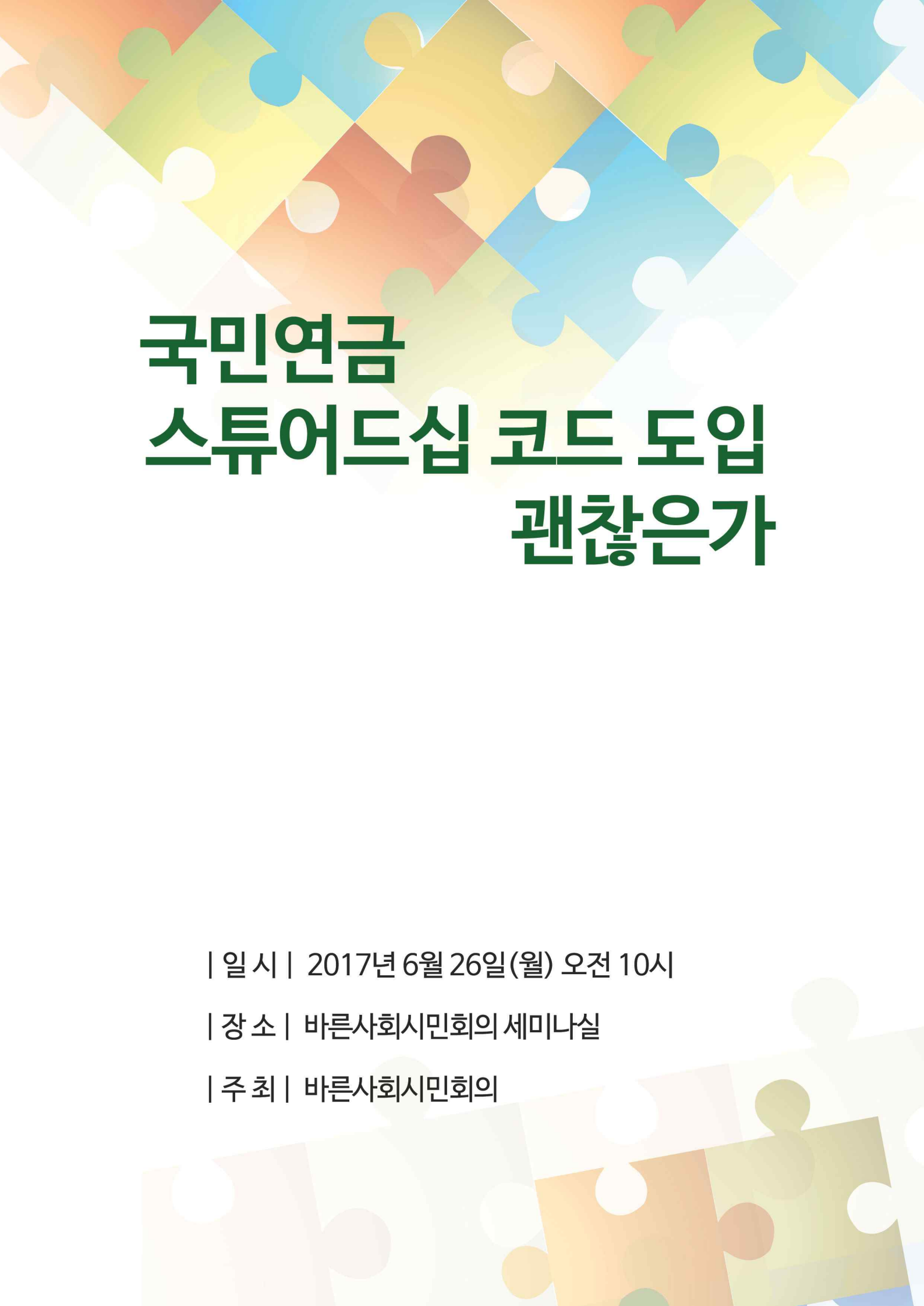




국민연금 스튜어드십 코드 도입 관찰은가

| 일 시 | 2017년 6월 26일(월) 오전 10시

| 장 소 | 바른사회시민회의 세미나실

| 주 최 | 바른사회시민회의

■———— 회 순 ————■

- 사 회

- 조 동 근 (명지대 교수)

- 주 제 발 표

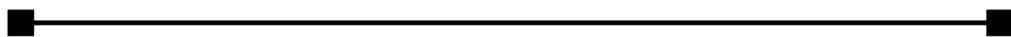
- 최 준 선 (성균관대 법학전문대학원 명예교수)

- 토 론

- 윤 창 현 (서울시립대 경영학과 교수)
- 최 완 진 (한국외대 법학전문대학원장)
- 김 이 석 (시장경제제도연구소장)

- 질의·응답

- 폐 회



■———— 목 차 ————■

■ 주 제 발 표

“국민연금 스튜어드십 코드 도입, 괜찮은가”

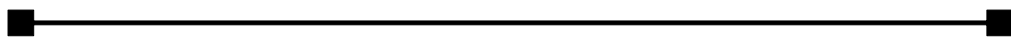
- 최 준 선 (성균관대 법학전문대학원 명예교수)

■ 토 론

- 윤 창 현 (서울시립대 경영학과 교수)

- 최 완 진 (한국외대 법학전문대학원장)

- 김 이 석 (시장경제제도연구소장)



<정책토론회>

국민연금 스튜어드십 코드 도입, 팬챗은가

주제발표

국민연금 스튜어드십 코드 도입, 괜찮은가

최 준 선
성균관대 법학전문대학원 명예교수

I. 서 언

문 대통령은 대선후보 공약집에서 △총수 일가에 의한 기업 불법·편법 지배 및 상속 △소액 주주 이익 침해 △사외이사 임면 등의 사안에 대해선 국민연금이 주주권을 적극 행사하도록 하겠다고 밝혔다. 이를 위해 주주권 행사 원칙과 기구, 절차를 법제화까지 하겠다고 약속했다. 바로 국민연금에 정치적 관여를 하겠다는 국민과의 약속이다. 이 점은 다른 대선후보의 공약과 별반 차이가 없었다.

이 공약을 의식해서인지 국민연금은 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」(Stewardship Code)에 참여를 결정했다. 국민연금으로부터 돈을 받아 대신 운용하는 자산운용사들도 잇따라 참여할 것으로 전망된다. 2017년 6월 8일 금융당국이 ‘스튜어드십 코드 법령 해석집과 해설서’를 배포한 이후 운용사들의 스튜어드십 코드 참여가 잇따르고 있다. 한국거래소 산하 한국기업지배구조원(CGS)은 사모펀드(PEF)인 ‘이상파트너스’와 ‘스틱인베스트먼트’가 각각 스튜어드십 코드 2호와 3호 참여기관이 됐다고 12일 밝혔다.¹⁾ 두 회사는 각각 자사 홈페이지에 “한국기업지배구조원의 ‘기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙’을 바탕으로 총 7개 원칙에 대해 책임을 이행하겠다는 내용을 공지했다. 두 회사는 앞으로 의결권과 주주권 행사는 물론 투자 대상 회사의 경영에 적극적으로 참여하기로 했다. 스틱인베스트먼트는 특히 대주주와 특수관계인의 거래(이른바 이사의 자기거래)나 제3자 자금 대여·담보 제공 등은 투자자의 사전 동의를 받도록 할 것이며 위반하면 손해배상을 청구하겠다는 등의 구체적인 이행 방안을 내놓았다.²⁾ 그러나 이사의 자기거래나 제3자 자금 대여·담보 제공 등은 이사회 고유의 권한인데, 주주의 동의를 받아서만 할 수 있도록 한다는 것은 이해하기 어렵다. 이런 일로 주주총회를 개최한다면 거의 매월 주주총회를 개최하여야 할 것이고, 기관투자자들의 동의를 받아야만 한다면 그것은 주주평등의 원칙 위반이 된다.

