



KCMI

Korea Capital
Market Institute

스튜어드십코드와 기관투자자의 주주권 행사

송홍선

스튜어드십코드와 기관투자자의 주주권 행사

2018. 2.

선 임 연 구 위 원 송 흥 선



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

소유와 경영이 분리된 주식회사의 경영권은 기본적으로 경영자의 몫이다. 1942년 미국에서 주주제안제도가 도입되며 주주가 경영에 적극적으로 관여할 수 있는 법적 근거는 마련됐지만, 현실에서 주주는 오랫동안 주주총회에서 경영자제안에 대해 가부를 표시하는 수동적인 존재였다.

이 같은 흐름에 변화를 만들어 낸 것은 이른바 경영자주의가 만들어낸 심각한 경영자 대리인문제(agency problem)가 기업가치를 훼손할 수 있다는 공감의 확산되면서 부터이다. 이러한 공감은 경영자주의가 기업가치를 훼손하는 것을 막기 위한 일종의 반작용 흐름을 불러일으켰는데, 1980년대의 적대적 인수합병 물결이 바로 그것이다. 그렇지만, 기업사냥꾼에 의해 피인수기업에 과도한 부담을 지우는 LBO 방식의 적대적 인수합병 또한 단기주의 경영이라는 다른 방식의 기업가치 훼손을 야기하였다.

이런 가운데 점차 영향력을 확대해 온 것이 연기금 등 기관투자자 그룹이다. 특히, 전통적 기관투자자들은 헤지펀드와 달리 비교적 우호적이고 건설적인 주주권 행사 수단과 전략, 의제를 가지고 1990년대부터 본격적으로 주주권을 행사하기 시작했다. 여기에 2008년 글로벌 금융위기가 기관투자자의 단기주의 투자행태와 관련이 있다는 공감의 더해지면서 기관투자자의 주주권 행사는 좀 더 체계적이고 적극적으로 확산되는 모습이다. 적대적이지 않고 공개적이지 않으며 건설적인 주주권 행사라는 점이 강조되며 주주행동주의 대신 주주관여(shareholder engagement)라는 새로운 용어도 생겨났다.

그런데 주주와 경영자 간의 대리인문제를 둘러싼 ‘긴장’이 이렇듯 기관투자자의 주주관여정책으로 수렴하기까지 20년 이상의 오랜 시간이 필요했음을 기억할 필요가 있다. 오랜 기간의 경험과 시행착오가 오늘날 서구 기관투자자들의 성숙한 소수주주권 행사의 밑거름되는 ‘축적의 시간’이 있었던 것이다.

우리나라는 2017년에 스투어드십코드를 도입했다. 적어도 제도 측면에서는 서구와 똑같은 선상에 놓여 있다. 그렇지만 중요한 차이가 있다. 바로 축적의 시간, 경험의 갭이다. 본 보고서는 이 같은 경험의 갭을 확인하고, 그것을 줄이기 위해 필요한 주주권 행사의 생태계와 경험, 정보, 실태를 조사하는 제도 연구에 중점을 두고 있다. 국내 기관투자자들이 앞으로 주주권 행사를 어떻게 해야 하는지에 대한 시사점을 제공하고자 해외 기관투자자의 주주권 행사 경험과 실태를 조사했다. 그리고 이 보고서가 법제도 면에서도 추가적으로 어떤 제도개선이 필요한지 연구했다. 기관투자자를 위한 길라잡이, 정책당국을 위한 제도개선의 방향키로서 도움이 될 수 있기를 기대한다.

본 보고서의 작성을 위해 수고한 송홍선 선임연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 지정 논평을 해 주신 정윤모 선임연구위원과 원내 세미나에서 유익한 논평을 해 주신 여러 연구위원들에게 감사드린다. 아울러, 보고서 정리와 편집을 담당한 장지혜 선임연구위원과 신지원 연구조원에게도 고마움을 표한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 저자의 개인 견해이며 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2018년 2월
자본시장연구원
원장 안동현

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xviii
I. 서론	3
1. 연구 배경	3
2. 연구 방법과 구성	4
II. 스투어드십코드 도입배경과 자본시장 함의	9
1. 스투어드십코드 도입배경과 주요 내용	9
2. 코드의 자본시장 함의: 수탁자책임의 확장	21
III. 해외 기관투자자의 주주권 행사 정책과 성과	35
1. 기관투자자 주주권 행사의 구성요소	35
2. 주주권 행사의 유형과 스펙트럼	37
3. 주주관여전략: 대화와 주주제안 병행전략 중심으로	47
4. 주주권 행사의 의제	51
5. 주주권 행사와 기업가치	57
IV. 기관투자자 유형별 주주권 행사의 사례	67
1. 개요	67
2. 공적연금	68
3. 사적연금	85
4. 뮤추얼펀드	96

V. 국내 기관투자자의 주주권 활성화를 위한 과제	113
1. 개요	113
2. 스투어드십코드 도입 전략	115
3. 주주권 활성화를 위한 법제도 개선	123
4. 기관투자자 간 연대	141
 참고문헌	 147

표 목 차

<표 II-1> 기관투자자 스펙트럼 결정요인	14
<표 II-2> 주요국의 기관투자자 주주권 행사 규제	16
<표 II-3> 스튜어드십코드 도입 국가 현황 (2016)	18
<표 II-4> 주요국 스튜어드십코드의 수탁자책임 원칙	20
<표 II-5> 주요국의 기관투자자 ESG 정책 강제공시 규제	31
<표 III-1> 주요국의 수탁자책임 규제 현황	36
<표 III-2> 기관투자자의 캠페인 현황	46
<표 III-3> 주요 헤지펀드주주행동주의자 현황 (2013~2016)	47
<표 III-4> 미국 기관투자자의 주주제안 및 주주제안 철회 현황	50
<표 III-5> 의제별 투자자별 주주제안 철회비율	51
<표 III-6> Fortune 250 기업의 주주제안 의제별 주총 결과 (2015) ..	55
<표 III-7> 캠페인의 목적별 구성 (헤지펀드 대상)	56
<표 III-8> 위임장경쟁의 의제 구성	57
<표 IV-1> CalPERS의 주주관여정책 연혁	76
<표 IV-2> 초과수익률 창출 포커스리스트 기업의 분포 (Russell 1000) ..	84
<표 IV-3> Big 5 뮤추얼펀드패밀리의 의결권 행사 현황 (2004년 기준) ..	100
<표 IV-4> 장기운용 뮤추얼펀드의 의결권 행사 특징	101
<표 IV-5> 액티브펀드와 인덱스펀드의 의결권 행사 현황	102
<표 IV-6> 행동주의 추종 뮤추얼펀드 DDDIX 개요	107
<표 IV-7> 행동주의 추종 뮤추얼펀드 OFSCX 개요	107
<표 V-1> 기관투자자의 코드 도입 유형과 전략	117
<표 V-2> 해외의 기관투자자 유형별 주주권 행사 특징	122
<표 V-3> 주주제안제도 국제 비교	124
<표 V-4> 한국과 미국의 주주제안 배제요건 및 절차	127
<표 V-5> 미국 의결권자문회사 규제 (2016년 기준)	133
<표 V-6> 세계거래소연맹의 ESG 세부 정보 목록	140
<표 V-7> 국민연금기금의 국내 주식 보유 현황 (연도말 기준)	142
<표 V-8> CalPERS의 한국 상장주식 편입 비중 (2015.6월말)	144

그림 목 차

<그림 II-1> 미국 기업주식 소유구조의 장기 추이	10
<그림 II-2> 미국 개인과 Big 4 운용사의 미국 상장기업 보유지분율 ..	11
<그림 II-3> 미국 패시브주식형펀드 성장 추이	12
<그림 III-1> 주주권 행사 방식의 스펙트럼	40
<그림 III-2> Fortune 250 기업 회사당 주주제안 건수	43
<그림 III-3> 미국 기업의 주주제안 건수	43
<그림 III-4> 투자자별 주주제안 현황	44
<그림 III-5> 대화와 주주제안 병행전략 개념도	48
<그림 III-6> Fortune 250 기업의 주주제안 의제 분포 (2006~2014) ..	53
<그림 III-7> Fortune 250 기업의 주주제안 통과율	54
<그림 III-8> 헤지펀드주주행동주의의 기업가치 장기효과	63
<그림 IV-1> Fortune 250 기업에 대한 미국 5대 공적연금의 주주제안 현황 (2006~2015)	71
<그림 IV-2> New York State Common Retirement Fund의 Fortune 250 대상 주주제안 의제 (2006~2015)	72
<그림 IV-3> 지배구조 관련 주주제안의 발의자별 주주총회 통과율 (1995~2016)	73
<그림 IV-4> CalPERS효과: 포커스리스트 기업의 상대수익률 추이	83
<그림 IV-5> 주주관여정책 성과: Focus그룹 대 Non focus그룹	85
<그림 IV-6> DB형 연금과 DC형 연금의 주식 및 펀드 보유비중	88
<그림 IV-7> 미국 사적연금의 지배구조 관련 주주제안 추이	91
<그림 IV-8> SRI 뮤추얼펀드의 주주제안 건수 추이	105
<그림 IV-9> SRI 뮤추얼펀드의 주주제안 의제	105

약어 표

ACGA	Asian Corporate Governance Association
AFL-CIO	The American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations
AMEX	American Express
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CalSTRS	California State Teachers' Retirement System
CERES	Coalition for Environmentally Responsible Economics
CII	Council of Institutional Investors
CPPIB	Canada Pension Plan Investment Board
CREF	College Retirement Equities Fund
CSR	Corporate Social Responsibility
DB	Defined Benefit
DC	Defined Contribution
DDDIX	The13DActivistFund
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
ESG	Environmental, Social, Governance
ETF	Exchange Traded Fund
FRB	Federal Reserve Board
GIGN	Global Investors Governance Network
ICGN	International Corporate Governance Network
ICI	Investment Company Institute
INCR	Investor Network on Climate Risk

IPS	Investment Policy Statement
IRA	Individual Retirement Account
ISS	Institutional Shareholder Services
NACD	National Association of Corporate Directors
NAPF	National Association of Pension Funds
NY CERS	New York City Employees' Retirement System
NY SCRF	The New York State Common Retirement Fund
NYC	New York City Retirement Systems
NYSE	The New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OFSCX	Olstein Strategic Opportunities Fund Class
PLSA	Pensions and Lifetime Savings Association
RDD	Regression Discontinuity Design
SEC	Securities and Exchange Commission
SIP	Statement of Investment Principles
SOX	Sarbanes-Oxley Act
SRI	Social Responsible Investment
SSE	Sustainable Stock Exchanges
SSRN	Social Science Research Network
TER	Total Expense Ratio
TIAA	Teachers Insurance and Annuity Association of America
UN PRI	United Nations Principles for Responsible Investment
UNEP FI	United Nations Environment Programme Finance Initiative
VBDO	Dutch Association of Investors for Sustainable Development

《 Executive Summary 》

1. 2017년 스투어드십코드 도입으로 우리나라에서도 기관투자자의 주주권 행사에 대한 관심이 높아지고 있다. 이러한 관심은 기업에게는 경영권 불안에 대한 우려로, 투자자에게는 코리아디스카운트 해소에 대한 기대로 비교적 극명하게 교차하는 형태로 나타나고 있다. 모두가 주지하듯이 지금까지 내부지분율이 높은 대기업 중심의 기업체제와 자본시장 성장을 제약한 은행 중심의 성장금융체제로 인해 자본시장의 질적 발전이 지체되면서 기업지배구조에서 자본시장의 역할은 대단히 미미했다. 그렇지만 2000년대 들어 고령화의 진전과 간접투자시장의 성장 등으로 자본시장의 기관화가 빠르게 진행되며 기관투자자의 보유 지분은 꾸준히 늘어났다. 국민연금 하나만으로 상장기업 주식가치의 6% 이상을 보유할 정도로 우리 자본시장에서 주주권 행사의 경제적 조건은 이미 내생적으로 (endogenously) 충족된 것으로 보인다. 스투어드십코드 도입은 이 같은 경제적·내생적 요구를 제도적으로 승인한 정책적 귀결이라고 할 수 있다.

이런 가운데 글로벌 금융위기는 이후 발생한 장기부채 제약하에서 장기수익률을 추구해야 할 연기금 등 기관투자자들이 수탁자책임을 제대로 이행하고 있는가에 대한 근본적인 문제제기로 발전하였다. 스투어드십코드는 금융위기 이후 글로벌 지배구조개혁의 흐름 속에서 주주관여정책의 활성화를 통해 기관투자자의 수탁자책임을 강화하려는 규제적 산물이라고 할 수 있다. 우리나라도 글로벌 규제 흐름 속에서 2017년 스투어드십코드를 도입하였다. 그렇지만, 우리나라는 영국 등 선진국과 다른 분명한 한 가지가 있다. 바로 주주권 행사에 대한 경험이다. 그간의 기업체제와 금융제도의 특성으로 인해 기관투자자들이 주주권을 제대로 행사해 본 경험이 거의 없다. 스투어드십코드 도입 이전에도 주주권 행사에 대하여 상당한 경험

과 정책, 절차, 관행, 인프라를 갖춘 선진국과는 코드의 실행에 있어 큰 차이가 존재한다. 본 보고서는 한국과 선진국 간의 바로 이러한 경험의 갭(gap)을 줄이는데 도움을 주기 위한 목적으로 작성되었다. 보고서의 시작은 스튜어드십코드의 도입이 수탁자책임과 자본시장에 어떤 함의가 있는지 정리하는 것이다. 다음으로 이제 걸음마를 하는 국내 기관투자자의 주주권 행사와 관련하여 해외 사례를 바탕으로 주주관여정책의 이론과 실재를 충실히 소개한 후, 기관투자자와 정책당국에게 도움이 될 전략적·정책적 시사점을 도출한다.

2. 스튜어드십코드는 기관투자자들이 고객에게 높은 장기수익률로 보답하기 위하여 수탁자책임을 어떻게 이행할 것인가에 대한 원칙이다. 그런데 기존의 수탁자책임과 다르게 수탁자책임의 내용이 고객의 장기수익률을 높이기 위함이기 때문에 전통적으로 기관투자자의 자산운용규제에 나타난 수탁자책임과는 내용면에서 크게 다르다. 핵심적인 차이는 장기수익률을 위해 회사에게 건설적인 주주관여를 하라는 것이다. 통상 주식회사에서 주주가 회사의 성과를 승인하거나 반대는 해도 어떻게 하라고 적극적으로 훈수를 두는 것에는 익숙치 않다. 스튜어드십코드는 이런 관례를 깨고 경영에 적극 관여하라는 것이다. 이처럼 주주관여정책을 공개적으로 권고하고 이것이 기관투자자의 수탁자책임이라고 정의하고 있다는 점이 스튜어드십코드와 전통적 수탁자개념의 첫 번째 차이점이다. 즉, 스튜어드십코드는 수탁자책임 개념이 주주관여 활동으로 확장된 것이다.

더구나 스튜어드십코드의 수탁자책임은 주주관여를 해야 하는 범위를 장기수익률에 영향을 미칠 것으로 수탁자가 판단하는 모든 비재무요소까지 확장하고 있다. 재무요소 뿐만 아니라 경영전략, 지배구조, 사회, 환경 등 소위 ESG를 주주관여의 의제로 포함고 있다. 물론 우리나라 스튜어드십코드는 영국, 일본과 달리 사회, 환경

요소는 비재무요소로 열거하고 있지는 않다. 그럼에도 불구하고 주주관여정책의 글로벌 트렌드, 비재무요소에 대해서는 수탁자가 재량적으로 판단할 요소라는 점에서 기업 경영에서 비재무 리스크관리의 중요성은 커졌으며, 기관투자자도 수탁자책임 이행을 위해 비재무요소 관리에 대한 명확한 정책이 중요해졌다는 것은 분명해 보인다. 이 점이 스투어드십코드의 수탁자책임이 전통적 수탁자책임과 달라지는 두 번째 차이점이다. 수탁자책임이 비재무요소 모니터링으로 확장된 것이다.

3. 기관투자자의 주식보유비중이 높아지기는 했지만 개별 기관투자자 기준으로 보면 일부 대형 기관투자자를 제외하고 발행주식 대비 지분이 여전히 낮은 수준에 머물러 있어 기관투자자의 주주권 행사도 기본적으로 소수주주가 할 수 있는 다양한 방식으로 이루어지고 있다. 주주관여방식은 가장 기본이 되는 의결권 행사부터 회사와의 서신(letter), 대화(in-person meeting), 주주제안(shareholder proposal), 소송(suits), 연대(collaboration), 캠페인, 위임장경쟁(proxy contest) 등 실로 다양하다. 각각의 방식은 보유지분을 수준, 우호성(friendliness) 정도, 비밀주의 여부, 집행비용 등에서 차이가 있으며 기관투자자는 개별 사정과 의제의 성격에 따라 가장 효과적인 방식을 선택하게 된다.

주주권 행사에 관한 다양한 통계가 존재하지만 이상의 방식들의 활용 분포를 종합적으로 파악할 수 있는 통계는 아직 없다. 서신이나 사적 대화 등의 방식은 그 자체가 비공개인 경우가 많아 집계 자체가 어렵다. 기관투자자의 주주권 행사가 건설적 관여의 관점에서 이루어지고 있어 사적 대화와 주주제안이 가장 널리 활용되는 수단으로 추측되며, 실제 두 방식은 기관투자자들이 주주관여정책의 성공 확률을 높이기 위해 보완적이고 병행적으로 활용하고 있다. 주

주제안 전에 사적 대화를 먼저 하거나 주주제안 후에도 사적 대화를 통해 해당 의안을 해결하는 것이다. 실제 주주제안을 철회하는 비중이 30% 내외로 높은 것은 사적 대화와의 병행전략이 일반화되어 있음을 시사한다. 기관투자자 주주관여정책의 의제로는 예상과 달리 사회정책 의제가 가장 많다. 환경, 사회 등에 대한 의제가 활발하며, 지배구조 의제도 사회정책과 비슷한 의제 점유율을 보이고 있다. 그렇지만 의제의 성공 확률은 지배구조가 제일 많으며 사회정책 의제가 주주총회에서 통과하는 경우는 많지 않았다.

각각의 주주관여방식이 기업가치를 높이는가가 결국에는 제일 중요한 문제인데, 여기에는 여러 실증연구들이 보고되고 있다. 사적 협의가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구는 많지 않지만 TIAA를 대상으로 한 연구에서는 사적 대화가 기업가치에 긍정적인 것으로 확인되고 있다. 주주제안은 단기적인 기업가치 효과는 물론이고 장기효과도 긍정적이라는 연구 결과보다 부정적인 경우가 많았다. 반면 캠페인과 위임장경쟁의 기업가치 효과는 다른 주주관여방식에 비해 대부분의 연구에서 양의 초과수익률을 창출하는 것으로 나타났다. 이 사실로부터 더 많은 집행비용과 더 많은 지분율, 비우호적이고 공개주의적 수단이 기업가치에 미치는 영향이 좀 더 통계적으로 명확하게 나타났다. 스투어드십코드나 지향하고 연기금 등 전통적 기관투자자들이 주로 사용하는 주주관여수단은 비교적 온건하고 건설적 방식이란 점에서 이 수단들의 실효성을 확보하는 것이 중요한 과제이다.

4. 주주관여정책은 기관투자자 유형별로 차이가 있다. 공적연금은 사적 대화와 주주제안을 많이 활용한다. 특히, 주주제안은 1990년대 이후 공적연금이 주도하고 있다. 공적연금의 관심의제는 공적연금 내에서도 차이가 있지만 주로 사회정책 등에 관심이 많다. 환

경, 사회 이슈가 많으며 글로벌 금융위기 이후에는 정치후원금 관련 의안이 특히 늘어났다. 이런 이유 때문인지 공적연금의 주주권 행사에 대해 그 의도가 투자자의 장기수익률 제고인지 아니면 정치사회 등 공익적 목적 추구인지에 대한 의구심은 선진국에서도 존재하는 것이 사실이다. 그렇지만 CalPERS 등 개별 공적연금은 고객의 장기 수익률과 상충되는 수탁자 활동에 대해서 명확하게 금지하고 있다.

사적연금도 사적 대화와 주주제안을 주로 사용한다. TIAA는 사적 대화가 가장 중요한 수단임을 밝히고 있다. 사적연금은 1990년대 401(k) 성장과 함께 내부적으로 상당한 변화를 보이고 있다. DB형이 중심이던 때에는 노동조합의 영향력이 높았기 때문에 일찍부터 주주관여정책에 적극적이었으며 관심의제도 사회정책에 집중되었다. 401(k)는 이런 흐름을 크게 바꾸어 놓았는데, 주주권의 대리행사 주체가 DB형과 달리 뮤추얼펀드를 운용하는 대형 자산운용사로 바뀌었기 때문이다. 더구나 노동조합의 주도성이 사라지면서 대형 자산운용사들은 거래관계 등에 있는 투자대상기업의 경영진에게 비교적 우호적으로 의결권을 행사하기 때문이다. 결국 주주관여정책의 주체로서 사적연금들은 시장의 구조변화와 함께 주주권 행사에서 영향력은 계속해서 줄어들어 왔다고 볼 수 있다.

뮤추얼펀드는 전통적인 기관투자자 중에서 주주권 행사에 가장 소극적인 투자자이다. 투자대상회사와의 거래관계, 보복 등을 우려하여 회사에 우호적인 태도를 견지하던 뮤추얼펀드가 의결권 행사에 보다 적극적으로 대응하기 시작한 것은 2003년 의결권 정책과 행사 내역을 주주들에게 알리도록 공시 의무를 SEC가 부과하면서 부터이다. 이때부터 경영자 제안에 반대하고 주주제안에 찬성하는 비율이 높아지기 시작했다. 뮤추얼펀드는 자산운용회사 단위에서 의결권을 행사하나 펀드 스타일에 따라 다른 행태를 보이기도 하며 장기운용펀드가 더 적극적으로 의결권을 행사하였고, 액티브펀드 못

지않게 패시브펀드도 주주권 행사에 적극적이었다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 패시브펀드가 성장하고 이들의 주주관여정책에 대한 관심이 증가하면서 주주행동주의자들이 이들의 지지를 받아 보다 공격적이고 비용이 많이 드는 캠페인, 위임장경쟁이 증가하였고 성공 가능성도 높아지고 있다는 분석까지 제시되고 있다. 뮤추얼펀드는 기관투자자 연대나 의결권 행사는 물론, 최근에는 사회책임투자 펀드를 통해 주주제안을 하거나 헤지펀드주주행동주의를 추종하는 펀드 및 ETF를 개발하며 주주권 행사에 참여하고 있다.

5. 그렇다면 상술한 해외의 경험적 지식을 바탕으로 우리나라가 2017년에 도입한 스투어드십코드를 활성화하고 주주관여정책을 활성화하기 위한 전략과 과제는 무엇인가?

우선 주주권 행사 경험이 부족하여 인력, 전문성, 업무프로세스 등이 미비한 국내 기관투자자들로서는 주주관여정책에 대한 점진적 접근이 필요해 보인다. 더구나, 스투어드십코드를 어느 수준까지 도입할 것인가는 경험뿐만 아니라 잠재적 이해상충을 해소려는 경영 의지에 의해 결정된다. 국민연금은 지배구조 개선을 통해 주주권 행사에 따른 이해상충을, 사적연금은 계열회사나 거래기업과의 이해상충을, 그리고 대기업 계열 자산운용회사는 계열기업과의 이해상충을 해소할 수 있는 의지와 정책이 있어야 한다. 투자운용과 주주관여전략의 통합, 일임계좌와 펀드계좌의 주주권 행사, 액티브 및 패시브 펀드의 주주권 행사 등도 이같은 이해상충정책에 비하면 부차적일 수 있다. 주주관여정책을 어떻게 실행할 것인가도 중요하다. 기관투자자들은 내부모델(in-house)로 주주권을 행사할지, 다른 자산운용회사에 위임(delegated model)할지, 의결권자문회사에 위탁(outsourced model)할지 등을 실행모델(execution model)의 장단점을 고려하여 결정해야 할 것이다.

기관투자자의 도입 전략 못지않게 주주관여정책의 실질적 활성화를 위해서는 정책당국의 제도개선 노력이 중요하다. 먼저, 상법상 주주제안제도를 개선해야 한다. 상법과 정관 사항으로 주주제안 의제가 제한되어 환경과 사회정책의 의제화가 원천적으로 차단된 현실을 완화해야 하며 사적 대화와 주주제안이 선진국처럼 상호보완적으 활성화될 수 있도록 주주제안 제출 기한을 선진국처럼 늘림으로써 주주제안 이후 사적 대화를 통한 해결 가능성을 높여 줄 필요가 있다. 또한 상법에서 정한 주주제안 배제요건도 미국 수준으로 구체화하여 부당하게 배제하는 관행을 제거해야 하며, 주주제안의 성격도 미국처럼 표결 성격을 자문적이고 경고적인 성격으로 전환하는 것도 주주제안의 목적을 경영권 참여로 오인하지 않도록 하는 방안도 검토해 볼 필요가 있다. 주주제안의 자문적 성격 강화는 특히 보유주식의 대부분을 5% 이상 보유하여 주주관여정책이 거꾸로 자유로운 투자전략을 제약하며 수탁자책임과 상충 가능성을 높이는 국민연금 문제를 푸는데 도움이 될 수 있다.

둘째, 의결권 자문회사 규제를 도입하는 것이다. 스투어드십코드를 도입하게 되면 우리나라의 많은 기관투자자들은 실행모델로 위탁모델을 선정할 가능성이 높다. 의결권 자문회사의 공정성과 객관성, 전문성이 우리나라 주주권 행사의 수준을 결정할 수 있음을 시사한다. 의결권 자문은 업의 경제적 속성상 자문행위이다. 자문업의 규제를 받는 것이 합리적이다. 이때 미국처럼 자문업자로 등록을 유도하되, 자문업자로 등록하지 않은 의결권 자문회사에 대해서는 서비스의 속성이 자문업의 법적 속성을 부합하므로 자문업 규제를 의제 적용하는 것이다. 비영리로 의결권 자문서비스를 하려는 회사들이 그 대상이 될 수 있다.

셋째, ESG 정보 공개를 확대할 필요가 있다. 우리나라의 지배구조 공시가 낮은 수준은 아니나 환경, 사회 관련 회사 정보는 좀 더

확대할 필요가 있다. 해외 사례를 볼 때 환경과 사회 이슈는 공적연금이나 기금형 퇴직연금의 도입을 전제로 노동조합 주도의 DB형 연금, 그리고 사회책임투자펀드 등에서 관심을 가질 수 있다. ESG 정보 공개는 현재 자본시장법에서 상장기업에 대하여 비재무정보의 공시 확대를 요구하는 흐름이 있고, 또 기관투자자를 규율하는 국가 재정법이나 국민연금법에서 공적연금의 투자결정 프로세스에 ESG 정보를 고려할 수 있도록(may) 연금자산 운용규제를 개선하는 방법이 있다. 그런데 어떤 방식이 되었든 ESG 정보는 기관투자자의 경우 수탁자책임 범위 내에서 투자전략적 필요에 의해 재량적으로 선택되어야 한다는 점이 CalPERS나 미국 노동부의 ESG 관련 규제가 시사하는 바이다. 이런 점에서 ESG 정보의 세부 내용에 대해서는 기관투자자들과 지속가능성 거래소(SSE)가 협의하여 생산한 UN의 33개 ESG 세부지표를 참조할 필요가 있다.

넷째, 투자일임제도를 개선하여 자산소유자가 자산운용자에게 의결권 행사를 필요에 따라 위임할 수 있도록 제도적 유연성을 높이는 것이 필요하다. 현재 스투어드십코드는 자산소유자는 자산운용자에게 주주권 행사의 권한을 위임하거나, 의결권자문기관 등에 주주권 행사 업무를 위탁할 수 있다. 그런데 이 같은 자산운용의 위임이나 위탁행위는 우리 법체계상 일임계약이나 투자신탁계약에 의해 가능하다. 투자신탁계약은 자산소유자가 자산운용자의 일상적인 자산운용에 간섭할 수 없도록 법으로 정하고 있기 때문에 펀드가 담고 있는 주주권의 행사도 투자신탁을 운용하는 자산운용자가 재량적으로 결정하게 되어 있어, 주주권 행사도 아무 문제없이 위임이 가능하다. 그런데, 일임계약의 경우 자본시장법에서 의결권의 일임을 금지하고 있다. 의결권의 일임을 불건전영업행위로 규정하고 있는 것이다. 때문에 현실적으로 일임계약을 통해서도 자산소유자가 자산운용자에게 의결권 행사를 위임할 수가 없도록 되어 있다. 자산

소유자가 모든 일임자산에 대하여 의결권 행사를 위임할 필요는 없겠지만, 사회책임투자 성격의 펀드의 경우 사회책임투자의 주된 운용전략에는 포트폴리오기업에 대한 주주관여전략도 포함될 수 있기 때문에, 자산운용사에 주주권 행사까지 일임하는 것이 합리적일 수 있다. 따라서 자본시장법에서 의결권의 일임을 불건전영업행위로 규정한 자본시장법을 개정하여 자산소유자와 자산운용회사의 필요에 따라 의결권 행사를 일임할 수 있도록 할 필요가 있다. 다만, 우리나라 자산운용회사의 소유지배구조로 볼 때 자산소유자가 자산운용사에 대하여 주주권 행사를 위임하는 것이 일반화되는 것은 바람직해 보이지 않으며 위임을 해야 한다면, 자산소유자가 최종적인 수탁자로서 자신의 수탁자책임원칙에 부합하는지 모니터링을 엄격하게 수행해야 할 것이다.

다섯째, 스튜어드십코드가 도입되더라도 국민연금은 5%를 제약으로 인해, 국민연금 이외의 기관투자자들은 경험 부족, 이해상충, 실효성에 대한 회의론 등으로 인해 주주권 행사가 활성화할 가능성은 크지 않다. 의결권 행사가 좀 더 투자자 관점에서 이루어지는 긍정적 효과는 모든 기관투자자들에게 공통적으로 기대되나, 국민연금의 경우 5%를 제약으로 인해 경영진과의 사적 대화 등 약한 단계의 주주권 행사에 머무를 가능성이 있다. 이런 점에서 해외 기관투자자의 국내 스튜어드십코드 가입은 국내 주주활동 활성화 관점에서 의미가 있을 수 있다. CalPERS는 일본 스튜어드십코드에 가입을 하고 일본기업을 대상으로 포커스리스트(Focus List) 프로그램을 적용하는 등 일본 기관투자자들과 연대하여 주주권을 행사하고 있다. 우리나라도 CalPERS처럼 주주권 행사에 적극적이고 한국 주식 비중이 높은 글로벌 공적연기금과의 주주권 행사에 관한 국제적 연대를 강화하고 이들의 국내 스튜어드십코드 가입을 적극 유도할 필요가 있다.

— « Abstract » —

Facilitating shareholder engagement in Korea

Since the adoption of the Stewardship Code, the question has been raised as to how much Korean Stewardship Code facilitates shareholder engagement. And what else shall we prepare more for skilled and experienced corporate engagement by institutional shareholders, along with the adoption of Stewardship Code? Given these questions, this study examines the evolving history and current status of shareholder engagement by overseas global institutional investor, and hence endeavors to draw some lessons and tasks for Korean institutional investor and policy-makers to activate corporate engagement in Korea.

Learning from experiences or relevant laws and regulations in other countries, Korea has a long way to go in terms of corporate engagement by institutional shareholders. The pressing challenges facing the country are the lack of investor experience in shareholder engagement, the inflexibility of relevant laws and regulations, and the lack of infrastructure, which ensures impartiality as well as expertise and knowledge. The stewardship code embraces shareholder engagement through company-friendly, informal and private measures such as letters, private dialogues with the board of directors or management, and shareholder proposal. Unfortunately, however, such kinds of shareholder rights have

never been used by any Korean institutional investor, even the world-largest National Pension Fund.

We find the large gap in engagement experience between domestic investors and overseas institutional investors. Public pension funds such as CalPERS have gained their engagement experience through informal private dialogues and shareholder coalitions, rather than formal shareholder proposals. Private pension funds including TIAA have been more active in making shareholder proposals in collaboration with labor unions, instead of relying on private dialogue. Mutual funds, which are said to take a rather passive approach to exercising their shareholder rights, have actively engaged with investee companies by supporting pension funds' shareholder engagement or working with them since the global financial crisis. In terms of subject matters that shareholder proposals deal with, public pension funds and defined benefit (DB) pensions have superior experience and know-how on social or environmental issues, mutual funds on corporate governance matters, and hedge funds on financial or management strategies.

Based on findings from these case studies, this report makes some recommendations. First, Korean institutional investors should endeavor to build their own philosophies, strategies and know-how of the engagement. The mutually beneficial exercise of shareholder rights definitely requires them to have their own philosophies, strategies and know-how. The collaboration with foreign shareholders

including CalPERS could be a good strategy to build it. It will be the chance to share and learn their relevant philosophies, strategies and know-how.

Second, The shareholder proposal regime plays a critical role in making various means of constructive shareholder engagement more effective. It is required to improve the relevant legal and regulatory frameworks in order to ensure the variety in the subject of proposals including the ESG subject. Another area for improvement is the legal nature of shareholder proposals. The key lies in whether shareholder resolutions are binding or precatory (non-binding) on the company and its management. What is at issue is which regime is more desirable and useful in facilitating the exercise of shareholder rights and enhancing the effectiveness of shareholder rights as a tool for market discipline. A study shows that despite the same legal tradition shared by the US and UK, precatory shareholder engagement in the US is far more active than binding one in the UK.

Third, Proxy advisory firms should be subject to more stringent regulation on their business. Many institutional investors in Korea are also highly likely to use proxy advisory firms while they implement the stewardship code. To ensure that proxy advisers have their relevant expertise and independence, they should be regulated as investment advisers given the nature of their business. As regards non-profit advisory firms that cannot be registered as investment advisers due to their economic nature, the

constructive application of the investment adviser regulation, as in the US, is worth considering. What is more, the problem of fairness or independence can arise from their corporate governance attributes. This warrants a different regulatory approach to nonprofit proxy advisers, for example, by establishing an independent committee to deliberate on voting recommendations.

1. 서론

1. 연구 배경
2. 연구 방법과 구성

I. 서론

1. 연구 배경

2017년 스투어드십코드 도입으로 우리나라에서도 기관투자자의 주주권 행사에 대한 관심이 높아지고 있다. 이러한 관심은 기업에게는 경영권 불안에 대한 우려로, 투자자에게는 코리아디스카운트 해소에 대한 기대로 비교적 극명하게 대립하는 형태로 나타나고 있다. 모두가 주지하듯이 지금까지의 주주권 행사는 내부지분율이 높은 대기업 중심의 기업체제와 자본시장 성장을 제약한 은행 중심의 성장금융체제로 인해 자본시장의 질적 발전이 지체된 채 기관투자자의 역할도 대단히 소극적으로 인식되어 왔다. 그러다 2000년대 들어 고령화의 진전과 간접투자시장의 성장 등이 분수령이 되어, 자본시장은 빠른 기관화의 흐름 속에서 기관투자자의 영향력이 확대되기 시작하였다. 국민연금 하나만으로 상장기업 주식가치의 6% 이상을 보유할 정도로 상장기업의 지분 분포에서 기관투자자의 비중은 높아졌다. 우리 자본시장에서 주주권 행사의 경제적 필요성과 중요성은 이미 내생적으로(endogenously) 충족된 것이다. 스투어드십코드 도입은 이 같은 경제적 내생적 요구를 제도적으로 승인한 정책적 귀결이라고 할 수 있다.

이런 가운데 글로벌 금융위기는 이 같은 시장의 내생적 변화 압력이 전세계적인 차원에서 구체적인 지배구조개혁으로 이어지는 계기가 되었으며 특히, 기관투자자의 주주관여정책이 갖는 중요성을 재인식하며 주주관여정책을 정책화하는 직접적인 계기가 되었다. 선진국의 기관투자자들은 글로벌 금융위기 전에도 많은 주식 지분을 보유하고 있었음에도 투자대상 기업을 효과적으로 모니터링하지 못함에 따라 거대 기업과 금융회사들의 부실을 예방하지 못하였다. 거꾸로 단기투자자와 단기수익률을 위해 장기적이고 지속가능한 수익률을 희생하는 분기자본주의(quarterly capitalism) 행태를 기관투자자들이 추구한 것이 드러나면서, 장기부채 제약 하에서

장기수익률을 추구해야 할 연기금 등 기관투자자들이 수탁자책임을 제대로 이행하고 있는가에 대한 근본적인 문제제기에 직면하게 된 것이다. 이 같은 문제제기가 금융위기 이후 워커리뷰(The Walker Review) 등을 통해 글로벌 지배구조개혁으로 이어졌으며 이러한 흐름 속에서 기관투자자의 수탁자책임을 주주관여정책의 활성화를 통해 강화하려는 규제적 산물이 스투어드십코드라고 할 수 있다.

우리나라도 글로벌 규제흐름 속에서 2017년 스투어드십코드를 도입하였지만, 스투어드십코드의 작동과 관련하여 영국 등 선진국과 다른 분명한 한 가지가 있다. 바로 경험이다. 앞서 언급했듯이 우리나라는 그간의 기업체제와 금융제도의 특성으로 인해 기관투자자들이 주주권을 제대로 행사해 본 경험이 거의 전무하다. 이에 비해 선진국은 스투어드십코드나 글로벌 금융위기 이후의 규제개혁 이전에도 기관투자자들이 주주권 행사에 대하여 상당한 경험과 정책, 절차, 관행, 인프라를 갖추고 있었다.

이에 본 보고서는 한국과 선진국 간의 이러한 경험의 갭(gap)을 줄이는데 도움을 주기 위한 목적으로 작성되었다. 스투어드십코드의 도입으로 이제 막 시작된 국내 기관투자자의 주주권 행사와 관련하여, 해외 사례를 바탕으로 주주관여정책의 이론과 실재를 충실히 소개하고, 기관투자자와 정책당국에게 전략적 정책적 시사점을 각각 제공하는데 목적이 있다.

2. 연구 방법과 구성

본 보고서는 기본적으로 선진국의 주주관여정책의 경험을 담은 조사보고서이다. 보고서는 주로 문헌조사를 통해 작성되었으며, 문헌조사의 범위는 주주권 행사와 관련된 학술적 논의와 실증분석, 주주권 행사와 관련된 시장 데이터, 정책당국과 기관투자자협회가 공개한 자료, 그리고 개별 기관투자자들의 수탁자책임정책에 관한 공시자료와 사례 등을 참고하였다.

아울러, 현재 주주권 행사와 관련된 문헌이나 시장 데이터는 주주관여정책이 가장 활발한 미국을 중심으로 존재하기 때문에 본 보고서에서의 해외 논의도 상당 부분은 미국의 기관투자자에 관한 것임을 밝혀 둔다.

본 보고서의 구성 체계와 핵심 내용은 다음과 같다. 보고서의 논의 순서는 우선 2장에서 스튜어드십코드의 도입배경과 도입의 자본시장 함의를 살펴보고 3장에서 스튜어드십코드의 핵심인 주주관여정책의 관여 유형과 관여전략, 관여 의제, 그리고 그 성과를 학술적 제도적 문헌을 통해 정리한다. 4장에서는 공적연기금, 사적연기금, 뮤추얼펀드 등 기관투자자 유형별로 주주관여정책과 전략이 어떤 차이가 있는지 살펴본다. 그리고 마지막 5장은 국내 스튜어드십코드 활성화를 위한 과제를 다루는 장으로, 크게 기관투자자가 스튜어드십코드를 도입할 때의 전략과 고려사항을 해외 조사 사례를 바탕으로 정리하고 정책당국이 기관투자자의 주주관여 활성화를 위하여 개선하고 정비해야 할 제도적 과제를 주주제안제도, 의결권자문회사규제, 5%룰과 기관투자자연대, 환경·사회·지배구조(Environment, Social, Governance: ESG) 정보공개, 투자일임제도 개선, 해외 기관투자자의 스튜어드십코드 가입 유도 등으로 나누어 살펴본다.

II. 스투어드십코드 도입배경과 자본시장 합의

1. 스투어드십코드 도입배경과 주요 내용
2. 코드의 자본시장 합의: 수탁자책임의 확장

II. 스투어드십코드 도입배경과 자본시장 함의

1. 스투어드십코드 도입배경과 주요 내용

가. 경제적 배경: 기업 소유구조의 변화

1) 기관투자자의 주식보유 증가

기관투자자의 주주권 행사 원칙을 담은 스투어드십코드가 글로벌 금융 위기 이후 빠르게 확산되고 있는 경제적 배경에는 크게 기관투자자의 지분증가, 투자목적과 사업모델이 다양한 기관투자자의 출현, 개인투자자와 기관투자자의 주주권 행태 차이 등을 꼽을 수 있다. 우선, 기관투자자의 보유지분 증가에 따른 주식매각(exit) 애로가 주주권 행사에 대한 관심으로 나타났다. 주식시장에서 기관투자자의 비중 증대는 소유와 경영이 분리된 20세기 초부터 시작된 이래 지속된 현상으로 특히 주목할 시기는 1990년대 이후이다. 미국 주식시장의 장기 호황으로 투자 붐을 맞은 가운데 연금개혁과 베이비부머의 노후준비에 따른 401(k)가 급속하게 성장을 하며 주식시장의 핵심적인 수요기반으로 등장했던 시기이다.

