

# 적극적인 주주권 행사를 위한 해외 기관투자자들의 연대활동

- 배경과 사례를 중심으로 -

토픽분석Ⅱ

윤정화 | 한국기업지배구조원 연구원

## 1. 들어가며

본 원고는 적극적인 주주권 행사를 위한 해외 기관투자자들의 연대 활동을 살펴봄으로써 국내 기관투자자들의 적극적인 주주권 행사를 독려하는 데에 시사점을 찾아내려는 목적으로 작성되었다. 그런데 그 작업을 하기에 앞서, 먼저 ‘적극적인 주주권 행사’란 무엇을 의미하는지, 용어를 정리하고 정의를 내려야 할 필요성이 있다. ‘적극적인 주주권 행사’를 의미하는 영어 단어로는 Shareholder Activism, Shareholder Engagement, Shareholder Advocacy 등이 있고, 이 용어들을 각각 우리말로 직역하자면 주주행동주의, 주주관여, 주주권익옹호 정도가 될 것이다. 그리고 이 용어들의 하위개념으로 위임장 경쟁, 캠페인, 주주제안, 소송, 경영진과의 대화 등이 있는데, 이는 ‘적극적인 주주권 행사’를 위한 방법론에 해당하는 것이다. 그런데 위의 세 용어, 즉 주주행동주의, 주주관여, 주주권익옹호 사이에 개념상의 혹은 방법상의 차이가 존재하는가? 세 용어들 사이에 막연하게나마 뉘앙스의 차이가 있는 것은 분명하다. 그러나 본 원고에서 살펴보고자 하는 ‘적극적인 주주권 행사’는 위의 모든 방법론을 포함하는 광의의 개념이라고 할 수 있다. 따라서 본 원고에서는, ‘적극적인 주주권 행사’라는 표현과 함께 주주행동주의라는 용어를 사용하겠으며, 이 때 방법상으로는 위임장 경쟁, 캠페인, 주주제안, 소송, 경영진과의 대화 등의 방법을 모두 포함하는 것으로 하겠다.

기관투자자의 주주행동주의는 2011년 정기주주총회 시즌부터 올해인 2013년 정기주주총회 시즌까지 최근 3년 동안 미국 금융시장에서 지속적인 화두로서 회자되었다. 그런데 미국의 대표적인 기관투자자이자 연기금으로서 가장 규모가 큰 CalPERS의 경우 이미

상당히 오래전부터 적극적으로 주주권을 행사해왔기 때문에, 혹자는 새삼스럽게 기관투자자의 주주행동주의에 주목하는 것을 두고 의아해 할 수 있다. 그러므로 아래에서는 우선 기관투자자에 의한 주주행동주의의 최근 배경을 살펴 본 후, 이어서 그 특징으로서 나타나는 기관투자자 연대활동의 형태를 살펴보도록 하겠다.

## 2. 최근 활발해진 기관투자자 주주행동주의의 배경

주주행동주의에 대한 기관투자자들의 태도는 2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 상당히 달라진 것으로 보인다. 2000년대 초반부터 금융위기 이전까지의 주주행동주의는 주로 두 종류의 그룹에 의해 주도되었다고 볼 수 있는데, 하나는 사회책임투자(SRI) 단체이고 다른 하나는 Activist Hedge Fund들이다. 물론 이 시기에도 사회책임투자 단체와 Activist Hedge Fund 외에 적극적으로 주주권을 행사하는 기관투자자가 있었으나, 그것은 어디까지나 CalPERS와 같은 몇몇 연기금이었고 상대적으로 소수였다. 따라서 2008년 금융위기 이전에 일반적인 기관투자자의 경우에는 투자종목 선정에만 치중하는 소극적 투자전략(Passive Investment Strategy)을 사용하면서 위의 두 그룹에 의해 행해지는 주주행동주의를 소극적으로 관망하는 분위기가 지배적이었다고 봐야 한다. 리스크 요인이 발견되었을 때 해당 기업을 포트폴리오에서 제외하는 데에 그치고 마는 이러한 투자형태의 대표적인 예가 뮤추얼펀드(Mutual Fund)이다.

