스튜어드십 코드의 협력적 주주관여 사례와 시사점

안 유 라 연구원 (yurahn@cgs.or.kr)

▶ 최근 들어 스튜어드십 코드과 주주관여에 대한 관심이 높아지고 있음

▶ 주주관여 활동의 한 방식인 협력적 주주관여는 해외 스튜어드십 코드에서 권고하는 관여 방식의 하나이나, 한국과 일본에서는 그동안 협력적 주주관여의 내용을 코드에 포함하지 않았음

▶ 한편, 최근 개정된 일본 스튜어드십 코드 안내 지침에 협력적 주주관여 내용이 포함되었고, 효율적인 협력을 위한 포럼이 설립되는 등 협력에 대한 시각이 바뀌고 있음

▶ 한국에서 협력적 주주관여를 실시할 시 몇 가지 법적 우려사항이 있으나, 협력적 주주관여는 기업과 투자자간의 효율적인 대화와 정보 공유를 위한 방편이 될 수 있고 투자자들의 효율적인 모니터링 방식이 될 수 있으므로 해외의 성공 사례를 눈여겨 볼 필요가 있음

검토배경

□ 국민연금의 SC 가입 확정[9]과 대한항공의 경영진을 대상으로 한 주주권 행사(공개서한 전달[10])로 인해 주주관여와 스튜어드십 코드에 대한 전반적인 관심이 상승함

□ 한국 스튜어드십 코드, "기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙"은 국내 상장사에 투자한 기관투자자가 타인의 자산을 관리 · 운용하는 수탁자로서 책임을 다하기 위해 이행해야 할 7가지 세부 원칙과 기준을 제시함[11]

○ 스튜어드십 코드는 크게 수탁자 책임 정책 제정, 이해상충 방지책 마련, 투자 대상회사에 대한 주기적 점검, 주주권 행사, 적극적 의결권 행사, 주주활동 내역 보고, 역량과 전문성 함양 등의 내용을 담고 있음

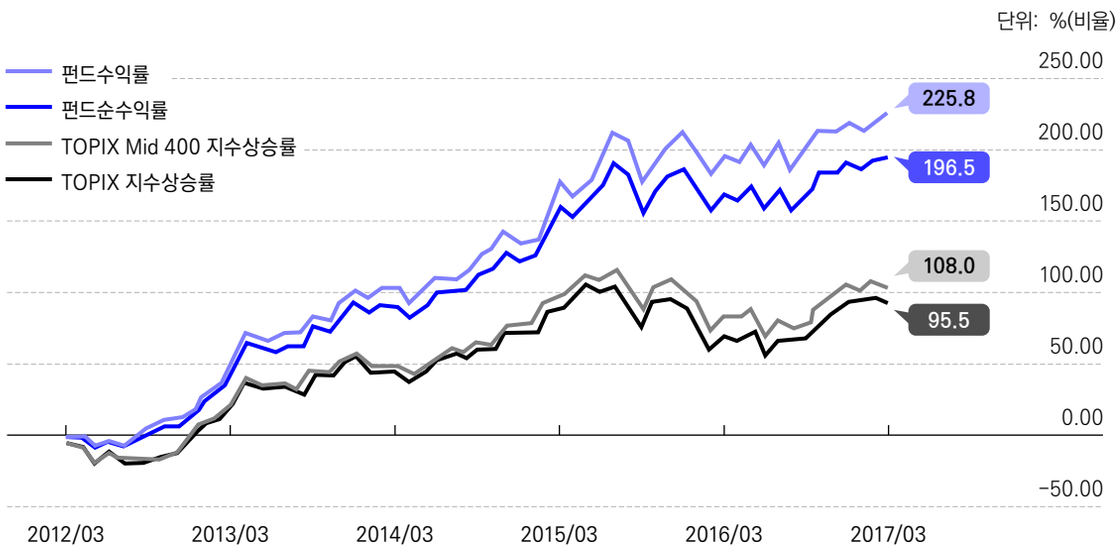
○ 한편, 주주권 행사의 한 방식으로 주주관여 활동(engagement)이 있는데, 관여활동은 투자 대상 회사에 투자자들이 기대 사항과 의사를 전달하고 건설적인 대화를 나누기 위해 우려

