

# **스튜어드십 코드 도입에 대한 경제단체 공동건의**

**- 기업지배구조원 제정안(‘15.12.2) 중심 -**

2016. 4

**전국경제인연합회**

**중소기업중앙회**

**코스닥협회**

**한국상장회사협의회**

**한국증권기업연합회**

- [정의] 스튜어드십 코드(SC: Stewardship Code)는 기관투자자가 보유한 의결권을 적극 행사해 기업 의사결정에 참여하게 하는 모범규준
  - 기관투자자로 하여금 배당·시세차익 등 단기 수익률뿐만 아니라 기업경영 의사결정에 적극 참여하도록 유도
  - 코드의 가입과 준수는 기관투자자가 자유롭게 정하는 연성규범\*(Soft Law)으로 금융위와 복지부가 권고할 예정
    - \* 원칙을 준수하거나, 원칙을 준수하지 못하는 경우 그 이유를 설명
- [도입시기 및 적용 대상] 금년 6월까지 도입할 예정이며, 국내 상장사 주식을 소유한 모든 기관투자자
  - 자산 소유자(연기금, 은행, 보험), 운용자(자산운용사, 신탁사) 및 수탁자책임 지원 서비스 제공자(의결권·투자 자문사) 등이 가입 대상
- [운용 방식] SC에 따라 기관투자자는 자체 의결권행사지침을 마련하고 공시 사이트에 의결권 행사 결과를 공시(잠정)
  - 가입여부, 의결권 행사 지침, 의결권 행사 결과, 의결권 자문사 이용 현황 등 공시. 미가입·지침 불이행 경우 그 이유를 설명
  - 주주총회 전 의결권 행사를 위해 기관투자자와 기업 간 대화를 통한 공감대 형성 권고
  - 다수의 기관투자자가 전문성 부족과 의안 건수 과다 등의 문제로 의결권 자문사의 자문에 의존해 의결권을 행사하게 될 전망
- [해외] '10년 영국이 SC를 최초로 도입한 이래 일본 등 12개국\*이 도입
  - 영국은 '08년 금융위기의 책임이 기관투자자의 단기투자성향에 있다고 보아 기관투자자의 장기투자를 유도하기 위해 도입
  - 일본은 '14년 상장사 ROE 개선을 위한 아베내각 3차 경제정책의 일환으로 도입
  - \* SC 도입국 : 남아프리카공화국, 네덜란드, 독일, 룩셈부르크, 말레이시아, 스위스, 영국, 이탈리아, 일본, 캐나다, 호주, 홍콩('15.6 기준)

## 2.

## 스튜어드십 코드 도입 관련 문제점

### 1) 실질적인 규제를 도입과정에서 이해관계자 의견 수렴 절차 미비

#### □ 연성규범의 형태로 도입한다고 하나 사실상 강한 구속력 예상

- SC를 연성규범의 형태로 도입한다고 하나 금융위·금감원·복지부가 기관투자자·연기금 가입 권고시 사실상 구속력\*이 있을 전망

\* 금융회사 지배구조 모범규준도 연성규범으로 도입되었으나, 현재 구속력 있는 모범규준으로 작용

- 現SC는 '원칙'이 아닌 '구체적 규칙'을 열거하고 있어, 연성규범의 자율성과 유연성을 보장하기 어려울 전망
- 특히 SC는 현행법률에 없는 내용까지 포함하고 있어 '행정법상 법률우위의 원칙'을 위배한다는 지적을 받을 것임

\* EU는 '연성규범의 해석은 항상 경성규범의 목적 및 법문에 반하지 않아야 하고, 연성규범의 적법성은 경성규범에 의해 판단되어야 한다.'는 기준 명시

#### □ SC 제정, 도입 과정이 불투명하고 사회적 합의 절차 미비

- 연성규범은 입법절차를 생략하는 대신 제정 과정에서 광범위한 일반의 참여를 유도해 투명성을 확보하고 사회적 합의를 도출하는 것이 원칙
  - 일본은 SC 초안부터 회의록, 참고자료, 관계기관 의견 및 이에 대한 수용 여부와 이유, 추가 검토사항까지 금융청 홈페이지에 안내
  - 한국은 SC(초안)를 기관투자자 공청회('15.12)에 이르러서야 공개했으며, 상반기 도입 예정임에도 상장 기업의 SC에 대한 이해는 저조\*