그런데 금융위기 이후에는 상황이 달라져, 기관투자자가 전반적으로 주주행동주의에 대하여 그 이전보다 적극적인 자세를 취하게 되었고 그에 따라 주주행동주의에 나서는 연기금도 더 늘어나고 그동안 전면에 나서지 않던 뮤추얼펀드들의 주주행동주의도 종종 보도되었다. 이런 현상은 글로벌 금융위기의 여러가지 원인 중 하나로 지배구조 리스크가 지목되었고, 이를 해소하기 위해서는 대량의 지분을 보유하고 있는 기관투자자들이 선량한 관리자의 주의의무(Fiduciary Duty)에 입각하여 책임 있는 자세로 주주권 행사에 나서야 한다는 금융시장과 학계의 자성적 분위기가 작용한 것으로 판단된다.

한편, 이런 상황에서 Activist Hedge Fund들도 금융시장 일각에서 기관투자자의 적극적인 주주권 행사에 기여한 측면이 있다. 유명 Hedge Fund Activist로는, Carl Icahn · Bill Ackman · Ralph Whitworth · Nelson Peltz 등이 있는데 이들 중 상당수가 기업사냥꾼(핵심사업부 매각이나 정리해고, 과도한 배당, Share Buy-Back 등을 통해 단기차익을 노리는 것)이라는 인식에서 부정적으로 평가되었고, 지금도 마찬가지로 그런 흐름이 존

재한다. 그럼에도 불구하고 Activist Hedge Fund들이 기관투자자들의 주주행동주의에 기여하게 된 배경에는 Activist Hedge Fund들에 의한 두 가지 자극이 있었기 때문이다.

첫째는, 금융위기 이후 시장이 회복되는 과정에서 많은 뮤추얼펀드와 여타 Hedge Fund들이 벤치마크인 지수(Index)에 못 미치는 실적(투자수익률)을 보인 반면 Activist Hedge Fund들의 성과는 그것을 웃돌았다는 사실이다. 둘째는, Activist Hedge Fund의 전략 중 일부가 피(被)투자기업들의 지배구조를 개선시켜 장기적으로 주주이익에 기여한다는 주장이 힘을 얻었다는 점이다. 어떻게 보면, 이 두 가지는 각각 Activist Hedge Fund들의 주장, 즉 ‘적극적인 개입을 통해 가려져있던 기업가치를 꺼낸다’는 주장(Unlocking Value)을 지지하는 설명이라고 할 수 있다. 이것에 대해서는 보다 심도있는 학계의 연구가 필요하겠지만, 어쨌든 금융위기 이후 Activist Hedge Fund들이 기관투자자들의 주주행동주의에 자극을 준 것만은 사실로 여겨진다.

### 3. 협의체를 통한 기관투자자들의 연대활동

#### 1) CII (US Council of Institutional Investors) 사례

미국의 대표적인 기관투자자 협의체로 미국기관투자자협의회(US Council of Institutional Investors, CII)가 있다. 얼핏 명칭상 우리나라의 금융투자협회(舊 자산운용협회와 증권업협회)와 그 성격이 유사할 것 같으나, 실제로는 많이 다르다. CII의 회원 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 공공부문 근로자 퇴직연금펀드이고, 이어서 민간기업펀드(민간기업 근로자의 퇴직연금펀드 또는 민간기업이 단순투자 목적으로 설립한 펀드)·노동조합펀드·기부재단펀드 등이 있다. 즉, 우리나라의 민간 자산운용사에 해당하는 뮤추얼펀드는 거의 가입되어 있지 않은데, 미국의 뮤추얼펀드는 우리나라의 민간 자산운용사와 마찬가지로 주주행동주의에 소극적인 그룹에 속하므로, 결과적으로 미국 CII는 우리나라의 금융투자협회와는 달리 주주행동주의에 상당히 적극적으로 임하게 된다.

CII의 대표적인 활동으로는 매년 과반지지를 받은 주주제안을 이행하지 않은 기업의 이사회에게 주주제안 이행을 촉구하는 공개서한을 보내는 것과 ‘위임장 경쟁이 일어나지 않은 상황에서도 과반지지를 획득하지 못한 이사(Zombie Director)에 자진사임을 권고하는 공개서한을 보내는 것이 있다. 또한 ‘시차임기제를 폐지하고 이사 전원에 대하여 연례(年例)선임방식(Annual Director Election)을 도입하는 것’과 ‘위임장 경쟁이 없는 상황에서만 적용되는 제한적 과반투표제(Majority Voting)를 도입하는 것’에 대하여 공식

적으로 찬성 입장을 밝히고 있다.

