

# 영국의 기업지배구조와 기관투자자의 역할 최근 동향

한국외국어대학교 법학전문대학원 부교수 안수현 | sooahn@hufs.ac.kr

## 1. 서론

글로벌 금융위기를 경험하면서 상실된 투자자의 신뢰를 회복하기 위하여 각국에서 다양한 조치들이 강구되고 있다. 이중 기업지배구조상의 문제가 금융위기를 가져온 주요 원인으로 파악되면서 기업지배구조 건전화 방안은 가장 핵심적이면서 중요한 과제로 부상하였다.<sup>1)</sup> 이와 관련하여 특히 눈에 띄는 것은 기업지배구조에서 기관투자자<sup>2)</sup>의 역할에 대한 기대가 높아지고 있다는 점이다. 이러한 움직임은 영국에서 특히 선도적으로 이루어지는 경향이 있다.

\* 이 논문은 2010년 12월 10일에 개최된 한국상사판례학회 추계정기학술대회에서 발표한 줄고, “영국 기업지배구조법제 변화와 동인-기업지배구조와 규제 간의 상관관계 모색”이라는 제목의 발표 자료를 소재로 “영국의 기업지배구조와 기관투자자의 역할”이라는 주제에 맞게 추가적 연구결과를 반영하여 보완·재구성한 것임을 미리 밝혀둡니다.

- 1) 예컨대 미국의 경우 2010년 7월 22일 발효된 도드-프랭크 월가개혁 및 소비자보호법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009)상의 기업지배구조 개혁 조치가 입법화된 바 있다. 이와 관련하여 특히 보수 규제에 대한 설명으로는 최문희, 임원의 보수 규제에 관한 고찰-최근의 국제적 동향과 입법례를 중심으로-, 경영법률 제20권 제3호, 한국경영법률학회(2010), 153면 이하 참조; 영국의 자료로는, 우선 FSA, Reforming Remuneration Practices in Financial Service, 09/10, (2009, March); FSA, Effective Corporate Governance(significant influence controlled functions and the Walker Review), 10/3, (2010, Jan.) 참조
- 2) 기관투자자의 개념은 각국의 고유한 사회경제적 환경과 법적 규율에 따라 달리 정의될 수밖에 없을 것이나 통상 “고객 등 타인으로부터 모은 자금을 대규모로 투자하는 은행, 보험회사, 투자신탁회사, 연기금 등의 법인형태의 투자자”를 기관투자자로 정의하는 경향이 있다. 이에 관해서는 이준섭, 기관투자자의 기업지배적 역할, 상사법연구, 제22권 제2집, 한국상사법학회, 2003년, 46면 참조

이처럼 영국에서 기관투자자의 영향력에 기대하는 이유는 무엇보다 대리인이라 불리는 경영자에 대해 가장 직접적이고 궁극적인 통제는 결국 지분소유자인 주주에 의해 행해질 수밖에 없고, 이러한 입장을 견지한다면 소유와 경영이 분산된 오늘날의 기업소유구조 하에서 행동하지 않는 소액주주에게 효과적인 통제를 기대하기 보다는 상당한 지분을 보유한 기관투자자에 대하여 주주의 지위에서 기업에 대하여 주주로서의 권한을 적극적으로 행사하기를 기대하지 않을 수 없다. 때문에 기관투자자에 대하여 경영자 통제와 감독 역할을 기대하는 접근 방법은 소유와 경영이 분산된 국가일수록 일찍부터 높은 관심을 받아 왔다. 특히 2000년도 들어 사회적 책임투자(SRI)가 확대되면서 종래와는 달리 환경, 사회 등의 비재무적 성과를 중시하는 투자기법을 채택한 기관투자자들이 늘어나면서 지배구조에 대한 기관투자자의 관심은 그 어느 때보다 높아지고 있다.

한편, 이러한 기관투자자의 역할에 대한 기대는 갈수록 심화되어 온 금융화 혹은 금융자본의 지배(financialization)<sup>3)</sup>현상과도 밀접한 관계가 있다. 사실 이러한 조류는 전 세계적으로 금융산업에 대한 규제 완화와 맞물려 자본시장의 발전<sup>4)</sup>과 그에 따른 기관투자자의 급성장에 의해 확대되었지만 그 영향력은 글로벌 금융위기를 경험한 현재에도 크게 변함이 없다. 오히려 그 중요성이 부각된 면이 없지 않다.<sup>5)</sup> 때문에 자본시장의 주된 플레이어인 기관투자자에 대하여 그 역할과 비중에 상응하는 역할이 다시금 요구되고 있는 것도 당연하다 할 것이다.

3) “금융화”는 “금융자본의 지배” 내지 “금융자본주의(financial capitalism)”를 칭한다고 할 수 있는데, 이에 관한 정의는 매우 다양하고, 보는 관점에 따라 설명이 다를 수 있다. 예컨대 교환 가능한 가치를 금융상품화 하는 경제시스템을 총칭한다는 정의가 있는 반면, 학자들에 따라서는 경제활동에서 금융산업의 지배력 증가 내지 회사경영에 대한 통제 강화 등을 지칭하거나 매우 협소하게는 기업지배구조의 일환으로서 주주가치의 우월성을 나타내거나 은행산업에 기반을 둔 금융시스템 대비 자본시장 중심의 금융시스템을 지칭하기도 한다(대표적으로 Dore, R, Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany vs. the Anglo-Saxon, Oxford: Oxford University Press (2000) 참조). 이러한 현상을 종합해 볼 때 금융화란 금융상의 동기, 금융 시장, 금융행위자 및 금융회사의 역할이 강화되는 것을 일반적으로 지칭한다고 이해된다. 이에 대해서는 Wikipedia 용어사전 참고

4) 자본시장의 발전은 스톡옵션, M&A제도과 같은 제도의 발전을 통해 경영자의 행동을 주주의 이익에 부합하도록 강하게 유인하는데 기여하였으며 기관투자자의 성장을 가져와 회사의 경영활동에 대해 대량지분을 가진 주주로서 경영활동에 적극적으로 통제 및 대응할 수 있게 하고 있다.

5) 예컨대, 위험 관리와 내부통제 강화 등의 보안을 통해 금융화 내지 금융자본주의의 한계를 극복할 수 있다는 기대감이 없지 않다. 우리나라의 경우에도 IMF와 글로벌 금융위기 이후 모두 자본시장의 중요성은 더욱 강조 되는 경향이 있다.

