

기관투자자 스튜어드십 코드의 쟁점과 한계

일시 2016년 7월 19일 (화) 14:00 ~15:30

장소 전경련회관 컨퍼런스센터 2층 토파즈룸

주최 한국경제연구원



한국경제연구원 대외세미나

기관투자자 스튜어드십 코드의 쟁점과 한계

- 일시: 2016년 7월 19일(화) 14:00~15:30
- 장소: 전경련회관 컨퍼런스센터 2층 토파즈룸

PROGRAM

시 간	내 용
13:30~14:00	등 록
14:00~14:10	개회사 권태신 (한국경제연구원 원장)
14:10~14:50 [40']	발 제 기관투자자의 책임과 역할에 관한 스튜어드십 코드의 본질과 쟁점 황인학 선임연구위원 (한국경제연구원)
14:50~15:30 [40']	종합토론 사 회 신현운 교수 (연세대 법학전문대학원) 토 론 권재열 교수 (경희대 법학전문대학원) 윤창현 교수 (서울시립대 경영대학) 지인엽 교수 (동국대 경제학부) (가나다順)
15:30	폐 회

☒ 제

기관투자자의 책임과 역할에 관한 스튜어드십 코드의 본질과 쟁점

황 인 학 (한국경제연구원 산업연구실 선임연구위원)

기관투자자의 책임과 역할에 관한 스튜어드십 코드(Stewardship Code)의 본질과 쟁점

황인학(한국경제연구원 선임연구위원)

1. 문제 제기

□ 금융위원회는 2015년 초부터 기업지배구조원, 자본시장연구원 등과 한국형 스튜어드십 코드 도입을 위한 TF를 운영, 동년 12월 2일 공청회에서 초안을 발표

- 여기에서 Stewardship Code란 기관투자자(자산소유자+자산관리자)의 책임과 역할에 대한 원칙을 의미하며, 2010년 영국에서 제정한 Stewardship Code에서 유래
- 한국형 코드는 영국과 비슷하게 고객과 수익자의 이익을 위해 기관투자자들이 투자대상 회사의 지배구조 개선에 적극 나서도록 하는 내용이 핵심이며, 법률상 강제가 아닌 일종의 가이드라인 성격의 ‘comply or explain’에 기초한 연성규범
- 한국형 스튜어드십 코드는 기관투자자의 책임에 관한 7개 원칙과 지침으로 구성:
 - ① 수탁자 책임 정책 제정·공개
 - ② 이해상충 방지정책 제정·공개
 - ③ 투자대상회사에 대한 지속 점검·감시
 - ④ 수탁자 책임활동 수행에 관한 내부지침 마련
 - ⑤ 의결권 정책 제정·공개, 의결권 행사내역과 사유 공개
 - ⑥ 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동 보고·공개
 - ⑦ 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보
- 초안은 한국형 코드를 통해서 △효과적 위험관리(환경, 사회, 지배구조 등 비재무 위험 통제·대응), △투자대상회사의 중장기 성장(주총 활성화, 지배구조 개

선, 지속가능성 개선), △투자자 이익 증진(운용자산 가치의 증장기 증진 도모), △자본시장과 경제전반의 건전한 성장을 뒷받침하는 효과가 기대된다고 주장

□ 공청회 이후 한국형 코드 도입의 필요성과 내용의 적절성에 대한 비판과 논란이 확산되면서 경제계는 부작용을 우려하여 한국형 코드 도입의 재고를 요청

- 우리나라는 기관투자자의 책임에 대해 이미 현행법에 수탁자 의무(fiduciary duty)를 명시적으로 도입하였음: 신탁법상 선관주의 의무(제32조)와 충실의무(제33조)
- 또한 자본시장법에서는 기관투자자들이 적극적으로 의결권을 행사하여 경영 감시자 역할을 할 수 있도록 의결권 행사 내용과 의결권을 행사하지 않을 경우 그 사유 등을 공시하도록 규정하고 있으며(제87조 제8항), 동법 시행령에서는 자산운용회사들이 의결권 행사와 관련된 내부지침을 제정·공개하도록 의무화하고 있음
- 그럼에도 기관투자자들에게 의결권 행사 외에 경영진과 대화, 주주제안, 이사추천 등의 경영참여 활동에 적극 나서도록 촉구하는 코드를 도입하려는 이유는 이들의 자본시장 내 높은 비중을 활용하여 기업지배구조를 바꾸기 위한 의도로 보임
- 그러나 코드는 형식과 관계없이 사실상 금융당국이 주도하기 때문에 기관투자자들은 부담스러운 규제로 인식하는 한편, ‘상장기업들은 정부가 연기금과 자산운용사 등 기관투자자들을 활용해서 회사경영에 영향력을 행사할 수 있다고 우려’¹⁾
- 전경련이 상장회사 대상으로 코드 도입시 회사 주총 안전에 대해 정부 영향력이 커질지를 묻는 설문조사 결과에서도 ‘그렇다’는 응답(56.1%)이 ‘아니다’는 응답(13.4%)보다 4배가량 높게 나타남
- 이에 전경련, 중소기업중앙회, 코스닥협회, 한국상장사협의회, 한국중견기업연합회는 ‘스튜어드십 코드 도입에 대한 경제단체 공동의견’을 통해 한국형 도입에 대해 우려를 표명하며 재고를 요청(2016년 5월 3일)

□ 이 보고서는 앞서 제도를 도입한 영국의 경험을 바탕으로 Stewardship Code의 본질과 쟁점을 평가하고 한국형 코드의 도입 관련 시사점을 얻는데 목적이 있음

- 영국은 기관투자자에 대한 ‘책임론’ 및 ‘기대론’이 복합적으로 작용하며 2010년 Stewardship Code 제정

1) 연합뉴스(2016.5.3.) “경제계 ‘스튜어드십 코드’ 반대... 기관들의 입김 우려”

- 책임론: 2008년 금융위기 때 영국에서 은행, 금융회사의 도덕적 해이와 부실 문제가 발생한 이면에는 기관투자자들이 제 역할을 하지 않았기 때문이라는 문제인식
- 기대론: 기관투자자들의 책임을 강화하고 경영관여를 독려함으로써 단기 업적주의가 만연한 영국 기업지배구조의 문제점을 바로잡을 수 있다는 낙관적인 기대
 - 영국 Stewardship Code의 성공여부는 동 제도를 도입한 이후 기관투자자들이 의결권 행사 및 주주관여를 얼마나 효과적으로 했는가, 장기적 관점에서 회사의 성공에 얼마나 기여했는가의 여부로 판단할 수 있음²⁾
 - 그러나 처음부터 금융당국의 좋은 취지와 높은 의욕에도 불구하고 제대로 작동하지 않을 것이라는 비판론이 적지 않았고, 영국금융당국(FRC: Financial Reporting Council) 스스로도 성과가 기대에 미치지 못한다고 자평
 - 2015년 말 기준, 코드에 가입한 300여개 중에 약 10% 정도만이 제대로 준수
 - 따라서 기관투자자의 책임과 역할을 강화하는 영국식 코드를 도입하기에 앞서 지금까지 영국에서 시행한 경험을 바탕으로 스투어드십 코드의 본질, 드러나지 않은 쟁점과 한계가 무엇인지 짚어보고 他山之石의 교훈을 얻을 필요성이 있음

□ 보고서의 구성:

- 외국의 스투어드십 코드 제정 동향: 영국 코드를 중심으로
- 한국형 스투어드십 코드(초안)의 주요 내용과 특징
- 스투어드십 책임의 본질과 쟁점, 평가
- 시사점 및 대안제시

2) Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate provider of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole.

2. 외국의 스투어드십 코드 제정 동향: 영국을 중심으로

1) 각국의 기관투자자 책임 원칙의 제정 동향

□ 영국의 스투어드십 코드(2010) 이후 세계 여러 나라에서 기관투자자의 책임과 역할을 강화, 확대하는 내용의 코드 또는 원칙의 채택이 잇따르고 있음

- 영국의 선례를 따라서 의결권 행사활동 외에 주주관여를 포함하는 기관투자자 책임 원칙을 채택한 외국 사례들을 비교한 내용은 <표 1>을 참조
- 이들 중 정부 주도 하에 코드를 제정한 나라는 영국, 일본, 말레이시아, 홍콩. 이 경우에도 코드의 채택 및 준수 여부는 각 기관투자자의 자율 선택(comply or explain)에 일임되며, 관련 내용을 공개 또는 보고하게 되어 있음

<표 1> 각국의 기관투자자 책임 원칙 제정 동향 비교

국가	주관처	채택연도	명칭	구성	비고
영국	FRC (정부)	2010	The UK Stewardship Code	7개 원칙, 세부지침	FRC: Financial Reporting Council
캐나다	CCGG (민간)	2010	Principle for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement	5개 원칙, 세부설명	CCGG: Canadian Coalition for GOOD GOVERNANCE
네덜란드	EUMEDION (민간)	2011	Best Practices for Engaged Share-Ownership	10개 규범, 세부지침	EUMEDION: 민간 Good Guardian을 의미
남아공화국	IoDSA (민간)	2011	Code for Responsible Investing	5개 원칙, 세부설명	IoDSA: Institute of Directors Southern Africa
스위스	Ethos (민간)	2013	Guidelines for institutional investors, governing the exercising of participation rights in public limited companies	5개 원칙, 세부설명	Ethos: 민간재단
이탈리아	ASSOGESTIONI (민간)	2013	Stewardship Principles for the Exercise of Administrative and Voting Rights in Listed Companies	6개 원칙, 세부제안	ASSOGESTIONI: 민간협회
일본	FSA (정부)	2014	Principles for Responsible Institutional Investor	7개 원칙, 세부지침	FSA: Financial Services Agency
말레이시아	MSWG (정부)	2014	Code for Institutional Investor	6개 원칙, 세부지침	MSWG: Minority Shareholder Watching Group
홍콩	SFC (정부)	2015	Principles of Responsible ownership	7개 원칙, 세부설명	SFC: Securities and Futures Commission

□ OECD는 2015년에 개정된 OECD/G20 Corporate Governance Principles에서 별도의 장(III)을 할애, 기관투자자의 책임에 대한 원칙을 제시

- 2015년도 개정판에서 OECD는 영국을 비롯한 몇 나라에서 기업지배구조에 대한 주주관여(shareholder engagement)를 강조하고 있음을 반영하여 이에 관한 정보 공개 중심으로 세 가지를 권고

• The *Principles* recommend that institutional investors disclose their policies with respect to corporate governance(p.29).

- OECD 원칙의 제III장(Institutional investors, stock markets, and other intermediaries)에서 기관투자자 책임에 대해 권고한 내용은 다음과 같음

• A. (기업지배구조 및 의결권 정책의 공개) Institutional Investors acting in a fiduciary capacity should disclose their corporate governance and voting policies with respect with their investment, including the procedures that they have in place for deciding on the use of their voting rights.

• B. (의결권 행사의 방향 및 방법) Votes should be cast by custodians or nominees in line with the direction of the beneficial owners of the shares.

• C. (이해상충 방지 정책의 공개) Institutional investors acting in a fiduciary capacity should disclose how they manage material conflicts of interest that may affect the exercise of key ownership rights regarding their investment.