CII의 가장 강력한 주주행동주의 형태는 역시 ‘경영진과의 대화’하고 할 수 있는데, 2012년 CII는 주로 ‘이사 전원 연례선임방식(Annual Director Election)’과 ‘위임장 경쟁이 없는 상황에서만 적용되는 제한적 과반투표제(Majority Voting)’를 도입하자는 주주 제안이 과반지지를 받았음에도 불구하고 이를 이행하지 않은 기업들 및 좀비 이사를 계속 재선임하고 있는 기업들에게 초점을 맞춰 ‘경영진과의 대화’를 추진하였다.

CII가 ‘경영진과의 대화’를 시도하였으나 요구사항이 관철되지 않을 경우, CII 차원에서 추가적으로 취할 수 있는 조치는 사실상 캠페인 밖에 없다. 왜냐하면 CII는 해당기업의 주식을 소유하고 있는 것이 아니기 때문에 소송·주주제안·위임장 경쟁 등의 방법을 사용할 수 없기 때문이기도 하며, 아울러 CII의 경우 그것을 구성하는 기관들이 다양하여 의견의 합치를 보기 어렵기 때문이기도 하다. 결국 CII 수준의 주주행동주의가 실효를 거두지 못할 경우, 그 회원인 기관투자자들이 직접 주주권을 행사하게 된다. 그리고 그 중심에는 역시 CII의 핵심 멤버인 CalPERS와 CalSTRS, 두 대형 연금금이 있다.

지난 2012년 CalPERS와 CalSTRS 외에 다른 4개의 CII 멤버(노스캐롤라이나 퇴직연금·오하이오 공무원 퇴직연금(OPERS)·플로리다 퇴직연금(SBA)·콜로라도 공무원 퇴직연금)가 주주행동주의에 참여한 사례로서, HPT(Hospitality Properties Trust)라는 부동산회사의 기존 이사 재선임에 반대하고, 이사 전원 연례선임 방식 도입(Annual Director Election)하려는 주주제안을 제출한 케이스가 있다.

한편, Nabors Industries라는 기업의 주주총회에서는 3년간 3% 이상의 지분을 소유한 개인이나 단체에게 자체적으로 지명한 이사 후보를 경영진이 발행하는 의결권 대리행사 서류(Proxy Card)에 기재할 수 있도록 하는 주주제안(일종의 정관에 의한 Proxy Access)이 발의된 적이 있다. 이 주주제안은 뉴욕시 퇴직연금·뉴욕시 소방공무원 연금펀드·뉴욕시 교직원 퇴직연금·뉴욕시 경찰 연금펀드 등 뉴욕 주(州)의 4개 기관투자자에 의해 제출되었고, 이후 CalPERS와 CalSTRS 외에 노스캐롤라이나 주식투자신탁·코네티컷 퇴직연금신탁·일리노이 퇴직연금(ISBI) 등의 기관투자자들이 공식적으로 지지를 표명하였다. 결국 해당 안건은 주주총회에서 가결되었는데, 위에 언급한 기관투자자의 대부분이 CII의 회원기관이었다.

## 2) CtW Investment Group 사례

기관투자자의 연합이라는 측면에서 CII보다 더 강력한 연대활동의 사례로서 CtW Investment Group이 있다. 노동단체들은 사회적책임투자의 초기단계에서부터 중요한 역할을 해 왔는데, 지금도 여전히 주주행동주의의 중요한 주체 중 하나이다. 그 대표적인 예

가 CtW Investment Group이다. International Brotherhood of Teamsters(IBT) · Service Employees International Union(SEIU) · United Farm Workers of America(UFW) · United Food and Commercial Workers International Union(UFCW) 등 4개의 노동조합은 “Change to Win”이라는 조직을 구성하여 연대활동을 하고 있는데, 이들 4개 노동조합이 관리하는 퇴직연금펀드들도 모체가 되는 노동조합의 연대활동에 상응하도록 2006년에 투자협의체를 설립하였고, 그 투자협의체의 이름이 CtW Investment Group 이다. “Change to Win”에 참여하는 전체 회원 노조의 가입자 수와 그 연금펀드들의 금액을 모두 합치면 각각 550만명과 2,000억 달러를 상회한다고 알려져 있다(2013년 3월 31일 기준, CalPERS의 전체 자산은 2,574억 달러임).

