

스튜어드십 코드 도입 방향과 논의 과제

- “기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙”

한국기업지배구조원 송민경 연구위원

- 일 시 2016년 2월 25일(목요일) 14:00
- 주 최 한국금융학회

<사전 고지>

- 본 발표문의 I 장(도입 배경), II 장(초안의 전문 요약), III 장(초안의 세부 원칙과 지침 요약)은, 스튜어드십 코드 '초안'에 관한 학계 의견 수렴의 일환으로서, 2015년 12월 2일 공청회에서 발표한 "스튜어드십 코드 도입 방향과 세부 내용"과 코드 원문의 주요 내용을 발췌·축약한 것임
- IV 장의 내용은 공청회 이후 제출된 의견 등 논의과제를 정리한 것이며, 이 중 '(의견 2)'는 학술 토론을 위한 기초자료로 제시하는 발표자의 개인 의견으로, 스튜어드십 코드 제정 T/F의 공식 의견과는 무관함

I. 도입 배경

II. 초안의 주요 내용 (1) - 전문

III. 초안의 주요 내용 (2) - 원칙과 세부지침

IV. 추가 논의 과제



I. 도입 배경



I. 논의 배경

❖ 스튜어드십 코드 도입 배경: 해외

- 2008년 세계 금융위기 이후 기관투자자의 경영감시 기능 강조
- 영국을 필두로 선진 각국에서 스튜어드십 코드 도입
 - 영국(2010), 네덜란드(2011), 캐나다(2012), 이탈리아(2013), 일본(2014), 말레이시아(2014) 등
- 책임투자(responsible investment) 원칙의 국제적 확산
 - 투자의 전 과정에서 환경(E) · 사회(S) · 지배구조(G)를 고려함과 동시에 소유자로서 적극적 역할(active ownership)을 강조하는 투자전략

I. 논의 배경

❖ 스튜어드십 코드 도입 배경: 국내

- 최근의 각종 지배구조 위험과 주주가치 하락, 그로 인한 개인·기관투자자 등 손실 확대
- 대규모 기업집단의 부실 경영, 지배구조·오너 리스크 관련한 문제점 부각으로 국내 자본시장에 대한 국제적 신뢰도 하락
- 이사회와의 대화, 주주제안 등 주주권 행사에 소극적인 국내 기관투자자

I. 논의 배경

❖ 스튜어드십 코드 도입 배경: 국내(계속)

- 2013년 자본시장법 개정으로 의결권 행사에 관한 충실의무가 도입되었음에도 민간 기관투자자의 의결권 행사는 여전히 소극적
- 주총에서 반대 실적이 없는 기관투자자가 상당수(2015년)
 - 자산운용사: 30사 (50%, 전체 60사)
 - 보험사: 23사 (92%, 전체 25사)

< 표 > 경영진 제안 안건에 대한 기관투자자의 의결권 행사 현황(2015년)

구분	유가증권시장 상장회사 대상 (2015년)					
	자산운용	보험	민간(소계)	국민연금	CalPERS	APG
반대율(%)	1.8	0.7	1.7	14.5	11.6	20.8

* 묶음(slate) 안건에 대한 찬성·반대는 묶인 개별 안건들 각각에 대한 찬성·반대로 간주해 자체 계산



II. 초안의 주요 내용 (1) : 전문



II. 초안의 주요 내용 (1) – 전문

❖ “원칙”의 도입 목적과 의의(1/4)

- “원칙”에서 규정하는 기관투자자의 수탁자 책임은
 - 경영진과의 대화 등 적극적인 주주활동을 통해
 - 투자대상 회사의 중장기 가치 향상과 성장을 추구함으로써
 - 고객과 수익자 등의 중장기적인 이익을 도모할 책임
- 수탁자 책임의 성공적 이행은
 - 재무적/비재무적 위험의 효과적인 관리, 지배구조 개선을 통해
 - 회사의 중장기 성장을 유도하고, 투자자의 이익을 증진하며
 - 자본시장과 경제 전반의 건전한 성장과 발전을 뒷받침