사실 영국에서 기업지배구조 개선을 위한 이러한 접근은 과거 10년 동안 지속해왔던 것이다. 그러나 특히 글로벌 금융위기 이후 이러한 접근 방법은 더욱 힘을 받고 있는데, 이를 뒷받침하기 위한 입법적 조치들도 최근 연달아 발표되고 있다.

이하에서는 이러한 최근의 영국에서의 입법 동향과 기관투자자의 역할 그리고 이의 회사지배구조에 대한 기대효과 등을 고찰해 봄으로써 향후 우리나라에서의 지배구조 개선 및 건전화를 위한 시사점을 찾고자 한다. 이하에서는 우선 영국의 동향을 살펴 보기에 앞서 그 사전적 작업으로서 영국의 소유구조 현황과 기관투자자의 성장에 대해 간략히 살펴보기로 한다.

## II. 영국의 소유구조 현황과 기관투자자의 성장

### 1. 영국의 소유구조 현황

개별회사에 대한 기관투자자의 소유 현황과 변화는 지배구조에 상당한 영향을 미치므로 이하에서는 영국의 소유 현황과 특색을 간략히 살펴보기로 한다.

#### (1) 광범한 소유 분산

우선, 영국의 상장회사의 경우 소유가 광범하게 분산되어 있다는 점은 국내·외적으로 주지된 사실이다.<sup>6)</sup> 미국의 상장회사 역시 소유가 광범하게 분산되어 있는 것으로 알려져 영미의 소유구조형태는 지배주주가 존재하여 소유가 집중된 경향이 있는 대륙법계의 그것과 빈번히 비교 대상이 되곤 한다<sup>7)</sup>. 다만 영국에 비해 미국의 상장회사의 경우 소유 분산이 더 광범한 것으로 분석되고 있다<sup>8)</sup>.

6) 소유 분산에 대한 실증적인 연구로는 우선, Rafael La Porta, Florenio. Lopez-de-Silanes, Andrei Schleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 *Journal of Finance* 471 (1999) 참조

7) 대표적으로 Andrei Shleifer & Robert Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance*, Vol. 52 (1997), pp. 737-783 참조

8) 일반적인 소개로는 우선, Ruth V. Aguilera, Cynthia A. Williams, John M. Conley and Deborah E. Rupp, *Corporate Governance and Social Responsibility: A Comparative Analysis of the UK and the US*, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 147-158. (May 2006)

## (2) 기관투자자의 소유 집중

상장회사의 경우 비록 소유가 분산되어 있지만 이중 기관투자자의 소유 비중이 특히 높은 것으로 나타나고 있다. 특히 시장규모에 비해 기관투자자의 비중이 매우 높다는 분석이 있다. 한 연구에 의하면 2003년 12월 31일 기준으로 영국의 주식시장에서 기관투자자의 지배 수준은 80%인데 비해 같은 해 미국의 경우 60%로 나타나고 있다<sup>9)</sup>.

더욱이 기관투자자 구성 중 특히 보험회사와 연기금의 보유 비중이 가장 높다. 아래 표에서 나타나듯이 보험회사의 경우 2004년 기준으로 1963년의 소유 상황과 대비할 때 17%가 증가하였으며, 연기금의 경우 약 16% 정도 증가되었다. 이 시기 외국 자본의 비중도 약 33% 증가한 것으로 나타나고 있는데, 이는 1963년에 비해 비약적으로 외국투자자가 증가하였음을 보여주고 있다. 이들 외국자본에는 주로 미국계 기관투자자의 비중이 압도적이며, 이 외 EU 국가에서도 자본이 유입된 것으로 분석된다.

그러나 미국계 투자자들의 비중이 압도적인 점에서 미국에서의 주주행동주의<sup>10)</sup>에 대한 친숙함으로 인해 미국계 투자자의 증가는 영국의 기업지배구조에 상당한 영향을 미쳤을 것으로 추정된다. 한편, 은행의 보유 비중은 개인 보유 비중의 3분의 1에도 미치지 못하는 것으로 나타나고 있다.

9) Chris Mallin, Andy Mullineux & Clas Wihlborg, The Financial Sector and Corporate Governance: The UK Case, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 4, pp. 532-541 (2005) ; 국내에서도 이미 미국의 기관투자자의 비중이 1980년대 후반에는 45%, 1999년의 통계에 의하면 약 51%에 달한다는 소개가 있다. 이에 대해서는 이준섭, 전계논문, 49면 참조; 참고할 미국 자료로는 John C. Coffee, Liquidity Versus Control: The Institutional Investor As Corporate Monitor, *Columbia Law Review*, Vol. 91, at. 1287 (1991)

10) 1990년대부터 공적 연기금에 의해 투자 대상 회사의 경영에 대한 비판과 적극적인 지배구조상의 개입이 나타나기 시작하였다. 이에 관해서는 Roberta S. Kamel, CalPERS Versus the Business Roundtable, *Y.Y.L.J.*, at 3, 1991; 그 외 Gillan, S and L. Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance* 19, 55-73 (2007).

〈표 1〉 영국의 소유구조 현황: 1963년 v. 2004년

	1963년	2004년
외국자본	7.0	32.6
보험회사	10	17.2
연기금	6.4	15.7
개인	54	14.1
투자신탁(Unit Trust)	1.3	1.9
펀드	11.3	3.3
자선단체, 교회 등	2.1	1.1
비금융회사	5.1	0.6
정부	1.5	0.1
은행	1.3	2.7
그 외 금융기관	-	10.7

\* 출처: Office for National Statistics(ONS), Share Ownership. A Report on Ownership of Shares as at 31st December 2004, (2005)<sup>11)</sup>

### (3) 소수의 기관투자자에게 집중된 소유 형태

한편, 기관투자자의 소유 현황을 보면 기관별로 분산되어 있기는 하지만 미국<sup>12)</sup>과 달리 기관투자자 유형 중 주로 보험회사와 연기금에 집중되어 있는 것이 특색이다. 이 점에서 다양한 기관투자자의 참여 수준은 저조하다고 할 수 있다.

그러나 다른 한편으로 이처럼 소수의 기관투자자에게 집중된 소유 형태는 기업지배 구조에 대한 기관투자자들의 이해관계를 집단적·동질적인 이해관계를 가질 수 있는 환경을 조성하는 효과가 있다.<sup>13)</sup> 특히 주식 보유 비중이 높은 점, 소수 기관들에 집중되어 있는 점에서 그러하다. 때문에 좋은 기업지배구조는 기관투자자에게 매우 중요한

11) Ruth V. Aguilera, Cynthia A. Williams, John M. Conley and Deborah E. Rupp, Corporate Governance and Social Responsibility: a Comparative Analysis of the UK and the US, Corporate Governance: An International Review, at 160

12) 미국의 경우 역시 마찬가지인데, 약 20개의 기관투자자가 주요 기업의 주식을 34%까지 소유하는 상황이라고 한다. 이준섭, 전제논문 50면; 다만 미국의 경우에는 기관투자자 유형으로는 투자회사(investment companies)의 비중이 절대적이라는 점에서 영국과 크게 차이가 있다.

