

ACTIVE OWNERSHIP: 자본시장 개혁의 초석

기업지배구조 코드와 스튜어드십 코드의 순기능

이원일, CFA & Ph.D.
2019년 5월



균형과 견제 속에 이해상충의 최소화

- **기업지배구조 코드** : 상장기업이 지속가능 성장을 하기 위해 지켜나가야 할 규범으로 대부분 OECD 국가의 상장기업은 이를 채택하고 실천하기 위해 노력
- **스튜어드십 코드**는 수탁자의 의무를 구체화, 객관화 하여 기관투자자들이 적극적으로 투자자의 이익을 보호하고 창출하여, 상장기업의 지속가능 성장을 향상시키려는 취지에서 정립된 규범
- 이 두 코드는 거울과 같은 역할을 하는 것으로 상장기업들이 **기업지배구조코드**를 잘 준수하는지를 기관투자자들이 **스튜어드십 코드**에 따라 모니터링 함으로서 장기적으로 지속가능 성장을 달성



상장기업 – 지배구조코드

- 상장기업의 기업지배구조코드는 상장기업으로서의 특권을 누리기 위한 윤리적 규범
- 상장기업의 경영자는 모든 주주를 위한 의사결정을 해야 한다는 취지에서 만들어진 규범으로 경영자와 경영권 없는 주주간의 이해 상충을 최소화하고 견제를 통한 균형을 도모
- 1999년 OECD가 처음으로 상장기업이 지켜야 할 지배구조 코드 제정 이후 미국 CFA협회, 영국 ICGN, 한국기업지배구조원에서 지배구조 코드 제정 발표
- 우리나라의 경우, 상장기업 지배구조 코드에 대한 홍보도 부족하고 따라서 이해도 매우 부족
- 효과적인 주주관여(Engagement)활동과 의결권 행사(Proxy Voting)를 위해서 그리고 이에 대한 기업입장의 대응을 위해서도 지배구조코드에 대한 더 많은 이해가 필요
- 이사회, 경영진, 주주권익 등이 상장기업 지배구조를 결정하는 3대 요소
- 우리나라에서는 이사회 독립성, 경영진관련 상속문제, 이해관계자와의 거래(RPT), 배당, 자본효율성 (ROE) 등이 주주관점에서 주요 지배구조 이슈
- 장기적으로는 선진국처럼 ESG 마저 포괄하게 될 것이며 외국인 주주가 많은 상장기업의 경우는 이미 주주로 부터 지속가능성장 보고서 등을 요구 받고 있음.