1) 제1호는 JKL Partners로 알려져 있다.

2) 운용사 ‘스튜어드십 코드’ 참여 잇따른다: 한국경제신문 김우섭 기자. 2016-02-13 A20면 .

이처럼 스튜어드십 코드의 시행은 뜻하지 않은 문제에 봉착할 수 있다. 먼저 스튜어드십 코드의 본질에 대한 검토 없이는 코드 시행의 타당성에 대한 논의는 불가능하므로 먼저 그 본질, 즉 스튜어드십 코드 시행은 무슨 의미이고 법적 성질은 무엇이며, 무슨 작용을 할 것인가에 대하여 먼저 살펴본다.

Ⅱ. 스튜어드십 코드(Stewardship Code)란

연기금과 자산운용사 등 기관 투자자들이 특정 기업의 주주로서 이행해야 할 사항들을 권고한 모범 기준을 말한다. 주주총회 의결권 행사뿐 아니라 경영진과의 대화, 이사 후보 추천 등이 여기에 포함된다. 기관투자자의 역할을 주식 보유와 의결권 행사에 한정하지 않고, 기업과의 적극적인 대화를 통해 기업 가치를 끌어올리는 것을 목적으로 한다. 스튜어드십 코드는 2010년 영국이 처음 도입했다. 현재까지 네덜란드, 캐나다, 스위스, 이탈리아 등 12개 국가가 도입해 운용 중이다. 아시아에서는 일본, 말레이시아, 홍콩, 대만 등이 운용 중이며, 미국은 이러 제도를 도입하지 않고 있으나 2018년부터 도입할 예정이다. 한국은 2015년 12월 2일 한국기업지배구조원이 한국판 스튜어드십 코드 초안을 발표했으며, 19대 대통령 선거에서 주요 대선 후보는 모두 이 제도의 도입을 공약으로 내세웠다.

Ⅲ. 법적 성격

스튜어드십 코드는 자산소유자와 자산운용사를 포함한 기관투자자들이 의결권 행사 및 경영관여 활동을 적극적으로 하고 그 내용을 보고·공시하도록 하는 일종의 가이드라인으로서 강제할 수 있는 법률(hard law)이 아닌 연성규범(soft law)으로서 자율규범이다. 문제는 이 아름다운 자율규범을 한국에서는 실제로는 규제당국이 이를 만든다는 사실이다. 나아가 자율규범인데도 이를 준수하지 않을 때는 법률에 없는 행정지도로써 본때를 보여 수범자를 길들인다는 데 있다. 이것은 결국 또 다른 규제가 된다.

코드는 기관투자자들이 자발적으로 따르는 ‘모범’ 기준이므로 강제성이 없어야 한다. 그러나 실제로 자율에 맡겨둔다면 한국에서는 아무도 신경쓰지 않을 것이고 결국은 잊혀질 것이다. 그러므로 한국에서는 강압적으로 시행될 가능성이 큰 것이다.

[유사 사례]

예컨대 한국 금융위원회는 2014년 제23차 금융위원회에서 「금융회사 지배구조 모범규준」을 보고하고 시행했다고 2014년 12월24일 밝혔다. 그런데 이 모범규준은 2015년 7월31일 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」로 탈바꿈하여 2016년 8월 1일부터 시행되고 있다. 금융위 스스로가 법률안 ‘참고사항’에서 밝힌 바, 이 법률은 금융회사의 건전한 경영을 유도하기 위한 규제 8건을 신설하고 있다. 금융회사 지배구조를 개선한다는 이 법률의 입법근거를 “글로벌 금융위기 이후 전 세계적으로 금융회사의 바람직한 지배구조에 관한 중요성이 강조되고 있고, 금융회사의 이사회와 감사위원회의 역할 강화 등 금융회사의 지배구조에 관한 규율을 강화할 필요성이 제기됨에 따라, 이사회의 사외이사 비율, 임원의 자격요건 등 개별 금융업권별로 차이가 나는 지배구조에 관한 사항을 통일적이고 체계적으로 규정하여 금융업 간의 형평성을 제고하는 한편, 이사회와 감사위원회의 기능을 강화하고 위험관리위원회와 위험관리책임자를 두도록 함으로써 금융회사의 책임성을 높이고 건전한 경영을 유도하여 금융시장의 안정성을 유지하기 위한 제도적 기반을 마련하려는 것”이라 한다.³⁾ 그러나 본 법률상의 지배구조에 관한 내용이 상법상의 그것과 상이한 형태로 병존하고, 각 금융업종마다 업무특성을 고려한 고유의 법률이 이미 있는데, 굳이 지배구조와 관련된 내용만을 따로 모아서 일률적으로 통일할 필요가 있는지도 의문이다. 그럼에도 이 법률이 시행된 이후 한국의 모든 금융기관은 금융위의 통제아래 이 법률을 최고의 규범으로 삼고 있는 실정이다. 결국 연성법 또는 자율규범이라도 한국에서는 결국 강제적인 규제로 돌변한다는 것을 상징적으로 보여주고 있다.

스튜어드십 코드는 기관투자자에게 부과되는 기존의 ‘수탁자 의무’(fiduciary duty)와 구분하기 위해 ‘스튜어드십 책임’(stewardship responsibility)이라는⁴⁾ 새로운 개념을 채택하고 있다. 이 ‘스튜어드십 책임’이라는 용어에는 기관투자자를 비롯한 주주들이 투자대상회사에 관여하는 것은 권리(right)가 아니라 의무(duty)라는 뜻을 담고 있으며, 스튜어드십 활동은 투자대상기업의 재무적 경영성과 외에 전략설정, 지배구

3) 이 법률이 제정된 배경으로, 금융회사를 단기성과지향식으로 운영할 경우 발생할 수 있는 위험성, 제왕적 최고경영자(CEO) 이후의 경영권 승계절차가 불명확함으로 인하여 야기되는 시장에서의 신뢰도 하락과 회사의 안정성 저해 등이 극명하게 드러난 최근의 글로벌 금융위기가 원인이라고 한다. 김태진, “금융회사의 지배구조에 관한 법률(안) 주요 내용 검토”, 한국기업지배구조원, GCS 보고서 2012. 3. 4.

4) “Stewardship responsibilities” refers to the responsibilities of institutional investors to enhance the medium- to long-term investment return for their clients and beneficiaries ... by improving and fostering the 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.

조, 기업문화 전반으로 확장되는 특징을 보이고 있다(황인학, 2016). 국가가 스튜어드십 코드를 설정하고 이를 자산운용사들에게 준수케 함으로써 자산운용사들에게 이 의무를 강요하는 것이 아닌가 의심되는 상황이다. 의결권 등은 보통 주주로서의 권리로 설명되고 있는데, 타인자본의 법적 수탁자에게는 이것이 의무로 된다는 것은 분명 위탁자의 의사일 수 없다. 왜냐하면 자산운용사들이 수익률 제고라는 본질적인 업무는 제쳐둔 채 투자회사에 대한 의결권 행사나 지배구조 조사, 분석 등에 노력을 투입한다면 분명 많은 비용이 발생하는데 이 비용은 결국 위탁자에게 전가되기 때문이다. 따라서 이 stewardship responsibility는 위탁자의 명확한 의사가 없는 이상 투자위탁의 본질과는 무관한 의무일 수밖에 없다. 그럼에도 자산운용사들이 이 의무를 부담한다면 분명 강요된 의무일 수밖에 없는 것이다.