9) 국민연금 기금운용위원회 보도자료, 2018.07.30., "국민연금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 선언"
10) 국민연금 기금운용본부 공시자료, 2018.06.05., "대한항공에 대한 공개서한"
11) http://sc.cgs.or.kr/about/sc.jsp

사안에 대해 분석하고, 대화를 준비하는 과정을 포괄함[12)]

- 관여활동이 수익성에 긍정적인 영향을 주는 사례 중 하나로 지오인베스트먼트(GO Investment)와 토쿄마린운용(TMAM)이 공동 운용하는 일본관여펀드(Japan Engagement Fund, 이하 JEF)가 있는데, JEF는 2012년 설정 이후 5년간 200%가 넘는 순수익을 달성하여 벤치마크지수 대비 2배 이상 높은 수치를 보임[13)] ([그림 1] 참조)

[그림 1] 일본 관여 펀드의 5년 성과 추이



출처: 인베스트 조선(www.investchosun.com)

- 한편, 다수의 기관투자자들이 ESG (환경, 사회, 지배구조) 관련 사안들에 대해 협력하여 관여 활동을 준비하고 함께 기업과 대화하는 '협력적 관여(collective engagement)'가 있음[14)]

□ Morrow Sodali[15)]가 실시한 2018년 기관투자자 대상 설문조사[16)]에 의하면 과반수(60%)의 응답자들은 정기 주주총회에 상정된 중요 안건들에 대해 다른 투자자들과 협력할 의사가 있다고 대답함

○ 또한 기업이 이사회와 주주간의 대화를 허용하지 않는 경우 주주활동 심화(escalation)전략으로 다른 투자자들과의 협력을 선택하겠다고 한 응답자들(12%)도 있었음

12) UN PRI, 2018. "A practical Guide to Active Ownership in Listed Equity"
13) 인베스트조선, 2018.06.21., "기업·주주 공생 키워드 '주주관여주의'"
14) UN PRI, 2013. "Introductory Guide to Collaborative Engagement"
15) Morrow Sodali는 지배구조, 주주 활동, 주주 관여 등 주주 관련 서비스와 전략에 대한 조언을 제공하는 글로벌 컨설팅 회사임
16) 설문 조사의 대상이 된 응답자들은 49개의 글로벌 기관투자 회사의 지배구조 담당자, ESG 애널리스트, 책임투자 애널리스트, 수탁자 책임 부서 담당자 등이었음

□ 협력적 관여가 일반적인 관여 활동의 방식 중 하나로 여겨지는 해외와 달리 한국에서는 협력적 주주관여의 개념이 매우 생소한 편이며, 한국 스튜어드십 코드나 해설서에는 협력적 주주관여의 내용이 포함되어 있지 않고 '투자자들의 의견 교류를 위한 포럼 참가'정도의 협력을 권고하고 있음[17)]

○ 따라서 한국 스튜어드십 코드의 개정 시기가 다가옴에 따라 한국 스튜어드십 코드에도 추후에 협력적 주주관여의 내용이 포함될 수 있을지 검토가 필요함

○ 이를 위해 '협력적 주주관여'의 개념과 실효성, 해외 성공 사례를 살펴보고 국내 적용에 있어서 발생할 수 있는 현실적 장벽들을 고려해야 함

해외 스튜어드십 코드의 협력적 주주관여 조항

□ 다수의 해외 국가들과 국제기구들에서는 주주활동의 한 방식으로서 협력적 주주관여를 원칙에 명시하거나 안내지침에서 권고하고 있음

○ 영국, 미국, 캐나다를 비롯한 해외 국가들과 국제지배구조개선네트워크(International Corporate Governance Network, 이하 ICGN), 유엔 책임투자원칙(UN PRInciples for Responsible Investment, 이하 UN PRI)등 대부분의 스튜어드십 코드 원칙은 투자자간의 협력적 관여활동을 수탁자 책임의 의무 중 하나로 표현하고 있음 (〈표 1〉 참조)

