으로 다양하다. 뿐만 아니라 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려와 관련한 국민연금의 주주활동도 꾸준히 보고되고 있다. 2021년에는 158개사를 상대로 313건, 2022년에는 139개사를 상대로 272건, 2023년에도 172개사를 상대로 297건의 서신발송 및 면담이 있었다.¹⁰⁾

이와 같이 기관투자자들의 행태 변화가 나타나면서, 스튜어드십 코드의 도입이 자본시장에 긍정적인 영향을 미치고 있다는 연구도 발표되고 있다. 2017년과 2018년을 기준으로 스튜어드십 코드 도입 기관과 미도입 기관의 비교분석을 수행한 연구에서, 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사들이 미도입 기관에 비해 ROE와 ROA가 더 높다는 연구가 있다.¹¹⁾ 또한 상장기업에도 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났는데, 주주활동 전후 상장기업의 배당 변화를 분석한 결과 주주활동 이전보다 이후에 배당 성향이 평균적으로 22.94% 증가한 것으로 나타났고, 배당수익률도 평균적으로 0.27% 상승한 것으로 나타났다.¹²⁾

스튜어드십 코드 운영의 한계와 개선 필요성

스튜어드십 코드에 참여할 것인지 여부는 기관투자자의 자율에 맡겨져 있으나, 코드에 참여함으로써 고객과 수익자에게 충실한 수탁자 책임을 이행하겠다는 신뢰를 줄 수 있다. 그러므로 스튜어드십 코드 참여가 기관투자자들의 홍보 수단에 그치지 않고, 진정성 있는 책임 이행으로 이어지도록 제도를 운영하는 것이 중요하다. 그러나 현재로서는 스튜어드십 코드에 참여를 희망하는 기관들을 등록하는

9) 김선민, 2021, 스튜어드십 코드와 국내 기관투자자의 주주활동 : 주주활동의 이행 현황, 적정성 및 효과 분석을 중심으로, 『KCGS Report』 11(10).

10) 국민연금, 2023, 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서.

11) 조혜진, 2014, 한국 자산운용사의 스튜어드십 코드, 의결권 행사, 성과 간의 연관성, 『Journal of East Asia Management』 5(1).

12) 김선민, 2021, 스튜어드십 코드와 국내 기관투자자의 주주활동 : 주주활동의 이행 현황, 적정성 및 효과 분석을 중심으로, 『KCGS Report』 11(10).

절차만 있을 뿐, 참여기관이 실제로 스튜어드십 코드를 이행하고 있는지 점검하는 기관이나 절차는 존재하지 않는다. 등록 절차도 형식심사이다 보니 2017년에 참여예정기관으로 등록한 기관이 참여예정 시기로 공표한 기한인 1년을 훌쩍 넘긴 지금도 여전히 예정기관이고, 현재 51개사가 참여예정기관으로 등록되어 있다.

스튜어드십 코드에 참여하겠다고 공표만 하였을 뿐 실제로 활동하지 않고 있다면, 고객과 수익자의 자산을 관리하는 수탁자로 책임을 이행하지 않는 것이기에 이에 대한 점검이 중요하다. 이러한 이유로 스튜어드십 코드의 이행 점검이 필요하다는 주장은 오래전부터 제기되어 왔고, 특히 지난 해 금융감독원이 기관투자자들의 의결권 행사와 공시 현황 점검 결과를 발표하면서 기관투자자들의 스튜어드십 코드 이행이 미흡하다는 점이 부각되었다.¹³⁾

이에 금융위원회는 2025년 2월에 개최된 스튜어드십 코드 발전 방향 세미나에서 2016년 제정 당시 모습을 유지하고 있는 현재의 스튜어드십 코드가 변화한 자본시장 현실에 적합한지 고민할 필요가 있다는 문제를 제기하였다. 또한 스튜어드십 코드 원칙 준수 여부를 점검·공개하는 방안에 대한 논의가 이루어져야 하며, 스튜어드십 코드의 운영이 우리 자본시장의 체질 개선으로 이어질 수 있도록 기관투자자의 적극적인 활동이 중요함을 강조하였다.¹⁴⁾ 금융위원회는 2025년 업무계획으로 스튜어드십 코드 운영 개선을 추진하고 있으므로, 구체적으로 어떻게 제도를 개선하여 스튜어드십 코드의 실효성을 제고할 것인지에 대한 논의가 필요하다. 이를 위해 최초로 스튜어드십 코드를 제정하였고 지금도 활발하게 코드 개정과 점검이 이루어지고 있는 영국¹⁵⁾과 스튜어드십 코드를 활용하여 자본시장 개혁의 성과를 이루어낸 일본¹⁶⁾의 사례를 참고하여 한국 실정에 맞는 스튜어드십 코드 이행력 제고 방안을 마련하는 것이 중요하다고 판단된다.