IV. ‘스튜어드십 코드’ 도입의 긍정적 효과: 주장과 그에 대한 비판

1. 영국 일본 등 12개국 국가가 이미 도입했고 미국도 도입 예정

[찬성론자] ‘스튜어드십 코드’ 도입 사례가 많아 이 제도의 도입이 글로벌 스탠다드에 일치한다고 주장한다.

[반 박] 스튜어드십 코드는 영국, 캐나다, 네덜란드, 남아공화국, 스위스, 이탈리아, 일본, 말레이시아, 홍콩 등이 시행하고 있다.⁵⁾

미국은 현재 이 제도를 도입하고 있지 않은데, 기관투자자 연합인 ISG (Investor Stewardship Group)가 2018년부터 이 제도를 도입한다고 예고했다. 미국은 근로자 퇴직소득보장법(ERISA)에 따라 주주권리 행사에 관한 지침이 있지만, 이와는 별도로 민간기구인 ISG는 2018년 1월 1일부터 시행하기로 하고, 기관투자자들이 고객 자산 관리를 위해 지켜야 할 대원칙을 여섯 가지로 제시했다. △고객 자산의 책임 관리 △주기적 지배구조 평가 △주주참여 활동 시 이해상충 관리 △제3의 의결권 자문기관 모니터링 △회사와의 건설적인 소통 △기관투자자들 상호 협력 등이다. 특히 투자대상 회사의 지배구조를 주기적으로 평가하고 그 결과를 고객에게 공시해야 한다는 점이 명시되어 있다.

5) 황인학, “기관투자자의 책임에 관한 스튜어드십 코드(Stewardship Code)의 본질과 쟁점”, 한국경제연구원 정책연구 2016-19, 2016. 10. 24., 10면 참조.

2. 외국인 투자자에 비해 미흡했던 국내 기관투자자의 적극적 의결권 행사의 기대

[찬성론자] “한국이 스튜어드십 코드를 도입하는 건 다른 나라보다 더 큰 의미를 갖는다”고 한다. “자산운용사 보험사 등 여러 금융회사들이 산업자본에 속한 탓에 자금을 맡긴 고객과 이해상충 가능성이 크기 때문”이라고 한다.

[검 토] 이러한 주장은 금융회사들이 산업자본에 속한다는 것이 한국만의 현상은 아니라는 것을 간과하고 있다. 미국도 금산분리원칙을 시행하고 있으나 GE의 경우 100% 중간지주회사를 통하여 종합금융회사를 다수 운영하고 있다. 일본도 20% 범위 내에서 은행지분을 소유할 수 있고 이를 초과하려면 금융청 장관의 사전인가를 받아야 한다. 영국은 은행지분에 대한 직접적 소유제한은 없고, 지배주주에 대한 적격성 승인제도만 갖추고 있다. 독일에서도 제1차 세계대전 이후 은행의 산업자본 지배체제가 정착되어 왔으므로 논외로 해야 한다. 따라서 독일은 영국과 마찬가지로 은행 지분 소유를 직접적으로 제한하고 있지는 않다. EU의 경우는 EC Second Banking Directive에 따라 대부분 은행산업을 통일적으로 규제하고 있기는 하지만 금산분리를 규정하지는 않는다. 산업자본의 은행 지분 소유 제한을 두는 나라는 호주, 이탈리아(15%), 캐나다(10%) 정도이다. “영국, 아일랜드 등의 전면 허용그룹(14개국), 일본, 멕시코 등 사전승인부 허용그룹(7개국), 미국, 호주 등 사실상 금지그룹(7개국)”으로서 “사실상 우리나라는 규제강도가 가장 심한 사실상 금지그룹에 속하고 있다.”는 평가이다(대한상의, 2007). 한국은 은산분리로 인터넷 전문은행도 제대로 기능할 수 없는 코메디 같은 상황이 벌어지고 있다. 산업자본이 증권, 보험업은 겸영할 수 있으나 이것도 한국에만 그런 것이 아니다.

주요국 금산분리 규제현황

규제강도	조건	국가
허용 제한 불허	제한 없음	덴마크, 에스토니아, 핀란드, 스웨덴, 스위스, 프랑스, 터키, 폴란드, 영국, 룩셈부르크, 나이지리아, 인도네시아, 파키스탄, 브라질, 콜롬비아, 파나마, 인도
	대주주 적격성 심사	오스트리아, 바레인, EU지침(부적절한 기업이면 10%까지만), 독일, 그리스(EU지침 따름)
	정부의 사전 승인	아르헨티나, 벨기에, 버뮤다, 볼리비아, 우루과이, 뉴질랜드, 아일랜드(5% 이상 보유 시 중앙은행에 사전통보), 이스라엘(중앙은행의 사전 승인)
	일정한도 초과 시 정부의 사전 승인으로 보유	일본, 호주, 체코, 라트비아, 포르투갈, 싱가포르, 러시아, 페루, 노르웨이, 이집트, 중국, 루마니아, 홍콩, 베네수엘라, 네덜란드, 스페인
	조직 제한	필리핀
	소유한도 설정	캐나다(규모에 따라 20%, 75%, 100% 소유가능), 미국(25% 한도), 이탈리아(15% 한도), 한국(9% 한도)
	-	칠레, 남아프리카 공화국

자료 | 전경련(2008) 재인용, Institute of International Bankers, Global Survey 2007 : Regulatory and Market Developments, October 2007 : 21-35

<출처: 인터넷 공개자료>

소유기업 종류	설립형태	인터넷전문은행 사례 (괄호는 본점 소재 국가)
은행-타업종	통신업체 제휴	Jibun Bank(일본)
	포털업체 제휴	The Japan Net Bank(일본)
비은행 금융회사	증권: 브로커리지 서비스 확장	Charles Schwab Bank(미국), Daiwa Next Bank(일본)
	보험: 저축예금 공략	EGG Bank(영국), ING Direct(네덜란드), Sony Bank(일본)
	카드: 지급결제 서비스 확장	American Express Bank(미국)
산업자본	유통: 기존 고객기반 활용	Sony Bank(일본), Tesco Bank(영국), Seven Bank(일본), AEON Bank(일본), Rakuten Bank(일본)
	자동차: 자동차금융 특화	BMW Bank(미국, BMW), Ally Bank(미국, GM), VM Bank(독일), Mercedes-Benz Bank (독일)
모험자본	특화 영업모델	Fidor Bank AG(독일), Aldermore, CC Bank(영국), Holvi(핀란드)

<출처: 인터넷 공개자료>

[찬성론자] “산업자본으로부터 독립된 금융회사도 기업의 자금 조달과 운용을 지원하다 보면 ‘을’의 관계에 놓이기 일쑤다. 국내 기관투자자들이 기업의 눈치를 보게 된 배경이다. 세계 3대 연기금으로 성장한 국민연금조차 최근 삼성물산과 제일모직 합병에 관한 의결권을 행사할 때 외부 영향을 받았다는 비판을 받기도 했다.”고 한다.

[검 토] 산업자본으로부터 독립된 금융회사가 기업에 비해 을이라는 논리는 수긍하기 어렵다. 기업이 甲이고 은행이 乙이라는 것을 어떻게 이해해야 하는가. 햇빛 날 때 우산 빌려주고 막상 비 오면 우산 뺀 것이 은행이 아니던가?