II. 초안의 주요 내용 (1) – 전문

❖ “원칙”의 도입 목적과 의의(2/4)

- 수탁자 책임은 기관투자자와 투자대상회사의 이사회가 공유
 - 이사회는 회사와 주주를 대표해 경영(진)을 감독
 - 기관투자자는 이사회에 책임 이행 여부를 감시하고, 필요한 경우 이사회와 대화·협의를 비롯한 주주활동
- “원칙”의 제정 목적
 - 기관투자자의 효과적인 수탁자 책임 이행을 위한 핵심 원칙과
 - 해당 원칙의 내용을 구체화한 세부 지침을 제시하는 것

II. 초안의 주요 내용 (1) – 전문

❖ “원칙”의 도입 목적과 의의(3/4)

▪ 수탁자 책임 이행 활동의 개념과 범위

- “명확하며 건설적인 목적”을 지향하는 회사와의 대화로서
- 의결권 행사에 한정되지 않으며,
- 투자대상회사의 핵심 경영사항에 대한 점검·감시, 이사회 협의를 포함

※ 경영전략, 위험 관리, 지배구조, 임원 보상, 환경경영, 사회적 책임 활동 등

- 주주제안, 소송 (참여) 등 보다 적극적 형태의 활동을 포괄
- 회사의 일상적 경영에 대한 간섭을 의미하지 않음
- 반드시 필요한 경우 주식매각 가능

II. 초안의 주요 내용 (1) – 전문

❖ “원칙”의 도입 목적과 의의(4/4)

- 기관투자자 구분: 자산소유자, 자산운용자
 - 자산운용자는 자산운용, 회사와의 대화로써 수탁자 책임을 일상적으로 이행 (자산운용사가 대표적)
 - 자산운용자는 위탁사로 선정한 자산운용자를 관리감독하는 방식으로 수탁자 책임을 이행 가능(연기금, 보험사가 대표적)
- 수탁자 책임의 효과적 이행에 수반되는 책임의무, 비용 부담은
 - 회사의 건실한 성장, 중장기 투자수익 보호, 자본시장의 지속적 발전에 필수적
 - 투자자, 자산소유자, 자산운용자, 관계 당국의 인식 공유 필요

II. 초안의 주요 내용 (1) – 전문

❖ “원칙”의 적용(1/2)

- 적용 대상
 - 한국 상장사 주식을 보유한 기관투자자(자산운용자/자산소유자)
 - 상기 기관투자자에게 수탁자책임 이행 관련 자문서비스를 제공하는 의결권 자문기관, 투자자문사 등
- “원칙” 적용은 강제성 없음
 - 상기 적용대상 중 “원칙” 참여에 서명한 대상에만 적용
- 이행 방식
 - “원칙 준수, 예외 설명”(comply or explain) 원칙
 - 세부 원칙 · 지침 미이행 시 고객 등에 설득력 있는 사유를 공개해야 함

II. 초안의 주요 내용 (1) – 전문

❖ “원칙”의 적용(2/2)

- 홈페이지 의무 공시 사항
 - 코드의 수용과 이행에 참여한다는 뜻
 - 세부 원칙 · 지침의 이행 상황
 - 세부 원칙 · 지침에서 서명 기관투자자 등이 공개하도록 정한 사항
 - 미 준수한 원칙 · 지침 관련, 미 준수 사유와 보완 방안
 - 운용 펀드 중 “원칙”의 적용 범위, 펀드 간 적용에 차이가 있다면 그 내용

- ※ 공개 사항을 매년 재검토해 필요한 경우 수정해야 함
- ※ 코드 신규가입 · 탈퇴, 공시사항 중 변경 발생 시 코드 점검 기관에 통지

- 코드점검기관의 역할
 - 코드에 대한 서명 · 가입, 이행 상황 점검
 - “원칙”의 구체적 적정성 · 효과에 관한 주기적인 점검 · 개선



III. 초안의 주요 내용 (2) :

원칙과 세부지침



III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 핵심 원칙

- (원칙 1) 수탁자 책임 정책 제공 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

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 1: 수탁자 책임 정책 제정 · 공개(1/2)

