

---

2016 한국재무학회 제1차 춘계 정책심포지엄  
기업지배구조 어떻게 개선할 것인가?

---

# 기업지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할

2016년 4월 21일

김우찬

고려대학교 경영대학 부교수, 경제개혁연구소장

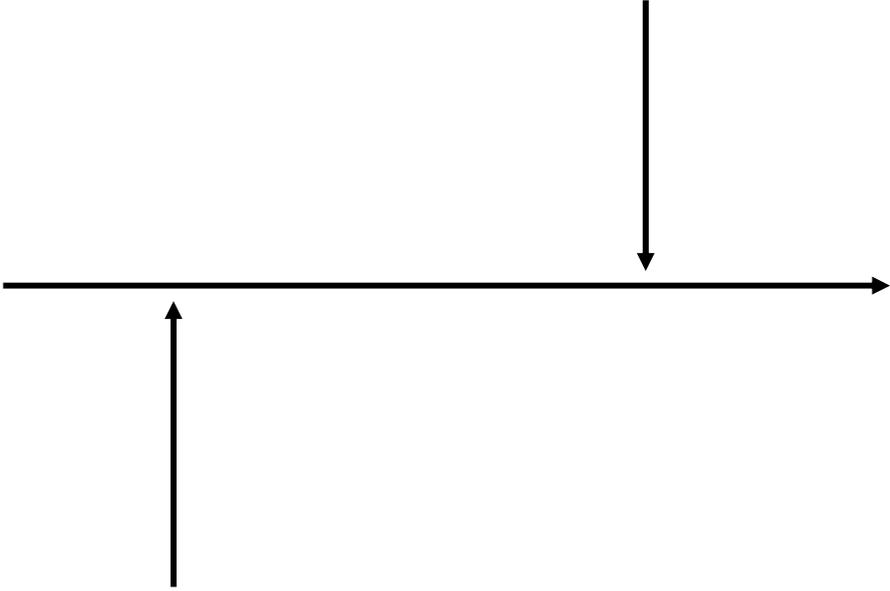
기관  
투자자

사업구조  
개편

기업가치  
제고

지배구조  
개선

Stewardship Code  
국민연금의 주주권 행사  
독립주주의 사외이사후보 추천



# Stewardship Code의 중요성과 그 도입방안

# Stewardship Code

<표 5> 2013년~2015년 기관투자자 의결권 행사 현황\*

행사의견	2013년		2014년		2015년 3분기까지	
	안건 수	비율	안건 수	비율	안건 수	비율
찬성	14,801건	92.9%	16,955건	94.3%	17,519건	91.6%
반대	162건	1.0%	470건	2.6%	367건	1.9%
중립	312건	2.0%	312건	1.7%	237건	1.2%
불행사	706건	4.4%	418건	2.3%	1,157건	6.1%
의결권 행사 안건 수	15,934건		17,991건		19,123건	

\* 감사(위원) 선임 안건에 대한 의결권 행사의 상법 상 제한 등으로 하나의 안건에 대해 찬성(또는 반대)과 함께 의결권을 불행사하는 경우 등이 있으므로, 찬성·반대·중립·불행사 각각의 안건 수를 합계하였을 때 전체 의결권 행사 안건 수를 초과

\* 출처: 한국기업지배구조원 (2016), 2015년 기관투자자 의결권 행사 현황 분석 및 시사점

# Stewardship Code

## ❖ 투자대상 회사 가치증진을 위해 기관투자자가 이행해야 하는 원칙들

- 기관투자자 수탁자 책임 이행에 관한 원칙
- 이들 이행원칙들의 수용은 법적으로 강제되는 것이 아니고, 기관투자자들의 자율에 맡겨지며, 서명을 하더라도 선택적으로 일부 원칙들만 이행할 수 있음 (comply or explain)
- 처음 도입한 영국은 2010년에 일본은 2014년에 Code를 제정