〈표 1〉 해외 국가 및 기관들의 스튜어드십 코드에서 협력적 주주관여 조항 유무

국가/기관 명	협력적 주주관여 조항	조항 내용
한국	-	없음
영국	원칙 5	최종 수익자의 투자 자산 가치를 보존하고 높이기 위해 기관투자자들은 가능한 경우 다른 투자자들과 협력해야 한다.
미국	원칙 F	기관투자자들은 기업지배구조 원칙과 스튜어드십 코드의 적용을 촉진시키기 위해 가능한 경우 협력해야 한다.
캐나다	원칙 5	기관투자자들은 다른 투자자들과 가능한 경우 협력해야 한다.
일본	안내지침 4-4	기관투자자들이 투자 대상 회사에 개별적으로 관여활동을 하는 것과 더불어, 필요한 경우 다른 기관투자자들과 협력하여 투자 대상회사에 관여하는 것은 이로울 수 있다.
홍콩	원칙 e	주주로서의 책임을 이행하기 위해 투자자들은 다른 투자자들과 적절한 상황에서 협력해야 한다.
싱가포르	원칙 7	책임 있는 투자자들은 기꺼이 다른 투자자들과 함께 관여활동을 한다.
덴마크	원칙 4	기관투자자들이 관여활동의 효과와 영향력을 높이기 위해 관여 활동 정책에 다른 투자자들과 어떻게 협력할 것인지 설명하는 것을 권장한다.

17) 스튜어드십 코드 제정 위원회, 2016. "기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙"

국가/기관 명	협력적 주주관여 조항	조항 내용
네덜란드	원칙 4	자산 소유자들과 자산 운용사들은 네덜란드의 투자 대상 상장 회사들에 수탁자 책임 이행 활동을 위해 적절한 상황에 각자의 재량에 따라 다른 주주들과 협력한다.
ICGN	원칙 4	투자자들은 수익자들과 고객을 대신해 투자 자산 가치를 높이거나 보존하기 위해 투자 대상 회사에 관여 활동을 해야 하며 우려 사항에 대해 소통할 수 있도록 다른 투자자들과 협력해야 한다.
UN PRI	원칙 5	우리는 원칙 적용의 실효성을 높이기 위해 협력한다.

※ 상기 표는 스튜어드십 코드를 도입한 국가나 국제기구 중 일부만 조사한 것

□ 2017년 개정된 일본 스튜어드십 코드의 4-4 항목에는 4번 원칙(수탁자 책임 이행을 위한 주주활동)의 안내지침으로서 협력적 주주관여가 필요에 의해 시행될 수 있다고 명시함

○ 이에 따라 개정된 스튜어드십 코드에 대해 협력적 주주관여를 주주관여 방식의 하나로 인정하게 된 것에 대해 환영한다는 의견과, 패시브 투자를 주로하는 투자자들에게 도움이 될 것이라는 의견이 있었음[18)]

○ 일본의 법적 체계가 한국과 비슷한 만큼, 일본 주주들이 협력적 주주관여를 시행하면서 겪게 되는 법적 어려움을 해결하는 방식에 대한 사례가 쌓인다면 추후 한국에서 협력적 주주관여를 정착하는 데 시사하는 바가 클 것으로 판단됨

협력적 주주관여의 특성

□ UN PRI에서는 '협력적 주주관여 입문 가이드라인' 보고서를 통해 협력적 주주관여의 장점과 어려움, 실행 가이드라인, 성공 사례를 자세히 설명함