13) 이와 대조적으로 투자회사 내지 집합투자펀드 같은 운용사 등의 경우 상호간 협력을 통한 주주권 행사보다는 투자수익으로 인해 오히려 경쟁적이라 할 수 있다.

투자판단요소 혹은 위험지표가 되므로 기관투자자들 간에 집단적·동질적 이해관계를 갖고 있다면 이들 간 연대를 통해 투자 대상에게 좋은 기업지배구조를 갖추도록 유인 내지 요구할 인센티브가 있게 된다. 영국의 경우 소수의 기관투자자에 의해 소유가 집중된 구조는 이러한 집단적 이해를 같이할 수 있는 환경을 마련하고 있을 뿐 아니라 특히 이를 뒷받침하고 있다. 대표적으로 이들 기관투자자들이 대체로 회원인 예컨대, 영국보험자협회(the Association of British Insurers, ABI)나 연기금협회(the National Association of Pension Funds, NAPF)는 회원사인 기관투자자들로 하여금 투자 대상 회사 내지 기업지배구조에 대하여 같은 목소리를 내도록 유도하고 있는데 이를 위해 통상 두 기관은 자체적으로 모범기업지배구조가이드라인을 갖추고 이의 준수를 요구하고 있으며, 이러한 가이드라인은 모범기준(Combined Code)<sup>14)</sup>에서 권고하는 기업지배구조모범기준을 그대로 포함하고 있다. 또한 이들 단체들은 기업의 경영활동을 감시하고 그 결과를 회원사들에게 자문해주고 있는데, 이러한 관계로 기관투자자들은 영국보험자협회나 연기금협회에 수시로 문의하고 투자 대상 회사들의 지배구조기준을 채택하고 있는지 여부 및 자체적으로 조사한 자료와 분석을 보고하고 있다. 이외 대규모 기관투자자들은 이들 단체가 제정한 기업지배구조모범 기준 외에 자사 독자적으로 자체 지배구조기준을 마련, 사용하고 있으나 대체로 기업 지배구조모범기준에 부합한 내용으로 구성되어 있다.

또한, 영국보험자협회나 연기금협회 등이 회원으로 가입되어 있는 기관주주위원회(Institutional Shareholders' Committee, ISC)에서도 2002년 기관투자자의 책임에 관한 성명서를 발표한 바 있다. 이 성명서에는 투자 대상 회사에 대하여 상세히 관리할 의무가 있다고 할 수는 없으나 성과가 부진한 경우 투자자가 그들의 투자로부터 가치를 얻을 수 있도록 이를 위한 절차가 마련되어 있어야 한다고 적시되어 있다. 즉

14) Cadbury보고서에서 최초의 기업지배구조에 관한 기준으로 기업의 행동에 대한 모범관행기준(Code of Best Practice)을 만들 것을 제안하여 이후 Combined Code가 제정되었고, 이후 기업재무보고위원회(Financial Reporting Council, 이하 'FRC'로 약칭)가 제정한 통합모범지배구조기준(Combined Code of Corporate Governance, 종래 Combined Code로 약칭, 최근 Governance Code로 변경)으로 변경되었다. 아울러 거래소 상장규정에 의해 상장회사들은 연차보고서에 포함될 회사지배구조보고서에서 통합모범기준상의 권고 내용을 반영하고 있는지 여부 내지 만약 모범기준상의 기준을 준수하지 않는 경우 미준수 상황과 그 이유를 공시하도록 하고 있는 이른바 "Comply or Explain" 정책을 채택하고 있다. 이에 관해서는 런던 증권거래소상장규정인 Listing Rule 12.41A 참조; Cadbury보고서에 대해서는 Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, The Financial Aspects of Corporate Governance(The Cadbury Report), London: Gee and Co, Ltd (1992) 참조

투자 대상 회사 경영진의 경영활동 및 성과에 대해 목소리(주식 매각 포함)를 낼 것을 요구하고 있는 것이다. 또한 동 성명서에서는 이를 위한 기관투자자 행동수칙들도 자세히 제시되고 있는데, 이에는 예컨대, 주주행동 관련 정책서 마련과 동 정책서에 기관투자자의 책임과 의무에 관한 내용들을 자세히 규정하도록 요구하고 있다. 즉 투자 대상 회사 감시 방법, 투자 대상 회사의 Combined Code(현재는 지배구조모범규준) 준수를 위한 정책, 이사회 및 고위 임원과의 미팅계획 및 이해상충 방지 장치, 그리고 개입 전략과 주주행동 조치를 개시하는 시기와 방법, 그 외 의결권 행사 정책 등이 포함된다.

2003년 기관주주위원회(ISC)가 실시한 서베이 결과에 의하면 어느 정도 주주행동에 진보가 있다는 분석을 내놓고 있다. 주목할 점은 이 평가에서 주주행동주의를 ‘행동(activism)’이라는 용어 대신 ‘참여(engagement)’라는 용어로 표현하면서 “engagement”에 대해 정의하고 있는데, 이에 의하면 “참여(engagement)란 투자 대상 회사와 전방위적으로 양질의 관계를 가질 수 있게 모색하는 일체의 것”을 말하며 이것이 기관투자자의 핵심이라고 강조하고 있다.

〈표 2〉 영·미의 기업지배구조 관련 기관투자자의 지위 및 활동 비교

차이	영국	미국
소유 분산 정도	광범한 소유 분산	영국보다 더 광범하게 분산
기관투자자 주요 유형	기관투자자(보험사, 연기금)	기관투자자(투자회사)
기관투자자 참여	참여 권고 : 정부·민간위원회의 다수 제안	대형 연기금의 활발한 참여
이해관계자로서의 역할	비공식적 방식으로 경영자모니터링을 선호	매각(exit option) 주주제안 등의 목소리 내기(voicing)
경영자 위법행위 제재수단으로서 소송제기 실적	이용 저조	이용 활발

## 2. 기관투자자의 기업지배구조에 대한 역할 기대: 과거와 현재

기관투자자에 대한 기대는 단순히 주식 보유가 많은 주주의 존재 가능성 및 이에 대한 경영자의 인식에 따른 행동 변화 외에 주주로서의 권리 행사가 필요한 경우 적극적으로 이루어질 것을 요구하고 있다.