[찬성론자] “국내 기관투자자들의 이해상충 문제와 선관의무 불이행은 의결권 행사에서 극명하게 나타난다. 한국기업지배구조원 분석에 따르면 지난 수년간 국내 기관투자자들의 주주총회 안건 반대 비율은 1% 안팎에 불과하다. 반면 외국인 투자자들은 8% 안팎의 반대율을 보이고 있다. 기관투자자들이 계속 기계적으로 주총 안건에 찬성만 한다면 국내 기업의 지배구조는 개선되기 힘들다.”고 한다.

[검 토] 우선 「국민연금 의결권 행사내역」을 보면 2017년 1월부터 4월까지 국민연금이 주식을 보유하고 있던 내국 회사 수는 756개 회사였고, 그 중 594개 회사 주주총회에 적극 참여했다. 안건 2,635건에 대하여 의결권을 행사했으며, 찬성은 86.72%, 반대는 13.07%였다. 국민연금 외의 다른 기관들도 적극적으로 의결권을 행사해야 한데, 그렇게 해야 할 의무는 없다. 자금을 위탁한 고객이 그런 것을 요구하지 않았기 때문이다. 이것을 법률로 강제할 명분도 없다. 그러므로 최선의 방법은 자율규범뿐이다.

그런데 의결권과 같은 주주권을 대신 행사하려면 운용사 직원이 다수 동원되어 의안을 분석하고 종합하며 회사에 미치는 영향 등을 평가하려 회의하고 직접 실행(총회 참석 및 의결권 행사)하여야 한다. 고객이 부담하는 돈으로 고객의 수익률 제고라는 본질적인 문제를 제쳐두고 본질이 아닌 일에 인력과 시간을 투입하여 결과적으로 고객의 수익률이 저하되고 비용이 증가하게 될 것이 뻔한데, 오히려 이것이 수탁자의 책임을 다하지 못하는 것이 된다. 수탁자의 책임을 다하려면 스튜어드십 코드 같은 것은 무시하고 본업에 충실하여야 한다. 지배구조가 나쁜 기업, 대주주가 사익을 편취하는 기업에는 투자하지 않으면 된다. 투자할 기업은 널려있다. 스튜어드십 코드가 기관투자자로 하여금 투자 기업의 구조까지 바꿀 사명감을 갖도록 강요하는 것은 투자자의 돈으로 펀드의 수익률 제고와는 상관없는 일을 하도록 강요하는 것이며, 이는 기관투자자를 통한 투자자의 금전적 이익을 해친다. 즉, 펀드에 투자한 자를 벌금을 매겨 처벌하는 것이다.

3. 오너 일가 사익추구 등 소액주주의 재산권 침해 방지

[찬성론자] “지난 수십 년간 국내 상장기업의 경영은 지배주주 가족이 주도했다. 창업주들의 기업가정신과 능력이 기업 발전과 국가 경제의 성장에 크게 기여한 것은 인정한다. 하지만 창업세대가 물러나고 승계 과정에서 이뤄진 사익 추구 행위들은 국내 기업의 발목을 잡고 있다. 일감 몰아주기, 유가증권 저가 발행, 목적이 불분명한 계열사 간 합병 등은 오너 가족의 사익을 위해 소수주주의 재산권이 침해된 대표적인 사례다.”고 주장한다.

[검 토] 아마 오너 일가 사익추구 등 소액주주의 재산권 침해 방지가 스튜어드십 코드 도입의 가장 중요한 목표라고 생각된다. 스튜어드십 코드의 도입으로 이 목적은 조금 달성할 가능성이 있다. 다만, 이것을 맹신하여서는 곤란하다고 본다. 시장의 기능이 완전히 상실했다면 이와 같은 인위적인 조치도 필요할 것이지만, 적어도 시장 기능이 살아있는 상태에서는 이와 같은 조치는 부작용만 가져올 가능성이 크다.

또한 위의 논리는 한국에서 가업승계 프로그램이 전혀 마련되어 있지 않고 오히려 65%의 가혹한 상속세법의 규정으로 창업의욕과 기업가 정신을 말살하고 있다는 것을 역으로 증명하고 있는 것이다. 오죽했으면 이렇게라도 하겠는가에 대한 반성은 전혀 없다. 평생 피땀으로 일군 기업을 국가에 헌납해야 하며, 기업가가 일생을 걸었던 결과물을 사랑하는 사람에게 이전시킬 기쁨을 박탈하며, 올바르게 쓰일지 어떨지 알지도 못하는 곳에 바쳐야 한다는 기막힌 현실은 왜 도외시하는가. 사익추구는 공정거래 위원회가 엄밀하게 감시하고 있고, 회사법상 수많은 제도가 보장되어 있다. 그것을 이용하면 충분하다.

영국이 처음으로 코드를 도입한 것은 2008년 글로벌 금융위기가 주주, 특히 기관투자자의 무관심에서 비롯됐다는 판단에 따라 2010년에 도입하였다. 기관투자자가 금융회사 경영진의 잘못된 위험 관리를 견제하지 못했기 때문이라는 지적에서다. 이와 같이 영국은 ownerless corporation 문제를 해결하겠다고 Stewardship Responsibility를 도입했는데, 한국은 반대로 CMS구조를 깨겠다고 하는 것은 이 코드의 의미를 오해한 것이 아닌가 한다. 영국 주식시장에서 기관투자자 차지하는 비중이 55.6%로 매우 높기 때문에 정책당국에서는 상장기업에 대한 기관투자자의 영향력을 활용하면 영국회사의 주인 없는 경영의 문제, 단기실적주의 폐해를 바로잡을 수 있다고 기대했던 면이 있으나, 한국은 영국과는 상황이 전혀 다르다. 한국은 기관투자자 비중이 17%에 불과하다. 또한 영국은 판례법국가이기 때문에 연성규범이 발달했지만 한국은 연성규범은 거의 의미가 없고 강행규범(강행법률)이 발달하고 있다.

4. 지배구조 투명화로 주가 상승 및 자본시장 건전성 개선

[찬성론자] “나쁜 기업지배 구조로 인한 사회적 비용은 천문학적이다. 국내 상장기업의 평균 주가수익비율(PER)은 10배 내외에 머무르고 있다. 반면 미국 등 선진국 상장기업의 PER은 20배를 넘고, 동남아 국가도 15배에 달한다. 국내 기업의 PER이 15배로 상승하면 국내 증시의 시가총액이 650조원 이상 늘어난다. ... 코드 이행의 대상이 되는 기업의 변화도 중요하다. 국내 기업의 지배 주주는 외부 주주에 의한 경영 감시를 극도로 싫어한다. 상장기업의 94%가 독립적인 사외이사 선임 가능성을 끌어올리기 위해 도입된 ‘집중투표제(cumulative voting)’를 정관에서 배제한 것이 그 증거다. 선진국의 경우 경영자들은 이사회를 통해 끊임없이 견제를 받고 심지어 적대적 인수합병(M&A)에 의해 경영권이 바뀌기도 한다.

기관투자자의 주주 행동주의는 이미 세계적으로 확산되고 있다. 연기금이 기업 경영에 목소리를 높이면 연금 가입자인 근로자의 목소리가 커진다는 우려 역시 선진국에서는 일어나지 않았다. 오히려 국내 기관투자자들이 몸을 사리는 사이 국내 기업에 대한 외국인 투자자들의 목소리만 커지고 있다. 스튜어드십 코드가 도입되면 이런 문제도 점차 해결될 것이다. 국내 기업의 지배구조는 개선되고 자본시장도 더욱 건강해질 것이다.”고 한다.