- 이 밖에 제III장에서는 △의안 분석 및 자문가, 중개자, 평가기관 등도 이해상충 최소화 방법을 공개하도록 권고하는 한편, △(기관투자자 경영관여에 대응하여) 내부자거래 및 시세조작에 대해 엄정한 법집행을 주문

□ OECD 원칙을 제외하고 여러 나라에서 채택한 스튜어드십 코드의 취지와 내용은 다음과 같은 공통적 특징 때문에 영국 코드의 일종으로 분류할 수 있음

- 지금까지 각국에서 채택한 원칙들은 명칭은 달라도 기관투자자의 책임을 주식 소유에 따른 의결권 행사에 그치지 않고 적극적 경영관여를 통해 그들이 주식을 보유한 회사의 지배구조에 영향을 미치려 한다는 점에서 공통점이 있음

- 정부가 주도하는 경우와 민간이 주도하는 경우가 있으나 어느 경우든 정부의 직접 개입보다는 기관투자자의 영향력이라는 우회적 수단을 통해서 단기 자본주의 문제를 극복하고, 기업과 사회의 장기적 가치를 증진하려는 의도 면에서 비슷

- 자국의 기관투자자가 적용대상이라는 점(자산소유자+자산관리자), 법상 강제되는 규범이 아니라 기관투자자의 자율적 선택(코드 가입)에 기초한 연성규범이라는 점(comply or explain rule)도 각국의 코드에 공통적으로 적용되는 특징임
- 비판적 관점에서 보면 각국의 코드가 궁극적으로 기업과 사회의 장기적 가치 증진을 가장 중요한 목표로 설정했음에도 불구하고 이 목표와 관련된 구체적 내용이 없다는 점도 공통적임

□ 각국에서 채택한 원칙들이 큰 틀에서 대동소이하기 때문에 이하에서는 영국 코드를 중심으로 배경과 내용을 간략히 정리하고 쟁점과 시사점을 살펴보고자 함

2) 영국 스투어드십 코드의 배경과 특징

□ 영국 스투어드십 코드의 제정 배경과 경과³⁾

- 영국에서 기업지배구조 개선을 위한 시도는 1992년 Cadbury Report로 거슬러 올라가며 당시에는 이사회와 통제 및 보고, 감사인의 역할이 주된 관심사였으나 기관투자자에 대해서도 경영진과의 대화, 의결권 행사정책의 공개를 권고하였음
- 그 이후 Hampel Report(1998)⁴⁾, Myners Report(2001)⁵⁾ 등이 이어졌고 글로벌 금융위기 직후에 영국 금융회사의 문제를 진단한 Walker 보고서(2009)는⁶⁾ ISC의 기관투자자 책임에 관한 자율규범을 Stewardship Code로 변경할 것을 권고
- 즉, 기관투자자 협의체에 해당하는 ISC(Institutional Shareholder Committee)는 2002년에 ‘기관주주 및 대리인 책임에 관한 원칙’을⁷⁾, 2009년에 ‘기관투자자 책임규범(Code on the Responsibilities of Institutional Investors)’을 공표하였는데 이를 금융당국(FSC)이 주도하는 Stewardship Code로 변경, 시행하도록 권고하였음
- Walker 보고서(2009)가 이를 권고한 배경은 금융위기의 원인이 은행과 금융회사의 위험관리 부실에서 시작되었으며 이를 막으려면 기관투자자를 비롯한 영국인 주주의 전통적인 수수방관(hands-off) 입장을 바꿀 필요성이 있다고 보았기 때문

3) 영국 Stewardship Code 채택의 자세한 과정은 Cheffins(2010), Reisberg(2011), 심영(2015) 참조

4) Committee on Corporate Governance (Sir Ronald Hampel, Chair), *Report of the Committee on Corporate Governance*, London: Gee, 1998

5) P. Myners, *Institutional Investment in the UK: A Review*, London: HM Treasury, 2001

6) Sir D. Walker, *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations*, November 26, 2009

7) ISC(Institutional Shareholder Committee), *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement and Principle*, 2002

- 특히 주식시장에서 비중이 높은 기관투자자들이 제 역할을 다하지 못했다는 비판이 확산되었고, Lord Myners(2009)는 영국 상장회사의 주식소유비중이 가장 높은 기관투자자들을 부재지주(absentee landlord)처럼 처신했다고 비판
- 또한 ‘기관투자자들이 책임 주주로 제 역할을 하지 않기 때문에 은행과 상장회사들이 무주공산 경영을 하고 그래서 경영진의 무모한 의사결정으로 파멸을 해도 수수방관되는 상태’가 영국의 근본적인 결함으로 비판되기도 함
 - One of the systematic flaw laid bare in the credit crunch is ownership vacuum: the big institutional holders of shares ... failed to act as a responsible, engaged owners, but stood by while executives or banks and other companies embarked on a journey of reckless destruction.⁸⁾
- 정리하면, 영국의 금융 및 상장회사들이 사실상 주인공백(ownership vacuum) 상태에서 경영진의 무모한 결정과 단기 지향성이 적절히 통제되지 않는 까닭은 기관투자자들의 수수방관주의(hand-off approach), 부재지주(absentee landlord), 복지부동(supine) 때문이라는 문제인식에서 출발
- 이러한 문제인식에서 Walker는 ownerless corporation의 문제를 해결하기 위해 은행 및 금융회사 외에 일반 상장회사에 대해서도 hand-off approach를 hands-on approach로 전환하는 주주관여(shareholder engagement)가 중요함을 강조
- 특히 Walker는 상당한 비중의 주식을 소유한 주주들의 경우는 회사법에서 보장하는 유한책임의 이익을 누리는 만큼 그에 상응하는 ‘스튜어드십 의무(duty of stewardship)’를 부담하는 게 당연하다는 논리(logical corollary)를 내세움⁹⁾

□ 영국 스튜어드십 코드의 목적 또는 기대효과

- 영국 스튜어드십 코드는 실용적 측면에서 보면 기관투자자의 적극적 역할(의결권 행사 + 주주관여)을 통해 ownerless corporation 문제를 개선하려는 것으로 보임
- FRC 입장: 효과적인 주주관여를 통해 회사의 지배구조와 경영성과를 개선시키고 기업에 대한 신뢰 및 자본시장의 효율성을 향상시키는 한편, 더 나아가 자산관리자와 자산소유자의 책임에 대한 투명성 강화 및 최종 고객에 대한 기관투자자의 책임성 강화로 인해 금융시스템에 대한 신뢰를 높일 수 있을 것으로 기대¹⁰⁾

8) R. Sutherland, ‘A Plea to Sir David: Save Schools, Our Jobs and Pensions from Britain’s Timid Investors’, Observer, July 12, 2009 (Cheffins, 2010, p.1005에서 재인용)

9) Walker 보고서는 responsibility 대신에 duty라는 표현을 사용하면서도 법률상 의무화를 주장하지는 않음

- 궁극적으로는 2006년 영국이 회사법을 개정하면서 개정이 필요한 첫 번째 이유로 내세웠던 주주관여와 장기투자문화 조성(enhancing shareholder engagement and a long-term investment culture), 그리고 이해관계자주의 관점에서 회사의 장기적 성공(long-term success of the company)을 지향하는 것으로 이해됨
- FRC(2012): Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate provider of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole.

□ 영국 스튜어드십 코드의 7가지 원칙

- 영국 스튜어드십 코드는 7개 원칙(principle)과 지침(guidance)으로 구성되어 있으며, 지침의 자세한 내용은 본 보고서의 후첨 자료 참조
- 원칙 1: 기관투자자는 스튜어드십 책임을 어떻게 이행할지에 대해 정책을 공개해야 한다. (Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.)
- 원칙 2: 기관투자자는 이해상충 문제를 관리할 수 있는 확실한 정책을 세우고 공개해야 한다. (Institutional investors have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship which should be publicly disclosed.)
- 원칙 3: 기관투자자는 투자대상회사를 모니터링 해야 한다. (Institutional investors should monitor their investee companies.)
- 원칙 4: 기관투자자는 스튜어드십 활동을 언제, 어떻게 강화할지에 대해 명확한 기준을 세워야 한다. (Institutional investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate their stewardship activities.)
- 원칙 5: 기관투자자는 적절한 경우에는 다른 투자자들과 공동행위를 해야 한다. (Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate.)
- 원칙 6: 기관투자자는 의결권 행사와 의결권 행사활동의 정보 공개에 대해 명확한 정책을 세워야 한다. (Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.)
- 원칙 7: 기관투자자는 스튜어드십 활동 및 의결권 행사 활동에 대해 정기적으로 보고해야 한다. (Institutional investors should report periodically on their stewardship and voting activities.)

10) FRC, *Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors*, 2010 (Cheffins, p.1005)

□ 영국 스투어드십 코드의 특징과 쟁점

- 영국의 스투어드십 코드는 기관투자자에게 부과되는 기존의 수탁자 의무 (fiduciary duty)와 구분하기 위해 ‘스튜어드십 책임(stewardship responsibility)’이라는 새로운 개념을 채택했다는 점에서 큰 특징이 있음
- ‘스튜어드십 책임’이라는 용어에는 기관투자자를 비롯한 주주들이 투자대상 회사에 관여하는 것은 권리(right)가 아니라 의무(duty)라는 뜻을 담고 있으며, 따라서 스투어드십 활동은 투자대상기업의 재무적 경영성과 외에 전략설정, 지배구조, 기업문화 전반으로 확장되는 특징을 보임
- 이점은 영국 코드 원칙 1의 지침(guidance)에 반영되어 있음: “Stewardship activities include monitoring and engaging with companies on matter such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on those matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings.”
- 또한 전술한 바와 같이 영국에서 기관투자자는 은행·금융회사의 부실, 상장회사의 단기주의 및 도덕적 해이의 문제를 방지했거나 조장한 원인으로 비판받는 대상이었으나 2010년도 스투어드십 코드에서 기관투자자는 투자대상회사의 책임경영 및 지속가능한 가치 구현을 위한 해법으로 역할에 대한 기대가 바뀌었음¹¹⁾
- UK Stewardship Code는 의욕적이고 새로운 시도라는 점에서 높이 평가될 수 있지만 문제의 본질에서 벗어났다, 기관투자자 사이의 담합을 조장하여 내부자거래의 부작용을 키운다, 의미 있는 효과를 거둘 수 없다는 등의 문제점이 처음부터 지속적으로 제기되고 있음(Heineman, 2010; Cheffins, 2010; Wong, 2015 등)
- 영국 코드 도입 당시에 영국에서 제기되었던 쟁점을 예시하면 다음과 같음:
 - ① 투자자를 위한 것이라면 기관투자자에게 펀드의 목적과 철학, 투자기준, 펀드 매니저에 대한 보상과 인센티브에 관한 정보를 공개하라고 왜 요구하지 않는가.
 - ② 기관투자자들이 서로 연대해서 경영관여를 하면 법이 금지하는 내부자거래, 담합을 부추길 위험성이 높는데 이들 문제에 대해 금융위원회(FSA: Financial Service Agent)가 앞장서 안전지대(safe harbor)를 제공하는 것이 바람직한가.

11) 참고로 UK Stewardship Code는 민간협의체인 ISC(Institutional Shareholder Committee)에서 2009년에 만든 자율규약(Responsibilities of Institutional Investors)을 FRC에서 채택한 것이며, 여기에는 Morgan Stanley International 회장을 역임했던 Sir David Walker 보고서의 권고가 역할을 했다.