- 문서화한 정책을 제정해 공개
- 정책의 차별화
 - 기관투자자 유형별 주주활동의 차이를 감안해 정책에 반영할 필요
 - 주주활동을 외부위탁한 기관투자자는 위탁 운용자의 주주활동이 자신의 정책에 부합하는지를 감독 · 평가할 절차와 지침을 정책에 반영
 - 운용 펀드 유형별로 투자시계(time horizon), 운용철학 등의 차이에 따라 주주활동의 원칙 · 절차 · 지침이 구별된다면, 그 내용은 정책에 반영할 필요

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 1: 수탁자 책임 정책 제정 · 공개(2/2)

- 문서화한 정책을 제정해 공개
 - 투자 시계, 사업모델과 자산운용 철학
 - 수탁자 책임에 관한 기본 철학과 핵심 내용
 - 투자대상회사의 지속가능성에 대한 입장
 - 수탁자 책임 활동 유형, 관련 절차
 - 수탁자 책임 이행을 위한 관련 권한과 책임, 조직체계
 - 특정 주주활동 외부 위탁 시 관리 · 감독 방안
 - 정책, 주주활동 현황 등에 관한 사항의 보고 · 공개

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 2: 이해상충 방지정책 제정 제정 · 공개(1/2)

- 이해상충 방지정책의 필요성
 - 이해상충을 최소화하고 고객 등 이익을 최우선에 두어 수탁자 책임을 이행
 - 기관투자자는 이해상충 문제의 존재 여부와 가능성을 점검하고 이를 효과적으로 관리하기 위한 문서화된 이해상충 방지 정책을 마련할 필요
- 대표적 사례
 - (잠재적) 사업관계에 있는 회사의 주총에서 의결권을 행사하는 경우
 - 이해관계 있는 회사의 주주로부터 주주제안, 대표소송 참여를 요청 받은 경우
 - 기관투자자가 고객사의 계열사 주총에서 의결권을 행사하는 경우
 - 기관투자자의 계열사, 유관기관 임직원을 사외이사 후보로 추천하는 경우
 - 기관투자자의 지배주주 등 특수관계인이 임원으로 재임 중인 회사의 주총에서 의결권을 행사하는 경우

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 2: 이해상충 방지정책 제정 제정 · 공개(2/2)

- 이해상충 방지정책의 세부 내용
 - 이해상충 방지의 목적과 필요성
 - 이해상충 방지정책의 적용 범위
 - 이해상충 방지정책 제 · 개정 및 이행 점검에 관한 권한 · 책임, 조직체계
 - 잠재적인 혹은 실재하는 이해상충 가능성
 - 이해상충 완화를 위한 업무 절차 · 지침
 - 이해상충 방지정책의 공개에 관한 사항
 - 이해상충 방지정책이 공개된 웹 주소

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 3: 투자대상회사에 대한 지속적 점검·감시

- 목적 및 필요성
 - 기관투자자는 투자대상회사를 지속적으로 점검·감시함으로써 회사가치 제고와 지속적 성장을 도모
 - 회사가치 훼손을 야기할 중대한 위험요인을 사전에 발견
- 점검 대상
 - 재무요소는 물론 경영전략, 지배구조, 사회·환경적 위험요인 등 비재무요소 포함
- 후속 조치
 - 잠재적 혹은 현존하는 위험 발견 시 건설적 대화로써 위험요인을 통제·관리

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 4: 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련(1/3)

- 투자대상회사와의 대화, 공감대 형성 노력
 - 회사가치 증진을 지향하면서 투자대상회사의 이사회나 경영진과 대화, 공감대 형성을 위해 노력할 필요
 - 회사가치 훼손을 야기할 중대한 위험요인을 사전에 발견
- 수탁자 책임 활동 수행 내부지침
 - 대화 이후에도 대상회사 이사회 등과 의견 불일치, 우려 사항이 계속 존재한다면 보다 적극적인 주주활동에 나설지 검토할 필요
 - 위 경우 주주활동 범위 · 절차 · 기준을 정한 내부지침을 제정해 준수할 필요