[검 토] 스튜어드십 코드를 도입하면 국내 상장기업의 평균 주가수익비율(PER)이 10배 내외에 머무르고 있는 현재의 상황이 더 나아질 수 있을지는 미지수인데, 이것은 어디까지나 희망사항이다. 스튜어드십 코드를 도입하면 주가상승 및 자본시장의 건전성이 개선된다는 논리는 일본의 예를 따른 것으로 보이는데, 일본은 상장사의 자기자본이익률(ROE) 개선을 위해 2014년 스튜어드십 코드를 도입했으며 지금까지 214개 기관투자자가 참여했다. 필자는 일본에서 Shareholder Service를 담당하는 두 기관과 일본 경단련을 방문하여 조사를 한 바 있다. 일본에서는 많은 자산운용사들이 코드에 가입했지만 자신들의 투자에 보조수단으로 활용할 뿐, 크게 신경을 쓰지 않는다고 솔직히 고백하였다. 그런데 금융위원회는 일본에 대해 “기관투자자의 활발한 주주활동으로 기업들이 자사주 매입을 늘리고, 배당을 확대해 증시를 20년 장기 박스권에서 탈피시켰다”고 평가했다. 이에 반해 전국경제인연합회 등은 지난해 ‘스튜어드십 코드 도입에 대한 경제단체 공동건의’에서 “코드 도입 및 시행 이후 일본 상장사의 ROE는 변화가 없다”며 “실효성이 불분명하다”고 주장했다. 현재 KOSPI 지수가 사상 최대인 2400에 육박하고 있다. 이것이 과연 스튜어드십 코드가 도입되었기 때문인가?

2010년에 코드를 제정한 영국의 경우에도 2015년말 기준 스튜어드십 코드에 가입한 기관의 준수율이 “코드를 도입한 300개 기관투자자 중 실제 이를 준수하는 곳은

30개에 불과하다”고 하며, 겨우 10%에 불과하다(원종현, 2016). 코드를 주관하는 영국 FRC에서도 2014년 보고서에서 코드에 가입한 기관투자자들 대부분이 코드 준수에 실패하고 있다고 진단했다(Wong, 2015).

‘집중투표제’(cumulative voting)를 정관에서 배제한 것은 법률이 이를 허용하고 있기 때문이며, 실제로 집중투표제도를 시행하고 있는 나라도 미국의 7개 주, 러시아, 멕시코 및 칠레 정도이다. 주주행동주의는 이미 세계적으로 확산되고 있는 것을 찬미하는 것도 한탕주의, 치고 빠지는 행태까지도 찬미하는 것이 아닌지. 이런 행태가 지배구조 개선 및 자본시장도 건전화로 이어진다는 주장이 과연 얼마나 설득력이 있는지 의문이다.

5. 주주행동주의의 발호에 기여하는 역작용이 우려된다.

스튜어드십 코드는 2008년 글로벌 금융위기 직후 위기의 원인으로 지목받던 주식시장의 단기 실적주의를 개선하기 위해 영국에서 처음 도입되기 시작했다. 기관투자자들이 장기적 관점에서 기업 경영에 관여하도록 해 단기주의를 개선하겠다는 것이다. 그러나 기업지배구조개선이라는 큰 목소리를 내지만 내심으로는 장기실적에는 관심이 없고 단기수익제고와 치고 빠지기의 달인인 주주행동주의자들만 발호하게 만들 것이다.⁶⁾ 스튜어드십 코드는 투기자본의 경영 개입을 정당화시키고 단기주의를 더욱 악화시키고 기업의 장기 성장 동력을 떨어뜨릴 것이다(신석훈, 2017). 투기자본이 아니라도 기관투자자들이 경영에 관여하여 환경, 사회, 지배구조(ESG) 관점에서 관여활동을 하기 시작하면 투자대상회사의 경쟁력과 성과에 오히려 마이너스가 될 것은 자명한 것이다. 기관투자자라고 해서 장기투자자란 보장도 없고, 주주총회 시점에서의 투자가일 뿐인데, 이들에게 무리하고 과도한 요구를 하는 것일 가능성이 크다. 즉, 기관주주들이 계속해서 단기 차익 거래를 선호하는 상황이라면 코드는 의미가 없고 효과도 없다. 한국은 2014년 기준 주식거래 회전율이 연간 106%로 중국(243), 터키(178), 미국(164), 사우디아라비아(119), 일본(109)에 이어 세계에서 여섯 번째로 단기

6) 미국 행동주의 투자자 넬슨 펠츠가 이끄는 트라이언펀드 2017. 6. 12. 제프리 이멜트 제너럴일렉트릭(GE) 최고경영자(CEO) 4년 조기 퇴진시킴. 2017. 5. 10. 마리오 롱기 US스틸 CEO 해임. 2017. 5. 19. 마크 필즈 포드자동차 CEO 3년 만에 사임. 존 매키 홀푸드 창립자 겸 CEO는 펀드 요구로 아마존에 회사 매각. 2001년 절반 이상의 미국 상장기업에서 CEO가 이사회 의장을 겸했지만, 2016년엔 두 직위를 겸한 사람이 10%에 불과. CEO 위에 이사회 의장이 존재. 행동주의 펀드는 2010년 100여 개 회사 주식을 보유했지만 2015년엔 300여 개사가 이들의 표적. 기업 상장시장 위축 1997년 7507개에서 2015년 3766개로 감소. 포이즌필이나 차등의결권주식 없이는 방어 불가능(한경 김현석 기자).

투자 성향이 높은 수준이다(World Bank).

6. 강제성 여부

한국은 soft law로서 자율규범인 코드조차도 결국은 강제되는 속성이 있다. ‘모범’을 따르지 않는 행위는 어느 순간 비정상적 행위로 인식돼 결국에는 따를 수밖에 없게 된다.

외국은 다르다. 필자가 접한 문헌에 따르면 영국에서도 기관투자자들의 다양성을 고려하지 못해 실효성은 크지 않으면서 기업과 기관투자자들에 부담만 줄 것이라는 비판이 제기되고 있다고 한다.

7. ‘스튜어드십 코드’의 내용상 문제점

‘스튜어드십 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 있다. 이와 같이 어떤 문제인지 특정하지 않고 ‘문제 있는’이사의 연임에 반대하는 의결권행사, 나아가 (사외) 이사·감사후보의 추천 등의 사안을 구체적으로 열거하는 나라는 한국이 유일하다(황인학, 2016). 이와 같이 기관투자자의 기업에의 관여를 의무화하는 것은 관치금융(官治金融)을 넘어 관치기업(官治企業)의 극단이라 할 수 있다. ESG(환경, 사회, 지배구조)를 Stewardship Responsibility의 범위에 넣은 것도 지나친 것이다. 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 강조하고 있다. 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 설명되고 있다(황인학, 2016). 스튜어드십 코드 원칙 7 안내지침에 따르면 “기관투자자는 논의와 토론을 활성화하고 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 성공적인 주주활동 사례 등에 대한 경험과 의견을 나누고 학습함으로써

써 주주활동의 질을 향상시킬 수 있다”고 규정하고 있다. 이는 특정 기업에 대한 단체행동을 부추길 우려가 크다.

나아가 금융위는 총 64페이지에 이르는 스튜어드십 코드 관련 ‘법령해석집’을 발간하여 배포하였다. 내용을 보면 미공개 중요정보 이용 및 시장질서교란행위 문제, 주주활동을 통해 취득한 정보의 공정공시 대상여부 문제, 주식대량보유 보고문제, 회사나 그 임원에 대한 사실상 영향력의 행사, 주주활동 유형별 보유목적 판단, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관변경기관투자자와 계약 맺은 제3자의 주주활동, 기관투자자간 협의 시 의결권 공동행사 해당여부, 포럼 형성 시 주식 공동보유 해당여부, 동일 자문기관 이용 시 주식 공동보유 해당여부 등에 관하여 상세히 규정하고 있다. 스튜어드십 코드에 참여하면 반드시 이 해설서의 내용을 충분히 숙지하여야 하고, 그렇지 않으면 상당히 곤란한 처지에 빠질 수 있다. 이것은 스튜어드십 코드 참여 자산운용사에게 상당한 부담으로 작용하는 것으로, 코드가 단순히 자율규범의 범위를 벗어나서 상당한 규제를 가하는 것으로 볼 수 있다.