○ 협력적 주주관여의 장점으로는 1) 관여 대상 기업과 쟁점 사항에 대한 지식 공유로 사안에 대한 전문성을 높이고, 2) 효율적인 관여 활동으로 비용과 위험을 분산시킬 수 있고, 3) 투자자들의 관여 활동의 영향력과 정당성이 강화될 수 있다는 점이 있음[19)]

- 특히 한 개의 기업에 대해 다수의 투자자들이 협력을 하거나, 똑같은 쟁점사항(예. 대기오염)에 관해 다수의 투자자들이 다수의 기업에 일관적이고 공통된 목소리를 전달할 수 있다는 장점이 있음

○ 반면, 협력적 주주관여에서 나타날 수 있는 현실적 어려움으로는 1) 투자자들 간의 합의에 이르기 위해 발생되는 비용과 시간 문제, 2) 법적, 규제 장벽이 있는 경우, 3) 단체 관여활동에서 일부 투자자들이 무임승차를 해 소수의 투자자들에게 비용과 어려움이 집중될 수 있다는 점이 있음

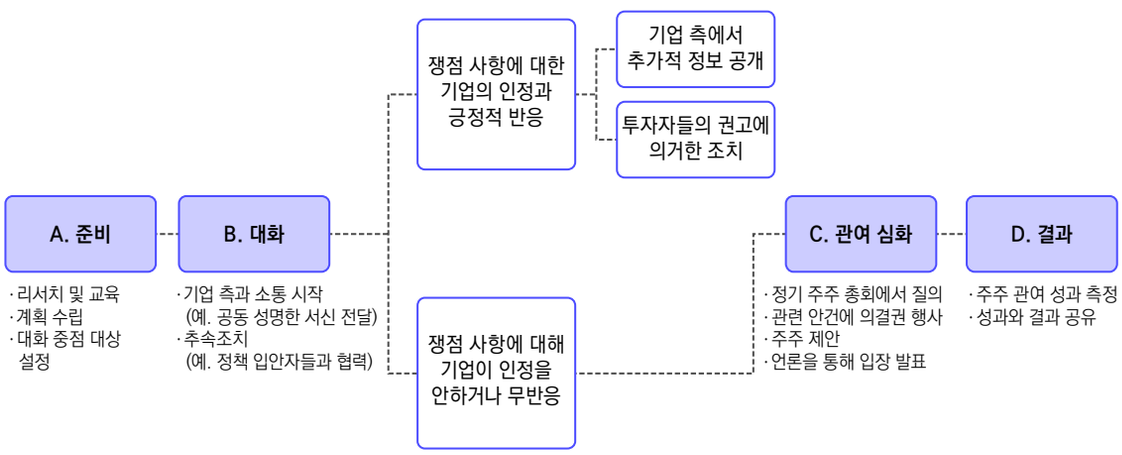
18) FSA, 2017. "Summary of Comments on the Draft of the Revised Version of the Code and Our View"
19) 주석 6)과 동일

□ 협력적 주주관여는 쟁점 안건에 대한 철저한 사전 조사와 관여 활동의 계획 수립, 기업과 투자자간의 건설적인 대화, 기업의 반응이나 후속 조치에 따른 관여 심화, 관여활동의 성과 측정과 피드백의 단계를 거침 ([그림 2] 참조)

○ 이는 일반적인 관여 활동의 진행 과정과 크게 다르지 않지만 대화를 위한 준비, 기업과의 대화, 대화 후 후속 조치 시 다수의 투자자가 함께 협력하거나 연대 한다는 차이가 있음

○ 이에 단계별로 투자자들이 원활하고 효율적으로 협력할 수 있도록 투자자들은 국제기구나 민간단체가 운영하는 기관투자자 포럼을 이용할 수 있음

[그림 2] 협력적 주주관여의 과정



출처: UN PRI「Introductory guide to collaborative engagement」p. 10

협력적 주주관여를 위한 플랫폼

□ 협력적 주주관여의 효과적인 실행을 위해 여러 가지 플랫폼이 운영되고 있는데 그 중 대표적인 플랫폼으로 UN PRI의 협력적 주주관여를 위한 플랫폼(Collaboration Platform[20])을 들 수 있음