- ③ Stewardship Code 하에 기관투자자들이 경영에 관여하면 이는 이사회의 경영감독 기능과 어떻게 다른가. 또한 이들이 환경, 사회, 지배구조(ESG) 관점에서 관여 활동을 하면 투자대상회사의 경쟁력과 성과에 오히려 마이너스가 되지 않을까.
 - ④ 코드 가입은 원칙상 자율 선택이기 때문에 대부분의 기관주주들이 계속해서 단기 차익 거래를 선호하는 상황이라면 코드는 의미가 없고 효과도 없지 않은가.
 - ⑤ 코드 준수 비용과 부담이 상당하기 때문에 장기적 관점에서 가치투자를 지향하는 투자자조차도 무임승차(free-riding)하려는 유인이 있을 터인데 이를 예방할 방법이 있는가.
- 끝으로 최근까지 운용성과를 보면 2010년 제정 이후 코드에 가입한 기관(signatories)은 외형적으로 꾸준히 증가했으나 효과는 기대에 크게 미치지 못하는 것으로 평가: 234개(2011)→ 259개(2012)→ 290(2013)→306(2015.11)¹²⁾
 - 코드에 가입한 약 300개 중에 제대로 하는 데는 약 30개에 불과하다고 알려져 있으며, 코드를 주관하는 FRC에서도 2014년 보고서에서 코드에 가입한 기관투자자들 대부분이 코드 준수에 실패하고 있다고 진단(Wong, 2015)

3. 한국형 스튜어드십 코드의 주요 내용과 특징

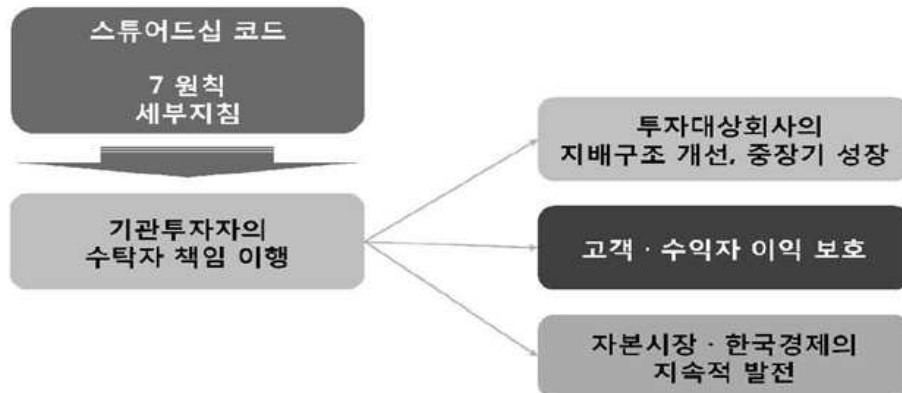
- 한국형 코드는 아직 확정되지 않았으며, 따라서 여기에서는 2015년 12월 2일에 발표한 공청회 자료를 바탕으로 주요 내용과 특징을 살펴보면 아래와 같음

□ 한국형 코드(안)의 목적, 적용 대상 및 적용방법 등

- 추진 주체, 적용대상, 적용방식 면에서 영국, 일본과 비슷함:
 - 도입 추진 주체: 금융위, 기업지배구조원, 자본시장연구원 공동 TF
 - 적용대상: 한국 상장회사의 주식을 보유한 기관투자자(자산소유자 + 자산운용자)
 - 적용방법: 원칙 준수-예외 설명(comply or explain)
- 영국의 스튜어드십 책임(stewardship responsibility)은 한국형 코드에 ‘수탁자 책임’으로 표현되며, ‘투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 성장을 추구함으로써 고객과 (최종적인) 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임’으로 설명되고 있음

12) 2015년 1월 기준으로 295사 참여: 했으며 asset managers 201, asset owners 81, service providers 13

〈그림 1〉 한국형 스투어드십 코드(안) 제정 목적



출처: 송민경, '스튜어드십 코드 도입 방향과 세부 내용', 『공청회 자료』, 2015.12.2

- 또한 수탁자 책임 원칙을 제정하는 목적으로 ‘다양한 위험의 효과적 관리, 의사결정·권한·의무·책임의 전반적 체계인 지배구조 개선을 통해 회사의 중장기적인 성공을 유도하고, 투자자의 이익을 증진하는 데 기여하며, 자본시장과 경제 전반의 내실 있는 성장과 발전을 뒷받침하기 위함’ 으로 설명(그림 1 참조)
- 한국형 코드(안)는 회사의 중장기적인 성공을 위해 주식 소유에 따른 의결권 행사 외에도 투자대상회사의 지배구조에 대한 관여를 촉구하고 있다는 점에서 UK Stewardship Code가 표방하는 목적과 근본적으로 다르지 않음

□ 한국형 코드(안)의 주요 내용

- 한국형 코드(안)는 7개 핵심원칙과 세부 지침으로 구성되어 있으며, 형식면에서는 UK Stewardship Code와 유사(표 2 참조)
 - 7개 원칙 및 세부지침의 전문은 후첨 자료 참조

〈표 2〉 한국형 스투어드십 코드(안) 핵심 원칙

구분	주요 내용
원칙 1	▪ 수탁자 책임 정책 제정·공개
원칙 2	▪ 이해상충 방지정책 제정·공개
원칙 3	▪ 투자대상회사에 대한 지속적 점검·감시
원칙 4	▪ 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련
원칙 5	▪ 의결권 정책 제정·공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개
원칙 6	▪ 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동 보고·공개
원칙 7	▪ 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보

출처: 송민경, ‘스튜어드십 코드 도입 방향과 세부 내용’, 『공청회 자료』, 2015.12.2

□ 한국형 코드(안)의 특징

① 스투어드십 코드 원칙의 국제비교 : 공동 대화·관여를 제외한 승集合?

- 영국, 일본, 말레이시아, 홍콩 등 사실상 정부가 주도하여 코드를 도입한 나라에서 채택한 스투어드십 코드의 원칙을 사안별로 비교, 정리하면 <표 3>과 같음
- <표 3>에서 영국과 홍콩은 기관투자자들이 서로 연대 또는 협조하여 관여활동을 하도록 하는 원칙을 담고 있는 반면, 한국은 일본과 마찬가지로 원칙에서 공동 관여를 제외하고 있다는 점이 특징적
- 공동관여를 제외하면 한국형 코드는 다른 나라들이 채택한 원칙들을 모두 더한 것처럼 기관투자자의 모니터링 및 관여의 범위가 가장 넓다는 특징을 보임
- 예컨대 일본 코드 원칙 7은 그 이전까지 어디에도 없는 내용이며, 계몽·교육적 효과를 위해 도입한 일본 특유의 원칙인데 한국 코드에서도 이를 채택하고 있음
- 일본 코드 원칙 7: 투자대상기업의 지속 성장에 기여하기 위해 기관투자자는 투자대상기업 및 그 기업의 경영환경에 깊은 지식을 갖춰야 하며, 투자대상기업과의 대화 및 스투어드십 활동 과정에 적절한 판단을 위한 실력을 갖춰야 한다.
- 한국 코드 원칙 7: 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량을 갖춰야 한다.

〈표 3〉 Stewardship Code 국제 비교: 영국, 일본, 말레이시아, 홍콩, 한국(안)

주요 사항	영국	일본	말레이시아	홍콩	한국
정책수립, 공시	원칙 1	원칙 1	원칙 1	원칙 1	원칙 1
이해상충 해결 정책	원칙 2	원칙 2	원칙 4	원칙 7	원칙 2
모니터링 (점검·감시)	원칙 3	원칙 3	원칙 2	원칙 2	원칙 3
관여(engagement)	원칙 4	원칙 4	원칙 3	원칙 2, 3	원칙 4
공동관여·대화	원칙 5	-	△3.4	원칙 5	-
의결권 행사 정책	원칙 6	원칙 5	원칙 6	원칙 4	원칙 5
보고	원칙 7	원칙 6	-	원칙 6	원칙 6
사회·환경적 위험	-	-	원칙 5	원칙 2-17	지침(1,3,4)
리더십 점검·감시	-	-	지침 2.2	원칙 2-18-c	지침(3)
역량·전문성 확보	-	원칙 7	-	-	원칙 7

② The devil is in the details.

- 〈표 3〉에서 원칙(principles)은 어느 나라나 추상적인 표현 중심으로 엇비슷한 반면에 각 원칙을 설명하는 지침(guidances)의 세부 내용은 때때 큰 차이를 보이는 경우가 있음
- 한국형 코드는 다른 나라에 비해 기관투자자들의 모니터링 및 관여의 범위가 넓고(예: ESG), 내용도 내용이 매우 구체적(예: 이사 추천)이라는 특징을 보임
- 반면에 일본형 코드에서 지침은 가급적 구체성을 회피하는 입장이며, 어떤 면에서는 원칙을 설명하는 또 다른 원칙처럼 추상적이고 간단하며 동의반복적임
- 스튜어드십 책임에서 가장 의미가 있는 관여 원칙(원칙 4) 사례: 일본 코드는 i)기관투자자는 투자대상회사의 중장기 가치, 자본 효율성, 지속가능성을 제고하기 위해 투자대상회사와 함께 건설적인 대화를 통해 공감대 형성에 노력을 해야 한다 ii)투자대상회사와 어떻게 대화할지에 대해 미리 분명한 정책을 세워야 한다 iii)기관투자자는 투자대상회사와 건설적인 대화를 함에 있어서 투자대상회사가 OECD 원칙 및 TSE 원칙에서¹³⁾ 요구하는 ‘주주평등대우원칙’을 지켜야 한다는 사실을 십분 이해하고 미공개 정보를 받는데 신중을 기해야 한다고 언급

13) Tokyo Stock Exchange’s Principles of Corporate Governance for Listed Companies.

- 이에 비해 한국 코드 원칙 4(관여)에서는 경영전략, 재무구조·성과, 임원보수 등 주요 경영사항과 지배구조, 환경·사회 측면의 요소 등에 관해 투자대상회사와 공감대 형성에 노력해야 한다면서 추가 정보·자료 요구, 이사회 또는 경영진과의 회의 추가 개최, 주주제안 및 (사외) 이사·감사후보 추천, 주총소집 청구, 문제 있는 이사의 연임 반대 등 반대 의결권 행사, 주주소송 등을 자세하게 열거하고 있음
- 이와 같이 어떤 문제인지 특정하지 않고 ‘문제 있는’ 이사의 연임에 반대하는 의결권 행사¹⁴⁾, 그리고 한발 더 나아가 (사외) 이사·감사후보의 추천 등의 사안을 구체적으로 열거하는 나라는 <표 3>의 나라 중에서 한국이 유일

③ Stewardship Responsibility와 ESG 중시

- 영국에서도 ESG(환경, 사회, 지배구조)를 Stewardship Responsibility의 범위에 담을 것인가, 담는다면 어느 범위까지 해야 하는가에 대해 처음부터 논란거리였음
- 결과적으로 영국 코드에서는 이 사안을 원칙에 담지 않았으며 ‘사회적, 환경적 문제에서 비롯되는 위험’은 회사가 관리해야 하는 리스크의 하나로 보는 관점에서 투자대상회사의 리스크 관리에 문제가 있을 때 관여할 수 있는 것으로 설명
- 일본도 영국과 비슷하지만 보기에 따라서는 관여대상에서 모니터링 대상으로 한 단계 약화. 즉, 코드 원칙 3(monitoring) - 지침에서 투자대상회사가 ‘사회적, 환경적 위험’에 어떻게 대처하고 있는지 모니터링 해야 하는 대상으로 언급
- 반면에 한국은 코드의 목적과 의의(5), 원칙 1(정책 수립, 공개), 원칙 3(지속 점검·감시), 원칙 4(관여 및 지침)의 지침에서 ESG 문제는 Stewardship Responsibility 이행에 중요하고 필수적인 핵심 사안으로 거듭 강조¹⁵⁾

④ 코드 제정 배경의 相違

- 영국은 기관투자자들의 수수방관주의와 전문경영인 지배 하에서의 도덕적 해이 및 단기실적주의 등의 문제를 치유하기 위한 방편으로 기관투자자들의 경영감시 및 관여 책임을 확대, 강화하는 차원에서 Stewardship Responsibility 개념을 도입

14) 말레이시아에서는 저성과 이사 해임을 요청하는 주총 소집 청구 내용이 있음(3.4): requisitioning a general meeting, which may seek to remove poorly performing directors.