8. 집행조직

한국형 스튜어드십 코드는 표면상으로는 민간기구인 한국기업지배구조원이 이를 제정한 것으로 되어 있고, 시행주체 역시 이 기관으로 되어 있다. 그러나 사실상 코드 시행은 규제당국이 주도하기 때문에 코드가 도입되면 기관투자자와 상장회사 모두에게 상당한 부담이 될 전망이다. 그리고 한국기업지배구조원이 이를 준수하도록 Shareholder Service까지 제공한다고 한다. 문제도 출제하고 그에 대한 답도 미리 제공한다는 것이다. 그러니 객관성을 의심할 수밖에 없다. 이 기관은 한국거래소가 출연하고 한국투자금융협회 등 여러 기관이 연회비를 납부하여 운영하고 있는 조직이지만, 정부(금융위)로부터의 독립성이 매우 의문스러운 조직이다.

V. 국민연금의 ‘스튜어드십 코드’ 참여의 부정적 효과

1. 국민연금의 투자자산 운용 목표는 투자자 이익극대화에 두어야 한다.

자산운용사들은 기본적으로 재무적 투자자로서⁷⁾ 수익성과 안정성을 우선적 목표로 해야 하며, 그것이 위탁자의 진정한 의도임을 잊어서는 안 된다. 기관투자자가 추구하는 최상의 가치는 기금을 투자 운용하면서 수익성을 최대로 유지하는 것이다. 기관투자자들에게 가장 중요한 것은 이익극대화, 즉 수익률 제고이다. 위탁자의 관심은 오직 그것뿐이라고 해도 과언이 아니다. 이를 위해서는 주주행동주의도 개의치 않는다. 이익극대화 외에 기업 경영에까지 적극 관여가 과연 투자자가 위임한 것인지, 또 그렇게 하는 것이 그 투자자에게 진정으로 이익이 되는지는 알 수 없는 것이다. 적극적인 주주권의 행사와 오너 경영진에 대한 견제가 코드의 궁극적 목표이고, 이렇게 하면 주가가 오른다고 보는 것이 코드의 핵심이다. 이는 주주행동주의자 내지 헤지 펀드들의 전형적인 수법이다. 그러나 국민연금이 주주행동주의자나 헤지 펀드들과 동격으로 행동하는 것은 윤리적으로도 비난받을 수 있을 것이다.

또한 모든 기관투자자들은 자신 만의 투자 전략 및 비즈니스 모델을 갖고 있고, 이것은 이익 극대화를 위한 최선의 know-how를 조립한 것이다. 기관투자자가 투자한 수많은 기업의 경영 상황을 개별적으로 파악하고 관여해야 할 경우 상당한 노력과 비용이 수반된다. ISS (Institutional Shareholder Services Inc.)나 한국기업지배구조원이 이미 기업분석 및 조사 정보를 가져다 쓸 경우에도 비용은 내야 한다. 이 비용은 결국 위탁자의 부담이다. 그 비용을 위탁자들에게 전가하는 것이 수탁자인 기관투자자의 책무인가. 분명 그들은 본업을 제쳐두고 엉뚱한 일에 정력과 인력과 시간과 비용을 위탁자의 이름으로 낭비하고 있다고 하겠다. 지배구조가 좋지 않은 기업, 배당이 없는 기업에는 처음부터 투자하지 않으면 된다. 그것이 시장의 힘이다.

스튜어드십 코드가 궁극적으로 기업과 사회의 장기적 가치 증진을 가장 중요한 목표로 설정했음에도 불구하고 이 목표와 관련된 구체적 내용이 없다는 점(황인학, 2016)은 이 코드가 무의미하다는 것을 보여주는 치명적 약점이다.

7) 금융위원회는 2017. 6. 8. 스튜어드십 코드 법령해석집과 해설서를 발표했다. 여기서 “제도 참여만으로 ‘경영 참여’ 목적의 투자자로 분류되지 않는다”고 해석했다. 다만, 회사 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자가 배당 정책 변경을 요구할 경우 경영 참여 목적으로 분류한다는 해석은 논란이 될 전망이다. 한 자산운용사 임원은 “투자자 수익을 높이기 위해 배당 확대를 요구하는 것과 경영 참여에는 큰 차이가 있다”며 “배당 확대를 위한 주주 활동이 위축될 것”이라고 지적했다.

2. 공적연금은 정치적 영향력에 노출될 우려가 크다.

찬성론자는 국민연금이 의결권을 행사할 때 외부 영향을 받았다는 비판을 받기도 했다고 한다. 그러나 이것은 국민연금이 기업의 주주총회에 참여하였기 때문에 발생한 부작용이다. 애초 국민연금이 의결권을 행사할 것을 강요하는 사회적 분위기가 없었다면 국민연금이 굳이 삼성 주총에 참석할 일도 없었을 것이다. 지금 찬성론자들은 국민연금이 더욱 더 기업의 주총에 참여하여 감놔라, 배놔라 해야 한다고 주장한다. 그렇게 하다보면 국민연금 자체 결정이든 외압을 받았든 어떤 식으로든 기업의 본질 - 주주이익의 극대화와는 상관없이 정책적 결정을 할 수밖에 없는 것이다.

문재인 대통령은 대선후보 공약집에서 발표한 대로 총수 일가에 의한 기업 불법·편법 지배 및 상속 소액 주주 이익 침해 사외이사 임면 등의 사안에 대해선 국민연금이 주주권을 적극 행사하도록 하고, 이를 위해 주주권 행사 원칙과 기구, 절차를 실제 법제화까지 한다면, 국민연금은 ‘공공기관’인 동시에 공적연금이기 때문에 주주권 행사가 정치적 영향력에 노출될 수 있어 가입자 이익이 아닌 다른 목적을 위해 코드가 활용될 수도 있다. 국민연금은 이미 연못 속의 고래이다. 국민연금이 민간 기업 경영에 관여하도록 하는 것은 신중해야 한다(신석훈, 2017). 국민연금이 기업경영에 깊숙이 간섭하기 시작하면 바로 자본가가 없는 자본주의인 연금사회주의(pension fund socialism)가 실현된다. 정부가 국민의 저축을 무기로 기업을 통제하려는 것은 “官治의 申毒”이 도를 넘는 것이다. 기업을 지배할 정도의 세력을 가진 경우 오히려 중립을 지키는 것이 연기금의 도리이다. 국민연금이 결정하면 중소 기관투자자는 무조건 가세할 수 있다. 그 경우 ‘의결권 쏠림현상’이 크게 우려된다. “국민연금이 재벌을 규제하는 도구로 이용될 가능성이 있다.”(신석훈, 2017)는 말이 예사로 들리지 않는다.

