

한국 스텔어드십 코드 발전 방향

김 동 민*

目 次

- | | |
|------------------------|-----------------------|
| I. 서 언 | IV. 한국 스텔어드십 코드 발전 방향 |
| II. 외국 스텔어드십 코드 도입 사례 | V. 결 언 |
| III. 한국 스텔어드십 코드 도입 경과 | |

I. 서 언

영국이 2010년 7월 스텔어드십 코드를 제정하여 시행한 이후 현재 22개 국가¹⁾에서 스텔어드십 코드를 도입하여 시행하고 있다. 한국 역시 2016. 12. 16. 스텔어드십 코드를 제정하여 시행하고 있는데, 재계, 시민단체들은 스텔어드십 코드의 도입 찬반에 대하여 서로 다른 의견을 내기도 하였다.

각국의 사정에 따라 도입한 스텔어드십 코드의 내용이 일부 다르긴 하지만, 기관투자자들이 단기 매매 차익을 추구하는 것에서 벗어나 기업에 대한 적극적 관여를 통해 중장기적인 이익을 얻고 더 나아가 자본시장구조를 개선하여야 한다는 견해는 이미 거부

■ 투고일자 : 2018년 11월 13일, 심사일자 : 2018년 12월 12일, 게재확정일자 : 2018년 12월 22일.

* 부산지방법원 국선전담변호사

1) 2018. 8. 22. 기준 스텔어드십 코드를 시행하고 있는 국가는 남아프리카공화국, 네덜란드, 대만, 덴마크, 독일, 말레이시아, 미국, 벨기에, 브라질, 스위스, 싱가포르, 영국, 이탈리아, 인도, 일본, 카자흐스탄, 캐나다, 케냐, 태국, 한국, 호주, 홍콩이다. 한국기업지배구조원, SC 자료 2018년 8월 22일

할 수 없는 대세가 되었다.

한국의 창업자 일가는 자신들이 일군 기업에 강한 주인의식을 가지고 있고 기관투자자들을 단순히 자본을 조달하는 역할을 수행하는 기관에 불과하다고 평가하는 듯하다. 기업 총수는 계열회사를 통해 적은 지분으로도 거대한 기업 집단을 지배하고 있고, 각 계열회사의 이익보다 기업 집단의 이익이 중시되어 일부 계열회사는 기업 집단을 위하여 부당하게 영업 이익을 잠탈 당하는 경우까지 발생하는 실정이다.

외국 투자회사들은 한국의 기업지배구조를 후진적으로 보고 투자를 꺼리는 경우가 있는데, 이러한 현상은 주가의 저평가로 이어져 국내 투자자들의 손해로 귀결되고, 개인투자자들이 이러한 현상을 방지하기 위하여 효과적으로 경영진을 견제하기는 현실적으로 불가능한 상황이다.

기관투자자들은 투자 규모, 전문성 등을 바탕으로 기업과 적극적으로 소통하고 기업을 견제할 능력을 구비할 여건이 되고, 수익자를 위하여 기업과 함께 중장기 발전을 도모해야 할 역할이 강하게 요구된다. 특히 국민연금 등 연기금은 안정적인 중장기 수익을 추구하고 있으므로 스튜어드십 코드에 따른 활동은 연기금의 수익 추구 방향과 일맥상통한다고 볼 수 있다.

스튜어드십 코드는 기업지배구조 개선과 맞물려 있고, 상법, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라고 한다) 등 관련 법령의 개정과도 밀접하게 연관되어 있다. 더 이상 스튜어드십 코드의 도입을 거부할 수 없는 현실에서 스튜어드십 코드의 시행으로 발생할 수 있는 문제점을 짚어보고 문제점을 해결하기 위한 방안을 알아보도록 한다.

II. 외국 스튜어드십 코드 도입 사례

1. 영국

영국의 기업지배구조 개선을 위한 노력은 1992년 Cadbury 보고서에서부터 시작되었는데, Cadbury 보고서는 주로 이사회, 감사인의 역할을 논의하면서 기관투자자가 주식의 매각으로 기업을 평가하는 것은 바람직하지 않다는 결론을 내렸다.²⁾

영국 Walk r 보고서는 미국 부동산 버블이 붕괴되고 이에 따른 모기지론의 부실화, 모기지론의 증권화까지 결합되어 발생한 2008년 세계 금융위기를 분석하면서 은행과 금융기관의 위험관리가 제대로 이루어지지 못하였고 기관투자자들 역시 제대로 된 감시 역할을 하지 못하였다고 평가하였다.

영국의 재무보고위원회(!"C : !"#a%#al " &'r(#\$) C'u\$%#l)은 Walk r 보고서의 권고에 따라 2010년 7월 스투어드십 코드를 발표하였고, 2010년 및 2018년 두 차례에 걸쳐 스투어드십 코드를 개정하였다.³⁾

영국 스투어드십 코드의 특징은 영국 기업에는 대주주인 개인이 존재하지 않고 대부분 기관투자자들이 대주주이므로, 기관투자자들이 단기 수익을 추구하는 경영진을 견제하여 중장기적인 기업 발전을 추구하여야 한다는 것이다.⁴⁾ 영국은 기업지배구조의 개선을 위하여 적극적으로 스투어드십 코드를 활용하고 있고 특히 협력적 주주활동을 강조한다. 스투어드십 코드의 가입을 독려하기 위한 방안으로 스투어드십 코드에 가입하지 않는 투자운용회사에게는 투자 전략을 공개하도록 하여 사실상 가입을 강제하고 있다.