그러나 모든 기관투자자가 그러한 유인을 갖고 있지는 않다. 영미와 같은 기관투자자의 비중이 높은 국가에서도 기관투자자의 유형 내지 투자 목적에 따라 행동 패턴에는 차이가 나타난다. 예컨대, 공적 연기금의 경우 적극적인 권리 행사가 법제에 의해 의무화되어 있거나 자율 지침으로 강하게 권고 받는 경향이 있는데 반해 은행이나 보험회사 등 금융회사의 경우에는 오히려 경영자 지원적 성향을 띠는 경향이 강하다. 반면, 투자회사의 경우 단기적 성과를 위해 보다 적극적으로 주주로서의 권리를 최대한 행사 내지 활용하는 전략을 사용한다. 때문에 획일적으로 기관투자자의 주주로서의 행동 패턴을 정형화하여 기대하는 것은 어려운 실정이다.<sup>15)</sup>

이러한 점에서 영국에서의 기관투자자에 대한 기대는 보다 이해하기 쉬운 간단한 측면이 있다. 앞서 본 바와 같이 영국에서의 기관투자자의 비중은 대체로 보험회사와 공적 연기금이라는 점에서 장기 보유라는 공통점이 있고, 투자 대상 회사에 대한 관계에서 협상력은 거의 대등한 수준 혹은 그 이상이라고 할 수 있다. 이러한 점에서 기관투자자로서 이들의 주주로서의 권리행사를 기대하는 것은 자연스러우면서 분산된 소유 분산 체제에서 행동하지 않는 무관심한 소극적 주주에게 회사법상의 주주권리를 기대하는 것보다는 보다 현실적이라고 할 수 있다.

이러한 기관투자자의 역할에 대한 강한 기대는 영국에서 회사지배구조 개선을 위한 자율적인 모범기준을 제정하고 정착하면서 결국 거래소 공시기준에까지 편입된 모범규준(Combined Code, 현재는 “지배구조모범기준”)에 잘 나타나 있다. 그 연혁을

15) 기관투자자의 투자행태에 대해서는 우선, Ferreira, M. and P. Matos, The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World, Journal of Financial Economics 88, pp.499-533 (2008)

보면<sup>16)</sup> 1992년 Cadbury위원회는 이들 역할에 대하여 “기관투자자는 위원회가 권고한 기준들을 투자 대상 회사들이 채택할 수 있도록 노력할 책무가 있다”고 제시하였는데, 특히 “Combined Code에 제시한 사항들을 투자 대상 회사들이 준수하도록 기관 투자자들은 주주로서의 영향력을 이용할 것을 기대한다”고 밝히고 있다. 또한, 1995년 발표된 Greenbury보고서에서도 마찬가지로 입장을 견지하고 있는데, 즉 “기관투자자들은 Code에 규정한 모범관행들을 회사들이 채택, 준수하도록 권한과 영향력을 반드시 행사하여야 한다”고 제시하고 있다. 이어 1998년 발표된 Hampel 보고서에서도 “회사지배구조에서 주주의 역할에 대한 토론과 초점은 기관투자자에 대한 것이 주된 것이 될 것이다”라고 하고 있다. 그밖에 2001년 재무부에 의해 발표된 기관투자자에 대한 보고서(이른바 “Myners Report”)에서도 기관투자자의 수탁자로서의 지위에 초점이 맞추어져 있고, 수탁자로서 적극적으로 행동할 수 있는 행동기준을 제시할 것을 요구하였다.

글로벌 금융위기 이후에도 종래와 마찬가지로 기업지배구조와 관련하여 기관투자자의 역할과 적극적인 참여에 기대하는 태도에는 변함이 없다<sup>17)</sup>. 다만 기관투자자가 제 역할을 다하지 못하였다는 반성이 크게 일면서 기관투자자의 책임을 강화하기 위한 모색이 이루어진 점에 진전이 있다. 대표적으로 기업재무보고위원회(FRC)는 기관

16) 영국의 경우 부실경영의 징후들이 연이어 발생하면서 영국 내 기업지배구조에 관한 개혁이 촉발, 1992년의 Cadbury보고서를 선두로 기업지배구조에 대한 검토보고서가 순차적으로 발표되었다. 대표적으로 1994년 Rutteman보고서, 1995년 Greenbury보고서, 1998년 Hampel보고서 그리고 1999년 Turnbull보고서와 2003년 구성된 Higgs위원회가 발표한 지침(Guidance) 및 Smith보고서 등이 이에 해당한다. 이들 보고서의 상세 내용에 대해서는 안수현, “영국의 지배구조법제와 동인-기업지배구조와 규제간의 상관관계”, 2010. 12.10 한국상사판례학회 추계 학술대회 발표자료 (2010) 참조; 그 외 자료로는 Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, The Financial Aspects of Corporate Governance(The Cadbury Report), London: Gee and Co. Ltd (1992); Rutteman Working Group, Internal Control and Financial Reporting, Guidance for Directors of Listed Companies, Institute of Chartered Accountants of England & Wales (1994); Greenbury, Sir Richard, Directors’ Remuneration, Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury, Gee Publishing Ltd.: London, UK (1995); Hampel, Sir Ronald, 1998, Committee on Corporate Governance, Final Report, The Committee on Corporate Governance and Gee Publishing Ltd: London, UK; Turnbull, N., 1999, Internal Control: Guidance for directors on the combined code, The Institute of Chartered Accountants in England & Wales: London, UK; Paul Myner, Institutional Investment in the UK-A Review(원본은 <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/media/1/6/31.pdf>에서 입수 가능)

17) 즉 통합모범규준상의 지배구조 관련 규정들의 준수를 모니터링하는 자는 주주인 기관투자자로 기대되기 때문이다. 이러한 기대는 Cadbury보고서에서 잘 나타나고 있다.

투자자 모범규준으로 “수탁자 책임규범(Stewardship Code)”<sup>18)</sup>을 제정하면서 금융 위기 이후 지배구조제도상의 새로운 변화를 시도하고 있다.

이렇듯 영국의 경우 기관투자자의 역할에 대해 지속적으로 강조하고 있는데, 이러한 인식은 금융위기 이후 회사지배구조 개선 방안을 마련하는 데에서 더욱 견고해졌다.