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 4: 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련(2/3)

- 수탁자 책임 활동 예시
 - 추가적인 정보 · 자료 요구, 질의서 전달
 - 이사회회장, 선임사외이사 등과 협의
 - 의견서 전달
 - 주주총회 전 공개적으로 의견 표명
 - 주주제안, (사외)이사 · 감사 후보 추천
 - 주주총회 소집 청구
 - 주주총회에서의 적극적인 발언, 반대 의결권 행사
 - 주주소송 등

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 4: 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련(3/3)

▪ 유의 사항

- 건설적 주주활동은 소극적(passive) 혹은 적극적(active) 투자전략의 채택 여부, 지분율 수준과 무관하게 중요한 의미
- 기관투자자는 대화 등 주주활동 과정에서 미공개 주요정보의 이용 금지에 관한 자본시장법 규정을 위반할 가능성이 있음을 고려할 필요

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 5: 의결권 정책 제정·공개, 의결권 행사 내역과 그 사유 공개(1/2)

▪ 기본 원칙

- 모든 보유주식에 의결권을 행사하도록 노력
- 충분한 정보의 수집·분석, 회사에 대한 심도 있는 점검, 대화·주주활동의 결과로서 찬성·반대 여부를 정할 필요
- 경영진의 제안에 자동으로 찬성하는 것은 부적절하며, 대화·주주활동 결과가 불만족스럽다면 경영진 제안에 반대할 필요
- 문서화된 의결권 정책을 마련해 공시
- 충실한 의결권 행사를 위한 내부 자원, 조직체계, 전문 역량을 갖출 필요

▪ 의결권 행사 내역 공개

- 의결권 행사내역, 찬성·반대의 구체적 사유를 고객 등이 의결권 행사의 적정성을 쉽게 확인할 수 있는 방식으로 공개

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 5: 의결권 정책 제정·공개, 의결권 행사 내역과 그 사유 공개(2/2)

- 의결권 정책 세부내용
 - 의결권 행사에 관한 기본 원칙
 - 의결권 행사 세부기준(가이드라인)
 - 이해상충 가능성과 방지 방안
 - 의결권 행사 관련 조직·기구, 세부 절차
 - 의결권 자문서비스 이용에 관한 사항
 - 의결권 행사 공시 관련 사항
 - 주식 대여, 대여주식 회수에 대한 지침 외

- 의결권 자문서비스 이용에 관한 사항
 - 자문서비스 이용 여부, (이용하는 경우) 서비스 범위와 활용 방식, 서비스 제공자, 서비스 제공자의 권고에 의존하는 정도를 공개
 - 기관투자자는 자문서비스를 이용하는 경우에도 수탁자 책임의 주체

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 6: 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동 보고 · 공개

- 기록 유지 및 보고 의무
 - 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동을 기록으로 남겨 일정기간 유지
 - 자산운용자는 수탁자 책임의 이행 현황을 정기적으로 보고하고, 자산소유자는 수탁자 책임 이행 정책, 집행에 관한 사항을 연 1회 이상 보고
 - 고객 등과 합의한 양식이 있다면 그에 따르고, 필요하다면 홈페이지를 이용한 시장 공개 형식을 활용하는 등 효과적 보고를 위해 노력
- 기밀을 유지하는 것이 더 바람직함 상황이 있음에 유의

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 7: 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량 · 전문성 확보(1/2)

- 대상회사의 시장환경, 비재무 요소 등 회사에 대한 이해 제고, 건설적 주주활동이 가능하도록 역량 · 전문성 갖출 필요
- 역량 · 전문성 확보 방안
 - 기관투자자는 적절한 조직 설계, 자원 투입, 역량 · 전문성 향상을 위한 노력 필요
 - 자산소유자는 자산운용자가 역량 · 전문성을 바탕으로 수탁자 책임 활동을 효과적으로 수행하도록 유인을 부여하고 관리할 필요
 - 기관투자자는 내부 가용 자원, 재정 상황 등을 고려하여 외부 자문서비스를 활용함으로써 수탁자 책임의 충실한 이행을 도모할 수 있음