○ UN PRI는 투자자들이 공통의 사안이나 여러 개의 기업에 대해 주주관여를 하려는 경우 협력과 토론의 장을 제공하는 역할을 함

○ UN PRI의 원칙을 준수하겠다고 서명한 투자자들은 플랫폼에 올라오는 관여 대상 주제에 관심이 있는 경우 참여 의사를 표명하고 관여 활동에 참여할 수 있으며, 새로운 관여 주제를 제안할 수 있음

20) 이전 명칭 'Clearing House'

○ 프로젝트에 직접 기여하는 정도는 구성원마다 다를 수 있으며 협력의 방식은 1) 공동 서명한 서신을 기업에 전달하거나, 2) 투자 대상 기업 또는 관련 정책 입안자들과 심도 있는 대화를 나누거나, 3) 함께 주주제안 안건을 상정하거나 4) 함께 의결권 행사 등을 하는 것을 포함[21)]

- 이때, 관여 활동을 통해 공개되는 기업의 미공개 정보 등은 철저히 구성원에게만 공개되고, 별도의 승인 없이 활동에 관한 정보를 공개하는 것은 금지됨
- 미공개 정보를 악용하거나 UN PRI 플랫폼 규정에 위반되는 행위를 하는 경우 UN PRI 서명 투자자 리스트에서 삭제될 수 있음

○ 일반적인 관여 활동과 마찬가지로 협력적 관여 활동은 단기 성과보다 기업과의 공감대를 형성하고 중장기 성과나 변화를 바라보며 시행되고 있는 것이 보편적

□ UN PRI의 협력적 주주관여 플랫폼의 관여 활동 성공 예로, 2013년부터 2015년까지 진행한 '反뇌물 및 反부패'관여 활동[22)]을 들 수 있음

○ 32개의 기업들이 관여의 대상이 되었으며, 이 중 29개의 기업들이 우려 사항에 대해 인정을 했고, 21개의 기업들이 직접 대화에 참여했음

○ 쟁점의 주 사안은 뇌물 및 부패 관련 정책 공개 요구였으며, 결과적으로 관여 대상 기업들의 뇌물 및 부패 관련 정책이나 전략의 공개가 눈에 띄게 증가해 87%의 관여 대상 기업들이 사안에 있어서 긍정적인 성과를 보임

○ 이는 투자자들이 협력적 주주관여를 통해 효율적으로 기업들의 외부주주로서 모니터링 역할을 강화할 수 있음을 보여줌

□ 협력적 주주관여를 위한 플랫폼의 또 다른 예로 일본의 기관투자자들의 협력적 주주관여 포럼(Institutional Investors Collective Engagement Forum, 이하 IICEF)과 영국의 지방정부연금연합(The Local Authority Pension Fund Forum, 이하 LAPFF)를 들 수 있음 (〈표 2〉 참조)

○ 두 포럼은 설립 년도와 설립 주최, 참가자 수에서 큰 차이가 있으나, 공통적으로 투자자들의 투자 자산 가치를 보존하고 투자 대상 기업과 쟁점 사항에 대해 건설적인 대화를 나누고자 하는 근본적 목표가 동일함

21) UN PRI, 2016. "Terms of use of Collaboration Platform"
22) UN PRI, 2016. "Engaging on Anti-Bribery and Corruption"