2. 일본

일본은 국가 발전 전략의 일환으로 스투어드십 코드의 도입 논의가 있어 왔고, 일본형 스투어드십 코드에 관한 전문가회의는 2014. 2. 26. 스투어드십 코드를 제정하여 공표하였다.⁵⁾

도입 초기에는 기업의 입장을 반영하여 기관투자자의 집단적 관여는 스투어드십 코드에서 빠져 있었고, 대신 영국과 달리 투자대상기업에 대한 전문지식 확보에 관한 원칙을 제정하였다. 그런데 2017년 일본 스투어드십 코드를 개정하면서 기관투자자의 집단적 관여에 관한 기준도 도입되었다.⁶⁾

일본은 기업지배구조 개선, 스투어드십 코드 등을 국가 발전 전략의 일환으로 사용하

2) 심영, *영국의 스투어드십 코드의 제정과 운영의 시사점*, 「기업법연구」 제30권 제2호(2016.6)

3) 구창모·서완석, *스튜어드십 코드 가입을 위한 유인방안*, 「가천법학」 제10권 제4호(2017.12.31)

4) 심영, 전개논문

5) 원중현, *우리나라 스투어드십 코드 도입 현황과 개선과제*, 「, - "현안보고서」 제315호(2017.12.28)

6) 김열매·김준섭, *스튜어드십 코드 도입 해의 사례와 전망*, 「유진투자증권」(2017.6.7)

고 있는데, 폐쇄적인 기업 문화를 탈바꿈하여 글로벌 경쟁에서 일본 기업의 경쟁력을 확보하려는 시도이다.

3. 미국

미국은 전통적으로 보유 주식의 주주권을 적극적으로 행사하기보다는 보유 주식을 매도함으로써 간접적으로 투자대상기업에 대한 평가를 하여 왔다.⁷⁾

미국 기관투자자들은 1980년대부터 주주행동주의에 따라 주주권 행사에 나서고 있는데, 대표적으로 주주행동주의를 취하는 기관투자자로 캘퍼스(Cal. PERS : California Public Employees Retirement System)가 있다. 캘퍼스는 기업지배구조에 관심을 가지고 주요 원칙을 세워 의결권 행사, 주주 관여, 사외이사 추천 등을 위주로 투자대상기업에 관여하고 있다.⁸⁾

미국은 다른 국가들에 비해 스튜어드십 코드 도입이 다소 늦은 편이지만, 2017년 기관투자자 및 글로벌 자산운용사의 협력체 4S(Asset Stewardship)의 주도로 기관투자자들을 위한 스튜어드십 코드 원칙이 마련되었고 2018년부터 시행되고 있다.⁹⁾

Ⅲ. 한국 스튜어드십 코드 도입 경과

1. 스튜어드십 코드 제정 경위

기업 경영진의 전횡을 견제하기 위하여 전통적으로 감사 제도가 있었고, 이사회가 충실히 감독 기능을 수행하기 위하여 사외이사 제도가 도입되었으나, 경영진에 대한 감독이 미흡하다는 평가가 주류를 이루고 있다.

기업들이 담합 행위 등으로 독점규제 및 공정거래에 관한 법률을 위반하여 과징금을 받는 경우에도 경영진에 대하여 손해배상을 구하는 경우는 전무하였는데, 시민단체들을 중심으로 국민연금이 주주대표소송을 제기하여야 한다는 주장이 나오기도 하였다.

7) 원종현, 전계논문

8) 김열매·김준섭, 전계논문

9) 한국기업지배구조원 CS5 " & 'r(제7권 제3호 (2017년)

신제윤 금융위원장은 2014. 11. 6. 스튜어드십 코드의 도입을 시사하는 발언을 하였고, 금융위원회가 2014. 11. 26. 발표한 주식시장 발전 방안에 스튜어드십 코드 제정이 포함되어 있는 등 정부 주도로 스튜어드십 코드 제정 논의가 이루어지고 있었다.

국민연금은 2015. 7. 17. 삼성물산의 임시주주총회에서 삼성물산과 제일모직의 합병에 찬성표를 던졌는데¹⁰⁾, 이에 대한 각계의 비판이 이어졌고 스튜어드십 코드의 도입에 대한 논의가 활성화되기 시작하였다.

금융위원회의 주도로 스튜어드십 코드 초안이 발표되었는데, 정부 주도의 스튜어드십 코드 제정에 대하여 논란이 있었고, 이후 금융위원회를 대신하여 한국기업지배구조원의 주도로 스튜어드십 코드 제정에 관한 논의가 이루어졌다.