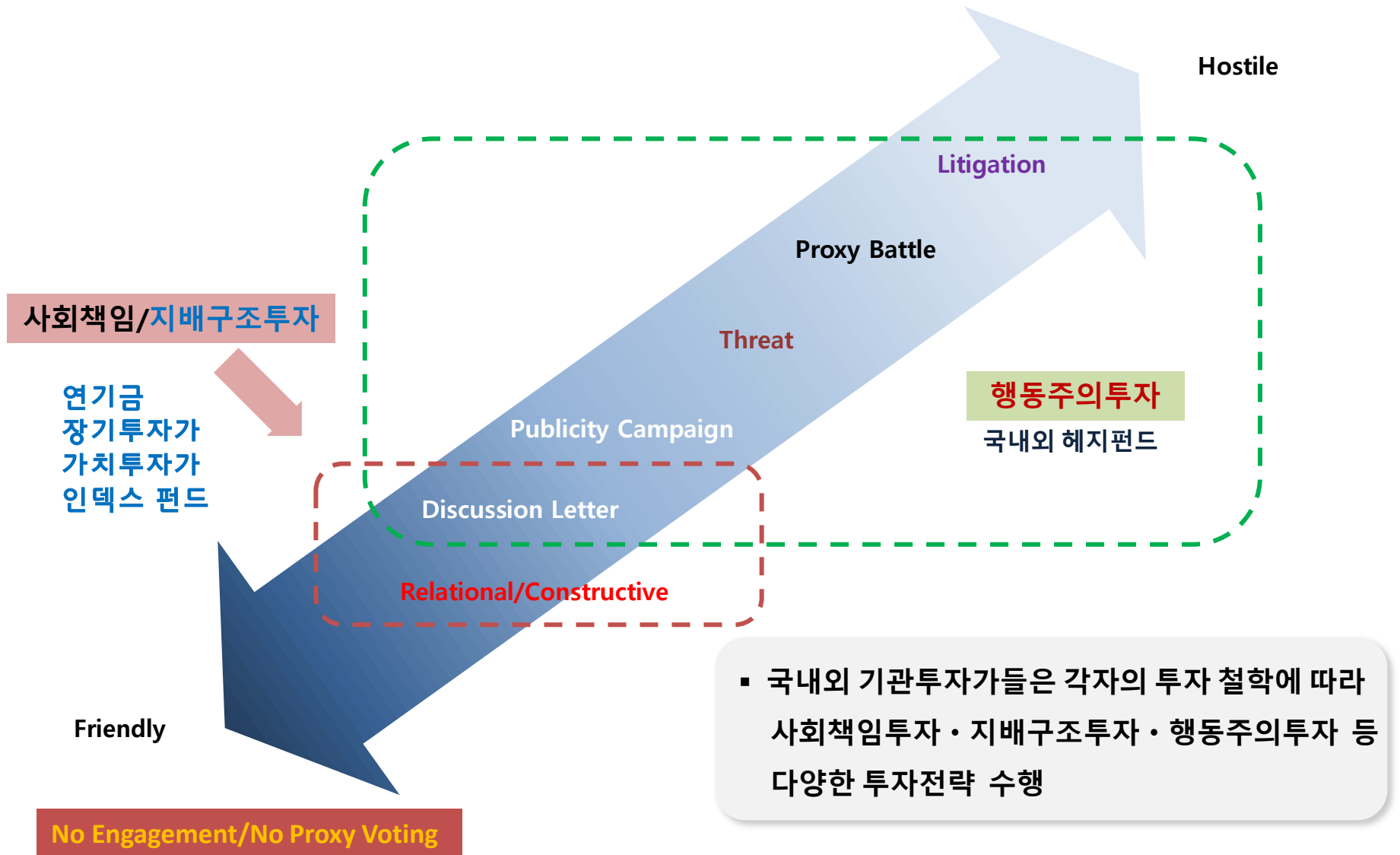
기관투자가 - 스튜어드십 코드

- 반복되는 금융위기로 인해, 수탁자의 의무는 주주관여와 의결권 행사까지 포함하는 개념으로 진화 - 이를 영국에서 스튜어드십 코드라 칭하고 2010년 처음으로 제도화
- 기관투자자들은 상이한 투자 철학에 따라 적절한 수준의 스튜어드십 코드 도입: comply or explain
- 다양한 철학에 따른 주주관여 의결권행사 기준마련: 외국의 경우 주주관여와 의결권행사기준은 해당기관투자자의 철학에 따라 크게 다를 수 있고 시장은 투자 철학의 다양성을 존중하고 포용
- 다만, 수탁자 의무가 진화함에 따라 인덱스 등 패시브 철학을 가진 운용사들조차 스튜어드십 코드를 도입하는 사례가 상당히 늘고 있음
- 주주관여는 장기적으로 기업의 지배구조개선을 위한 의사소통의 과정이며 그 결과를 주총에서 의결권 행사로 표출. 의결권 행사는 많은 경우 정답이 없고 우리나라의 경우 경험적 데이터도 매우 제한적이어서 초기에는 투자 경험 많은 펀드매니저의 판단이 중요
- 선진국처럼 특화된 철학을 바탕으로 성장형, 가치형, 인덱스형 등의 펀드만을 운용하는 기관들은 주주관여와 의결권가이드라인을 정립하고 프로세스를 가져가는데 상대적으로 일관성 있음
- 우리나라의 경우, 작은 규모의 자산운용사가 다양한 철학의 다양한 전략을 구사하는 현실로 볼 때 일관성있는 주주관여 프로세스와 의결권가이드라인을 가져가기에는 많은 부작용이 따를 듯