## ❖ 기본적으로 아래 내용을 포함

- 수탁자 책임 이행에 관한 정책 (policy)의 수립과 공시
- 이행과정에서 직면될 이해상충 (conflict of interest) 문제의 공시와 해결
- 대상회사에 대한 지속적 점검과 감시 (monitor)
- 대상 회사를 상대로 한 대화와 관여 (discussion & intervention) 지침 수립
- 다른 기관투자자들과 협력하여 집단적으로 행동 (collective action)
- 의결권행사 원칙의 수립과 행사내역의 공시 (proxy voting)
- 수탁자 책임 이행에 관해 고객에게 주기적으로 보고 (periodic reporting)

## ❖ 2015년 금융위원회 TF 구성 및 2015.12.2 공청회 개최

# Stewardship Code

## ❖ 과연 효과가 있을 것인가?

- 가입이 법적으로 강제되지 않고, 가입하더라도 선택적으로 일부 원칙만 수용할 수 있어 큰 효과 없을 수 있음
- 하지만 국민연금 등 자산소유자가 참여할 경우 상당한 탄력을 받을 수 있음
- 자산소유자는 수탁자 책임 이행의 일환으로 자산운용자를 위탁운용회사로 선정할 때 해당 자산운용자가 과거에 수탁자로서의 책임을 적극 이행하였는지의 여부를 고려하여야 하고, 선정 이후에는 주기적으로 그 이행여부를 점검해야 하기 때문임

## ❖ 하지만, 법률적 리스크 요인들 해소해 줄 필요

- 자본시장법상 주식등에 대한 공동보유자의 정의가 너무 포괄적이어서 기관투자자들이 일회성으로 특정 회사나 안전에 대해 동일 방향으로 의결권을 행사하게 되면 공동보유자가 간주되고, 주식등에 대한 대량보유 여부를 보고 (5% Rule)할 때 공동보유자 지분까지 합산하여 보고해야 하는 상황임