\* 상장사 90.9%가 SC에 대해 용어만 들어본적이 있거나 모른다고 응답(설문참조)

- 기관투자자, 경제단체 등은 공청회 발표, 금융위 방문 등을 통해 의견을 전달해 왔으나 의견 수용 여부 정도와 이유를 미공개

### 2) 기업의 우려

#### □ 기관투자자의 적극적 의결권 행사가 기업 가치를 높일지 불확실

- 주식투자 주체 간 서로 다른 이해관계를 가지고 있고 대부분의 기관투자자가 단기 재무적 투자자여서, 기관투자자의 적극적인 의결권 행사가 경영성과를 제고한다는 근거 부족
- 단기적 차익 실현을 목표로 하는 기관투자자가 SC를 악용해 상장사에게 무리한 요구를 할 우려를 불식시킬 수 없음
- 기관투자자의 기업경영에 대한 적극적인 관여가 기업경영성과에 좋지 않은 결과를 유발할지라도 책임은 해당 기업의 경영진이 짐

□ **상장사가 모든 기관투자자와 대화하는 것은 현실적으로 어려움**

- 상장사의 이사 또는 경영진이 동 회사 주식을 보유한 기관투자자와 대화하는 것은 현실적으로 어려움

- 결국 상장사 이사 또는 경영진은 대형 연기금 등 일부 기관투자자들과 협의할 수밖에 없어 기관투자자 간 정보 비대칭성 확대될 우려

\* SC 도입시 상장사는 상장사-기관투자자 간 협의 가능성에 대해 '일부 주요 기관과만 협의 가능'(34.1%), '경영진·이사진 인력·일정상 협의 불가'(30.5%), '기관투자자 수가 많아 물리적으로 협의 불가'(17.7%)할 것으로 예상(설문참조)

□ **기관투자자는 기관투자자 간 묵시적 협력으로 5%룰을 적용받지 않고 의결권 행사 가능**

- 원칙7 지침에 따라 기관투자자들이 포럼을 구성해 의결권을 행사하는 경우 5%룰을 적용 받지 않고 보유한 주식에 대해 의결권 행사 가능
- 중소형 투자자들은 비용을 최소화하고 책임을 면하고자 대형 연기금 의결권 행사를 그대로 따라할 가능성이 있어 의결권 쏠림 현상도 우려

□ **상장사의 비공개 정보 유출과 기관투자자의 악용 우려**

- 원칙4에 따라 기관투자자들이 기업과 대화 과정에서 비공개 정보를 요청할 수 있으며 이를 다른 목적으로 이용할 가능성이 있음
- 국내에는 공개·비공개 정보에 대한 법적 기준이 모호하여 기관투자자가 상장사에 어느 수준의 정보까지 요청할 수 있는지 모호

**3) 기관투자자의 우려**

□ **기관투자자는 의결권 행사시 의결권 자문사에 크게 의존할 전망**

- 중소형 기관도 대형 기관만큼 다양한 주식을 보유하고 있으나 경영관여 효과가 대형 기관 대비 낮아 적극적 참여 기대는 어려울 듯
- 투자 상장사 수가 많아 기관이 상장사와 협의하고 의안을 검토하기는 어려워 자문사에 의존해 의결권을 행사할 개연성이 높음

□ **기관투자자가 특정 산업에 집중 투자할 가능성 발생**

- SC 권고에 따라 기관투자자는 전담 부서를 설치해야 하나, 실제 전담 부서를 설치하는 회사는 많지 않고, 그 규모도 크지 않을 전망
- 기관투자자가 모든 산업에 대해 전담부서와 전문인력을 확보할 수 없으므로 특정 산업으로의 투자 쏠림현상이 커질 수 있음