III. 초안의 주요 내용 (2) – 원칙과 세부지침

❖ 원칙 7: 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량 · 전문성 확보(2/2)

- 시장 차원의 전문성 제고
 - 개별 기관투자자의 전문성 향상, 위탁사 관리, 자문사 활용 등을 위한 노력은 자산운용, 자문서비스 시장의 가격경쟁을 품질경쟁으로 전환
 - 이를 통해 국내 기관투자자, 자본시장 전체가 수탁자 책임을 효과적으로 이행할 역량과 전문성을 갖출 수 있음
- 전문성 향상을 위한 기관투자자 간 협력
 - 기관투자자는 논의와 토론 참여, 공동의 이해관계 추구를 위한 협회 또는 포럼을 설립 · 조직하여
 - 성공적 주주활동 사례 · 경험 · 의견을 공유함으로써 전문성 향상 가능



IV. 추가 논의 과제



IV. 추가 논의 과제

❖ '수탁자로서의 책임'(이행)에 이사회역의 역할을 포함시킬지 여부

- (의견 1) 기관투자자의 수탁자 책임을 정의하는 데 (투자대상회사) 이사회역의 역할을 포함시키는 것이 적절한지 의문
- (의견 2) 수탁자로서 적절한 주주권 행사 등 주주활동을 통해 고객·수익자 등의 자산가치를 유지·증진할 기관투자자의 책임은
 - 구체적으로 (투자대상회사) 이사회라는 매개 혹은 전달경로를 통한 경영(진) 감시 등으로 나타난다는 점에 관한 서술로 이해할 필요
 - 기관투자자가 부담하는 책임의 한계와 범위에 관한 내용으로서도 언급할 필요가 있을 것으로 봄

IV. 추가 논의 과제

❖ 스튜어드십 코드의 일부 세부규정을 완화하는 것이 적절한가?

- (의견 1) 스튜어드십 코드 가입 여부는 기관투자자가 자율적으로 정할 사항이므로 스튜어드십 코드는 가장 원칙적인 수준에서 세부내용을 규정할 필요
 - 가령 세부 내용 중에 빠져 있는, '공동의 목표를 위해 기관투자자 간에 적극 협력할 의무'와 같은 내용을 세부 규정에 포함시킬 필요
- (의견 2) 현재 국내 기관투자자의 미흡한 주주활동 상황을 고려해 다소 완화된 내용을 코드의 세부규정에 포함시킴으로써 기관투자자 등의 가입을 확대하는 것도 정책상 충분히 고려 가능
 - 보다 많은 기관투자자가 코드의 세부규정의 이행을 점차 확대하면서 전반적인 주주활동 수준이 높아지고, 경험과 역량을 축적할 수 있음

IV. 추가 논의 과제

❖ 스튜어드십 코드의 적용 대상에 투자자문사를 포함시킬지 여부

- (의견 1) 영세한 규모 등을 감안해 적용대상에서 제외하는 편이 바람직
- (의견 2) 국민연금 등 현재 일부 투자자문사에 국내주식 운용을 위탁하고 있음을 감안할 때 적용대상에 포함시키는 데 큰 무리는 없음
 - 현실적으로 연기금의 위탁자산을 운용하는 대규모 투자자문사 정도만 가입·이행 여부를 고려하게 될 것이며, 영세 자문사의 경우 코드에 가입하지 않더라도 특별히 부담을 느낄 이유가 크지 않음