CtW Investment Group은 주주행동주의를 장기적으로 이들 연금펀드의 자산건전성과 가입자들의 퇴직 후 생활안정에 기여하는 핵심적인 요소 중 하나로 꼽고 있으며, 또한 그것이 선량한 관리자의 주의의무(Fiduciary Duty)에 부합하는 것이라고 천명하고 있다. 한편, 기관투자자의 협의체로서 CtW Investment Group이 CII와 다른 점은, 주주총회 시 즌마다 적극적으로 위임장 경쟁에 참여한다는 것이다. 이는 그 구성멤버가 모두 노동단체와 관련이 있기 때문에 의견의 합치가 용이하다는 점과 노동단체가 태생적으로 자신의 주장을 관철시키기 위해 강경한 수단도 마다하지 않는다는 점에 기인하는 것으로 보인다. 실제 CtW Investment Group은 2012년에 Sotheby’s · WellPoint 등과 같은 기업의 주주총회에서 위임장 경쟁을 주도하였다.

### 3) AFT(American Federation of Teachers)의 Trustee Council 사례

한편, 그 동안 몇 가지 자원상의 제약으로 인해 주주행동주의에서 상대적으로 소외되어 있던 소규모의 연기금들로 하여금 적극적으로 주주권을 행사하도록 유도하는 흐름이 생겨났다. 불과 얼마 전, AFL-CIO 가입 단체 중 하나인 전미교사연맹(American Federation of Teachers, AFT)이 설립을 주도하고 있는 (가칭)교직원 연기금 수탁관리자 협의회(Trustee Council)가 바로 그 예이다. 대규모 연기금이 소규모 연기금을 적극적인 주주권 행사에 동참시키는 성격이 짙은 교직원 연기금 수탁관리자 협의회에는 현재 까지 CalSTRS와 뉴욕시 교직원 퇴직연금과 같은 대형 교직원연기금을 포함하여 총 8개의 교직원 연기금이 참여의사를 밝힌 상태이다.

전미교사연맹은 교직원 연기금 수탁관리자 협의회를 설립하기 위한 예비적 활동으로 지난 4월 19일에 ‘Ranking Asset Managers’라는 보고서를 발간 · 배포하였다. 해당 보고서는 주정부와 공공기관들이 DC형 퇴직연금(401(k) plan)을 선택하도록 직접적으로 영향력을 행사하는 보수성향의 비영리 단체(Non-profit Organization)들을 지목하고, 그

단체들에 기부금을 납부하거나 혹은 그 단체들과 인적·물적 관계가 있는 투자회사들(자산운용사, 투자자문사, 헤지펀드 등)로 이루어진 요주의 목록(Watch List)를 제시하고 있다. 현재 미국에서 DC형 퇴직연금(401(k) plan)을 지지하는 측은 월가(Wall Street)의 금융회사들이고, 반면에 CalSTRS와 같은 공적연기금들은 DB형 퇴직연금을 지지하고 있다. 즉, 전미교사연맹이 교직원 연기금 수탁관리자 협의회를 통해 소규모 연기금들로 하여금 요주의목록상의 투자회사들에 대한 위탁운용철회에 동참하게 하려는 것이다.