<그림 II-1> 미국 기업주식 소유구조의 장기 추이



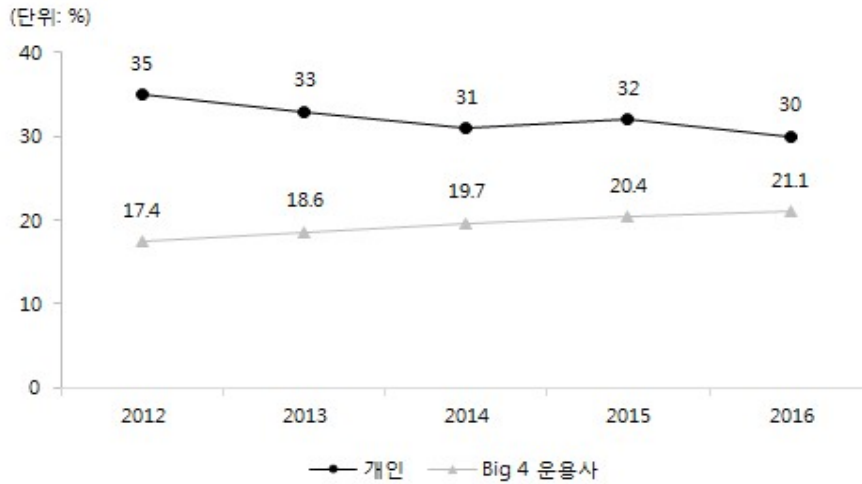
주 : 1) 연금은 미국의 공적연금과 사적연금을 포함하며, 연금이 뮤추얼펀드를 통해 보유한 기업주식 보유분은 연금에 중복 계산하지 않음

2) 기타 항목은 은행, 보험, 사모펀드, 상장지수펀드(Exchange Traded Funds: ETF) 등이 보유한 지분율임

자료: FRB(Federal Reserve Board)

이런 가운데 기관투자자 내에서도 소유 집중 현상이 심화되었다. Sullivan & Cromwell(2016)에 따르면 2016년 현재 S&P500 기업의 주식 중에서 30%는 개인이 보유하고 있고, 뱅가드(vanguard), 피델리티(fidelity), 블랙록(blackrock), 스테이트스트리트(state street) 4대 대형 자산운용회사가 21%를 보유하고 있다.

<그림 II-2> 미국 개인과 Big 4 운용사의 미국 상장기업 보유지분율



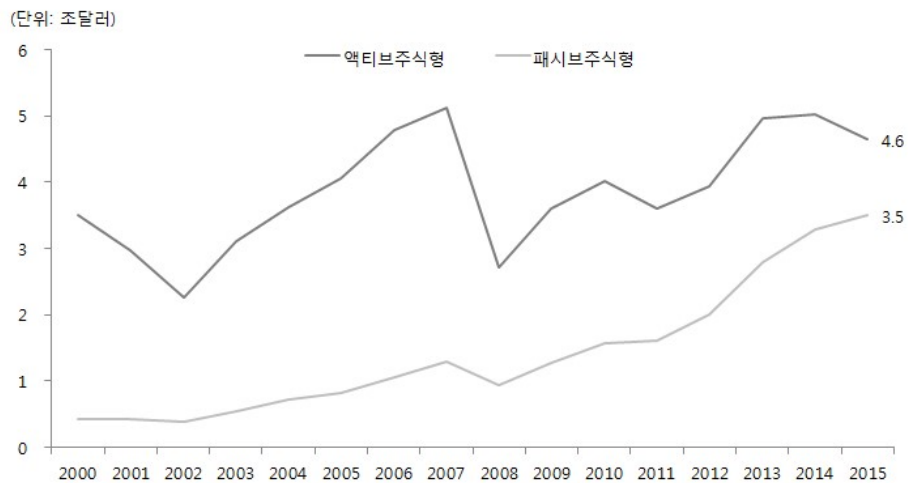
주 : 개인은 전체 상장기업에 대한 주식보유비율, Big 4는 S&P500 기업에 대한 주식 보유비율임. 매년 기준 Big 4 운용사는 뱅가드, 피델리티, 블랙록, 스테이트스트리트 임

자료: Sullivan & Cromwell(2016)

두 번째, 기관투자자의 패시브투자 증가에 따른 매각(exit) 애로이다. 2015년 미국 주식형 뮤추얼펀드(ETF 포함)규모 8.1조원 중에서 액티브 주식형펀드는 4.6조달러, 패시브주식형펀드(ETF 포함)는 3.5조달러로 패시브 비중이 전체 주식형의 43%를 차지하고 있다. 2000년 패시브주식형펀드 비중 10%와 비교할 때 괄목할만한 규모의 성장이다. 또한 2016년 말 기준 미국 패시브형 뮤추얼펀드와 ETF가 S&P500 기업의 주식을 11.6% 보유하고 있는 것으로 나타났다(Sullivan & Cromwell, 2016). 지수를 추종하는 인덱스 투자는 개별 주식을 재량적으로 매매하지 않는다. 가령, 기업의 성과나 경영전략, 지배구조 등이 투자자자의 기대에 미치지 못하더라도 주식을 쉽게 팔고 다른 주식을 사는 매매전략을 취하지 않는다. 때문에 자연스럽게 시장수익률을 높이는 장기투자전략에 관심을 갖게

되고 이런 흐름은 한편에선 기업가치를 높이는 방향으로 기업의 변화를 유도하는 영향력(voice) 행사전략의 확대로 나타났다.

<그림 II-3> 미국 패시브주식형펀드 성장 추이



주 : 패시브주식형펀드는 주식형 인덱스펀드와 ETF를 합한 것이며 순자산 기준임
 자료: ICI(Investment Company Institute)

이상과 같은 주식시장의 기관화 심화, 소수 기관투자자로의 보유주식 집중, 패시브펀드 증가 등과 같은 주식시장의 구조변화는 기관투자자의 전통적인 투자전략인 월스트리트룰(wall street rule) 실행을 어렵게 할 수 있다. 보유주식을 한꺼번에 시장 매각할 경우 시장 안정에 부정적일 수 있다. 이로 인해 기관투자자는 보유주식의 매각(exit)보다 계속 보유를 전제로 투자대상기업의 경영을 모니터링하며 영향력(voice)을 행사하는 전략에 관심을 갖게 되었다. 그런데 개인의 주식 비중이 줄고 기관 비중이 높아진 것은 주주권 행사 관점에서 보면 단순히 비중 감소 이상의 중요한 의미를 갖는다. 그간 주식을 많이 보유했던 개인투자자는 주주권 행사에 대체로 무관심하기 때문이다. 의결권 행사 참여율을 보면 2016년에는 개인투자자의 28%가 의결권 행사에 참여한 반면 기관투자자 참여율은 91%에

달하기 때문이다(Sullivan & Cromwell, 2016). 이렇듯 주식보유자의 개인에서 기관투자자로의 이동은 주주권 관점에서 보면 단순한 비율 이상의 의미가 있는 것이다.¹⁾

2) 다양한 기관투자자의 등장

Çelik & Isaksson(2014)은 기관투자자를 다양한 기준으로 분류하고 기관투자자의 이 같은 이질성이 주주권 행사에 영향을 미치고 있다는 것을 언급하고 있다. 그들에 따르면 기관투자자의 주주권 행사에 대한 태도는 기금의 운용목적, 부채구조, 투자전략, 포트폴리오구조, 보수구조, 정치사회적 목적 추구 여부, 규제외 틀 등에 따라 달라질 수 있다. 먼저, 운용목적의 차이이다. 이윤극대화가 목적인 기관투자자(보험, 헤지펀드, 뮤추얼펀드 등)와 비영리 수탁법인 형태의 기관투자자(공적연금, 퇴직연금)는 주주권 행사의 전략과 적극성, 주주권 행사의 목적에서 차이가 확인된다. 가령, 헤지펀드는 비우호적이고 공개적인 주주권 행사를 통해 단기 이윤을 추구하는 경향이 있으며, 공적연금이나 노동조합 관련 퇴직연금은 ESG 같은 사회적 이슈에 적극적이다. 둘째, 장기부채를 가진 기관투자자와 부채가 없는 기관투자자 간에도 투자시계가 상당히 달라 주주권 행사 정책이 달라질 수 있다. 셋째, 투자전략도 주주권 행사에 영향을 미친다. 개별 종목이 특정 기준(시가 가중, 펀더멘털 가중)에 의해 미리 정해진 후 장기간 보유하는 인덱스펀드는 장기적 관점에서 주주권을 행사하는 반면, 액티브 전략을 구사하는 기관투자자는 배당 등의 단기 이슈에 대해서도 적극적으로 주주권 행사하기도 한다. 또한 시스템트레이딩을 하는 액티브퀀트전략 기관투자자는 액티브 펀더멘탈투자자와 달리 주주관여의 정도는 크지 않은 경우가 많다. 넷째, 포트폴리오전략도 주주권 행사에 영향을 미칠 수 있다. 사모펀

1) 2010년 도드프랭크법을 통해 브로커(broker)의 재량적인 의결권 행사 조항을 삭제한 것도 기관투자자의 주주권 행사의 중요성을 더해주는 조치였다. 이로 인해 소위 vote no campaign이나 지배구조 변화에 대한 기관투자자의 역할이 사실상 강화됐다(SEC, 2009). 참고로, 도드프랭크법 이전에는 브로커들이 의결권 위임을 받지 않은(uninstructed) 'street name' 주식에 대하여 의결권을 재량적으로 행사할 수 있었다.

드처럼 소수종목에 집중투자하는 경우가 분산투자하는 뮤추얼펀드에 비해 주주권 행사에 관심이 많을 수 있다. 다섯째, 기본보수만 수취하는 뮤추얼펀드, 성과보수를 추구하는 헤지펀드, 보수가 낮은 ETF 등 보수 수취구조와 수준도 주주권 행사에 따른 비용과 편익에 영향을 미치기 때문에 주주권 행사에 영향을 미친다. 마지막으로 주주권 행사를 재무적 이익 외의 정치적·사회적 목적으로 하느냐에 따라 주주권 행사의 정도는 다를 수 있다. 실증분석으로 정치적·사회적 목적의 추구 여부를 확인하기는 어려우나 정치인 중심의 수탁자 이사회를 가진 공적연금의 경우 환경과 사회 관련 주주제안이 많다는 실증결과는 제시되고 있다.

<표 II-1> 기관투자자 스펙트럼 결정요인

운용목적	비영리	영리
부채구조	장기부채	단기부채 또는 부채 제로
투자전략	패시브(인덱스, 펀더멘털), 액티브(펀더멘털, 퀀트)	
포트폴리오	집중투자, 분산투자	
보수	제로보수, 기본보수, 성과보수	
정치목적	정치적·사회적 목적 추구 여부	
규제	주주권 행사 의무화, 제한	자유

이처럼 다양한 성격의 기관투자자들이 서로 다른 주주권 행사 정책과 전략을 가지고 주주권 행사에 관심을 가짐에 따라, 주주권 행사 규제를 어느 수준에서 어떻게 할 것인가가 중요한 규제정책의 이슈가 되었다. 한 마디로 모든 기관투자자에게 동일한(one-size-fits-all) 규제를 적용할지, 규제의 틀을 경성법(hard law)으로 할지 연성법(soft law)으로 할지 등이다. 다음 항에서 자세히 살펴보겠지만 결론적으로 글로벌 금융위기 이후의 규제흐름은 기관투자자가 자율적으로 주주권을 행사할 수 있도록 연성법 형태로 주주권 관련 규제를 도입하고 있다는 것이다. 이는 주주권 행사가 고객의 장기수익률을 제고하기 위해 기관투자자가 선택할 수 있는 하나의 투

자전략이지, 수탁자책임을 구성하는 필수 요소는 아니라는 사실을 반영한 것이라고 볼 수 있다. 서로 다른 투자목적과 운용특성을 가진 다양한 기관 투자자에게 수탁자책임이라는 이름으로 주주권 행사를 강제할 수는 없는 만큼, 기관투자자 스스로 수탁자책임 관점에서 주주권 행사에 관한 정책을 마련하고 행사 방향을 결정하도록 선택적인 규율체계를 도입한 것이다.

나. 규제적 배경

1) 규제철학의 변화

1990년대 이후 다양한 기관투자자들이 주주권 행사에 나서면서 기관투자자의 수탁자책임을 규율하는 규제환경도 빠르게 변화하였다. OECD(2017b)에 따르면 각국은 기관투자자의 수탁자책임을 규율하는데 있어 다양한 규제의 수준과 범위를 두고 있다. 어떤 국가는 기관투자자의 수탁자책임을 명시하나 이를 금지하는 나라도 있으며, 법적으로 강제하는 경성법부터 자율적인 코드에 이르기까지 규제방식도 다양하다. 칠레는 연기금과 뮤추얼펀드의 경우 보유지분율이 일정 수준 이상인 기업에 대하여 주총 참석과 의결권 행사를 의무화하고 있으며, 스위스는 2014년부터 이사회 구성과 경영진 보상 등 몇몇 안건에 대해 연기금이 주총에 참석하여 반드시 고객 최선이익에 따라 의결권을 행사할 것을 의무화했다. 반대로 스웨덴은 AP7 공적연금에게 스웨덴 기업에 대해 의결권을 행사하지 못하도록 금지하고 있다. 다만, 이런 다양성 속에서도 글로벌 금융위기 이후에는 전통적인 법 규제보다 연성규범인 코드를 도입하는 사례가 늘고 있다.

각국의 수탁자책임과 관련한 구체적인 규제내용의 경우 많은 국가들은 의결권정책과 주주권을 행사할 때 제기될 수 있는 이해상충정책에 관한 공시 규제를 중심으로 주주권 행사를 규제하고 있다. 먼저, 의결권정책의 경우 고객에 대한 최선이익원칙에 따라 의결권을 행사하는 내용을 담은 의결권 행사 정책(policy)과 실제 행사내역(records)의 공시정책이다. OECD(2017b)가 서

베이한 47개 국가 중에서 67%가 의결권 행사에 대한 공시정책(disclosure policy)을 규제하고 있었다. 규제방식은 의결권정책 공시의 경우 법규제와 코드규제를 채택한 나라가 거의 비슷하였으며, 의결권 내역 공시는 법적 규제를 택한 국가가 12개로 코드로 규제하는 국가(9개)보다 많았다.

수탁자책임과 관련한 두 번째 규제는 고객 자산 운용과정에서 직면하는 이해상충에 대한 규제이다. 이해상충 규제는 정책 채택 규제와 정책 공시 규제로 나뉘는데, 정책 채택 규제는 조사 대상국 47개 중에서 42개 국가(전체의 80%)가 채택하고 있을 만큼 보편적인 규제로서 의결권 공시보다 수탁자책임 면에서 더 중요한 규제의 대상이 되고 있다. 이해상충정책을 공시하도록 하는 나라는 39%로 크게 높지 않았다. 미국은 뮤추얼펀드의 경우 1940년 투자회사법과 2003년 의결권 공시규제에서, 사적연금은 근로자 퇴직급여보장법(Employee Retirement Income Security Act: ERISA)에서, 투자자문업자는 1934년 투자자문업자법에서 규율하고 있다. 반면 일본, 영국은 주로 스투어드십코드에서 모든 기관투자자들을 대상으로 규율하고 있으며, 한국은 스투어드십코드와 자본시장법에 혼재되어 있다.

<표 II-2> 주요국의 기관투자자 주주권 행사 규제

	근거 규정	대상	의결권 공시		이해상충	
			정책	내역	정책 마련	정책 공시
일본	스튜어드십코드	기관투자자	○	○	○	○
한국	스튜어드십코드	기관투자자	○	○	○	○
	자본시장법	펀드, 일임, 신탁	×	△	○	○
영국	스튜어드십코드	기관투자자	○	○	○	○
미국	투자회사법, 투자자문업자, 하위규정	등록투자자문사	○	○	○	○
	ERISA, 하위규정	사적연금	○	×	×	×

주 : 코드는 해당 요건에 대한 권고, 법은 의무화를 명시하고 있음
 자료: OECD(2017b)

2) 스튜어드십코드의 확산

코드규제는 글로벌 금융위기 이후 도입된 새로운 형식의 규제이다. 기본성격은 수탁자책임이 반드시 지켜야할 의무이기는 하나, 수탁자책임을 이행하는 수단인 주주권 행사는 기관투자자의 주식보유 목적, 투자철학, 부채구조 등에 따라 그 양상과 행사 여부가 고객의 수익 극대화 관점에서 달라질 수 있다는 점을 고려할 수 있도록 고안된 연성법(soft law)이다. 수탁자책임 이행이 고객에 대한 최선의 이익에 부합하는지는 구체적인 시장 상황과 전략에 따라 달라질 수 있기 때문에 강제 규제와 획일적 강제적 규제는 바람직하지 않다는 것이다.

그럼에도 주주권 행사와 관련하여 연성규범 형태의 규제를 도입한 것은 기관투자자의 단기주의가 글로벌 금융위기의 원인이라는 반성과 관련이 있다. 장기부채의 성격을 갖는 기관투자자가 단기수익률만 추구하는 이른바 투자대상기업들의 ‘분기자본주의(quarterly capitalism)’를 견제하기 위하여 주주권 행사에 적극 나서야 한다는 글로벌 컨센서스가 스튜어드십코드의 탄생을 도출한 것이다.

글로벌기관투자자네트워크(The International Corporate Governance Network: ICGN)가 2003년에 채택한 ‘기관투자자의 책임원칙(Principles for Institutional Investor Responsibilities)’이 스튜어드십코드의 시초이며, 2010년 영국이 UK stewardship code를 최초로 도입했다. 영국의 스튜어드십코드 도입은 연성법을 전세계적으로 확산시키는 촉매제가 되었다. 2011년 네덜란드(Eumedion’s Best Practices for Engaged Share Ownership), 남아프리카공화국(the Code for Responsible Investing), 유럽연합(the European Fund and Asset Management Association’s Code for External Governance) 등이 잇따라 스튜어드십코드를 도입했다.

2016년 기준으로 글로벌 금융위기 이후 14개 국가가 스튜어드십코드를 도입하고 있다. 정부가 코드를 도입한 나라는 홍콩, 일본, 케냐, 영국 등 4개 국가이고 나머지 국가는 모두 기관투자자들이 자율적으로 도입하였다. 한국도 OECD 기준으로는 민간자율로 분류되고 있다. 2017년 미국

의 기관투자자연합에서 스튜어드십코드를 추가로 도입함에 따라 주식시장에서 기관투자자 비중이 높은 주요 선진국들은 대부분 동 코드를 도입한 상태이다. 아울러 국제기구인 G20/OECD 기업지배구조원칙(corporate governance principles)에서도 2015년 개정을 통해 기관투자자의 수탁자 책임을 강조하는 새로운 장을 구성하는 등 전세계적으로 주주권 행사를 강화하는 방향으로 경성규범과 연성규범들이 개정되고 있다.

<표 II-3> 스튜어드십코드 도입 국가 현황 (2016)

	코드 이름	도입 연도	도입 주체
캐나다	Principles for Governance, Monitoring and Shareholder Engagement	2012	산업계
EU	Code for External Governance	2011	산업계
핀란드	Each Pension fund must publish its own stewardship code	-	산업계
홍콩	Principles of Responsible Ownership	2016	규제당국
이탈리아	Stewardship Principles for the Exercise of Administrative and Voting Rights in Listed Companies	2015	산업계
일본	Principles for Responsible Institutional Investors	2014	규제당국
케냐	Draft Stewardship Code for Institutional Investors for Public Exposure	2015	규제당국
한국	Stewardship Code	2016	산업계
말레이시아	Code for Institutional Investors	2014	산업계
네덜란드	Best Practices for Engaged Share Ownership	2011	산업계
남아공	Code for Responsible Investing	2011	산업계
스위스	Guidelines for Institutional Investors, governing the exercise of participation rights in public limited companies	2013	산업계
대만	Stewardship Consultation	2015	거래소
영국	Stewardship Code	2012	규제당국

자료: OECD(2017a)

다. 코드의 주요 내용

스튜어드십코드는 어느 나라를 막론하고 내용면에서 크게 원칙과 세부 지침으로 구성되어 있으며, 세부 내용은 나라마다 조금씩 차이가 있다. 코드 적용대상은 모든 기관투자자를 대상으로 하며 크게 연기금 같은 자산 소유자와 뮤추얼펀드 같은 자산운용자, 그리고 주주권 행사 업무를 위탁 받은 의결권자문회사가 대상이다. 우리나라 스튜어드십코드는 국내 상장 기업이 발행한 주식을 보유한 기관투자자에 초점이 맞추어져 있다.

코드는 대체로 7~8개 원칙으로 구성되어 있다. 첫째, 고객을 위해 기관투자자가 채택한 수탁자책임정책(policy)을 공개(disclosure)해야 한다. 그러나 어떤 정책을 채택할 것인가에 대한 사전적 기준은 없으며, 기관투자자의 사정에 맞게 수탁자책임정책을 채택해서 공개하면 된다. 우리나라는 스튜어드십코드에 ‘적극적 소통과 주주활동을 통해’ 고객이익을 도모할 책임을 명시함으로써, 적극적 주주권 행사를 통하여 수탁자책임을 이행할 것을 권고하고 있다.

둘째, 수탁자책임정책 이행은 오로지 고객 혹은 수익자에 대한 최선의 이익 관점에 따라 이루어질 수 있도록 이해상충방지정책(managing conflicts of interest)을 공개한다. 우리나라는 기관투자자가 직면 가능한 이해상충유형을 식별하고 해소책을 포함하도록 명시하고 있다.

셋째, 투자대상회사를 주기적으로 점검하는 것이다. 이때 쟁점은 회사의 어떤 부문까지 점검해야 하는가인데, 우리나라는 ‘재무구조, 경영성과 등 재무적 요소는 물론 지배구조, 경영전략 등 비재무적 요소까지 점검 대상에 포함시킬 필요’를 서술하고 있다. 영국과 일본은 비재무적 요소로 ESG를 명시하고 있다.

넷째, 주기적 점검에서 인지한 이슈들을 구체적으로 어떤 방법과 절차에 따라 투자대상회사에게 개선을 요구할지 구체적인 주주관여(engagement) 내부지침을 만들어야 한다.

다섯째, 주주권 행사의 최종적 수단이자 가장 소극적인 주주권 행사수단이기도 한 의결권 행사와 관련하여 기관투자자는 그 정책(voting policy)과 행사내역을 공개해야 한다. 의결권정책은 펀드 단위에서 이루어질 수도 있고 자산운용회사 단위로 정할 수도 있다.

여섯째, 이상의 모든 주주활동에 대해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고(reporting)하는 것이다.

이상 여섯 가지 원칙은 주요 국가의 스투어드십코드에서 공통적으로 발견할 수 있는 원칙이다. 원칙 중에서 나라별로 차이가 나는 것은 기관투자자 협력(collaboration) 원칙이다. 이는 주주권 행사를 다른 기관투자자와 공동으로 협력하는 것으로 영국과 ICGN 코드에는 세부 원칙중의 하나로 포함되어 있다. 다만, 우리나라는 기관투자자의 주주권 행사 전문성과 역량 강화 원칙의 일환으로 공동의 이해 추구를 위해 다른 기관투자자들과의 포럼 등을 권고하고 있다. 포럼은 약한 형태의 협력 방식이다.²⁾

<표 II-4> 주요국 스투어드십코드의 수탁자책임 원칙

원칙	ICGN(2003)	영국(2010)	일본(2014)	한국(2016)
수탁자책임정책 공개	○	○	○	○
이해상충방지정책 공개	○	○	○	○
투자대상회사 점검	○	○	○	○
책임이행 지침 마련	○	○	○	○
의결권정책·내역공개	○	○	○	○
수탁자책임 활동보고	○	○	○	○
수탁자책임 역량강화	×	×	○	○
기관투자자 공동협력	○	○	×	×
ESG 통합	○	×*	×*	×

주: *는 ICGN처럼 ESG를 별도 원칙으로 채택하지 않는 대신, 투자대상회사의 점검 원칙 항목에서 ESG를 점검 대상으로 포함할 수 있음을 명시

2) 기관투자자 협력 원칙은 그 중요성을 고려하여 보고서의 마지막 장에서 자세히 논의하기로 한다.

2. 코드의 자본시장 함의: 수탁자책임의 확장

앞서 밝혔듯이 스투어드십코드는 기관투자자가 수탁자책임 활동의 일환으로 주주활동을 수행할 때 요구되는 정책과 절차를 정한 연성규범이다. 전통적으로 수탁자책임에 주주활동이 직접 고려되지는 않았다. 고객 최선의 이익원칙에 따라 시장 상황과 투자 목표에 따른 투자대상기업의 주식을 매매하는 투자전략, 그 과정에서 비효율적인 기업에 대해서는 주식을 월스트리트룰에 따라 매각(exit)하는 것이 수탁자책임에 부합한다고 해석했다. 그래서 이 절에서는 수탁자책임 개념이 기관투자자의 주식시장 내 역할 변화에 따라 어떻게 진화하고 있는지 살펴봄으로써 스투어드십코드의 자본시장 함의에 대해 검토한다.

가. 수탁자책임의 법적 개념

원래 수탁자책임(fiduciary duty)이란 자신이 아닌 타인(수익자, beneficiary)의 이익을 위해 자기 권한을 재량적으로 사용하는 수탁자(fiduciary)³⁾가 수익자를 위하여 지켜야 할 법적 의무와 책임을 의미한다. 그런데 수탁자책임이 구체적인 실무에서 무엇을 의미하는지에 대해서는 수탁자책임이 발전한 영국에서도 사람마다 다른 방식으로 정의되어 사용되고 있다고 한다.⁴⁾ 그럼에도 통념적으로는 수탁자책임이 고객 최선의 이익을 의미하는 충실의무(fiduciary duty of loyalty)와 전문성을 바탕으로 고객을 위해 성실해야 한다는 주의의무(fiduciary duty of care)를 포괄하는 개념으로 이해된다. 충실의무는 고객에게 최선의 이익(best interest)이 되도록 재량권이 행사돼야 한다는 것으로 수탁자 자신이나 제3자의 이익을 위해 수익자의 이익을 해칠 수는 없다.⁵⁾ 주의의무는 재량권이 성실

3) 자연인과 법인 모두를 포함한다.

4) Law Commission(2014)

5) 이와 관련하여 영국의 Law Commission(2014)은 충실의무를 2가지 범주로 세부

하고 주의(care)있게 행사돼야 한다는 것이다. 이때 주의는 단순한 주의의 범위를 넘어 전문지식이 전제된 개념이다.⁶⁾ 충실의무와 주의의무로 구성되는 수탁자책임을 고객 자산을 운용하는 기관투자자에게 적용할 경우에는 보다 세부적으로 규정되고 판단되어야 할 것이다. 이와 관련하여 수탁자책임을 자산운용 실무에서는 어떻게 적용되어야 하는지 구체화한 것이 바로 규제당국의 자산운용규제, 그리고 개별 기관투자자의 투자정책서(Investment Policy Statment: IPS)라고 할 수 있다.

나. 수탁자책임과 전통적 자산운용규제

기관투자자는 추상적이고 법적 개념인 수탁자책임을 수행하기 위해 어떤 요건을 갖추어야 하는가? 이와 관련해서는 국제적인 기준이나 구체적인 지침은 존재하지 않는 것으로 확인된다. 여기서는 사적연기금의 수탁자책임에 대하여 구체적으로 가이드라인을 기술하고 있는 미국의 근로자퇴직소득법(ERISA)과 하위 규정을 중심으로 기관투자자의 전통적인 수탁자책임의 내용에 대해 살펴보기로 한다.⁷⁾

적으로 정의하고 있다. 첫째는 이해상충률(no conflict rule)이다. 수탁자는 의무와 이해간 상충이 발생할 수 있는 행위는 해서는 안 된다는 것이다. 또한 주인(고객)이 복수일 때 고객들 간의 상충을 야기하는 행위도 해서는 안 된다. 둘째는 이윤률(no profit rule)이다. 수탁자는 자신을 위하여 실제 허가받지 아니한 이윤(unauthorized profit)을 취하지 말아야 한다. 2가지 규칙을 지키기 위해 수탁자는 고객의 동의(consent)를 얻어야 하고 사전에 허가(authorization)를 받아야 한다.
http://lawcommission.justice.gov.uk/areas/fiduciary_duties.htm

- 6) 우리나라도 상법에서 주주에 대한 이사의 충실의무와 선관주의의무를 규정하고 있고, 신탁업자를 규율하는 자본시장법에서도 신탁업자에 대해 수탁자로서 충실의무와 선관주의의무를 규정하고 있다. 한편 법학자들은 충실의무와 선관주의의무의 개념과 효력에 대해 조금씩 다른 법적 견해를 가지고 있으며 선관주의의무가 충실의무를 포함하고 있다는 주장도 존재한다. 관련한 법적 논쟁에 대해서는 김화진(2009)을 참고

7) U.S Department of Labor(2012)

수탁자책임의 내용 소개에 앞서 기관투자자의 자산운용과 관련하여 누가 수탁자인가에 대하여 먼저 ERISA 규정을 살펴보자. 퇴직연금플랜은 최소 한 명⁸⁾ 이상의 수탁자를 공식적으로 지명(이하 지명수탁자)해야 하며 지명수탁자(named fiduciary)가 플랜의 운영전반에 대한 통제권을 갖는다. 지명수탁자는 수탁자이사회의 경우가 많다. 그 외 여러 명의 수탁자가 있을 수 있다. 수탁자(trustee), 자산운용회사(investment advisers) 등 플랜 운영과 관련하여 재량적 권한을 갖는 모든 주체가 수탁자로 포함된다. 다만, 변호사, 회계사, 계리사 등은 재량이 아닌 전문성에 기초해서 의사결정을 내리기 때문에 수탁자(fiduciaries)에는 포함되지 않는다. 수탁자 여부는 플랜에 대한 재량권의 존재에 달려있다.

미국 노동부는 수탁자책임의 구체적인 조항으로 다음을 기술하고 있다. 첫째, 고객 최선이익원칙(act in the best interest of clients). 기관투자자는 고객자산을 운용할 때 직면할 수 있는 이해상충을 공시해야 하며 자신의 이익을 위하여 미공개정보를 이용하여 자기매매(self-dealing)하는 것을 금지한다. 둘째, 주의의무(the prudent person rule). 수탁자는 충분한 전문성이 있어야 하며, 전문성이 고객을 위해 사용되도록 주의(prudence)해야 한다. 운용과 관련하여 충분한 조사(research)가 이루어져야 하며, 특정 분야 전문성이 부족할 경우 기꺼이 외부 전문가의 도움을 받는 것이 주의의무에 부합한다. 셋째, 문서 및 보고(documents and reporting). ERISA에 부합하는 자산운용 관련 문서 작성은 수탁자책임의 중요 구성요소이다. 문서는 연금운영의 기초이며 ERISA 요건을 만족하지 않는 문서는 수탁자책임을 위반한 것이다. 문서에는 IPS와 가입자계약서, 연금사업자 계약 등 연금플랜 운영과 관련된 모든 것을 포함한다. 아울러, 문서는 고객에게 명확하게 설명돼야 하며, 미스커뮤니케이션이나 설명누락은 수탁자책임 위반이 될 수 있다. 넷째, 분산투자(diversification). 주의의무에는 고객 자산을 운용하는 과정에서 예상되는 리스크에 대해 충분히 주의해서 관리하는 것이 포함된다. 따라서 고객의 재산을 운용할 때 투자손실 위험을 줄일 수 있도록 분산하여 투자해야 하며 고객 성향에 적

8) 개인 혹은 법인 모두 가능

합하게 자산배분이 이루어져야 한다. 다만, 우리사주는 분산투자의 예외가 인정된다. 다섯째, 플랜비용합리화(paying only reasonable plan expenses). 연금사업자에게 지불하는 보수는 합리적이어야 한다(only reasonable fees are paid). 연금플랜 운영비용을 합리적으로 지출함으로써 고객자산의 낭비를 줄이는 일 역시 수탁자책임에 속한다. 비용 효율성은 장기적으로 투자수익에 복리효과를 더해주기 때문이다. 아울러 투자자가 간접비용에는 관심이 없으나, 간접비용이 연금운용 수익에 미치는 영향은 무시할 수 없다. 미국 노동부는 간접비용을 고려한 전체 비용이 수탁자책임에 부합하도록 Form 5500을 통해 보고하도록 하고 있다. 여섯째, 의결권정책(voting right). 미국 노동부가 2008년에 개정한 ERISA 해설서를 통해 IPS에 의결권 행사정책을 마련할 것을 ‘권고’하고, 의결권 행사가 ERISA 수탁자책임에 부합할 것을 명시하였다. 미국 노동부는 그 외에도 연금사업자 모니터링, 이해상충 거래금지, 금융자문, 금융교육 등을 수탁자책임의 세부 내용으로 기술하고, 금융자문이나 금융교육을 외부에 위탁할 때 선정과정에서 수탁자책임을 적용하고 있다.

이상에서 언급한 내용들이 미국 노동부의 수탁자책임 준수 가이드라인이다. 그런데 여기서 아무리 살펴봐도 수탁자책임에 주주관여 등 적극적 주주권 행사에 관한 내용이 포함되어 있지 않다. 즉, 수탁자책임에 관한 전통적인 해석에는 적극적인 주주권 행사가 포함되지 않는다. 미국 뮤추얼펀드의 경우에도 소극적 주주권 행사에 해당하는 의결권정책과 내역 공시 의무화가 이루어진 것이 2003년으로 비교적 최근이다. 적극적 주주권 행사가 수탁자책임의 범위에 포함된 것은 스투어드십코드가 처음이라고 봐도 무리가 아닌 것이다. 이는 기존의 자산운용규제에서 고객 최선이익 원칙이 투자전략으로서 월스트리트룰을 암묵적으로 전제한 것으로 보는 것이 합리적이다. OECD(2017b)는 이를 두고 수탁자책임에 대한 좁은 의미의 해석이라고 하고 있다.

다. 코드에서 수탁자책임의 범위 확장: 주주관여⁹⁾

스튜어드십코드는 수탁자책임 개념을 자산운용 관련 책임으로 한정하지 않고, 주주권의 적극적 행사가 수탁자책임에 부합하다는 점을 명확히 하였다는 점에서 수탁자책임 개념을 넓게 해석했다고 볼 수 있다. 수탁자책임은 단순히 보유주식의 매매를 통해 위험조정 수익률을 극대화하는 방식을 통해서만 이행되는 것이 아니라, 주식을 장기 보유해야 하는 기관투자자가 지배구조, 경영전략, 환경, 사회 등의 비재무위험에 대해 적극적으로 모니터링하는 방법에 의해서도 이행될 수 있다는 것을 의미한다. 이런 점에서 스투어드십코드는 기관투자자의 투자전략의 확대를 의미하기도 한다.

스튜어드십코드가 도입되기 전에도 주주관여정책을 수탁자책임에 포섭하려는 규제당국의 논의는 존재했다. 미국 노동부의 경우 주주관여정책에 대해서는 계속해서 조금씩 진전된 자세를 취해 왔다. 간단히 살펴보면, ERISA는 1974년 법 제정 당시에도 수탁자가 주의의무의 일환으로 투자 성과에 대해 모니터링 할 의무를 강조했다.¹⁰⁾ 투자대상기업의 성과에 대한 모니터링 책임은 연금수탁자에 있을 수 있으며(may), 패시브투자도 예외는 아니다. 모니터링 책임은 1988년에 발간한 소위 Avon Letter를 통해 좀 더 강화되었다. 여기서는 의결권은 수탁자책임 관점에서 성실하게 행사되어야 함을(must) 분명히 했다.¹¹⁾ 그리고 1994년에는 ERSIA를 통해 수탁자에게 의결권 행사를 의무화(the voting requirement)하는 동시에, 노동부는 연금수탁자의 주주행동주의(corporate activist role)를 지지하기에 이르렀다.¹²⁾

영국은 2000년부터 이런 주주관여정책에 대한 규제 논의가 시작됐다. 2000년 연금공시규제(SRI Pensions Disclosure Regulation)를 도입하여

9) 본 보고서에서는 주주권 행사, 주주활동, 주주관여, 나아가 주주행동주의를 특별한 언급이 없는 한 동일한 의미로 필요에 따라 번갈아 사용할 것이다.

10) U.S Department of Labor(2015), SEC(2011)

11) Fandl & Avon Product(1988)

12) U.S Department of Labor(1994), CalPERS(2017) 참조

연금수탁자는 IPS에 ESG를 투자결정에 어떻게 고려하는지를 공시하도록 했고 의결권 행사정책을 공시하도록 했다. 그리고 2001년에는 Myners Principle를 통해 펀드들에게 주주행동주의정책(policy for shareholder activism)을 도입할 것을 권고하였다. 2008년 Myners Principles 개정을 통해 연금수탁자들이 IPS에 주주권 행사정책(policy on responsible ownership)을 도입하도록 하고(should) 기관투자자의 수탁자책임에 관한 ISC Code를 도입하도록 하였다. 2010년 UK Stewardship Code는 ISC Statement를 대체한 것이다.

스튜어드십코드는 15개 도입 국가에서 공통적으로 고객의 장기적인 수익률을 높이는 것이 수탁자책임에 해당하며, 이를 담보하는 핵심 원칙으로 투자대상기업에 대한 감시(active monitoring), 주주권 행사(voting and engagement), 공시(disclosures)를 포함하고 있다. 우리나라 스투어드십코드 역시 첫 번째 원칙으로 ‘투자대상회사와 경제·사회·사업 환경 등에 관한 깊은 이해를 바탕으로 적극적인 소통과 주주활동을 통해 회사가치의 상승과 회사의 성장을 추구’할 것을 규정하고 있고, 여기서 적극적인 소통과 주주활동은 ‘투자대상기업에 대한 점검(monitoring), 건설적인 목적을 가진 대화(dialogue), 필요시 문제 해결을 지향하는 생산적 제안(shareholder proposal) 등’을 통해 이행될 수 있다는 것을 명시하고 있다.

이와 같이 주주권 행사를 수탁자책임으로 명시한 스투어드십코드가 자본시장에 시사하는 함의는 매우 근본적이다. 투자대상기업에 대하여 상시적으로 점검은 했지만, 경영진과 건설적인 대화를 하거나 문제해결을 위해 적극적인 제안을 하는 행위는 전통적인 기관투자자의 역할과는 거리가 멀었기 때문이다. 전통적인 의미에서 기관투자자의 투자대상기업에 대한 역할은 주주총회에서 반대하는 의안에 대해서 반대표를 행사하거나 보유주식을 매각하고 해당 회사를 떠나는 월스트리트룰에 충실한 것이었다. 스투어드십코드는 기관투자자로 하여금 이 같은 월스트리트룰을 넘어 필요에 따라 주주제안, 주주대표소송 같이 적극적으로 주주권을 행사하는 것이 수탁자책임에 부합할 수 있다는 것을 공식적으로 천명한 것이라고 볼 수 있다. 수탁자책임의 역할이 좁은 의미에서 넓은 의미로 확대된 것이다.¹³⁾

라. 주주관여 대상 확대: 비재무요소

우리나라는 주주권 행사를 권장하는 스튜어드십코드의 도입 자체를 두고 논란이 일고 있지만, 해외의 경우 스튜어드십코드의 도입 자체보다 투자대상기업의 비재무요소를 투자과정에 고려하는 것이 수탁자책임에 부합하는가가 오히려 더 중요한 논쟁의 대상이다. 고객 수익률인 재무적 수익률과 직접 관련이 없어 보이는 비재무요소를 기관투자자들이 적극적으로 감시하고 필요한 경우 주주권을 적극 행사하라는 스튜어드십코드는 기관투자자의 전통적인 투자전략으로 볼 때 이례적이고 파격적인 것이기 때문이다.

UN PRI(2015)에 따르면 기관투자자들이 ESG같은 비재무요소를 고려하지 않는 가장 큰 이유로 수탁자책임과의 상충을 들고 있다. 수탁자책임은 고객의 수익률을 극대화하는 것인데, 비재무요소와 수익률 간의 상관관계를 확신할 수 없다는 것이다. 여기에다 비재무요소를 고려하는 모든 투자를 비영리 종교단체나 사회단체가 주도하는 윤리투자(ethical investment)와 동일시하거나¹⁴⁾ 유사한 것으로 이해하면서 비재무요소의 고려가 낮은 수익률을 감내하는 투자전략으로 인식되는 경향도 비재무요소에 대한 기관투자자들의 부정적인 인식과 무관하지 않다. 비재무요소를 고려하여 투자하는 것이 재무수익률에 부정적인지 긍정적인지, 그리고 수탁자책임에 상충되는 것인지에 대해서는 많은 실증연구와 법리 논쟁이 있었지만 명확하게 결론은 내려지지 않고 있다. ESG는 수탁자책임과 상충되지 않는다는 주장부터 수탁자책임에 반한다는 주장까지 다양하게 제기되고 있다. 이 같은 사정을 고려하여 어느 나라에서도 법제도를 통해 기관투자자로 하여금 비재무요소를 투자과정에서 고려해야 한다(must)고 명시적으로 규정한 경우는 찾기 어렵다.

13) 수탁자책임 개념의 진화 과정에 대해서는 OECD(2017a)를 참고할 수 있다.

14) 비영리 종교 및 사회단체는 재무 수익(financial return)과 사회적 이익(social return)이라는 두 목표(double bottom line)를 함께 추구하는 것으로 알려져 있다.

이런 가운데 비재무요소가 기관투자자의 수탁자책임 이행 관점에서 중요하다라는 견해는 국제기구, 특히, UN(United Nations)을 중심으로 지속적으로 개선되고 있다. UN은 먼저 법리 측면에서 비재무요소가 수탁자책임과 상충되지 않는다는 견해를 지지하고 있다. 대표적인 것이 2005년 UNEP FI(2005)가 발간한 프레쉬필드보고서(Freshfields Report)¹⁵⁾이다. 이 보고서는 비재무요소(ESG)가 기관투자자의 수탁자책임과 상충하지 않으며 오히려 적극적으로 추구해야 할 투자요소라는 인식을 드러내고 있다. 나아가 2009년 발간한 동 보고서 수정판은 비재무요소(ESG)의 고려가 책임투자의 핵심요소이며 고객의 장기 수익 제고를 위해서 ESG 리스크를 관리할 것을 명확히 주문했다. UN의 또 하나의 기여는 2006년 책임투자원칙(United Nations Principles for Responsible Investment: UNPRI)을 채택한 것이다. UNPRI는 책임투자가 수탁자책임에 부합한다는 신념 아래 기관투자자의 책임투자 활성화를 위해 6가지 원칙을 제시하고 있다.¹⁶⁾ UNPRI에 가입한 기관투자자 규모는 2016년 기준 59조달러로 세계에서 가장 영향력 있는 책임투자 관련 코드이며 포괄 범위에 있어서도 50여개 국가의 1,400개 이상의 연기금, 국부펀드, 뮤추얼펀드, 사모펀드 등의 기관투자자들이 자발적으로 동 원칙에 서명하고 있다.