IV. 추가 논의 과제

❖ 이행 동향의 점검 필요성

- (의견 1) 시행 초기에는 시장 참여자들이 코드의 취지를 충분히 이해하고 참여 의사를 밝힐 때까지 완전히 자율적인 제도로 시행할 필요
 - 특정 기관이 코드의 이행 동향을 주기적으로 점검하는 것은 자율 시행의 원칙에 반함
- (의견 2) 코드 제정 취지는 기관투자자가 자율적으로 고객·수익자 등에 대해 책임을 다하도록 하려는 것이므로 그 취지가 효과적으로 실현되고 있는지 점검하는 것은 반드시 필요
 - 다만, '이행 동향'과 '점검'의 수준·주기를 어떻게 정할지에 관해서는 추가적인 논의가 가능할 것으로 판단함

IV. 추가 논의 과제

❖ 경영권에 영향을 주는 것으로 인식될 여지가 있는 주주활동의 배제 여부(1/2)

- **[전문]** “5. 수탁자 책임 이행 활동의 범위는 의결권 행사로 한정되지 않는다. 기업 경영 전략과 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.”
- **[원칙 4]** “기관투자자는 회사의 전향적인 대응이 미흡해 충분한 대화 이후에도 주요 쟁점에 관해 회사와 의견 불일치나 우려사항이 여전히 존재하는 경우 다음과 같은 보다 적극적인 활동에 나설지를 검토해야 한다.
 - ...
 - 주주총회 전에 공개적으로 의견 표명
 - 주주제안, (사외)이사·감사 후보 추천
 - ...



IV. 추가 논의 과제

❖ 경영권에 영향을 주는 것으로 인식될 여지가 있는 주주활동의 배제 여부(2/2)

- (의견 1) 자본시장법 규정 상 '발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것'으로 간주될 여지가 있는 행위를 코드에 명시하게 되면 코드 이행과 법 준수 간에 모순이 발생하게 됨
 - 따라서 그렇게 간주될 여지가 있는 코드의 규정을 수정하거나 코드 규정의 이행이 가능하도록 법 규정을 완화할 필요
- (의견 2) 코드에서 언급한 주주활동의 범위는 가입 기관투자자 등이 상황에 따라 수행 가능한 활동 전체를 예시로서 제시한 것으로 어떤 상황에 있는 기관투자자들 관계없이 무조건 코드가 규정한 전체 주주활동을 이행할 필요는 없음
 - 가령, 5% 미만의 지분을 보유했거나 혹은 5% 이상 지분을 보유하고 '경영 참여'를 그 의도로 공시한 기관투자자 모두 코드가 규정하는 주주활동을 수행하는 데 관련 법상 특별한 제한이 없음
 - 주주활동의 범위를 확대할 수 있도록 하는 조치는 추후 별도 논의가 필요

IV. 추가 논의 과제

❖ 대화 · 관여 등 활동내역의 공개 또는 보고가 적절한가?

- (의견 1) 구체적인 관여활동 내역 및 결과 등은 회사가치에 부담을 줄 가능성이 있는 예민한 정보이고, 해당 내역결과의 공개는 연기금 등 자산소유자 고객의 입장과 다를 가능성이 높음
- (의견 2) 코드는 주주활동의 공개 수준을 일의적으로 정하는 것이 아니라 참여 기관투자자가 자율적으로 정할 수 있게 허용하되, 해당 수준을 수탁자 책임 정책에 포함시켜 고객 등이 쉽게 확인할 수 있도록 함
 - 실제 영국 등 해외의 스튜어드십 코드 가입 기관투자자는 사례나 통계 제시 등 다양한 형식과 수준에서 활동 내역과 결과를 공개
 - 연기금이 스튜어드십 코드에 가입한 경우에는 연기금도 직간접적으로 수행한 주주활동 내역 등을 공개해야 하므로, 운용사 대신 연기금 등이 집계해 적절한 수준에서 공시하는 대안적인 방안도 가능

IV. 추가 논의 과제

❖ 이해상충 방지정책에 관한 원칙과 상세한 지침 제시가 필요한가?