15) 원칙의 도입 목적과 의의 5: 수탁자 책임 이행 활동의 범위는 의결권 행사로 한정하지 않는다. 경영전략과 성과, 위험 관리, 지배구조, 경영진·이사 보상 정책, 환경경영과 사회적 책임 요소 등 핵심 경영사항에 대한 점검과 (이사회) 협의를 포함하며, 주주제안과 소송 참여 등 보다 적극적인 형태의 활동을 포괄한다.

- 그러나 Code 제정 이후에도 Stewardship Responsibility 개념 및 부작용, 비용 대비 효과성에 관한 논쟁이 끊이지 않고 있는 바 이에 대해서는 다음 절에서 상론
- 영국과 달리 일본형 Stewardship Code에서는 경영자에 대한 비판적 감독, 견제 보다는 투자대상회사의 중장기적인 가치 제고를 통해 투자자와 수익자의 이익을 높이는 데 목적이 있음을 거듭 강조하며¹⁶⁾, 자산소유자들도 자산운용자를 평가함에 있어서 이와 같은 중장기적 시각에서 평가해야 함을 명시(일본 코드의 목적 7)
- 일본 코드의 이와 같이 신중한 입장은 지침 1-1에 집약적으로 반영되어 있음: Institutional investors should aim to enhance the medium- to long-term return on investments for their clients and beneficiaries by improving and fostering investee companies' corporate value and sustainable growth through constructive engagement, or purposeful dialogue, based on in-depth knowledge of the companies and their business environment.
- 반면에 한국에서는 기관투자자들이 주주권 행사에 소극적이라는 점 외에 ‘오너 리스크 등 지배구조 위험과 주주 가치 하락, 그로 인한 투자자 손실 확대’, ‘대규모 기업집단의 부실 경영, 지배구조·오너 리스크 관련한 문제점 부각으로 국내 자본시장에 대한 국제적 신뢰도 하락’을 코드 도입의 이유로 강조(송민경, 2015)
- 다시 말하면, 영국은 ownerless corporation 문제를 해결하겠다고 Stewardship Responsibility를 도입한 반면에 한국은 strong owner 문제를 해결하겠다고 영국식 Stewardship Responsibility 개념을 동원
- 비슷한 옷이지만 옷을 입은 이유가 다르기 때문에 한국과 영국, 일본 코드에서 추상적 원칙은 비슷해도 세부지침에 차이가 있으며, 경영자에 대한 비판적 관점에서의 모니터링 및 관여의 범위는 한국이 가장 넓고 세밀한 것으로 평가됨
- <표 3>을 보면 영국, 일본과 달리 한국 코드에서 기관투자자들이 모니터링해야 할 대상에 회사의 리더십을 포함시키고 있는데, 이 또한 Stewardship Responsibility 개념을 이용하여 지배주주를 견제하려는 의도와 무관하지 않은 것으로 보임

16) 일본 코드의 이러한 입장은 지침 1-1에서 재확인: Institutional investors should aim to enhance the medium- to long-term return on investments for their clients and beneficiaries by improving and fostering investee companies' corporate value and sustainable growth through constructive engagement, or purposeful dialogue, based on in-depth knowledge of the companies and their business environment.

4. 스튜어드십 책임의 쟁점과 한계

“Given this, and given that it is far from clear that the Stewardship Code will prompt a marked change in practice by the UK-based fund managers it will likely target specifically, the Code is unlikely to reconfigure corporate governance arrangements in publicly traded UK companies in a major way.”

- Cheffins(2010), ‘스튜어드십 코드의 아킬레스 건’ 에서 인용(p.1024) -

1) Stewardship의 본질과 쟁점

□ 상반된 두 이론: 대리인 이론 vs. 청지기 이론

- 인간 본성에 대해 성선설(性善說)과 성악설(性惡說)의 두 가지가 있듯이 기업지배 구조에도 청지기 이론(stewardship theory)과 대리인 이론(agency theory)이 대립
- 대리인 이론은 인간의 기회주의(Williamson, 1985) 또는 경제적 합리성에 기초하여 주식회사의 주주와 경영자를 주인(principal)과 대리인(agent)의 관계로 설정하고, 경영자와의 이해상충을 막기 위한 주주의 감시 및 통제 기능을 강조
- 청지기 이론은 인간을 선하게 보며, 다른 사람에게도 정직하고 성실하다는 관점 하에서 회사 경영자에 대한 간섭과 통제보다는 믿고 맡겨야 함을 강조: a view that man is essentially trustworthy, able to act in good faith in the interests of others with integrity and honesty(Tricker, 1994)
- 구체적 사례를 들어 두 이론의 차이를 비교하면 대리인 이론은 CEO와 이사회 의장을 분리하는 것이 기업가치 제고에 낫다고 주장하는 반면, 청지기 이론에서는 CEO가 이사회 의장을 겸직하는 것이 더 낫다고 주장
- Donaldson-Davis(1994)은 337개 미국기업에 대한 분석을 통해 CEO - 이사회 의장 겸직 회사의 주식수익률(ROE)이 분리된 회사의 ROE보다 높고, CEO에 대한 장기보상은 ROE와 무관함을 보이면서 이 결과는 청지기 이론을 지지한다고 주장¹⁷⁾
- 그러나 종합적으로 평가하면 대리인 이론은 Smith(1776)에서 Berle-Means(1932), Jensen-Meckling(1976), Williamson(1985)으로 이어지는, 기업지배구조의 중심이

17) “The stewardship theory focuses not on motivation of the CEO but rather facilitative, empowering structures and holds that fusion of the incumbency of the roles of chair and CEO will enhance effectiveness and produce, as a result, superior returns to shareholders than the separation of the roles of chair and CEO.” (Donaldson & Davies, p.125-126 in Robert Tricker, 1994)

론으로 확립된 반면에 청지기 이론은 주변부에서 산발적으로 주장되는 정도
 임¹⁸⁾

- 특히 청지기 이론은 회사 가치의 증진을 위한 주주와 경영진 사이의 관계를 넘
 어 인류의 번영, 자연·사회와의 조화에까지 회사 경영자, 주주, 종업원 등의
 책임을 거론하는 결과, 실용적 이론보다는 종교적·철학적 담론으로 흐르는 경
 향이 있음
- 예컨대 영국 스투어드십 코드 제정 과정에서 영향을 준 것으로 추측되는
 Tomorrow's Company(2009)의 정의에도 이러한 경향이 반영되어 있음: “...
 Stewardship is the process through which shareholders, directors and others
 seek to influence companies in the direction of long term, sustainable
 performance that derives from human progress and the wellbeing of the
 environment and society.”
- <표 4>는 대리인 이론과 청지기 이론에 대한 이상의 내용을 요약, 대비한 것임

<표 4> 대리인 이론(agency theory)과 청지기 이론(stewardship theory) 비교

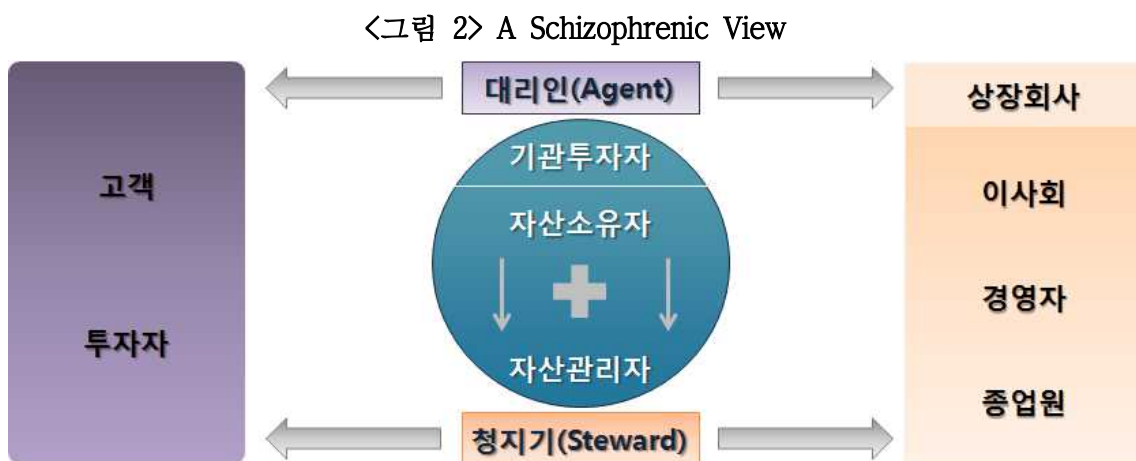
	대리인 이론	청지기 이론
인간의 본성	경제적 합리성, 기회주의	性善說,
회사의 목적	주주가치 극대화 (shareholder wealth maximization)	인류 번영 환경적·사회적 가치 구현
주주와 경영자 관계	주인과 대리인(agent) 감독·통제의 대리 비용 발생	청지기(steward) Trust, Commitment
	Contractual relationship	Check and Balance
CEO-이사회	CEO - 이사회 의장 분리	겸임
주요 적용대상	소유분산 공개회사	비영리 조직, 가족회사(?)

□ schizophrenic view: 기관투자자는 대리인인가, 청지기인가?

- 기관투자자는 trustworthy steward인가, 아니면 opportunistically behaving
 self-interest agent로 보아야 하는가?
- 청지기(steward)의 사전적 의미는 ‘다른 이의 자산을 돌보는 사람’ 을 의미하
 며, 지구의 자연자산을 돌보아야 할 인류의 책임을 강조할 때에도 stewardship 용
 어를 사용하는 경우가 많음(Reisberg, 2011, p.128)

18) 우리나라 국민연금기금 의결권행사지침에서도 이사회 의장과 CEO 분리(13)를 지지

- 따라서 청지기는 기관투자자에게 독점적으로 허용되는 개념이 아니며 일반 주주, 이사, 경영자, 심지어 종업원까지 적용될 수 있는 개념이며, 그 결과 stewardship을 강조하면 stewardship theory와 Tomorrow's Company에서 의도 하듯이 주주 자본주의보다는 이해관계자 자본주의를 지향하는 것으로 해석될 수 있음
- 이와 관련하여 영국에서도 △이사의 책임과 기관투자자의 책임은 어떻게 다른가, △stewardship responsibility를 기관투자자에게만 요구하고 왜 다른 이해관계자는 배제하는가, △사회·환경 책임경영의 감시자 역할을 하라고 할 때 주주 자본주의 원칙과 상충되는 부분을 어떻게 조화시킬 것인가 등에 관한 논란이 있었음
- 이 문제에 대해 영국 코드는 △stewardship의 주된 책임은 회사의 이사회에 있지만 기관투자자와 공유하는 것으로 표현하고¹⁹⁾ △환경, 사회 문제에 대해서는 적극적으로 언급하지 않는 것으로 정리(〈표 3〉의 국제비교 참조)
- 이에 비해 한국형 코드는 투자대상회사의 사회·환경적 위험과 관련 기관투자자의 stewardship responsibility를 별도로 강조하고 있는 바, 이런 목적의 경영 관여는 다른 주주의 이익, 그리고 기관투자자 고객의 최종 이익에 배치되는 문제 발생
- 영국형이든 한국형이든 이론적으로나 주주 자본주의를 지향하는 회사법으로나 고객(또는 투자자)과 기관투자자는 주인과 청지기의 관계보다는 주인과 대리인의 관계로 보는 것이 합당함에도 불구하고 출발점과 목표가 서로 상반된 두 이론을 동일 주체에게 적용하는 것은 논리적으로 모순임(〈표 4〉 및 〈그림 2〉 참조)