ESG를 고려하는 책임투자에 대한 기관투자자들의 이 같은 호응을 반영하여 주요 선진국들은 기관투자자가 비재무요소를 투자과정에 고려할 수 있도록 근거 규정을 마련하고 있다. 다만, 근거 규정은 비재무요소의 투자결정 반영을 강제하는 의무화 방식이 아니라 자율적으로 투자판단에 따라 고려하는 연성규범 방식으로 도입하고 있다. 이는 스투어드십코드가 대표적이며, 코드 방식이 아닌 경우에도 자율적 재량적 방식으로 도입되고 있다. 대표적으로 미국은 2015년 ERISA 규정에 대한 유권해석(Interpretive Bulletin 2015-01)을 통해 퇴직연금 수탁자가 투자결정과

15) UNEP FI(2005)

16) 6개 원칙은 1. ESG를 투자분석과 투자의사결정과정에 반영한다. 2. ESG를 ownership policy에 통합한다. 3. 투자대상회사에 대해 ESG 공시를 촉구한다. 4. 자산운용시장에서 PRI 원칙의 도입을 유도한다. 5. 동 원칙의 실효성 제고를 위해 기관투자자들은 협력한다. 6. 동 원칙과 관련된 활동을 보고한다.

정에서 투자전략상의 필요가 있다면 비재무요소(ESG)를 고려할 수 있는 것(may consider)으로 인정하고 있다. 영국은 스튜어드십코드에서 투자대상회사의 주주활동 대상으로 ESG 등의 비재무 리스크가 포함될 수 있음을 규정하고 있다. 일본의 스튜어드십코드 역시 투자대상회사에 대한 모니터링 대상으로 환경 및 사회적 이슈가 야기하는 리스크요인이 포함될 수 있음을 언급하고 명시하고 있다. 영국의 연금감독청(pension regulator)은 2016년 7월 새로운 연금코드(Defined Contribution Code)를 발표하면서 ESG 리스크를 고려하는 투자 결정에 어떠한 규제적 장애물도 없다는 것을 언급하고 있다. 유럽 차원에서는 2019년 도입예정인 The EU's IORP Directive 초안에서 주의의무(prudent person rule)에 부합하는 한 ESG를 고려할 수 있다는 것을 언급하고 있다.

이상의 흐름들은 비재무요소 규제에 관하여 영국 의회 보고서(Law Commission, 2014)에서 잘 정리되어 있다.¹⁷⁾ 동 보고서에 의하면 기관투자자들은 비재무요소를 투자와 주주활동에 고려할 수 있도록 반드시 고려해야 하는 것은 아니다. 비재무요소가 장기적으로 고객에게 더 높은 수익을 가능하게 하는 증거가 있다면 반드시 비재무요소를 투자결정과 주주권 행사에 고려하는 것이 수탁자책임에 부합한다는 것이다.¹⁸⁾ 그렇지만 장기수익률을 높일 수 있는 더 나은 대안적인 투자전략이 있다면 비재무요소를 고려할 필요는 없다. 결국, 기관투자자의 비재무요소에 대한 태도는 고려할 수도 있음(may)과 고려해야 함(must) 간의 선택의 문제이지 선택지에서 배제하고 무시하는 것은 수탁자책임 관점에서 바람직하지 않다는 것이다.

이런 점에서 UNEP FI(2005)는 다음과 같은 의사결정단계를 제안하고 있다. 우선, 수탁자 이사회 단계에서 ESG 고려를 결의하였는가? 만일 찬성하였다면 기관투자자는 반드시 ESG를 투자결정과정에서 통합해야 한다(must). 만일 결의되지 않았다면, 다음 단계로 수탁자 스스로 ESG가 연기

17) 이 보고서는 section 3(2) of the Law Commissions Act 1965 해석과 관련하여 의회에 제출된 문헌이다.

18) Pension trustees may consider ESG factors.

금 성과에 긍정적으로 영향을 미칠 것으로 기대하는가를 판단해야 한다. 만일 긍정적이라고 판단하면 수탁자는 반드시 ESG를 고려해야 한다(must). 반대로 부정적이라고 판단되면 수탁자는 ESG를 반드시 고려할 필요는 없으나, 다른 여러 투자전략과 구별되는 차별적인 전략으로서 가치가 있는지 판단해야 한다. 만일 가치가 있다고 판단되면 수탁자는 필요에 따라 ESG를 고려할 수도 있다(may)는 것이다.

수탁자책임 관점에서 ESG 고려는 장기수익률 제고에 중요한 요소가 될 수도 있고, 투자과정에서 실제 고려 여부는 기관투자자 스스로 투자과정에서 자율적으로 판단할 재량적 영역으로 인식되면서 규제의 방식은 연성규범이 선호되고 있다는 것을 앞서 언급했다. 그러나 여기서 주목할 점은 재량적 영역으로 남겨 둔 것이 ESG에 무관심하라는 것을 의미하지는 않는다는 것이다. 주요 선진국은 투자판단에 고려 여부는 자율적이지만, ESG와 관련하여 개별 기관투자자들이 어떤 입장을 갖고 있는지에 대한 정책을 마련하고 이를 공시하도록 하는 규제는 강제규정으로 도입되는 경우가 늘고 있다. ESG의 고려 여부와 고려 방식 등에 관한 정책(policy)를 마련하고 고객에게 공개하라는 것이다. ESG정책의 공시를 의무화한 대표적인 나라는 프랑스이다. 프랑스가 2017년부터 기관투자자들에게 기후변화로 인해 예상되는 재무위험(financial risk)과 ESG정책을 공개하도록 하였으며, 네덜란드는 비재무위험으로 인식되던 윤리경영(controlled and ethical operational management)의 보고를 의무화했다. 독일은 독일금융감독원(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin)이 연기금과 보험회사에 대하여 ESG를 자산배분과정에서 어떻게 고려하고 있는지 설명하는 ESG정책을 채택하도록 요구하고 있다.

<표 II-5> 주요국의 기관투자자 ESG 정책 강제공시 규제

	연기금	보험회사	자산운용사
호주	있음	있음	있음
프랑스	있음	있음	있음
독일	있음	없음	-
일본	자발적 공시	없음	-
영국	있음(SIP)	-	의무화(FCA), 자발적 공시(코드)
미국	자발적 공시	자발적 공시	자발적 공시

자료: OECD(2017b)

III. 해외 기관투자자의 주주권 행사 정책과 성과

1. 기관투자자 주주권 행사의 구성요소
2. 주주권 행사의 유형과 스펙트럼
3. 주주관여전략: 대화와 주주제안 병행전략 중심으로
4. 주주권 행사의 의제
5. 주주권 행사와 기업가치

Ⅲ. 해외 기관투자자의 주주권 행사 정책과 성과

3장에서는 해외 기관투자자들이 주주권을 어떻게 행사하고 있는지 정리하기로 한다. 이를 위해 주주권 행사의 구체적 방식과 전략, 성과 등을 구체적으로 살펴볼 것이다. 이는 4장에서 소개할 주주권 행사 실태를 기관투자자별로 나누어 그 특징을 살펴 파악하는데 필요한 기초지식이 될 뿐만 아니라 국내에서 주주권 행사 정책을 마련하는 기관투자자들에게도 정보적으로 가치가 있을 것이다.

1. 기관투자자 주주권 행사의 구성요소

기관투자자의 주주권 행사를 규율하는 규범은 앞서 살펴본 대로 나라마다 다르다. 경성법의 하위 규정으로 정하거나(미국 뮤추얼펀드) 유권해석으로 갈음하는 경우도 있고(미국 사적연금), 영국, 일본, 한국처럼 연성규범 형태의 코드를 제정하기도 한다. 따라서 주요 선진국의 기관투자자 주주권 행사의 규율정책을 파악하기 위해서는 스투어드십코드는 물론, 다양한 형태의 규범까지 모두 포괄해서 확인하는 것이 필요하다.

OECD(2017a)에 따르면 많은 나라들이 기관투자자의 주주권 행사(ownership engagement) 정책을 다양한 규제체계를 통해 규율하고 있지만, 규제의 구체적 내용은 주주권 행사의 기본 프로세스를 따라 이루어지는 유사성을 확인할 수 있었다. 주주권 행사는 크게 투자대상회사에 대한 모니터링(monitring), 개선사항에 대한 건설적 대화(constructive engagement)와 의결권 행사의 절차를 밟게 된다. 각국의 규정들은 이 두 단계의 규정을 두고 있으며, 아울러 이 같은 주주권 행사가 주로 업무위탁(outsourcing)의 형태를 통해 이루어져 그에 따른 수탁자책임의 문제도 중요하게 규정하고 있다.

OECD가 서베이한 47개 국가 중 투자대상회사에 대한 기관투자자들이 주기적으로 모니터링(monitoring)을 할 것을 의무화하거나 권고하는 규정을 둔 나라는 26개 국가(전체의 55%)에 달하였다. 영국, 한국, 일본, 호주 등 스투어드십코드를 도입한 나라는 예외없이 기관투자자에게 투자대상회사에 대한 모니터링책임을 규정하고 있다. 코드에 가입하면 모니터링을 하거나 하지 않는 이유를 설명해야 한다. 미국은 뮤추얼펀드와 투자자문업자에게 법령에서 투자대상회사에 대한 모니터링을 의무화하고 있으나, 노동부가 담당하는 사적연금은 법과 규정 차원에서 모니터링 책임을 두지는 않고 있다. 싱가포르는 코드나 법령이 아닌 산업계 자율로 모니터링 책임을 두고 있는 것으로 확인되었다.

<표 III-1> 주요국의 수탁자책임 규제 현황

	대상	수탁자책임				
		모니터링	건설적 대화	업무 위탁	의결권 정책	활동 보고
호주	기관투자자	코드	코드	-	-	-
프랑스	펀드, 자산운용사	-	-	-	-	-
홍콩	펀드, 자산운용사	-	-	-	-	-
일본	기관투자자	코드	코드	코드	코드	코드
한국	기관투자자	코드	코드	코드	코드	코드
영국	기관투자자	코드	코드	코드	코드	코드
미국	뮤추얼펀드	법	-	법	법	법, 코드
	사적연금	-	-	법	-	-
	투자자문업	법	-	법, 코드	법	법, 코드

주 : 1) ‘-’는 법이나 코드가 부재한 것을 의미
 2) OECD는 한국 스투어드십코드가 의결권 위탁 행사시 수탁자의 감독책임, 고객과 수익자에 대한 수탁자책임활동 보고 의무 등이 코드에 없는 것으로 조사하고 있으나 이는 사실과 다르므로 이점을 바로 잡아 표기하였음
 자료: OECD(2017a)

경영진과의 사적인 건설적 대화를 규제하고 있는 나라는 47개 국가 중에서 16개 국가(전체의 34%)였다. 마찬가지로 호주, 일본, 한국, 영국 등 코드를 도입한 나라들이 여기에 포함되었다. 미국과 홍콩 등은 건설적 대화에 연방 차원의 규제 근거는 없는 것으로 나타났으며 공적연금을 규율하는 미국의 주정부 차원의 법이나 규정은 존재하고 있다. 아울러, 주주권 행사를 전문기관에 위탁(outsourcing)하더라도 기관투자자의 수탁자로서 책임은 그대로 유지되도록 명문으로 규정한 나라들은 47개 국가 중 23개 국가였으며, 의결권정책을 공시하고 주주활동 내역을 공개하는 규제는 18개 국가였다.

2. 주주권 행사의 유형과 스펙트럼

가. 용어 및 분류기준

기관투자자의 주주활동, 주주권 행사, 주주관여, 주주행동주의는 주식에 내재한 잔여적 통제권(residual control right)을 행사하는 행위를 지칭하는 용어들인데, 많은 문헌들은 이들 용어 간에 의미상의 차이를 두지 않고 상호적으로(interchangeably) 사용하고 있다. 본 보고서에서도 특별히 언급하지 않는 한 필요에 따라 상호적으로 사용할 것이다. 다만, 주주행동주의 용어는 주로 헤지펀드주주행동주의를 지칭하는 경우가 많아, 본 보고서에서는 가급적 사용하지 않을 것이다.

그러나 주주활동은 법적으로 5%를 적용 대상이 되는 지분을 5% 보유 여부, 성격적으로 회사와의 우호성 여부, 불특정 다수에 주주활동의 공개 여부 등에 따라 기존 경영진과 이사회, 나아가 기업가치에 상당히 다른 의미를 가질 수 있다. 대체로 지분을 5% 이상을 보유하면 경영에 대한 직접 참여 성격이 강해지고 기존 경영진이나 이사회에 대하여 비우호적인

주주활동의 성격이 강해진다. 따라서 주주권 행사를 할 수 있는 지분율 이상을 취득하고 주주권 행사를 하더라도 지분율을 5% 이상 보유한 경우와 5% 이하로 보유한 경우는 주주활동의 방식과 성격이 달라질 수 있다.

또한 주주활동이 기존 경영진이나 이사회에 건설적이고 우호적인가에 따라 주주활동의 시장 영향은 상당히 다를 수 있다. 전세계적으로 도입이 확산되는 스투어드십코드는 기본적으로 건설적인 주주관여정책을 기관투자자들에게 권고하는 수탁자책임 원칙이다. 이런 점에서 기존의 적대적인 인수합병이나 공개적인 위임장경쟁과 같은 비우호적인 주주활동은 스투어드십코드로 포섭하기 어려운 면이 있다. 마지막으로 기관투자자의 주주관여가 기존 경영진이나 이사회를 상대로 사적으로 이루어지느냐 아니면 공개적으로 이루어지느냐에 따라 주주활동의 성격과 영향은 달라질 수 있다. 공개적인 주주권 행사는 대체로 비우호적인 주주관여전략으로 확산된다. 이상의 기준으로 볼 때 스투어드십코드의 주주관여는 비우호적이고 공개주의적인 주주활동도 포함하는 헤지펀드주주행동주의와는 주주활동의 성격이나 방식, 그 영향 등이 구별된다고 할 수 있겠다. 그래서 본 보고서에서는 주주행동주의(shareholder activism)는 앞서 언급한 세 용어(주주활동, 주주권 행사, 주주관여)와는 다른 의미로 사용할 것이다. 이런 구분은 기관투자자 유형이나 기관투자자가 활동하는 지역적 특성과 연결하면 좀 더 흥미롭다. 스투어드십코드가 지향하는 건설적인 주주관여정책은 주로 전통적인 기관투자자의 주주활동과 잘 부합한다. 연기금, 뮤추얼펀드, 보험회사 등 전통적인 기관투자자들은 투자대상기업의 발행주식 대비 보유지분이 많지 않아 지배주주로서 경영권을 직접 행사할 수는 없는 위치이다. 때문에 주로 사용하는 주주권 행사 방식은 서면 통보, 회사와 직접 대화, 주주제안, 다른 기관투자자와 연대, 경영진 의사에 반하는 의결권 행사, 나아가 특정 의안제안에 대한 집단소송 등이다. 그래서 이런 유형을 적극적 주주관여(active engagement)라고 부르며 공격적 주주관여에 해당하는 주주행동주의와는 구별한다. 주주관여의 목적은 경영자에게 책임 있는 경영을 유도하여 기업가치를 높이는 것이다. 이 같은 건설적 주주관여는 통상적으로 비공개(confidential)로 이루어지는 경우가 많으며 때에 따라 다른 기관투자자들과 비공개 형태의 협력을 하기도 한다. 이 같은 건

설적 주주관여정책은 유럽, 특히, 네덜란드가 1997년에 ‘Dutch Association of Investors for Sustainable Development(VBDO)’를 창립하고 영국이 2000년 기관투자자협회(Institutional Investors of the United Kingdom)를 결성하면서부터 보다 활발해졌다.

이와 달리 공격적인(aggressive) 주주관여도 있는데, 헤지펀드에 의해 수행되는 주주행동주의가 여기에 해당한다. 대체로 특정 목표기업의 지분을 집중 매집하고 투자대상회사의 건설적인 대화를 통해 기업의 장기적 가치를 높이기보다 지배구조에 직접 영향력을 행사하거나 경영전략에 영향력을 행사하여 단기적인 수익을 추구하는 것이 일반적이다. 이들 역시 공개서한이나 대화 등 사적 협상보다 미디어를 통한 캠페인, 위임장경쟁 등을 공격적이고 공개적인 전략을 선호한다. 헤지펀드 뿐만 아니라 미국의 일부 연기금(CalSTRS 등)¹⁹⁾에서도 이런 전략을 사용한 적도 있어 헤지펀드만의 전유물은 아니다.

나. 기관투자자 주주활동의 스펙트럼

주주활동의 기존 경영진과의 우호성, 공개 여부, 지분율, 주주활동 비용 등을 기준으로 적극적 주주권 행사부터 공격적 주주권 행사까지 기관투자자의 주주권 행사 방식을 스펙트럼으로 나타낸 것이 <그림 Ⅲ-1>이다. 스펙트럼의 왼쪽으로 갈수록 회사와 서신(mail writing), 대화, 주주제안 등에 우호적이고 비공개하며 많은 지분율이 필요없기 때문에 주주권 행사에 드는 비용(인력, 금전)도 크지 않다. 반면 스펙트럼의 오른쪽으로 갈수록 주주제안, 소송, 캠페인, 위임장경쟁 등과 같이 회사의 사적 대화가 원만하지 못해 공식적이고 다소 갈등적으로 주주권을 행사하는 방식들이다. 즉, 비우호적이고 공개적이며 주주권 행사에 따른 비용과 편익을 면밀히 검토해야 하는 방식들이다. 지금부터 주요 방식에 대해 좀 더 자세히 살펴보기로 하자.

19) California State Teachers' Retirement System.

<그림 III-1> 주주권 행사 방식의 스펙트럼



1) 의결권 행사(proxy voting)

의결권은 의결권 있는 주식을 한 주라도 보유한 모든 주주에게 주어지는 주주로서의 기본권이나, 주주총회에서 경영진이 제안한 경영자제안 안건에 대해 가부의 형태로만 의사를 표시할 수 있다는 의미에서 소극적 주주권에 해당한다. 아직까지도 대부분의 뮤추얼펀드 등 주주권 행사에 소극적인 기관투자자들은 다른 주주권 행사 수단에는 큰 관심을 보이지 않은 채, 의결권 행사에 머물러 있다. 그런데 주주자본주의 관점에서 의결권 행사와 관련하여 주목할만한 변화는 의결권 행사의 방향이다. 과거에서는 경영진에 우호적인 의결권 행사가 많았다면 점차 특히, 글로벌 금융위기 이후 경영진의 의사에 반하는 의결권 행사의 필요성 목소리가 점점 커지고 있고, 심지어 뮤추얼펀드들이 다른 기관투자자들의 주주관여정책을 지지하며 연대하는 의결권 행사의 횟수가 늘고 있다는 것이다. 의결권 행사가 비록 소극적 주주권에 해당하지만 다른 기관투자자들과의 연대와 함께 내용적으로는 매우 적극적인 성격으로 변모하고 있다는 것이다.

더구나, 글로벌 금융위기 이후에는 성과보상위원회에서 결정한 경영자 보상안(say on pay)에 대해 주총에서 주주들의 의사를 묻도록 하는 새로운 규제가 도입되면서²⁰⁾ 의결권 행사의 경영자 규율 효과는 좀 더 강화되는 모양새이다. 2010년 도드프랭크법에서 경영자보상안 규제²¹⁾가 처음 도입된 이래 동 규제는 영국, 네덜란드, 호주, 스웨덴 등 주요 선진국으로 확산되고 있다. 그런데 say on pay 도입 이후 주주권 행사와 관련하여 흥미로운 점은 경영자와 기관투자자 사이에 say on pay 의제를 가지고 사적 대화를 하는 경우가 증가하고 있다는 점이다. 기관투자자들이 회사의 성과보상위원회와 서신, 전화, 직접 대화 등의 방법으로 경영자보상안에 대하여 건설적으로 주주관여를 하기 시작한 것이다(PWC, 2015). 그리고 여기에는 뮤추얼펀드, 연기금, 개인 등 다양한 층의 투자자들이 관심을 보이고 있다고 한다.

2) 사적 대화(private negotiation)

서신이나 사적 대화는 기관투자자가 소극적으로 의결권을 행사하는 수준을 넘어 적극적으로 주주권을 행사하는 출발점이다. 그 중에서 사적 대화가 서신보다는 좀 더 적극적인 주주관여의 수단이라고 할 수 있으며, 투자대상기업이 해당 주주의 대화 제안을 수용함으로써 사적 대화는 시작

20) 미국은 적어도 3년 마다 경영자보상에 대해 주주총회에서 주주들의 의견을 묻도록 회사의 정관을 고치도록 했다. 그런데 미국은 say on pay에 대한 의결권 행사를 자문적 성격의 의결(advisory vote)로 규정하고 있다. 회사가 의결 결과를 받든지 따를 필요는 없는 비구속적(non-binding) 의결이다. 그렇다 보니 동 제도가 실제 경영자보상이 기업가치를 높이는 방식으로 규율되고 있는지에 대한 논란은 계속되고 있다. Larcker et al.(2011)은 제도 도입 후 예상과 달리 경영자보상의 절대수준이 낮아지지 않았으며 이벤트연구로 확인된 비정상수익률은 예상과 달리 통계적으로 유의하게 음의 값을 나타내고 있음을 보고하고 있다. 동 규제가 기존 경영자시장의 질을 나쁘게 하는 부정적 효과를 투자자들이 우려하고 있다는 것이다.

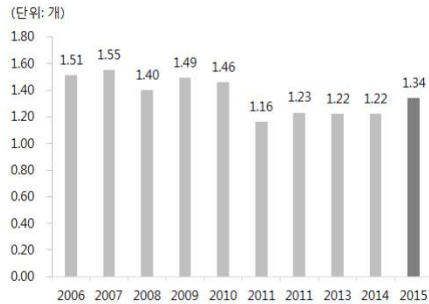
21) SEC의 'say on pay'에 대한 규정 해석은 'Investor Bulletin: Say-on-Pay and Golden Parachute Votes(<http://www.sec.gov/investor/alerts/sayonpay.pdf>)'를 참조

된다. 만일 경영자가 응하지 않을 경우 주주들은 주주제안으로 해당 안건을 발의할지를 결정하게 된다. 이 과정은 여러 차례에 걸쳐 반복될 수 있다. 사적 대화의 내용은 비공개로 일반적으로 다른 주주와 공유되지 않는 경우가 많다. 사적 대화는 주주권 행사의 가장 기본적인 수단이지만 비공개되기 때문에 실제로 사적 대화가 얼마나 많이 이루어지고 이 과정에서 건설적인 결과가 만들어지는지에 대한 통계가 체계적으로 공표되고 있지는 않다. Tonello(2013)에 따르면 증권 발행인의 50%, 자산운용자의 64%, 자산보유자의 53%가 연간 1회 이상 회사 경영진과 미팅한 것으로 조사되었다.

3) 주주제안(shareholder proposal)

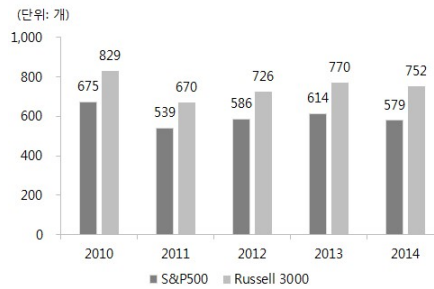
주주제안(shareholder proposal)은 주주가 경영에 대하여 적극적인 관점에서 특정 의안을 제안할 수 있는 가장 일반적인 법적 수단이다. 때문에 어느 나라든 일정 지분 이상을 보유한 투자자에게 주주총회에서 자신의 안건을 올릴 수 있는 주주제안을 허용한다. 그리고 실제로 많은 투자자들이 주주제안제도를 이용하여 회사에 의안을 제안하고 있다. Proxy Monitor(2016)에 따르면 Fortune 250 기업들에서 기관투자자들이 발의한 연간 주주제안 건수는 2015년 1.34건이었다. 이는 글로벌 금융위기 이후 크게 증가한 것으로 금융위기 이후 지배구조에 대한 규제가 크게 강화된 것과 무관치 않다. 미국의 경우 특히, proxy access rule과 관련이 깊은 것으로 평가되고 있다. 또한 주주제안은 중소기업보다 대기업에 많은 것으로 나타났다. Conference Board(2014)에 따르면 S&P500 기업의 경우 2014년 579건의 주주제안이 이루어진 반면 중소형주가 많이 포함된 Russell3000 기업의 경우 752건에 그쳤다. 이 같은 특징은 2010년 이후 일관되게 나타나고 있다.

<그림 III-2> Fortune 250 기업
회사당 주주제안 건수



자료: Proxy Monitor(2016)

<그림 III-3> 미국 기업의
주주제안 건수



자료: Conference Board(2014)

주주제안은 기관투자자는 물론 개인투자자에게 활용도가 높은 주주권 행사 수단이다. Proxy Monitor(2015)²²⁾가 조사한 2006~2014년 동안 미국 Fortune 250 기업에 제출된 주주제안의 투자자별 분포에 따르면 전체 주주제안의 60%가 기관투자자에 의해 이루어졌고 나머지 40%가 개인 주주행동주의자(corporate gadfly)²³⁾를 포함한 개인투자자에 의해 이루어졌다. 그룹별로 보면 노동조합 등이 수탁자이사회를 지배하는 사적연금(주로 DB형 퇴직연금)이 전체 주주제안의 32%를 차지하며 가장 적극적이었고, 비영리 재단(종교사회단체) 계열의 사회적책임투자자와 공적연금이 27%를 차지했다. 통상의 뮤추얼펀드나 보험사 등은 그 비중이 높지 않았다. 그리고 예상과 달리 개인투자자들이 주주제안에 매우 적극적이었다.

22) 주주관여전략 중 주주제안에 관한 데이터 베이스를 축적하는 맨하튼 소재 회사이며, 250개 이상 미국상장기업들의 주주제안 관련 통계를 Fortune 250 이름으로 발표하고 있다.

23) Corporate gadfly는 주주제안에 적극적인 소수 개인 주주행동주의자를 일컫는 용어로, 가축을 물고 괴롭히는 작은 날파리라는 이름에서 유래되었다. 칼 아이칸 등 헤지펀드주주행동주의자와 달리 여러 기업 지분을 아주 조금씩(약 2,000달러 이상) 보유한 후 적극적으로 주주제안을 하면서 기업 경영에 관여하는 것이 특징이다. 개인적 이해가 목적이기도 하고 노동조합 등을 대신하는 경우도 있다. 대표적인 인물이 Evelyn Y. Davis, John Chevedden, William Steiner and James McRitchie 등이다.

특히, John Chevedden, William Steiner, James McRitchie 등 주주제안에 적극적인 개인투자자들(corporate gadflies)이 주주제안 전체 안건의 28%를 제안한 것으로 나타났다.

<그림 III-4> 투자자별 주주제안 현황



자료: Proxy Monitor(2016)

4) 캠페인(campaign)

캠페인은 기관투자자가 투자대상회사에 대하여 원하는 것을 다른 기관투자자들에게 적극적으로 공론화하여 지지를 확보하기 위한 주주권 행사전략이다. 따라서 앞에서 언급한 서한, 대화, 주주제안 등 우호적인 전략과 달리 회사와는 갈등과 비우호적인 관계를 감수해야 하는 전략이다. 주로 미디어 등을 통해 이루어지는 캠페인 전략도 크게 소극적인 캠페인과 적극적인 캠페인으로 나눌 수 있다. 소극적 캠페인으로는 주주총회에서 기관투자자가 원하지 않는 특정 이사 후보를 반대하는 반대투표캠페인(vote no

campaign)이 대표적이다. 다른 투자자들에게 이사 후보로 추천된 특정 후보자 혹은 기존 이사에 대하여 반대투표를 하도록 촉구하는 캠페인이다. 캠페인을 통해 다른 주주의 지지를 이끌어 내거나, 주주총회 전에 해당 이사후보가 스스로 물러나면 이 전략은 성공하게 된다. 이 전략은 처음에는 주총 안건에 대해 서신 혹은 메시지를 통해 반대 의사를 미리 표명하며 이사 후보에 대한 반대를 유도하던 투표유보(withhold vote) 캠페인이 발전한 것이라고 한다. 헤지펀드는 물론이고 공적연금이나 노조 관련 사적연금 등에서 주주권 행사 전략으로 활용하고 있다. 한편 소극적 캠페인 전략에 대응되는 것이 적극적 캠페인 전략이다. 이는 기관투자자가 직접 특정 이사후보를 추천하는 주주제안을 하고, 그 지지를 이끌어 내기 위해 다른 기관투자자들에게 공개적인 지지를 이끌어 내기 위한 캠페인 전략으로서 대체로 주총에서 위임장경쟁으로 이어진다.

반대투표캠페인 전략은 주주권 행사의 비용과 편익 면에서 장점이 있는 전략이다. 이 전략은 시간과 비용 면에서 효율적이며, 위임장경쟁에 비해 이사후보 추천 등의 번거로운 절차도 필요 없다. 소극적 전략은 도드프랭크법에서 브로커(broker)에게 의결권을 재량적으로 행사할 수 있도록 한 규정을 폐지하면서 더욱 주목 받고 있다. 소극적 캠페인 전략의 주요 의제로는 서한 공개, 미디어를 통한 단순한 압박, 특별주총 개최 등이 있다. <표 III-2>에서 확인되듯이 최근 몇 년간의 캠페인 의제를 보면 위임장경쟁을 제외한 의제가 전체의 70~80%를 차지하는 것을 알 수 있다. 위임장경쟁 캠페인은 전체의 20~30% 정도인 것으로 나타났다.

<표 III-2> 기관투자자의 캠페인 현황

(단위: 건)

	캠페인 목적		
	위임장경쟁	기타	합계
2013	65	156	221
2014	62	210	272
2015	73	227	300
YTD 2016	32	177	209

자료: Sullivan et al.(2016)

5) 위임장경쟁(proxy contest)

기관투자자의 주주권 행사전략 중에서 가장 공격적이고 비우호적인(unfriendly) 전략이 위임장경쟁이다. 헤지펀드들이 투자대상기업에 대한 급격한 변화를 요구할 때 사용하며 적대적 인수합병을 추진할 때 쓰는 주요 수단이기도 하다. 위임장경쟁은 헤지펀드로부터 업무를 위탁받은 위임장권유회사(proxy solicitor)가 위임장권유를 위해 접촉할 주주 목록을 작성하고 설득하면서 시작되며 캠페인 등의 주주권 행사전략과 병행된다. 위임장경쟁을 통해 헤지펀드의 이해관계를 대변할 1~2명의 이사를 선임(minority board representation)하게 되면 이후 경영진 교체, 기업전략 수정, 재무구조조정, 회사분할 등과 같은 기업전략 전반의 변화를 요구하게 된다. 위임장경쟁전략은 사실상의 헤지펀드주주행동주의의 전유물이며 전통적인 기관투자자인 연기금, 뮤추얼펀드 등은 이 전략을 거의 사용하지 않는다. 우호적이고 건설적인 대화를 통해 투자대상회사의 변화를 유도하는 스투어드십코드의 정신과는 잘 부합하지 않는 전략이다. 위임장경쟁전략은 Carl Icahn, Nelson Peltz들에 의해 오래전부터 활용되었으며 1990년대에도 Ralph Whitworth's Relational Investors, Robert Monks' LENS Fund, John Paulson's Paulson & Co., Andrew Shapiro's Lawndale Capital 등의 신규펀드들에 의해 활용되고 있다. <표 III-3>은 2013~2016년 동안 Fortune 100 기업을 대상으로 위임장경쟁을 벌인 대표적인 주주행동주의자(activist) 명단이다.

<표 III-3> 주요 헤지펀드주주행동주의자 현황 (2013~2016)

(단위: 건)

Fortune 100 기업 대상 캠페인 현황	
회사	캠페인 수
Trian Fund Management, L.P.	4
Value Act Capital Management LP	4
Icahn Associates Corp.	4
Pershing Square Capital Management	3
Fairholme Capital Management LLC	3
JANA Partners LLC	2
Southeastern Asset Management, Inc.	2
Paulson & CO., Inc.	2

자료: Sullivan et al.(2016)

3. 주주관여전략: 대화와 주주제안 병행전략 중심으로

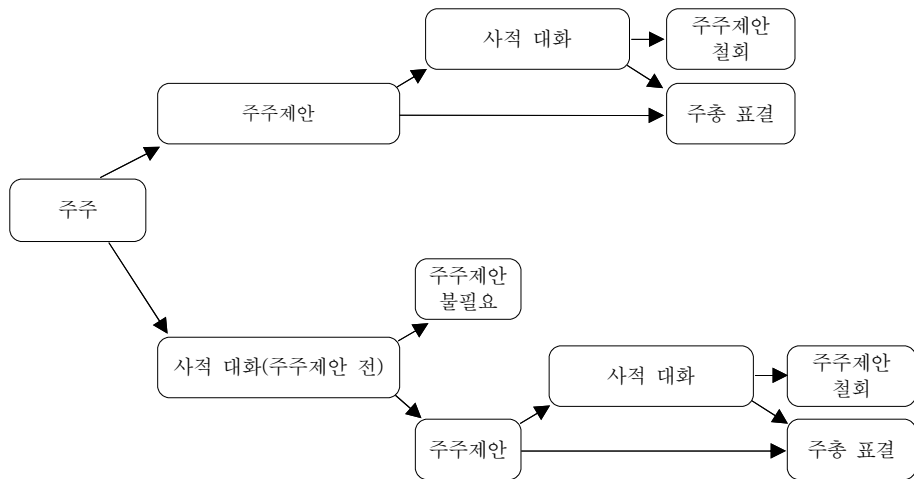
기관투자자는 투자대상기업을 주기적으로 점검(monitoring)하는 과정에서 기업의 장기가치와 상충하는 재무 및 비재무적 경영요소가 식별되면 주주총회에서의 의결권 행사와 별개로 건설적인 주주활동을 수행할 수 있다. 이때 기관투자자는 앞 절에서 서술한 다양한 주주권 행사방식 중에서 자신에게 맞는 주주활동 방식을 선택하여 주주활동을 시작하게 된다.

그런데 이 때 기관투자자들에게서 일반적으로 관찰되는 것은 회사법에서 공식적으로 정한 공식적인 주주제안 절차를 밟기 전에 비공식적인 수단을 일반적으로 사용하게 된다. 그것이 회사로의 서한이나 회사와의 사적 대화이다. 사적 대화에서 경영진과 중요한 진전이 있으면 굳이 공식적으로 주주제안을 발의하지 않는다. 그렇지 않고 기관투자자가 원하는 방향으로 사적 대화가 진행되지 않을 경우 기관투자자는 정식으로 주주제안 절차를 밟게 된다.

이때 주주제안의 발의가 회사와의 사적 대화 종결을 의미하지 않는다는 점을 인식하는 것이 중요하다. 해외의 경우 주주제안 제출 이후에도 회사와 비공식적인 사적 협상은 계속되는 것이 일반적이며 또 반대로 다른 기관투자자의 지지를 이끌기 위해 기관투자자 연대나 캠페인 등을 할 수도 있다. 이런 과정을 통해 회사와 기관투자자는 극적으로 해당 의안에 대해 건설적인 합의를 이룰 수도 있다. 그렇게 된다면 그 다음 절차는 공식적으로 제출한 주주제안을 주주총회 표결 이전에 철회(withdrawal)하는 것이다.

이 같은 과정을 의사결정트리로 보여주고 있는 것이 <그림 III-5>이다. 주주는 처음에 주주제안을 먼저 할 수도 있으며, 주주제안 전에 협상을 할 수도 있다. 주주제안을 먼저하면 그 후에 사적 협상이 진행되고 성공하면 주주제안을 철회하고 그렇지 못하면 주주총회에서 의결하게 된다. 반대로 주주제안 전에 사적 협상에 성공하면 주주제안 절차를 밟지 않고 실패하면 주주제안 절차를 거쳐 다시 사적 협상을 하게 된다. 마찬가지로 성공하면 주주제안이 철회되고 실패하면 주주총회에서 의결하게 된다.

<그림 III-5> 대화와 주주제안 병행전략 개념도



자료: Bauer et al.(2015)

현실에서는 주주제안 자체보다 주주제안 이후 사적 협상이 주주제안 없이 사적 협상하는 것보다 더 효율적이며 성공 가능성도 높은 주주참여 전략으로 평가되기도 한다. 회사 입장에서는 기관투자자가 특정 의안에 대해 주주제안 후 건설적 대화를 요구할 때 어떤 처리방식이 회사의 평판과 기업가치 면에서 바람직한지에 대해 전략적으로 고민하게 된다. 특히, 장기투자자인 연기금 등이 특정 의안에 대하여 변경을 요구할 경우 회사의 평판과 기업가치에 대한 부정적 영향을 우려하여 주주총회 표결 전에 사적 협상을 통해 합의하는 것을 선호할 수 있다. 때문에 주주제안의 철회 행위는 대체로 기관투자자의 요구 혹은 이해가 관철되었다는 것을 함축하는 경우가 많다. 그래서 주주제안이라는 법률적 행위는 사적 협상에서 우위를 점하기 위한 수단으로 이해되기도 한다.

Bauer et al.(2015)는 1997년부터 2009년까지 S&P500 기업을 대상으로 제출된 1만 2천건 이상의 주주제안을 분석하여 주주제안 철회가 유효한 주주참여전략인가에 대하여 분석하였다. 먼저 <표 III-4>는 기관투자자가 제출한 주주제안 중에서 주주총회 전에 철회된 경우에 대한 통계이다. 그는 투자자를 기관투자자, 개인투자자, 노동조합 관련 연기금 등으로 분류하고 투자자별 주주철회 통계를 분석했다. 2000년대 들어 주주제안 건수는 매년 1,000건을 훨씬 상회했으며 1997~2009년 동안 총 12,474건의 주주제안이 제출되었다. 이 중에서 주주제안이 철회된 건수는 2,572건으로 전체의 20.7%를 차지했다. 제출된 주주제안 중에서 상당수가 주총에서 표결되기 전에 철회된다는 것을 알 수 있다. 투자자별로 살펴보면 2009년 기준으로 기관투자자들이 가장 주주제안을 가장 활발하게 발의했으며, 개인투자자 역시 311건, 노동조합 258건 등의 순으로 발의했다. 이들이 발의된 주주제안 중에서 사후에 철회된 주주제안 철회 비율은 기관투자자가 33.9%로 제일 높았으며 시계열로도 2000년대 이후 주주제안의 약 1/3 정도가 철회되는 것으로 나타났다. 노동조합의 경우도 철회비율이 1/3 이상으로 나타났다. 반면 개인투자자는 주주제안을 철회하는 비율이 4~5%로 낮았다. 요약하면, 주주제안 철회는 개인투자자보다는 기관투자자, 기관투자자 중에서도 노동조합 관련 연기금에서 많이 이루어지고 있다.

<표 III-4> 미국 기관투자자의 주주제안 및 주주제안 철회 현황

(단위: 건, %)

year	합계		기관투자자		개인투자자		Coordinated Activism		노동조합	
	주주 제안	철회율	주주 제안	철회율	주주 제안	철회율	주주 제안	철회율	주주 제안	철회율
1997	893	18.1	65	21.5	451	3.3	312	38.5	65	20.0
1998	831	12.9	84	25.0	462	4.8	200	27.5	75	10.7
1999	792	14.1	117	34.2	414	2.9	169	27.2	86	16.3
2000	799	22.9	104	29.8	364	2.5	187	23.0	143	69.9
2001	745	16.4	114	31.6	387	2.8	159	25.2	84	41.7
2002	803	22.3	140	30.7	333	5.4	183	36.6	145	35.2
2003	1,082	20.3	141	31.2	413	4.1	189	38.6	334	25.4
2004	1,086	20.9	209	32.5	356	2.2	115	20.0	388	32.7
2005	1,027	22.5	248	36.7	322	2.8	132	24.2	308	32.1
2006	1,008	19.4	248	33.9	319	3.8	145	18.6	263	27.4
2007	1,156	26.6	296	38.5	352	8.5	143	17.5	326	41.7
2008	1,140	24.5	310	39.0	340	4.7	177	20.9	251	41.4
2009	1,112	23.3	316	32.6	311	4.5	164	25.6	258	38.8
합계	12,474	20.7	2,392	33.9	4,824	4.0	2,275	27.7	2,726	34.6

주 : 기타 항목은 표에서 제외해서 합계와 개별 합이 일치하지 않음

자료: Bauer et al.(2015)

또한 주주제안 철회율은 투자자별로는 물론이고 주주제안 의제별로도 유의미한 차이가 확인된다. <표 III-5>는 주주제안 의제를 지배구조, 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: CSR), 기타로 나누어 주주제안 철회율을 보여주고 있다. 투자자 유형에 관계없이 전체적으로 지배구조보다 CSR 같은 사회정책의 주주제안 철회비율이 높았으며 통계적으로도 유의하였다. 또한 의제와 관계없이 기관투자자나 노동조합 관련 연금금이 제안한 주주제안의 철회율이 개인투자자의 철회율에 비해 높았고 통계적으로도 유의하였다. 좀 더 세분해서 투자자별로는 기관투자자의 1997~2009년 지배구조 관련 주주제안 철회율은 24.8%, CSR은 42.4%였으며, 노동조합 관련 사적연금의 경우도 지배구조 34.9%, CSR 33.0%를 기록하고 있다. 개인투자자에 비해 철회율이 높게 나타났다. 그런데 높은 철회율을 두고 주주제안의 실효성이 낮은 것으로 해석하는 것은 옳지 않다. 앞서 언급했듯이 기관투자자나 기업 경영진은 모두 발의된 주주제안을 실제 주총 표결까지 끌고 가는 것을 선호하지 않는다. 기업 평판 등을

고려하여 사적 협의를 통해 건설적으로 해결하고 주주제안은 철회하려고 한다. Bauer et al.(2015)은 주주제안의 철회가 회사가 동 주주제안을 기관투자자들이 원하는 방향으로 건설적인 대화를 통해 해결된 결과라는 것을 실증분석을 통해 보여주고 있다. 이들은 경영자성과보상 관련 주주총회 의안과 제안철회 간의 관계 분석에서, 철회된 의안과 경영자 보상(수준과 변화율) 간에는 음의 상관관계를 보인 반면 주주총회에서 의결은 되었으나 통과되지 않은 경우에는 경영자보상수준이 증가한 것을 확인하였다. 이 같은 결과들을 바탕으로 주주제안 철회가 의미 있는 기업지배구조 규율수단이라는 결론을 도출하고 있다.