- (의견 1) 이해상충의 정도, 관리 범위 · 방법은 회사가 자율적으로 판단해 정할 사항으로 구체적인 이해상충 사례와 대응방안을 나열하는 것은 불필요
- (의견 2) 국내 기관투자자의 의결권 행사가 대부분 소극적으로 이루어지고, 의결권 행사 내역 및 찬반 사유 등도 대개 형식적으로 공시되는 상황에서 이해상충 방지를 위한 추상적인 원칙과 지침을 나열하는 것만으로는 한계
 - 이러한 한계를 극복하기 위해 이해상충 상황, 완화 방안 등에 관한 여러 사례를 제시함으로써 코드 가입 기관투자자가 참고할 수 있도록 하는 것이 바람직
 - 코드 초안의 원칙 2 하에 나열된 여러 사례는 단지 '사례'일 뿐이므로 가입 기관투자자 각각이 자율적으로 취사선택 가능

IV. 추가 논의 과제

❖ 지수 추종 passive 펀드, 지분율이 낮은 경우의 코드 적용 여부

- [원칙 4] 지침 - 건설적 대화와 관여는 회사가치 훼손의 가능성을 낮추는 활동으로 그 필요성은 소극적(passive) 혹은 적극적(active) 투자정책·전략의 채택 여부와 크게 관련이 없다. 지분율이 낮다고 해서 그 필요성이 자동으로 사라지는 것도 아니다.
- (의견 1) 지수를 추종하는 passive 펀드나 보유 중인 대상회사 지분율이 낮은 경우에 코드를 적용할지는 운용사가 자율적으로 선택하는 것이 바람직
- (의견 2) 지수 추종 passive 펀드, 보유 지분율이 낮은 경우에도 지배구조 문제 등으로 인한 운용자산의 가치 손실 위험은 동일하게 안고 있으므로 건설적인 대화·협의를 필요성조차 없다고 단언하기는 어려움

IV. 추가 논의 과제

❖ 의결권 행사 내역 및 사유 공개 시 그 적정성 파악이 가능한 수준이어야 한다는 규정이 필요한지 여부(1/3)

- **[원칙 5]** 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사 내역과 각 경우의 사유 역시 공개해야 한다.
- **[원칙 5] 지침** - 기관투자자는 의결권 행사내역, 찬성·반대·기권·중립투표의 구체적인 사유를 고객과 수익자 등이 의결권 행사의 적정성을 쉽게 확인할 수 있는 적절한 방식으로 공개해야 한다.

IV. 추가 논의 과제

❖ 의결권 행사 내역 및 사유 공개 시 그 적정성 파악이 가능한 수준이어야 한다는 규정이 필요한지 여부(2/3)

- (의견 1) 자본시장법은 의결권 행사 지침, 내역 공시 등을 규정하고 있으므로 스투어드십 코드에서는 일반정책을 공시하도록 하는 수준으로도 충분
 - 투자자가 홈페이지 게시 등을 통해 행사 내역과 사유를 쉽게 확인할 수 있으므로 “의결권 행사의 적정성”까지 쉽게 확인할 수 있어야 한다는 내용이 필요한지 의문
- (의견 2) 현재 자본시장법령에서는 ‘의결권 행사 여부의 적정성’ 등을 파악하는데 필요한 자료로서 지침 등을 공개하도록 규정하고 있지만, 대개 형식적인 지침을 공개하면서 구체적인 가이드라인 등은 공개하지 않는 경우가 상당수
 - 따라서 가입과 이행이 자율에 맡겨진 코드에서 법 취지를 살려 공시 내용을 구체화하는 것은 특별한 문제가 있다고 보기 어려움

IV. 추가 논의 과제

❖ 의결권 행사 내역 및 사유 공개 시 그 적정성 파악이 가능한 수준이어야 한다는 규정이 필요한지 여부(3/3)

▪ (의견 2 계속)

- 특히 “의결권 행사 여부의 적정성 등을 파악하는 데에 필요한 자료”를 공시해야 한다는 점은 법에 명시된 사항으로서 코드에서 삭제할 필요가 있는지 의문

▪ (참고 1) 자본시장법 제87조 제9항: “집합투자업자는 제8항에 따라 의결권 행사 여부에 관한 사항 등을 공시하는 경우에는 투자자가 그 의결권 행사 여부의 적정성 등을 파악하는 데에 필요한 자료로서 대통령령으로 정하는 자료를 함께 공시하여야 한다.”