전국경제인연합회 등은 당시 스튜어드십 코드 도입과 관련하여, 연성규범으로 도입한다고 하나 사실상 강한 구속력이 예상되고, 사회적 합의 없이 일방적으로 스튜어드십 코드의 도입이 진행되고 있으며, 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치를 높일지 불확실할 뿐만 아니라 기관투자자 사이에도 정보 비대칭성이 확대되고, 각종 비용 증가, 의결권자문 시장의 공정성, 투명성 확보를 위한 제도적 보완 선행 등이 필요한 문제가 있다는 사실상의 반대 의견을 제시하였다.¹¹⁾

스튜어드십 코드 제정위원회는 다각도의 의견수렴 절차를 거친 이후 2016. 12. 16. 한국 스튜어드십 코드인 *기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙+을 제정하였다.

2. 스튜어드십 코드 내용

한국 스튜어드십 코드는 *도입 목적과 의의+, *적용+, *7가지 원칙과 원칙에 대한 안내 지침+, *권고+ 부분으로 이루어져 있다.

7가지 원칙은 수탁자 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책 수립, 이해상충 문제 해결 방안 마련, 투자대상기업에 대한 주기적 점검, 투자대상기업과의 공감대 형성, 의결권 정책 마련, 활동에 관한 주기적 보고, 필요한 역량과 전문성 구비에 관한 내용으로 이루어져 있다.

한국 스튜어드십 코드는 기본적으로 원칙을 준수하기를 요구하고, 예외적으로 원칙을 준수할 수 없다면 그 이유를 설명하도록 하는데, 스튜어드십 코드의 대부분 내용은

10) 박정구, *국민연금 의결권행사의 문제점과 개선방안+, 「한양법학」 제28권 제1집(2017.2)

11) 스튜어드십 코드 도입에 대한 경제단체 공동건의(2016.4)

영국, 일본 스튜어드십 코드의 내용과 유사하다. 다만 현재 한국 스튜어드십 코드에는 기관투자자들의 협력적 주주활동 부분은 도입되어 있지 않다.¹²⁾

한국 스튜어드십 코드는 영국, 일본 등과 마찬가지로 연성규범인데, 연성규범은 *직접적으로 법적 강제력을 갖지 않으나 간접적으로 사회구성원의 행위에 실질적인 영향력을 미치기 위하여 만들어진 행위규범의 일종이다.¹³⁾ 연성규범이므로 기관투자자들이 스튜어드십 코드에 가입할지 여부를 자율적으로 결정하고, 가입할 경우에도 스튜어드십 코드의 7가지 원칙 중 시행할 원칙을 각 기관투자자들의 사정에 따라 선택할 수 있다.

3. 가입 현황

2017년 4월까지 스튜어드십 코드에 가입한 기관투자자들은 없었는데¹⁴⁾, 현재 국민연금 등을 포함하여 기관투자자 75개가 스튜어드십 코드에 가입하였고, 기관투자자 36개가 가입을 예정하고 있다.

현재 참여하고 있는 기관투자자들은 연기금 1개, 보험사 2개, 자산운용사 28개, .!/운용사 27개, 증권사 2개, 투자자문사 2개, 서비스기관 4개, 은행 1개, 기타 8개이다.

국민연금 2017. 5. 15. 보도자료에 따르면, 키움자산운용, 49:자산운용, :9자산운용이 대형주형 위탁운용사로 선정되었고, 교보악사자산운용, 하나;9S자산운용, :9자산운용이 배당주형 위탁운용사로 선정되었다. 국민연금 2017. 7. 5. 보도자료에 따르면, :9자산운용, 신한9, .파리바자산운용이 메자닌 펀드 위탁운용사로 선정되었고, 신영증권·S:증권, 대신프라이빗에쿼티가 C'-4\$6 2(1 \$ (펀드 위탁운용사로 선정되었다. 국민연금 2018. 6. 1. 보도자료에 따르면, 유안타인베스트먼트, :9증권·스톤브릿지캐피탈, 스마일게이트인베스트먼트, 지애펙벤처투자, 티에스인베스트먼트, 디티앤인베스트먼트, 삼호그린인베스트먼트, 현대기술투자가 국내 사모투자 위탁운용사로 선정되었다. 국민연금 2018. 11. 27. 보도자료에 따르면, 스틱인베스트먼트, 아이엠애프라이빗에쿼티, 소프트뱅크벤처스, 케이티비네트워크, 파인트리자산운용이 국내 사모투자 위탁운용사로 선

12) 현재 협력적 주주활동을 규정하고 있지 않은 국가는 한국, 독일, 벨기에, 호주이다. 기업지배구조원 SC 자료 2018년 8월 22일

13) 최난설현, *연성규범(S'0(<a7)의 기능과 법적 효력+, 「법학연구」 제16집 제2호(2013)

14) 안수현, *기관투자자의 수탁책임자에 관한 원칙 검토+, 「증권법연구」 제18권 제1호(2017)

정되었다.