피할 수 없는 선택

- 지배구조 코드와 스튜어드십 코드는 글로벌 자본시장이 진화하면서 나타난 시대적 현상으로 자본시장의 효율성을 높이는데 그 장기적 목표가 있음
- 우리나라 국민연금도 2018년 7월 말 스튜어드십 코드 도입
- 지난 3월 주총에서 이미 문제점들이 들어남. 주주관여가 본격적으로 수행 되는 내년 주총에서는 더 많은 주주제안이 이루어 질 것이고 의결권 행사와 관련한 더 많은 부작용 예상됨
- 주주관여나 의결권 행사 등에 있어 시장전반은 물론, 국민연금 등 기관투자자 및 의결권 자문기관들의 경험이 적고, 전문가도 많지 않으며 또한, 많은 경우 정답이 없으므로 이로 인한 시행착오가 많을 것으로 예상되며 이는 매우 자연스러운 현상
- 우리나라 자본시장의 특수성으로 인해, 많은 이해상충이 상존해 있고 상장기업의 지배구조가 선진시장에 비해 낙후되어 있어, 연금 사회주의 논란, 경영효율성 저하 논쟁이 격화될 듯
- 국민연금의 역할이 무엇보다 중요함: 신뢰받는 위협(credible threat)으로서의 역할을 위한 투자와 준비가 필요. 특히, 초기에는 정치적이지 않은 투명하고, 객관적이며, 장기적인 목표설정이 필요
- 자본시장의 효율성을 높이고 상장기업들의 지속가능 성장을 위해서는 피할 수 없는 성장통. 대립보다는 균형과 견제를 위한 자세가 무엇보다 절실 – 정치적 수단이 되어서는 안됨

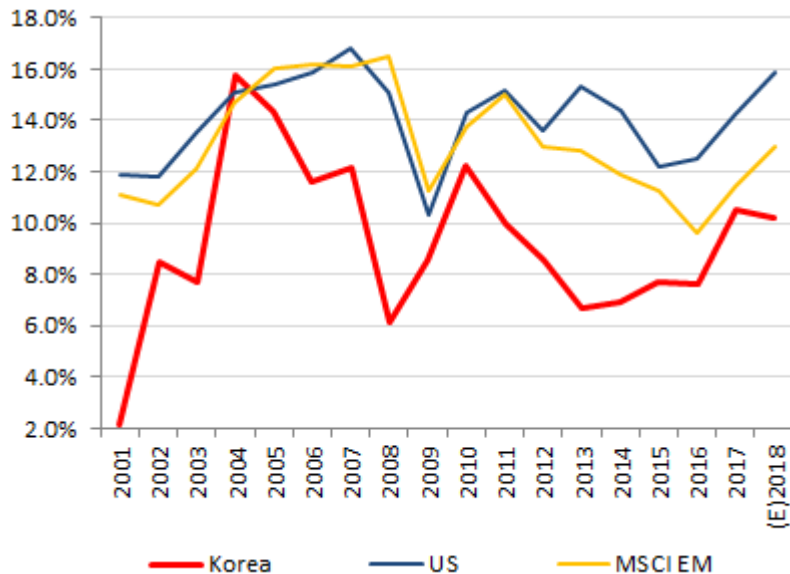
투자철학에 따른 다양한 수준의 주주관여(Engagement)