<표 III-5> 의제별 투자자별 주주제안 철회비율

(단위: 건, %)

	기관투자자		개인투자자		Coordinated Activism		노동조합	
	주주제안	철회비율	주주제안	철회비율	주주제안	철회비율	주주제안	철회비율
지배구조	1,115	24.8	4,189	4.0	555	18.4	2,588	34.9
CSR	1,244	42.4	473	4.4	1,684	31.0	97	33.0
기타	33	18.2	162	3.7	36	16.7	41	19.5
합계	2,392	33.9	4,824	4.0	2,275	27.7	2,726	34.6

자료: Bauer et al.(2015)

4. 주주권 행사의 의제

가. 주주제안의 의제

Proxy Monitor(2016)에 따르면 기관투자자의 주주권 행사 관련 주요 의제는 크게 지배구조(corporate governance), 경영자보상(executive compensation), 사회정책(social policy) 세 가지이다. 구체적인 의안은

경제금융환경에 따라 달라지는데, 2000년대 들어 지배구조 의안으로 이사회 구성 다양성, 이사 선출, 이사회 의장과 CEO 분리, 특별주총 소집, proxy access rule 등이 주목받고 있다. Proxy access rule 도입 및 이사 선출방식의 경우 기존의 시차임기(staggered term)방식 보다 매년 선출(board declassification)방식을 선호하는 주주제안이 늘고 있다. 경영자 보상 의안으로는 경영자보상과 주주이해를 정렬하는 보상플랜 관련 의안이 많다. 주식보상의 조건과 지급제한(terms or vesting periods), 선지급한 성과보상의 환수(claw back) 등이 구체적인 예이다.

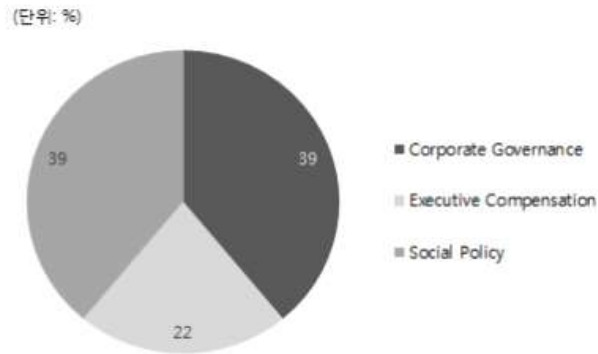
마지막으로 사회정책 관련 의안이다. 예상과 달리 미국에서 사회정책은 적어도 주주제안 건수로 볼 때 중요한 주주제안 의제에 해당한다. 구체적인 의안으로는 동물보호(animal rights), 인권(human rights), 고용평등과 다양성 등의 고용(employment rights), 환경, 그리고 기업의 정치후원금(lobbying and political spending) 관련 공시의 강화 등이 주요 이슈들이다. 사회정책 의제는 노동조합이나 공적연금 등이 선호되는 것으로 나타났으며, 앞서 CSR과 수탁자책임 간의 상관관계에 관한 논쟁에서 짐작할 수 있듯이 기업가치와 사회정책 간 이해상충을 정렬해야 하는 과제를 안고 있는 의제이다.

Proxy Monitor(2016)에 따르면 Fortune 250 기업에 2006~2015년 동안 제출된 주주제안의 의제를 보면 지배구조와 사회정책이 각각 전체의 39%로 대부분을 차지하고 있으며, 경영자보상이 22%를 차지했다. 주주제안의 세부 의안을 보면 환경이슈(environmental issues)와 정치후원금(political spending or lobbying)이 각각 11%로 가장 많았고 say on pay가 9%로 높았다. 예상과 달리 사회정책(social policy) 이슈의 비중이 매우 높은 비중을 차지하고 있다는 것을 알 수 있다. 미국에서 사회정책 이슈는 주로 공적연금이나 노동조합, 사회책임투자그룹 등이 중심이 되어 회사에 주주제안을 하고 있다. 반면, 뮤추얼펀드의 경우 사회정책 이슈에 대해서는 관심이 없다.

사회정책 이슈가 주주제안의 의제가 될 수 있는가에 대해 의문이 들 수 있는데, 여기에 대해서는 미국 SEC Rule 14a-8에서 규정하고 있다.

해당 규정은 일정한 요건을 갖추지 못한 주주제안에 대해서는 회사가 주총 안건에서 배제할 수 있도록 했다. 가령, 해당 의안이 회사의 총자산이나 순이익 또는 매출의 5% 이내인 영업부문과 관련된 경우이거나, 회사의 영업과 중대하게 관련되어 있다고 판단할 수 없는 의안은 배제할 수 있다. 이를 근거로 기업들은 사회책임 관련 주주제안을 배제할 수가 있었다. 그런데 2000년 들어 SEC는 사회책임 관련 주주제안을 배제하지 못하도록 기존 입장을 완화하는 방향으로 Rule 14a-8을 새롭게 유권해석하였다. SEC는 중요한 사회정책 이슈(significant social policy issues)인 경우 회사가 주주제안에서 배제하지 않는 것이 좋으며(may not be excluded), 배제 여부는 개별 건별로 평가하도록 한 것이다. 이 같은 재해석으로 인해 기관투자자들은 ESG 관련 의제를 비교적 자유롭게 주주제안 할 수 있게 되었다.

<그림 III-6> Fortune 250 기업의 주주제안 의제 분포 (2006~2014)

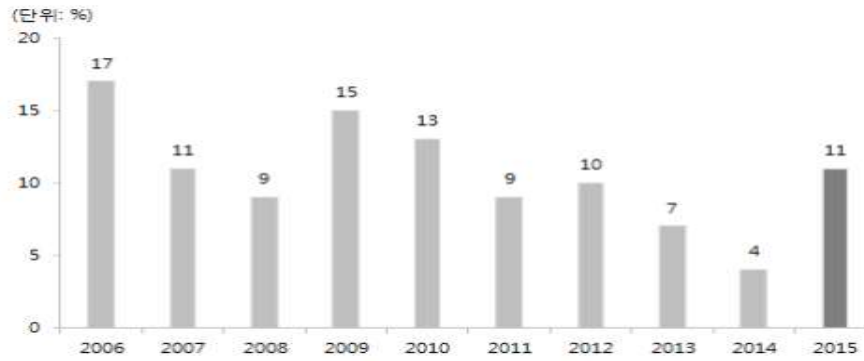


자료: Proxy Monitor(2016)

그렇다면 주주총회에 상정된 주주제안은 실제 어느 정도 통과될까? 주주제안 중에서 주총 표결을 통과하는 비율은 높지 않다. 2015년 전체의 11% 정도가 찬성으로 통과되었으며 2010년 이후 찬성률은 비교적 안정

되어 있다. 주제별 찬성비율이 흥미로운데, 2015년 지배구조 관련 135건 중에 찬성 안건은 31건(전체의 23%)으로 비교적 높았고, 경영자보상은 전체 47건 중 2건에 불과했다. 그리고 사회정책 주주제안은 133건 모두 부결되었다. 이는 주주제안이 실제 주주총회 표결로 갈 때는 과반수의 찬성을 얻기가 소유와 경영이 분산된 미국에서조차 현실적으로 쉽지 않다는 것을 시사한다.

<그림 III-7> Fortune 250 기업의 주주제안 통과율



자료: Proxy Monitor(2016)

<표 III-6> Fortune 250 기업의 주주제안 의제별 주총 결과 (2015)

(단위: 건)

	주주제안	지지 실패	과반지지
지배구조	135	104	31
CEO와 의장분리	40	39	1
Proxy Access	35	12	23
Shareholder Action by Written Consent	21	21	0
임시주총 요구권	11	8	3
Eliminate Supermajority provisions in Bylaws	5	3	2
주식종류 변경(Change Stock Classes or Voting Rights)	5	5	0
Change Vote-Counting Standard	5	5	0
Other	13	11	2
경영자보상	47	45	2
Change-of-Control/Government Service Benefits	25	23	2
Executive-Compensation Clawbacks	12	12	0
Other	10	10	0
사회정책	133	133	0
Environmental Issues	59	59	0
Political Spending or Lobbying	51	51	0
Employment Rights	7	7	0
Human Rights	5	5	0
Health Care	3	3	0
Other	8	3	0

자료: Proxy Monitor(2016)

나. 위임장경쟁의 의제

공개주의, 공격적 주주관여, 비우호성 등이 특징인 위임장경쟁은 헤지펀드주주행동주의의 주요 수단이다. <표 III-7>은 헤지펀드는 주주제안보다 캠페인이나 캠페인을 동반한 위임장경쟁 등 공개주의를 선호한다는 것

을 통계로 보여 준다. 수년에 걸쳐 위임장경쟁 같은 공개주의 전략(public disclosure by activist)이 전체의 50% 내외로 압도적이며, 주주제안(shareholder proposals)은 10% 이내에 그쳤다.

<표 III-7> 캠페인의 목적별 구성 (헤지펀드 대상)

(단위: %)

	캠페인 목적	
	대중 공개	주주제안
2013	53	9
2014	42	5
2015	46	6
YTD 2016	34	6

자료: Sullivan et al.(2016)

위임장경쟁은 헤지펀드주주행동주의의 주요 전략이기 때문에 헤지펀드 비즈니스모델의 특성이 반영될 수밖에 없다. Paces(2017)는 헤지펀드가 단기주의, 성과보수 중심의 강한 경제적 인센티브 등의 비즈니스특성을 가지고 있기 때문에 전통적인 기관투자자와는 주주권 행사의 목적과 인센티브가 다를 수 있다고 진단하고, 다른 주주권 행사전략과 구별하여 헤지펀드주주행동주의를 ‘entrepreneurial activism’로 구별하고 있다. 그래서 이들이 수행하는 위임장경쟁의 의제도 경영전략, M&A, 지배구조, 성과보상 등에 집중되고 사회정책 이슈에는 관심이 없다. <표 III-8>에서 볼 수 있듯이 2013년 위임장경쟁 의제의 40%가 회사의 경영전략(business strategy)에 관한 것이었고, 재무제표(balance sheet)와 M&A 의제가 각각 31%로 높은 비중을 차지했다. 나머지 의안도 이사회(board-related governance), 경영자 보상(compensation) 등 지배구조 이슈였다.

<표 III-8> 위임장경쟁의 의제 구성

(단위: %)

	위임장경쟁 목적			
	2013	2014	2015	2016 YTD
경영전략	40	44	34	22
재무구조	31	35	53	28
M&A	31	27	40	22
이사회	18	26	26	38
경영진보상	3	5	11	13
기타 지배구조	6	19	8	3

자료: Sullivan et al.(2016)

5. 주주권 행사와 기업가치²⁴⁾

기관투자자의 주주권 행사는 매우 다양한 방식으로 이루어진다. 앞서 살펴본 대로 사적 대화, 서한, 기관투자자포럼 등의 연대, 주주제안, 의결권 행사, 소송, 캠페인, 위임장경쟁 등을 통해 이루어진다. 주주권 행사가 투자대상기업의 성과를 개선하였는가에 대해 엄밀하게 분석하기 위해서는 다양한 유형의 주주권 행사방식과 각각에 대한 데이터를 기반으로 종합적인 분석이 이루어져야 한다. 그러나 앞서 지적했듯이 기존의 실증연구는 데이터가 허락하는 공식적인 주주권 행사방식의 성과를 중심으로 연구되어 왔다. 본 보고서는 2015년 SSRN 워킹페이퍼로 발간된 Denes et al.(2015)을 중심으로 성과를 정리하면서 비공식적 주주권 행사 방식과 관련된 몇몇 논문으로부터 사적 대화 등의 성과를 보조적으로 추가하기로 한다. Denes et al.(2015)은 지난 30년간 미국 주주권 행사의 성과(투자대상기업의 수익률, 기업전략 변화)를 분석한 67개 실증논문들을 체계적

24) 이 항(주주권여)은 주주행동주의 관련 기존의 실증논문을 가장 광범위하게 서베이한 Denes et al.(2015)을 주로 참조하여 정리하였다.

으로 서베이하고 있다. 주주관여정책에 대한 서베이 문헌은 Black(1998), Brav et al.(2009) 등에 의해 그 전에도 수행되었으나, Denes et al.(2015)은 이들 기존 연구들을 포괄하면서도 지난 30년 동안의 실증결과들을 가장 최근의 연구성과까지 포괄하여 살펴보고 있다.

Denes et al.(2015)은 주주권 행사를 크게 주주제안(shareholder proposal), 캠페인 등 공개 압력(non-proposal pressure), 위임장대결(proxy contest), 헤지펀드 행동주의(hedge fund activism)로 구분하고 있다. 주주권 행사 유형의 차이는 기관투자자의 보유지분율²⁵⁾, 주주권 행사에 따른 직간접 비용 등에 영향을 주어 투자대상기업의 성과에도 영향을 줄 수 있다. 또한 주주권 행사의 결과에 대한 회사의 의무도 다르다. 가령 주주제안은 주총 의결을 거쳐 통과하더라도 회사가 반드시 이행할 필요가 없는(not binding) 반면, 위임장대결은 그 결과를 회사가 이행해야 한다.²⁶⁾ 이를 분석대상으로 하는 67개 논문들의 데이터원천은 조금씩 차이가 있지만 헤지펀드주주행동주의는 주식보유 목적과 지분율 정보를 담고 있는 13D filings²⁷⁾에서 얻었고, 주주제안, 캠페인 등은 CalPERS(California Public Employees' Retirement System)와 기관투자자협회(CII), 리스크매트릭스그룹 등의 자료를 활용하였다.

가. 주주권 행사의 기업가치 단기효과

Denes et al.(2015)은 네 가지 유형의 주주권 행사방식이 기업가치에 미치는 영향에 대해 단기효과와 장기효과로 나누어 서베이하고 있다. 대부분 문헌들은 이벤트스터디(event study)를 통한 단기효과(short-term

25) Brav et al.(2009)은 헤지펀드주주행동주의 펀드의 목표기업 보유지분 중간값을 6.3%로 집계하였다.

26) 이 점에 대해서는 4장 주주제안 관련 절에서 다루기로 한다.

27) 13D filings는 경영권 행사 목적으로 5% 이상의 지분을 획득할 때 SEC에 보고하는 제출양식이다. 13D는 발행주식의 5% 이상을 보유하게 된 날로부터 10일 이내에 제출하도록 되어 있다.

valuation effect)에 집중되어 있다. 이벤트 전후 2일에서 31일까지의 초과수익률 존재 여부를 살펴보았으며 이벤트 기준일은 최초 언론 보도, 주주제안 송부, 주주총회일 등을 사용하고 있다. 그리고 67개 논문 중 13개 논문이 주주제안을 이벤트스터디 대상으로 하고 있는데, 대부분의 실증결과들은 초과수익률이 음(negative)이거나 양이더라도 통계적으로 유의하지 않았으며 단 3개 논문만이 유의미한 양의 초과수익률을 보였다.

Denes et al.(2015)에서 주목할 점은 2000년대로 오면서 주주권 행사의 단기기업가치 효과가 좀 더 분명하게 통계적으로 유의한 양의 값을 보인다는 점이다. 1988년부터 1994년까지 공적연금의 22개 주주제안을 대상으로 주주제안 송부일 기준 전후 2일간의 초과수익률을 분석한 Prevost & Rao(2000)의 경우 초과수익률은 통계적으로 유의미한 음의 값을 나타냈다. 반면 통계적으로 유의미한 양의 초과수익률을 나타낸 세 논문은 샘플기간이 모두 2000년대라는 공통점이 있다. Thomas & Cotter(2007)는 2002년부터 2004년 동안의 1,454개 주주제안을 대상으로 주총일(이벤트) 기준 전후 3일의 초과수익률을 분석하였으며, Renneboog & Szilagyi(2011)는 1996년부터 2005년 사이 1,510개 주주제안을 대상으로 이벤트 전후 4일간 초과수익률을 분석했다. 회귀단절모형(Regression Discontinuity Design: RDD)²⁸⁾을 이용한 Cuñat et al.(2012)은 1997년부터 2007년까지 S&P1500 기업의 3,984건의 지배구조 관련 주주제안을 대상으로 실증분석을 했는데, 주총을 통과한 경우가 그렇지 않은 경우보다 의결 당일날 1.30%의 초과수익률이 존재했고 그 다음날부터는 초과수익률이 유의미하게 나타나지 않음을 보였다.

이상의 서베이로부터 Denes et al.(2015)은 주주제안이 역사적으로 주식가치를 상승시킨다고 단정하기는 어렵다는 결론을 내린다. 다만, 그들은 주주제안의 단기기업가치 효과가 시간이 갈수록, 다시 말해 1990년대 보다는 2000년대로 올수록 나타나기 시작하고 있는 것으로 평가하고 있다.

28) 회귀단절모형은 내생성 통제를 위해 경계값을 기준으로 일정 범위내 관측치만을 사용하여 회귀분석을 하는 방법론이다.

다음으로 경영진과의 대화 등 비공식 압력(non-proposal pressure)의 단기기업가치 효과에 관한 연구는 지금까지 10건이 진행됐다. 이 중에서 4개의 논문에서 통계적으로 유의한 양의 초과수익률이 확인되었다. Wahal(1996)은 연기금이 사적 대화를 추진하겠다는 의향을 공개적으로 발표한 전후의 초과수익률이 43건의 샘플분석에서 1.86%임을 보였다. English et al.(2004)는 CalPERS의 1992년부터 1997년 기간의 63개 포커스리스트(focus list) 기업을 대상으로 이벤트 전후 2일간 초과수익률이 0.98%임을 확인했다. 또한 CalPERS를 대상으로 샘플기업(115개)과 기간을 달리한 Barber(2007) 역시 0.23%의 초과수익률을 확인했다. 이로부터 Denes et al.(2015)은 CalPERS 등이 포커스리스트를 이용하여 협상 등 비공식 압력을 기업에 부과하는 주주권 행사전략이 기업가치를 높이는 효과가 있는 것으로 평가하고 있다.

다음으로 이상의 주주제안이나 대화방식의 주주권 행사는 목표기업에 대한 보유지분율이 높지 않으며 주주관여의 정도가 약한 형태에 해당된다. 보유지분율도 상대적으로 많고 주주관여의 정도가 강한 헤지펀드주주 행동주의나 위임장경쟁의 기업가치 효과에 대해 살펴보자. 헤지펀드 주주 행동주는 기업가치 증가효과가 강하고 통계적으로도 매우 유의한 것으로 나타났다. 헤지펀드행동주의에 대해서는 7개의 실증연구가 있는데, 7개 모두 통계적으로 유의한 양의 초과수익률이 확인되었다. Brav et al.(2008)은 236개 헤지펀드운용사가 투자한 882개 기업을 대상으로 1,059개 헤지펀드행동주의를 이벤트스터디한 결과, 월간 초과수익률이 평균 5.10%인 것을 발견하였다. Klein & Zur(2008)에서도 134개 목표기업들이 36일 동안 평균 5.7%의 초과수익률을 보였다. 미국 헤지펀드를 대상으로 한 이상의 연구와 달리, Becht et al.(2014)는 유럽과 아시아의 헤지펀드까지 샘플기업에 포함하였다. 2000~2010년 기간 중 헤지펀드행동주의에 대해 실증한 결과, 목표기업이 미국기업인 경우 6.97%의 양의 초과수익률이, 목표기업이 유럽기업인 경우 6.4%의 초과수익률이, 아시아 기업인 경우 4.8%의 초과수익률을 각각 보였다. 어떤 경우에도 헤지펀드행동주의가 평균적으로 기업가치를 높이는 단기효과가 통계적으로 분명하게 존재한다는 것이다.

마지막으로 이사 선출을 위한 위임장경쟁에 대해서는 총 6건의 실증문헌이 있는데, 이 중 5건의 실증결과가 기업가치에 긍정적인 것으로 나타났다. Ikenberry & Lakonishok(1993)은 1968년부터 1988년까지 NYSE AMEX에서 발간된 간행물에 실린 위임장경쟁 뉴스를 이벤트로 한 분석에서 초과수익률이 4.69%로 추정되었다. Dodd & Warner(1983) 역시 1962년부터 1978년까지의 96개 위임장경쟁에 관한 실증분석에서 11.9%의 초과수익률을 추정하였다. 헤지펀드주주행동주의와 마찬가지로 이사회 구성을 위한 위임장경쟁은 기업가치를 단기적으로 높이는 것이 비교적 분명하게 확인되었다.

나. 주주권 행사의 기업가치 장기효과

스튜어드십코드의 도입 목적에서 알 수 있듯이 기관투자자의 주주권 행사의 주된 목적은 투자대상기업의 중장기 가치를 높이는 것이고 이를 통해 고객의 중장기수익률을 높이는 것이다. 헤지펀드 등 일부 행동주의자를 제외한 대부분 기관투자자의 주주권 행사 목적은 단순히 단기적인 기업가치효과에 있지 않다. 특히, 연기금은 장기부채에 대응한 장기투자자로서 기업가치 효과를 장기적인 관점에서 판단할 유인이 있다. 그런데 기업가치의 장기효과를 실증분석한 연구는 수적으로 많지 않은 것이 현실이다. 이는 장기수익률 추정의 경우 벤치마크 설정이나 생존편의 등 계량경제학적 이슈들을 통제하는데 한계가 있는 것과 무관하지 않다. 지금까지 연구된 결과를 유형별로 소개하면 다음과 같다.

먼저 주주제안의 기업가치 장기효과에 대해서는 4개의 논문이 보고되고 있다. 그 중에서 Smith(1996)만이 주주제안이 기업가치를 중장기적으로 증가시키는 것으로 나타났다. 그는 CalPERS의 주주제안 대상이 된 39개 기업에 대하여 장기수익률의 존재를 실증했는데, 장기수익률이 통계적으로 유의하게 양의 값을 나타냈다. 이와 달리 Prevost & Rao(2000)는 공적연기금이 보유한 17개 기업의 3년 장기 비정상수익률을 추정했는데,

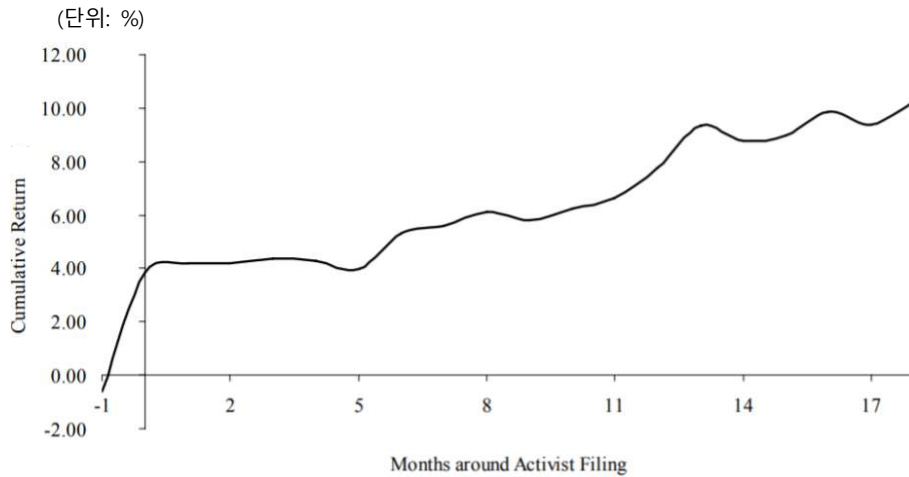
통계적으로 유의하지 않았다. Guercio & Hawkins(1999), Barber(2007) 역시 통계적으로 유의한 결과를 얻지는 못했다. 이로부터 Denes et al.(2015)은 주주제안이 투자대상기업의 장기수익률과는 상관관계가 없는 것으로 결론내리고 있다. 협상 등 비공식 압력 역시 대부분의 연구에서 목표기업의 장기수익률을 높이는 것을 통계적으로 확인하지 못하였다. 6건의 실증논문이 있었는데 Opler & Sokobin(1997)만 통계적으로 유의한 양의 장기수익률이 추정되었고 나머지 연구들은 통계적으로 유의한 결론을 얻지 못했다.

헤지펀드주주행동주의에 대해서는 5건의 실증연구가 있었다. 헤지펀드가 단기주의를 추구한다는 기존의 편견이 있기 때문에 장기효과의 존재 여부는 주목할 만한데, 5건 중에서 2건의 연구에서 통계적으로 유의한 양의 장기수익률이 추정되었으며 3건에서는 통계적으로 유의하지 않았다. Klein & Zur(2008)는 2003년부터 2005년까지 SEC의 13D filings²⁹⁾에서 수집한 자료를 이용하였다. 101개의 헤지펀드에서 151건의 주주행동주의 이벤트가 있었는데 이들이 13D 제출 목적으로 가장 많이 언급한 것은 이사선출(41건)이었다. 실증분석은 이벤트스터디 방식이었으며, 13D 제출일 기준으로 비정상 수익률이 10.2%로 나타났다. 또한 이 같은 비정상 수익률은 이벤트 이후 1년 동안은 사라지지 않았다. 그리고 그 이후의 일년 동안에도 추가적으로 11.4%의 양의 초과수익률을 나타냈다. Greenwood & Schor(2009) 또한 1993년에서 2006년까지 13D와 DFA N³⁰⁾ filings 데이터를 이용하여 헤지펀드주주행동주의가 기업가치에 미치는 장기효과를 실증했다. 139개 헤지펀드의 784개 이벤트를 대상으로 이벤트스터디를 수행했는데 장기적으로 10.26%의 양의 초과수익률이 존재한다고 보고하고 있다.

29) 13D는 지분 취득 10일 이내에 SEC에 경영권 행사 의향 여부를 기재하여 제출해야 한다.

30) DFAN는 경영권 참여 목적이 있는 위임장경쟁에 참여하거나 참여 예정인 투자자들이 SEC에 제출한다. 위임장경쟁은 지분 5% 이하에서도 진행될 수 있다. 행동주의자들은 보통 13D와 DFAN을 모두 제출한다.

<그림 III-8> 헤지펀드주주행동주의의 기업가치 장기효과



자료: Greenwood & Schor(2009)

마지막으로 위임장경쟁에 대해서는 2건의 실증 연구가 보고되고 있다. 특이한 점은 두 건 모두 통계적으로 유의한 음의 장기초과수익률을 보인다. Ikenberry & Lakonishok(1993)은 벤치마크 문제를 통제하고 실증분석을 시도했으나 -18.31%의 음의 장기수익률이 추정되었다. Mulherin & Poulsen(1998) 역시 -3.43%의 음의 장기수익률이 추정되고 있다. 그들은 음의 수익률이 나타난 원인으로 생존편의(survival bias) 문제를 언급하고 있다. 다시 말해, 위임장경쟁 후에도 인수되지 않거나 경영자가 교체되지 않은 생존한 기업들에서 위임장경쟁 후에 음의 장기초과수익률이 발견되었다는 것이다.

이상의 기존 문헌에 대한 광범위한 서베이 결과를 바탕으로 Denes et al.(2015)은 주주권 행사가 그것이 주주제안이든 대화이든 심지어 헤지펀드주주행동주의나 위임장경쟁이든 대체로 기업가치를 장기적으로 높인다는 결론을 얻기에는 회의적이라는 결론을 도출하고 있다. 헤지펀드주주행동주의에 대한 일부 연구에서만 장기수익률의 존재가 확인되고 있다.

IV. 기관투자자 유형별 주주권 행사의 사례

1. 개요
2. 공적연금
3. 사적연금
4. 뮤추얼펀드

IV. 기관투자자 유형별 주주권 행사의 사례

1. 개요

기관투자자³¹⁾는 존재목적과 투자철학, 투자제약 등에서 상당히 이질적이기 때문에 주주권 행사의 정책과 전략도 같을 수 없다. 앞서 살펴본대로 Çelik & Isaksson(2014)은 기관투자자를 투자목적, 부채구조, 투자전략, 포트폴리오, 수수료구조, 정치사회적 목적 고려 정도, 규제 등에 따라 분류하고 이들을 주주권 행사정책의 관점에서 다음과 같이 유형화하고 있다. 첫째, 주주권을 행사하지 않는(no engagement) 기관투자자그룹. 이들은 투자대상기업에 대한 모니터링은 물론 의결권 행사나 사적 대화 등 어떤 형태의 주주권 행사에도 소극적인 그룹이다. ETF가 여기에 해당하며, 의결권 행사를 법적으로 금지하고 있는 터키의 뮤추얼펀드가 여기에 해당한다.

둘째, 주주권을 수동적으로 행사하는(reactive engagement) 기관투자자그룹. 이들은 의결권 행사 가이드라인에 따라 전문적으로 의결권을 자문하는 서비스에 의존해서 주주권을 행사한다. 또한 다른 기관투자자의 주주권 행사를 지지하는 등 수동적으로 주주권을 행사한다. 가령 헤지펀드 등이 배당이나 이사 선출 등과 관련하여 주주활동을 할 때 함께 보조를 맞추는 전략이다. 이 같은 수동적 관여는 연기금과 뮤추얼펀드 등이 수행하는 주주권 행사 방식이다.

셋째, 적극적으로 주주권을 행사하는(alpha engagement) 기관투자자그룹. 적극적 관여란 주주권을 적극적으로 행사함으로써 주주관여로부터 수익률을 적극적으로 추구하는 전략이다. 연기금 등이 적극적으로 건설적

31) 스튜어드십코드는 기관투자자를 자산보유자와 자산운용자로 구분하고 있다. Çelik & Isaksson(2014)은 기관투자자를 연기금, 뮤추얼펀드, 보험 등과 같은 전통적 기관투자자와 헤지펀드, 국부펀드, PEF 등과 같이 비교적 최근에 등장하여 객관적 통계가 부족한 대체(alternative)기관투자자, 그리고 고객의 이름으로 고객을 대신하여 투자하는 투자일임업자(asset manager) 세 부류로 구분하고 있다.

대화나 주주제안 등을 수행하거나, 헤지펀드나 사모펀드 등 비전통적 기관투자자들이 캠페인이나 위임장경쟁을 하는 행동이 이에 속한다. 다만 알파 추구를 단기 관점에서 공격적으로 수행하느냐 장기 관점에서 지속적으로 추진하느냐의 차이는 기관투자자 내에서 존재한다.

주주권 행사에 대한 이 같은 분류³²⁾를 바탕으로 다음에서는 공적연금, 사적연금, 뮤추얼펀드 등으로 기관투자자를 유형화하여 각각의 주주권 행사 정책과 전략에 대해서 살펴보기로 한다.

2. 공적연금

가. 개요

주주권 행사는 미국 자본시장의 발전의 산물이라고 할 수 있는데, 법제도 면에서 주주제안제도가 최초의 주주관여전략이었다. 주주제안제도는 미국 증권거래법 14조에 근거한 기업지배구조에 대한 대표적인 외부 통제장치이다. 역사적으로 1942년에 첫 주주제안이 이루어졌으나 1980년대 후반까지는 대부분 개인투자자나 사회운동가들에 의해 이루어졌기 때문에 실제 주주제안이 통과되는 사례도 많지 않았다. 더구나 주주제안이 가결 되더라도 경영진이 반드시 그 요구를 경영에 받아들일 필요는 없었다. 기관투자자 중심으로 주주제안이 활발해진 것은 미국의 경우 1990년대가 되어서였다. SEC가 의결권 행사 관련 규제를 1992년 대폭 완화한 것과 관련이 있다. 1992년 규제 완화는 거의 40년만의 대폭적인 변화였는데, 핵심은 주주 간의 협의(communication)에 대한 공시 부담을 완화하는 것을 비롯하여 주주행동주의에 따른 법적 부담과 비용을 대폭적으로 낮추는

32) 이들은 또 다른 유형으로 inside engagement를 별도 구분하고 있으나 여기서는 고려하지 않기로 한다. 코카콜라에 대하여 최대주주로서 이사를 파견하고 있는 버크셔 헤서웨이나 국부펀드 그룹을 지칭한다.

동시에, 경영진에 대한 사적 접촉(private letter)이나 전화 같은 비공식 주주관여가 확산된 것과 관련이 있다.

비공식 주주관여의 확산은 기관투자자의 의사를 경영진들에게 공식적으로 주주제안 절차를 거치지 않고, 다시 말해, proxy statement에 자신들의 요구를 공식화하지 않고도 경영진의 변화를 이끌어내는 주요한 계기로 작용했다. 그래서 최근의 주주관여는 공식적인 주주제안이나 위임장 경쟁 같은 수단 못지않게 비공식적이고 건설적인 주주관여 수단들이 늘어나는 추세이다. 이는 앞서 분류한 reactive engagement에 해당하는 것으로 기관투자자 중에서도 연기금이나 뮤추얼펀드 등이 주로 활용하고 있다.

공적연금들의 주주권 행사와 관련하여 제기되는 한 가지 논란은 공적연금의 주주관여 목적에 관한 것이다. 이들의 주주관여 목적이 순수히 투자 수익률을 높이기 위한 상업적이고 투자적 목적인지 아니면 정치적이고 비경제적이며 나아가 사회적 수익(social return)을 고려한 것인지에 관한 것이다. 실제 CalPERS 등 적극적인 주주관여를 하는 공적연금은 투자대상기업에 대하여 사회적 책임(corporate responsibility)을 요구하기도 한다. CalPERS 투자위원회가 채택한 'Global Principles of Accountable Corporate Governance'는 기업의 사회적 책임을 강조하며, 투자대상기업이 직면한 환경위험과 기후변화 관련 내부정책의 공시를 요구하고 있다. 기업들은 기후변화 내부정책에 Global Framework for Climate Risk Disclosure를 반영해야 한다. 또한 CalPERS는 투자대상기업의 지배구조에 사회적 가치에 해당하는 '다양성(diversity)의 가치를 추구할 것'을 요구하고 있다. 이사회 구성이 성, 종교, 인종, 경험, 성향의 다양성을 요구하고 있다.

Wang et al.(2015)은 실제 미국 공적연금들의 주주관여 목적이 정치적 동기와 관련이 있는지에 대하여 실증분석을 했다. 1993년에서 2013년까지의 주주제안 데이터와 정치적 목적을 대리하는 변수를 설정하고 이른바 정치적 가설(political attention hypothesis)을 제기한다. 이로부터 연기금 수탁이사회에 정치인 출신 이사의 수와 주주제안의 대상이 되는 투자대상기업 간에는 밀접한 양의 상관관계가 통계적으로 유의하게 존재한다는 것을 확인했다. 더구나, 공적연금이 제기한 사회적 책임 관련 주주제안

의 숫자는 공직 출신 이사의 수가 많을수록 더 증가하는 양의 상관관계가 확인되었다. 그러나 기업지배구조 관련 주주제안의 숫자는 공직 출신 이사의 수와 직접 관련이 없었다. 더구나 포트폴리오기업과 공적연금 간의 정치적 커넥션은 해당 포트폴리오기업이 사회책임 관련 주주제안의 대상이 되는 확률을 낮추는 것으로 나타났다. 이상의 실증 결과를 토대로 이들은 공적연금의 이사회는 투자대상기업에 대해 그들의 정치적 파워(political capital)를 높이는 방향으로 주주제안 활동을 하는 것으로 결론을 내리고 있다.

이들의 주장은 1998년에 동일한 주제로 실증분석을 한 Guercio et al.(1999)과는 정반대의 결론이다. Guercio et al.(1999)은 CalPERS, CalSTRS, NYC, CREF 등 미국의 공적 연기금들이 1987년부터 1993년까지 행사한 125개 기업의 266개 주주제안의 동기와 영향을 분석하였다. 그 결과, 공적연금 간에도 주주관여의 목적과 전략, 영향 등에서 차이가 확인되었으며 실제 모니터링이나 경영상의 변화를 이끄는 데 기대 이상으로 효과가 확인되었다. 그렇지만 주주가치 외의 주주관여 동기는 확인하지 못했다.

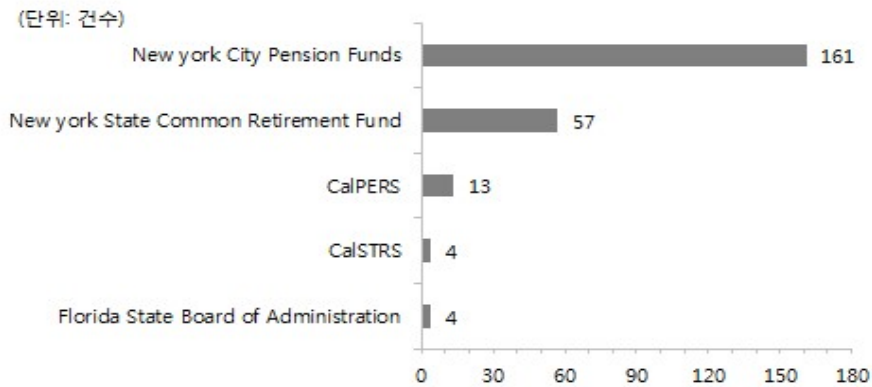
나. 실태

공적연금의 주주권 행사는 미국에서 시작되었으며 CalPERS와 CalSTRS 등이 주주관여정책을 채택하면서 부터이다. 이후 미국의 여러 공적연금과 캐나다 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board) 등 영미권의 공적연금들은 소극적인 의결권 행사를 넘어 적극적으로 사적 대화, 주주제안, 주주소송 등의 주주권을 행사하기 시작하였다. Proxy Monitor(2015)가 조사한 미국의 주요 공적연금의 주주권 행사 실태를 중심으로 살펴보자. 미국의 공적연금은 연방정부와 주정부, 공공기관의 종사자를 위한 퇴직연금을 지칭하는데, 미국 200대 DB형 퇴직연금 4.8조달러 중에서 공적연금은 3.2조달러로 전체의 67%를 차지할 정도로 영향력이 크다. Proxy Monitor(2015)는 5대 공

적연금인 CalPERS(2,970억달러), CalSTRS(1,870억달러), New York State Common Retirement Fund(1,780억달러)³³⁾ New York City Retirement Systems(1,590억달러)³⁴⁾, Florida State Board of Administration(1,550억달러)에 대한 조사 결과를 분석한 것이다.

미국의 5대 공적연금은 주주관여정책을 모두 도입하고 있지만, 실제 주주관여정책에 대한 태도와 적극성은 상당한 차이가 있다. 5대 공적연금이 주주제안 실태를 보면, 2006~2015년 동안 가장 활발하게 주주제안을 한 곳은 뉴욕시퇴직연금(New York City Retirement Systems)으로 161의 주주제안을 제출하였다. CalPERS는 예상과 달리 동 기간 동안 13건, CalSTRS는 4건의 주주제안을 제출했다. 결론적으로 미국 공적연기금은 주주제안에 그렇게 적극적이지 않으며, 공적연금 간에도 상당한 편차가 확인된다.

<그림 IV-1> Fortune 250 기업에 대한 미국 5대 공적연금의 주주제안 현황 (2006~2015)



자료: Proxy Monitor(2015)

33) The New York State Common Retirement Fund(NYSCRF)는 미국의 3대 공적연금(public pension plan)으로 가입자가 백만명이 넘으며 뉴욕주 공무원과 경찰, 소방관 등이 가입 대상이다. 그러나 운영은 민간베이스(a privately owned pension fund)로 하며 1983년에 조성되었다.

34) New York City Employees' Retirement System(NYCERS) 역시 공적연금이며 1997년에 세워졌다.

공적연금이 제출한 주주제안의 의제도 뉴욕시연기금(New York State Common Retirement Fund)의 경우 2006~2015년 동안 정치자금과 로비 (political spending or lobbying) 등에 관한 주주제안이 공적연금이 제출한 주주제안 전체의 63%를 차지할 만큼 압도적으로 많았다. 그 다음이 환경 이슈(environment)와 투자대상회사의 고용 관련 제안(employment right) 이 각각 21%와 9%로 그 뒤를 이었다. 지배구조(corporate governance)나 경영자보상(executive compensation)이 각각 2%와 5%로 큰 관심이 없었다. 반면 CalPERS는 같은 기간 Fortune 250 기업에 대하여 총 13건의 주주제안을 했는데, 이 중에서 11건이 지배구조 이슈였다. CalSTRS는 뉴욕시연기금과 마찬가지로 사회정책에 관심이 많다. 같은 기간 4건의 주주 제안 중에서 3건이 환경 관련 주주제안이었다. 플로리다주정부기금(Florida State Board of Administration) 또한 주주제안에는 소극적이며, 4건의 주주제안 모두 지배구조 이슈였으며, 이사회 매년 선출(declassifying the board of directors)을 요구하는 주주제안을 하였다. 이사회 매년 선출은 시차임기(staggered term)에 비해 주주행동주의에 의한 경영권 교체를 수월하게 하는 장점이 있다.

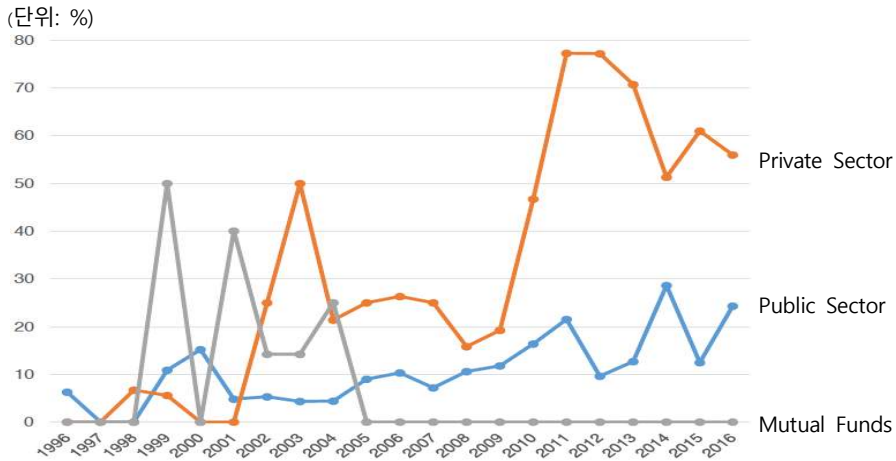
<그림 IV-2> New York State Common Retirement Fund의 Fortune 250 대상 주주제안 의제 (2006~2015)



자료: Proxy Monitor(2015)

그런데 공적연금이 발의한 주주제안은 사적연금 등 다른 투자자들에 비해 주주총회에서 통과할 확률은 더 높은 것으로 나타났다. <그림 IV-3>은 지배구조 관련 주주제안의 주주총회 통과비율을 보여주는데, 공적연금이 제출한 주주제안의 주주총회 통과율은 2000년대 중반부터 50~80% 사이에 놓여있다. 다만, 1990년대 후반에는 뮤추얼펀드가 발의한 주주제안의 통과율이 가장 높았다. 2001년 뮤추얼펀드가 제출한 지배구조 관련 5건의 주주제안 중에서 4건이 주주총회에서 통과되기도 했다. 그런데 뮤추얼펀드는 다른 기관투자자의 주주제안을 의결하는데 수동적 주주관여정책이 대부분이고 직접 주주제안을 하는 경우는 드물다는 점에 유의할 필요가 있다.