국민연금이 선정한 위 위탁운용사 중 스튜어드십 코드에 가입한 위탁운용사는 키움자산운용, 49:자산운용, :9자산운용, 신한9, .파리바자산운용, 대신프라이빗에쿼티, 유안타인베스트먼트, :9증권·스톤브릿지캐피탈, 티에스인베스트먼트, 현대기술투자, 스틱인베스트먼트이고, 나머지 위탁운용사는 아직까지 스튜어드십 코드에 가입하지 않고 있다(스마일게이트인베스트먼트, 지앤티벤처투자, 삼호그린인베스트먼트는 가입예정이다).

민간 기관투자자들 중 스튜어드십 코드에 가입한 대표적인 그룹은 :9금융지주사인데, :9금융지주사의 결정으로 계열 기관투자자들은 전부 스튜어드십 코드에 가입하였다.

:9국민은행은 운용 규모와 인적 자원을 고려하여 스튜어드십 코드 원칙 3(투자대상 기업에 대한 주기적인 점검), 원칙 4(투자대상기업과의 공감대 형성과 이를 위한 내부지침 마련)는 적용하지 않기로 정하였다.¹⁵⁾ :9국민은행이 원칙 3, 4를 시행하지 않는 것은 무방하나, 그 대안을 제시하지 않고 있는 점은 스튜어드십 코드에 부합하지 못한다고 볼 수 있다.

4. 국민연금의 역할

(1) 국민연금의 투자 규모¹⁶⁾

2018년 10월말을 기준으로 국민연금에 적립된 기금은 637조 원이고, 국민연금은 2041년까지 기금이 1,778조 원으로 증가할 것으로 예상하고 있다.

국민연금이 현재 투자하고 있는 자산은 국내 채권 48.3%, 해외 주식 18.7%, 국내 주식 17.1%, 해외채권 4.0%, 대체 투자 11.3% 등이고, 국민연금은 2018년 3분기 말을 기준으로 국내 주식에 123.9조 원을 투자하고 있으며, 2018. 11. 1.기준으로 305개 국내 기업의 주식을 5%이상 보유하고 있다.

국민연금은 2018년 10월 말을 기준으로 자산의 61.5%는 직접 운용하고 있고, 38.5%는 위탁 운용하고 있는데, 위탁 운용하는 부분 중 51.8%가 주식이다.

국민연금의 국내 채권에 대한 투자가 과다하고 기금운용 수익률을 높이기 위해서는

15) :9국민은행 홈페이지 스튜어드십 코드

16) 국민연금 기금운용본부 홈페이지

주식 투자 비율을 높여야 한다는 비판이 있다. 국민연금 역시 앞으로 주식 투자 비율을 높일 계획이므로 국민연금의 국내 주식에 대한 투자 규모는 갈수록 커질 것으로 예상된다.

(2) 종래 국민연금의 수탁자 책임 이행 상황¹⁷⁾

국민연금은 수익성·안정성·공공성·유동성·운용 독립성의 기금운용 원칙에 따라 기금을 관리·운용하고 있는데, 국민연금기금 수탁자 책임활동에 관한 지침에 따라 수탁자로서 명확한 정책을 마련하여 활동하고 있었다.

국민연금 기금운용위원회는 2014. 2. 28. 국민연금이 투자한 기업에서 10년을 초과하여 장기 재직하거나 이사회 출석률이 75% 이하인 사외이사에 대해서는 연임을 반대한다는 방침을 정하였고, 겸직이 과도한 사내이사와 감사 선임, 과소배당을 실시한 기업의 재무제표 승인안에 대하여 적극적으로 반대하는 방향으로 의결권을 행사하여 왔다. 국가재정법 제64조 역시 기금관리주체는 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권을 기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사하고, 그 행사내용을 공시하도록 규정하고 있다.

국민연금이 의결권을 행사한 안건은 2014년 633건, 2015년 639건, 2016년 667건, 2017년 625건이고, 국민연금 기금운용본부 홈페이지에 의결권 행사 내용이 공시되어 있다.

한편 국민연금은 배당과 관련하여 기업과의 대화 실행 가이드라인을 마련하여 합리적인 배당정책 수립을 위하여 기업과의 대화를 진행하고 있고, 합리적인 배당정책을 마련하지 않거나 대화를 거부하는 기업은 중점관리기업으로 지정하여 관리하고 있다. 2018년에 중점관리기업으로 공개된 기업은 남양유업, 현대그린푸드이다.

(3) 국민연금의 스튜어드십 코드 가입

국민연금은 2016. 12. 16. 스튜어드십 코드가 제정된 이후 스튜어드십 코드 가입 여부를 고민하여 왔는데, 스튜어드십 코드 도입에 찬성하는 입장에서는 국민연금이 스튜어드십 코드의 저변 확대를 위하여 주도적으로 가입하여야 한다는 주장을 하면서 가입이 늦어지는데 대하여 국민연금이 연기금으로 사회적 책임을 다하지 않는다는 비난을 가

17) 국민연금 기금운용본부 홈페이지

하였다.

국민연금은행은 스투어드십 코드 가입에 관하여 용역을 발주하는 등 조사를 거쳐 2018. 7. 30. 스투어드십 코드 가입을 결정하였고, 2018. 8. 24. 한국 스투어드십 코드 가입 기관으로 등록되었다.