### III. 금융위기 이후 기관투자자의 기업지배구조상의 역할 강화

#### 1. 기업지배구조 논의의 배경

미국발 금융위기이기는 하나 영국 내에서도 금융기관의 파산 및 국유화 등을 경험하면서<sup>19)</sup> 그 원인 중의 하나로 현행 기업의 지배구조시스템이 제대로 작동하고 있지 않는 점이 크게 우려되었다. 이후 2009년 2월 재무부는 영국 내 은행 및 그 외 금융기관(BOFI, Banks and Other Financial Institutions)의 지배구조에 관하여 독자적인 검토를 하겠다고 밝혔고, 이러한 임무는 전 영란은행의 이사로 재직한 바 있고 모건스탠리 인터내셔널의 의장으로 있는 David Walker에게 맡겨졌다. 그리고 그 조사·검토 결과는 이후 금융회사가 아닌 일반회사의 지배구조 모범규준에도 영향을 미쳐 기업재무보고위원회(FRC)는 2009년 회사지배구조에 관한 통합모범규준의 검토 작업을 단행하였고, 그 개정안이 2010년부터 발효되기에 이르렀다.

#### 2. David Walker보고서 및 기관투자자의 역할 권고 내용

Walker는 금융규제 및 건전성 감독 실패의 주된 원인을 금융기관의 회사지배구조에서 비롯된 것으로 파악하였는데, 이는 과도한 위험 감수를 야기하였고 위기를 심화시켰다고 분석하였다. 때문에 회사지배구조에 관한 근본적인 관심이 촉구되며 회사

18) 이에 관한 일반적인 소개로는 FRC, Stewardship Code, Consultation Document on the Code and Responses, ([www.frc.org.uk/press/bup2306.html](http://www.frc.org.uk/press/bup2306.html)) 참조

19) 2008년 9월 미국의 리먼브라더스 증권사의 파산 이후 세계적인 금융위기가 심각해지면서 영국에서는 다시 5개의 은행에 대해 예금보험제도가 발동되었고 연말까지 9개의 은행이 파산 처리되었다.

지배구조의 변화는 행동 변화를 야기하고 위험 관리와 감독의 강화를 가져올 수 있다고 보았다.

그러나 이사회 의장이 제 역할을 하지 않거나 이사회 구성원이 바람직하게 구성되어 있지 않은 경우 그리고 투자자와의 관계가 바람직하지 않은 경우 위험 관리와 감독은 회사지배구조 개선으로 이어지지 않는다고 지적하였다. 이를 고려할 때 진정한 행동 변화는 명확하게 제시된 모범관행과 보다 효과적인 그러나 비강제적인 조치를 통해 실행할 수 있게 하는 방안 - 권고안 - 등을 통해 이사회와 투자자 모두 좋은 지배 구조에 모두 기여하고 참여한다는 인식을 증대시킬 수 있다는 주장을 제시하였다.

이를 위해 Walker가 검토하고 권고한 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 영국의 이사회제도와 기업재무보고위원회(FRC)의 통합모범규준은 지배구조 측면에서 적절한 것으로 평가하였다.

둘째, 금융회사에서 나타난 문제들은 조직의 문제라기보다는 행동 방식의 문제라는 점을 제시하였다. 본래 이사회에서 주요 쟁점이 논의되기 위해서는 이사회 내에서 임원이 제시한 안건에 대한 도전적(비판적)인 이슈 제기가 필요한데 이러한 점이 결여되어 있다고 분석하였다. 가장 중요한 것이 주요 위험 이슈와 전략을 결정하기에 앞서 임원들의 효과적인 도전과 이사회에서의 토론이 필요한데 이러한 점이 없었다는 것이다. 이를 위해서는 금융산업에 대한 이해 및 능력 그리고 다른 주요 기업분야에서 고도의 경험을 한 데서 나오는 비판적 관점이 적절히 혼합될 수 있도록 이사회 구성원을 균형 있게 갖추도록 주의를 기울일 필요가 있다고 제안하였다. 또한 금융 산업에 대한 경험과 독립성을 모두 갖춘 비업무담당이사의 업무 투입에 필요한 시간이 고도로 확보될 필요가 있음이 강조되었다. 이러한 점에서 이사회 의장의 역할이 매우 중요한 데 이사회에서 리더십을 발휘하고 주요 전략적인 이슈를 파악하는데 확신이 있고 능력이 있어야 한다는 것이다. 때문에 이사회 의장이 다른 활동에 시간을 투입하는 것은 곤란하다는 점이 제기되었다.

셋째, 금융회사의 전략적 목적이 금융위험의 성공적인 관리라는 점을 고려할 때

이사회 수준에서 위험 관리에 참여하는 것은 매우 중요하고 위험 점검에 특별히 주의를 기울여야 하며, 기업의 위험 성향과 감내 수준을 결정하는데 필요한 토론에 참여하는 등 이 같은 관여를 증대시키는 것이 특히 중요하다고 제시하였다. 이를 위해서는 임원들로 구성된 위험위원회 절차와는 별도로 비업무담당이사가 고도의 위험 관련 이슈에 관심을 갖도록 하는 것이 요구되며, 이사회 내 위험위원회는 기업 전반의 업무 참여 및 독립성을 가진 위험관리임원(CRO)의 지원을 받아야 한다고 주장하였다.

넷째, 아울러 펀드매니저와 투자 대상인 회사의 이사회 간 의사소통이 보다 원활해질 필요가 있다는 점을 제시하였다. 또한 펀드매니저의 사업모델에 대한 공시가 요구되며, 이를 통해 주주들은 펀드매니저의 사명을 알 수 있고 적극적인 참여 및 의사소통이 펀드매니저의 사업모델인지를 알 수 있다고 밝혔다. 아울러 펀드는 수탁자 규범(Stewardship Code)을 준수하여야 한다고 제시하였다.

다섯째, 이사회는 보수 정책 특히 성과형 보수 및 이에 관한 공시에 적극 관여해야 한다는 점을 지적하였다. 이사회 내 보수위원회는 임원의 보수 외에도 회사의 위험 성향에 잠재적 내지 실질적으로 영향을 미치는 고위급 직원에게 지급되는 보수에 대해서도 책임을 져야 한다는 것이다. Walker의 보고서 발표 후 받은 각계의 의견과 반응을 반영하여 최종보고서에서는 각 항목별로 권고안이 수정·제시되었다.<sup>20)</sup>

이중 기관투자자의 역할에 대한 최종 권고는 다음과 같다.

#### - 기관투자자의 역할에 관한 권고: 의사소통과 참여

권고 14) 이사회는 주주명부의 중요한 변화를 알 수 있어야 하고, 그러한 변화가 발생한 이유 및 그에 대응한 조치들을 할 수 있어야 한다. 단기간에 주주 변동이 발생한 경우 이에 대해서는 금융청인 FSA에 즉시 보고하여야 한다.