<그림 IV-3> 지배구조 관련 주주제안의 발의자별 주주총회 통과율 (1995~2016)



주 : Table Created from Data Provided in Georgeson's Annual Corporate Governance Reviews, 1995~2016

자료: Zanglein et al.(2017)

다. 사례: CalPERS

1) 개요

CalPERS는 캘리포니아 주정부 공무원을 대상으로 한 퇴직연금이다. 그래서 CalPERS는 주정부 헌법과 규정에 따라 규율되고 ERISA법의 적용도 받는다. CalPERS 이사회는 주법에 따라 충실의무와 주의의무(fiduciary duties of loyalty and prudence)를 부담한다. CalPERS의 운영과 직접 관련이 없는 목표를 투자성과를 희생하면서까지 추구할 수는 없다. 때문에 CalPERS는 전세계 공적연금 중에서 주주권 행사에 관한 한 개척자이자 가장 활발하게 주주관여정책을 이행하고 있지만, CalPERS의 투자철학을 담은 투자신념(investment belief)에서는 주주관여정책이 어디까지나 장기적인 투자성과에 부합하는 범위 내에서 행사되어야 한다는 점을 밝히고 있다.

1932년에 설립된 CalPERS가 지배구조와 관련하여 투자기업에 대하여 주주관여정책을 처음으로 실천한 때는 1984년이었다. 이때 투자대상기업의 지배구조가 기업가치에 중요하다는 지배구조정책(corporate governance policy)을 채택하면서 미국 대기업을 지배구조에 적지 않은 영향을 미쳤다.³⁵⁾ 1996년에는 지배구조원칙을 글로벌 기업에도 동일하게 적용하는 International Corporate Governance Programme을 채택하였고³⁶⁾, 1997년에는 영국 기업에 대해 corporate governance principles를 채택했다. 아울러 1994년부터는 투자대상기업 중에서 재무성과가 좋지 않은 기업에 대하여 적극적으로 관여하기 시작했다. 이것이 바로 유명한 포커스리스트이다. 또한 2000년대 들어서는 주주관여정책이 지배구조 이슈에 머물지 않고

35) 2003년의 NYSE의 Richard Grasso, 2005년 월트 디즈니의 Michael Eisner 사임은 CalPERS의 주주관여정책과 깊은 관련이 있다.

36) CalPERS는 글로벌 지배구조원칙에서, 주주관여정책의 중요성을 강조하기 위하여 기존의 'shareholder' 개념 대신 'shareowner' 개념을 새로 도입했다. 주주는 단순히 지분을 보유(holding)하는 것이 아니라 주인(owner)처럼 적극적으로 권리를 행사하는 주체라는 의미를 전달하기 위해서이다.

사회정책, 환경정책에 대해서도 투자대상기업의 중장기 가치 관점에서 적극적으로 고려되기 시작하였다. <표 IV-1>은 CalPERS의 주주관여정책의 역사를 나타낸 것이다.

CalPERS의 주주관여정책은 2013년 CalPERS가 도입한 10가지 투자 철학(investment beliefs)에 잘 반영되어 있다. 투자원칙 4가 주주권 행사와 밀접한 관련을 갖는다. 투자원칙 4는 CalPERS가 투자대상기업의 장기 가치 제고를 위하여 투자대상기업이 세 가지 차원(재무자본, 실물자본, 인적자본)의 자분을 실효적으로 잘 관리 할것을 요구한다. 그 세부지침으로 CalPERS가 투자대상기업과 CalPERS로부터 운용위탁을 받는 위탁자산운용사에게 지배구조와 지속가능성 이슈와 관련하여 관여할 수 있음(may)을 언급하고 있다. 그리고 여기서 지배구조와 지속가능성 이슈로는 지배구조, 위험관리, 인적자본관리(노동관행, 보건안전, 고용의 다양성 등), 기후변화 등 환경 이슈를 포함한다는 것을 명시하고 있다.

그리고 구체적인 실행원칙과 세부 지침은 CalPERS Governance & Sustainability Principles을 통해 구체화하고 있다. 원칙에서는 CalPERS가 특히 주주가치 관점에서 중요하게 생각하는 주주관여정책 의제로 투자자보호(investors rights), 이사회 구성(다양성, 독립성, 전문성), 보상체계, 기업공시(corporate reporting), 규제당국과의 대화(regulatory effectiveness)에 대하여 자세하게 서술하고 있다.

<표 IV-1> CalPERS의 주주관여정책 연혁

년도	내용
1984	투자대상회사 지배구조개혁 프로그램 도입
1985	미국 기관투자자협의회(CII: The Council of Institutional Investors) 설립 지원
1987	포커스리스트 프로그램 도입
1989	투자자와 환경단체 연합(Ceres) 설립, 지원하며 환경 이슈의 중요성 강조
1994	부동산 책임계약프로그램(Real Estate's Responsible Contractor Program) 도입, 공정한 노동환경(공정임금과 고용평등)의 중요성 강조
1995	글로벌 지배구조네트워크(ICGN) 창립 멤버로 참여
1996	International Corporate Governance Program 도입
2001	캘리포니아 신생운용사(EMP)제도 도입으로 캘리포니아 소재 11개 신생 PE운용사에 4.6억달러 투자
2002	엔론사태 이후 금융시장개혁프로그램 도입
2003	기후변화위험투자자네트워크(INCR) 발족. 기후변화 리스크관리 정책, 절차, 공시에 관한 투자자협력 증진 도모
2004	에너지소비절감을 위한 에너지효율목표를 설정하는 Environmental Technology Investment Program 도입
2005	UN PRI, UNEP FI 가입
2008	주주관여정책 가이드라인 'The Global Principles of Accountable Corporate Governance' 채택
2009	미국 사모펀드운용사의 지배구조가이드라인 'The Institutional Limited Partners Association (ILPA) Principles' 제정 지원
2011	ESG Integration plan 발표 Responsible Property Investment Strategies 도입
2012	ESG Integration 실행 방안 도입

자료: CalPERS(2014)

지금부터는 CalPERS의 주주관여 실태에 대해 구체적으로 살펴보자. 기본적 수단인 의결권 행사부터 CalPERS의 대명사가 된 포커스리스트, 주주제안, 투자철회 등에 대해 정책과 실태에 대해 살펴보자.

2) 의결권 행사 및 주주제안(proxy voting)

의결권 행사는 가장 기본적인 주주권 행사 수단이다. CalPERS의 의결권 행사는 CalPERS 의결권 행사지침(CalPERS Global Principles of

Accountable Corporate Governance)에 따라 해외기업과 미국기업에 대해 동일한 원칙으로 이루어진다. 최근의 의결권 행사 실태를 살펴보면, 2017년 상반기 동안 1,546개 기업의 주주총회에 참석하여 의결권을 행사하였다. 전체 12,000여건의 개별 주주총회 의안 중에서 7,500여건이 경영자가 제안한 의안이었으며 4,700여건이 기관투자자 등 주주들이 제안한 의안이었다. CalPERS는 경영자가 제안한 경영자제안(management proposal)에 대해서 87%를 찬성하고 13%를 반대하였으며, 주주제안에 대해서는 66%를 찬성하고 34%를 반대하였다.³⁷⁾

주요 주주제안으로 Cognex Corp의 경우 이사회 구성 다양화를 요구한 주주제안이 있었는데 CalPERS는 찬성했다. 에너지 관련 기업들(AES Corp., Marathon Petroleum Corp., Occidental Petroleum, and Duke Energy)의 경우 기후변화위험을 주주에게 보고할 것을 요구하는 주주제안이 있었는데, 이 또한 찬성하였다. 테슬라 주총에서는 Hermes EOS와 CalSTRS가 독립이사 2인 선출 등 지배구조 개선을 요구하는 주주제안이 있었는데 CalPERS 역시 찬성하며 연대를 표명했다. 또한 웰스파고(Wells Fargo) 주총에서는 9명의 이사후보에 대해 CalPERS는 반대했다. 2016년 200만개 불법계좌 스캔들과 관련하여 내부통제 실패가 있었다는 이유에서이다.

한편 2000년대 중반 들어 CalPERS는 ESG의 경우 직접 주주제안을 하거나 기관투자자들과 연대하는 사례가 늘고 있다. 2017년에는 이사후보추천(proxy access)³⁸⁾, 절대과반수투표제(majority voting)³⁹⁾, 기후변화보고서

37) CalPERS(2017)

38) 도드프랭크법에서 추진되다 좌절된 제도로서 주주가 선호하는 이사후보를 추천할 수 있도록 회사가 주주총회를 통지하는 의결권대리행사위임장(proxy statement)상의 이사후보자 명단에 해당 이사 후보자를 포함하도록 허용하는 제도(proxy access)이다. 2010년 도드프랭크법으로 도입되었으나 관련 SEC 규정(Rule 14a-11)이 법원에서 무효 판결나면서, proxy access의 정관 도입 여부는 주주와 경영진 간의 협상의 대상으로 주총의 핵심 이슈가 되고 있다. 이 제도는 소액 주주가 의결권대리행사권유(proxy solicitation) 절차를 피할 수 있는 장점이 있다. 우리나라는 상법과 금융지배구조법에 이미 규정되어 있다.

39) 주주총회에서 이사를 선출할 때 과반 득표와 관계없이 가장 많은 지지를 얻은 이

등에 대해 적극적으로 주주관여하고 있다. Old Republic International Corp 주총에서는 CalPERS가 직접 proxy access를 도입할 것을 주주제안 하였으며 뉴욕시연기금(New York State Common Retirement Fund)이 20개 기업에 대하여 제안한 proxy access 주주제안에 대해서는 주총에서 지지하였다. 절대과반수투표제의 경우 약 50여개 기업에 대하여 도입을 촉구하는 주주관여를 했는데, 32개 기업이 도입하였거나 도입을 약속하였다. 기후변화보고서 도입과 관련해서는 3개 기업(Occidental Petroleum, Chevron, ExxonMobil)에 대하여 다른 주주들과 공동으로 주주제안을 한 상태이다.

3) 포커스리스트(focus list)

CalPERS가 포커스리스트 방식의 주주관여를 도입한 것은 1987년이다. 1984년에 투자대상기업에 대한 지배구조개혁프로그램(corporate reform program)을 도입하고 3년이 지난 시점에서, CalPERS는 주가수익률 면에서 저성과이고 지배구조등급에서 저등급인 기업들을 집중 감시할 목적으로 포커스리스트 정책을 도입했다. 포커스리스트의 명단은 투자위원회에서 최종 승인되었으며, CalPERS가 주주관여정책을 이행하는 사실상 첫 번째 정책수단이 되었다.

포커스리스트로 선정되는 기업은 저성과 기업인데, 선정기준은 재무요인과 지배구조요인을 함께 고려한다. 지배구조를 장기적인 기업가치요인으로 보는 투자철학에 따른 자연스러운 선정방식이다. 지배구조요인은 글로벌 지배구조원칙(global principle)에 따라 지속가능성(sustainability)과 관련된 체크리스트(checklist)로 이루어진다. 크게 이사회 질과 다양성(board quality and diversity), 보고(corporate reporting), ESG 리스크, 투자자권리(investor right), 보상체계 적정성 등의 항목으로 구성된다. 이사회 질과 다양성은 이사회 구성원의 전문성과 독립성, 리더십은 물론이고 이사회 구성원의 성, 종교, 인종 등의 다양성을 중시한다. 기업보고

사후보를 이사로 선출되는 상대다수대표제(plurality voting)와 달리, 이사 전체투표 중에서 과반을 득표한 이사후보를 이사로 선출하는 방식이다.

(corporate reporting)의 경우 ESG 정책과 실행(practices), 경영전략(business strategy), 자본활용(capital deployment) 등을 평가한다.

포커스리스트 프로그램은 1987년 도입 이후 2011년에 큰 폭의 제도 변화가 있었다. 먼저, 대상기업을 확대했다. 미국에 상장한 기업을 대상으로 매년 1,000개의 리스트를 선정하다가 2014년부터 해외에 상장한 기업도 포함했다. CalPERS의 글로벌 투자비중이 확대되는데 따른 자연스러운 결과이다. 둘째, 포커스리스트와 다른 주주관여전략(사적 대화, 주주제안)을 연계하기 시작하였다. 저성과 기업으로 포커스리스트 명단에 오른 기업들에 대해서는 경영에 직접 관심을 표명하고, 필요한 변화를 이끌기 위해 회사와 사적 대화를 하거나 주주제안을 정식으로 제출했다. 셋째, 포커스리스트 명단을 공개주의에서 비밀주의(confidentiality)로 전환했다. 2010년까지 포커스리스트 명단을 공개하였으나 2011년부터 기업명단은 물론 해당 기업에 대한 주주관여 사항에 대해 비공개로 전환했다. 이는 주주관여정책과 포커스리스트의 연계에 따른 자연스러운 현상일 수도 있는데, 기관투자자들은 주주관여 내역을 낱말이 공개하는 것이 해당 기업과 건설적인 대화(constructive dialogue)의 성과에 도움이 되지 않을 가능성에 주목한다.

4) 투자회수(divestment)

CalPERS는 IPS⁴⁰⁾에서 투자회수(divestment) 원칙을 규정하고 있다. 투자회수는 투자철학과 상충하는 기존 투자를 회수하거나 신규 투자를 집행하지 않는 투자전략이다. 투자회수전략(divestment initiatives)은 글로벌 투자로 인해 그 중요성이 커지고 있다. 투자회수의 대상이 노동권이 열악한 나라의 기업 혹은 산업인 경우가 많기 때문이다.

투자자금을 직접 회수한 대표적인 사례로 두 경우가 확인된다. 하나는 2000년 담배기업에 투자회수 사례이다. CalPERS는 당시 패시브투자 포트폴리오에 포함되어 있던 담배 관련 기업의 주식과 채권에 투자자금을 회수

40) CalPERS(2016)

하였다. 이유는 당시의 담배산업에 대한 평판위험이나 규제위험, 소송위험 등을 고려할 때 담배산업이 장기적으로 고객 가치를 창출할 것이라는 전망이 불확실하다고 판단하여 투자회수가 수탁자책임에 부합한다고 판단한 것이다. 또 하나의 사례는 2012년 12월 커넥티컷트 뉴타운에 있는 샌디후크 초등학교(Sandy Hook Elementary School)에서 발생한 총기난사 사건과 관련이 있다. 당시 해당 대량살상무기(assault weapon)를 제조한 회사에 대하여 투자자금을 회수했다. 캘리포니아주법에 따르면 대량살상무기 판매가 불법인데, CalPERS가 해당 회사에 5백만달러를 투자한 사실이 확인되자 CalPERS 이사회는 2013년 2월 투자전액 회수를 결정했다.

그런데 현실적으로 실제 투자회수를 하는 경우는 국가적 차원의 외교적 결정일 때나 수탁자책임과 상충될 때 등 예외적인 경우를 제외하면 드물다. 이는 투자회수에 따른 기회비용과 수탁자책임 제약 때문이다. 앞서 살펴본 대로 CalPERS는 캘리포니아헌법(The California Constitution) Article XVI, Section 17)과 주법(Government Code (GC) Section 20151)에 의해 충실의무와 선관의무를 지켜야 하고, 이를 반영한 CalPERS 투자정책서(2016)에서는 CalPERS의 운영목표와 직접 관련이 없는 목표 달성을 위하여 투자성과를 희생하는 것을 금지하고 있다. 투자회수(divesting) 전략은 바로 이 조항과 상충할 수 있다. 투자자산을 다른 목적 달성을 위해 매각함에 따라 투자성과를 해칠 위험이 있기 때문이다. 더구나 투자회수가 사회정치 목적 달성에도 효과적인 전략이 아닐 수 있다. 투자회수는 한 투자자에서 다른 투자자로 소유권의 단순 이전에 불과하기 때문이다. 이로 인해 재무적 기회손실을 감내해야 하는 투자회수보다 해당기업을 지속적으로 모니터링하고 관여(engagement)하는 것이 현실적으로 더 선호되고 있다. CalPERS 지침에서도 투자회수보다 주주관여를 더 선호한다는 점도 밝히고 있다.

CalPERS가 투자자금을 회수하지 않고 건설적인 관여를 택한 경우로는 수단(Sudan) 및 이란(Iran)과 관련된 투자 건이 있다. 수단과 이란 기업에 대하여 미국 연방정부가 제재했을 때, CalPERS는 두 나라와 거래관계가 있는 기업의 투자를 회수하지 않는 대신 재무위험과 평판위험을 관리하는

주주관여정책을 선택했다. 수단법(The Sudan Act)에도 불구하고, CalPERS는 즉각적인 회수보다 인도주의적 거래 이외에 수단 기업과 거래하는 기업에 대해서는 모니터링을 강화하고 필요에 따라 회수(ultimately divest)하는 방침을 정했다. 또한 이란법(The Iran Act)에 따라 CalPERS는 이란과 거래하는 핵무기, 석유, 가스 관련 기업에 대한 투자에 대하여 2007년부터 모니터링을 강화하고 필요에 따라 회수하는 정책을 견지하고 있다. 이렇듯 CalPERS는 투자회수를 즉각 실행할지 주주관여정책을 우선할지의 판단을 전적으로 수탁자책임 관점에서 판단하고 있다.

5) 연대(partnership & advocacy)

CalPERS는 다른 기관투자자, 투자자 단체, 국제기구 등과 연대하는 주주관여전략에 적극적이다. 최근의 대표적 사례가 일본이 2014년 도입한 스튜어드십코드에 2016년 3월 서명한 것이다. 일본은 CalPERS의 글로벌 주식투자 익스포져에서 세계 2번째 국가일정도로 글로벌 투자와 관련하여 중요한 국가이다. 여기에 일본의 스튜어드십코드가 주주관여정책을 통하여 장기수익률 제고를 추구하는 CalPERS의 투자철학과 일치했다. CalPERS는 주주관여정책과 포커스리스트 프로그램이 연계되어 있기 때문에 일본의 스튜어드십코드 참여는 포커스리스트 프로그램의 실효성 제고를 위해서도 현실적으로 중요한 결정이었다. CalPERS는 이미 2015년부터 자신이 투자한 일본 기업들에 대하여 포커스리스트 프로그램을 적용하고 주주관여정책을 시작하였다.

CalPERS의 글로벌 연기금과 연대는 ESG 분야에서 두드러진다. 2011년에는 ESG 투자정책의 일환으로 글로벌 11대 연기금을 초대하여 경험을 공유하는가 하면 이미 2003년에 미국 내 투자자, 환경단체, 비영리시민단체 등이 연합하여 조직한 비영리조직 CERES(Coalition for Environmentally Responsible Economics)와 공동으로 기후변화위험투자자네트워크(Investor Network on Climate Risk: INCR)를 발족한 바 있다. 여기서 100개 이상의

기관투자자들이 투자대상기업의 기후변화정책과 절차, 공시 등을 논의하고 있으며 2005년에는 CERES에 직접 가입하여 지속가능성과 기후변화 등의 의제발굴을 주도하고 있다. CalPERS는 또한 UN 차원의 PRI(the Principles for Responsible Investment) 창립멤버로서 기관투자자 ESG 정책의 글로벌 확산에도 기여하고 있다. 그 외에도 CalPERS는 Asian Corporate Governance Association(ACGA), Council of Institutional Investors(CII), Global Investors Governance Network(GIGN), National Association of Corporate Directors(NACD) 등 주주관여를 통해 지배구조 개선을 공동으로 추구하는 국내외 기관투자자네트워크에 참여하고 있다.

6) CalPERS효과(CalPERS effect) 실증

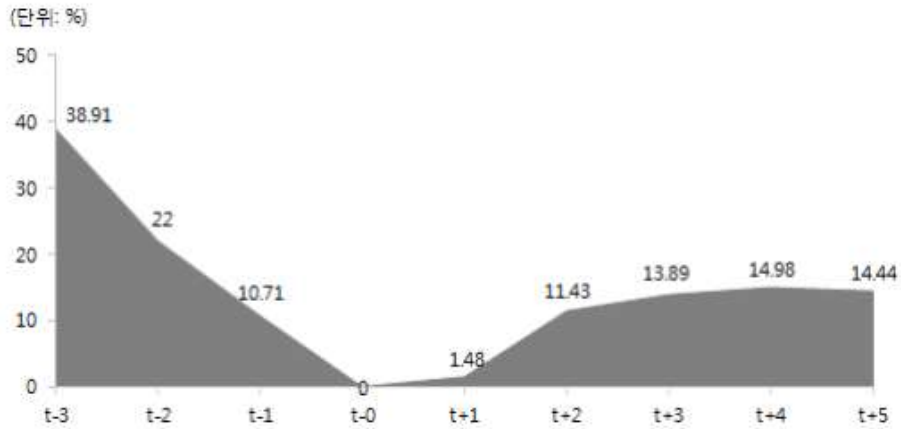
공적연금의 주주관여정책을 세계적으로 주도하고 있는 CalPERS에 대해서는 주주관여정책의 재무적 성과에 대한 관심도 높다. 일찍이 포커스리스트를 통해 주주관여정책을 수행했기 때문에 포커스리스트의 재무적 성과를 일컫는 CalPERS효과(CalPERS effect)를 실증하는 연구들이 CalPERS 이사회는 물론 학계에서 다양하게 제출되고 있다.

CalPERS 이사회는 2012년 포커스리스트 성과 평가를 위해 CalPERS 효과(CalPERS effect)를 측정하는 프로그램을 도입했다. CalPERS가 매년 이사회 승인을 거쳐 포커스리스트 대상이 된 기업의 수익률 변화를 측정하는 프로그램이다. 가장 최근 분석결과⁴¹⁾에 따르면 2014년 기준 포커스리스트 기업들은 FTSE 미국 대형주(담배 제외)의 벤치마크를 상회하고 있는 것으로 나타났다. 2014년부터 CalPERS 이사회를 자문하는 Wilshire도 1999년부터 2013년까지 총 14년 동안 포커스리스트 프로그램 대상이던 188개 기업의 주가 수익률을 분석했다. 대상 기업의 수익률 성과는 벤치마크 대비 초과수익률이며, 두 가지 벤치마크를 이용했다. 하나는 Russell 1000 Index이고 다른 하나는 개별 주식에 해당하는 Russell 1000 sector index에 수익률이다. 일별 수익률을 사용했으며, CalPERS

41) Junkin(2014)

가 주주관여를 처음 시작한 해를 기준으로 이전 3년간 총수익률과 이후 5년 수익률로 측정했다. <그림 IV-4>는 Russell 1000 Index에 대한 188개 기업의 초과수익률을 나타낸 것이다. 이벤트는 CalPERS가 해당 기업에 대하여 처음으로 서한을 보냈을 때나 다른 주주관여를 한 시점이다. 이벤트 이전 3년을 보면 해당기업들의 누적수익률은 Russell 1000 대비 평균 38.91%로 낮은 음의 초과수익률을 기록했고, 해당기업들의 섹터지수 기준으로의 누적수익률은 36.13%의 음의 초과수익률을 보였다. 반면, 이벤트 이후 5년을 보면 Russell 1000 Index에 대해서는 누적수익률 14.44%의 초과수익률을, Russell 1000 Sector Index에 대한 누적수익률은 11.21%의 초과수익률을 기록하였다.

<그림 IV-4> CalPERS효과: 포커스리스트 기업의 상대수익률 추이



주 1) 상대수익률이란 Russell 1000 Index 대비 누적초과수익률을 의미

2) t-3~t-0기까지 (-)수익률의 절대값으로 표기

자료: CalPERS(2014)

<표 IV-2> 초과수익률 창출 포커스리스트 기업의 분포 (Russell 1000)
(단위: 사, %)

	1년	2년	3년	4년	5년
양의 초과수익률 기업	87	101	93	85	81
(비율)	47.5	57.4	52.8	50.3	52.3
음의 초과수익률 기업	96	75	83	84	74
(비율)	52.5	42.6	47.2	49.7	47.7
전체 기업수	183	176	176	169	155
주가수익률(median)	-1.7	8.6	3.3	0.1	6.4

자료: CalPERS(2014)

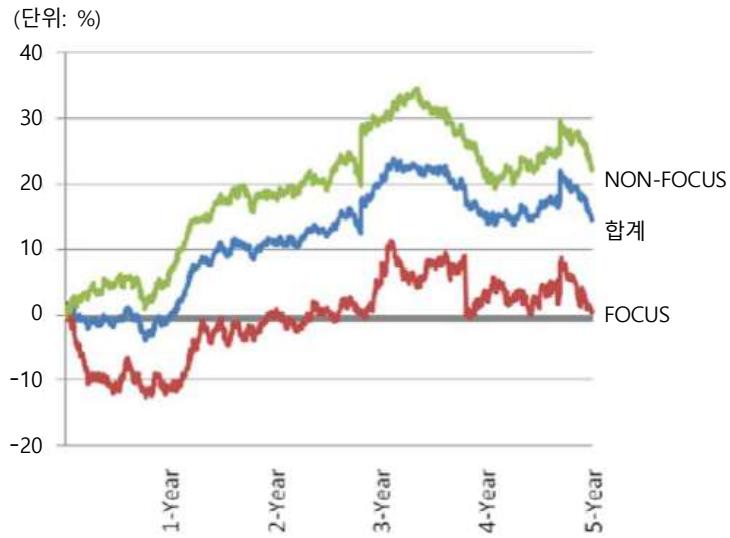
CalPERS(2014) 이전의 실증연구로는 Junkin & Toth(2009)와 Junkin(2010)이 대표적이다. Junkin & Toth(2009)는 1987년부터 2007년까지 포커스리스트에 포함된 기업들의 수익률 성과를 분석했다. 재무성과와 지배구조 등급이 낮은 139개 포커스리스트 기업들이 대상이었는데, 이때는 이벤트 전후 5년간의 상대수익률을 계산했다. 이벤트 이전 5년의 대상기업의 섹터지수에 대한 상대수익률은 누적 84.2%의 음의 초과수익률을 기록했으며, 이벤트 이후 5년의 상대수익률은 15.4%의 양의 누적초과수익률은 기록했다.

한편 Junkin(2010)은 CalPERS가 지배구조와 관련하여 모니터링하고 있는 포커스리스트 기업(focus list)뿐만 아니라 포커스리스트에는 포함되지 않지만 어느 정도 지배구조에 대하여 주주관여를 하고 있던 기업(non-focus list) 모두를 대상으로 1999년부터 2008년까지 155개 기업의 성과를 비교했다.⁴²⁾ 실증분석 결과는 포커스리스트 비포함 기업이 포커스리스트기업에 비해 성과가 우월하다는 것이었다. 여기에 대한 논문은 일종의 챔피언주기(named and shamed)효과의 부작용 가능성을 언급하고 있다. 공개되지 않고 조용히 주주관여정책을 한 포커스리스트에 포함되지 않은 기업들이 지배구조 등에서 변화와 적용이 빠르고 그것이 수익률 성

42) 59개가 포커스리스트 포함기업이고 96개가 포함되지 않은 기업이다.

과로 나타난 것이다. 이 같은 증거는 2011년부터 포커스리스트를 비공개 주의로 전환하는데 일정한 영향을 미쳤을 것으로 추측된다.

<그림 IV-5> 주주관여정책 성과: Focus그룹 대 Non focus그룹



주 : 벤치마크는 Wilshire 5000에 대한 해당 기업군의 이벤트 이후 초과수익률임
 자료: Junkin(2010)

3. 사적연금

가. 주주권 행사 규제

미국 퇴직연금은 DB형이든 DC형이든 IRA이든 플랜 유형에 관계없이 ERISA(The Employee Retirement Income Security Act)에 의해 규율된다. ERISA는 퇴직연금 수탁자(pension fund trustees)가 플랜 참가자

와 수익자의 이익을 위해 최선을 다해야 함을 명시하고 그 일환으로 수탁자에게 충실의무와 주의의무를 규정하고 있다. 그리고 주의의무의 일환으로 수탁자는 의결권을 행사할 것을 규정하고 있다. 주주권과 관련된 가장 최근의 미국 노동부(US Department of labor) 유권 해석은 Interpretive Bulletin 08-243에서 제시되었다. 여기서 수탁자는 수탁자책임의 일환으로 의결권을 성실히 행사할 의무가 있다고 규정하고 있다. 물론 이 의무는 ERISA Section 403(a)(2)에 따라 다른 수탁자에게 위임(delegation)될 수 있으며 위임받은 자산운용사는 원칙적으로 의결권 행사에 대한 배타적인 권한(exclusive right)을 갖게 된다. 때문에 수탁자도 자산운용회사의 의결권 행사 방침을 따라야 한다(must follow). 다만, 위임과정에서 단서 조항을 두었다면 그렇지 않다. 그리고 수탁자의 의결권 행사는 오로지 연금 가입자와 수익자 관점에서 경제적 가치를 감안하여 이루어져야 한다. 경제적 가치 외의 요인을 고려하는 것은 허용되지 않으며⁴⁴⁾, 수익자 관점에서 비용편익분석을 했을 때 의결권 행사 비용이 편익을 초과할 경우 또는 의결권 행사로 매매 등에 제약이 발생하여 투자성장에 불리하게 작용할 경우에는 의결권을 행사하지 않는 것이 바람직하다.

또한 미국 노동부(2008b)는 ERISA에 대한 유권해석을 통해 수탁자가 의결권을 행사하는 투자대상기업에 대하여 모니터링(monitor)해야 함을 언급하고 있다. 모니터링 범위에는 의결권 관련 문건 검토는 물론이고 관련 의안에 대한 비용-편익 분석, 자산운용회사의 의결권 행사 감시 등이 포함된다. 그 일환으로 노동부는 사적연금 수탁자가 투자정책서에 의결권 정책을 명문화할 것을 권고(recommended)하고 수탁자가 투자대상회사에 대하여 주주관여(shareholder action)하는 것을 허용(allows)하고 있다. 즉, 연금자산의 가치를 높일 것으로 예상되는 경우 경영진과 대화나 모니터링 등 주주관여를 허용하고 있다.

43) U.S. Department of Labor(2008a)

44) Votes shall consider only those factors that relate to the economic value of the plan's investment and shall not subordinate the interests of the participants and beneficiaries in their retirement income to unrelated objectives. Votes shall only be cast in accordance with a plan's economic interests.

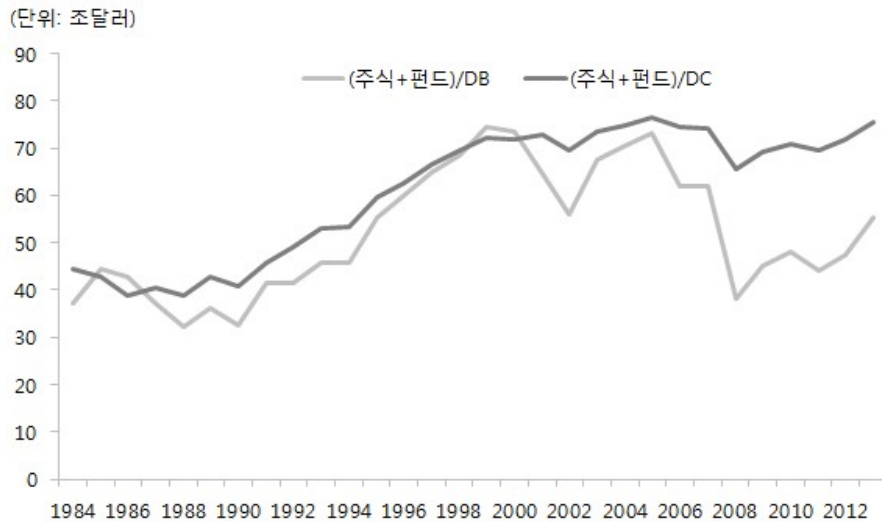
또한 노동부는 모니터링 이슈를 광범위하게 열거하고 있다. 지배구조의 경우 이사회 독립성, 전문성, 이사회 경영정보 접근성, 경영진 보상의 적절성, 그리고 기업 재무전략과 관련하여 인수합병정책의 적절성, 부채구조와 자본적절성 등을 언급하고 있고, 장기적인 경영전략, 근로자에 대한 교육투자의 적절성, 작업장 실태, 마지막으로 기업 성과에 영향을 미칠 수 있는 비재무요인을 열거하고 있다. 특히, 미국 노동부는 사회적 이슈에 대해서는 규정 차원에서는 비교적 보수적이며 원칙적인 입장을 견지하고 있다. 즉, 연금금이 공공정책이나 사회정치적 목적을 위하여 사회적 이슈에 대하여 수탁자책임을 행사할 경우 수탁자책임과 상충될 가능성에 대하여 언급하고 수탁자의 장기수익에 미치는 영향의 관점에서 사회적 이슈에 대한 주주권 행사의 중요성을 언급하고 있다.

영국은 2010년에 스투어드십코드 도입과 함께 사적연금을 포함한 모든 기관투자자들이 주주권 행사에 대한 정책과 행사 내역을 보고하도록 하였지만, 사적연금의 경우 스투어드십코드 도입 이전부터 주주권 행사에 대해서는 규제가 있었다.⁴⁵⁾ 스투어드십코드 이전에 도입된 투자정책서(Statement of Investment Principles: SIP), Myners Principles, 연금법 등이 모두 사적연금의 운영과 관련된 규정들이다. 2000년 도입된 투자정책서는 노동부가 모든 퇴직연금 신탁법인이 마련해야 할 투자정책서에 투자결정과 관련한 비재무요인에 대한 정책을 공개(disclosure)하도록 하였다. 2001년 영국 재무성(HMT)에 의해 도입된 Myners Principles에는 연금 신탁법인이 투자기업에 대하여 주주행동주의(engagement)를 하도록(should) 하는 원칙이 포함되어 있다. 연금개혁안을 담은 2004년 Pensions Act에는 수탁자책임원칙을 개별투자 건별 적용에서 전체 포트폴리오(수익률, 유동성, 안정성) 관점으로 적용하도록 재정의함에 따라 투자결정과정에서 비재무요소를 고려할 여지를 확대하였다.

45) 영국 사적연금의 고객자산운용 규정은 크게 두 갈래이다. 하나는 Pensions Act 1995처럼 신탁계약 성격을 갖는 고객자산을 운용할 때 적용되는 규정이고, 다른 하나는 비록 신탁계약은 아니지만 계약법과 과실법(negligence)에 따라 고객자산을 운용할 때 적용되는 규정이다. 과실법(negligence)에서 과실은 주의의무(duty of care) 위반과 그 인과관계(causation)와 손해(damage)가 입증되어야 성립한다.

그런데 사적연금의 주주권 행사 근거 규정에도 불구하고, 사적연금이 DB형 중심에서 DC형 중심으로 시장의 발전축이 이동하고 있다. <그림 IV-6>에서 알 수 있듯이 DB형 연금의 주식 보유규모가 1990년대 후반과 2000년대 초반 정점을 보인 이후로(시가총액 대비 60%) 크게 감소하여 현재는 401(k)의 주식 보유비중과 큰 차이를 보이지 않고 있다.⁴⁶⁾

<그림 IV-6> DB형 연금과 DC형 연금의 주식 및 펀드 보유비중



주 : 비중은 DB형, DC형 연금의 주식과 뮤추얼펀드 보유비중을 나타냄
 자료: 미국 자금순환표

이 같은 DB형 사적연금의 위축은 기관투자자의 주주권 행사와 관련하여서도 중요한 의미를 갖는다. 주주권 행사에서 DB형 연금은 주로 노동조합이나 공적 기관이 주도하는데 비해 401(k)는 뮤추얼펀드를 운용하는 자산운용회사가 중심이기 때문이다. 사적연금이 주주권 행사에서 차지하

46) 가입율 면에서도 1975년에 미국 전체 근로자의 28%가 DB형에 가입하고 DC형에는 7%, DB형과 DC형의 동시 가입이 10%였으나 2011년에는 전체의 2%만이 DB형에 가입하고 DC형에 33%, DB형과 DC형 동시 가입이 11%였다.

는 중요성은 줄어드는 추세이다. 대부분의 DC형은 연금 수탁자보다 고객이 선택한 개별 뮤추얼펀드의 스폰서가 주주권을 대리 행사하는 방식으로 변화하고 있기 때문이다.⁴⁷⁾ Zanglein(2016)은 DB형 퇴직연금의 쇠퇴가 연금의 노동조합 중심의 주주권 행사에 어떤 영향을 미쳤는지 연구하였다. 그에 따르면, DC형 연금의 보유 주식 의결권을 행사하는 대형 자산운용회사들이 노동조합연맹(AFL-CIO)⁴⁸⁾ 가이드라인과 부합하여 의결권을 행사하는 비율은 블랙록 30%, 피델리티 10% 등으로 매우 낮은 것으로 나타났다. 노동조합 주주권 행사의 영향력 약화를 단적으로 드러내는 통계이다. 마찬가지로 뮤추얼펀드는 회사의 사적 대화 등에도 크게 관심이 없었으며, 주주제안에도 매우 소극적이었다. 결국 사적연금에서는 시장구조의 변화와 함께 주주권시장에서 적극적 주주권을 행사하던 노동조합 중심의 기업연금 역할이 크게 약화되는 가운데 주주권 행사에 그간 상대적으로 소극적이었던 뮤추얼펀드의 중요성이 부각되고 있다.

나. 주주권 행사 방식

미국 노동부의 2008년 유권해석에서는 사적연금의 주주권 행사 방식으로 이사진과의 대화, 의결권 행사, 주주제안, 주주제안 지지, 주주소송 등을 열거하고 있다. 그렇다면 이제 구체적으로 미국의 사적연금이 어떻게 주주권을 행사하고 있는지 살펴보자.

첫째, 의결권 행사. 앞서 보았듯이 의결권 행사는 ERISA법에 의결권 정책을 의무화하지는 않았지만 노동부의 유권해석에서 의결권 행사정책을 만들고 주의의무에 따라 의결권을 행사하도록 권고하고 있다. 그렇지만 현실에서는 퇴직연금들이 DC형으로 전환하면서 의결권 행사에 소극적이거나 경영자의 이해에 일치하는 의결권 행사가 많았다. DB형 연금의 주

47) Zanglein(2016)

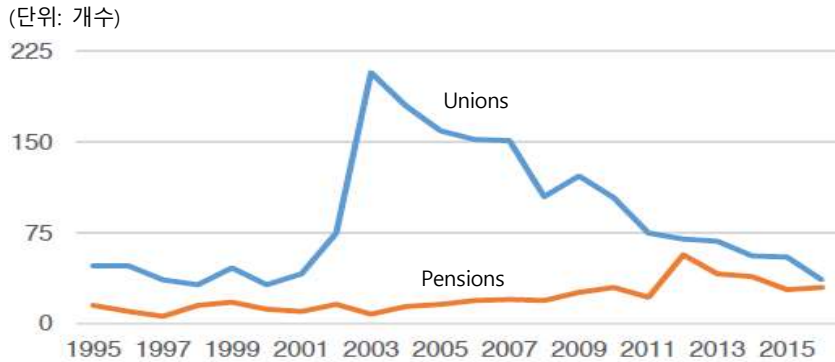
48) The American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations (AFL-CIO)는 미국 최대 노동조합연맹이다. 56개 미국과 해외 노동조합이 참여하고 있으며 1,200만 근로자와 퇴직자가 가입하고 있다.

주주권 행사와 관련하여 영향력이 큰 노동조합 단체인 AFL-CIO의 연간 서베이에 따르면 DB형 연금의 경우 자산을 위탁받은 자산운용사들이 AFL-CIO, ISS 등의 의결권 행사 가이드라인에 따라 의결권 정책을 만들고 의결권을 행사하는 경우가 많은 것으로 조사되었으나, DC형 연금의 경우 앞 절에서 살펴본 대로 그렇지 않았다. DC형 연금자산은 대부분 뮤추얼펀드로 운용되는데, 대다수 뮤추얼펀드들이 의결권을 적극적으로 행사하지 않거나 경영진에 우호적으로 의결권을 행사하는 것으로 나타났다.

둘째, 사적 대화와 주주제안. 연기금들은 2장에서 살펴본 대로 투자대상기업에 대한 건설적 주주관여전략으로 사적 대화와 공식적인 주주제안을 병행하는 전략을 사용한다. 기업 경영진이 주주제안 전에 기관투자자들과 협의를 통해 해당 주제에 관하여 건설적인 대화가 이루어지면 주주제안은 철회(withdrawal)되는 것이 일반적이다. 2장에서 살펴본 대로 노동조합과 공적연기금 등 기관투자자의 주주제안은 건설적 대화를 통해 원만히 타결되는 경우가 많아 주주총회까지 가지 않고 철회되는 비율이 30% 내외로 높았다. 2016년에도 뉴욕시연기금이 발의한 72개 주주제안 중 15건을 제외하면 모두 주주총회에서 표결 전에 해결되었다. 사적 대화가 주주제안 표결보다 빠르고 일반적인 주주관여방식이 되고 있는 것이다. 2014년 CalSTRS의 경우에도 2014년에 100개 회사에 대하여 경영진보상과 지배구조개선을 요구하는 서한을 주주제안 이전에 보냈다. 여기에 대하여 대부분의 해당 기업들은 CalSTRS의 요구 사항들을 회사정책에 반영함에 따라 주주제안을 제출하지 않았으며, 회사와의 대화가 진전을 보이지 않은 4개의 투자대상회사에 대해서만 CalSTRS가 주주제안을 제출하였다. 그 결과, 네 건 중 세 건의 주주제안은 주주총회에서 통과되었다.

사적연금의 주주제안은 주로 노동조합이 주도하는 DB형 연금에 의해 주도되는데, <그림 IV-7>은 1995년 이후 기업지배구조와 관련된 주주제안의 추이를 나타낸다. 노동조합(unions) 주도의 주주제안이 공적연금(pensions)의 주주제안보다 전 기간에 걸쳐 많은 것을 확인할 수 있으며, 2000년대 초에 가장 크게 늘어났다가 최근에는 많이 줄어든 상태이다.