국민연금은행은 종래 수탁자 책임을 충실히 이행하기 위해 노력하여 왔는데, 스투어드십 코드에 가입함으로써 더욱 폭넓은 주주활동을 할 수 있는 동력을 마련하였다. 국민연금은행은 2018. 12. 28. '국민연금기금운용규정 제7장 제36조'의 내용을 '국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침 제4조'의 수탁자 책임 활동과 같은 내용으로 개정하였는데, 그 내용은 의결권 행사, 중점관리사안에 대한 비공개 대화, 비공개 중점관리기업 선정, 공개 중점관리기업 선정, 공개서한 발송, 예상하지 못한 주주가치 훼손 사안에 대한 비공개 대화, 공개서한 발송 등, 소송제기, 그 밖에 기금운용위원회 위원장이 필요하다고 인정하는 사안 또는 기금운용위원회가 의결한 사안에 대해 주주권을 행사한다는 것이다.

국민연금은행은 과거 국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침에 규정되어 있던 내용을 국민연금기금운용규정에 규정하여 앞으로 적극적인 주주활동을 할 것이라는 입장을 분명히 한 것으로 보인다.

국민연금은행의 스투어드십 코드 가입은 다른 기관투자자들, 자산운용자들에게 스투어드십 코드 가입의 신호탄이 될 것으로 보이고, 앞으로 다른 기관투자자, 자산운용자들의 활발한 가입이 기대된다.

IV. 한국 스투어드십 코드 발전 방향

1. 경영 간섭 등에 대한 우려 해소

재계는 스투어드십 코드의 도입을 시도할 때부터 끊임없이 정부의 연기금을 통한 기업에 대한 부당한 경영 간섭이 우려된다는 입장을 표명하여 왔다. 국민연금 역시 이에 공감하여 의결권 행사를 독립적인 위원회에 위탁하겠다는 방안을 발표하는 등 재계의 우려를 불식하기 위하여 노력하고 있다. 한편 기관투자자들이 다른 기업의 계열회사일 경우 적극적으로 주주권을 행사하는 것은 이해 상충 문제를 유발할 여지가 크다.

당연히 기관투자자들이 자신들만의 이익을 위하여 의결권을 남용하는 경우 이는 금지되어야 하고, 이에 대해서는 입법적 조치가 마련되어야 할 것이다.¹⁸⁾

하지만 스튜어드십 코드의 목적은 기업의 중장기적인 발전을 위하여 다양한 주주활동이 이루어져야 한다는 것으로 이를 기업에 대한 부당한 경영 간섭으로 볼 수는 없다.

의결권 행사를 제3의 기관에게 맡기더라도 항상 독립성에 의문이 제기될 수 있고, 궁극적으로는 수탁자로서의 책임은 자산소유자에게 있으므로, 의결권 행사를 제3의 기관에 맡기는 것으로 기업에 대한 경영 간섭이 불식된다는 입장에 찬성하기 어렵다.

경영 간섭에 대한 우려 등을 해소하기 위해서는 의결권 등 주주권 행사를 하기 전에 확실한 원칙과 세부 지침을 정해 놓아야 하고, 주주권을 행사한 이후 의결권 행사 결과 등에 대해서 충실히 공시하여 기관투자자들의 주주권 행사에 관한 예측가능성을 높이는 조치가 필요하다.

의결권 행사 자문기관에 대해서도 공정한 자문이 이루어질 수 있도록 자문기관의 독립성을 보장할 수 있는 제도적 보완이 필요하다.

2. 불확실성 해소

(1) 미공개 중요정보 이용행위 및 시장질서 교란행위

자본시장법 제174조 제1항은 회사내부자, 준내부자, 1차 정부수령자는 미공개중요정보를 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 안 된다고 규정하고 있고, 같은 법 제178조의 2 제1항은 투자자들이 알지 못하는 사실에 관한 정보로서 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전인 정보를 수령한 사람 등은 그 정보를 이용하여 주식매매를 하거나 다른 사람으로 이용하게 하여서는 안 된다고 규정하고 있다.

기관투자자들은 스튜어드십 코드에 따른 주주활동 과정에서 부득이하게 취득하게 되는 정보로 인하여 미공개 중요정보 이용행위 또는 시장질서 교란행위에 해당하게 될 수 있다는 우려를 표시하고 있다. 스튜어드십 코드는 연성규범이므로 법률인 자본시장법에 우선할 수는 없고, 스튜어드십 코드에 따른 주주활동이라고 하여 미공개 중요정보를 이용하는 행위 등에 대하여 면죄부가 주어질 수는 없다.

18) 안수현, 전제논문

기관투자자들은 사전에 이러한 일이 발생하지 않도록 투자대상기업에 미공개 중요정보를 제공받지 않는다는 원칙을 통보하는 방법, 내부 조직의 정보 공유를 차단하는 방법 등을 활용할 수 있다. 기관투자자들이 미공개 중요정보를 취득할 경우 관련 절차에 따라 정보를 공개하는 조치를 취할 수도 있을 것이다.