## ❖ 자본시장법 시행령 개정 (주주총회일부터 5일 이내 공시    매년 4월 30일까지 직전 연도 4월 1일부터 1년간의 행사내역 일괄 공시)는 stewardship code의 취지에 정면으로 배치되는 것임

# 국민연금의 주주권 행사와 과제

# 국민연금 주주권행사 실태

## 의결권 행사

- ❖ 가장 소극적 형태의 주주권 행사로 2006년부터 행사지침에 따라 행사

## 주주대표소송

- ❖ 2004년부터 원고로 참가요청 받았으나 내부 가이드라인 없다는 이유로 계속 거절

## 임원후보추천

- ❖ 2012년 하나금융지주의 요청으로 후보물색까지 했으나 실현되지 못했고, 지금까지 실적 전무

## 지배구조펀드

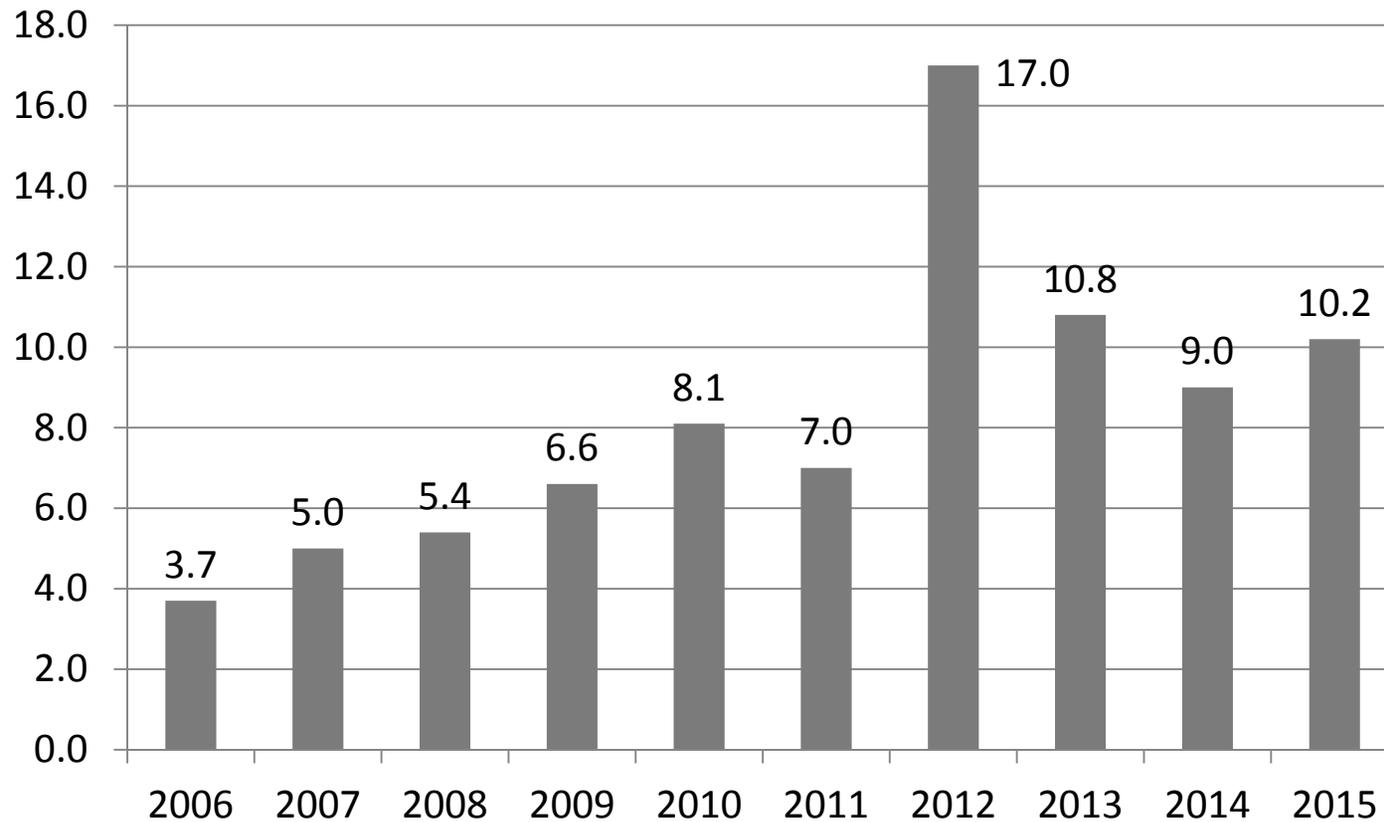
- ❖ 2004년 한 번 운용회사 선정할 적이 유일한 실적 (현재의 책임투자형 펀드는 주주권행사와 무관)

## Engagement

- ❖ 2015.6 기금운용위원회 결정으로 배당정책에 국한해서 허용 (현정부 경제팀의 입김 작용)

# 국민연금 주주권행사 실태

## 의결권행사 반대 비중 (%)



# 국민연금 주주권행사 실태

## 국민연금기금 국내주식 배당관련 추진방안 (2015.6)

### 제1단계

- ❖ 합리적 배당정책을 수립·공개하지 않거나, 그에 따라 배당하지 않는 기업을 대상으로 경영진 면담 등 우호적인 대화 추진 (필요 내부가이드라인은 기금운용본부 마련; 의결권행사전문위원회에 사후 보고)

### 제2단계

- ❖ 대화를 통한 개선 요구에도 불구하고, 차년도 정기주주총회까지 개선이 없는 경우 중점관리기업으로 지정·관리하고, 차차년도 정기주주총회까지 개선이 없는 경우 공개 (중점관리기업 지정 및 공개 여부는 의결권행사전문위원회의 승인으로 결정)

### 제3단계

- ❖ 중점관리기업으로 공개된 기업에 대해 다른 소수주주가 주주제안에 참여를 요청하는 경우 전문위원회가 참여의 적절성, 가결가능성 등 고려하여 참여 여부 결정