권고 15) 삭제

권고 16) 기업재무보고위원회(FRC)의 권한 범위는 기관투자자와 펀드매니저에 의한 관리 관련 모범관행원칙의 발전 및 고수를 촉구하는 것도 포함하는 것으로 확대되어야

20) 자세한 것은 안수현, 전계논문, 참조

한다. 이러한 새로운 권한은 현재의 지배구조규범이라 불리는 통합모범기준의 내용과 별도로 수탁자 규범으로 구분하여 후자의 규범에 명시할 필요가 있다.

권고 17) 기관주주위원회(Institutional Shareholders Committee: ISC)가 공표한 “기관투자자 책임에 관한 규범(The Code on the Responsibilities of Institutional Investors)”을 기업재무보고위원회(FRC)가 인증하는 것이 바람직하며, 수탁자 규범(Stewardship Code)으로 받아들일 필요가 있다. 기업재무보고위원회(FRC)의 독립성과 권한에 비추어 이러한 체계는 수탁자 규범(Stewardship Code)에 힘을 실어줄 수 있다. 즉 통합모범기준에 상응하는 지위를 가짐으로써 “준수 혹은 공시(comply or explain)”의 대상이 되어야 한다.

권고 18) 기업재무보고위원회(FRC)는 정기적으로 기관투자자, 펀드매니저 그 외 이해관계자들과 협의하여 수탁자 규범(Stewardship Code)을 검토하여야 한다.

권고 18B) 투자 대상 회사에 적극적으로 참여하기로 한 모든 펀드매니저들은 수탁자 규범을 준수하는지 점검하는 서베이에 참여하여야 한다. 기업재무보고위원회(FRC)는 독립적인 감독의 일환으로 매년 정기적으로 참여 관련 서베이 결과를 발표하고 있는데, 펀드매니저들은 이러한 서베이에 참가하는 것과 관련한 협약을 맺고 있어야 한다.

권고 19) 펀드매니저와 금융투자회사들은 웹사이트 내지 다른 접근 가능한 매체에 자신들이 수탁자 규범을 준수할 것인지 여부를 공시하고 이를 인증해야 한다. 다만 수탁자 규범을 준수하지 않기로 한 경우 이에 관해 웹사이트에 자신들의 사업모델과 왜 준수하지 않는지 그 이유를 게시하여야 한다.

권고 20) 금융청(FSA)은 타인의 재산을 관리하는 기관들에 대해 웹사이트 내지 다른 접근 가능한 매체에 수탁자 규범의 준수 내지 기타 그 외 사업모델에 관해 공시하도록 하여야 한다.

권고 20B) 주주가 투자 대상 회사에 참여하는 것을 촉진시키는 것이 매우 중요하다는 점에서 금융청(FSA)은 기업재무보고위원회(FRC)와 기업인수위원회(Takeover Panel)와 함께 이러한 참여(engagement)에 장애를 가져올 수 있는 규제 내지 가이드의 해석과 관련하여 그 적절성을 지속적으로 검토하여야 한다.

권고 21) 기관투자자와 펀드매니저들은 주주들이 소유자로서 그 영향력을 증대시킬 수 있도록 잠재적인 집단 참가 기회를 적극적으로 제공하여야 한다. 기업재무보고위원회(FRC)와 펀드매니저 및 기관투자자들은 이러한 조치를 취할 노력을 하여야 한다.

권고 22) 의결권은 반드시 행사되어야 하며, 펀드매니저와 기관투자자들은 반드시 의결권 행사 내역을 공시하여야 한다. 아울러 의결권 행사 관련 정책을 웹사이트 내지 기타 공개적으로 접근할 수 있는 형태로 제공하여야 한다.

### 3. 2010년 기업재무보고위원회(FRC)의 기업지배구조 모범규준 개정과 수탁자책임규범(Stewardship Code for Institutional Investors) 제정

#### (1) 기업지배구조 모범규준 개정

기업재무보고위원회는 2009년 통합모범규준의 이행 및 그 영향을 점검하기 위한 개정 수요를 밝혔는데 특히 Walker보고서의 권고에 기초하여 회사지배구조에 관한 통합모범규준을 검토하였다.

기업지배구조에 관한 통합모범규준을 검토한 결과 모범규준에 대해 회사들은 준수 측면에서만 파악할 뿐 본래의 목적인 높은 수준의 기업지배구조기준의 준수 촉진 및 이사회적 적절한 행동 유도 및 주주와 이사회 간의 원활한 의사소통 등에 기여하지는 못한 것으로 파악되었다. 때문에 이러한 기능과 효과를 달성하기 위한 개선 사항들로서 이사회 의장의 역할과 이사(특히 독립이사)의 책임, 이사회 구성원의 균형적인 구성, 이사 재선임 빈도, 이사회에 제공되는 정보, 발전 및 지원, 이사회 평가, 위험 관리와 내부 통제 강화, 보수 정비, 공시의 질 강화, 이사회와 주주 간의 의사소통 등이 제시되었다. 2009년 개정 초안은 새롭게 권고 내용이 추가되면서 2010년 6월 29일부터 발효되었다.<sup>21)</sup>

#### (2) 수탁자책임규범의 제정<sup>22)</sup>

기업재무보고위원회는 기존 기관주주위원회(ISC)가 만든 규정<sup>23)</sup>상의 기관투자자 책임규정에 기초하여 2009년 수탁자책임규범을 제정하였는데, 이러한 조치의 배경

---

21) 상세내용은 안수현, 전개논문, 참조

22) 이하의 내용은 FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, Briefing, New UK Stewardship Code for Institutional Investors, July 2010 소개 내용을 대폭 참조

23) ISC Code에 대해서는 다음 사이트 참조  
[institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebukldercontent/sitebuilderfiles/ISCCode161109.pdf](http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebukldercontent/sitebuilderfiles/ISCCode161109.pdf)

에는 Walker보고서의 권고가 영향을 미쳤다. 또한 동 내용은 영국지배구조규범상의 주주참여에 관한 지침에 부합되도록 구성되었다.

#### 가. 규범의 준수 대상

수탁자 규범은 자산관리자, 기관투자자, 주주를 위하여 규범의 준수에 대한 공시를 분석하는 서비스 제공자(예컨대 의결권 대리 기관), 해외투자자 등에 적용된다.

#### 나. 준수 방식

수탁자 규범도 준수 혹은 미준수 시 공시(comply or explain) 방식으로 준수하게 되는데, 따라서 기관투자자들은 전략적으로 미준수를 택할 수 있다. 다만, 기업재무보고위원회는 미준수 시 자신들의 투자 전략에 기초하여 고려할 것을 권고하고 있다.