금융위원회는 '스튜어드십 코드 관련 법령해석집'을 발간하여 자세한 가이드라인을 제시하고 있다. 다만 법률 해석의 최종적 권한은 법원에 있으므로, 스튜어드십 코드와 관련한 법적 문제는 판례가 축적되어야 해결될 수 있는데, 법원은 관련 법령을 해석함에 있어 스튜어드십 코드의 목적, 안내지침 등을 해석 기준으로 적극 고려하여야 할 것이다.

(2) 소위 '5%룰'

자본시장법 제147조 제1항은 주권상장법인의 주식 등을 대량보유하게 된 자는 그 날부터 5일 이내에 그 보유상황, 보유 목적, 그 보유 주식 등에 관한 주요계약 내용 등을 금융위원회와 거래소에 보고하도록 규정하고 있고, 1% 이상 변동된 경우에도 변동 내용을 보고하도록 규정하고 있는데, 다만 보유 목적이 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우 등에는 보고 내용 및 보고 시기 등을 달리 정할 수 있도록 규정하고 있다.

기관투자자들은 스튜어드십 코드에 따른 주주활동이 자본시장법 제147조 제1항의 경영 참여로 평가받을 수 있을지에 대해 고민하고 있다.

금융위원회는 국민연금 등 연기금은 주식 보유 목적과 관계없이 약식 보고를 허용하는 방안을 검토하고 있는데, 현재 입법이 이루어지지 않는 상황이다.

국민연금은 현재 국내 기업 305개에 대해 5% 이상의 주식을 보유하고 있기 때문에 스튜어드십 코드에 따른 적극적인 주주활동을 경영 참여로 볼 경우 주주활동에 지장을 초래할 가능성이 크다.

연기금은 투기 자본이 아니고 공적 규제를 엄격하게 받고 있으므로 연기금에 대해서는 약식 보고를 허용하는 것이 타당하므로 이에 대한 신속한 개정이 필요하다.

(3) 의결권 위임

자본시장법 제98조 제2항 제9호 다목은 '투자일임업자는 투자일임재산을 운용함에 있어서 투자일임재산에 속하는 증권의 의결권 행사를 위임받는 행위'를 금지하고 있고,

위 제2항 단서는 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 이를 할 수 있다고 규정하고 있는데, 자본시장법 시행령 제99조 제2항 제5호에는 '주식매수청구권의 행사 등'에 한정하여 의결권 행사를 위임받을 수 있도록 규정하고 있다.

스튜어드십 코드가 시행됨에 따라 의결권 행사를 운용사에게 위임할 경우가 있는데, 이러한 경우 자본시장법 제98조 제2항에 저촉될 우려가 있다. 이에 따라 최근 연기금, 공제회가 스튜어드십 코드에 따른 의결권 행사를 하는 경우 투자일임업자에게 의결권을 위임할 수 있도록 허용하는 자본시장법 시행령 개정안이 국무회의를 통과하였다.

(4) 소 결

스튜어드십 코드에 따른 주주활동 과정에서 자본시장법 등 관련 법령에 저촉될 우려가 있는데, 이는 적극적으로 자본시장법 등 관련 법령을 개정하는 방법으로 해결하여야 할 것이다.

스튜어드십 코드에 따른 주주활동이 아무런 제약 없이 이루어질 수는 없고, 기관투자자들이 주주활동을 함에 있어 자본시장법 등 관련 법령을 준수하여야 한다는 것은 더 말할 나위가 없다.

다만 스튜어드십 코드의 시행 초기에 있어 정부, 법원의 적극적인 배려가 필요하고, 자본시장법 등 관련 법령의 해석에 있어서도 스튜어드십 코드의 제정 목적이 충분히 반영되어야 할 것이다.

3. 스튜어드십 코드 가입 활성화

기관투자자들에게 스튜어드십 코드의 실효성에 의문이 있고, 스튜어드십 코드에 가입할 경우 추가 비용이 발생할 여지가 있어 아직까지 스튜어드십 코드의 가입이 활성화되지 못하고 있다. 보험회사는 변액 연금 등을 운영함에 있어 위탁운영사에게 위임하고 있는 경우가 많고, 이러한 특성상 스튜어드십 코드 가입에 소극적인 경우가 많다고 한다.¹⁹⁾

스튜어드십 코드의 가입이 강제되어 있지 않고, 일부 기관투자자들이 감시, 감독을

19) 황현아, *스튜어드십 코드 도입과 보험회사의 고려사항+, 『:리포트』(2018.2.12)

할 경우 다른 기관투자자들은 무임승차할 수 있는 구조이므로, 스튜어드십 코드의 강제 가입을 제도화하여야 한다는 견해가 있다.²⁰⁾

그런데 강제 가입을 하더라도 가입한 기관투자자들은 자신들의 선택에 따라 원칙의 적용 여부를 결정할 수 있으므로 가입을 강제하는 것이 무임승차를 막는 방안이 되기는 어려워 보인다.