19) 영국 Stewardship and the Code 2: In publicly listed companies responsibility for stewardship is shared. 한국형 코드에서도 “원칙”의 도입 목적과 의의 3에서 비슷한 표현으로 설명하고 있음

- 만약에 기관투자자가 고객과 투자자의 이익을 위해 수탁자 책임을 제대로 못하는 게 문제의 본질이라면 투자대상회사의 지배구조에 대한 관여를 촉구하기보다는 펀드의 목적과 철학, 투자기준, 수수료, 펀드 매니저에 대한 보상 구조 등에 관한 정보를 공개하도록 해야 하나 stewardship code는 이 문제를 다루지 않고 있음

2) 주식시장 구조의 특징과 한계

□ 국내 기관투자자의 비중은 제한적

- 영국 주식시장에서 기관투자자가 차지하는 비중이 70%로 절대적이기 때문에 정책당국에서는 상장기업에 대한 기관투자자의 영향력을 활용하면 영국회사의 주인 없는 경영의 문제, 단기실적주의 폐해를 바로잡을 수 있다고 기대했던 면이 있음
- 그러나 기관투자자들로서는 적극적 경영감시 및 관여에 많은 수고와 비용, 위험이 따르기 때문에 특별한 경우가 아니면 스튜어드십 코드에 가입하기 보다는 무임승차(free riding)를 선호하고, 헤지 펀드처럼 단기 차익매매를 위주로 하는 기관주주들은 회사의 장기가치를 추구하는 코드의 목적과 맞지 않음
- 그래도 국내 기관투자자들은 규제당국과의 관계 및 여론 때문에 코드의 연성규범 (comply-or-explain 원칙) 형식에 관계없이 코드에 가입할지 모르나 외국 기관투자자들은 그럴 이유가 없으며, 본국 투자자의 이익과 투자국 코드의 stewardship responsibility 사이에 이해상충 가능성까지 감안하면 코드에 가입할 유인이 없음
- 따라서 영국 주식시장에서 40%로 비중이 가장 높은 외국 투자자를 제외한 자국의 기관투자자 비중은 30%에 불과하기 때문에 2010년도 스튜어드십 코드를 도입할 당시에라도 의미 있는 성과를 기대하기 어렵다는 비판이 있었음

〈표 5〉 투자자 유형별 주식시장 비중의 연도별 변화 추이

연도	개인	외국인	금융기관 전체	펀드	연기금	보험	증권	은행	기타*
1999	26.08%	21.04%	17.05%	8.57%	1.08%	2.73%	0.70%	3.00%	35.83%
2000	20.04%	30.19%	15.83%	7.50%	1.14%	0.79%	1.40%	2.59%	33.94%
2001	22.32%	36.62%	15.75%	4.63%	0.45%	2.79%	0.67%	6.60%	25.30%
2002	22.33%	36.01%	15.85%	5.98%	0.70%	2.26%	0.72%	5.51%	25.81%
2003	19.70%	40.11%	16.70%	4.58%	2.42%	2.80%	0.66%	5.91%	23.49%
2004	18.00%	41.97%	17.64%	3.73%	2.83%	2.23%	0.47%	8.14%	22.40%
2005	18.43%	39.73%	19.60%	6.80%	2.98%	2.17%	0.53%	6.90%	22.24%
2006	17.94%	37.26%	21.96%	8.73%	2.29%	3.92%	0.50%	6.31%	22.84%
2007	21.79%	32.37%	21.18%	7.94%	2.05%	3.42%	0.39%	7.09%	24.66%
2008	27.05%	28.78%	12.36%	1.44%	1.47%	2.20%	0.17%	7.07%	31.80%
2009	31.02%	32.65%	12.52%	1.59%	3.34%	0.75%	0.20%	6.45%	23.81%
2010	21.22%	33.00%	13.93%	6.47%	2.52%	0.40%	0.20%	4.23%	31.85%
2011	20.66%	32.91%	13.62%	6.19%	3.09%	0.64%	0.27%	3.26%	32.82%
2012	20.26%	34.70%	16.74%	5.56%	3.37%	2.88%	0.72%	4.15%	28.31%
2013	19.69%	35.23%	17.08%	5.05%	4.24%	3.02%	0.85%	3.91%	28.00%
평균	21.92%	34.10%	16.52%	5.65%	2.26%	2.20%	0.56%	5.41%	27.51%

*: 기타에는 일반법인, 정부, 정부 관리기업이 포함된다.

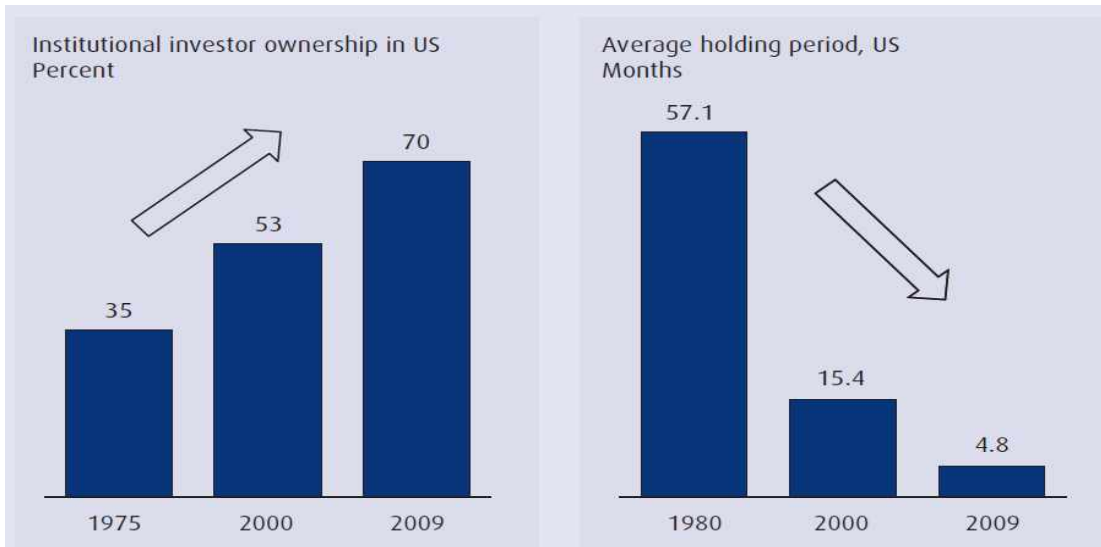
출처: 자본시장연구원(2015), 주식시장의 구조적 변화: 거래회전을 감소의 원인 분석

- 이런 관점에서 〈표 5〉에서 한국 주식시장 구조를 보면, 외국인 투자자의 비중은 35%, 일반법인의 비중 24%, 개인 투자자 비중 20%에 이어 국내 기관투자자 비중이 17%에 불과하기 때문에 코드를 도입해도 효과는 영국보다 더 제약적일 것임

□ 단기 투자 패턴에 따른 한계

- 세계적으로 기관투자자의 주식 보유기간이 단기화하는 경향이 있으며, 이러한 단기투자성향 때문에 기관투자자들로 하여금 기업의 장기가치 추구를 지원하는 역할을 하도록 하자는 stewardship responsibility 취지의 달성이 더욱 어려워짐
- 미국의 경우 기관투자자의 비중이 1975년의 35%에서 70%로 두 배나 증가했으나 이들의 주식평균보유기간은 1980년대 57개월에서 2009년에는 약 5개월로 급감. (〈그림 3〉 참조)

〈그림 3〉 미국 기관투자자 비중 및 평균주식보유기간의 변화 추세

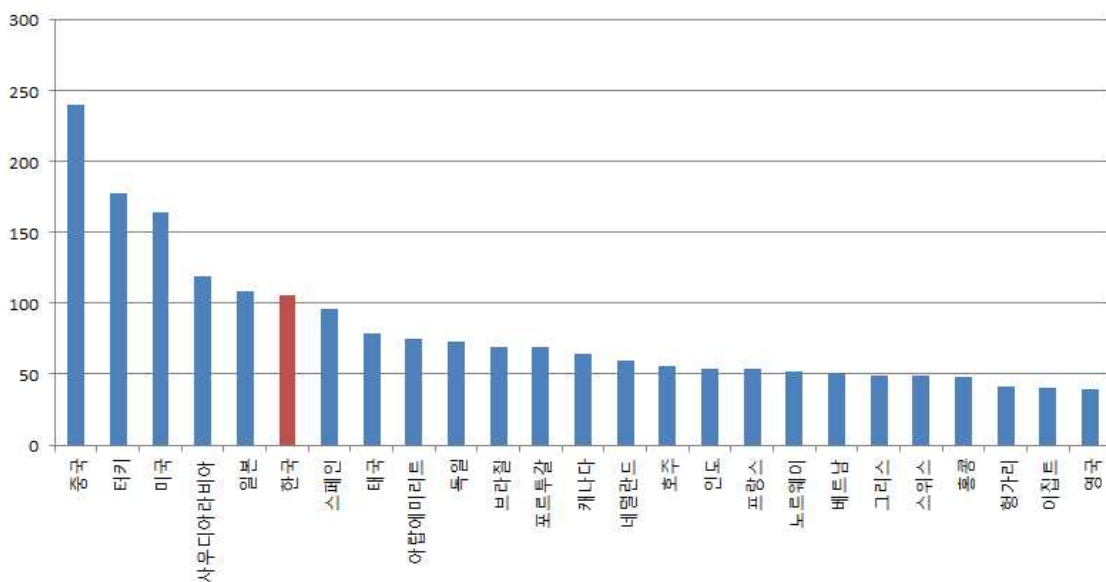


자료: Wong(2010)에서 전제

- 단기적으로 고수익-고위험을 추구하는 헤지 펀드를 제외해도 대부분의 자산운용자들은 반기 또는 길어야 1년 단위로 시장수익률 대비 상대평가를 받기 때문에 그들이 투자한 회사의 장기적 가치에 관심을 기울일 필요성이 거의 없음
- 우리나라에서도 주식거래 회전율이 연간 106%로 중국(243), 터키(178), 미국(164), 사우디아라비아(119), 일본(109)에 이어 세계에서 여섯 번째로 단기투자 성향이 높은 수준임(〈표 5〉 참조)

〈표 5〉 거래 회전율 국제비교 (2014년 기준)

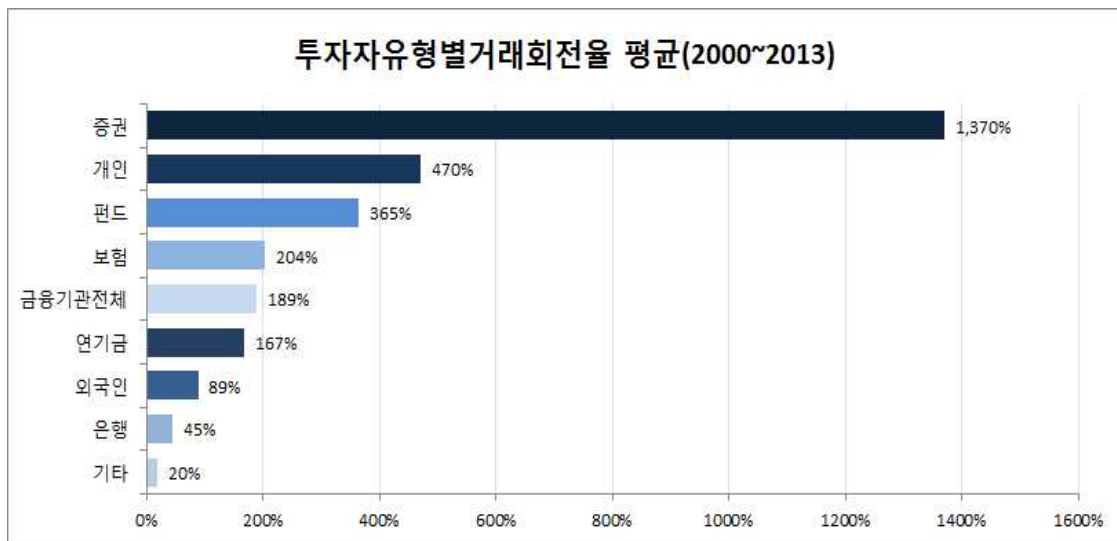
(단위: 퍼센트)



자료: World Bank

- <표 6>에서 투자자 유형별로 거래회전율을 보면, 국내 기관투자자의 평균 거래회전율이 189%에 이르며, 외국인 투자자의 89%에 비해 약 2배나 단기투자성향을 보이고 있음
- 특히 국내 기관투자자 중 5%, 4%로 그나마 주식시장 내의 비중이 높은 펀드와 연기금의 거래회전율은 각각 365%, 167%에 이르고 있는 바 기관투자자의 이러한 단기투자 성향을 감안할 때, 투자대상회사의 장기적 가치를 위해 stewardship responsibility를 이들에게 요구하는 것은 심하게 말하면 緣木求魚에 다름없음

〈표 6〉 한국 투자자 유형별 거래 회전율



3) 기관투자 산업의 구조와 유인(incentive) 문제

□ 기관투자자는 단기주의 확산의 주범인가, 해결사인가?