## 4. 기관투자자들의 연대활동과 관련된 최근 이슈

### 1) Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2012

글로벌 금융위기로 말미암아 제정된 Dodd-Frank 금융개혁법은 금융회사 및 공개기업의 지배구조에 관한 여러 개혁적인 정책을 도입하도록 하였는데, 그중 하나가 Proxy Access Rule이었다. Proxy Access Rule이란, 특정 조건을 충족하여 이사회후보를 지명하는 주주제안의 경우 그 안건과 관련된 내용을 Proxy Statement에 기재하도록 하는 것으로 소수주주와 기관투자자들의 주주권 향상에 상당한 기여를 할 수 있을 것으로 예상되었다. SEC는 2010년 8월 Dodd-Frank 금융개혁법에 따라 Proxy Access Rule을 SEC규정 240.14a-11로 마련하였는데, 이듬해인 2011년 4월 미국내의 보수성향 단체들이 SEC규정 240.14a-11을 美연방항소법원(Federal Appeal Court)에 제소하였다. 그리고 2011년 7월 美연방항소법원은 Proxy Access Rule의 비용이 그 효익을 초과한다는 이유로 Proxy Access Rule을 무효화시켰다. 이것은 대단히 큰 의미를 갖는 사건으로 미국 국내외에서 주주권익을 옹호하는 개혁적 성향의 기관투자자들에게 경각심을 불러 일으켰고, 판결이 있는 후 CalSTRS를 비롯한 여러 기관투자자들은 잇달아 연방항소법원의 판결에 대하여 유감성명을 발표하였다. 또한 2012년 2월에는 CalPERS·F&C·USS·PGGM·APG·AustralianSuper 등 전 세계 유수의 기관투자자들이 연대하여, 공동으로 SEC 위원장에게 공개서한을 보내 Proxy Access Rule의 재도입을 촉구하였는데, 이 점은 Proxy Access Rule을 무효화한 판결이 단지 미국내의 문제에 그치는 것이 아니라 글로벌 시장의 주요 참여자들이 주목하는 사안임을 단적으로 보여주는 것이었다. 전문가들에 따르면, SEC가 Proxy Access Rule을 재도입하기 위해서는 비용-효익 분석(Cost-Benefit Analysis)을 다시 수행하여 세부내용을 수정해야 하는데, 이는 비용측면에서 SEC에게 상당한 부담이 될 것으로 전망된다.

지금 현재 비용-효익 분석을 명분으로 보수성향의 단체들(예: 美상공회의소)이 연방 법원에 무효소송을 제기한 또 다른 SEC규정으로는 분쟁광물 공시규정(Conflict Minerals Disclosure Rules, SEC규정 240.13p-1&240.13q-1)가 있다. 그리고 분쟁광물 공시규정의 배경에는 2차 세계대전 이후 최고 수준의 재난이라고 여겨지는 ‘민주콩고 분쟁’이 있다. 분쟁광물 공시규정은, 우리나라 삼성전자의 경우에도 협력업체들에게 직접 그와 관련된 교육을 실시할 정도로 전자업계에서 매우 중요한 이슈이며, 또한 대다수의 영향력 있는 사회책임투자 펀드들이 촉각을 곤두세우고 있는 이슈이기도 하다.

한편, 이와 관련하여 ‘Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2012’라는 법안(Bill)이 美연방상원에 제출되어 있다. 이것은 미국 보수성향 단체들의 지지를 받고 있는 법안으로서, 앞서 美연방항소법원이 Proxy Access Rule에 대하여 내린 무효판결의 근거를 강화하여, 연방기구(Independent Agency)들이 어떤 규정을 도입할 때에는 유발될 모든 경제적 효과를 설명해야 한다는 내용을 담고 있다. 즉, 앞서 언급된 비용-효익 분석의 부담이 더 가중된다는 뜻이다. 만약 ‘Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2012’가 양원을 통과하고 美대통령이 성명하게 되면, SEC 같은 연방기구들은 시의적절한 규정을 도입함에 있어 심각한 제약을 받게 되고, 더 나아가 기존의 규정들도 무력화될 가능성이 매우 높다.

결론적으로 위의 ‘Proxy Access Rule’, ‘분쟁광물 공시규정’, 그리고 ‘Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2012’ 라는 세 가지 이슈가 ‘비용-효익 분석’이라는 지점에서 만나는 것이며, 그 속에는 ‘주주권의 적극적인 행사를 위한 제도적 장치’라는 주제와 ‘CSR 및 SRI’라는 주제가 담겨 있다. 따라서 ‘Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2012’ 라는 법안의 처리경과에 따라 연기금을 비롯한 기관투자자들과 사회책임투자 펀드들이 광범위한 연대를 하게 될 가능성이 매우 높으며, 그렇기 때문에 더욱 귀추가 주목된다고 하겠다.