한편 기관투자자들의 규모, 투자 정도, 투자 방식이 각기 다른 상황에서 일률적인 수준의 스튜어드십 코드 활동을 요구하는 것도 무리가 있다.

금융위원회는 자산운용사 선정에 있어 스튜어드십 코드 가입 여부를 고려하겠다고 하고 있는데, 자산운용사 선정에 있어 인센티브를 주는 것은 가입을 유인할 수 있는 방법 중의 하나이다. 금융위원회는 감사인 선정을 요구할 수 있는 기관투자자를 스튜어드십 코드를 도입하여 운영하고 있는 업체로 한정하려는 시도도 하고 있다.

스튜어드십 코드의 자율성을 최대한 살리면서 스튜어드십 코드 가입을 늘리기 위해서는 우선 스튜어드십 코드에 대한 충분한 이해가 이루어질 수 있도록 정부의 지원과 한국기업지배구조원 등 관련 기관의 적극적인 활동이 필요하다.

V. 결 언

국민연금 기금운용본부장은 2018. 6. 5. 주식회사 대한항공 대표이사에게 주식회사 대한항공 경영진에 대한 국가 기관 조사 보도에 관하여 질의 및 면담을 요청하는 공개서한을 보냈다.

국민연금은 한진그룹 지주사격인 한진칼과 대한항공에 적극적으로 의결권을 행사할 것인지를 검토하기로 하였는데, 그 검토는 기금운용위원회 산하 수탁자책임 전문위원회가 맡게 되었다.

한진칼과 대한항공에 대한 국민연금의 의결권 행사가 과도한 경영 간섭에 해당하는지에 대한 의견이 분분한데, 한진그룹 회장 일가의 전횡은 기업의 비재무적인 요소로서 기업 가치에 좋지 않은 영향을 미치는 것은 분명하다. 그렇다면 이러한 상황에서 기관투자자들이 기업을 모니터링하며 적절한 해결 방안을 찾는 것은 결코 경영에 대한 부당

20) 구창모·서완석, 전제논문

한 간섭이 될 수는 없다.

스튜어드십 코드의 도입을 통해 국내 자본시장의 후진성을 벗고 기업지배구조의 개선과 함께 장기적으로 국가 성장 동력으로 삼는 것이 필요하고, 다른 국가들 역시 국가 전략 차원에서 스튜어드십 코드를 도입하여 운영해 나가고 있는 상황이다.

앞으로 단순히 양적인 팽창이 아니라 스튜어드십 코드의 목적에 부합하는 실질적인 기관투자자들의 활동이 이루어져 한국 스튜어드십 코드가 한국 기업 문화 발전에 기여할 수 있기를 기대한다.

참 고 문 헌

- 김열매·김준섭, *스튜어드십 코드 도입 해외 사례와 전망+, 「유진투자증권」 (2017.6.7).
- 김영주, *2017년 개정 일본 스투어드십 코드와 운용상의 쟁점+, 「증권법연구」 제19권 제1호(2018.4).
- 구창모·서완석, *스튜어드십 코드 가입을 위한 유인방안+, 「가천법학」 제10권 제4호 (2017.12.31).
- 금융위원회, *스튜어드십 코드 관련 법령해석집+, (2017.6).
- 박정구, *국민연금 의결권행사의 문제점과 개선방안+, 「한양법학」 제28권 제1집(2017.2).
- 심영, *영국의 스투어드십 코드의 제정과 운영의 시사점+, 「기업법연구」 제30권 제2호 (2016.6).
- 안수현, *기관투자자의 수탁책임자에 관한 원칙 검토+, 「증권법연구」 제18권 제1호 (2017).
- 원종현, *우리나라 스투어드십 코드 도입 현황과 개선과제+, 「 - "S현안보고서」 제315호 (2017.12.28).
- 최난설현, *연성규범(S'0(<a7)의 기능과 법적 효력, 「법학연구」 제16집 제2호(2013)
- 한국기업지배구조원, *한국 스투어드십 코드 제1차 해설서, (2017.6).
- 황현아, *스튜어드십 코드 도입과 보험회사의 고려사항+, 「 :#"리포트」 (2018.2.12.).

>국문초록?

자본시장에 있어서 스튜어드십 코드의 도입과 시행은 거스를 수 없는 대세가 되었다. 한국은 스튜어드십 코드의 도입이 다소 늦은 감이 있는데, 다른 국가에 뒤지지 않도록 정부, 기관투자자, 투자대상기업이 협력하여 스튜어드십 코드의 발전을 위하여 노력하여야 한다.

특히 국민연금에 국내 최대 규모의 기관투자자로 스튜어드십 코드의 저변 확대에 이바지할 필요가 있다. 국민연금은 안정적으로 장기적인 수익을 올려 국민의 노후 대비에 만전을 가하여야 하고, 이러한 측면에서 기업의 장기적인 발전을 추구하는 스튜어드십 코드와 목적이 같다.

투자대상기업은 스튜어드십 코드를 기업 경영에 대한 간섭으로 받아들여서는 안 되고, 기관투자자들과 대화를 통해 상호 협력하여 기업의 발전에 긍정적인 측면으로 활용하여야 할 것이다.