스튜어드십 코드의 실효성 제고를 위한 과제

첫째, 스튜어드십 코드에 참여한 기관들이 실제로 이를 이행하고 있는지에 대한 점검이 필요하다. 한국 스튜어드십 코드는 7가지 원칙을 제시하고 있는데, 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 정책 및 이해상충 방지 정책을 마련하여 공개하고(원칙

13) 금융감독원이 2024년 8월 기관투자자들의 의결권 행사 및 공시 현황을 점검한 결과, 의결권 행사·불행사 사유 불성실 공시, 의결권 행사 관련 내부지침의 형식적 공시, 공시 서식 작성 기준 미준수, 의결권 불성실 행사의 문제가 지적되었다(금융감독원, 2024. 8. 6, 펀드 의결권 행사, 공시 현황 점검 결과 및 향후 계획, 보도자료).

14) 금융위원회, 2025. 2. 5. 스튜어드십 코드 발전방향 논의를 위한 세미나 개최, 보도자료.

15) 영국에서는 자본시장의 변화에 맞추어 여러 차례 개정이 이루어졌는데 2025년 현재 3차 개정이 진행중이고, 스튜어드십 코드 가입기관은 2024년 7월 기준 287개 기관으로 자산운용사 등 자산관리자 196개사, 연기금 등 자산소유자 72개사, 의결권 자산사 등 서비스 제공기관 19개사이다.

16) 일본 역시 2025년 현재 3차 개정이 논의 중이며, 2025년 3월 기준 340개 기관이 가입하였고 신탁 은행 등 6개사, 투자회사, 자산문사 등 212개사, 보험사 24개사, 연기금 등 87개사, 그 외 기관투자자용 서비스 제공자 등 11개사이다.

1, 2), 투자대상회사의 중장기적 가치제고를 위해 주기적으로 점검하며 이를 위한 내부지침을 마련해야 한다(원칙 3, 4). 또한 충실한 의결권 행사를 위한 정책을 마련해 공개하고 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 공개하며(원칙 5), 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관하여 고객과 수익자에게 주기적으로 보고하여야 한다(원칙 6). 그리고 이를 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다(원칙 7). 결국 핵심은 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 정책 마련에 그치지 않고, 실제로 이를 충실히 이행한 후 그 결과를 고객과 수익자에게 주기적으로 보고하라는 것이다. 그런데 우리나라의 스튜어드십 코드의 이행 현황을 보면, 정책을 마련하였는지 여부를 공개하고 등록하는 절차만 있을 뿐 실제로 정책을 따라 이행하고 있는지 여부나 주기적으로 보고하고 있는지 여부에 대한 점검 절차는 마련되어 있지 않다. 영국에서는 공적기관인 재무보고위원회(Financial Reporting Council: FRC, 이하 FRC)가 매년 스튜어드십 코드의 이행을 점검하고 있다. 스튜어드십 코드에 참여한 기관은 매년 코드 이행 상황을 기재한 연례 보고서를 작성하여 FRC에 제출하여야 하고, FRC는 보고서를 평가한 후 참여기관의 지위를 유지하게 할지 여부를 판단한다.¹⁷⁾ 일본은 우리나라와 같이 참여기관의 자율적 이행을 시행하고 있으나, 2024년 기업 지배구조 개혁을 위한 액션 플랜¹⁸⁾으로 금융청의 스튜어드십 코드 이행 점검이 논의되고 있다. 한편 일본의 스튜어드십 코드 이행점검에 관하여 정부 연기금(Government Pension Investment Fund: GPIF, 이하 GPIF)의 역할이 크다. GPIF는 2024년 9월 기준 약 1조 6천억달러(한화 2,264조원)의 자산을 보유한 세계 최대 연기금¹⁹⁾으로, 연금의 자산을 수탁받아 운용하는 기관을 평가할 때 스튜어드십 코드 관련 노력을 평가기준에서 높게 반영하고 있음을 공개적으로 밝히고 있다.²⁰⁾ 또한 GPIF는 매년 수탁기관의 스튜어드십 코드 이행 현황을 보고받고 이를 공표하면서, 기관투자자들의 적극적인 스튜어드십 코드 이행 성과가 나타나고 있다.²¹⁾ 우리나라에서도 스튜어드십 코드 이행 점검을 위해, 먼저 이행 점검의 주체 및 절차를 마련하여야 한다. 민간 주체의 주도로 운영시 스튜어드십 코드의 강제성이 낮다는 한계는 제도 도입 초기부터 지적되어 왔다.²²⁾ 영국이나 일본 같이 공적기관이 이를 담당하는 것이 가장 바람직하나, 민간에서 이를 제정하여 운영하고 있는 우리나라의 현행 제도 하에서 이행 점검의 실효성 확보를 위한 자율성과 제도적 장치 간의 적절한 기준 설정이 필요하다. 더불어 이행 점검 결과에 따른 사후조치 방안과 지속적으로 참여가 미흡한 참여기관에 대한 시정조치 방안도 마련하여야 한다. 또한 일본의 GPIF 성과에서 드러