## 2) Harvard Law School의 Shareholder Rights Project(SRP)

최근에 기관투자자 협의체를 통하지 않고 학계가 주도하여 주주행동주의를 실행한 대표적인 사례로, Harvard Law School의 ‘SRP(Shareholder Rights Project)’를 들 수 있다. Lucian A. Bebchuk 교수가 주도하여 2011년에 발족한 이 프로젝트는 미국 주요 상장기업(예: S&P 500)에 ‘이사 전원 연례선임 방식(Annual Director Election)’을 도입시키기 위한 것으로, 총 8개의 기관투자자(플로리다 퇴직연금(SBA), 일리노이 퇴직연금(ISBI), LA 지방공무원 퇴직연금(LACERA), 메사추세츠 연금기금(PRIM), 네이션 커민

스 재단(NCF), 노스캐롤라이나 주정부기금(NCDST), 오하이오 공무원 퇴직연금(OPERS), 오하이오 교직원 퇴직연금(SERS))가 참여하고 있다.

‘이사 전원 연례선임 방식’은 현재 미국 상장기업들 사이에서 일반화되어가는 추세로, 2013년 현재 S&P 500 기업 중 시차임기제(Board Classification)를 유지하고 있는 기업은 채 80여개 밖에 남지 않은 상황이다.

### 3) Diverse Director DataSource (3D)

주주총회장 밖에서 특정 이슈를 두고 기관투자자가 연대한 대표적인 예로 CalPERS와 CalsSTRS의 공동의뢰하에 GMI Rating가 개발하여 운영하고 있는 Diverse Director DataSource(3D)가 있다. 일종의 사외이사 인력 풀(Pool)이라고 할 수 있는 3D는, 두 가지 측면에서 기존의 유사한 인력 풀(Pool)과 차이점을 보이고 있다. 첫째는, 이사회 다양성을 위한 기존의 인력 풀(Pool)들이 대개 여권(女權)신장을 위한 비영리 단체(Non-profit Organization)에 의해 운영되었던 반면, 3D는 기관투자자에 의해 주도되었다는 점이다. 이 점은 이사회 다양성이 기업의 성과에 가시적으로 기여한다는 누적된 연구결과가 시장에서 받아들여지고 있음을 시사한다. 둘째는, 다양성에 대한 논의가 이제 단순히 여권신장이라는 틀 안에 머물러 있지 않고 나이·인종·문화 분야로까지 확대되었다는 점이다.

3D는 2011년에 개발이 착수되어 2012년 7월에 운영을 시작하였다. 3D Database에의 등록 신청은 잠재적 후보자들이 자발적으로 하는 것이나 등록 여부는 GMI Rating의 심사 여부에 의해 결정된다. 한편, 3D 서비스는 이사 후보자를 구하는 주체들(예: director nomination committee, candidate researcher 등)에게 비공개로 제공되며, 3D Database에는 2012년 말 기준으로 약 800명의 후보가 등록되어 있는 것으로 알려져 있다. 3D가 서비스를 시작한 시점이 작년 7월이었기 때문에, 3D의 성공 여부와 활용 정도는 올해 정기주주총회 시즌이 끝나고 주총 관련 통계자료가 나오는 하반기에 들어서야 알 수 있을 것으로 보인다.

### 4) 대화를 통한 주주총회장 밖에서의 원만한 타협

2010년 이후 주주행동주의 캠페인이 늘어나고 있는 반면 위임장 경쟁에 의해 표대결까지 가는 경우는 줄어들고 있다. 이것은 대화를 통해 주주총회장 밖에서 원만한 해결이 이루어짐을 의미하는 것으로, 제출된 주주제안이 자진 철회되는 현상과 같은 맥락이다. 왜냐하면 주주가 경영진과 대화를 시작하기 위해 먼저 주주제안을 제출하고, 이후 대화

를 통해 합의점을 찾으면 스스로 그것을 철회하기 때문이다.

이와 같은 현상에는 여러 가지 요인이 작용한다고 추정할 수 있는데, 가능한 몇 가지 요인을 들자면 다음과 같다. 첫째는, ‘임원보수에 대한 주주권고투표(Say-on-Pay)’로 말미암아 경영진들이 ‘자발적 공시’ 및 ‘주주와의 대화’를 중요하게 인식하기 시작했다는 설명이다. 둘째는, 갈수록 다수의 기관투자자들이 연대하여 공통된 목소리를 내는 상황에서 경영진이 그들과 극단적으로 대립하여 표대결까지 간다면, 기업 이미지에 심각한 타격을 입는 등 큰 부담이 따른다는 설명이다. 셋째는, 주주행동주의자들과 협조하는 기관투자자들 중 일부는 주주행동주의에 대한 자신들의 지지 입장이 드러나는 것을 원하지 않기 때문에, 가급적 주총장 밖에서의 타협을 종용한다는 설명이다.