# 법령상의 제약요인들

5% 보고, 10% 보고, 그리고 단기매매차익 반환

	경영참가 목적	단순투자 목적 (특례)
5% 보고 (제147조)	5일 이내	해당분기 다음 달 10일 이내 (2009)
10% 보고 (제173조)	5일 이내	해당분기 다음 달 10일 이내 (2012)
단기매매차익 반환 (제172조)	6개월 이내 매매차익 반환	미 반환 (2013)

❖ 배당결정은 경영참가 목적으로 보지 않음 (2014.12.9)

# 주주권 행사 강화방안

## 주주권 행사범위

- ❖ 의결권 행사 이외에 주주대표소송 참가, 사외이사 및 감사후보 추천, 비공식적인 주주권 행사 (engagement), 증권관련 손해배상 소송, 그리고 기업지배구조펀드에의 위탁운용으로 주주권행사의 범위를 본격적으로 확대할 필요
- ❖ 주주대표소송 참가는 대통령 국정과제이고, 배당정책에 관한 한 이미 비공식적인 주주권 행사 (engagement)를 허용된 상태

## 조직체계 정비

- ❖ 주주권 행사의 범위 확대에 발맞추어 현재의 의결권행사 전문위원회를 주주권행사위원회로 확대·개편할 필요
- ❖ 이렇게 강화된 역할의 효과적인 수행을 위해 주주권행사 위원회를 법 상 조직으로 격상시킬 필요가 있으며, 그 위원회 구성방법에 관해서도 법에 규정화될 필요가 있음

# 주주권행사 강화방안

## 법령상 제약요인

- ❖ 국민연금법을 개정하여 국민연금기금운용위원회에 주주권 행사 의무를 부과하고, 주주권을 행사할 대상, 범위 및 절차 등을 정하도록 해야 할 것임 (2012년 김재원 의원 대표발의 법안 참조)
- ❖ 배당 결정 이외의 경영참가 목적으로 투자하는 경우에도 5% 보고, 10% 보고, 단기매매차익반환에 대한 특례를 인정받을 필요가 있는지가 문제
- ❖ 일단 현존하는 다양한 양태의 주주권 행사가 모두 자본시장법 시행령이 열거하고 있는 경우에 해당된다고 볼 수 없어 많은 경우 경영참가 목적으로 신고하지 않더라도 다양한 양태의 주주권 행사를 할 수 있음
- ❖ 주주대표소송 참가는 전혀 이에 해당하지 않고, 임원의 선임을 위해 위임장 대결을 벌리면 사실상의 영향력 행사에 해당될지 모르지만 단순히 후보를 추천하는 경우에는 이에 해당된다고 볼 수 없을 것임

# 주주권행사 강화방안

- ❖ 경영참가 목적으로 투자한다는 것은 주주제안을 하거나, 임시주주총회의 소집을 요구하거나, 임원의 선·해임을 위해 위임장 대결 등을 벌리는 경우를 의미하는데 이러한 경우에는 국민연금기금도 더 이상 지분노출을 꺼리는 상황이 아니기 때문에 굳이 5% 보고와 10% 보고에 있어서 특례를 인정받을 필요가 없을 것임
- ❖ 경영참가 목적으로 투자한다는 것은 그 투자기간이 상당히 길다는 것을 의미하는데 이 경우에는 6개월 이내의 단기매매 상황을 상정할 필요가 없어 단기매매차익반환에 대한 특례를 인정해줄 필요가 없음
- ❖ 물론 의도하지 않은 단기매매의 가능성이 있는데 (다른 위탁운용사간 반대 매매) 이런 사태를 사전에 차단하기 위해 경영참가 목적으로 신고한 예외적인 상황에서는 위탁운용회사들이 해당 종목의 매매를 국민연금기금 기금운용본부의 승인 없이는 못하도록 내부 통제할 필요

# 주주권행사 강화방안

## Guideline 수립

- ❖ 주주권행사가 절차적 정당성을 확보하고 남용되지 않도록 세밀한 가이드라인을 수립할 필요가 있으며, 이에 따른 행사내역도 투명하게 공시함으로써 외부로부터의 모니터링이 가능하도록 해야 할 것임