수탁자 규범상의 원칙들(원칙1, 5, 6, 7)을 준수하고 있는지 여부에 대한 공시는 웹사이트에 하게 되며, 2010년 9월까지 하도록 하였다. 그리고 10월부터 이들 공시한 기관투자자들의 리스트가 발표될 예정이다.

#### 다. 주요 내용

##### ① 목표: 기관투자자의 참여 개선

수탁자 규범에서는 우선 참여의 개선(Better Engagement)을 목표로 규정하였다. 기업재무보고위원회는 동 규정이 투자자들로 하여금 투자 대상 회사와 양질의 의사소통을 하는데 기여할 것으로 기대하고 있다. 이는 실무에서 기업지배구조 측면에서 주주의 역할을 새롭게 강조한다는 점에서 환영을 받고 있다.

##### ② 원칙(Principles)

수탁자 규범은 7개의 원칙과 각 원칙 하에 지침들로 구성되어 있다. 이들 대부분은 종래 ISC규정과 대동소이한 내용으로 구성되어 있다. 동 원칙에서는 다음과 같은 것을 기관투자자에게 요구하고 있는데 이를 정리하면 다음과 같다.

원칙 1) 수탁자책임을 어떻게 이행할지에 대한 정책을 공시할 것

원칙 2) 수탁자 지위에서 이해상충 관리 정책을 수립하고 이를 공시할 것

원칙 3) 투자 대상 회사들을 모니터할 것. 원칙의 시행 지침(Guidance)에서는

모니터링의 방법으로 기관투자자에게 투자 대상 회사의 이사회 의장과의 미팅을 권고하고 있으며, 필요한 경우 그 외 이사회 구성원들과도 만나도록 하고 있다. 또한 상당한 지분을 갖고 있는 경우 주주총회에 참석하도록 하고 있으며 투자 대상 회사가 기업지배구조모범규범을 준수하지 않는다고 공시한 경우 공시된 미준수 이유를 합리적으로 검토할 것을 요구하고 있다. 한편, 기업의 설명에 수긍하지 못하는 경우 토론할 것을 권고하고 있다.

원칙 4) 주주 가치를 보호하고 증대시킬 목적으로 주주 활동을 적극적으로 하는 경우, 그 사유와 방식에 관하여 명백한 가이드라인을 제정할 것

원칙 5) 적절한 경우 다른 투자자들과 연대하여 행동할 것

원칙 6) 의결권 행사에 관한 정책과 활동 공시에 관한 명확한 정책을 수립할 것

원칙 7) 수탁자 책임과 의결권 행사 활동을 정기적으로 공시할 것. 시행 지침에서는 적극적 참여와 의결권 절차에 관한 독립적 감사 의견을 구할 것을 요구하고 있다.

#### IV. 영국의 기업지배구조와 기관투자자의 역할 전망: 결론에 갈음하여

이상과 같이 영국의 최근 기업지배구조와 관련한 기관투자자의 역할 강화 움직임은 다음과 같은 점에서 우리에게 시사점이 있다.

우선, 영국과 같이 장기적 보유를 투자 전략으로 삼는 보험회사와 연기금과 같은 기관투자자에 의해 소유가 집중된 국가에서 이들 기관투자자들은 보다 장기적인 성과를 선호하는 경향이 있어 인내심 있는 투자자(patient capital provider)로서 기능하게 된다. 때문에 지배구조에 있어 단기적 성과를 지향하는 투자자와는 다른 영향을 미칠 수 있으며 위험에 대해서도 보다 장기적으로 접근할 수 있다. 이 점에서 최근의 영국의 기업지배구조 개선 방안은 장기적 투자 내지 소유구조를 기반으로 마련된 것이라고 일응 분석할 수 있다.

둘째, 기관투자자는 위험에 대한 기업의 의사결정에 대해 원활한 의사소통이라는 비공식적인 권한 행사 외에 주주총회에서의 의결권 행사 방식을 통해 보다 적극적으로 행동할 수 있다. 영국의 경우 소유가 일부 기관투자자에게 집중되어 있는 점에서 시장에서 주식을 매각하는 방식의 권리 행사(이른바 exit 전략)는 주가를 하락시킬

우려가 있어 목소리를 내는 전략(voice전략)을 선호할 가능성이 크다. 그러나 과거 영국의 기관투자자들은 소송 등의 공식적인 집행 또는 주주총회에의 참석 및 의결권 행사라는 방식보다는 비공식적인 방식을 선호하였고 현재도 그러한 경향이 크다. 때문에 목소리를 내는 전략이 구체적으로 어느 정도의 강도를 가진 것인지는 향후 주목할 점이다. 더욱이 최근까지 지배구조모범규범에서 주주로서 기관투자자의 모범 관행을 정착함에 있어 주주의 적극적인 참여(better engagement)와 역할을 요구하고 있는 점에서 비공식적인 방식인 원활한 의사소통이라는 방식에 무게를 둘 것으로 예상된다. 향후 기관투자자들의 적극적인 참여전략과 행동들이 주목할 만하다.

셋째, 기관투자자는 투자자이면서 주주의 지위를 갖고 있다. 이러한 점에서 주주로서 적극적인 참여를 요구하는 수탁자 규범의 제정은 기업지배구조 관련 이해관계자 중 주주에게 소유자로서 적극적으로 역할을 할 것을 강조하고 있다. 자율규제적인 기업지배모범규준의 형성에 있어 기존의 기업지배구조에서 기관투자자의 역할에 기대하고 있는 것<sup>24)</sup>과 일관해서 적극적인 의결권 행사와 그에 대한 공시 그리고 나아가 기관투자자들 간의 연대를 통해 집단적으로 주주로서 기업과 의사소통을 증대할 것이 요구되고 있다.<sup>25)</sup> 특히 영국의 경우 앞서 살펴 본 바와 같은 기관투자자 간의 연대를 위한 각 협회들의 기업지배구조 관련 지원과 환경 조성은 우리에게도 좋은 시사점이 된다. 앞으로 영국의 기업지배구조 관련 기관투자자의 역할 강화 조치들의 후속 이행 수준 및 효과와 관련하여 특히 눈여겨 볼 점이라 할 것이다.