<그림 IV-7> 미국 사적연금의 지배구조 관련 주주제안 추이



자료: Zanglein(2016)

셋째, 위임장경쟁(proxy fight). 위임장경쟁은 기존 경영진을 교체하고 새로운 이사를 선출하는 등 비우호적인 목적으로 수행되는 주주권 행사전략으로 주주총회에서 매우 격렬한 위임장 대결이 특징이다. 미국 노동부는 이 같은 비우호적이고 공개적인 유형의 주주권 행사에 대해서는 참여를 권고하지 않고 있다.⁴⁹⁾ 다만, 퇴직연금 중에서 공적연금 성격을 갖는 CalSTRS는 위임장경쟁전략을 구사한 적이 있다. 2015년 CalSTRS는 Legion Partners Holdings와 연합하여 Perry Ellis International, Inc에 대하여 위임장경쟁을 벌인 적이 있다. 결과는 성공적이었지만, 이들이 해당 주식을 5% 획득하고 Schedule 13D를 제출한 후 기존 경영진과 두 명의 독립이사를 교체하고 경영진승계플랜을 발표하기로 회사와 합의하는데 약 11개월이 소요되었다. 그 기간 동안 주식가격은 52% 상승했다. 이는 공적연금이 이례적으로 위임장경쟁에 참여한 사례인데, 그 결과는 성공적이었다.

49) The Department of Labor does not recommend this kind of shareholder activism.

다. 사례: TIAA

1) 개요

미국 TIAA(Teachers Insurance and Annuity Association of America)⁵⁰⁾는 교사, 연구원, 의료인 등을 대상으로 퇴직저축프로그램을 제공하는 대형 사적연금이다. 1918년 비영리 조직의 근로자를 위한 생명보험서비스 목적으로 뉴욕주법에 따라 설립되었으며, 이후 1952년에 CREF(College Retirement Equities Fund)를 설립하며 종합연금서비스를 제공하고 있다. 이는 대학 등의 근로자를 위한 퇴직연금이지만 일반적인 기업연금과는 차이가 있다. 주로 노동단체가 주도하는 기업연금과 달리 TIAA는 노동조합이 주도하지 않는다. 2016년 기준으로 현재 4,000억달러 이상을 운용하고 있는 DC형 플랜이다. 그럼에도 동시에 TIAA는 사적연금 중에서 가장 오래전부터 주주권 행사에 관심을 가진 사적연금이다. 이미 1970년대 초부터 기업 경영진이나 이사회와 비공식적인 대화(dialogue)를 시도해 왔으며, 남아프리카공화국의 인종차별정책(apartheid) 같은 사회적 이슈에도 관심을 일찍이 가지고 있었다. 그들은 또한 경영자 보상정책에 관한 의결권을 행사한 미국 최초의 사적연금이며, 주주가치에 영향을 주는 사회 이슈(social topics)에 선도적인 입장을 발표하고 있다. 이와 관련하여 1990년에는 사회적 이슈에 특별히 참여하고 투자하는 사회투자계정(CREF Social Choice Account)을 도입하고, KLD Broad Market Social Index를 벤치마크하여 환경과 사회적 기준을 만족하는 기업들에 투자하고 있다. 또한 지난 수년동안 환경, 인권, 근로환경 등과 관련하여 기업들에게 더 높은 정보공개와 투명성을 지지하는 방향으로 의결권을 행사하였으며, 다른 기관투자자와의 연대에도 적극적이어서 Context of the ICGN, Council of Institutional investors 및 Asian Corporate Governance Association 등에 참여하고 있다.

50) TIAA는 2016년 이전까지 TIAA-CREF(Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund)로 불렸다. 처음 회사명은 TIAA였다가 주식형 펀드에 투자하는 CREF 부문을 인수하면서 TIAA-CREF로 한동안 불렸다. 그러다 2016년 2월에 로고를 다시 TIAA로 전환했다.

1980년대부터 일찍이 지배구조 이슈에 관심이 많았으며, 회사의 과도한 경영권 보호장치에 적극적으로 반대하였고, 이사회 독립성과 다양성, 경영자보상 등과 관련된 주주권 행사에도 적극적이었다. TIAA 투자정책서에는 지배구조, 환경, 의결권 등에 관한 세부 가이드라인이 포함되어 있으며, 이 중 TIAA corporate governance program에는 주주관여정책과 이행 방안, 의결권 행사, 규제당국과 대화, 투자회수(divestment) 등에 관한 세부 내용이 포함되어 있다.

2) 주주권 행사전략

TIAA의 주주행동주의는 크게 사적 대화, 주주제안, 의결권 행사, 투자철회 방식으로 이루어진다.⁵¹⁾

첫째, 사적 대화. 사적 대화는 TIAA가 가장 중시하는 주주권 행사전략으로 주주권 행사를 사적 대화와 동일시할 정도로 TIAA가 가장 일반적으로 활용하는 주주관여방식이다. TIAA는 홈페이지를 통해서도 주주관여방식 중에서 사적 협의를 가장 선호한다는 것을 공개적으로 천명하고 있다. TIAA는 사적 대화를 조용한 외교(quiet diplomacy)에 비유할 정도로, 당사자 간의 상호신뢰를 통해 건설적으로 문제를 해결할 수 있는 전략으로 다른 주주관여정책보다 더 효과적이라고 믿고 있다. 사적 대화는 전반적인 주주권 행사의 방향을 정하는데도 효과적이며 해당 기업에 보다 심도 있는 주주관여를 위한 정보수집 역할을 하기도 한다. 사적 대화는 주로 투자대상기업들의 ESG 정책에 관한 것으로 TIAA가 마련한 ESG 가이드라인을 설명하고 준수하도록 유도하는 협의 채널이다. TIAA는 2015년 300개 이상의 투자대상기업을 상대로 사적 대화를 진행했으며 도드프랭크법 이후에는 보다 활성화되고 있다.

2016년 사적 대화를 통한 TIAA의 주주권 행사의 주된 의제는 경영자보상, 이사회 독립성, 기후변화, 이사후보추천(proxy access) 등이었다.

51) www.tiaa.org/public/about-tiaa/corporate-social-responsibility/stewardship-corporate-governance

먼저 경영자보상 의제의 경우 미국의 주요 에너지기업들의 경영자보상안에 관한 주주총회 의안에 대하여 TIAA는 3년 연속 반대 의사를 표결했으며 해당 기업들과의 사적 협의에서 경영자보상에 관한 공시를 강화하도록 하는 합의를 이끌어 냈다. 둘째, 이사회 독립성은 아시아 기업들에게 중요한 이슈이다. TIAA는 일본기업 이사들의 독립성이 높지 않다고 판단하고 이사회의 책임성을 강화할 것을 요구한 바 있다. 그 결과 일본 금융청은 2010년 상장규정 개정을 통해 최소한 1명 이상의 독립이사의 선임을 의무화한 바 있다. 2014년 현재 도쿄거래소에 상장한 대기업의 45% 이상이 2명 이상의 독립이사를 선임하고 있는 것으로 확인되고 있다. 또한 TIAA는 이사후보추천(proxy access) 정관 도입을 지지하며 이를 통해 이사회의 책임성이 더 높아지는 것을 지지하고 있다. 2015년에는 약 100개 이상의 지분을 상위 투자대상기업들에게 proxy access를 도입하도록 촉구한 바 있다. 셋째, 기업들에게 기후변화정책에 대한 대응을 요구하고 있다. ESG 리스크를 관리할 수 있도록 보다 투명하고 지속가능하게 보고서를 작성할 것으로 권고하고 있다.

그렇다면 TIAA가 즐겨 사용하는 사적 대화는 얼마나 경영진을 규율하는 효과가 있는가. 아쉽게도 사적 대화는 그 속성상 비공개가 원칙이어서 그 성과나 빈도 등을 파악하기 어렵다. 그런데 유일하게 Carleton et al.(1998)⁵²⁾은 TIAA와 투자대상기업 간에 오고 간 서신(letter) 자료를 이용하여 비공식 대화의 실태와 성과를 분석하고 있다. 그들에 따르면 TIAA와 접촉한 1992~1996년 동안의 45개 기업들 중에서 71%가 주주제안에 대한 주주총회 표결 전에 경영진과의 사적 협의에 성공했으며 29%가 사적 협의에 실패하여 표결로 이어졌다. 대부분이 주주제안 전에 사적 대화를 통해 경영진과 건설적 대화가 종결되고 있는 것이다. 이 사실로부터 이들은 기관투자자 주주관여정책에 대한 성과 연구가 주주제안 중심으로 이루어지고 평가되는 것의 문제점을 지적하고 있다. 주주관여정책 전체의 성과를 과소평가할 가능성이 있다는 것이다.

52) Carleton et al.(1998)과 Lucian et al.(2009)을 참조

둘째 주주제안. TIAA는 SEC에서 정한 의결권 행사에 관한 공시 이외에 주주관여 활동에 대해서는 외부에 공개하지 않고 있다. 주주관여활동에 대한 비밀주의가 투자대상기업과의 신뢰 형성에 중요하다는 판단 때문이다. 더구나 주주제안은 사적 협의 방식과 보완적이고 연속적으로 이루어지기 때문에 신뢰관계 면에서 공개주의가 바람직하지 않은 측면이 있다. 때문에 TIAA의 주주제안에 관한 구체적인 통계는 얻기가 어렵다. 홈페이지에 유일하게 게재된 자료에 따르면, 2007년부터 2011년까지 31건의 주주제안을 발의한 것으로 나타났다. 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility)과 절대다수투표제(majority voting) 등에 관한 제안이 포함되어 있다.

셋째, 의결권 행사. TIAA는 다른 연기금처럼 의결권 행사에 관한 정책과 구체적인 의결권 행사 내용을 SEC의 Form NP-X에 따라 공개하고 있다. 매년 9,000개 이상 기업의 주주총회 의안에 대하여 찬반을 투표하는데, 의결권자문회사에 업무를 위탁하는 CalPERS 등 다른 연기금과 다른 점은 의결권 행사를 내부조직(in-house)에서 전적으로 수행한다는 점이다.

넷째, 투자철회(divestment). 투자철회는 CalPERS와 마찬가지로 예외적이고 드문 전략이다. 투자정책서에는 원론적으로 투자철회나 주식보유 비중 조절 등이 가능하도록 하고 있지만 극단적인 경우를 제외하면 투자철회로 인한 비용이 더 클 것으로 판단하고 있다. 투자철회는 주주로서 지위를 포기하는 것이자 미래의 생산적인 주주관여의 가능성을 차단하는 것이다. 또한 투자철회는 시장에 주는 영향력이 크지 않으며, 단기적으로도 손실을 감내해야 하는 경우가 많다. 이런 이유로 인해 투자철회를 하는 경우는 많지 않다.

4. 뮤추얼펀드

가. 법적 근거

뮤추얼펀드는 주주권 행사에 무관심하다는 것이 일반적인 평가이다. 이런 가운데 뮤추얼펀드가 주주권 행사의 기본수단인 의결권에 대해서 고객 관점에서 관심을 갖게 된 것은 SEC가 2003년 의결권 행사 공시 가이드라인을 도입하면서 부터이다. 그 전에는 미국 SEC도 뮤추얼펀드의 의결권에 대하여 어떤 규제도 하지 않았다. 일찍이 투자회사법과 투자자문회사법을 통해 기관투자자의 고객에 대한 수탁자책임을 규정하고 있었음에도 의결권 행사를 수탁자 책임 관점에서 규제할 필요성은 느끼지 못했던 것이다.

의결권 규제가 2003년 도입된 것은 엔론사태로 인한 싸베인-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act: SOX) 제정 시기와 맞물려 있다. 기업에 대한 지배구조 규제의 일환으로 뮤추얼펀드로 하여금 투자자에게 해당 뮤추얼펀드의 의결권 행사정책과 행사내역을 공시하도록 한 것이다. 이는 자산운용회사가 의결권 행사 과정에서 실제 수탁자로서 고객에 대한 책임을 다하고 있는지를 고객에게 충실하게 알리라는 것이다. 이 공시 규제⁵³⁾의 대상은 1933년 증권법과 1940년 투자회사법 적용을 받으며, 운용자산(AUM)이 1억 달러 이상인 모든 투자회사에게 적용되며, 이들은 의결권 행사 정책과 행사 내역을 서식(Form) N-P를 통해 공개해야 한다.

이때 뮤추얼펀드가 어떤 의결권 정책⁵⁴⁾을 마련할 것인가는 자율적으로 결정하도록 했다. 또한 뮤추얼펀드는 의결권을 행사하는 구체적인 절차(process)를 자율적으로 마련하고 공시해야 한다. 행사 과정에서 운용자와 펀드투자자 간에 생길 수 있는 잠재적 이해상충을 해소하는 이해상충 해소정책과 그 절차도 함께 마련하여 공시해야 한다. 그리고 의결권

53) SEC(2003)

54) Rothberg et al.(2006)

행사 내역에 대한 공시는 매년 6월 30일까지 이루어져야 하며 의결권을 행사한 주주총회 의안마다 의안제안의 주체(경영진, 주주, 펀드 자신), 뮤추얼펀드의 해당 의안에 대한 의결권 행사 여부 및 행사 내용(찬성, 반대, 기권), 그리고 뮤추얼펀드의 의결권 행사 방향이 경영진에 대한 찬성 표결인지 반대 표결인지 등의 사항은 반드시 공시하도록 하였다.

2003년 뮤추얼펀드에 의결권 정책과 행사 내역 공시규제의 도입은 당시로서는 충격적인 것이었다. 그때까지 대다수의 뮤추얼펀드는 의결권 행사는 했지만, 적극적이지 않았고, 경영자에게 우호적이었다. 경영성과에 불만이 있어도 경영진에게 문제 제기를 하는 데 익숙하지 않았다. 대신 뮤추얼펀드는 월스트리트룰에 따라 주식을 팔거나 축소 조정하며 경영 성과에 대한 불만을 간접적으로 표현했다. 이런 관행에 익숙해져 있던 자산운용회사들은 2003년 SEC가 도입한 의결권 공시규제에 대해 당연히 반대했다. 의결권 행사에 무관심한 펀드 투자자에게 의결권 행사와 공시 규제는 편익보다 비용이 클 수 있으며, 심지어 투자대상회사들이 지배관계나 거래관계 등을 이용하여 자산운용회사에게 불이익을 줄 수 있다는 등의 우려를 나타내며 반대했다. 그럼에도 SEC는 투자자의 최선의 이익을 위해 의결권을 행사해야 할 수탁자로서 책임이 있는 만큼 그 결과를 투자자에게 알려줄 의무가 있다고 판단하고 공시규제를 도입하였다. 공시규제의 도입으로 자산운용회사의 주주권 행사는 새로운 변화의 계기를 맞게 되었으며, 의결권을 넘어 다양한 주주권 행사에 대한 성찰의 계기가 되었다.

그런데 2008년 글로벌 금융위기는 또 한번의 변화의 계기가 된다. 지배구조와 관련한 다양한 규제들이 도드프랭크법에 도입되었기 때문이다. 경영자보상안에 대한 say on pay, 소수주주가 이사 후보의 추천을 쉽게 하도록 한 이사후보추천(proxy access) 등이 새로 도입되었으며, 브로커들의 재량적인 의결권 행사를 제한하는 등 적극적 의결권 행사에 대한 욕구를 크게 증가시킨 것이다. 뿐만 아니라 SEC는 도드프랭크법으로 지배구조, 노동, 환경 등 ESG에 대한 정보공개도 강화했다.⁵⁵⁾ 지배구조와 근로조건 관련해서 도드프랭크법 Section 953(b)는 SEC에게 회사의 CEO

55) SEC Investor Advisory Committee, 2016, Panel on Sustainability Reporting, <https://www.sec.gov/comments/265-28/26528-268.pdf>

를 제외한 모든 근로자의 연간 총소득(total compensation)의 중간값(median)과 CEO의 총소득, 그리고 두 지표 간의 배율(ratio)을 공시하도록 했다. 또한 도드프랭크법 Section 1503은 자원개발회사(mining companies)에게 광산의 안전과 보전에 관한 구체적인 정보를 SEC에 제출하는 분기 및 연차보고서에 기재하도록 의무화했다. 또한 SEC는 2010년 기후변화와 관련된 기업의 공시 가이드라인을 발표했다.

글로벌 금융위기 이후 지배구조 개혁과 비재무 경영정보에 대한 공시 강화는 뮤추얼펀드의 주주권 행사에 대한 기존의 태도에 큰 변화를 야기하는 계기가 되었다. 그리고 이 같은 관심과 주주권에 대한 태도는 뮤추얼펀드의 스타일에 따라 비교적 뚜렷이 구분되기 시작하였다. 이런 점을 고려하면서 아래에서는 2003년 의결권 공시규제 이후 뮤추얼펀드의 의결권 행사 실태와 글로벌 금융위기 이후 의결권 이외의 새로운 주주권 행사 흐름에 대해 살펴보기로 한다.

나. 액티브펀드의 주주활동

1) 의결권 행사

뮤추얼펀드에서 가장 중요한 주주권 행사는 의결권 행사이다. 뮤추얼펀드가 의결권을 구체적으로 어떤 방식으로 행사하는지 살펴보기로 하자. 미국에서 뮤추얼펀드의 의결권 행사에 관한 실태 연구는 2003년 공시규제가 도입된 직후에 여러 문헌에서 다루어지고 있다.

그 중에서 Rothberg & Lilien(2006)은 2004년 한 해 동안 미국의 10대 상위 뮤추얼펀드패밀리⁵⁶⁾가 공시하는 의결권 행사정책과 행사내역 자료를 분석하여 보고하고 있다. 그들은 몇 가지 세부적인 주제를 가지고 실태를 분석하였는데, 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 의결권 행사 방향이 패밀리 뮤추얼펀드별로 다른가 아니면 패밀리 단위로 거의 동일한 방

56) 10대 패밀리의 순자산은 당시 전체 뮤추얼펀드 순자산의 2/3를 차지했다.

향으로 행사하는가? 실태조사 결과 뮤추얼펀드는 의결권을 개별 펀드 기준으로 행사하기보다 대부분 패밀리 단위로써 블록으로 행사하였다. 물론 당시 대형 패밀리였던 AIM은 펀드별로 의결권을 행사하였으나, 대부분의 펀드패밀리는 모든 펀드에 적용하는 공통의 의결권 행사정책을 마련하고 거의 유사한 방향으로 의결권을 행사했다. 피델리티는 2004년 총 192,451건의 의결권을 행사했는데, 그 중에서 하나의 주주의안에 대하여 다르게 의결권을 행사하는 경우는 1,573건이었다. 전체의 약 0.8%에 해당하는 수준이다.

둘째, 2003년 공시규제 도입 이후 얼마나 많은 뮤추얼펀드가 회사 경영진의 의사에 반하는 방향으로 의결권을 행사했는가? 5개 대형 뮤추얼펀드패밀리를 분석한 결과, 경영진의 의사에 반하게 의결권 행사를 한 경우는 전체 행사 건의 17% 정도였다. 의제마다 구체적인 비율은 달랐는데, 회사가 제안한 경영자보상(executive compensation) 건의 경우 반대배율이 34%, 경영권 보호장치에 대한 반대비율(anti-takeovers)은 59%였다. 이는 대리인문제를 악화시키는 주주의안에 대해 뮤추얼펀드가 적극적으로 의결권을 행사한다는 것으로 공시규제의 긍정적 효과라고 평가할 수 있다. 그렇지만 회사의 비재무요소인 사회 및 환경 이슈에 대해서는 소극적으로 의결권을 행사하였다. 327개 사회 및 환경 안건 중에서 뮤추얼펀드가 찬성한 경우는 5%에 불과하였다.

<표 IV-3> Big 5 뮤추얼펀드패밀리의 의결권 행사 현황 (2004년 기준)
(단위: 건, %)

	의결 건수		경영진 의사와 반대투표 건수		경영진 의사와 반대투표비율(%)	
	찬성	반대	찬성	반대	찬성비율	반대비율
경영진보상 전체	3,635		1,220		34	
경영자보상	319		40		13	
보너스	791		69		9	
인센티브플랜	1,103		409		37	
퇴직금	151		104		69	
스톡옵션플랜	1,271		598		47	
경영권보호 전체	481		286		59	
포이즌필	233		163		70	
Classified (board)	31		19		61	
집중투표제	165		82		50	
절대다수의결	51		22		43	
Dual class (stock)	1		-		-	
Greenmail	-		-		n/a	
기타의안						
보통주 발행	1,513		470		31	
우선주 발행	157		46		29	
외부감사 인준	5,311		310		6	
외부감사 독립성	6		-		-	
	의결건수	찬성	반대	기권	알수없음	찬성비율
사회정책 전체	327	17	210	87	9	5
지구온난화	39	2	24	11	2	5
고용평등	5	-	2	2	1	-
Gender (bias)	20	1	15	4	-	29
Sex (preference bias)	17	5	10	-	2	0.5
근로환경	18	9	9	-	-	-
정치후원	228	-	150	70	4	5

자료: Rothberg & Lilien(2006)

셋째, 뮤추얼펀드는 투자시계(investment horizon)에 따라 의결권 행사 패턴이 다른가? 이를 확인하기 위하여 3~5년 장기투자를 하는 뮤추얼펀드와 Big 5 뮤추얼펀드 패밀리의 의결권 행사 패턴을 비교했다. 기본

가설은 집중투자와 장기투자를 특징으로 하는 장기운용 뮤추얼펀드는 기존 경영진과 신뢰가 강해서 경영진에 우호적인 의결권을 행사할 것이라 가설이었다.⁵⁷⁾ 이 가설은 현실에서도 작동하고 있었다. 장기운용하는 뮤추얼펀드들은 경영진에 더 우호적이어서 경영진에 반하는 의결권 행사는 전체의 5%에 그친 반면, Big 5 뮤추얼펀드패밀리의 경우 19%가 경영진 의사에 반하게 의결권을 행사했다.

<표 IV-4> 장기운용 뮤추얼펀드의 의결권 행사 특징

(단위: 건, %)

	의결권-찬성	의결권-반대	총의결권	찬성비중	반대비중
장기운용 펀드					
Legg Mason Value Trust	364	19	383	95	5
Clipper Fund	63	3	66	95	5
Fidelity Dividend Growth Fund	1,217	65	1282	95	5
Sequoia Fund	131	1	132	99	1
Torrey Fund	952	64	1016	94	6
White Oak Growth Stock	201	16	217	93	7
전체	2,928	168	3096	95	5
Big 5 Fund					
Janus	7,231	2,154	9,385	77	23
Vanguard	19,593	8,243	27,836	70	30
T Rowe Price	25,520	2,618	28,138	91	9
Putnam	7,762	2,065	9,827	79	21
Fidelity	28,252	5,302	33,554	84	16
전체	88,358	20,382	108,740	81	19

자료: Rothberg & Lilien(2006)

57) 물론 장기운용 펀드의 경우 장기적인 기업가치를 위해 수탁자책임 관점에서 경영자를 보다 객관적이고 엄격하게 규율할 수 있다고 반대로 가설을 세울 수도 있다.

넷째, 액티브펀드와 패시브펀드는 다른 의결권 행사 패턴을 보이는가? 액티브는 투자대상회사의 경영성과에 대응하여 주식을 처분할 수 있지만 패시브펀드는 이런 재량권이 제약되고 지수 비중만큼 개별 주식을 장기 보유해야 한다. Rothberg & Lilien(2006)은 인덱스펀드가 의결권을 적극적으로 행사할 유인이 적을 것이라는 가설을 세우고 분석 했다. 분석결과 이 가설은 유의미하지 않았다. 경영진 의사에 반하는 의결은 액티브가 11%, 인덱스가 13%로 예상과 달리 인덱스가 더 적극적으로 반대한 것으로 나타났다. 인덱스는 지수 비중만큼 장기 보유해야 하기 때문에 장기적인 기업가치에 관심이 크기 때문에 의결권을 통해 경영진을 보다 엄격하게 규율할 유인이 강할 수 있음을 시사하는 결과이다.

<표 IV-5> 액티브펀드와 인덱스펀드의 의결권 행사 현황

(단위: 건)

	Fidelity	Vanguard	AIM/Invesco	T. Rowe Pric	Merrill-Lynch
인덱스펀드명	Spartan 500	Inst. Index	SPSoo fund	Equity Index 500	Master Small Cap Value Trust
스타일	Large Cap	Large Cap	Large Cap	Large Cap	Small Cap
의결권 행사 건수	4,656	4,720	3,965	4,369	989
경영진 의사와 반대투표 건수	701	992	418	287	104
경영진 의사 찬성 건수	15	21	11	7	11
액티브펀드명	Magellan	Wellington	AIM Blue Chip	Large Cap Core Grow	Small Cap Value
스타일	Large Cap	Large Cap	Large Cap	Large Cap	Small Cap
의결권 행사 건수	2,267	266	1,868	951	951
경영진 의사와 반대투표 건수	181	65	160	77	75
경영진 의사 찬성 건수	8	24	9	8	8

자료: Rothberg & Lilien(2006)

다섯째, 뮤추얼펀드의 의결권이 고객에 대한 최선이익원칙에 충실하게 행사되고 있는가? 실증분석 결과, 의결권 행사가 뮤추얼펀드가 자산운용

회사와 투자대상회사의 경영진 간의 사적인 이해관계나 사업상의 거래관계 등에 의해 영향을 받는다는 것을 확인하지는 못했다. 이는 의결권 행사가 투자자보다 자산운용회사의 이익을 우선하는 방향으로 이루어지고 있다고 볼 수 없다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 거래관계에 있는 기업에 대해서는 자산운용회사가 투자대상회사의 경영진 의사에 반하는 방향으로 의결권을 행사하지는 않는다는 실증연구 결과를 보고한 Gerald & Kim(2005)과는 다른 결론이다.

2) 액티브펀드의 주주관여정책

다음으로 뮤추얼펀드를 액티브와 패시브로 나눠서 각각의 주주관여정책의 내용과 특징을 살펴보기로 하자. 사실 유형에 관계없이 뮤추얼펀드들의 가장 일반적인 주주관여수단이 의결권 행사이고, 모든 주주권 행사의 최종 단계가 주주총회에서 의결권을 행사하는 것이기 때문에 뮤추얼펀드의 의결권 행사를 다양한 주주관여정책의 관점에서 검토함으로써 기관투자자의 주주관여정책이 뮤추얼펀드의 역할을 이해하는데 도움이 될 수 있다. 물론 2003년 의결권 공시규제 도입, 그리고 글로벌 금융위기를 거치면서 액티브펀드들은 의결권 행사에 더 적극적으로 대응하기 시작했을 뿐만 아니라 의결권 행사를 넘어 다른 주주권 행사에도 관심을 보이기 시작했다.

가) 서신(letter)을 통한 주주관여

글로벌 금융위기 이후 좀 더 명확한 형태로 주주관여정책에 대한 관심을 드러내는 뮤추얼펀드들이 늘고 있다.⁵⁸⁾ 먼저 세계에서 가장 큰 자산운용그룹인 블랙록(blackrock)은 의결권을 분석하는 내부조직(in-house)을 강화하고 다른 기관투자자들과 연대는 물론이고 의결권자문기관의 추천과 별도로 중요 사안에 대해서는 직접적인 주주관여방침을 세웠다. 블랙록이

58) Sullivan & Cromwell LLP(2016b) 참조

의결권 행사 이외에 제일 먼저 시도한 전략은 경영진과의 서신이다. 물론 매년 투자대상회사에 서신을 보내지만, 2012년 수백개의 투자대상기업 이사회 의장과 CEO에게 보낸 서신에서 처음으로 블랙록의 의결권 행사 정책과 지배구조에 대한 관심, 그리고 중요하다고 판단되는 투자대상회사들에 대해서는 의결권 자문기관의 추천에 의존하지 않고 직접 주주관여를 하겠다는 내용 등 주주권 행사에 관한 강조된 내용이 들어 있었다. 2015년 서신에서는 의결권 정책을 개정하면서 투자대상기업들에게 블랙록이 기업의 장기가치를 중시하며 주주관여정책을 장기가치 관점에서 수행할 것임을 강조했다. 특히, 대형주 CEO들에게는 단기주의 경영의 개선을 촉구했다. 단기투자자의 이해에 맞추기 위해 자사주매입(buy back)을 한다거나 배당을 늘려 궁극적으로 장기적인 기업가치를 훼손하는 것에 대하여 경계하였다.

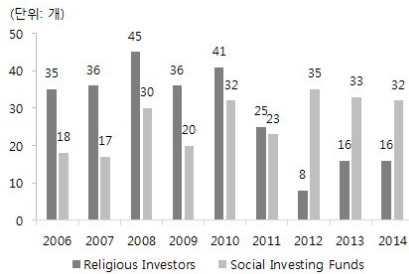
뱅크도 마찬가지다. 2012년 서신에서 뱅크드가 비록 운용 스타일은 패시브지만 지배구조 등에 관한 주주관여정책도 수동적(패시브)일 것이라고 판단하면 오산이라는 메시지를 던졌다. 그러면서 뱅크드가 지향하는 기업지배구조 원칙과 뱅크드가 직접적인 주주관여를 중시하고 있다는 점을 강조했다. 2015년 서신에는 이사회에 대한 감시가 주주관여정책의 중요 의제임을 강조하였다. 아울러 2016년에는 블랙록과 마찬가지로 주주관여정책의 목적은 장기적 기업가치 제고에 있으며 단기주의적인 기업 경영 행태에 반대한다는 점을 강조하고 있다. 이와 같이 자산운용회사들은 비공식적인 방식으로 주주관여정책에 대한 입장을 밝히는 등 과거와는 다른 태도를 보이고 있다.

나) SRI펀드의 주주제안

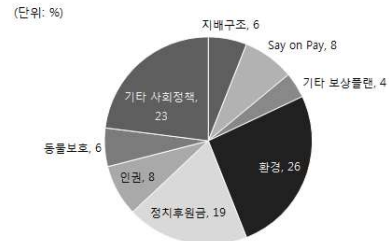
Proxy Monitor(2014)에 따르면 2000년대 중반부터 비영리 및 종교 관련 펀드가 제출하는 주주제안이 다소 둔화된 반면 사회책임투자펀드(SRI)들에 의한 주주제안이 크게 늘어나기 시작했다. 2006년부터 2014년 사이에 Fortune 250 기업에 주주제안의 특징을 보면 글로벌 금융위기 이후부터 사회책임투자펀드(Social Investing Funds)에 의한 주주제안이 중

교단체(religious investors)의 주주제안을 증가하였다는 것이다. 동 기간 동안 종교단체는 전체 ESG 관련 주주제안의 39%를 발의한 반면 사회적 책임투자펀드는 36%를 발의했다. 그리고 주주제안을 발의한 펀드를 관리하는 운용사 중에는 독립계의 책임투자 전문운용사들이 많았다.⁵⁹⁾ 주주제안의 의제는 동 기간 동안 사회적 책임투자펀드가 발의한 주주제안의 82%가 사회적 정책 관련 이슈였으며 경영자보상이 12%, 지배구조가 6%였다. 세부적으로는 환경 의안 26%, 정치후원금 19% 등이다.⁶⁰⁾ 그런데 앞서 언급했듯이 사회적 정책 의제들은 현실적으로 과반을 얻는데 어려움을 겪고 있다. 60~70%가 주총을 통과하지 못하고 있기 때문이다. 그럼에도 사회적 정책 관련 주주제안은 경영자들에게 부담이 되고 있다. 미디어와 대중적 관심이 집중되면서 평판에 부담을 느끼는 일부 경영자들이 변화를 선택하기도 하기 때문이다.

<그림 IV-8> SRI 뮤추얼펀드의 주주제안 건수 추이



<그림 IV-9> SRI 뮤추얼펀드의 주주제안 의제



주 : 250개 기업 중 219개 기업 대상
 자료: Proxy Monitor(2014)

59) 대표적인 사회적 책임투자 운용사로는 책임투자를 수행하는 가장 오래된 독립계 자산 운용회사인 Trillium Asset Management 외에도 Nathan Cummings Foundation, Domini Social Investments 등을 들 수 있다.

60) 미국은 기업의 정치자금 후원을 금지한 정치자금개혁법을 2010년 연방대법원이 위헌판결 내리면서 기업의 정치 후원금(political contribution)이 가능해졌다. 그러나 주주로서는 기업이 자발적으로 공시하지 않으면 정치 후원금 내역을 알 수 없어 주주가치를 훼손한다는 비판이 계속되면서 주주총회의 사회적 정책 이슈로 주주제안의 주요 의제가 되고 있다.

3) 5%룰(rule) 추종 액티브펀드 개발

헤지펀드 투자자인 Carl Icahn, Bill Ackman, and Daniel Loe 등은 헤지펀드주주행동주의를 추종하는 뮤추얼펀드를 개발하고 있다. 주주행동주의자들이 공격적으로 주주관여를 하여 의결권 있는 발행주식의 5%룰을 취득한 경우에는 증권거래법 5%룰에 따라 SEC에 그 사실을 공개하는 13D 신고서를 제출해야 하는데, 뮤추얼펀드들이 13D 제출 기업들을 포트폴리오에 포함하는 펀드를 구성하는 것이다.

여러 실증결과들은 13D 제출 기업을 포트폴리오로 하는 뮤추얼펀드들이 양의 초과수익률을 얻는 것으로 보고하고 있다. Greenwood & Schor(2009)는 1993년에서 2006년 사이에 SEC에 13D를 제출한 기업들을 대상으로 제출(filing) 한달 전부터 제출 후 18개월 동안의 누적 초과수익률이 10.3%라고 추정하고 있다. 이 초과수익률은 대부분 제출 3개월 후부터 18개월까지 집중적으로 발생하였다. 또 다른 연구인 Klein & Zur(2008)도 13D 제출 전후로 10.2%의 양의 초과수익률이 추정되었으며 초과수익률은 그 다음해에도 추가적으로 11.4%가 실현되었다.

현재 뮤추얼펀드로 출시된 5%룰 추종 펀드로는 DDDIX와 OFSCX가 있다. 미국의 DDDIX(13D Activist Fund)는 주주행동주의와 관련된 대표적인 뮤추얼펀드이다. 이 펀드는 뉴욕 소재 13D Management LLC에서 운용하고 있으며, 롱온니(long-only)전략이나 이벤트드리븐(event-driven) 전략을 구사하는 SEC 13D 제출기업들이 포트폴리오에 포함됐다. 대체로 10~15개의 헤지펀드들이 목표기업으로 삼은 20~40개의 기업을 포트폴리오로 구성했다. 2011년에 설정된 DDDIX는 2017년 9월 현재 순자산이 2.9억달러, 총비용(TER) 1.51%인 No-load 펀드⁶¹⁾이다. 자산배분은 미국 주식에 85%, 해외주식에 11% 투자되어 있다. 수익률은 2012년 이래 YTD로 8% 수준으로 벤치마크 11%보다 낮은 수준이나 수익률 안정성 면에서는 2015년을 제외하고 벤치마크를 상회하며 초과수익률을 얻고 있다.

61) 운용 수수료만 투자자에게 부담시키는 대신 판매 또는 해약시에 투자자로부터 일체의 수수료를 징수하지 않는 저비용 펀드를 말한다.

<표 IV-6> 행동주의 추종 뮤추얼펀드 DDDIX 개요

(단위: %)

	2012	2013	2014	2015	2016	YTD
DDDIX	21.27	36.58	15.46	-10.92	19.57	8.60
S&P 500 TR USD	16.00	32.39	13.69	1.38	11.96	11.93
Annual Net Expense Ratio	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	-
Turnover Ratio	76	73	85	122	119	-

주 : 2017년 8월말 기준
 자료: 모닝스타

또 다른 주주행동주의 추종 뮤추얼펀드로는 OFSCX(Olstein Strategic Opportunities Fund Class C)가 있다. Olstein Capital Management, L.P.가 운용하고 있으며 주주행동주의의 목표가 되는 기업을 발굴해서 편입할 뿐만 아니라 펀드매니저가 직접 주주행동주의자가 되기도 한다. 2006년에 설정되었으며 중소형 저평가 목표기업에 주로 투자하고 있으며 순자산 1.5억달러 규모이다. 2016년 주요 편입 주식은 Vitamin Shoppe(NYSE), Harman International(NYSE), Spirit Airlines(NASDAQ), Zebra Technologies(NASDAQ), Legg Mason(NYSE) 등이다. 최소투자금액은 1,000달러이며 총비용(Total Expense Ratio: TER)이 2.3%이다.

<표 IV-7> 행동주의 추종 뮤추얼펀드 OFSCX 개요

(단위: %)

	2012	2013	2014	2015	2016
OFSCX	21.14	41.50	11.56	-15.11	19.67
S&P 500 TR USD	16.00	32.39	13.69	1.38	11.96
Annual Net Expense Ratio	-	2.35	2.35	2.34	2.35
Turnover Ratio	-	40	60	97	60

주 : 2017년 8월말 기준
 자료: 모닝스타

다. 패시브펀드의 주주권 행사

글로벌 금융위기 이후 패시브펀드가 크게 증가하면서 패시브펀드의 주주권 행사에 대한 관심도 높아지고 있다. 실제 뱅가드 같은 패시브펀드 운용사들도 주주권 행사의 필요성과 중요성을 공개적으로 드러내고 있으며, 직접적인 주주제안 전략 이외의 서신, 사적 대화, 기관투자자와 연대, 주주행동주의 추종 패시브펀드 개발 등 여러 경로를 통해 주주권을 행사하는 경우가 생겨나고 있다. 그런데 시장전체로 볼 때 중요한 문제는 이 같은 주주권에 대한 관심이 패시브펀드 전반으로 확산되는지, 액티브뮤추얼펀드에 비해 인센티브구조 면에서 주주권 행사에 소극적일 가능성은 없는지 등에 관한 것이다. 여기에 따라 패시브펀드 성장이 기관투자자의 주주권 행사에 미치는 전반적인 영향을 객관적으로 평가할 수 있을 것이다.

패시브펀드의 성장이 주주관여정책을 활성화할 것이라는 주장에 패시브펀드의 기계적인 포트폴리오 구성과 주주관여정책과 관련된 무임승차 해소 등의 논리가 있다. 패시브펀드는 벤치마크에 연동하는 투자전략의 속성상 투자성과가 저조한 기업을 쉽게 처분하지 못하고 장기 보유해야 하기 때문에, 주주관여정책의 확산에 기꺼이 연대하며 동조할 것이라는 점이다. 개별 기업에 직접 주주제안을 하는 적극적 주주관여는 하지 않더라도 다른 기관투자자와의 연대 등에는 적극적일 수 있다는 것이다. 그리고 패시브펀드의 이 같은 연대방식의 주주관여정책은 주주행동주의 시장의 발전에 중요한 장애가 되는 무임승차문제를 해소해 준다는 것이다. 주주관여정책은 주주권을 적극적으로 행사하는 기관투자자일수록 금전과 시간 면에서 많은 비용을 지불하게 되는데, 정작 그 성과는 모든 주주들이 무임으로 향유한다. 이런 상황에서 패시브펀드로의 소유집중은 위임장 권유 등의 조정비용(coordination cost)을 줄임으로써 주주행동주의의 전반적인 활성화에 긍정적으로 작용할 수 있다는 것이다.

반대로 패시브펀드의 성장이 주주행동주의를 약화시킨다는 논리의 구성도 가능하다. 패시브펀드 투자자는 일종의 게으른 투자자(lazy investor)이

다. 벤치마크에 편입된 개별 투자대상기업이 어떻게 경영하는지에 대해 관심이 없다. 더구나, 패시브펀드를 많이 보유한 기관투자자는 미국의 경우 기업연금이기 때문에 주주권 행사가 이해상충문제나 다른 거래관계를 통한 보복 등의 문제를 야기할 수 있다. 패시브펀드가 기업연금 고객을 포기해야 하는 위험을 감수하지 않는다면 패시브펀드의 성장이 현실적으로 주주행동주의를 약화시킬 수 있다는 것이다. 또한 패시브펀드는 장기투자자이기 때문에 단기주의를 추구하는 헤지펀드주주행동주의와 다른 유인체계를 갖고 있다. 이와 관련하여 블랙록의 래리 핑크(Larry Fink)는 기업의 장기가치를 파괴하고 단기주의를 추구하는 주주행동주의를 지지하지 않는다는 견해를 밝힌 바 있다.⁶²⁾

한편, 지금까지의 실증연구로는 패시브펀드가 주주행동주의 캠페인의 성공 확률에 미치는 영향을 분석한 자료가 있다. Appel et al.(2016)은 여러 실증연구⁶³⁾에서 많이 사용하는 FactSet의 SharkWatch 데이터베이스를 이용하여 다음과 같은 실증 결과를 제시했다.

첫째, 패시브펀드는 주주행동주의자들이 좀 더 공격적인 주주관여정책을 선택하도록 하는데 영향을 미쳤다. 주주행동주의의 목표기업들에 대한 패시브펀드 지분율의 증가(1 표준편차)는 이사회 후보 지명을 위한 주주행동주의자들의 캠페인을 0.87 표준편차만큼 증가시켰다. 캠페인이나 위임장 경쟁은 공개적으로 지지의사를 이끌어 내는 전략으로 다른 기관투자자들이 주주권 행사에 관심을 가질수록 위임장 권유 등의 비용이 들지 않기 때문에 패시브펀드가 지분을 많이 보유할수록 성공하기 쉬운 전략이다. 실제로 패시브펀드의 지분율이 1 표준편차만큼 증가하면 위임장 경쟁 등 비우호적인 전략을 사용할 확률이 0.88 표준편차만큼 증가하는 것으로 나타났다. 이 같은 실증결과가 주주행동주의 전략과 관련하여 주는 시사점은 시장규모가 커지고 있는 패시브펀드가 주주권 행사에 적극적으로 참여하게 되면 주주행동주의자들은 비용이 많이 들어가는 캠페인, 위임장 경쟁 등의 전략을 선택하기가 쉬워진다는 것이다. 가령, 이사회 후보를 내고 위임장 경쟁을 하는 전략은

62) Blackrock(2014)

63) Brav et al.(2008), Brav et al.(2009)

변호사 고용 등 수백만 달러의 비용을 수반하지만, 패시브펀드의 성장이 이 같은 조정비용을 많이 줄여주기 때문에 전략변화에 따른 비용증가를 상쇄할 수 있다는 것이다.