□ **SC 관련 제반 비용 발생**

- 기관투자자는 투자 전문인력 외 의결권행사 전문인력 별도 채용, 외부 자문사\* 서비스 이용 등에 따라 추가적인 비용이 발생
- 펀드 등 상품 가입 시 운용비용은 이미 확정되어 있는데, SC 가입에 따라 발생하는 추가 비용\*으로 인해 해당 펀드 투자수익률 하락이 불가피
- \* 상품설계시 스튜어드십 코드의 운영관련 비용을 추가하여야 하므로 투자대상회사의 수와 투자규모에 비례한 기하급수적 운영비용 발생[국내 자본시장의 펀드는 공모 3,746개 사모 8,975개로 총 12,721개('15.12.31)]
- SC의 도입에 따라 상장사·기관투자자 등 자본시장 참여자의 부담이 가중되는 것은 시장활성화를 저해할 소지가 있음

#### □ 외국계 기관투자자와의 역차별 문제

- 사실상 국내 기관투자자에게만 SC가 구속력 있게 작용할 가능성이 있어 외국계 기관투자자와의 역차별 문제 발생
- \* 영국에서는 외국계 기관투자자가 전체 주식투자자의 53.2%를 차지하나 실질적으로 재무보고위원회(FRC)의 영향 하에 있지 않아 SC 가입 주요 대상자가 아닌 것이 문제로 제기됨

### 4) 정부의 영향력 확대 우려

#### □ 정부의 상장사에 대한 영향력 확대 우려

- 금융위, 복지부 등이 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자의 SC 가입을 권고하고 이행여부도 공시할 예정이므로 정부 영향력이 커질 전망
- 국내 금융시장에서의 거래비중\*이 큰 국민연금이 SC에 따라 의결권 행사하면 정부의 기업경영에 대한 실질적인 영향력 증가 예상
- \* 국민연금은 국내 금융자산(4,427조원) 대비 8.7%, 국내 주식시가 총액(1,496조원) 대비 6.4%, 채권발행 잔액(1,543조원)의 17.4% 차지('15.6월말 기준)
- \* SC 도입시 다수의 상장사는 '주총안건에 대한 정부의 영향력이 증가(56.1%)할 것으로 예상(설문참조)

### 5) 의결권 자문시장 부재

#### □ SC 도입시 '의결권 행사 자문서비스'에 대한 수요증가가 예상되므로, 의결권 자문사의 공정성 및 투명성 확보를 위한 조항 필요

- 중·소형 기관투자자는 자체 인력의 부족 등으로, 대형 기관투자자는 객관성 보장을 위해 의결권 자문사를 활용할 가능성이 큼
- SC 도입으로 의결권 행사 자문사가 상장사의 로비대상이 되고, 권력 기관으로 변질되지 않도록 제도적 보완 선행 필요
- 한편, 기존 자문사가 기관투자자들을 대상으로 의결권 자문서비스를 제공하는 동시에 상장회사를 대상으로 지배구조 개선 등에 관한 서비스를

제공하고 있는 것은 이해상충\*을 일으키는 큰 문제

\* ISS는 이해상충 문제를 해소하기 위해 상장회사 대상 서비스를 자회사로 이관했고, 미국에서는 자문사 이해상충 문제 해소를 위해 SEC에서 규제 움직임이 있음(SEC Release No. IA-2106)