지배구조와 자본효율성

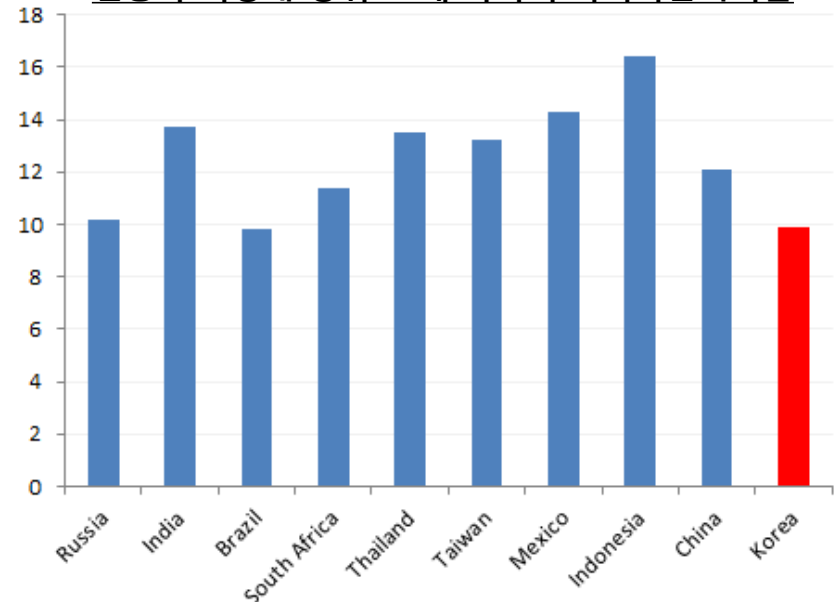
- 상장기업은 해당 국가 기업 중 가장 우수한 기업들로 각국의 경제성장에 높은 기여를 하는 기업들임. 국내 상장기업들의 평균 ROE는 미국, 일본, 유럽과 같은 선진국 시장에 비해 매우 낮고 신흥국에 비해서도 낮은 편
- 상장기업들이 자본을 효율적으로 배분하지 못한다는 의미이며 학문적으로는 자본시장이 비효율적이고 기업지배구조가 나쁘다는 근거
- '스튜어드십 코드' 도입초기에는 상장 기업들의 자본효율성(ROE)을 개선하기 위해 초점을 맞춰야 하며 이를 통해 국내 경제의 전체적인 자본배분을 효율적으로 이끌어 가야 함