## 주주권행사 위원회 안전 회부 요구권

- ❖ 주주권행사위원회 (또는 현재의 의결권행사 전문위원회)로의 안전 회부를 기금운용본부 투자위원회가 자의적으로 결정하지 못하도록 제도적 보완이 필요
- ❖ 현재는 국민연금기금 의결권 행사지침 제8조 제2항에 “기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건은 주식 의결권행사 전문위원회에 결정을 요청할 수 있다” 고만 되어 있음
- ❖ “전문위원회는 위원 과반수의 찬성으로 기금운용본부로 하여금 안전을 전문위원회에 회부할 것을 요청할 수 있고, 이 때 기금운용본부는 이에 따라야 한다” 와 같은 조항 추가할 필요

# 주주권행사 강화방안

## 기금 운용위원회 개편

- ❖ 기금운용위원회가 개편되어 민간전문가로 구성될 경우 기금운용위원회가 주주권행사위원회의 역할을 수행
- ❖ 기금운용위원회가 가입자단체의 이해관계를 균형 있게 잘 대변해 줄 수 있도록 가입자 단체에게 지금처럼 위원 선임권을 부여할 필요
- ❖ 지금과는 달리 전문가만 추천 가능할 것이므로 위원이 소속단체의 이익만을 대변하는 현재의 문제점 해소 가능
- ❖ 효과적인 주주권행사를 위해 기금운용위원회에 최소한 1명의 주주권 행사 전문가가 포함되도록 해야 할 것임

독립주주의 사외이사후보  
추천제도 도입

# 독립주주의 사외이사후보 추천

## 우리나라 사외이사제도의 문제점

- ❖ 사외이사제도는 지금으로부터 18년 전인 1998년 처음 도입되었지만 아직까지도 정착되지 못하고 있음
  - 사실상 최대주주일가와 경영진이 후보를 추천하고 있어 사외이사의 가장 중요한 자격요건인 독립성을 결여
  - 또, 사외이사로서의 경제적 혜택을 누리기 위해 사외이사로 선임되기 이전부터 학계 인사들은 재계에 대해 비판적인 목소리를 내지 못하고, 관계와 사법계인사들은 재직 중 왜곡된 정책결정과 판결을 내릴 수 있음
  - 선임된 행정부 및 사법부 출신 사외이사들의 경우 사실상 대정부 로비스트로서의 역할을 수행
- ❖ 지금은 사외이사제도에 대한 보다 근본적인 개혁이 필요한 시점이며, 그 핵심은 사외이사후보 추천권을 독립주주에게 부여하는 것임

# 독립주주의 사외이사후보 추천

## 현행 제도

- ❖ 일정 지분요건을 갖춘 주주의 경우 지금도 사외이사후보를 추천할 수 있음
  - 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 3% 이상에 해당하는 주식을 가진 주주 또는 6개월 전부터 계속하여 상장회사의 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1% (자본금 1천억원 이상인 경우 0.5%) 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 주주총회일 (정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 해당연도의 해당일)의 6주 전에 사외이사후보를 추천할 수 있음 (상법 제542조의8 제5항)
- ❖ 이러한 제도에도 불구하고 주주추천 후보가 선임되는 경우는 거의 없음
  - 이사회는 별도의 경쟁후보를 추천하고, 주주추천 후보에 반대하고 경쟁후보에 찬성할 것을 주주들에게 권유
  - 위임장 대결에서 외부 주주가 승리하는 사례는 극히 예외적

# 독립주주의 사외이사후보 추천

## 개혁 방안

- ❖ 일정 요건을 갖춘 독립주주가 상장회사 주주총회일의 6주 전에 사외이사 후보를 추천할 경우 이사회는 별도의 경쟁후보를 추천할 수 없고, 독립주주 추천 후보에 반대할 것을 주주들에게 권유할 수도 없음
- ❖ 독립 주주의 요건
  - 6개월 전부터 계속하여 상장회사의 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 5% 이상에 해당하는 주식을 보유한 자 중에서 최대주주 및 그 특수관계인, 그리고 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인을 제외한 자
- ❖ 독립 주주 추천으로 선임될 수 있는 사외이사의 수
  - 1인에 국한