\* 현재 기업지배구조원과 서스틴베스트 등 국내 자문사는 상장회사에 지배구조 개선 조언 서비스 제공 중

□ 자문사의 고의 또는 과실에 의해 손해가 발생하는 경우 이에 대한 책임을 자문사에 추궁할 수 있는 대책 강구

○ 외국 자문사가 국내 사정을 잘 모르는 상태에서 잘못된 자문\*을 제공하는 경우에도 기관투자자가 그대로 따라 의결권을 행사할 수 있음

\* '13년 KB 임원이 주총에서의 영향력 행사 위해 부정확한 정보를 ISS에 제공했는데 이 정보를 ISS가 그대로 이용해 자문

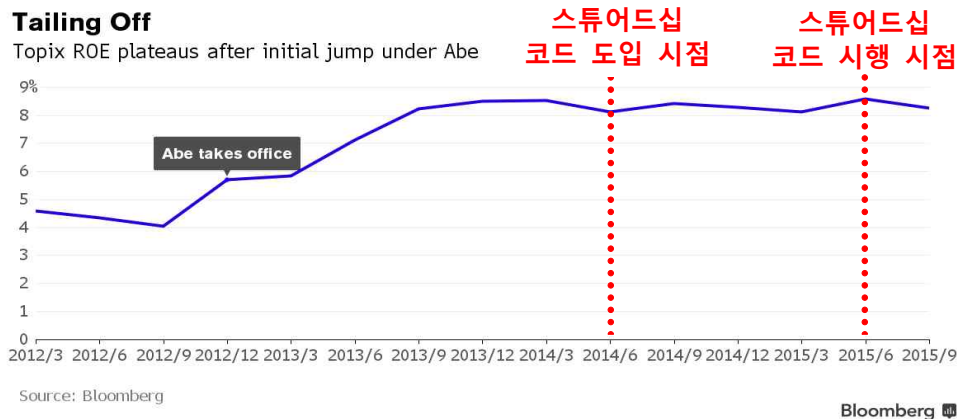
○ SC에 '의결권 자문서비스를 이용하더라도 궁극적 책임은 기관투자자에게 있음'이 명시되어 있어 자문사의 잘못으로 초래된 손해에 대해 자문사에 책임을 묻기 어려움

○ 자문사의 잘못된 자문으로 인한 투자자 또는 상장사 손해 발생 방지를 위한 사전적 예방 및 손해 발생에 대한 사후적 대책 마련 필요

## 6) 해외에서도 SC 실효성 불분명

□ SC 도입이 일본 상장사의 ROE를 높였다는 실증 결과는 아직 없음

○ 일본은 상장사 ROE 제고를 위해 SC를 도입했으나 실제 도입('14.6)·시행('15.6) 시기 상장사 ROE 변화 없음



○ 아베정부 초기 ROE 제고 원인은 기업 이익 증대에 있는 것이 아니라 상장사의 배당, 자사주취득을 통한 자기 자본 감소에 있다고 분석

\* The Capital Tribune Japan '15.8.25

□ 일본 기관투자자들은 SC에 대해 실효성 부족을 지적

○ 일본 정부가 구성한 '기업지배구조 모범기준과 SC 평가단' 일부는

일본 SC는 모든 기관투자자에게 일률적으로 적용되어왔으나 도움이 되지 않는 대화(Engagement)가 기업 경영진의 시간만 축냈다고 비판

\* Bloomberg Business `15.11.17

- 기관투자자 SC 보고서를 작성하는데 적지 않은 비용이 들지만 기관투자자의 신탁고객들이 얼마나 보고서를 읽는지는 알 수 없고, 어떠한 반응도 없다는 의견도 있음\* \* 다이와연구소 보고서 인용

### ☐ 영국의 SC 준수 기관투자자는 10% 수준에 불과

- 영국의 300개 SC 도입 기관투자자 중 실제로 SC를 준수하는 기관투자자는 30개에 불과\*

\* UK Investment Institution, Head of Corporate Governance 인터뷰 인용

- 영국 FRC 보고서\*에 따르면 SC 도입이 기관투자자의 경영참여(Engagement) 질 향상, 기업 공시 질 향상, 기관투자자의 실제 투자 관행 등에 미친 영향이 없음

\* FRC Impact of the Codes `11, FRC Annual Report and Accounts `13, `14 등

- SC 도입 효과가 저조하자 FRC가 '16년 7월부터 기관투자자의 SC 보고서를 평가해 평가 결과와 순위를 발표하겠다고 공표 \* 다이와연구소 보고서 인용

## 3.

### 스튜어드십 코드 도입 관련 경제단체 의견

- ☐ SC 도입 효과가 불확실하고 이해당사자인 기관투자자와 상장사의 우려가 커 SC를 조급하게 제정하고 시행하는 것에 반대
- ☐ SC를 도입하려면, 일본과 같이 초안을 공개해 다양한 시장참여자의 제안을 수렴하고 이에 대한 수용 여부와 그 이유를 투명하게 공개하는 시스템을 구축하는 것이 필요
- ☐ SC가 기업경영에 대한 부당한 간섭, 기관투자자에 대한 과도한 부담으로 작용하지 않도록 '원칙' 중심으로 제정되는 것이 바람직