한국, 미국, 신흥국 시장의 자기자본이익률



Source : FactSet, MSCI, and Quantwise

신흥국 시장내 상위 10개 국가의 자기자본이익률



Source : MSCI, CSIMarket, 2018

자본효율성 향상이 지배구조 코드와 스튜어드십 코드의 목표

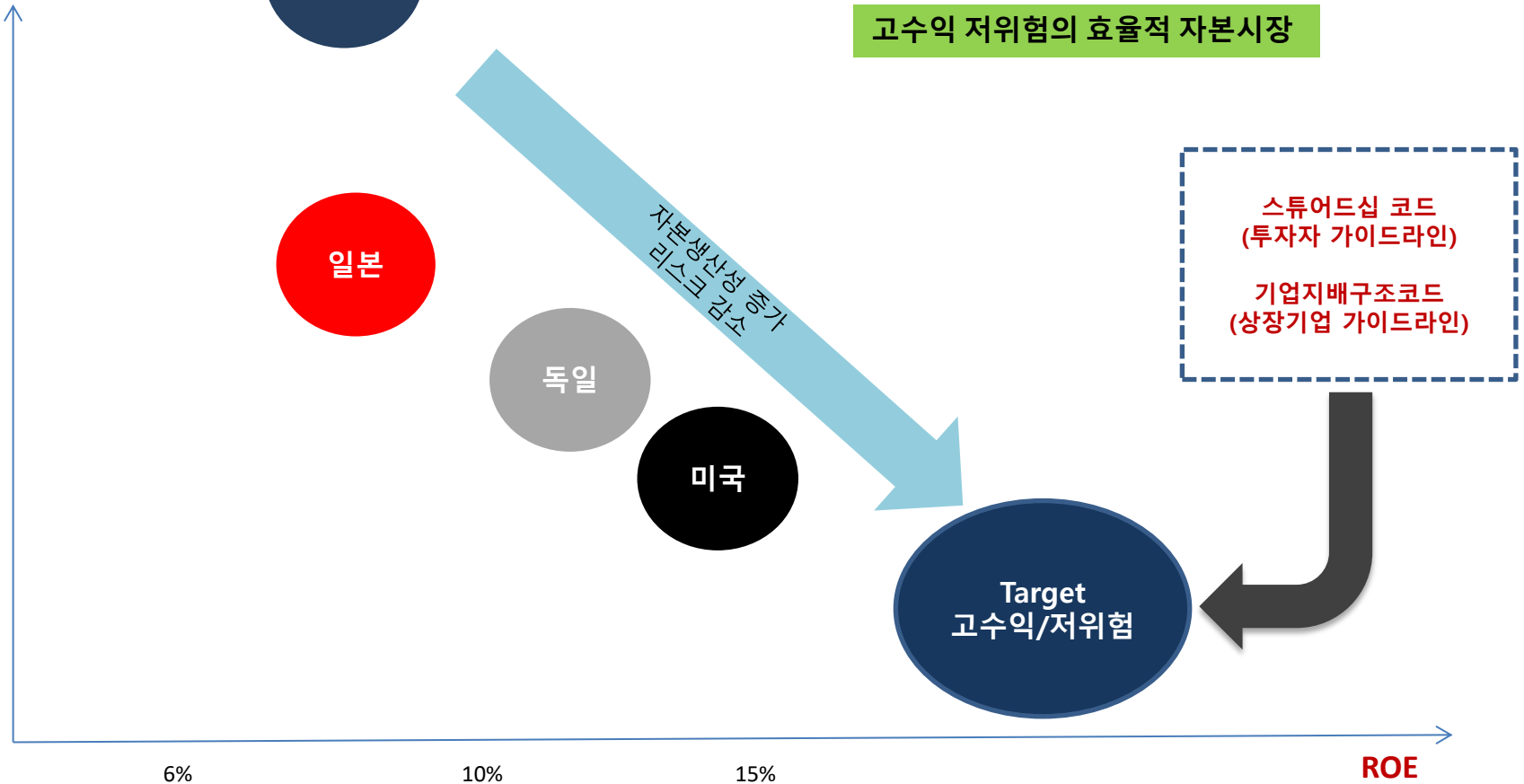
- 기업지배구조코드와 스튜어드십코드의 도입을 통한 자본효율성 향상은 우리나라 자본시장 개혁을 위한 첫 단추
- 단기적 경제성장의 둔화에 따른 거부감/피로감 증가 가능성- 일관성 있는 리더십 필요
- 국민연금은 초기에는 **ROE** 등 객관화된 지표를 판단의 기준으로 하는 스튜어드십 코드 도입이 필요 - 연금사회주의 논란 등 정치적 투자의사결정 가능성의 배제
- 장기적으로 경제성장, 재벌개혁, 고용창출, 소득재분배 등의 효과
- 이를 위해서는 국민연금이 독립적(Independent)이고, 충분한 정보력(Informed)이 있고, 동기가 부여되어 있으며(Motivated), 권한이 주어져 있는(Empowered) 기관투자자가 되어야 한다 - 제도적 개선 필요



기업지배구조 코드와 스튜어드십 코드의 순기능

지배구조 리스크

- 비효율적 자본생산성
- 상속 및 경영권분쟁
- 오너 리스크
- 이사회 비효율 등



Source : Bloomberg, 쿼트와이즈, CFA Institute, Nomura Secs

자본시장 개혁: 지속가능 성장을 위한 장기투자

장기투자자와 적극적 주주관여 의결권 행사를 통한 Korea Discount 의 해소