<정책토론회>
국민연금 스튜어드십 코드 도입, 괜찮은가

토론

국민연금 스튜어드십 코드 도입, 괜찮은가(1)

윤 창 현
서울시립대 경영학과 교수

■ 스튜어드십 코드의 도입이 추진되면서 많은 논의가 진행 중임

■ 스튜어드십 코드 자체는 연성규범으로서 자율규제 형식을 취하고는 있으나 최근 정책 분위기와 연결하여 많은 부분을 짚어볼 필요가 있음

■ 주주행동주의가 일반화 되면서 월스트리트룰(WallStreet Rule)이 퇴조하고 있음

- 오를 것 같은 주식을 사들이고 떨어질 것 같은 주식은 매각하는 방식으로 접근하는 것이 수익성에는 도움이 될 수도 있음
- 오를 것 같은 주식을 사들여서 오르지 않으면 오르게 만드는 것은 부담스러울 수 있음
- 기관투자가가 돈을 맡긴 고객을 위해 서비스를 하는 차원에서 접근하는 것이 바람직 한 것으로 보이는 바 지나친 간섭이나 방향제시가 부담스러운 면이 있음
- 소위 공익이라는 명분으로 기업에 대한 압박이 이루어지면 다른 부작용이 있을 수 있다는 점에서 조심스런 접근이 필요함

■ 연금사회주의

- 노령화로 인해 연기금의 규모가 상당히 커지면서 영향력이 확대되는바 국민연금의 경우 사실상 대부분의 국민들이 가입자인 점을 감안하면 정부와 국회의 입김이 자꾸만 커지는 상황임.
- 국민연금이라는 이름에 붙어있는 국민이라는 단어가 주는 무게로 인해 공적 역할을 수행해야 하고 정부와 국회의 통제를 받아야 하는 부분이 있지만 국민들이 바라는 것은 재벌개혁이나 지배구조개혁이 아니라 돈을 벌어서 노후생활에 도움을 주는 것임.
- 국민연금이 아니라 국민용돈이라는 식의 비판도 있는 것이고 보면 국민연금은

거창한 공적인 명분을 앞세우기 전에 수익을 화끈하게(?) 올려서 국민들에게 감동을 주는 것이 가장 중요한 역할임

- 국민연금의 공적성격에 편승하여 이를 이용하되 국민연금을 기업에의 압박수단으로 활용하고자 시도를 하기 전에 수익성부터 챙기는 것이 중요함
- 국민연금 운용의 독립성을 최대한 확보하고 나서 이러한 부분에 대한 고려를 하도록 하는 지혜가 필요한바 이러한 독립성이 확보가 되지 않으면 연금의 가입자인 근로자가 연금의 힘을 이용하여 기업 경영에 간섭하는 연금사회주의의 단점이 실현될 수 있다는 점에서 매우 조심스런 접근이 필요함.

■ 펀드자본주의

- 최근 좋은 종목을 골라서 투자하는 액티브 펀드의 시대가 저물고 있는바 이러한 펀드의 수익성이 날로 하락하면서 워렌 버핏 이후 훌륭한 매니저들이 등장하지 못하고 있음
- 이렇다보니 모든 종목을 대부분 편입하여 주가지수를 추종하면서 약간의 추가수익을 목표로 하는 “벤치마크 + 알파” 전략을 추종하는 패시브펀드들이 인기를 끌고 있음
- 블랙록 같은 펀드의 경우 패시브 펀드가 주종을 이루고 있음
- 이러한 펀드들이 여러 종목을 사들이는 경우 목표는 주가지수를 쫓아가기 위한 것이므로 해당 기업에 대해 별로 관심이 없고 해당 기업이 좋아서 매수하는 것도 아니라는 점임
- 이런 식으로 종목을 매입한 후 말 그대로 “엉겁결에 주주가 되고” 나서 이들 펀드들은 주주총회 시즌이 오면 해당 기업들의 주주총회 안건을 심의할 시간조차 없음.
- 이 경우 이 펀드들이 이용하는 기관이 ISS(International Shareholder Service)인데 이 기관은 펀드를 대신하여 기업들의 주주총회 안건을 점검하고 해당 안건에 찬성할 것인지 반대할 것인지를 정해서 통보하고 해당 펀드는 이들의 자문을 거의 그대로 수용하는 경우가 대부분임
- 최근 삼성물산 합병 이슈에 있어서 ISS는 합병반대로 의견을 내고 고객사들에게 통보를 하였는바 이는 엘리오토의 펀드의 입장과 같은 것이었음.
- 오랫동안 해당 기업을 경영하거나 지속적으로 주식을 보유한 주주들이 내리는 결정과 관심도 없고 애정도 없이 엉겁결에 주주가 된 펀드가 외부자문기관에 의뢰해서 내리는 결정 간에는 괴리가 있을 수도 있는 바 이에 대한 차등적 접근이 필요한 상황임

- 펀드 자본주의가 발달할수록 이들 펀드의 부당한 압력이나 단기적 관점을 극복할 수단이 필요한 데도 이러한 부분에 대한 조치는 별로 없는 실정임

■ 스튜어드십 코드 자체의 자율성과 연성규범적 성격은 인정되지만 이러한 흐름이 기업에 대한 부당한 수준의 압력으로 작용할 가능성에 주목을 하고 부작용을 최소화하기 위한 조치도 필요한 시점임.

국민연금 스튜어드십 코드 도입, 괜찮은가(2)

최 완 진
한국외대 법학전문대학원장

1. 기관투자자의 의결권 행사를 적극적으로 유도하기 위한 스튜어드십 코드가 제정되어 2016년 12월19일 공표되었다. 스튜어드십 코드는 연기금, 보험사, 자산운용사 등 기관투자자들이 기업의 의사결정에 적극 참여해 주주로서의 역할을 충실히 수행하고 위탁받은 자금의 주인인 국민이나 고객에게 이를 투명하게 보고하도록 하는 일종의 가이드라인이다. 한국지배구조원에 따르면, 현재 스튜어드십 코드 참여기관을 선언한 곳은 36개사인데, 연기금, 공제회는 아직 없고 자산 소유자로 위탁 운용사 선정과 관리 권한이 있는 보험사도 소극적이다. 현재 우리나라 스튜어드십 코드 참여기관은 1호인 JKL 파트너스(5월24일)를 비롯해 이상파트너스(6월7일), 스틱인베스트먼트(6월8일) 등 총 3곳으로 나타났다. 이 3곳은 모두 국내 사모펀드(PEF)이다.

한편, 지금까지 기관 투자사가 스튜어드십 코드 도입을 망설인 가장 큰 이유는 지분보유 공시의무, 이른바 ‘5%룰’ 때문이었다고 한다.(5%룰은 5%이상 보유자가 주주 제안권이나 임시주총을 소집하는 경우 ‘회사나 그 임원에 대한 사실상 영향력의 행사’ 즉 경영참여로 간주한다.) 5%룰을 지키려면 매매 종목을 수시로 공개해야 하는데, 자산운용전략을 그대로 노출시킨다는 지적이 있었기 때문이다. 그런데 금융위원회와 한국기업지배구조원이 지난 6월8일 배포한 스튜어드십 코드 관련 법령 해석집과 해설서에서 주식을 대량 보유한 기관 투자사의 공시부담을 줄여주는 내용을 담고 있다. 즉, 현재 자본 시장법 시행령에 경영참여를 목적으로 하는 기관 투자사의 경우, 5% 이상 보유중인 종목을 1% 포인트 이상 거래하면 5영업일 이내에 보고한다고 규정되어 있으나, 이번에 배포된 금융위 법령 해석집에는 특정 상장사의 지분을 5% 이상 보유해도 경영참여 목적이 아니라면 지분 변동이 있던 달의 다음달 10일까지만 보고하도록 부담을 경감하였다.