○ 특히 일본의 경우 스튜어드십 코드 개정을 하며 협력의 기회와 협력의 긍정적 영향을 인정하는 포럼이 자발적으로 설립되었다는 것은 눈여겨볼 점

- IICEF는 2018년 1월부터 일부 투자 대상 기업들에게 투자 가치 평가에 중요한 ESG 정보의 공개 강화를 요청하는 관여활동을 수행하고 있음[23)]
- 앞으로 IICEF가 어떤 관여활동을 수행할지, 관여활동이 낳는 결과와 시장에 미치는 영향력을 주의 깊게 살펴볼 필요가 있음
- 또한 일본에서 협력적 주주관여를 목표로 하는 단체나 포럼이 추가적으로 생겨날지 지켜봐야 함

〈표 2〉 일본과 영국의 협력적 주주관여를 위한 포럼

구분	IICEF	LAPFF
국가	일본	영국
설립년도	2017년	1990년
설립 주체	민간	정부
설립 배경	2017년 5월 일본 스튜어드십 코드의 개정에 협력적 주주관여에 대한 지침이 추가되며 기관투자자들이 필요에 따라 협력하여 투자 대상 회사에 주주관여를 하는 것이 이로울 수 있다고 명시해 설립	Local Government Pension Scheme[24)](이하 LGPS) 펀드들과 LGPS 펀드 풀이 자발적으로 책임 투자와 협력적 주주 활동이라는 목표를 달성하기 위해 설립
포럼 목표	기관투자자들이 일관적이고 적절한 수탁자 책임 활동을 이행해 장기적 관점의 운용을 하고 일본 기업과 건설적인 대화를 나눌 수 있도록 협력의 기회를 제공하는 것	포럼 구성원들의 투자 가치를 높이는 것과 더불어 투자 대상 기업의 책임과 지배구조의 기준을 증대시키기 위해 주주로서의 영향력을 최대한 발휘하는 것
포럼 운영 방식	협력하는 투자자들은 기업과의 대화를 본격적으로 나누기 전에 기업이 마주하고 있는 문제에 대해 다양한 관점에서 의논을 한 후, 공통적인 합의나 결론을 도출하고 주주관여 계획을 수립함	포럼은 분기, 해마다 주요 이슈와 관련된 쟁점 주제에 대해 회의를 개최해 투자자들끼리 의견을 교류하고, LAPFF은 정기적으로 투자 대상 회사의 경영진들과 면담을 가져 쟁점 사항에 대한 우려를 표명함. 구원들은 쟁점 안건에 대한 의견을 개진할 수 있음
참가자 수	5개(2017년 10월 기준)	약 80여개 (2018년 7월 기준)

국내에서 협력적 주주관여 활동 시 우려사항

□ 한국에서 주주관여 활동을 수행 시 투자자들의 관여활동이 자본시장법 위반 가능성을 우려하는 목소리에 따라 금융위원회에서는 법령해석집[25)]을 배포한 바가 있는데, 협력적 주주관여 시 투자자들은 비슷한 우려 사항들을 마주할 가능성이 있음

○ 예를 들어 투자자들이 협력 후 1) 합의에 따라 의결권 행사를 동일하게 하는 경우 주식

23) IICEF, 2018.01.15 "Letter on Materiality Identification and Disclosure"
24) 영국의 지방정부 연금 계획
25) 금융위원회, 2017. "스튜어드십 코드 관련 법령해석집"

공동보유자로 인정되느냐의 문제, 2) 투자자들의 관여 활동이 회사의 경영참여로 인정되느냐의 문제, 3) 관여 활동 중에 미공개 중요 정보를 얻게 되는 경우의 문제가 발생할 수 있음