- 단기주의(short-termism)는 회사의 장기적 이익을 희생하더라도 단기 실적에 집착하는 시장참여자의 행동을 의미하며, 매분기 발표하는 실적보고서 주기에 따라 이익 극대화를 추구한다고 해서 분기 자본주의(quarterly capitalism)라기도 함
- 단기주의는 모험투자 또는 회임기간이 긴 투자 회피로 이어져 생산성과 경쟁력을 약화시키고 국민경제의 장기발전을 저해하는 문제가 심각하며²⁰⁾, 영국에서 stewardship responsibility를 강조한 것도 이러한 문제를 치유하려는 의도였음

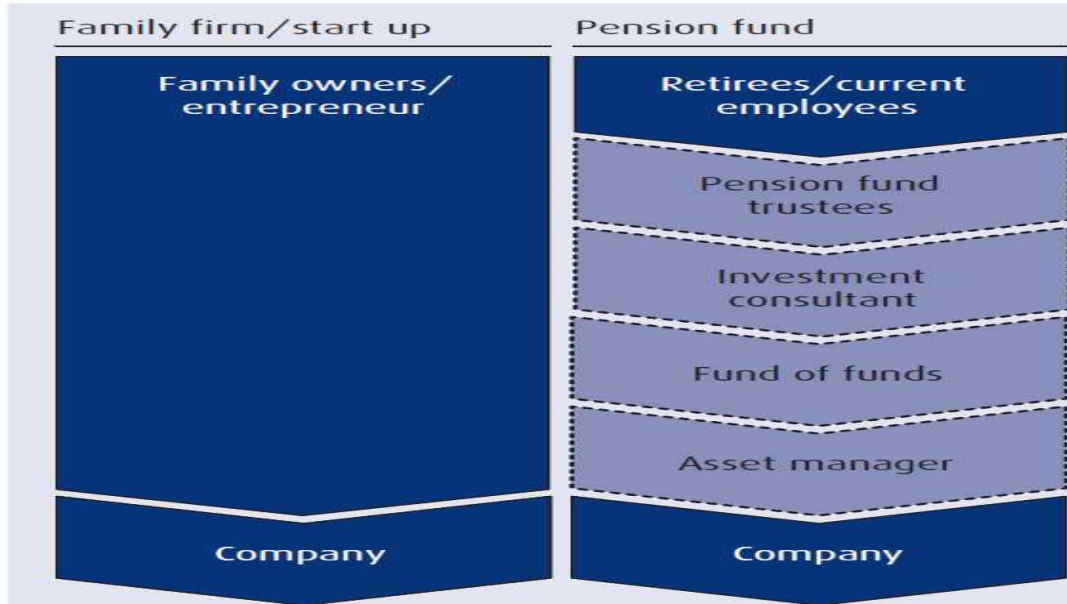
20) 분기 자본주의는 영국은행 수석 이코노미스트 Andrew Haldane이 쓰기 시작한 말이며, 그는 2011년 논문에서 투자자들이 주가가치를 평가할 때 미래의 현금흐름에 대해 과도하게 높은 할인율을 적용하는 단기주의 현상이 통계적으로 유의미하게 관찰된다고 함. 단기주의 관련 선행연구는 황인학·김윤경 보고서(2015) 참조

- 그러나 앞서 보았듯이 단기주의는 기관투자자 중심으로 주식거래 회전율이 급증하면서 촉발, 확대된 측면이 있으며, 2014년도 스탠포드 대학의 조사에 의하면 미국 경영진의 65%가 단기투자자 때문에 장기 전략을 추진하기 어렵다고 응답함
- 정리하면, 주주행동주의(shareholder activism)가 회사의 장기가치에 좋은 것인지에 대해 논란이 아직 진행 중이고 기관주주의 투자 패턴이 단기주의 확산의 주요원인이었음을 감안할 때 지금 상태 이대로 기관주주들이 경영에 적극적으로 관여하면 단기주의 부작용이 더욱 불거질 가능성이 있음

□ stewardship responsibility에 반대되는 기관투자자 유인과 보상구조

- 영국의 stewardship code 도입에 처음부터 비판적이었던 Wong(2010, 2015)은 최근에도 스튜어드십 코드의 한계에 대해 다음의 다섯 가지 문제점을 지적
 - ① 자산운용자에 대한 평가와 보상체계가 단기실적에 연동되어 있기 때문에 이들이 투자대상회사의 장기가치에 관심을 가질 유인이 없거나 미약함 (Inappropriate performance metric and financial arrangements that promote trading and short-term focus)
 - ② 펀드마다 위험분산 목적으로 수많은 회사들로 투자 포트폴리오를 구성하고 있는 구조상 자산운용자가 투자회사 각각에 대해 감독 또는 관여하기에는 실무적으로 곤란함(Excessive portfolio diversification that makes monitoring of investee companies challenging)
 - ③ 기관투자업은 여러 단계로 분절화되어 있기 때문에 2중, 3중의 복대리인 문제를 피할 수 없으며, 연기금의 예를 들면 <그림 4>에서 보듯이 최종 수익자에서부터 투자대상회사까지 연기금 신탁회사, 투자자문회사, 모태펀드, 자산관리자의 4단계가 중첩되어 있음(Lengthening chain of ownership that weakens an ownership mindset)
 - ④ 지수투자의 비중이 2012년 11%에서 2020년에는 22%로 계속 증가할 것으로 전망되는 가운데 지수투자는 주식을 장기 보유하기 때문에 stewardship에 유리한 면이 있지만 지수에 편입된 주식종목이 너무 많아서 투자회사의 지배구조에 대한 관심을 기울이기 어려울 수 있음(Passive/index funds that pay scant attention to corporate governance)

〈그림 4〉 소유권 사슬의 장기화



자료: Wong(2010, 2015)에서 전재

- ⑤ 코드에 이해상충에 대한 원칙을 도입했어도 기관투자자의 stewardship 활동 과정에서 내부자거래, 담합 등 다른 법률과의 저촉가능성 뿐만 아니라 여타 주주와의 이해상충 문제가 발생할 가능성 상존(Pervasive conflict of interest among asset managers)
- 위 다섯 가지는 한국에도 적용되는 문제점이며, 투자 산업의 근본구조가 바뀌고 그에 따라 자산운용자의 誘因이 단기에서 장기지향으로 바뀌지 않는 한 스투어드십 코드를 아무리 정밀하게 구체화해도 소기의 목적 달성이 어려울 것임

5. 토론

□ 본인의 사견: Cheffins(2010)의 결론(The Stewardship Code' s Achilles' Heel)

... it would be prudent for policymakers to scrutinize carefully an assumption that has gone largely unquestioned as debates about corporate governance has proceeded in the UK, namely that shareholder involvement in corporate affairs generates net benefits. Though those vested with responsibility for reforming UK corporate governance have generally assumed shareholder activism is a 'good thing', the point should not be taken for granted. After all, before the financial crisis, institutional shareholders were arguably part of the problem rather than the solution, as they were relaxed about banks using leverage to pursue high returns on equity, tended to deride cautious management and applied pressure for high dividends and share buy-backs that depleted capital. Moreover empirical studies of shareholder activism by mainstream shareholders on the long-term operating performance of companies virtually all report no statistically significant improvement. Correspondingly, even if the Stewardship Code fails to fulfil the objectives of its proponents, without additional study it would be unwise to replace its mixed comply-or-explain and voluntary approach with mandatory regulation designed to foster shareholder activism.

□ 토론

1) 기관투자자의 본질

- trustworthy steward? or opportunistically behaving self-interest agent?
- 스튜어드십 책임(ESG 관여) 이전에 대리인 이론의 관점에서 수탁자 의무에 더욱 충실하도록 펀드의 목적과 철학, 투자기준, 수수료, 펀드 매니저에 대한 보상 구조 등에 관한 정보를 공개하게 하고 내부자거래에 대한 제제를 강화하는 것은?

2) 기관투자자와 agency theory or stewardship theory

- 비대칭적 이중 잣대, 논리적 모순인가?

3) 현행 기관투자산업 구조와 유인 체계 하에서 stewardship responsibility의 이름으로 기관투자자에게 engagement를 독려하면 단기주의를 부추길까, 약이 될까

- 4) stewardship responsibility의 본질과 지향점은?
 - 이해관계자 자본주의를 지향하는가?

- 5) 취지는 좋으나 결과는?
 - 소기의 성과를 거두기 어려운 요인이 천지임에도 저해요인 분석 및 해결방안 모색과정 없이 굳이 코드를 도입하려는 진정한 의도는?
 - 연기금을 통한 정부의 경영간여 통로? 이사 추천?

- 6) 실질적 목적 달성을 위한 대안 논의가 필요한 것 아닌가
 - stewardship code 제정보다는 자산소유자 및 운용자의 유인을 바꿀 수 있는 정책이 필요한 것 아닌가?
 - 장기 주주와 단기 주주의 의결권을 차별화하는 제도를 도입하는 방안은?
 - 정부가 통제하는 연기금을 통해 장기평가 계약 지향, 지수편입 종목의 선택과 집중, 투자사슬의 단순화를 유도한다면, ... 가능한가?

- 7) 굳이 코드를 도입하겠다면 일본형이 그나마 무난한가?