2. 스튜어드십 코드는 ‘해당기업이 싫으면 주식을 팔고 떠나면 된다’는 소위 월스트리트룰(Wallstreet Rule)과 달리 기업지배구조와 주주정책 개선을 위해 지속적으로 대화와 점검을 한다는 원칙이다. 소극적이고 내성적인 투자의 시대가 가고, 적극적이고 투명한 투자의 시대가 오는 것이다. 전문가들은 스튜어드십 코드가 본 궤도에 오르면 저배당, 취약한 지배구조로 대표되는 코리아 디스카운트(Korea Discount: 한국적 상황으로 인해 주가가 상대적으로 낮게 평가받는 현상)를 일정부분 완화하면서 한국 증시가 재평가받는 계기가 될 것으로 보고 있다. 스튜어드십 코드는 2010년 영국을 시작으로 캐나다, 스위스, 일본, 홍콩, 싱가포르 등 이미 10여개 국가가 도입한 바 있다. 우리나라도 금융위원회가 중심이 되어 2015년 3월 스튜어드십 코드 제정위원회가 출범한 이후 1년 9개월에 걸쳐 논의가 진행된 끝에 2016년 12월19일에 공개되어 공표된 원칙안은 2015년 12월 나온 초안의 틀은 유지한 채 일부 문구 조정을 거친 것이다.

3. 제정안은 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙으로 ①수탁자 책임 정책 공개, ②이해상충 방지정책 공개, ③투자대상회사에 대한 지속적 점검, ④수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련, ⑤의결권 정책, 의결권 행사 내역과 사유 공개, ⑥의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동 보고, ⑦수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보 등 7가지를 제시하고 있다. 즉, 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 7개 항목의 내용을 구체적으로 보면 다음과 같이 되어 있다.

①기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산의 관리자·수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.(수탁자 책임 이행 위한 정책 마련 공개)

②기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 그 내용을 공개해야 한다.(이해 상충 해결을 위한 정책 마련 공개)

③기관투자자는 중장기적인 회사가치, 그에 따른 투자자산 가치의 보존·증진을 도모할 수 있도록 투자 대상 회사를 주기적으로 점검해야 한다.(투자 대상회사 중장기 가치 제고위한 주기적 점검)

④기관투자자는 투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한

다.(수탁자 책임이행 위한 내부지침 마련)

⑤기관투자자는 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.(충실한 의결권 행사 및 행사시 내역과 사유 공개)

⑥기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.(이행 활동을 고객과 수익자에게 주기적 보고)

⑦기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.(수탁자 책임이행 위한 역량과 전문성 확보)

이러한 스튜어드십 코드는 연성규범으로서 주주활동에 있어 무임승차 문제를 완화하여 기업지배구조를 개선하고자 하는 현행법의 한계를 보완해주는 의미가 있다고 할 수 있다. 다만, 법상의 특례조항 및 해석 등의 가이드라인을 마련해 기존 법제도와 상충될 가능성을 최소화하기 위한 정책당국 차원의 노력과 점검이 필요할 것이다. 이와 관련하여 재계(정우용 상장회사협의회 전무)에서는 ‘기관투자자의 활동이 경영에 대한 간섭으로 이어지면 곤란하다면서 기관투자자의 적극적 관여가 활성화될 경우 기관투자자들 중 일부는 경영진과 소통할 때 대중이 모르게 사적으로 우려와 비판을 전달하는 방식을 선호할 가능성이 높다면서 의결권 자문기관의 영향력이 확대되는 만큼 의결권 자문기관에 대한 규제를 신설해야 한다’고 주장하고 있다.(파이낸셜뉴스 2016년 12월6일 화요일 16면 증권) 참조.

4. 주식회사의 주주가 회사에 대해 갖는 지위를 주주권이라고 하며 이를 근거로 주주는 회사에 대해 여러 가지 권리를 행사할 수 있다. 우리나라의 경우에는 상법 및 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)에서 주주의 주주권을 보장하고 있다. 이 가운데 국민연금기금이 요구받고 있는 주주권 행사는 법적인 의미에서 주로 소수 주주권과 관련되어 있으며, 소수주주권에는 의결권, 대표소송 제기권, 증권관련 집단 소송, 주주제안권 등이 포함된다. 참고로 한국지배구조원이 2013년과 2014년 상반기에 개최된 유가증권시장 상장회사 정기주주총회 안건에 대한 민간 기관투자자(2013년 84개사, 2014년 82개사)의 의결권 행사 공시내역을 분석한 결과에 의하면, 경영진이 제안한 안건에 1건이라도 반대한 기관투자자는 2013년에는 84개사 중 20개사, 2014년에는 82개사 중 22개사에 불과하고, 2015년에는 자산운용사 중 52.5%, 보험사

92%,가 아무런 반대 의사표현을 하지 않은 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 국내 민간 기관투자자들이 투자기업의 주주총회 개최 시 그 의결권 행사에 매우 소극적이라는 사실을 새삼 확인시켜 주고 있다.

5. 국민연금기금의 주주권행사와 관련하여 주주권을 적극적으로 행사해야 한다는 견해와 주주권의 행사에 신중을 기해야한다는 견해가 대립되고 있다. 즉, 적극적 행사를 주장하는 견해는 대체로 주주권 행사가 열악한 기업지배구조를 개선하고 장기 투자자인 국민연금기금의 가치를 높일 수 있는 방법이라고 주장하고 있고, 신중한 주주권 행사를 주장하는 견해는 국민연금기금의 주주권 행사가 정부로부터 완전히 독립하지 못한 상태에서 이루어지기 때문에 정부의 영향력이 기업에게 미칠 수 있다는 우려를 이유로 들고 있다. 국민연금기금의 주주권 행사에 정부와 정치권이 개입하게 되면 기업경영의 자율성을 침해할 가능성이 크다. 따라서 국민연금기금의 지배구조가 독립적인 상태로 유지될 수 있도록 하는 조치가 선결되어야 한다고 본다.

6. 국민연금과 국민연금 위탁운용사들의 적극적이고 독립적이며 공정한 의결권 행사를 유도하기 위해서는 공신력과 전문성을 갖춘 주총의안 분석기관의 서비스를 활용할 필요가 있으며, 이러한 공정성과 신뢰성을 갖춘 독립적 전문 기관에서 객관적이고 전문적인 주총의안 분석을 수행하여 국민연금을 비롯한 기관투자자들에게 제대로 된 서비스를 제공한다면 국민연금의 기금가치를 제고하고, 국내기업의 지배구조 개선에도 일조할 수 있다고 본다.

7. 스튜어드십 코드와 관련해 간과하지 말아야 할 점은 제도 도입 자체보다는 사후 점검이 더 중요하다는 점이다. “스튜어드십 코드는 기관 투자자들이 채택 가능한 코드를 뽑아서 쓰는 형태이기 때문에 도입 자체가 어려운 것이 아니라 코드를 잘 이행하고 있는지 점검하는 것이 필요하다”라는 것이 전문가들의 견해이다. 참고로 스튜어드십 코드의 원조인 영국에서는 준 공적기관 성격의 재무보고위원회(FRC)가 작년부턴 개별 기관 투자가들에 대한 코드 이행평가 결과를 공개하고 있다. 우리나라도 향후 코드 이행을 점검할 제 3의 중립적인 독립 기관이 필요하다.

국민연금 스텝어드십 코드 도입, 관참은가(3)

김 이 석
시장경제제도연구소장

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.

[illegible]



바른사회시민회의

바른사회

CITIZENS UNITED FOR BETTER SOCIETY

서울시 중구 통일로 86 비바영차 6층(순화동)

Tel : 02-741-7660~2

Fax : 02-741-7663

<http://www.cubs.or.kr>