[유첨] 상장사 '한국판 스튜어드십 코드' 도입 설문조사 결과

[첨부] 상장사 '한국판 스튜어드십 코드' 도입 설문조사 결과

< 설문조사 개요 >

- 조사대상 : 상장사 주총·IR 담당자 164명
- 조사기간 : 2016년 3월 7일(월)~4월 4일(월)
- 조사기관 : 전국경제인연합회
- 조사방법 : 이메일을 통한 온라인 조사 및 FAX 활용 조사 병행

문1] 귀하는 금융위원회가 금년 상반기까지 도입하려고 하는 '스튜어드십 코드'에 대해 알고 계십니까?

- ① 잘 알고 있다(7.9%)      ② 용어만 들어본 적이 있다(50.0%)      ③ 모른다(40.9%)

문2] '스튜어드십 코드' 도입 시 기업의 이사나 경영진은 주주총회 안건 공지 후 주주총회 전까지 주총 안건에 대해 주식을 보유한 기관투자자와의 협의를 해야 합니다. 귀하는 귀사의 이사나 경영진이 기관투자자와 이같은 협의를 할 수 있을 것이라고 생각하십니까?

- ① 우리 회사 주식을 보유한 기관투자자가 많기 때문에 주총안건 협의는 물리적으로 불가할 것 같다(34.1%)  
② 이사나 경영진이 소수이고 일정이 바빠 주총안건 협의는 불가능할 것 같다(30.5%)  
③ 모든 기관투자자와 협의는 불가능하고 일부 주요 기관투자자와만 협의가 될 것 같다(17.7%)  
④ 모든 기관투자자와 협의가 잘 될 것이라고 생각한다(3.0%)  
⑤ 기타(3.0%)

문3] '스튜어드십 코드' 가입 대상은 모든 한국 상장사 주식 보유자이며 국민연금 등 공적 연기금도 포함됩니다. 가입한 기관투자자나 연기금은 금융위원회가 마련한 의결권 행사 원칙과 지침에 따라 의결권을 행사하게 됩니다. 귀하는 '스튜어드십 코드'가 도입되면 귀사의 주총안건에 대해 정부의 영향력이 커 질 것으로 생각하십니까?

- ① 그렇다(56.1%)      ② 아니다(13.4%)      ③ 모르겠다(15.9%)

문2-3] '스튜어드십 코드' 도입 이후 기관투자자의 의결권 행사 목적 또는 방향이 어떻게 될 것으로 생각하십니까?

- ① 공시 의무 때문에 정책당국, 의결권 자문사의 의견 등을 따라 의결권을 행사할 것 같다(43.9%)  
② 높은 배당을 요구하는 등 단기차익을 높이기 위해 의결권을 행사할 것 같다(32.9%)  
③ 투자한 기업의 장기적 성장을 위해 의결권을 행사할 것 같다(4.9%)  
④ 해당 기관투자자의 고객 의견을 취합·반영해 의결권을 행사할 것 같다(0.6%)  
⑤ 기타(2.4%)

문4] 정부는 '스튜어드십 코드'가 도입되면 상장사 주가가 오를 것이라고 주장하고 있습니다. '스튜어드십 코드'가 도입되면 귀사의 주가가 높아질 것이라고 생각하십니까?

- ① 그렇다(1.8%)      ② 아니다(44.5%)      ③ 모르겠다(39.0%)

문5] '스튜어드십 코드' 도입 시 기업은 당사 주식을 보유한 기관투자자 대응 등을 위해 담당 조직을 두어야 합니다. 새로운 조직 구성에 몇 명 정도 추가 인력이 필요하다고 생각하십니까?(평균 23명)

문6] 새로운 조직 구성에 얼마 정도 추가 예산이 필요하다고 생각하십니까?(평균 14,929만원)