# 독립주주의 사외이사후보 추천

## ❖ 복수 후보 추천 시 우선순위

- 상기 방법으로 추천된 사외이사가 동일 주주총회일 6주 전에 복수일 경우 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수를 가장 많이 보유한 주주에게만 추천권을 부여하고,
- 만일 동일한 주식총수를 보유한 경우에는 계속해서 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 5% 이상을 보유한 기간이 가장 긴 주주에게만 추천권을 부여

## ❖ 최대주주와 그 특수관계인

- 최대주주라함은 상장회사의 주주로서 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수를 기준으로 본인 및 그와 대통령령으로 정하는 특수한 관계에 있는 자(이하 "특수관계인"이라 한다)가 소유하는 주식의 수가 가장 많은 경우 그 본인(이하 "최대주주"라 한다)을 의미 (상법 제542조의8 제2항 제5호)하며,
- 특수관계인은 상법 시행령 제34조 제4항에 해당하는 자를 의미함

# 독립주주의 사외이사후보 추천

❖ 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인은 아래에 해당되는 법인을 의미함 (상법 시행령 제34조 제5항 제2호에 일부 내용을 첨삭)

- 최근 3개 사업연도 중 해당 상장회사와의 거래실적의 합계액이 자산총액(해당 상장회사 또는 이해관계에 있는 법인의 최근 사업연도 말 현재의 대차대조표상의 자산총액을 말한다) 또는 매출총액(해당 상장회사 또는 이해관계에 있는 법인의 최근 사업연도 말 현재의 손익계산서상의 매출총액을 말한다. 이하 이 조에서 같다)의 100분의 10 이상인 법인
- 최근 사업연도 중에 해당 상장회사와 매출총액의 100분의 10 이상의 금액에 상당하는 단일의 거래계약을 체결한 법인
- 최근 사업연도 중에 해당 상장회사가 금전, 유가증권, 그 밖의 증권 또는 증서를 대여하거나 차입한 금액과 담보제공 등 채무보증을 한 금액의 합계액이 자본금(해당 상장회사 또는 이해관계에 있는 법인의 최근 사업연도 말 현재의 대차대조표상의 자본금을 말한다)의 100분의 10 이상인 법인
- 해당 상장회사의 정기주주총회일 현재 그 회사가 자본금(해당 상장회사가 출자한 법인의 자본금을 말한다)의 100분의 5 이상을 출자한 법인
- 해당 상장회사와 기술제휴계약을 체결하고 있는 법인

# 독립주주의 사외이사후보 추천

## ❖ 후보의 자격요건

- 독립주주로부터 추천된 후보도 상법상의 사외이사 자격요건 (금융회사의 경우 금융회사의 지배구조에 관한 법률상의 사외이사 자격요건)을 모두 갖추어야 함

## ❖ 재임 여부 및 방법

- 독립주주로부터 추천되어 주주총회에서 선임된 사외이사가 재임하기 위해서는 독립주주로부터 다시 추천되어야 하며, 추천은 당초의 독립주주가 할 수도 있고 또 다른 독립주주가 할 수도 있음
- 추천 당시 주식보유 요건 등을 갖추어야 하며, 동일한 우선순위에 따라 추천권을 부여

## ❖ 이사회가 추천하는 경우

- 독립주주로부터 추천되어 주주총회에서 선임된 사외이사의 재임을 위해 이사회가 해당 사외이사를 추천하는 경우 해당 회사의 독립주주들은 별도의 후보를 추천할 수 있음

# 독립주주의 사외이사후보 추천

## ❖ 추천 독립주주의 주식보유 의무

- 독립주주는 사외이사후보 추천 후 해당 후보가 선임되는 주주총회일까지만 주식을 보유할 의무가 있음