스튜어드십 코드를 시행한 지가 얼마 되지 않고 그 사례도 많지 않아 선불리 성공 여부를 판단하기는 이르다. 경영 간섭에 대한 우려가 해소되고, 스튜어드십 코드 가입을 위한 유인 정책이 마련된다면, 기관투자자들의 참여는 자연스럽게 확대될 것이다. 자본시장법 등 관련 법령의 개정을 통해 스튜어드십 코드에 가입하면 발생할 수 있는 불확실성을 줄여나가야 한다. 기관투자자들은 형식적으로 스튜어드십 코드에 가입하는 것에 그치지 말고 진정한 수탁자의 책임을 이행해 나가야 할 것이다.

주제어 : 한국형 스튜어드십 코드, 수탁자 책임, 기업지배구조, 기관투자자, 주주권, 의결권

> - b2(r a%(?

Development Direction of Korea Stewardship Code

: #1, @' \$) A# \$

B8 #\$(r'du%('# \$ a\$d #1&l 1 \$(a('# '\$0 (8 2(7ard28#& %'d #\$(8 %a&#(al 1ark (8a2 b %' 1 a\$ #rr 6 r2#bl (r \$d. ;\$0'r(u\$a(ly, (8 #\$(r'du%('# '\$0 (8 2(7ard28#& %'d #\$(: 'r a\$ 1ark (#2 2' 1 78a(la(%' 1&ar d (' ' (8 r %'u\$(r# 2. B8 r 0'r , 0'r (8 d 6 l'&1 \$(a\$d C&a\$2# '\$ '0 (8 2(7ard28#& %'d #\$(: 'r a\$ 1ark (, (8)'6 r\$1 \$(, #\$(2(u('# \$al #\$(6 2('r2, a\$d #\$(6 2(d %' 1&a\$# 2 28'uld all 7'rk (') (8 r 2' a2 '\$((' 0all b 8# \$d #\$(8)l'bal 1ark (.

9 #\$(8 (lar) 2(#\$(2(u('# \$al #\$(6 2('r #\$(: 'r a, (8 , a('# \$al . \$2# '\$ S r6#% , 28'uld b r 2&' \$2#bl 0'r (ak# \$) (8 l ad# \$) r'l #\$(8 d 6 l'&1 \$(a2 7 ll a2 (8 C&a\$2# '\$ '0 (8 2(7ard28#& %'d #\$(8 : 'r a\$ 1ark (. 4\$ add#('# \$, (8 , a('# \$al . \$2# '\$ S r6#% a\$d (8 2(7ard28#& %'d 28ar %' 1 1 '\$ 'b0 %(#6 #\$(8a((8 , a('# \$al . \$2# '\$ S r6#% &ur2u l' \$)-(r1 &r'0#(7#(8 1# \$# 1#E d r#2k 0'r (8 a) d &'ula('# '\$ a\$d (8 2(7ard28#& %'d 2 k2 (' a#8# 6 l' \$)-(r1 d 6 l'&1 \$(2 '0 (8 \$(r&r#2 .

4\$6 2(d %' 1&a\$# 2 28'uld '\$(a%% &((8 2(7ard28#& %'d a2 a 1a\$a) 1 \$(#\$(r6 \$(# '\$. 4\$(2 ad, (8 y 28'uld a%(#6 ly %''& ra(7#(8 (8 #\$(6 2('r2 0'r (8 b 2('u(%' 1 .

4(#2 2(ll ('' arly (' 6alua((8 2u%% 22 '0 (8 2(7ard28#& %'d a2 # (8a2 '\$(y (b \$ (2(d l' \$) '\$u)8 a\$d (8 r ar '\$(1a\$y %a2 2 (' r 6# 7. F'7 6 r, #0 %' \$% r\$2 ab'u((8 1a\$a) 1 \$(#\$(r6 \$(# '\$ %a\$ b r 2'l6 d a\$d b \$ 0#(2 ar)#6 \$ (' (8 %' 1&a\$# 2 78' #1&l 1 \$((8 2(7ard28#& %'d , 1'r a\$d 1'r %' 1&a\$# 2 7#ll &ar(#%&a(. " 6#2# '\$ '0 (8 r la(d la72 2u%8 a2 Ca&#(al Aark (<a7 &r#r (' C&a\$2# '\$ '0 (8 2(7ard28#& %'d #\$(: 'r a\$ 1ark (#2 \$ % 22ary (' r du% (8 u\$% r(a#\$y (8a(1ay '%ur. 4\$(2(u('# \$al #\$(6 2('r2 28'uld '\$(' \$ly \$d'r2 0'r1al 2(7ard28#& %'d bu(al2' 0ul0#ll (8 #r r 2&' \$2#b#l#(# 2.

: y7'rd2 : : 'r a S(7ard28#& C'd , !#du%#ary du(y, C'r&'ra()'6 r\$a\$% , 4\$(2(u('# \$al #\$(6 2('r, S(%k8'ld r32 r#)8(, G'(# \$) r#)8(