두번째는 패시브펀드는 주주관여전략의 성공확률도 높여 주었다. 특히, 패시브펀드가 선호하는 지배구조 이슈는 쉽게 지지를 이끌어 냈다. 또한 패시브펀드가 성장하면 캠페인이나 위임장경쟁으로 가기 전에 경영진과 합의하는 경우도 증가하였다. 패시브펀드의 지분 1 표준편차 증가는 전략의 성공가능성(proxy fight settlement)을 0.93 표준편차만큼 증가시켰다. 패시브펀드는 또한 자산매각, 경영권방어장치 제거 등 기업통제권 관련 캠페인의 성공확률도 높였다. 그러나, 헤지펀드주주행동주의자가 주로 사용하는 단기적인 의제들, 가령, 배당증가, 자본구조 변경 등에 대해서는 패시브펀드 지분율이 통계적으로 의미있는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이상을 요약하면 이들 실증연구는 패시브펀드의 지분율 증가가 주주행동주의의 무임승차 문제를 완화하면서 좀 더 공격적인 주주행동주의 전략 및 목표가 증가하였으며, 또한 전략과 목표의 성공가능성을 높이는 것으로 나타났다.

V. 국내 기관투자자의 주주권 활성화를 위한 과제

1. 개요
2. 스투어드십코드 도입 전략
3. 주주권 활성화를 위한 법제도 개선
4. 기관투자자 간 연대

V. 국내 기관투자자의 주주권 활성화를 위한 과제

1. 개요

우리나라에서 주주권 행사의 역사는 길지도 깊지도 않다. 외환위기 이후 비우호적인 지배권 경쟁 사례가 증가하고 시민사회단체 중심의 소액주주운동이 활성화하기도 하였으나, 소수주주이면서 지분율을 상대적으로 많이 보유한 기관투자자가 주주권을 적극적으로 행사하는 경우는 찾기 힘들다. 법제도 면에서도 의결권 행사와 관련하여 기관투자자의 신의성실을 강조하고 있으나, 상법에서 정한 소수주주권의 적극적 행사를 권고하거나 강제하지는 않는다. 그러다 보니 국내 기관투자자의 적극적 주주활동은 경험도, 사례도, 법제도도 부족한 것이 사실이다.

이런 와중에 기관투자자의 단기주의 투자를 억제하려는 글로벌 금융규제 흐름을 타고 도입된 것이 스투어드십코드이다. 스투어드십코드 도입으로 법제도 면에서 선진국과 우리나라의 차이는 없어졌다. 그렇다면 이제 기관투자자의 주주활동이 활성화될까? 국민연금의 참여가 기관투자자의 주주활동 활성화를 담보할까? 해외 사례를 보면 개별 기관투자자들이 주주활동에 참여할 것인지를 결정하는 가장 기본적인 판단기준은 주주권 행사에 따른 비용과 편익이다. 그렇지 않아도 무임승차(free riding) 문제가 시장실패 가능성을 높이는 주주권 행사 시장에서 주주활동을 활성화하기 위해서는 편익이 비용보다 큰 환경을 만들어주는 것이 관건이다. 더구나 상장기업 내부지분율이 높고 사외이사의 역할이 크지 않은 국내의 기업 지배구조는 주주활동에 따른 편익은 낮추고 비용을 높일 수 있다.

따라서 주주활동의 확대는 스투어드십코드 도입만으로 그 지속성을 담보할 수 없으며, 우리나라의 자본시장과 기업지배구조 환경이 동시에 발전하는 가운데, 개별 기관투자자들은 보다 엄밀한 관점에서 비용편익분석에 기초하여 주주권 행사 참여 정도를 결정하는 환경이 만들어져야 한다.

주주권 행사와 기업가치 간 상관성을 높이고 주주권 행사에 따른 직간접 비용을 줄여줄 수 있도록 자본시장 환경을 조성하여야 한다. 그렇게 되어야 주주활동이 기관투자자의 지속가능한 투자전략으로 통합되어 자본시장에 안착할 수 있으며, 개별 기관투자자들은 주주활동과 투자수익률 간의 인과관계를 확인하면서 수탁자책임을 위해 보다 적극적으로 주주활동을 할 유인이 만들어질 것이다.

이런 맥락에서 본 장에서는 국내 기관투자자의 주주활동 활성화를 위한 과제로 크게 세 부문으로 나누어 살펴보기로 한다. 크게 기관투자자의 스투어드십코드 도입 전략과 주주권 실행 전략, 규제당국의 법제도 개선 과제, 그리고 기관투자자 연대 등으로 나누어 살펴보기로 한다. 기관투자자의 도입 전략과 관련해서는 도입 전략, 스투어드십코드 체크리스트, 기관투자자별 맞춤형 주주참여 실행전략을 살펴본다. 도입 전략은 스투어드십코드를 투자자산에 전면 적용할지 부분 적용할지의 문제이며, 맞춤형 주주참여전략은 사적 대화부터 위임장경쟁까지의 주주참여전략 스펙트럼 중에서 어떤 전략이 해당 기관투자자에게 적합한가 문제이다. 주주권 실행전략은 주주권 행사를 내부화(in-house)방식, 제3자에게로의 위탁방식(outsourcing)방식, 자산운용사로의 위임(delegation)방식 중에서 어떤 실행모델을 선택하는가의 문제이다.

법제도 개선과제로는 우선 우리나라의 주주제안제도 중에서 주주활동 활성화에 장애가 되는 요인을 열거하고 개선 방안을 제안할 것이며, 그 외에 의결권자문회사 규제, ESG 정보공개, 투자일임제도 등에 대한 개선 방안을 논의할 것이다. 주주제안제도의 경우 현재 법제도로는 연기금 등 전통적 기관투자자의 건설적인 주주참여전략이 활성화하는데 한계가 있다는 것을 언급할 것이다. 의결권자문회사 규제는 미국처럼 경제적 속성에 따라 투자자문업 등록과 상관없이 투자자문업 규제로 통일할 것을 제안한다. 또한 주주권 행사 실행 모델의 활성화를 위해 투자일임제도의 개선을 제안하고 ESG 정보공개를 확대할 것, 그리고 기관투자자 간 연대, 특히 해외 기관투자자의 스투어드십코드 참여 확대를 통한 연대의 필요성을 제안할 것이다.

마지막으로 기관투자자 연대와 관련해서는 보유지분을 5% 초과 여부에 따라 연대의 수준과 범위, 대상이 상당히 달라질 수 있음을 언급하고, 대부분의 보유주식이 5%를 초과하는 국민연금의 주주권 행사 활성화를 위해서는 앞서 언급한 주주제안제도의 개선이 하나의 수단이 될 수 있음을 제안한다. 그리고 국내 기관투자자 간의 연대는 경험과 전문성, 노하우 부족으로 해외 기관투자자와 연대에 비해 실익이 적을 수 있음을 지적하고, 해외 기관투자자와의 연대에 적극적인 CalPERS 등의 스투어드십코드 참여 유도과 연대 활성화를 제안한다.

2. 스투어드십코드 도입 전략

가. 전략적 로드맵

2017년 스투어드십코드 도입으로 국내 주식에 투자하는 모든 기관투자자들은 적극적인 주주활동을 통해 중장기수익률을 높일 수 있는 제도적 틀이 마련되었다. 2017년 9월말 현재 자산운용회사 7개, 자문사 1개 총 8개 기관투자자가 참여 신청을 한 상태이지만, 사모펀드운용사의 참여가 많고 연기금, 보험, 뮤추얼펀드 등 전통적인 기관투자자의 참여는 아직 미미한 상황이다. 다행히 자산운용사 46개, 보험회사 2개, 자문사 1개, 증권사 3개, 은행 1개 등 총 53개 금융회사가 참여예정 신청서를 제출하고 있어 참여 기관은 점차 확대될 것으로 보인다. 특히 국민연금이 참여하게 되면 위탁운용사에게 모니터링 위탁 등 의결권 행사에 부수되는 활동은 위탁운용회사에 위탁할 가능성이 있어 참여 기관은 대폭 확대될 가능성이 있다. 비록 도입 첫 해에 100개 이상의 기관투자자가 가입한 일본에는 미치지 못하지만, 시행 3개월 만에 60여개 기관투자자가 참여하거나 참여 준비를 하고 있는 점은 긍정적이다.

스튜어드십코드에 대한 점진적인 참여를 가정할 때, 코드에 가입한 기관투자자들은 구체적으로 어떻게 주주권 행사를 준비하고 어떤 정책을 마련해야 할까. 앞서 언급한 대로 주주활동과 관련하여 국내 기관투자자들에게 가장 부족한 것은 경험이다. 스투어드십코드 도입과 상관없이 우리나라 상법이 정한 소수주주권 행사에 기관투자자들은 관심이 없었다. 때문에 투자대상회사에 대한 건설적 관여를 하기에는 경험, 정보, 인력, 노하우, 전문성 등이 모두 부족하다. 주주관여정책과 전략, 시장 트렌드에 대한 세부적이고 깊은 이해를 위한 노력이 선행되어야 할 것이다. 이와 관련하여 Tomorrow Company(2012)가 주주관여정책과 관련하여 제시한 스투어드십코드 도입모델(<표 V-1>)은 국내 기관투자자들에게 참고가 될 수 있다. 기관투자자의 주주권 행사모델을 전면 도입(유형 1), 부분 도입(유형 2), 제한적 도입(유형 3) 등 세 가지로 구분하고 있다.

개별 기관투자자는 기금의 성격과 운용 철학, 주주권 행사 경험과 의지, 이해상충정책, AUM 규모 등 여러 상황을 고려하여 세 유형 중 하나의 모델을 선택하게 된다. 주주권 행사 경험이나 주주권 행사로 인해 잠재적으로 직면하게 되는 이해상충을 관리하는 정책은 유형 선택에서 특히 중요한 변수가 될 수 있다. 잠재적 이해상충이 크고 주주권 행사 경험이 축적되어 있지 않으면 스투어드십코드를 제한적으로 도입하는 유형 3을 선택할 가능성이 현실적으로 높다. 유형 2나 유형 1의 경우 투자자들은 수탁자에게 보다 엄격한 이해상충정책의 공개를 요구하기 때문이다. 우리나라 공적연기금은 지배구조의 독립성이 약하고 대형 자산운용회사들은 투자대상회사와 계열 관계에 있는 경우가 많아 유형 3을 단기간에 채택하는데 어려움이 있을 수 있다.

도입 전략 관련하여 또 하나의 중요한 경영판단은 자산운용회사가 펀드 자산과 일임자산에 대한 주주권의 행사를 분리할 것인가 여부이다. 물론 4장에서 살펴보았듯이 펀드별, 그리고 일임계약별로 주주권 행사를 분리할 것인가도 이슈가 된다. 펀드는 일반투자자를 대신해서 자산운용회사가 주주권을 행사하는 반면 일임계약은 스투어드십코드에 가입하고 독자적인 주주권 행사정책을 채택하고 있는 다른 기관투자자(자산소유자)를 대신해서

주주권을 행사하거나⁶⁴⁾ 경우에 따라 자산소유자가 주주권을 직접 행사하
 되 해당 회사에 대한 모니터링 등을 제한적으로 자산운용회사에 위탁할 수
 있다. 그런데 자산소유자가 주주권을 직접 행사하지 않더라도 위탁 자산운
 용자는 자산소유자의 주주권 행사정책에 의해 제약을 받고 최종 책임은 자
 산소유자에게 있기 때문에 일임자산의 주주권 행사하는 자산소유자의 정책
 과 부합해야 한다. 때문에 자산운용사가 자율적으로 수탁자책임 아래 주주
 권을 행사하는 펀드계좌와 자산소유자의 정책에 종속되는 일임계좌의 주주
 권 정책의 분리 여부에 대하여 원칙을 마련할 필요가 있다. 아울러, 인텍
 스펀드와 액티브펀드, 퀀트펀드, 투자기간이 단기인 펀드 등에 대해서 스
 튜어드십코드를 적용할 것인가에 대한 정책도 마련할 필요가 있다.

<표 V-1> 기관투자자의 코드 도입 유형과 전략

도입 유형	유형 1: 전면 도입	유형 2: 부분 도입	유형 3: 제한적 도입	고려사항
의결권 행사	보유주식 90% 이상 행사	보유주식의 60~ 90% 행사	보유주식의 60% 이하 행사	단기펀드, AUM 규모, 계약형태, 증권 유형(합성 ETF 등) 상동
주주관여정책	ESG 적극 관여	일부 의제 적극 지지	ESG 관여 거의 안함	
투자운용과 통합 여부	투자운용과 주주관여 유기적 연계	운용과 주주관여 부분 연계	연계하지 않음	인텍스펀드, 퀀트펀드 고려 여부
고객 보고	서면 세부 보고 연례 간담회	서면 세부 보고	서면 요약 보고	-
투자운용 성과보상	3년 이상 장기수익률 연계	2년 이상 장기수익률 연계	2년 미만 수익률 연계	-
이해상충	중요사항 이해상충 완전 차단	적극적 이해상충 완화 노력	중대한 이해상충 존재	-
투명성	수탁자책임정책 세부 사항 공개	수탁자책임정책 중요 사항 공개	요약 수탁자책임정책 공개	-
공공정책 활동	코드 개선 관련 적극 의견 개진	코드 개선 의견 개진	의견 개진 않음	-

자료: Tomorrow Company(2012)

64) 우리나라 투자일임제도에서는 금지되어 있다.

나. 코드 도입을 위한 체크리스트

스튜어드십코드 참여가 결정되면 다음 단계는 스투어드십코드의 세부 원칙과 관련하여 어떤 세부적인 경영판단이 필요한가를 검토해야 한다. 영국의 1,300여개 사적연기금들이 회원으로 있는 사적연금협회(Pensions and Lifetime Savings Association: PLSA)⁶⁵⁾는 스투어드십코드 이행과 관련하여 중요한 세부 원칙별 체크리스트⁶⁶⁾를 제시하고 있다. 아래에서는 이 체크리스트를 참고하여 국내 기관투자자들이 스투어드십코드 이행을 위해 고려해야 할 주요 경영판단 사항에 대해 살펴보기로 한다.

원칙1(수탁자책임정책 공개)와 관련해서는 첫째, 기관투자자가 스투어드십코드에 참여하는 목적을 분명히 하고 스투어드십코드에 반영할 필요가 있다. 스투어드십코드는 장기수익률을 추구하는 수탁자가 이행해야 할 주주관여정책과 이행상황을 공개하는 코드이므로 주식의 장기수익률을 추구하는 기관투자자가 참여하는 것이 바람직하다. 투자대상기업의 장기적인 가치상승을 추구하면서도 코드에 가입할 의향이 없다면 고객에게는 그 이유를 설명하고 스투어드십코드가 추구하는 기업가치 제고 수단인 주주관여정책 이외에 기관투자자가 고려하는 대안적인 투자전략이 무엇인지 설명할 수 있어야 할 것이다. 둘째, 기관투자자는 스투어드십코드 실행모델(execution model)을 결정해야 한다. 주주권은 주식 보유에 따른 잔여적 통제권으로 주식 보유자에게는 당연한 권리이지만, 주주권 행사에는 시간, 노력, 금전적 비용이 든다. 효율성 관점에서 실행모델인 내부화(in-house)방식, 제3자에게로의 위탁방식(outsourcing)방식, 자산운용사로의 위임(delegation)방식 등에 대해 경영적 판단을 해야 한다. 내부화방식은 조사, 정책 및 전략 수립 및 집행, 개별 의안 분석 등 주주권 행사와 관련된 전반적인 업무를 기관투자자가 직접 수행하는 방식이다. 완전 내부화하는 해외 사례는 드문 경우이나 TIAA 등에서 일부 찾아볼 수 있다.

65) PLSA의 전신이 NAPF(National Association of Pension Funds)이다.

66) PLSA의 Stewardship Code Implementation Questionnaire for Pension Funds
참고

위탁방식은 자산소유자이든 자운운용자이든 의안분석 등을 전문적으로 수행하고 주주권 행사와 관련하여 기업의 비재무활동에 대한 분석을 전문으로 하는 의결권자문회사에 주주권 행사 실무와 전략을 선택적으로 맡기는 방식이다. 위탁하더라도 주주권 행사의 최종 책임으로부터 자유로울 수는 없다. 그래서 선진국에서도 의결권자문회사의 추천과 다른 방향으로 의결권을 행사하는 경우가 흔치 않게 발견된다. 위임방식은 자산소유자가 동일 라이선스를 가진 자산운용회사에 자산운용을 위임하는 방식인데, 크게 투자신탁(펀드)계약과 일임 계약이 있으며, 계약 형태에 따라 일상적인 주주권 행사의 권한을 행사할 수 있는 주체는 달라진다. 그렇지만 최종책임은 어떤 방식이든 자산소유자에게 있다. 한편 위임 및 위탁과 관련하여 추가적인 이슈는 자산소유자가 자산운용회사에 주주권 행사를 위임하고, 자산운용회사가 다시 그것을 제3의 의결권자문회사에 위탁하는 경우이다. 복잡한 위임관계(재위탁관계)가 성립하더라도 최종적인 수탁자책임이 자산소유자에게 있다는 사실은 변하지 않는다. 셋째, 수탁자책임정책을 공개할 때 별도의 정책으로 공개 할지 IPS에 별도의 장으로 구성할지를 결정해야 한다. 넷째, 수탁자책임정책의 적용범위를 결정해야 한다. 자산군의 경우 가령, 국내주식, 해외주식, 채권, 부동산, 대체투자 중에서 어디까지 적용할지 결정해야 한다. 일임자산과 펀드자산에 수탁자책임을 공통적으로 적용할지 개별적으로 적용할지에 대해서도 결정해야 한다. 펀드의 경우 액티브와 인덱스에 동일하게 적용할지 인덱스에 대해서는 부분적으로 적용할지도 이슈가 된다.

원칙2(이해상충정책의 공개)와 관련해서는 첫째, 무엇보다 이해상충을 해소할 정책과 절차를 마련하는 것이다. 코드의 적용 정도는 잠재적인 이해상충을 해소할 의지에 비례하는 것이 바람직하며, 직접적인 이행상충 가능성이 클수록 코드 도입 여부에 대한 불확실성은 클 것이다. 둘째, 실행모델이 위탁 혹은 위임모델이라면 제3자와 자산운용회사가 주주권 행사 과정에서 직면할 잠재적 이해상충을 효과적으로 관리할 수 있도록 모니터링 하는 것이 중요하다. 이는 주주권 관련 제 3의 법무 및 회계서비스 등에도 마찬가지로 적용될 것이다.

원칙3(투자대상회사 모니터링)과 관련해서는 투자대상회사에 대한 재무 및 비재무요소에 대한 모니터링 실행을 위탁받은 자산운용회사가 하도록 할 것인지, 아니면 제3의 의결권자문기관이 하도록 할 것인지를 판단해야 한다. 또한 모니터링을 제대로 수행하고 있는지를 확인할 수 있는 절차를 체크해야 한다. 그 절차를 서면보고 방식으로 할 것인지 아니면 직접 인터뷰 등을 통해 조사 확인할 것인지를 판단해야 한다.

원칙4(주주관여전략 세부지침 수립)와 관련해서는 다음 항에서 언급할 것이지만 기관투자자마다 선호하는 주주관여전략이 다를 수 있는 만큼, 자신만의 주주관여전략에 대해 검토해야 한다. 물론 세부적인 주주관여전략 자체도 자산운용회사에 위임하거나 의결권자문회사에 위탁할 수도 있다.

원칙5(기관투자자협력) 원칙인데 우리나라에는 원칙이 포함되어 있지 않다. 그렇지만 대부분의 보유주식이 5%를 적용을 받는 국민연금을 제외하면 다른 기관투자자들간 협력에는 법적 제약이나 불확실성이 존재하지 않을 것으로 판단되므로 우리나라 스투어드십코드에는 협력에 관한 원칙이 없더라도 자율적으로 협력에 대해 정책을 마련할 수 있을 것이다.

원칙6(의결권 정책과 공시)과 관련해서는 의결권 정책을 자체적으로 마련할지 위탁 혹은 위임할지 결정해야 하며 협회 등의 가이드라인을 따를지를 판단해야 한다. 다만 위탁 혹은 위임을 했다면 해당 자산운용회사나 의결권자문회사가 제대로 의결권 정책을 마련하고 공시하는지 수탁자 책임 관점에서 모니터링 해야 한다.

원칙7(주기적 보고)과 관련해서는 수탁자책임보고서의 공표 주기를 분기, 반기, 일년 등으로 결정해야 하며, 이 업무 역시 위탁 운용사가 대신 수행할 경우 보고서 검증 등의 문제에 대해 경영판단을 해야 한다.

다. 기관투자자 유형별 전략 선택

스튜어드십코드의 도입 로드맵과 세부 원칙별 체크리스트를 통해 코드 준수에 대한 기관투자자의 정책이 수립되고 나면, 그 다음은 자신에게 가장 적합한 주주관여전략이 무엇인가에 대해 비용과 편익 관점에서 판단할 필요가 있다. 이와 관련한 해외 사례를 보면 2장과 3장에서 살펴보았듯이 기관투자자 유형별로 일정한 경향성이 관찰된다. <표 V-2>는 해외 사례를 바탕으로 기관투자자별로 선호하는 주주권 행사 전략과 선호하는 주주관여 의제를 요약한 것이다.

공적연금은 사적 대화와 주주제안을 많이 활용한다. 특히 주주제안은 1990년대 이후 공적연금이 주도하고 있다. 공적연금의 관심의제는 공적연금 내에서도 차이가 있지만 사회정책 등에 관심이 많다. 환경, 사회 이슈가 많으며 글로벌 금융위기 이후에는 정치후원금 관련 의안이 특히 늘어났다. 이런 이유 때문인지 공적연금의 주주권 행사에 대한 그 의도가 투자자의 장기수익률 제고인지 아니면 정치사회 등 공익적 목적의 추구인지에 대한 의구심이 선진국에서도 존재하는 것이 사실이다. 그렇지만 CalPERS 등 개별 공적연금은 고객의 장기수익률과 상충되는 수탁자 활동에 대해서 명확하게 금지하고 있다.

사적연금도 사적 대화와 주주제안을 주로 사용한다. TIAA는 사적 대화가 가장 중요한 수단임을 밝히고 있다. 사적연금은 1990년대 401(k) 성장과 함께 내부적으로 상당한 변화를 보이고 있다. DB형이 중심이던 때에는 노동조합의 영향력이 높았기 때문에 일찍부터 주주관여정책에 적극적이었으며 관심 의제도 사회정책에 집중되었다. 401(k)는 이런 흐름을 크게 바꾸어 놓았는데, 주주권의 대리 행사 주체가 DB형과 달리 뮤추얼펀드를 운용하는 대형 자산운용사로 바뀌었기 때문이다. 더구나 노동조합의 주도성이 사라지면서 대형 자산운용사들은 거래관계 등에 있는 투자대상기업의 경영진에게 비교적 우호적으로 의결권을 행사하기 때문이다. 결국 주주관여정책의 주체로서 사적연금들은 시장의 구조변화와 함께 주주권 행사에서 영향력은 계속해서 줄어들어 왔다고 볼 수 있다.

뮤추얼펀드는 전통적인 기관투자자 중에서 주주권 행사에 가장 소극적인 투자자이다. 투자대상회사와의 거래관계, 보복 등을 우려하여 회사에 우호적인 태도를 견지하던 뮤추얼펀드가 의결권 행사에 보다 적극적으로 대응하기 시작한 것은 2003년 의결권 정책과 행사 내역을 주주들에게 알리도록 공시 의무를 SEC가 부과하면서 부터이다. 이때부터 경영자제안에 반대하고 주주제안에 찬성하는 비율이 높아지기 시작했다. 뮤추얼펀드는 자산운용회사 단위에 의결권을 행사하나 펀드 스타일에 따라 다른 행태를 보이기도 하며 장기운용펀드가 더 적극적으로 의결권을 행사하였고 액티브펀드 못지않게 패시브펀드도 주주권 행사에 적극적이었다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 패시브펀드가 성장하고 이들의 주주관여정책에 대한 관심이 증가하면서 주주행동주의자들이 이들의 지지를 받아 보다 공격적이고 비용이 많이 드는 캠페인, 위임장경쟁이 증가하고 성공 가능성도 높아지고 있다는 분석까지 제시되고 있다. 뮤추얼펀드는 기관투자자 연대나 의결권 행사는 물론, 최근에는 사회책임투자펀드를 통해 주주제안을 하거나, 헤지펀드주주행동주의를 추종하는 펀드 및 ETF를 개발하며 주주권 행사에 참여하고 있다.

<표 V-2> 해외의 기관투자자 유형별 주주권 행사 특징

	주주권 행사 수단	주주관여 의제
공적연금	사적 대화, 주주제안, 연대, 소송	사회, 환경, 지배구조
사적연금(DB)	주주제안, 사적 대화, 연대	사회, 환경, 지배구조
뮤추얼펀드 (DC형 포함)	의결권 행사, 연대, 사적 대화	지배구조
헤지펀드	캠페인, 위임장경쟁, 주주제안, 소송	재무경영전략, 지배구조

3. 주주권 활성화를 위한 법제도 개선

가. 주주제안제도

우리나라 주주제안제도는 상법과 금융회사지배구조법에서 규정하고 있다. 일반기업에 대해서는 상법의 일반조항을, 상장기업에 대해서는 특례조항을 적용하고 있으며, 금융회사는 상법 외에 금융회사지배구조법에서 정한 주주제안 요건의 적용을 받고 있다. <표 V-3>에 보듯이 우리나라에서 주주제안을 할 수 있는 소수주주 요건은 미국, 영국 등과 비교할 때 특별히 까다롭거나 허들이 높다고 할 수는 없다. 소수주주에 대한 금액 요건 자격이 없어 삼성전자처럼 주가가 높게 형성된 기업에 대해 소수주주가 주주제안을 하기는 것이 쉽지 않은 것은 사실이나 보유기간 등에서는 미국에 비해서도 관대한 편이다. 그런데 우리나라의 주주제안제도는 이 같은 자격 요건보다는 주주활동 활성화를 위한 제도의 실효성 면에서 미국이나 영국과 비교할 때 중대한 제도적 맹점이 있는 것으로 판단된다. 아래에서는 세 가지 측면에서 문제점과 개선 방향을 살펴보기로 한다.

<표 V-3> 주주제안제도 국제 비교

	한국	미국	영국
근거	상법, 금융회사지배구조법	Exchange Act (Rule 14a-8)	Section 376 and 368 of the Companies Act 1985, a
자격	3% 보유 또는 상장회사 1% (자본금 천억원 이상 0.5%), 6개월 이상 보유	보통주식의 1% 또는 시가 2천달러 이상의 발행주식을 1년 이상 보유	5%
제안 길이	제한 없음	500단어 미만	1,000단어 미만
제안 시기	6주(42일) 전	120일 전	-
비용부담	회사	회사	제안자
구속성	구속적	비구속적	구속적
특별주총 요청	가능	가능	가능
기관 의결권 참여 의무	있음	있음	없음
기관 내역 공시 의무	있음	있음(연금, 펀드)	없음
회사 의결 결과 공개	자율	있음	자율

자료: 상법, Buchanan et al.(2012)

1) 주주제안 가능 의제의 다양성 확보

우리나라 주주제안제도는 기업 경영과 관련하여 소수주주가 제안할 수 있는 주주제안의 의제가 매우 제한되어 있다. 우리나라 상법은 주주제안을 할 수 있는 의제를 상법과 기업의 정관에 있는 이슈들로 한정하고 있기 때문이다. 그래서 지배구조 이외의 다양한 비재무요소들, 가령, 경영전략, 환경, 노동, 공급망, 노동권 등의 사회 관련 이슈는 주주제안을 통해 주주총회에 부의될 수가 없다. 이는 회사와의 건설적인 주주관여를 지향하고, 주주권 행사의 범위를 비재무정보까지 포함하고 있는 스튜어드십코드의 기본 방향과 상충되는 것이다.

주주제안의 의제의 다양성이 확보되지 못한다면 주주제안제도의 활성화를 제약하는 것을 넘어, 건설적인 주주권 행사 활동까지 제약할 가능성이 높다. 이는 주주제안제도가 건설적 주주관여정책과 관련하여 매우 독특하고 중요한 의미를 갖는 수단이기 때문이다. 3장에서 살펴본 대로 해외 사례를 보면 주주제안제도는 그 자체로도 중요하지만 사적 대화 등 비공식적인 주주관여수단의 실효성을 담보하는 역할도 한다. 주주제안은 의제에 따라 회사의 평판리스크에 상당한 부담이 되기 때문에 회사는 주주제안 이전 단계에서 대화로 문제를 해결하거나, 주주제안이 주총까지 가기 전에 대화로 해결하는 것을 선호한다. 그래서 미국에서는 주주제안이 철회되는 경우가 전체의 30%에 달한다. 주주제안제도가 잘 설계되어야 사적 대화 등 건설적 주주관여가 실효성을 갖는다는 것이다. 이런 점에서 주주제안의 의제를 다양화할 수 있도록 제도 개선이 이루어질 필요가 있다. 참고로 미국은 13가지 주주제안 배제요건에 해당되지 않으면 어떤 의제도 주주제안이 가능하다. 특히 미국은 회사의 자산, 순이익, 매출에서 차지하는 비중이 5% 이상이 되는 회사의 사업부문과 관련된 의제에 대해서는 나머지 12개 주주제안 배제요건에 해당되지 않을 경우 그 업무관련성이 인정되며, 소수주주들은 자유롭게 주주제안을 할 수 있다. 상법과 정관에서 정한 사항으로 주주제안 의제를 제한하는 우리나라와는 큰 차이가 있다.⁶⁷⁾

67) 물론 소수주주가 스스로 주주제안 비용을 부담하며 회사에 대해 비우호적인 위임장 경쟁을 목적으로 주주제안을 할 수는 있다. 그러나 이 같은 비우호적인 방식은 헤지펀드주주행동주의가 주로 취하는 방식으로 건설적 소통과 대화를 통해 기업가치 제고를 추구하는 전통적 기관투자자들, 그리고 이들을 위한 스투어드십코드제도와는 부합하지 않을 수 있다.

2) 주주제안 배제 절차의 합리화

우리나라는 주주제안의 배제요건을 명확하게 하고 배제 절차의 투명성을 높일 필요가 있다. 먼저 배제요건을 보면 우리나라도 상법에서 주주제안을 배제할 수 있는 요건이 열거되어 있다. 미국과 비교하면 쟁점이 되는 이사 선임이나 일상적 경영활동에 관한 배제 조항은 없다. 특히, 일상적 경영활동 조항은 우리나라 주주제안이 상법과 정관에 정한 사항으로 한정되어 있어 굳이 필요가 없었을 것이다. 앞으로 주주제안의 의제를 환경과 사회 이슈 등으로 확대할 필요성이 커지고 있는 만큼, 우리나라 주주제안의 배제요건도 함께 검토되어야 할 것이다.

지금으로서는 배제요건 보다 배제절차를 합리하는 것이 시급한 과제라고 판단된다. 우리나라의 상법을 보면 소수주주가 제안한 주주제안 안건을 회사가 주주총회 목적사항(proxy materials)에 포함하지 않고 자의적으로 배제하더라도 법적인 책임을 묻기가 쉽지 않다. 회사에 접수된 주주제안 의제가 어떤 것인지 감독당국에 보고할 의무가 있는 것도 아니며 해당 안건을 배제한다고 해서 감독당국에 그 사유를 설명해야 하는 것도 아니다. 미국은 회사가 주주제안 안건에 대해 배제를 결정할 경우 회사는 배제사유서(no action request)를 SEC에 주총 80일 전까지 제출해야 할 뿐만 아니라, 동일 사본을 주주제안을 한 소수주주에게도 제공하여야 한다. SEC는 이것을 보고 배제의 합리성을 판단하게 되며, 소수주주 역시 그 배제사유를 보고 그것을 수용하거나 수용하지 못할 경우 SEC에 이의제기를 하게 된다. 미국은 배제와 관련한 절차적 합리성을 통해 회사와 주주 사이에서 공정한 감독자로서 역할을 다하는 것이다.

미국은 또한 의결권권유사유서(proxy statement reasons)를 통해 주주제안을 한 소수주주와 회사 측이 공평하게 해당 주주제안 사항에 대해 찬성과 반대 논리를 기술할 수 있는 기회를 부여하고 있는데, 회사가 소수주주의 주주제안에 대해 반대 논리를 기술할 의향이 있는 경우 회사는 30일 전까지 주주제안자에게 그 사실을 통보하도록 하고 있다.

<표 V-4> 한국과 미국의 주주제안 배제요건 및 절차

		미국	한국
주주제안 범위		업무 관련성: 자산, 순이익, 매출 5% 이상 영업 부문 관련 사항	상법과 정관 규정 사항
배제 사유	법 위반	연방법, 주법, 규정 위반	언급 없음
	이사선임 ¹⁾	이사회 멤버 추천, 선임 등	임기 중 임원 해임
	배당	구체적 배당금액 사항	없음
	상충안건	경영자제안과 상충하는 사항	없음
	중복제안	중복안건 5년내 제안 안건 3년 배제	3년내 중복제안 (10% 미만 찬성) 안건
	실행가능성	회사의 능력 넘어선 사항	좌동
	개인고충	개인고충사항	좌동
	일상적 경영 ²⁾	일상적 영업활동 사항	없음
배제 절차		-회사: SEC와 제안자에게 80일 전까지 배제사유서 (no action request) 제출 및 제공 -제안자: SEC에 의의제기	없음
반대의사		미국은 proxy statement reasons에 주주와 회사 측이 공평하게 해당 제안사항에 대한 찬성과 반대 논리를 기술할 수 있으며 그럴 경우 제안자에게 30일 전까지 그 사실을 통보	없음

주: 1) 이사선임 제안에 대한 배제요건은 Rule 14a-8(i)(8)에 규정되어 있으며, 원문은 ‘The proposal relates to an election for membership on the company’s board of directors or analogous governing body’임

2) 배제요건 중에 일상적 경영활동(ordinary business activity)과 관련된 주주 제안은 회사가 배제할 수 있다는 요건이 있는데, 미국에서는 이 요건의 해석을 두고 오랫동안 논쟁중이다. 엄격하게 해석하면 사회 및 환경 관련 주주제안을 배제할 수도 있기 때문이다. 실제 2017년 미국 주총 동안 13가지 주주 제안 배제요건 중에서 일상경영 관련 안건이 전체 배제안건의 37.6%를 차지한 것으로 나타났다. 그 중에는 홈 디포(Home Depot)에 대해 근로자와 소비자 등이 납 노출(lead exposure)로부터 안전할 수 있도록 대책을 요구하는 주주제안(일종의 환경 주주제안)이 SEC의 판단 아래 배제되었으며, Trillium Asset Management가 여러 기업에 주주제안한 최저임금정책 도입 요구에 관한 주주제안이 일상적인 경영활동에 포함된다고 하여 배제되었음 (Mueller & Ising, 2017)

소수주주들이 제출하는 주주제안은 주주총회 안건으로 상정되지 못하고 회사에 의해 미리 배제될 수 있다. 어느 나라나 배제요건은 있으며 우리나라도 상법에서 주주제안을 배제할 수 있는 요건이 열거되어 있다. 미국도 회사가 주주제안 배제요건을 자의적으로 남용하는 등의 문제가 있었으나, SEC가 2015년에 배제요건과 관련한 유권해석(Staff Legal Bulletin)을 보다 명확하게 함으로써 주주제안의 배제요건을 남용할 가능성은 줄어들었다. 특히, 일상적 경영활동 등의 배제조항을 이용하여 사회정책 등의 의제에 대하여 회사가 함부로 배제하지 못하도록 함으로써 다양한 비재무요소에 대한 주주제안이 늘어나고 있다. 또한 미국은 회사가 주주제안을 배제할 경우 배제 사유를 SEC에 제출해야 할 뿐만 아니라, 배제요건도 업무관련성 요건 등이 명확하게 기술되어 있어 회사가 재량적으로 판단할 여지를 줄이고 있다. 이에 반해 우리나라는 우선 회사가 주주제안을 배제하더라도 배제사유를 감독당국에 제출해야 한다는 규정이 없다. 재량적으로 주주제안 배제를 남용해도 제재를 할 수 없는 구조이다. 또한 상법 시행령 12조에서 규정하고 있는 주주제안 배제 사유도 업무관련성 요건 등은 열거되어 있지 않고 추상적으로 회사가 실현할 수 없는 사안에 대해서는 주주제안을 배제하도록 규정하고 있다. 기관투자자들은 시간과 비용을 들여 투자대상회사를 모니터링하고 그 결과물을 가지고 회사와 사적 대화나 주주제안을 실행한다. 그런데 특별한 이유 없이 주주제안을 회사가 배제하는 것이 용인될 경우 주주권 행사는 활성화될 수 없다. 배제요건과 감독당국 보고 의무를 보다 세밀하게 규정화할 필요가 있다. 미국은 13가지의 주주제안 배제사유를 두고 있다. 13가지 배제요건과 관련하여 소수주주들이 주주제안을 하고자 하는 경우에는 기업이 주주총회 의결목록(proxy materials)에 기재를 거부(배제)할 수 있기 때문에, 소수주주들이 자신의 비용으로 의결목록(proxy materials)을 만들어 주주총회에서 정할 수 있으며, 이것이 주총에서 의결될 경우 그것은 구속력 있는 의결(binding)이 된다.⁶⁸⁾ 여기에 이사선임도 포함되어 있다.

68) Buchanan et al.(2012)

3) 주주제안의 법적 성격

주주권 행사의 중요한 법적 수단인 주주제안과 관련하여 학술적으로 논쟁되는 주제는 주주제안의 법적 효력에 관한 것이다. 핵심은 주주총회에서 통과된 주주제안(shareholder resolution)을 경영진이 반드시 받아들여야 하는 구속적(binding)인 것인가 아니면 경영진이 단순히 참고하여 감안해야 할 권고적인(precatory) 것인가 하는 것이다. 이와 관련하여 미국과 영국의 주주제안제도를 비교하고 그 성과를 분석하고 있는 Buchanan et al.(2012)의 연구결과는 흥미롭다. 이들에 따르면 미국의 주주제안을 두 가지로 나눠 살펴보고 있는데, 회사가 비용을 부담한 대부분의 주주제안은 주총에서 통과하더라도 회사가 그 주주제안의 내용을 그대로 준수할 의무는 없으며 그 자체는 권고적인 성격을 갖는다. 대신 헤지펀드주주행동주의와 같이 비용을 투자자들이 부담하며 제출된 주주제안이 주주총회를 통과한 경우 회사는 그 제안을 따라야 하는 구속력이 있다. 반면 영국의 주주제안은 어떤 형태로 투자자가 주주제안에 따른 비용을 부담하게 되면 통과된 주주제안은 권고적인 것이 아니라 반드시 따라야 하는 구속력이 있다. 그들은 두 나라의 주주제안의 성과를 분석하고 있는데, 분석결과는 권고적인 미국의 주주제안제도가 양적으로 훨씬 활성화되고 있고 그로 인한 회사의 성과가 구속력이 있는 영국의 주주제안제도보다 우수하다는 것이다.

우리나라의 주주제안제도는 구속력이 있다. 상법에서 주주제안은 상법과 회사 정관에서 정한 사항으로 엄격히 제한하고 있는 것과 관련이 있는 것으로 보인다. 그런데 기관투자자의 주주권 행사에 대해 부정적 인식이 적지 않은 우리나라 환경에서 주주권 행사를 활성화하는 데는 주주제안제도가 구속적인 것보다 권고적이고 자문적인 성격을 갖는 것이 도움이 될 수 있다. 구속적 성격보다 권고적 성격이 강화될수록 주주제안을 경영참여로 볼 여지는 작아질 수 있기 때문이다.

특히 보유주식이 대부분 발행주식의 5% 이상인 국민연금의 경우 주주제안은 경영참여에 해당하기 때문에 자신의 투자전략을 거의 즉각적으로 노출하며 주주제안을 할 유인은 투자전략 관점에서 없다고 보는 것이

합리적이다. 사적 대화 등을 통해 약한 형태의 주주권 행사를 할 수는 있으나, 이 역시 경영참여에 대한 산업계의 우려 속에서 위축될 수 있다. 미국식의 권고적 주주제안은 이러한 우려를 약화시킬 수 있다는 점에서 경영참여가 아닌 경영자문의 관점에서 회사와 기관투자자 간의 건설적 소통을 활성화하는데 긍정적일 것이다. 지금은 국민연금의 지배구조 독립성이 연금사회주의나 경영참여 논란을 완화하는 제도 개선의 큰 방향으로 공감을 얻고 있지만, 주주제안의 권고적 성격을 강화하는 것도 이런 관점에서 생각해 볼 수 있는 선택지이다.

나. 의결권자문회사 규제

1) 의결권자문회사의 영향력 확대

기관투자자의 주식보유가 늘고 주주총회 의제가 ESG 등으로 다양화되고 복잡화되면서 의결권 자문서비스를 업으로 하는 의결권자문회사의 시장 영향력이 빠르게 확대되고 있다. 영향력의 정도에 대해서는 다른 연구 결과가 제시되고 있지만 영향력이 확대되고 있는 시장 흐름으로 볼 때 의결권자문회사의 전문성, 공정성, 객관성이 주주권은 물론 지배권시장에도 중요한 이슈가 되고 있다.

의결권자문회사의 시장 영향력에 대해 연구한 Cai et al.(2009)은 이사 선출과 관련한 ISS(Institutional Shareholder Services)의 추천이 회사의 이사 선출에 의미 있는 영향을 미쳤다는 실증분석을 제시하고 있다. 그들에 따르면 ISS가 부정적인 의견을 제시한 이사 후보들은 그렇지 않은 경우보다 약 19% 더 낮은 지지율을 얻었다. Ertimur et al.(2013) 역시 say on pay 표결 결과를 샘플로 하여 분석한 연구 결과에서 ISS와 Glass Lewis가 부정적인 의견을 추천한 경우 반대 투표수를 각각 25%와 13% 높인다는 결과를 제시하고, 이들의 추천이 투표 결과에 중대하게 영향을 미치고 있다고 결론 내리고 있다. 때문에 say on pay를 준비하는

회사들이 의결권자문회사의 부정적 의견 추천을 피하기 위하여 주주총회 이전에 이들로부터 컨설팅을 받고 경영자보상안을 수정하는 경우도 발생하고 있다고 언급하고 있다. 한편 Choi et al.(2009)은 의결권자문회사의 영향력이 언론에 의해 과대평가되었다고 평가하면서도 어느 정도의 영향력은 인정하고 있다. 이들은 이사회 출석율이나 재무성과, 기업의 불건전 행위, 주주와의 교류 부족 등과 같은 요인들을 통제하게 되면 ISS 추천이 주주의 의결권 방향에 6~10% 정도 영향을 미친다고 추정하고 있다.