<참고 문헌>

- 대신경제연구소, 한국형 스튜어드십 코드 도입 추진에 대한 제언, 2015.8
- 송민경, “스튜어드십 코드 도입 방향과 세부 내용”, 한국기업지배구조원·자본시장연구원 공동주최 『스튜어드십 코드 도입방안 공청회』”, 2015, 12.12
- 심영, “영국의 스튜어드십 코드가 제정과 운영의 시사점”, 한국기업법학회 2016년 춘계학술대회-기업경쟁력 강화를 위한 입법 노력, 2016, 5.13
- 정윤모, “기관투자자의 수탁자 책임과 스튜어드십 코드의 도입”, 한국기업지배구조원·자본시장연구원 공동주최 『스튜어드십 코드 도입방안 공청회』”, 2015, 12.12
- 자본시장연구원, 주식시장의 구조적 변화: 거래회전을 감소의 원인 분석, 2015
- 황인학·김윤경, “2015년 OECD 기업지배구조 원칙과 국내 시사점”, KERI 정책제언 15-52, 한국경제연구원, 2015
- Berle and Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, 1932
- Jensen and Meckling, Theory of firm- managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 1976
- Butler, Peter and Simon Wong, “Recent trends in institutional investor responsibilities and stewardship”, *Pensions* 16, 2011
- Cheffins, Brian R., “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *The Modern Law Review*, 2010
- Chiu, Iris H.-Y, “Stewardship as a Force for Governance: Critically Assessing the Aspirations and Weaknesses of the UK Stewardship Code”, *European Company Law* 9, No. 1, 2012
- Committee on Corporate Governance (Sir Ronald Hampel, Chair), *Report of the Committee on Corporate Governance*, London: Gee, 1998
- Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, July 2010
- Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, September 2012
- Donaldson, Lex and James H. Davies, “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”, in Robert Tricker, 1994
- Heineman Ben, “A ‘Stewardship Code’ for Institutional Investors”, *Harvard Business Review*, January 18, 2010
- Karns, Gary L. “Stewardship: a new vision for the purpose of business”, *Corporate Governance: The International journal of business in society*, vol. 11(2011): 337-347

- Kluvers, Ron and John Tippet, “An exploration of stewardship theory in a Not-For-Profit organization” , *Accounting Forum* 35(2011): 275-284
- Lord Myners, ‘Association of Investment Companies’ (speech by the Financial Services Secretary), April 21, 2009
- OECD, 『OECD Principles of Corporate Governance』 , 1999 & 2004
- OECD, 『OECD Corporate Governance Factbook』 , 2015
- OECD, 『 G20/ OECD Principles of Corporate Governance』 , 2015
- Reisberg, Arad, “The notion of stewardship from a company law perspective: Re-defined and re-assessed in light of the recent financial crisis,” *Journal of Financial Crime*, Vol. 18, No.2, 2011
- Segal, Lydia and Mark Lehrer, “The Institutionalization of Stewardship: Theory, Propositions, and Insights from Change in the Edmonton Public Schools” , *Organizational Studies*, 33(2012): 169-201
- Sir D. Walker, *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations*, November 26, 2009
- Tomorrow’ s Company, *Tomorrow’ s Owners– Stewardship of Tomorrow’ s Company*, Tomorrow’ s Company, London, 2008
- Tomorrow’ s Company, *Tomorrow’ s Owners– Defining, Differentiating and Rewarding Stewardship*, Tomorrow’ s Company, London, 2009
- Tricker, Robert I., *International Corporate Governance: Text, Readings and Cases*, Prentice Hall, 1994
- Williamson, Oliver, *Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, 1985
- Wong, Simon C.Y., “Why stewardship is proving still elusive for institutional investors” , *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, July/August, 2010
- Wong, Simon C.Y., “Is Institutional Investor Stewardship Still Elusive? *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2015

종합토론

토 론 문

권재열(경희대학교 법학전문대학원 교수)

1. 진정 연성규범인가?

□ 대체적으로 연성규범(soft law)은 국가의 강제가 보증되고 있는 통상의 경성규범(hard law)에 해당하지 않는 법규범의 총칭

- 연성규범이란 “사적 기관(private institution)이 선언한 기준(standard), 원칙(principle), 규정(norms)의 집합체로서, 사실상의 구속력은 가지지만 그 구속력이 국가의 강제로 지지되지 않는 것”을 의미²¹⁾

* 대체적으로 연성규범(soft law)은 국가의 강제가 보증되고 있는 통상의 경성규범(hard law)에 해당하지 않는 법규범의 총칭

* 이는 단순한 사적인 규범으로서 자발적 · 자율적인 것이라는 점에서 자발적 명령(spontaneous order, private ordering) 혹은 자율규제(self-regulation) 혹은 등으로 불리는 경우도 있음.

* 예컨대, 민간부문의 개별기업이나 조직화된 전문단체 또는 동업자 단체가 주체가 되어 일정한 행동강령(code of conduct)을 통해 그 구성원 혹은 산업체의 행위를 규율하는 경우 그 행동강령이 이에 해당하며,²²⁾ 이 경우에는 법적 의무가 발생하지 않기 때문에 법원에 호소 할 수 없게 되는데, 이것이 바로 전형적인 연성규범임.

* 연성규범의 예로서는 국제표준화기구(International Organization for Standardization; ISO)가 2011년 11월 1일 발표한 사회적 책임에 관한 규격인 ISO 26000 (Guidance on Social Responsibility)을 들 수 있으며, 법원(source of law)이 될 수 없음을 명시하고 있음([ISO 26000] is not intended to provide a basis for legal actions, complaints, defences or other claims in any international, domestic or other proceeding)

21) Melvin A. Eisenberg, *The Architecture of American Corporate Law: Facilitation And Regulation*, 2 Berkeley Business Law Journal 167, 182 (2005).

22) 김유환, 「행정법과 규제정책」(법문사, 2012), 232-233면.

□ 제정주체에 비추어 연성규범이라 할 수 없음.

- 금융위원회의 주도로 스투어드십 코드의 도입이 이루어지는 만큼 연성규범이라 하기에 불충분함.
- * 금융위원회는 2015년 4월 15일 자본시장 개혁을 위한 정책추진방안으로서 발표한 과제 중 “기관투자자의 스투어드십 코드”의 제정 포함.

□ 제정과정에 비추어 연성규범이라 할 수 없음.

- 영국 등을 비롯한 유럽의 경우 연성규범은 규범수립(norm-setting)에 필요한 비용절감차원에서 수립되며, 개방성이 보장되고 유연성 확보가 가능한 수단으로 인식되고 있는데, 이는 우리와는 거리가 있음.
- * 일반적으로 경성규범의 경우에는 그 법적 강제력을 염두에 두고 제정되기 때문에 연성규범의 경우보다 신중한 입장에서 제정 작업을 하여야 하지만 연성규범의 경우에는 법적 강제력이 없으므로 상대적으로 규범관련당사자들에게 위협이 적으므로 경성규범에 비하여 용이하게 수립이 가능
- * 강제력이 없는 규범에 대하여는 준수하지 아니하는 경우에 제재할 수 있는 방법이 없기 때문에 실효적이지 않다고 볼 수도 있지만, 오히려 강제력이 없기 때문에 광범위하고 심도 있는 합의를 형성하는 데 용이하다는 이점을 누릴 수 있음.
- * 연성규범은 그 형성과정에서 연성규범에 관심이 있는 광범위한 사인(私人) 또는 집단의 참여가 가능하며, 이러한 개방성은 민간 분야의 활발한 참여를 제고시켜서 투명성을 보장하게 되어 그러한 규범의 보급을 용이하게 함.
- * 연성규범은 다양한 법체계와 조화를 이룰 수 있음은 물론이고 급속하게 변화하는 변화무쌍한 사회적 환경에서도 신속한 적용이 가능함.
- 우리의 스투어드십 제정과정상 개방성이 부족할 뿐만 아니라 현행 법체계와의 충돌우려가 제기되고 있음.
- * 공청회에서도 언급된 바와 같이 기관투자자의 투자대상기업에 대한 관여(engagement)가 자칫 잘못하면 자본시장법상 미공개중요정보이용행위(내부자거래) 및(또는) 시장질서교란행위로 이어질 우려가 있음.

□ 시행에 비추어 연성규범이라 할 수 없음.

- 성문법주의 국가이면서도 법령에 직접적인 근거규정이 없더라도 행정지도를 할

수 있는 우리나라에서 모범규준이 관계당국이 주장하는 바와 같이 연성규범으로서만 작동할 수 있을지에 대해서는 쉽게 긍정할 수 없음.

- * 이 때문에 오랜 기간 동안 우리의 법문화 속에서 생활하고 있는 수범자가 만약 모범규준을 “준수하지 못하면 설명하라”(comply or explain)는 요구를 사실상 강제의 정도가 아니라 법적인 구속성까지 느끼고 새로운 규제에 바라본다 하더라도 이를 단순히 수범자의 잘못이라고만 치부할 수는 없음.

2. 왜 영국모형을 지향하는가?

□ 우리의 스투어드십 코드 초안은 영국식을 지향하고 있음.

- 영국의 스투어드십 코드는 규정중심 방식(Rule based approach)이지만 일본의 그것은 원칙중심 방식(Principle based approach)을 택함

- * 규정중심 방식은 지침의 내용이 매우 세부적이고 구체적이어서 기관투자자의 행위를 기계적으로 통제하지만 원칙중심 방식은 구체적인 내용을 기관투자자에게 많은 부분을 위임하고 있어 재량적인 영역을 인정함.

- 영국에서 스투어드십 코드 전부를 다 이행하고 있는 기관투자자의 수는 약 10%에 지나지 않음.

- 영국이 규정중심 방식을 취하는 것은 영국의 경우 기업의 지배주주가 존재하지 않다는 점, 즉 (발표자의 표현을 빌리자면) ownerless company이어서 매우 세부적인 지침을 통해 기관투자자의 자율적인 부분을 축소하려는 것으로 보임.

□ 우리의 경우는 대규모 기업집단에 속하는 상장회사를 비롯하여 다수의 기업들이 지배주주가 있는 까닭에 영국의 모형을 지향하는 것이 바람직한지 의문

3. 왜 기관투자자를 과신해야 하는가?

□ 기관투자자가 진정한 청지기²³⁾(steward)라고 보기 어려움.

23) 성경에서 청지기는 “진정한 헌신자”를 의미한다. 바울은 로마서 14장 8절에서 “우리가 살아도 주를 위하여 살고 죽어도 주를 위하여 죽나니 그러므로 사나 죽으나 우리가 주의 것이로다”고 고백하고

- 기관투자자의 주요의무는 고객의 이익(예를 들면, 은행에 돈을 예금한 경우 예금자의 이익)을 보호하는 데 있기 때문에 투자대상기업에 관여할만한 능력을 갖 추지 않음.²⁴⁾
 - * 결국은 의결권자문기관의 조력을 받을 수밖에 없는 데, 그 경우 비용의 상승을 초래 하게 될 것임.
 - * 국내의 의결권자문기관의 수가 제한적이며 운영이 초기단계에 있는 만큼, 그 기관의 능력과 그 자문의 합리성을 검증할 수 있는 단계에 이르렀다고 보기 곤란
- 기관투자자도 역시 기업에 대한 관여보다는 유동성에 더 많은 가치를 부여하고 있으며,²⁵⁾ 단기주의(short-termism)를 초월한다는 확증이 없음
 - * 우리의 기관투자자는 1990년 이전에는 정부의 관치금융정책에 따라 운영되다보니 경영자율성이 부족하였으며, 그 이후 다소 경영자율성을 회복하기는 하였으나 여전히 일반 소액투자자와 마찬가지로 단기시세차익을 노리는 행태를 노정하기도 함.
 - * 만약에 스튜어드십 코드의 시행을 계기로 기관투자자가 투자대상기업의 경영진에 대하여 불필요할 정도로 과도한 요구를 하고, 그러한 요구로 인하여 경영권의 교체가 빈번하게 이루어지거나 경영자에 대하여 위협으로 작용한다면 경영자는 장기 전략적 인 투자를 포기하는 경향이 더 심화될 우려 있음.
- 기관투자자는 중간자(intermediary)로서 투자대상기업의 주주와 이익충돌의 가능성이 있음
 - * 예컨대, 몇몇 기관투자자가 현(現) 경영진에 대하여 찬성의 표를 던지는 것이 투자 대상기업의 가치를 감소시킬 가능성이 있음에도 불구하고, 반대표를 던진다면 투자 기회를 잃을 수 있다는 염려 때문에 찬성쪽으로 의결권을 행사하는 행태를 보일 우려 있음.
- 정치적 압력으로 인하여 기관투자자의 관여가 오히려 투자대상회사의 가치를 줄일 우려도 있으며,²⁶⁾ 극단적으로는 정경일치(政經一致)의 염려가 제기될 수 있음.