17) FRC, 2024, *UK Stewardship Code 2020 Application and Assessment Terms and Conditions*.

18) <https://www.fsa.go.jp/news/r5/singi/20240607.html>

19) A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments, 2022, *Global top 300 pension funds*.

20) GPIF, 2025, *Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities*.

21) 수탁기관의 기업과 대화 건수가 2017년 약 3,000건에서 2023년 약 6,000건으로 꾸준히 증가하고 있고, 주주들이 제안한 안전에 수탁기관이 찬성하는 비중도 2013년 2.3%에서 2023년 11.1%로 늘어나고 있다(GPIF, 2025, *Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities*).

22) 이시연, 2017, 국내 스튜어드십 코드의 실효성 확보를 위한 선결 과제, 『금융브리프』 26(22).

나뉘어 공적 연기금의 역할이 중요하다. 공적 연기금이 수탁기관의 스튜어드십 코드 이행을 보고받고 이에 대한 결과를 공시하는 방안, 수탁기관 평가시 스튜어드십 코드 이행 노력에 대하여 가중치를 높게 부여하는 방안도 고려할 필요가 있다.

둘째, 스튜어드십 코드 이행을 위한 제반 여건을 조성하는 것이 필요하다. 우리나라는 기관투자자들의 충실한 의결권 행사를 위한 제도적 기반이 부족한 현실이다. 2024년 기준으로 보면, 3월 하순(20~29일)에 97.2%의 상장회사가 집중적으로 주주총회를 개최하는 상황에서, 약 90%의 상장회사가 안전 검토에 필요한 사업보고서와 감사보고서를 1주 전에 공시한다.²³⁾ 이로 인해 기관투자자들은 일주일 안에 수백 개 회사의 주주총회 안전을 검토하여야 하는 현실이고²⁴⁾, 이런 상황에서 ‘충실한’ 의결권 행사를 기대하기 어렵다. 주주총회 개최 집중도가 우리나라보다 낮음에도 영국은 주주총회 세부 안전을 검토할 수 있는 자료가 3주 전에, 일본은 2주 전에 제공된다는 점을 감안할 때²⁵⁾, 우리나라 역시 제도 개선이 필요하다. 또한 기관투자자들이 스튜어드십 코드를 이행하는 과정에서 발생하는 불확실성을 해소할 필요가 있다. 우리나라의 경우 미국, 영국, 일본 등 해외 주요국과 비교할 때 대량보유보고제도와 의결권대리행사 권유제도의 규제 범위가 넓은 반면, 이에 대한 제재가 강력하여 기관투자자들이 수탁자 책임활동에 장애가 된다는 지적이 오래전부터 있어 왔다.²⁶⁾ 영국 금융감독청(Financial Services Authority)은 특정 기업의 경영에 지속적으로 영향을 미치는 합의가 있을 때만 규제하고, 특정 이슈에 관한 기관투자자들 간의 일회성 논의는 이에 해당하지 않는다고 보고 있다.²⁷⁾ 일본은 2024년에 금융상품거래법을 개정하여 대표이사 선·해임의 제안 등 경영활동에 중대한 영향을 미치는 합의를 하지 않는 한 공동보유자에 해당하지 않음을 명확히 하였고(제27조의23), 2025년 현재 협력적 주주활동을 촉진하기 위한 스튜어드십 코드 개정이 진행 중이다.²⁸⁾ 우리나라 역시 기관투자자들의 스튜어드십 코드 이행에 장애가 되는 대량보유보고제도의 공동보유자 요건과 경영권에 영향을 주기 위한 보유목적의 범위, 의결권 대리행사 권유의 ‘권유’ 개념 등에 대한 정비가 필요하다.