이 중 세 번째 설명은 따로 떼어 그 의미를 되새겨 볼 필요가 있다. 과거에 Activist Hedge Fund들이 주주행동주의를 할 때는 거의 적대적 M&A 수준의 지분을 확보하여 위임장 경쟁을 펼쳤고, 그런 만큼 자금이 많이 소요되기 때문에 주주행동주의의 대상도 블루칩 기업이 드물었다. 그러나 최근 Activist Hedge Fund들의 주주행동주의를 보면, 1% 수준의 지분만으로 Apple · Procter&Gamble · Hewlett-Packard 같은 초대형 블루칩 기업의 경영진에 대하여 주주행동주의를 실행하는 경우가 종종 보도되며, 이 때 경영진과 극단적으로 표대결을 하는 사례는 드물다. 최근 Hewlett-Packard의 2013년 정기 주주총회에서 이사회 의장인 Raymond J. Lane이 주주총회에 앞서 자진사임한 것이 그 예이다. 이와 같은 정황은 Activist Hedge Fund가 실행하는 주주행동주의와 관련하여, 뮤추얼펀드들이 물밑에서 드러나지 않게 협조하고 있다는 추정에 더욱 설득력을 부여한다.

## 5. 맺는 말

서두에 언급한 바와 같이 2008년 글로벌 금융위기는 기업지배구조 측면에서 많은 변화를 야기하였다. 그 중 하나가 바로 기관투자자들의 적극적인 주주권 행사이다. 부연하자면, 기관투자자들에게 부과되는 선량한 관리자의 주의의무(Fiduciary Duty)는 기관투자자들로 하여금 적극적인 주주권 행사에 임하게 하는 당위성을 부여하며, 그렇게 행사된 주주권은 경영진을 감시하는 기능을 하여 지배구조 리스크를 낮추고, 결과적으로 기업공개시장의 안정성에 기여하게 된다는 것이다.

그리고 적극적인 주주권 행사에 동참하는 기관투자자가 많아짐에 따라 그들 사이에 연대가 형성되는 것은 자연스러운 것이라고 할 수 있다. 다양한 성격의 기관투자자들이 모

여있는 CII의 특성상, CII가 노동관련 기관이나 교직원관련 기관의 구체적인 투자고려사항을 충족시켜 주지 못하기 때문에, CtW Investment Group이나 Trustee Council 같은 별도의 협의체가 생겨나는 것이 그 예이다. 지금까지 주주권의 저조한 행사로 인해 대리인 문제가 발생한 것이라면, 기관투자자들의 절차적 타당성을 갖춘 자유롭고도 적극적인 주주권의 행사야말로 그 대리인 문제를 해결할 수 있는 근원적인 처방이 될 것이다. 아울러 AFT의 Trustee Council의 경우처럼 소규모 연기금을 연대의 장으로 끌어내는 시도가 많아질수록 연기금이 금융시장에 미치는 영향력이 더욱 커질 것이라는 예상을 할 수 있다.

본론에서 살펴본 것처럼, 앞선 시대의 주주행동주의는 수익성을 쫓는 Activist Hedge Fund와 환경·사회적 책임을 중시하는 사회책임투자 기관이 주도해 왔다. 이에 반해 최근 주주행동주의에 대한 논의에서는 내용 측면에서 지배구조가 많이 부각되고 있으며, 주체 측면에서 일반 기관투자자가 중심에 있다. 그 일반투자자란 구체적으로 말하면 다양한 배경과 상이한 규모를 가진 연기금과 뮤추얼펀드인데 이중 뮤추얼펀드의 주주행동주의는 앞서 언급한 바와 같이 그 정황이 잘 드러나지 않는다. 외신보도를 살펴보더라도 ‘익명의 제보자’에 의한 내용이 많다.

외국의 실정도 이와 같은 상황에 최근 우리나라에서 민간 자산운용사(뮤추얼펀드)에 의한 주주행동주의가 있었기에 대단히 흥미롭다.