24) 대표적으로 통합모범규준에 부합하여 행동하는지 아니면 그 이유를 설명하게 하는 comply or explain 방식의 공시규제기법은 기관투자자가 통합모범규준 준수 여부를 모니터링할 것을 기대하고 있다. 이에 대해서는 Sridhar R. Arcot & Valentina G. Bruno, In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK, 2006version, at 34(원문은 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=819784&rec=1&srcabs=887947](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=819784&rec=1&srcabs=887947)에서 찾을 수 있다)

25) 이를 위해 기관투자자와 투자 대상 회사 이사회 간 의사소통이 보다 원활해질 필요가 있는데 그 일환으로 기업 내에서 이사회 의장을 중개로 하여 혹은 필요한 경우 수석 독립이사를 의사소통의 채널로 이용하는 방안이 제시되고 있다. 이러한 점에서 기관투자자와의 의사소통의 채널로서의 기능면에서 이사회 의장과 수석 독립이사의 책임은 강화되었다고 볼 수 있다.

## <참 고 문 헌>

- 김화진, “기업지배구조와 정부의 역할”, 서울대학교 금융경제연구원, 2010. 3. 23 발표 자료([http://www.sirfe.com/modules/catalogue/cg\\_view.html?&p=1&no=42](http://www.sirfe.com/modules/catalogue/cg_view.html?&p=1&no=42)에서 원본 입수 가능).
- 이상복, 기업지배구조와 기관투자자의 역할, 「기업법연구」 제22권 제4호, 한국기업법학회, 2008.
- Andrei Shleifer & Robert Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997.
- Black B & Coffee, J, “Hail Britannia: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation”, 92 *Michigan Law Rev.* 1994.
- Bernard S. Black, “Shareholder Passivity Reexamined”, 89 *Michigan Law Rev.* 520, 1990.
- Bruce A. Rayton & Suwina Cheng, *Corporate Governance in the United Kingdom: Changes to the Regulatory Template and Company Practice Form 1998–2002*, University of Bath School of Management, Working Paper Series, 2004.
- Carkham, J., “Corporate Governance: Overcoded? Has Hampel meant Progress?”, *European Business Journal*, Vol. 10. No.4, 1998.
- Chris Mallin, Andy Mullineux & Clas Wihlborg, “The Financial Sector and Corporate Governance: The UK Case”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 4, 2005.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *The Financial Aspects of Corporate Governance(The Cadbury Report)*, London: Gee and Co. Ltd ,1992.
- Coombers, P., & S. C. Wong, "Why Code of Governance Work", *McKinsey Quarterly*, 2, 2004.

- Drennan, L., Beck and Henry, W., "From Cadbury to Turnbull: Finding a Place for Risk Management", Insurance Research and Practice, Vol. 16, No. 1, 2001.
- Fried Frank, Memorandum—UK Corporate Governance: A Radical Shift in the Landscape?, July 14, 2009.
- FSA, Effective Corporate Governance(significant influence controlled functions and the Walker Review), 10/3, 2010, Jan.
- FSA, Effective Corporate Governance(significant influence controlled functions and the Walker Review), 10/3, 2010, Jan.
- FSA, Reforming Remuneration Practices in financial Service, 09/10, 2009, March.
- Greenbury, Sir Richard, Directors' Remuneration., Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury, Gee Publishing Ltd.: London, UK, 1995.
- Hampel, Sir Ronald, 1998, Committee on Corporate Governance, Final Report, The Committee on Corporate Governance and Gee Publishing Ltd: London, UK.
- Higgs, D., "Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors", Department of Trade and Industry: London, UK, 2003
- Ireland, "Financialization and Corporate Governance", Northern Ireland Legal Quarterly, 2009.
- John Armour, "Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment", Law Working Paper Nr 106/2008, ECGI, 2008 ([www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp)).
- Jones, P., Comfort, D., & Hilier, D., "Corporate Social Responsibility and the UK's Top Ten Retailers", International Journal of Retail & Distribution Management, 2005.
- Julian Franks and Colin Mayer, "Corporate Governance in the UK—contrasted with the US System", CESifo Forum, 3/2002

- Lskavyan, V., & Spatareanu, M, “Ownership Concentration, Market Monitoring and Performance Evidence from the UK, the Czech Republic and Poland”, *Journal of Applied Economics*, Vol.9, 2006.
- Mar Faccio, M. Ameziane Lasfer, “Institutional Shareholders and Corporate Governance: The Case of UK Pension Funds”, CERP working paper No. 11/01.
- NAPF, *Good Corporate Governance*(London: National Association of Pension Funds), 1996.
- OECD Principles of Corporate Governance, 2004.
- Rafael La Porta, Floren시오. Lopez-de-Silanes, Andrei Schleifer, “Corporate Ownership Around the World”, *54 Journal of Finance* 471, 1999.
- Richard Smerdon, *A Practical Guide to Corporate Governance*, Sweet& Maxwell, 1998.
- Ruth V. Aguilera, Cynthia A. Williams, John M. Conley and Deborah E. Rupp, “Corporate Governance and Social Responsibility: A Comparative Analysis of the UK and the US”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14, No. 3, 2006.
- Rutteman Working Group, *Internal Control and Financial Reporting. Guidance for Directors of Listed Companies*, Institute of Chartered Accountants of England & Wales. 1994.
- Smith, Sir Robert, *Audit Committees, Combined Code Guidance, Financial Reporting Council: London, UK, 2003.*
- Sridhar R. Arcot & Valentina G. Bruno, “In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK”, 2006 version ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=819784&rec=1&srcabs=887947](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=819784&rec=1&srcabs=887947) 원본 입수 가능).
- Turnbull, N., *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, The Institute of Chartered Accountants in England & Wales: London, UK, 1999.

Walker D., A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations, 26 Nov. 2009 (webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/  
[http://www.hm-treasury.gov.uk/walker\\_review\\_information.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm).)

FRC, Stewardship Code, Consultation Document on the Code and Responses, ([www.frc.org.uk/press/bup2306.html](http://www.frc.org.uk/press/bup2306.html)).

ISC Code

([institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebukldercontent/sitebuklderfiles/ISCCode161109.pdf](http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebukldercontent/sitebuklderfiles/ISCCode161109.pdf)).

A Comparison of the UK and the US Tax Treatment of Investments, International Taxation, 28 Aug. 2009

(<http://www.investmentinternational.com/magazine/international-tax/a-comparison-of-the-uk-and-the-us-tax-treatment-of-investments-2907.html>)

PWC, Distribution of Offshore Funds into the UK,

([http://www.pwc.com/en\\_LU/lu/fund-distribution/docs/pwc-presentation-uk-tax-briefing.pdf](http://www.pwc.com/en_LU/lu/fund-distribution/docs/pwc-presentation-uk-tax-briefing.pdf)).