▪ (참고 2) 법 제87조제9항에서 “대통령령으로 정하는 자료”란 다음 각 호의 자료를 말한다. 1. 의결권 행사와 관련된 집합투자업자의 내부지침 2. ... 3. ...

IV. 추가 논의 과제

❖ 위탁사의 전문성 제고를 위한 연기금 등 자산소유자의 역할

- **[원칙 7] 지침** - 수탁자 책임의 구체적인 이행을 자산운용자에 맡긴 자산소유자는 자산운용자가 역량을 축적하고 이를 바탕으로 투자대상회사와의 대화와 주주활동을 효과적으로 수행할 수 있도록 적절히 유인을 부여하고 관리할 방안을 모색해야 한다.
- **(의견 1)** 현실적으로는 자산운용사가 외부 의결권자문기관 등이 제공한 서비스를 활용하는 경우가 대부분일 텐데, 이는 원칙 7과 괴리가 있음
- **(의견 2)** 상기 의견 대로 전문성 확보를 위해 외부의 서비스제공자를 활용하는 경우가 많을 텐데, 이를 고려하는 방향으로 지침을 수정하는 편이 바람직
 - 그럼에도 자산소유자는 위탁사 등에 적정수수료를 제공하되 이들이 최고의 역량과 서비스 품질을 유지할 수 있도록 철저히 관리하는 것이 바람직하다는 점에는 변함이 없음

IV. 추가 논의 과제

❖ 의결권자문기관의 권한 확대와 법적·도덕적 해이에 대한 우려

- [원칙 5] 지침 - 기관투자자는 의결권 행사 자문서비스를 이용하더라도 궁극적으로는 수탁자로서 자신의 책임과 판단 하에 의결권을 행사할 책임이 있다.
- (의견 1) 의결권자문기관은 높은 수수료를 받고 상당한 영향력을 행사하면서도 상기 지침에 따르면 서비스 결과에 대한 책임을 지지 않아 도덕적 해이가 우려되므로 상기 지침을 삭제할 필요
- (의견 2) 현재 의결권자문서비스 시장이 거의 형성되어 있지 않은 상황으로서 수수료가 높다거나 영향력이 상당한 수준인지 의문
 - 의결권자문기관의 책임성을 높이려면, 자문서비스를 이용하는 기관투자자의 책임을 전가할 것이 아니라 자문기관의 역량, 업무 투명성·객관성·공정성을 엄격히 검증·관리하는 편이 바람직하며, 이것이 세계적 추세

IV. 추가 논의 과제

❖ 기관투자자들이 참여하는 협회나 포럼 등 설립의 필요성 여부

- **[원칙 7] 지침** - 기관투자자는 서로 논의와 토론에 참여하고 공동의 이해관계를 추구하기 위한 협회 또는 포럼을 설립·조직하여 성공적인 주주활동 사례 등 경험과 의견을 나누고 학습함으로써 전문성을 향상시킬 수 있다.
- **(의견 1)** 기관투자자 간 연계, 의결권 공동행사 등과 관련된 내용은 5% 룰 등 공시규정에 위배될 가능성이 있으므로 삭제가 필요
- **(의견 2)** 협회나 포럼을 설립하여 보유 지분율 등 기관투자자가 처한 상황별로 주주활동을 적법하고 적절하게 수행하기 위한 방안을 검토·자문하는 등 관련 법규에 저촉되지 않으면서 다양한 역할을 수행 가능
 - 특히, 영국의 NAPF나 미국의 CII와 같이 대개의 선진국에서는 연기금협회가 설립되어 장기투자자로서 연기금의 이익을 위한 다양한 활동을 수행



감사합니다.