- **자본시장법 제147조(주식 등의 대량 보유 등의 보고)**에 따르면 본인과 합의나 계약 등에 따라, 또는 의결권을 공동으로 행사하는 행위를 할 것을 합의한 자는 공동보유자에 해당해 본인과 공동보유자는 그 보유 주식 등을 합산하여 보고해야 하는데[26], 협력적 주주관여를 통해 의결권 행사를 다수의 투자자들이 함께 하거나, 결과적으로 합의에 의해 의결권 행사를 했다고 판단되는 경우 투자자들은 주식 대량 보유로 인한 보고의 부담을 안게 될 가능성이 있음
- 또한, 협력적 주주관여를 통해 경영진에 지배구조 관련 사안에 대해 개선 방식을 권고하여 결과적으로 임원이 해임되거나 이사회 관련 정관이 변경되는 등의 중요 결정이 이루어지는 경우 **자본시장법시행령 제154조(대량 보유 등의 보고에 대한 특례)**에 의해 회사나 임원에 사실상 영향력을 행사한 것으로 간주될 수 있음[27]
- 이 외에 **자본시장법 제174조(미공개중요정보 이용 행위 금지)**는 주식매매나 관련 파생상품 매매, 타인에 정보 제공을 금지하고 있어[28] 협력적 주주관여를 통해 다수의 투자자들이 투자 대상 기업의 미공개 중요 정보를 습득하게 되는 경우 투자와 정보 관리 운영상 조심해야 할 필요가 있음

□ 이러한 우려 사항들은 일본의 경우와 매우 비슷한데, 개정된 일본 스튜어드십 코드에 협력적 주주관여라는 개념이 추가된 이후 일본금융청(Finacial Services Agency;FSA)에 협력적 주주관여 이행시 발생할 수 있는 위법 가능성에 대한 우려의 목소리가 나타남[29]

○ 이에 일본 금융청은 투자자들간의 의견 교류는 공동 의결권 행사로 보기 어렵고, 투자 대상 기업과 대화를 나누며 정보를 공유하는 것은 경영 참여 행위가 아니라고 설명했음

○ 또한, 현재의 법적 규범 내에서 협력적 주주관여가 불가능한 것이 아니고 개정 후 협력의 개념을 포함시킨 것은 개정 전 스튜어드십 코드가 협력적 주주관여를 제한하는 듯한 인상을 주어 이를 시정하기 위함이라고 강조함[30]

○ 따라서 IICEF도 일본의 법규를 존중하며 합의에 의한 의결권 행사나 직접적인 경영 참여를 지양하고 투자 대상 기업과의 대화와 교류에 초점을 맞추고 있음

26) 주석 19)와 동일
27) 주석 19)와 동일
28) 주석 19)와 동일
29) 주석 9)와 동일
30) 주석 9)와 동일

맺음말

□ 주주관여 활동은 투자 대상 기업에 대한 지속적 모니터링과 기업과의 공감대 형성, 꾸준한 대화를 지향하는 수탁자 책임 이행의 중요한 방식 중 하나임

○ 한국에서는 지금까지 주주관여에 대한 관심이나 관련 정보가 부족해 적극적 주주관여의 사례가 적었으나 스튜어드십 코드에 대한 관심이 상승하면서 소수의 기관투자자들이 관여활동을 시작하고 있음

- 예로, 국민연금이 대한항공을 상대로 공개서한을 전달하거나 KB자산운용이 투자 대상 기업 4개에 대해 공개서한 전달, 소송을 통해 관여 활동을 수행[31]한 내역이 있음

□ 관여활동이나 수탁자 책임 활동에 대한 전반적 관심이 높아지는 것은 매우 긍정적인 변화이며 앞으로도 관여 활동 문화의 정착과 확산이 필요함

○ 따라서 투자자들 간의 의견교류나 소통뿐만 아니라 투자자들의 협력도 필요할 것이므로 국내에서 협력적 주주관여의 기회가 보장되는 것이 바람직함

○ 이를 위해 협력적 주주관여를 수행하고자 하는 투자자들을 위해 일본이나 영국과 같이 투자자 협력 포럼 설립이 필요함

○ 또한 국내에서 협력적 주주관여를 시행 시 몇 가지 우려사항이 있는 것은 사실이나, 일본과 같이 투자자들의 협력의 기회를 우선적으로 마련하고 협력의 정도를 점차 확대하는 것이 바람직 할 것으로 판단됨

31) http://www.kbam.co.kr/