있다.

24) Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis* 57-58(1976); Helen Garten, *Institutional Investors and the New Financial Order*, 44 Rutgers Law Review 585, 629(1992).

25) Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Columbia Law Review 10, 28(1992).

26) Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 Columbia Law Review 795, 799-820(1993).

- * 실제 미국의 캘리포니아 주지사는 미국최대의 공적 연금인 캘리포니아 공공노동자퇴임연금(California Public Employees Retirement System: CalPers)이 활발하게 활동함에 따라 정치적 영향력이 있는 기관투자자로 변질될 것을 우려하여 직접적인 지배를 시도한 바 있음.²⁷⁾

27) John C. Coffee, Jr., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 Columbia Law Review 1277, 1322-1323(1991).

토 론 문

윤창현(서울시립대학교 경영대학 교수)

1. 스튜어드십 코드의 취지

- 지배구조 개선
- 기관투자자의 의무를 넓게 해석
- 주가 흐름을 유리하게 가져가기
- 금융위기 이후 수익률이 하락하는 상황에서 과거의 방식과는 다른 접근을 통해 수익을 창출하려는 노력이 지속되고 있는 상황
- 스튜어드십 코드는 이러한 움직임을 반영하여 추진되는 것으로 보임.

2. 문제점

- 주주행동주의의 문제점은 다양하게 지적이 되고 있는바 스튜어드십 코드가 이러한 주주행동주의의 움직임을 반영하는 정도가 심한 경우 이에 대한 부작용을 우려하는 목소리도 있음.
- 투자의사결정의 시간적 지평이 짧다는 것이 주주행동주의의 문제점으로 지적되는바 이러한 부분에 있어서 단기적 관점에서의 주가상승에 지나치게 비중을 둘 경우 상당한 부작용이 발생할 수 있음.
- 특히 우리 경제내에서의 기업지배구조 중에서 오너경영이 정착된 기업의 경우 일반적 주식시장에 내재된 단기적 속성과의 충돌이 벌어질 수 있는 여지가 있다는 점에서 매우 조심스런 접근이 필요함.
- 장기적 관점과 단기적 관점의 조화가 필요한 상황에서 지나치게 한 쪽의 입장이 반영된 지침이 마련되어 시행될 경우 장기적 관점에 대해 너무 부정적인 조치가 취해질 가능성이 존재함.

- 기업별 독립경영을 기본으로 해서 정착된 지배구조논의는 단기적인 속성을 가진 면이 많음.
- 계열기업 끼리 한번은 A가 B를 지원하고 다음번에는 B가 A를 지원하는 경우 둘 다 계열사간 지원이 가진 문제점을 가지고 있기는 하나 일시적으로 어려운 상황을 헤쳐가는데 도움이 될 수도 있고 장기적으로 두 기업이 모두 성공할 수도 있음.
- 동태적인 관점을 가지고 평가하는 경우와 한번 한번을 따로따로 평가하는 경우 평가는 매우 달라질 수도 있음.
- 주주행동주의적 접근이 가진 장점만을 살리면서 단점을 최소화 하되 우리나라의 지배구조에 대한 어느 정도의 반영이 전제된 상황에서의 조화된 ‘지침’이 필요하다고 보임.
- 다른 국가에서 ‘직수입’한 형태의 ‘지침’보다는 우리 상황을 적절하게 반영한 ‘지침’에 무게를 두고 이러한 부분을 해결해나가야 한다고 보임.

토 론 문

기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙

지인엽 (동국대학교 경제학부 교수)

1. 금융위기 이후 기존 금융제도에 대한 회의와 삼성물산 합병, 한진해운 사건 등 오너경영자들의 행태에 대한 여론악화. 대승적 차원에서 이해 가능한 문제의식. 초안만 나온 상태이어서 종합적 판단은 불가능. 그러나 신중할 필요가 있음.
2. 주주행동주의나 연금사회주의와 동일한 철학적 문제. 소유경영 분리가 현대 지배구조이론의 정설인데 이 흐름을 거스를 수도. 예를 들어, 현재는 이사회가 감독권을 가짐. 기관주주의 감독이 어떻게 다른지 충분히 생각해봐야. 지금 현재 다소 소극적이라고 불리는 기관의 의결권 행태도 나름의 경제학적 균형이 아닐까. 국가가 시장에 개입할 여지. 예를 들어 정치적 견해가 강제될 수 있음. 특히, 연성규범이긴 하지만 관치금융이 오래 동안 논란이 되고 있던 것을 가만하면 금융당국이 점검주체가 될 경우 더 우려.
3. 기관투자자의 경영감시와 수익률이 양의 상관성이 있다는 전제가 성립 되어야 함. (환경 사회적 책임 지배구조와 수익률 관계에도 같은 문제가 있음) 아직도 학계에서는 논쟁거리. 심지어 Muniandy et al 2016 Pacific Basin Finance Journal. 기관투자자의 유형에 따라 감시 감독의 유인이 달라서 기업 성과에 어떤 영향이 있는지 논란. 의결 자문사를 사용할 정도의 규모가 있는 기관과 소형 기관이나 지수전략을 쓰는 펀드 매니저는 감독의 유인이 없음.
4. 금융위기의 결과를 반추해 볼 때, 경영진이 지배구조문제의 중심이라는 견해가 깔려 있음. 그러나 영국의 경우 금융위기 전을 반추해 보면 주주활동이 해결책이 아니라 부채비율을 높여서 ROE를 높이고 배당과 재매입을 요구하여 자본잠식을 초래했던 주주가 위기를 초래 했다는 사실을 간과하여 주주행동주의가 과연 그 자체로 좋은 것인지 의문을 제기한 연구가 있음. Cheffins 2010 Modern Law Review

5. 영국의 경우 코드도입의 정당성을 금융위기의 금융업 지배구조에서 찾음. 그런데 금융위기의 원인에 관한 연구 중에 주주가치 극대화에 따라 시스템적으로 중요한 금융기관에 경우 포트폴리오가 분산화 된 주주들은 개별금융기관의 위험이 외부성 때문에 산업전체의 부실로 돌아 올 수밖에 없는데도 불구하고 경영자가 과도한 위험을 감수하여 고수익을 올리기를 요구하거나 묵과하게 될 수밖에 없는 구조적 문제를 지적한 연구가 있음. Armour and Gordon 2014 Journal of Legal Analysis. 따라서 코드도입으로 경영관여가 더 심해져 경영자의 무모한 경영행태가 더 심각해 질 수 있는 모순적 상황이 발생할 수도 있음. 차라리 외부성을 겨냥한 정책이나 직접적으로 장기투자나 가치투자에 대한 유인을 제공하는 게 바람직할 수도.
6. 한국의 코드는 발표자 말씀대로 지배주주 견제를 행간의 목적으로 하는 것으로 해석 될 수도. 그렇다면 지배주주 견제와 기업성과의 관계를 규명하는 노력이 선행 되어야.
7. 최초 도입한 영국도 1991년 Institutional Shareholders' Committee (re-named the Institutional Investor Committee (IIC) on 18 May 2011)의 기관투자자의 책임에 관한 원칙을 수정하고 차용. 이마저도 급조 했다는 비판이 있음. Stewardship의 정의도 없음. (FRC Impact of the Codes 2011: 시행 후 공시의 질적 변화 없다. 경영진이 심각하게 받아들이지 않고 오히려 주총에서 소수의견을 무시하는 경향 나타남.) 그리고 2010년 제정 불과 5-6년전. 영국에서도 논란이 있으므로 좀 더 장기적 안목 필요. 아직 데이터를 수집하고 사회적 합의를 이끌어야 할 시간.
8. 실질적으로 경영 개입에는 지배사슬이 하나 더 늘어난 경우가 됨. 시장교란 가능. 예를 들어 주주가 직접 주주권행사로 이사진 교체로 경영진에 영향력을 행사하는 것이 아니고 펀드 매니저가 대리하여 개입하는 것임. 즉, 순수한 운용성과지표인 수익률 말고 투자대상기업의 주권행사 경향에 따라 가입자를 만족 시켜야 할 수도. 따라서 상장사와 기관투자자의 자원이 주주활동이나 대화 등에 소비되어 수익률 저해를 초래할 수도. 국내 기관과 외국 기관의 차별적 적용. 외국계 투자가 50% 이상인 영국에서 이미 문제제기 (Reisberg 2015 Journal of Corporate Law Studies). 우리나라도 외국인 비중이 기관과 개인의 2배정도. 외국계 기관의 시장점유가 높아 질 수도.

9. 또, 당국이 의도하고 있는 원칙은 다소 까다로울 수도 있는 세부지침까지 있는 것으로 알고 있음. 결국 기관은 책임 제정을 제3의 자문사에게 위탁하여 거래비용만 늘어나게 되는 것은 아닌지. 물론 ISS 같은 경우 코드 자문 서비스를 위해 자회사설립. 그러나 독립성을 담보 할 수 있는지. 자문업이 성숙될 수 있는 시간과 조치도 필요. 그리고 공정성과 투명성 확보를 위해 기존의 지배구조 서비스를 제공하거나 코드 제정에 참여하는 단체는 코드 자문업에서 배제. 또 의결 자문업의 책임을 물을 수 있도록 행동규범이나 제도 마련 필요.
10. 또 원칙을 실행 하더라도 기관이 실질적 가입자들의 주주권의지를 정확하게 반영할 수 있을지 의문. 국민연금 중 일부는 위탁운용사가 운용하지만 연금 가입자는 위탁운용사의 경영감시행위를 승인하지 않을 때 매도를 통해 반대 의사를 표현할 수 없음.
11. 헤지펀드 공격은 어떻게 대처할 것인가? 단기 수익을 위해 경영권 공격을 더 쉽게 해 줄 여지는 없는지. 영국에서 SC에 대한 문제의식. 60년대 평균 주식보유기간이 5년에서 2007년 8개월로 줄었음. 특정 기업을 옹호하려는 의도는 없으나 삼성물산합병 사건에서 보듯이 경영권 관련제도도 동시에 고민이 필요 하지는 않은지. 예를 들어, 미국을 제외한 국가에서는 포이즌필을 허용하고 있지 않아서 논란의 여지가 있을 수 있으니 차등의결권이나 황금주제도 정도는 생각해 볼 수 있지 않은지.
12. 게다가 현대 기관투자 환경이 연기금의 재정적자 수수료 인하요구 등 기관이 단기투자에 집중할 수밖에 없는 환경.
13. 코드 도입이후 의결 자문사의 역할과 영향력이 커질 것으로 예상 되는데 헤지펀드와 의결 자문사들은 이해상충이 있을 수밖에 없는 구조. 예를 들어 ISS는 모건스탠리 자회사였고 지금은 사모펀드 소유. 사모펀드도 헤지펀드 처럼 기업 분리 업무를 하던 인력들이 만든 회사. 기업과 대결 구도 자체가 불공정 할 수도.
14. 기관이 기업과의 관계가 긴밀해 지면 개인 투자자들을 배제하는 새로운 정보의 비대칭성. 내부자 거래 가능성.

15. 주주에 의한 감시에만 집중한 채 채권자 같은 다른 이해관계자의 감시유인에 대한 고려가 있는지.
16. 책임을 명확화하기 위해서 기관의 감시와 대화의 의무조항 말고 지나친 경영간섭을 방지할 금지 조항도 필요.

Note

A series of 28 horizontal dotted lines for writing notes.

Note



keri 한국경제연구원

07320 서울시 영등포구 여의대로 24 전경련회관 45층
T. 02-3771-0076 F. 02-785-0272