2) 의결권자문회사 규제 방향

이렇듯 의결권자문회사의 영향력이 확대됨에 따라 SEC는 이들에 대한 규제감독을 강화하고 있다. 크게 다섯가지 방향으로 규제가 이루어지고 있다. 먼저, 미국에서 의결권자문회사는 경제적인 업(business)의 속성이 투자자문업에 해당하기 때문에 법적으로 투자자문업법의 규제를 받는다. 의결권 권유 규제가 1934년 증권거래법의 규제를 받듯이 의결권 자문 규제는 1934년 자문업자법의 적용을 받는다. <표 V-4>는 미국의 의결권자문회사의 근거 법령과 등록 유형을 보여주고 있는데, ISS, Marco Consulting, Proxy Vote Plus 등 3개 회사가 투자자문업자로 등록돼 있다. 2대 자문회사인 Glass Lewis는 SEC에 등록돼 있지 않다는 특이점이 있으며, Egan-Jones는 Egan-Jones Ratings Company의 의결권자문서비스 사업부이기 때문에 본래의 업 속성에 따라 신용평가회사로 등록돼 있다. 한 가지 의문은 투자자문업자로 등록하지 않은 2개 회사는 어떤 규제를 받는지, 규제의 사각지대가 아닌지 하는 것이다. 결론적으로 2개 회사는 비록 투자자문업자로 등록 되어 있지 않지만, 투자자문업자에게 적용되는 사기금지조항(antifraud provisions)은 적용된다. 회사 투자자문업자 등록 여부와 관계없이 경제적으로 투자자문업의 속성을 갖고 있어 투자자문업자의 법적 요건에 해당하면 투자자문업법의 사기금지조항(antifraud provisions)의 적용을 받도록 투자자문업법이 규정하고 있기 때문이다. Glass Lewis나 Egan-Jones은 투자자문업자는 아니지만 의결권자문서비스와 관련하여 사기금지조항은 적용된다. 그리고 Egan-Jones의 경우

SEC에 등록이 되어 있기 때문에 의결권자문서비스 사업부는 신용평가 규제 대신 proxy advisory services 관련 규제를 똑같이 받고 있다.

둘째, 의결권자문회사는 투자자문업자에게 적용되는 공통의 규제를 받는다. 가령, 의결권자문회사는 의결권자문서비스 관련 영업방식과 잠재적 이해상충에 대해 Form ADV를 통해 공시해야 한다. 공시 내용에는 잠재적 이해상충은 물론이고 자문보수와 경영진 및 핵심 자문인력의 관련 업무 경력 등이 포함되어야 한다. 특히, SEC는 의결권자문회사의 영향력 확대에 따라 이해상충정책에 많은 정책적 노력을 기울여 왔다. 2004년에는 투자자문업자가 의결권 행사과정에서 직면하는 이해상충을 어떻게 해결하고 있는지 공개하도록 했고, 또 의결권자문회사가 의결권 의안을 고객의 최선 이익 관점에서 어떤 원칙과 절차와 정보를 가지고 추천하는지에 대해 모니터링 하도록 했다.

SEC(2014)를 통해 이해상충정책은 더욱 명확하게 정비되었다. 첫째, 의결권자문기관이 기관투자자에 대한 의결권 자문서비스와 기업(issuer)에 대한 의결권 관련 컨설팅 서비스를 동시에 수행하는 경우⁶⁹⁾ 또는 의결권자문회사의 대주주나 경영진이 고객 회사의 이사회 멤버 등으로 활동하는 경우, 이해상충 공시를 강화하도록 했다. 즉, 중대한 이해관계나 중요한 경영관계는 반드시 공시해야 하며(must), 공시 내용에는 중대한 이해상충 문제를 완화할 수 있는 정책과 절차를 이해관계자들이 충분히 납득할 수 있을 정도로 세밀하게 기재하도록 했으며, 이때 의결권 추천을 한 경우 추천의 근거를 납득할 수 있을 정도로 소상하게 공시하도록 했다.

69) ISS의 경우 자회사(ISS corporate solution)를 통해 컨설팅 서비스를 수행하고 있다.

<표 V-5> 미국 의결권자문회사 규제 (2016년 기준)

	등록 여부	등록 단위
ISS	등록	투자자문업자
Glass Lewis	무등록	-
Egan-Jones	등록	신용평가회사
Marco Consulting	등록	투자자문업자
Proxy Vote Plus	등록	투자자문업자

자료: GAO(2017)

셋째, 투자자문회사로 등록된 의결권자문회사는 투자회사와 투자자문회사에게 공통적으로 적용되는 SEC의 의결권 행사 가이드라인(2003년)을 준수해야 한다. 가이드라인에 의하면 의결권자문회사도 수탁자책임에 따라 의결권 행사정책과 절차 및 행사내역을 공시하도록 의무화하고 있다.

넷째, 기관투자자(투자자문회사)의 의결권자문회사에 대한 감독 강화이다. 의결권자문회사는 의결권을 추천할 때 그 결과가 고객(기관투자자)의 최선 이익원칙에 부합하도록 추천해야 하며, 또한 의결권자문회사에 의결권 추천을 의뢰한 투자자문업자는 의결권자문회사가 의안을 다룰 수 있는 충분한 역량과 전문성을 갖추고 있는지 확인해야 한다. 이 같은 확인은 의결권자문회사의 의결권정책과 절차가 정확하고 충분한 정보와 이해상충으로부터 자유롭다는 것을 확인하는 것을 포함한다. 또한 투자자문회사는 의결권자문회사의 인력의 질과 적절성에 대해서도 평가 해야 한다.⁷⁰⁾

다섯째, SEC는 투자자문업 등록을 한 의결권자문회사에 대하여 감독을 강화하고 있다. 의결권자문회사에 대한 감독은 기본적으로 다른 투자자문업자가 받는 SEC 검사와 동일하다. 다만, 의결권자문회사는 SEC가 정기적으로 수행하는 검사를 반드시 받지 않는다. 특히 2015년부터는 검사 우선대상을 선정할 때 리스크 중심의 선정방식을 모든 투자자문업자

70) 이 같은 규제 이후 기관투자자들은 다양한 방식으로 의결권자문회사를 실사(due diligence)하는 것으로 나타났다. 계약 이전에 회사를 직접 방문하거나 담당 애널리스트를 면담하거나 그간의 의결권자문회사의 보고서의 질을 평가하기도 한다.

들에게 적용하고 있는데, 의결권자문회사와는 여기서 예외이다. 대신 별도로 검사 우선대상을 선정하고 있다.

그렇다면 우리나라는 어떻게 할 것인가? 우리나라 기관투자자들이 스투어드십코드를 도입할 경우 많은 기관투자자들은 그 실행모델로 의결권 행사를 의결권자문회사에 위탁하는 위탁모델을 선정할 가능성이 높다. 때문에 의결권자문회사의 전문성과 공정성, 객관성이 우리나라 주주권 행사의 질적 수준을 결정할 가능성이 있다. 미국 규제체계가 그렇듯이 의결권자문은 업의 경제적 속성상 자문행위에 속하므로 투자자문업의 규제를 받는 것이 합리적이라 할 수 있다. 따라서 미국처럼 투자자문업자로 등록을 유도하고, 투자자문업자로 등록을 하지 않은 의결권자문회사에 대해서는 서비스의 속성이 자문업의 법적 속성에 부합하므로 투자자문업 규제를 의제 적용하는 것이 바람직해 보인다. 여기에는 비영리로 의결권 자문서비스를 하려는 회사들이 그 대상이 될 수 있으며 불공정거래와 공시에 관한 자문업자 규제를 동일하게 적용하는 것이 바람직하다.⁷¹⁾

다. 연기금 주주권의 자산운용사 위탁 문제

국민연금의 스투어드십코드 도입 논의와 함께, 공적 성격의 국민연금이 지배구조의 독립성이 부족한 상황에서, 투자기업에 대하여 주주권을 적극 행사할 경우 주주권이 정치적으로 행사되고 시장규율이 훼손될 수 있다는 우려가 존재한다. 이런 우려에 대한 대책으로 연기금의 주주권을 자산운용회사에 위탁하자는 논의가 힘을 얻고 있다. 스투어드십코드에서

71) 실제 SEC의 규제 방향은 투자자문업자로 등록하고 공시를 강화하는 방향인데, 다른 접근을 요구하는 흐름도 미국에서는 존재한다. The Altman Group(2011)은 의결권자문회사에게 의결권권유규제(proxy solicitation rule)를 면제하지 말고 적용하는 규제를 제안하고 있다. 미국은 rule 14(a)-2(b)(1)에 따라 위임장 취득을 목적으로 하지 않는 커뮤니케이션(권유)에 대해서는 SEC와 주주에 대한 위임장권유 공시규제를 면제하고 있다. 이 규제를 면제하지 않고 적용할 경우, 의결권자문회사는 의결권 추천 내용을 SEC에 제출해야 하기 때문에 의결권 추천의 투명성과 정확성이 높아지고 이해상충 문제에서 자유로워질 수 있다고 주장하고 있다.

도 연기금 같은 자산소유자는 자산운용자에게 주주권 행사를 위임하거나, 의결권자문기관 등에 주주권 행사 관련 실행업무를 위탁할 수 있도록 하고 있다. 다만, 이렇게 주주권을 위탁하더라도 주주권 행사가 수탁자책임에 부합하도록 이루어져야 하며 그렇게 될 수 있도록 자산소유자는 자산운용자의 주주권 행사의 재량의 범위를 IPS 등을 통해 규율해야 한다.

주주권을 외부에 위탁하는 방법에는 펀드계약과 일임계약이 있다. 계약 방식에 따라 위임을 받은 자산운용회사의 권한 정도가 달라진다. 펀드 방식은 투자신탁계약으로서 펀드에 편입된 개별 주식의 주주권은 투자신탁의 법적 주인인 수탁자(통상 자산운용회사)의 몫이 된다. 주주권을 위탁한 위탁자, 가령 연기금의 권한 행사 여지는 줄어든다. 반면 일임방식은 통상적으로 연기금이 주식 운용을 위탁할 자산운용회사에 요구하는 투자지침에 주주권 위임 행사를 명시하는 방식으로 주주권 행사를 위임하게 되며, 이때 위임의 정도는 당사자 간의 사적 계약에 달려있다.

두 방식 중 어떤 것을 선택할 것인가는 우리나라의 자산운용산업 환경과 현행 법제도 제약 등을 고려할 때 여러 가지 선택지가 있을 수 있다. 일임방식은 자본시장법이 의결권 행사를 위임하는 일임계약을 불건전 영업행위로 규정하고 불허하고 있어, 법 개정 없이는 연기금이 위탁 자산운용회사에 주주권 행사를 위임하는 것이 불가능한 상황이다. 스투어드십코드 도입으로 이 조항에 대한 개정이 논의되고 있는데, 개정 방안은 개정 목적에 따라 다양하게 논의될 수 있다. 첫째, 의결권 일임을 불건전 영업행위로 규정한 자본시장법 조항 자체를 현실과 글로벌 기준에 맞게 개정하는 것이다.⁷²⁾ 의결권은 주식을 보유한 투자자의 배타적 권리이지만, 사적 계약을 통해 제3자에게 위임하는 것을 불법으로 규정하는 나라는 없다. 사적 계약을 통해 의결권을 제3자에게 행사를 위임하는 것은 해외기

72) 자본시장법 제98조(불건전 영업행위의 금지) ② 투자일임업자는 투자일임재산을 운용함에 있어서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 이를 할 수 있다. <개정 2013.5.28.> 9. 투자자로부터 다음 각 목의 행위를 위임받는 행위. 다. 투자일임재산에 속하는 증권의 의결권, 그 밖의 권리를 행사하는 행위

관투자자 시장에서는 일반적이며, 이때 권리관계는 당사자 간 투자일임계약을 통해 규율한다. 보다 일반적으로는 계약의 형태와 상관없이 회사법이나 증권법에서는 의결권 행사의 제3자 위임을 자유롭게 허용하고 있으며, 투자자보호 목적을 위하여 의결권 권유(proxy solicitation)에 대해 공시규제를 두는 것이 일반적이다. 물론, 의결권을 자산운용회사가 투자자의 동의 없이 대신 행사하였다면 이는 자본시장법에서 규정하는대로 명백한 불건전영업행위에 해당한다. 이렇게 볼 때, 자본시장법 상의 불건전 영업 행위 조항에서 의결권 행사 일임을 무조건 불건전영업행위로 규정할 것이 아니라, 고객의 동의가 없는 투자일임업자의 의결권 행사에 대해서만 불건전영업행위로 규정하게 되면 투자일임업자의 의결권 행사와 관련된 논란은 일거에 해소할 수 있는 근본적인 방안이다.⁷³⁾ 두 번째 대안은 현행 자본시장법 규정을 그대로 두고 스투어드십코드 대상인 기관투자자에 한해서 의결권 행사의 일임을 허용하는 방안이다. 여기서 기관투자자는 세법 상의 기관투자자로서 연기금, 자산운용회사, 투자자문일임업자, 신탁업자, 보험 등을 포함한다. 다만, 기관투자자가 일반기업과 계열관계를 가진 경우 해당 고객으로부터 의결권 행사를 위임받지 못하도록 할 필요가 있다. 그러나 이 대안은 기관투자자가 아닌 일반투자자가 앞으로 허용될 일임계약 형태의 사적연금이나 랩어카운트 등을 통해 보유한 주식의 의결권을 투자일임업자에게 위탁하는 행위를 여전히 허용하지 않는 문제가 있다. 셋째, 현행 규제를 그대로 둔 채, 연기금의 위탁자산운용 계약을 일임계약이 아닌 펀드계약으로 전환하는 것이다. 자산소유자가 자산운용회사에 자산운용을 위탁할 때 일임계약 대신 펀드계약을 맺도록 하는 것이다. 펀드계약은 정의상 2인 이상의 투자자로부터 자금을 모을 때 가능한 계약 형태이나, 자본시장법은 국가재정법상 연기금에 대해서는 단독펀드의 설정을 허용하고 있으므로 연기금이 자산운용을 위탁할 때 단독사모펀드를 활용할 수 있다. 그러나, 단독사모펀드를 전면적으로 활용하는 것은 우리나라 자산운용회사의 소유지배구조로 볼 때 바람직하지 않아 보인다. 자산

73) 이 방안은 2018년부터 폐지되는 새도우보팅 제도의 공백을 메우는 데도 일정한 역할을 할 수 있다. 투자일임업자가 투자대상회사와 계열 관계에 있지 않는 한, 고객으로부터 의결권 행사를 위임받아 의결권을 행사할 경우 소액주주의 의결권 미행사에 따른 주총 의결정족수 문제를 해소할 수 있다.

소유자는 주주권 행사에 대한 최종 책임자로서 자산운용회사를 모니터링해야 하는 입장이고, 독립계 자산운용회사가 아닌 다수의 자산운용회사들은 거래관계로 인한 압력 등으로 이해상충에 직면할 수 있기 때문이다. 앞서 살펴본 대로 해외 자산운용회사도 기본적으로 주주권 행사에 대하여 소극적인 이유도 이 같은 이해상충 요소 때문이다. 다만, ESG를 투자철학과 전략으로 삼고 고객자산을 운용하는 독립계 자산운용회사에 대해서는 독립적인 주주권 행사를 전제로 단독사모펀드 등의 형태로 고객자산운용 계약을 맺고 주주권을 위임하는 경우는 긍정적으로 고려해 볼 수 있다. 자산소유자가 모든 일임자산에 대하여 의결권 행사를 위임할 필요는 없겠지만, 사회책임투자 성격의 펀드에 대해서는 사회책임투자의 주된 운용전략에는 포트폴리오기업에 대한 주주관여전략도 포함될 수 있기 때문에, 자산운용사에 주주권의 행사까지 일임하는 것이 합리적일 수 있다. 따라서 자본시장법에서 의결권의 일임을 불건전영업행위로 규정한 자본시장법을 개정하여 자산소유자와 자산운용회사의 필요에 따라 의결권 행사를 일임할 수 있도록 할 필요가 있다. 그럼에도 주주권 행사를 자산운용회사에 위임을 해야 한다면 자산소유자는 자신의 수탁자책임원칙에 부합하는지 엄격하게 모니터링 해야 할 것이다.

라. 정보공개

ESG 정보공개를 확대할 필요가 있다. 우리나라의 지배구조 공시기 낮은 수준은 아니나 환경, 사회 관련 정보는 좀 더 확대할 필요가 있다. 해외 사례를 볼 때 환경과 사회 이슈는 공적연금이나 기금형 퇴직연금의 도입을 전제로 노동조합 주도의 DB형 연금, 그리고 사회책임투자펀드 등에서 관심을 가질 수 있다.

ESG 정보공개와 관련한 쟁점은 정보의 범위를 확대하는 것과 공개 정보를 공개하는 정보공시체계에 관한 것이 있다. 먼저, ESG 정보의 공개 범위와 관련하여서는 주주, 금융소비자, 근로자, 지역사회 등 이해관계자

에 따라 요구하는 정보공개の内容과 범위에 대한 이해관계가 다르다. 그럼에도 공개의 범위는 정보공개의 궁극적 목적이 해당기업의 가치를 장기적으로 증대시키는데 있기 때문에 기업가치와의 상관성을 기준으로 정보공개의 범위를 확정할 수 있다. 이와 관련하여 국제적으로 참고가 될 수 있는 성과물이 세계거래소연맹이 발표한 33개 ESG 지표들이다. <표 V-6>은 세계거래소연맹(WFE)이 글로벌 기관투자자들과 협의하여 선정 발표한 33개 ESG 세부지표들이다. 글로벌 트렌드를 수용하면서 국내 실정에 맞게 ESG 정보공개의 범위를 정하는데 참고할 만하다. 국내에서도 이와 관련하여 자본시장법 개정을 통하여 상장기업에 대하여 비재무정보의 공시를 확대하는 논의가 진행중이고, 나아가 국가재정법이나 국민연금법에서 공적연금의 투자결정 프로세스에 ESG 정보를 고려할 수 있도록 (may) 연금자산 운용규제를 개선하는 논의들도 성과를 거두고 있다.⁷⁴⁾ 그 어떤 형식의 정보공개가 되든간에 ESG 정보공개의 범위와 활용은 기관투자자의 경우 수탁자책임 범위 내에서 투자전략적 필요에 의해 재량적으로 선택되어야 한다는 점이 CalPERS나 미국 노동부의 ESG 관련 규제가 시사하는 바이다.

한편 공개하기로 한 ESG 정보를 어떤 매체를 통하여 공개할 것인가도 중요한 이슈이다. 지금은 ESG 정보가 회사의 사업보고서, 수시공시, 지속가능보고서, 지배구조보고서, 환경정보공개시스템, 회사별 홈페이지 등에 산재되어 있다. 앞으로는 공시체도를 보다 체계화하여 정보의 중요도(materiality)에 따라 공시수단을 구별할 필요가 있다. 구별의 기준은 해당 정보의 기업가치와의 상관성이 되어야 할 것이다. 이런 점에서 기업가치와의 상관성이 큰 정보들은 기업의 투자정보를 기재하는 사업보고서를 통해 주로 공개하고 필요한 경우 공개를 의무화하는 방안이 바람직해 보이며, 기업가치와 상관성이 상대적으로 크지 않지만 기업의 사회책임(CSR) 관점에서 중요한 ESG 정보들에 대해서는 지속가능보고서 등으로 공시체

74) 공적 가치를 추구하는 조달시장 등 공적 영역에서 해당 거래기업들에게 ESG 정보 공개를 요구하는 흐름도 있다. 관련하여 국회에 여러 법안이 제출되어 있다. 조달시장 정보공개는 기관투자자가 수탁자책임(장기수익률 극대화) 관점에서 수행하는 주주권 행사와 이를 위한 정보공개와는 정보공개의 내용과 목적이 다를 수 있다. 본 보고서는 조달시장에서의 정보공개에 대해서는 다루지 않는다.

널을 단일화하는 것이 바람직해 보인다. 이렇게 되면 기업가치 상관성이 높은 지배구조 정보와 환경 관련 일부 정보⁷⁵⁾는 사업보고서를 통해 의무 공시가 강화되고, 대다수 환경 및 사회정책 관련 정보들은 지속가능보고서를 통해 공개되는 모양이 될 것이다. 공개 방식은 사업보고서 공개정보는 의무화, 나머지 정보는 comply or explain 방식의 자율적 공시 방식이 바람직해 보인다.

75) 미국은 기후변화 관련 위험과 CEO와 평균 임금근로자 간의 임금격차(CEO pay ratio)의 사업보고서 공시를 의무화하였다. 또한 EU는 대형회사를 중심으로 비재무정보에 대한 의무공시제도를 도입하였다.

<표 V-6> 세계거래소연맹의 ESG 세부 정보 목록

ESG	지표	지표설명
환경	직간접 온실가스배출량	Total amount, metric tons (Scope 1 & Scope 2)
환경	탄소배출밀도(Carbon Intensity)	Total Emissions relative to Revenue
환경	직간접 에너지소비	Total amount, MWh (or GJ)
환경	에너지사용밀도	Amount of Direct Energy Used per M3 of Space & per FTE
환경	주에너지원	Cite Specific Energy Type in majority of direct usage
환경	재생에너지 사용비중	Percentage of Direct Energy Consumption from Renewable Sources
환경	물 소비량	Total amount of water consumed, recycled, or reclaimed, M3
환경	쓰레기 배출량	Total amount of waste generated, recycled, or reclaimed (by type and weight)
환경	회사의 환경정책	Does your company publish and follow an EP: Yes, No
환경	환경책임준수 정도	Did your company bear any legal/regulatory responsibility for an environmental impact: Yes/ No
환경	CEO 보수배율	Ratio: CEO Salary & Bonus to Median FTE Salary
환경	남녀급여비율	Ratio: Median Male Salary to Median Female Salary
환경	근로자 이직율(Turnover Rate)	Percentage of Change for FTEs, Contractors, Consultants
환경	성 다양성	Percentage of FTE, Contractor, and Consultant Positions Held by Women
환경	임시직 비율	Percentage of FT Positions Held by Part-Time/Contract/Temp Workers
환경	차별금지정책	Does your company publish and follow a non-discrimination policy: Yes, No
환경	산업재해율	Total number of injuries and fatalities relative to workforce
환경	근로보건정책	Does your company publish and follow a policy for occupational and global health issues: Yes,No
환경	아동노동금지	Does your company prohibit the use of child or forced labor throughout the supply chain: Yes, No
환경	인권정책	Does your company publish and a Human Rights policy or statement: Yes, No
환경	인권침해건수	Number of grievances about human rights impacts filed, addressed, or resolved
지배구조	이사회 다양성	Percentage of Board Seats filled by Independents & Women
지배구조	이사회 의장 분리	Does your company allow the CEO to sit on the board, act as chairman, or lead committees?
지배구조	이사회 의견 비밀주의	Are your board votes (individually or collectively) made public: Yes, No
지배구조	ESG와 보상 연계	Are company executives formally incentivized to perform on ESG: Yes, No
지배구조	단체행동권	Does your company (or supply chain) inhibit workers from organizing: Yes, No
지배구조	Supplier Code(SC) of conduct	Does your company publish and follow a SC: Yes, No
지배구조	Ethics Code(EC) of conduct	Does your company publish and follow an EC: Yes, No
지배구조	Bribery/Anti-Corruption Code(BAC)	Does your company publish and follow an BAC: Yes, No
지배구조	회사 조세정책 투명성	Does your company publish and follow a tax policy that is overseen by the Board: Yes, No
기타	지속가능성보고서	Does your company publish a sustainability report: Yes, No
기타	ESG 공시정책	Does your company publish a GRI, CDP, SASB, IIRC, or UNGC disclosure?
기타	ESG 공시 검증 여부	Are your company's ESG disclosures assured or validated by a third party: Yes/No

자료: WFE Sustainability Working Group(2015)

4. 기관투자자 간 연대

가. 국내 기관투자자 간 연대

스튜어드십코드에 기관투자자 간 연대 원칙이 명시적으로 존재하지는 않지만, 스튜어드십코드 활동의 전문성 강화의 일환으로 기관투자자들 간의 포럼 등과 같은 약한 형태의 연대는 우리나라 스튜어드십코드에서 가능성을 언급하고 있다. 기관투자자 간의 연대는 사실 다양한 방식과 형태로 이루어질 수 있으며, 기관투자자들의 선호, 법제도 제약, 보유지분율 등에 따라 연대의 수준과 방식은 달라진다.

스튜어드십코드 이후 국내 기관투자자의 연대 수준을 전망해 보면, 필자의 판단으로는 국민연금을 포함하는 경우와 국민연금을 포함하지 않는 경우로 크게 나누어 생각할 수 있다. 국민연금을 포함하는 여러 기관투자자들이 특정 기업의 특정 주주권 안건과 관련하여 연대하고자 할 경우 기관투자자 간 연대는 그 수준과 방식에 있어 상당한 제약이 있을 것으로 판단된다. 왜냐하면 국민연금의 경우 2016년 기준 전체 투자기업 중 보유지분율이 5%가 넘는 경우가 35% 정도에 이르기 때문이다. 3% 이상인 경우도 투자기업의 절반에 달한다.

이런 상황에서 국민연금과 다른 기관투자자들이 주주권 행사의 연대 가능성은 사실상 약하다. 대량주식보고의무(5%룰)로 인해 보유지분이 낮은 기관투자자들이 공동보유자(group)로 분류되어 보유지분의 변동(투자전략)을 시장에 5일 이내에 공개해야 하기 때문이다. 기관투자자가 지분변동을 실시간으로 시장에 노출시키는 것이 고객의 최선이익에 부합한다고 장담할 수 없을 것이다. 다만, 주주활동 중에서 경영진과의 포럼을 통한 대화 등 제한된 범위 내에서 국민연금과의 연대는 가능할 수 있다. 상법과 금융위의 유권해석은 주주활동 중 주주제안의 경우 경영참여 목적의 주주권 행사 행위로 간주하는 대신, 주주제안으로 이어질 가능성이 없는 경영진과의 사적 대화 등에 대해서는 경영참여로 간주하지 않고 있기 때

문이다. 이런 이유로 국민연금은 다른 기관투자자와 주주권 행사를 연대하는 것이 쉽지 않으며 연대하더라도 약한 형태의 주주권 행사에 대해 제한적으로 수행하려고 할 것이다. 아울러 국민연금은 5%룰에 따른 투자전략 노출 부담 등으로 사적 대화나 서신 등의 비공식적 주주권 행사를 넘어서는 주주제안 등의 주주권 행사를 독자적으로 수행할 가능성도 낮을 것으로 보인다.

한편 국민연금을 제외한 다른 기관투자자들 간 연대는 주주권 행사 수단에 제약받지 않고 자유롭게 가능한 상황이다. 기관투자자협의회 등의 형태로 사적 대화나 주주제안 의제를 보여줄 수 있을 것이고, 투자대상회사를 대상으로 공동으로 연대하여 회사와의 만남이나 회의가 가능할 수 있다. 그러나 이들 간에 연대를 하더라도 지분율이 높지 않을 수 있으며, 그에 따른 주주권 행사의 실효성에 대한 회의론이 제기될 수는 있다. 그렇지만 이들의 주주활동과 기업들의 대응이 수많은 일반투자자에 평판으로 작용할 수 있어 TIAA의 사례에서 보듯이 지분율과 상관없이 기업들에게는 비공식적 압력으로 작용할 수도 있을 것으로 판단된다.

<표 V-7> 국민연금기금의 국내 주식 보유 현황 (연도말 기준)

(단위: 억원, %, 개)

구분	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	
국내주식 투자	733,165	839,381	839,296	948,965	1,023,591	
전체 시가총액 대비 보유비중	5.80	6.43	6.29	6.57	6.78	
지분율	1% 미만 기업	125	145	172	163	169
	1% 이상 3% 미만 기업	137	140	168	188	149
	3% 이상 5% 미만 기업	120	128	123	121	122
	5% 이상 10% 미만 기업	218	209	195	192	191
	10% 이상 기업	-	44	57	79	74
지분율 3% 이상 기업 수	338	381	375	392	387	
지분율 5% 이상 기업 수	218	253	252	271	265	

주 : 1) 괄호 안은 해당 연도 투자총액 대비 비중

2) 우선주 등 권리주 제외

자료: 국회 보건복지위원회(2017)

나. 해외 기관투자자의 코드 가입 유도

해외 기관투자자의 코드 가입 유도는 두 가지 점에서 큰 의미가 있다. 무엇보다 ESG와 주주권 행사의 경험과 전문성이 축적된 글로벌 기관투자자들이 국내 스튜어드십코드에 가입할 경우 글로벌 메인스트림으로 확산되고 있는 ESG 투자전략이 국내 자본시장에서 빠르게 확산될 수 있다. 국내 자본시장의 지배구조 디스카운트, 나아가 ESG 디스카운트가 완화되는 계기가 될 수 있다. 더구나, 국내 기관투자자들이 해외 기관투자자와 적극적으로 주주권 행사 연대를 모색하며 주주관여정책의 노하우를 학습할 기회를 가질 수 있다. 주주활동 경험부족을 해외 연기금과의 연대를 통해 극복하고 있는 대표적인 경우가 일본이다. 일본은 2014년 스튜어드십코드를 도입하고 2015년 CalPERS의 일본 스튜어드십코드 참여를 이끌어 냈다. 일본 상장주식 익스포저가 전체 주식자산의 9.9%, 727억달러에 달했던 CalPERS 역시 일본 스튜어드십코드의 도입을 주주관여정책의 국제적 연대를 상징하는 대표적인 사례로 평가하고 있다. CalPERS는 일본 기업에 대하여 미국기업과 마찬가지로 포커스리스트(focus list) 프로그램을 적용하기 시작했다. 포커스리스트 프로그램에 따라 선정된 매년 8개 이상의 일본기업에 대하여 주주관여정책을 병행하는 일본기업 주주관여프로그램(Japan Board Independence Initiative)을 실행한 것이다. CalPERS는 일본기업에 대해 이사회 구성의 독립성 결여를 문제삼고, 다른 기관투자자들과 연대하여 독립이사를 1/3 이상으로 구성하도록 권고하고 있다. 독립이사가 없는 기업에 대해서는 적극적으로 의결권 행사를 통해 반대하거나 해당기업에 대해 서신 등 비공식 주주관여를 하는 것으로 알려졌다.

이런 점에서 우리나라도 해외 기관투자자의 스튜어드십코드 가입을 적극적으로 유도할 필요가 있다. 우리나라 상장주식에 대한 CalPERS의 익스포저는 2% 수준이다. 글로벌 연기금의 분산투자전략으로 볼 때 다른 해외 연기금들의 익스포저도 이 정도 수준일 것으로 추정되는 만큼 EDG와 주주권 행사에 적극적인 해외 연기금을 중심으로 스튜어드십코드의 가입을 유도할 필요가 있다.

<표 V-8> CalPERS의 한국 상장주식 편입 비중 (2015.6월말)

(단위: %, 십억달러)

	편입비중	시장가치
미국	50.2	72.7
일본	9.9	14.3
영국	6.9	10.0
홍콩	3.4	5.0
캐나다	3.3	4.7
프랑스	3.0	4.4
독일	2.9	4.3
스위스	2.8	4.1
호주	2.0	3.0
한국	1.7	2.5

주 : CalPERS가 보유한 글로벌 상장주식 대비 편입비중과 시장가치임
 자료: CalPERS(2015)

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 국회 보건복지위원회, 2017, 국민연금법 일부개정법률안.
- 금융위원회, 2017, 『스튜어드십코드 관련 법령해석집』.
- 기업지배구조원, 2016, 『스튜어드십코드 최종안』.
- 기업지배구조원, 2017, 『스튜어드십코드 해설집』.
- 김건식, 송옥렬, 2001, 『미국의 증권 규제』, 홍문사.
- 김화진, 송옥렬, 2007, 『기업인수합병』, 박영사.
- 김화진, 2009, 『기업지배구조와 기업금융』, 박영사.
- 방문옥, 2015, 주주제안 활성화를 위한 제언: 미국 제도 및 실태 비교 중심으로, 기업지배구조원.
- 이다원, 윤정화, 정혜민, 2015, 주주제안 현황 및 제도실태 분석, 기업지배구조원.
- 정윤모, 2016, 『기관투자자의 수탁자책임과 스튜어드십코드의 도입』, 자본시장연구원 연구보고서 16-03.
- Appel, I.R., Gormley, T.A., Keim, D.B., 2016, Standing on the Shoulders of giants: The effect of Passive investors on activism, NBER working paper No.22707.
- Barber, M.B., 2007, Monitoring the monitor: Evaluating CalPERS' activism, *The Journal of Investing* 16(4), 66-80.
- Bauer, R., Moers, F., Viehsb, M., 2015, *Who Withdraws Shareholder Proposals and Does It Matter? An Analysis of Sponsor Identity and Pay Practices*, Corporate Governance: An International Review.

- Becht, M., Franks, J.R., Grant, J., Wagner, H.F., 2014, The returns to hedge fund activism: An international study, ECGI working paper No.402.
- Black, B.S., 1998, Shareholder activism and corporate governance in the United States, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* 3, 459-465.
- Blackrock, 2014 1. 16, BlackRock's Larry Fink: Typical Activists are too Short-Term, *The Wall Street Journal*.
- Brav, A., Jiang, W., Frank P., and Randall S.T., 2008, Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance, *Journal of Finance* 63, 1729-1775.
- Brav, A., Jiang, W., Kim, H., 2009, Hedge fund activism: A review, *Foundations and Trends in Finance* 4(3) 185-246.
- Buchanan, B.G., Netter, J.M., Poulsen, A.B., Yang, T., 2012, Shareholder Proposal Rules and Practice: Evidence from a Comparison of the US and UK, *American Business Law Journal* 49(12), 739-803.
- Carleton, W. T., Nelson, J. M., Weisbach, M.S., 1998, The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF, *Journal of Finance* 53, 1335-62.
- Cai, K., Garner, J.L., Walkgins, R.A., 2009, Electing Directors, *The Journal of Finance* 64(5), 2389-2421.
- CalPERS, 2014, *Towards Sustainable Investment & Operations: Making Progress*.
- CalPERS, 2015, *2015 Enhanced Focus List Program*.

- CalPERS, 2016, *California Public Employees' Retirement System Total Fund Investment Policy*.
- CalPERS, 2017, *Global Equity Corporate Governance and Sustainable Investment Programs*.
- Çelik, S., Isaksson, M., 2014, Institutional investors and ownership engagement, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2013(2), 93-114.
- Choi, S.J., Fisch, J.E., Kahan, M., 2010, The Power of proxy advisors Myth or Reality? *Emory Law Journal* 59, 869-918.
- Conference Board, 2014, *Proxy Voting Analytics(2010-2014)*.
- Cuñat, V., Gine, M., and Guadalupe, M., 2012, The vote is cast: The effect of corporate governance on shareholder value, *The Journal of Finance* 67(5), 1943-1977.
- Denes, M.R., Karpoff, J.M., McWilliams, V.M., 2015, Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research, *Journal of Corporate Finance* 44, 405-424.
- English, P.C., Smythe, T.I., McNeil, C.R., 2004. The 'CalPERS Effect' revisited, *Journal of Corporate Finance* 10, 157-174.
- Ertimur, Y., Ferri, F., Oesch, D., 2013, Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay, *Journal of Accounting Research* 51(5), 951-996.
- EUROSIF. *Shareholder Stewardship: European ESG Engagement Practices 2013*.
- Fandl, H., Avon Product, 1988, *Avon letter*, U.S Department of Labor.

- GAO, 2017, Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices, GAO-17-47.
- Guercio, D.D., Hawkins, J., 1999, The motivation and impact of pension fund activism, *Journal of Financial Economics* 52(3) 293-340.
- Georgeson, 2016, *2016 Annual Corporate Governance Reviews*.
- Gerald, F.D., Kim, E.H., 2005, *Would Mutual Funds bite the Hand That Feeds Them?: Business Ties and Proxy Voting*, University of Michigan Stephen M. Ross School of Business.
- Greenwood, R., Schor, M., 2009, Investor activism and takeovers, *Journal of Financial Economics* 92, 362-375.
- Harold, M.J., Poulsen, A.B., 1998, Proxy contests and corporate change: Implications for shareholder wealth, *Journal of Financial Economics* 47, 279-313.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., 1993, Corporate governance through the proxy contest: Evidence and implications, *Journal of Business* 66(3), 405-435.
- Junkin, A., Toth, T., 2009, The 'CalPERS' Effect' on Targeted Company Share Prices, Wilshire Associates Incorporated.
- Junkin, A., 2010, Corporate Governance Engagement Analysis, Wilshire Associates Incorporated.
- Junkin, A., 2014, Update to the 'CalPERS Effect' on Targeted Company Share Prices, Wilshire Associates Incorporated.
- Klein, A., Zur, E., 2008, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *The Journal of Finance* 64(1), 187-229.

- Klein, A., Zur, E., 2011, The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders, *The Review of Financial Studies* 24, 1735-1771.
- Kim J., Schloetzer J.D., Tonello, M., 2013, 10, 25, Global Trends in Boared-Shareholder Engagement, The Conference Board.
- Larcker, D.F., Ormazabal, G., and Taylor, D.J., 2011, Market Reaction to Corporate Governance Regulation, *Journal of Financial Economics* 101(2), 431-448.
- Law Commission, 2014, *FIDUCIARY DUTIES OF INVESTMENT INTERMEDIARIES*.
- Lucian A.B., Weisbach, M.S., 2009, The State of Corporate Governance Research, Fisher College of Business working paper No.2009-03-020.
- Mueller, R.O., Ising, E., 2017, *Shareholder Proposal Development During the 2017 Proxy Season*, Gibson, Dunn & Crutcher LLP.
- OECD, 2017a, *Investment Government and the Integration of Environmental, Social and Governance Factors*.
- OECD, 2017b, *OECD Corporate Governance Factbook 2017*.
- Opler, T.C., Sokobin, J.S., 1997, Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors, Ohio State University working paper 95-5.
- Paccès, M.A., 2017, Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive, ECGI Law working paper No.353.
- Peter, D., Warner, J.B., 1983, On corporate governance: A study of proxy contests, *Journal of Financial Economics* 11, 401-438.

- Prevost, A.K., Rao, R.P., 2000, Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds? *The Journal of Business* 73(2), 177-204.
- Proxy Monitors, 2014, *Special Report: Shareholder Activism by Socially Responsible Investors*.
- Proxy Monitors, 2015, *Special Report: Public Pension Funds' Shareholder-Proposal Activism*.
- Proxy Monitors, 2016, *Special Report: Public Pension Funds' Shareholder-Proposal Activism*.
- PWC, 2015, *Shareholder activism: Who, What, When and How?*.
- Renneboog, L., Szilagyi, P.G., 2011, The role of shareholder proposals in corporate governance. *Journal of Corporate Finance* 17, 167-188.
- Rothberg, B., Lilien, S., 2006, Mutual funds and proxy voting: New evidence on corporate governance. *Journal of Business and Technology Law* 1, 157-184.
- SEC, 2003, *Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*.
- SEC, 2009, *SEC Release No.34-60215, July 1*.
- SEC, 2011, *Investment Duties, 29 CFR 2550.404a-1*.
- SEC, 2014, *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms*, Staff Legal Bulletin No.20 (IM/CF).

- SEC INVESTOR ADVISORY COMMITTEE, 2016, *Panel on Sustainability Reporting*.
- Smith, M.P., 1996, Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, *The Journal of Finance* 51(1), 227-252.
- Sullivan & Cromwell LLP, 2016a, *2016 Proxy Season Review*.
- Sullivan & Cromwell LLP, 2016b, *2016 U.S. Shareholder Activism Review and Analysis*.
- Sullivan, R., Martindale, W., Feller, E., Bordon, A., 2016, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, UNEP Finance Initiative.
- Thomas, R.S., Cotter, J.F., 2007, Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction, *Journal of Corporate Finance* 13, 368-391.
- Tonello, M., 2013, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement*, The Conference Board.
- UNEP FI, 2005, *A Legal Framework for The Integration of Environmental, Social and Governance Issue into Institutional Investment*, Freshfield Bruckhaus Deringer.
- UN PRI, 2015, *Fiduciary Duth in the 21st Century*.
- U.S Department of Labor, 1994, *Economically Targeted Investments*, Interpretive Bulletin 94-1.
- U.S Department of Labor, 2008a, *Employee Benefits Security Administration*, Interpretive Bulletin 08-2.
- U.S. Department of Labor, 2008b, *Employee Benefits Security Administration*, Advisory Opinion No. 2008-05A.

U.S Department of Labor, 2012, *Meeting Your Fiduciary Responsibilities*.

U.S Department of Labor, 2015, *Investment Advice regulation*.

The Altman Group, 2011, Proxy Advisory Firms: The Debate Over Changing the Regulatory Framework.

Tomorrow Company, 2012, *2020 Stewardship: Improving the quality of investor Stewardship*.

Wahal, S., 1996, Pension Fund Activism and Firm Performance, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(1), 1-23.

Wang, Y., Mao, C.X., 2015, Shareholder activism of public pension funds: The political facet, *Journal of Banking & Finance* 60 (11), 138-152.

WFE Sustainability Working Group, 2015, *Exchange Guidance & Recommendation*.

Zanglein, J.E., 2016, *Pension Fund Activism: Can Labor Maintain Its Momentum in Light of Declining Defined Benefit Funds?* American Economic Association.

모닝스타 www.morningstar.com

CalPERS www.calpers.ca.gov

송홍선 (Hong-Sun Song)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Asset Management
- Pension
- Demography
- Banking
- Corporate Governance, SRI
- ESOP

KCM



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



ISBN 978-89-6089-187-6