이러한 제도 개선과 함께 스튜어드십 코드에 대한 인식 제고도 중요하다. 스튜어드십 코드의 충실한 이행은 투자대상인 상장회사의 기업가치 제고에 긍정적 역할을 할 수 있음을 기관투자자, 투자대상

23) 황현영, 2024, 2024년 주주총회를 통해 살펴본 주주권의 보호 현황과 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-09호.

24) 국민연금의 경우 2024년 기준 2월과 3월 정기주주총회에서 의결권을 행사한 상장회사가 602개사이고, 민간 기관투자자의 경우 예를 들어 삼성자산운용은 332개사, 한국투자신탁운용의 경우 314개사에서 의결권을 행사하였다.

25) OECD, 2023, *Corporate Governance Fact Book 2023*.

26) 이철송, 2011, 대량보유보고제도의 엄격해석론-제재수단을 중심으로, 『증권법연구』 6(2); 김병태, 2016, 주식 등의 대량보유상황 보고제도의 개선을 위한 비교법적 고찰, 『선진상사법률연구』 73; 김주영, 2018, 기관투자자의 주주권행사에 대한 법률적 제약에 관한 연구, 『법학평론』 8; 김경일, 2021, 위임장권유규제의 비교분석과 그 시사점, 『인권과 정의』 500; 윤승영, 2023, “자본시장법 제147조상 경영권에 영향을 주기 위한 목적에 대한 고찰”, 『기업법연구』 37(4호) 등 다수 논문

27) FSA, 2009, Open letter to institutional Shareholders Committee.

28) 2025년 3월 21일 입법예고 하였고, 4월 20일까지 의견 접수를 진행할 예정이다(<https://www.fsa.go.jp/news/r6/singi/20250321-3.html>).

기업을 비롯한 자본시장의 이해관계자들이 인지할 필요가 있다. 우리나라에 비해 기업과의 대화와 같은 주주 활동을 활발히 하는 일본의 경우, 상장기업들 역시 스튜어드십 코드 이행에 대해 긍정적 평가를 하고 있다는 점은 우리에게도 시사점을 준다. GPIF의 자금을 수탁받은 기관투자자는 2023년 한해 동안 924개사를 상대로 약 6,000건의 기업과의 대화를 진행하였고, 특히 TOPIX 100 기준 100%의 기업, TOPIX 500 기준 93%의 기업에 대해 주주 활동을 실시하였다. 모든 업종에서 전반적으로 지배 구조 관련 주제의 대화가 많고, 그 외에 자본 효율성, 재무 전략 등 다양한 주제가 포함되어 있다.²⁹⁾ 이후 2024년에 GPIF가 상장기업 2,154개사를 대상으로 설문문을 수행한 결과, GPIF의 스튜어드십 활동에 대해 긍정적으로 평가한 기업이 76.6%였고 외부자산운용사 평가시 스튜어드십 활동 비중을 확대하는 것에 대하여도 74.9%가 긍정적이라고 답변하였다.³⁰⁾ 이는 기관투자자들이 스튜어드십 코드를 충실히 이행할 때 주주 이익 확대 뿐 아니라 상장기업의 기업가치 제고에도 도움이 될 수 있음을 보여주는 사례라 할 수 있다.

스튜어드십 코드 도입 10년을 맞이하는 우리나라도 그간의 운영 성과와 한계를 돌아보고, 스튜어드십 코드의 실효성 제고 방안을 마련함으로써, 스튜어드십 코드가 본래의 취지대로 주주이익 확대 및 자본시장 발전에 더욱 기여할 수 있기를 기대한다.

29) GPIF, 2025, *Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities*.

30) GPIF, 2024, *Report of the 9th Survey of Listed Companies Regarding Institutional Investors' Stewardship Activities*.