신규순환출자를 금지하겠다는 박근혜 대통령의 대선공약에도 불구하고, 관련 법률의 개정안이 국회에서 통과되지 않은 상황에서 올해 4월 한라그룹에 의해 대규모 순환출자가 자행되었다. 이 과정에서 민간 자산운용사인 ‘트러스톤자산운용’은 약 3,000억원에 해당하는 기업가치가 유출될 것으로 예상되는 (주)만도에 대해 상당 지분을 갖고 있었다. 트러스톤자산운용은 한라그룹의 순환출자에 대항하여, 항의서한 발송·경영진과의 대화·소송 준비·주주제안 등 가능한 모든 방안을 강구하여 대처하였다. 최종적으로 비용과 실익을 고려하여 소송으로 비화되진 않았지만, 주주제안을 통해 임시주총을 개최하여 이사회에 독립적인 사외이사를 진출시키는 성과를 거두었다. 이 과정에서 주주행동주의에 임하는 트러스톤자산운용의 진정성이 국민연금을 비롯한 크고 작은 연기금으로 하여금 연대하도록 만들었다. 이 사례는 뮤추얼펀드가 주주행동주의를 실행한 국내 최초의 사례이며, 아울러 진행과정에서 기관투자자들의 자발적인 연대가 일어났다는 점에서도 그 의의가 자못 크다. 따라서 향후 케이스 스터디를 통해, 기관투자자들의 주주권 행사를 위한 토양이 척박한 우리나라에서 위와 같은 주주행동주의가 일어날 수 있었던 배경을 분석해 봄직하다.

끝으로, 본고는 해외 시장에서 일어나고 있는 기관투자자들의 연대활동의 다양한 형태를 수집하는 데에 주안점을 두었기 때문에, 개별 케이스에 대해서는 깊이 있는 분석이

다소 부족하였음을 밝힌다. 향후 해외 기관투자자들의 연대활동을 케이스별로 다루는 심층보고서가 작성된다면, 국내 자본시장에 적용할 수 있는 더 많은 시사점을 계속 발굴할 수 있을 것이다.

## 참고자료

- ISS, 2011, 「2011 U.S. Postseason Report」
- Ernst & Young, 2012, 「2011 Proxy Season Review」
- Ernst & Young, 2012, 「Four Key Trends of the 2012 Proxy Season」
- Ernst & Young, 2013, 「Proxy Season 2013 Preview」
- Hedge Fund Solutions, 2011, 「2011 Mid-Year Shareholder Activism Update」
- Laurel Hill Advisory Group, 2012, 「Proxy Season 2012 Review」
- Shareholder Rights Project, 2013, 「The Shareholder Rights Project 2012 Report」
- American Federation of Teachers, 2013, 「Ranking Asset Managers」
- The New York Times, 2006.1.15, 「Some mutual funds are joining the activist bandwagon」
- USA Today, 2007.4.13, 「All Business: Activist mutual funds」
- The Globe and Mail, 2010.9.27, 「Mutual funds take on more activist role as investors」
- The Wall Street Journal, 2011.7.23, 「Court overturns SEC's 'Proxy Access' rule」
- Financial Times, 2012.1.11, 「Investors embrace activist role」
- Pensions & Investment, 2012.4.30, 「Activist hedge funds catch eye of institutional investors」
- Bloomberg, 2012.7.19, 「Zombie directors should exit U.S. boardrooms」
- The Wall Street Journal, 2012.10.22, 「Business groups sue to block "Conflict Minerals" rules」
- Reuters, 2013.4.9, 「Activist investors find allies in mutual, pension funds」

SEC, 2010, 「Final Rules: Facilitating Shareholder Director Nominations」,  
<http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf>

SEC, 2012, 「Final Rules: Conflict Minerals」, <http://www.sec.gov/rules/final/2012/34-67716.pdf>

The Library of Congress, 2012, 「S.3468 - Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2012 (Introduced in Senate)」, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c112:S.3468.IS>:

Center for Effective Government, 2012.9.5, 「Sponsors of the Independent Agency Regulatory Analysis Act try to slip bill in under the radar」,  
<http://www.foreffectivegov.org/indep-agency-reg-analysis-act-under-radar>