법과 기업 연구 제11권 제1호 DOI : 10.35505/sjlb.2021.4.11.1.65

기관투자자의 ESG 스튜어드십 코드 법적개선 연구

- 글로벌 'K-Governance' 모델로서 ESG 경영에의 적극적 역할 모색

백 기 웅*

Ⅰ. 서론
Ⅱ. 스튜어드십 코드의 주요국 동향
Ⅲ. 스튜어드십코드 법제개선 필요성과 방안
Ⅳ. 결론

국문초록

우리 기업지배구조와 문화에 대한 상징적인 사건으로서 이른바 'JFK 땅콩회항사건'이 불러온 대한항공그룹의 지배구조 문제로 인한 일련의 사태와 최근의 삼성그룹 부회장의 삼성물산과 제일모직 합병을 위한 승마뇌물사건으로 인한 법정구속 사태 등을 겪으면서 주주권의 행사와 기업관여를 활성화를 통한 기업지배구조개선과 관련하여 학계와 실무계에서 주목을 받고 2016년 12월 도입되어 우리나라에도 운용 중인 스튜어드십 코드에 대한 연혁과 비교법적 고찰을 통해 한국의 관련 법제의 현황을 검토 및 점검하고 개선방안을 도출하고자 한다.

고질적인 코리아 지배구조 디스카운트를 떨쳐버리고 기업지배구조의 선진화를 위한 기관투자자로서의 스튜어드십 코드 행사에 대해 2016년 국내에도 도입 4년 남짓 운용되어 2021년 1월 현재 130여개 기관이 도입하여 운용하고 있는 수탁자 책임원칙의 현황을 점검하고 단순한 'Comply or Explain'의 연성법(soft-law)적인 접근을 넘어서 우리 사회에서 원활히 작동할 수 있도록 효율성을 강화하고자 관련 금융위 시행령을 활용하여 수탁자책임 활동 공시 의무 부여와 더불어 자본시장법 대량보유 신고의무자 시행령 개정을 통한 스튜어드십 코드 행사의 부분적 활성화를 위한 일반투자 항목의 신설을 법제적

* (前)국회도서관 법률조사관(英美法), e_mail: tonykbaek@gmail.com.

개선방안으로서 제시한다. 이 중 후자는 2020년 1월 국무회의를 통과하여 시행령으로 법제화 되었으나 공동보유자에 대한 요건을 명확해야하는 점이 보완사항으로 아울러 남아있음을 지적한다.

이러한 추후적 법제적 개선논의를 통해 한국적 문화와 의사결정구조 등의 상황에서 경제와 기업에 미치는 파급효과를 최소화 하며 선진적인 ESG 기업지배구조 모델을 달성하기 위한 최적의 입법안에 대한 고민을 가져가기 위한 단초로서, 멀지 않은 미래에는 선택적으로 그리고 필요한 논의절차를 거쳐 스튜어드십 코드의 기업지배구조에의 개선에 관한 사항을 종합적으로 총괄 망라한 국회의 입법을 통한 별도의 단행법제(한국형 ESG 강화를 위한 스튜어드십 코드 활성화 법제)를 마련하는 개선방안에 관한 법적 연구에도 마중물로서 쓰여 지기를 바라며 ESG경영 강화를 통한 글로벌 'K-Governance' 한국형 지배구조를 향한 우리 금융·기업 법학계와 경제금융계 및 정부와 입법부에 기관투자자의 ESG 스튜어드십코드 개선방안에 관한 법적 연구를 발제한다.

• 핵심어 스튜어드십 코드, 기업지배구조, ESG, 시행령 개정, 기관투자자, 활성화

Ⅰ. 序 論

2010년 영국에서 시작하여 미국을 거쳐 2014년 이웃나라 일본 그리고 2016년 12월 한국에까지 연성법(soft law) 형식으로 도입되어 있는 스튜어드십 코드(stewardship code)는 기업지배구조와 기업 활동에 대해 투자은행으로 대표되는 기관투자자들의 기업지배구조를 향한 적극적인 역할의 필요성이라는 시대적 요청에 대한 논의를 불러 일으켰다.[1)]

1) 이에 국내에서는 법학계, 경영학계, 금융계, 재계, 시민단체 등에서는 찬반으로 나뉘어 양쪽 모두 나름의 논리와 근거를 들며 백가쟁명식 논의를 펼쳐왔다. 본고에서 지면관계상 양쪽의 모든 주장을 담고 판단을 줄 수는 없는 바, 상세한 논의는 심영, "영국의 스튜어드십 코드의 제정과 운영의 시사점", 기업법연구, 제30권 제2호, 한국기업법학회(2016), 9-35면; 안수현, "한국형 스튜어드십 코드인'기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙안'의 법적 쟁점과 과제", BFL, 제77호, 서울대학교 금융법센터, 2016, 53~71면; 정윤모, "기관투자자의 수탁자책임과 스튜어드십 코드의 도입", 자본시장연구원, 2016 등 관련 선행 논문(가나다 順) 등을 참조해주기 바란다. 하여 본고는 이러한 우여곡절 끝에 2016년 연성법 형태로 도입된 우리나라의 수탁자책임(스튜어드십 코드)의 4년 남짓한 운영 현황을 점검하고 금융투자 실무계의 애로사항과 지배구조개선에의 제도개선에 대한 검토를 거쳐 개선의 솔루션을 찾고자 하며 나아가 우리 기업의 지배구조개선에도 적극적으로 기여할 수 있는 법제적인 보완방안을 찾아보고자 한다. 이러한 개선 논의를 통해 중장기적으로는 **한국형 기업지배구조('K-Governance') 모델로서 ESG(Environmental, Social, Governance) 강화**를 위한 스튜어드십 코드의 적극적 역할 모색까지 연구 외연을 확대해 나가는 것이 필자의 기업금융법제 연구에 있어서의 학술적 로드맵이고 본고는 그 초석을 놓는 작업이다. 스튜어드십 코드는 K-Governance 가 글로벌 금융시

특히 국내 다수 금융기관의 지배주주이자 주요대기업들의 지분을 보유한 주주로서 국민연금의 적극적 의결권 행사를 비롯한 기업지배구조에 대한 역할에 대한 논의는 그 합법성에서부터 권한행사의 적정성, 국내외 금융투자회사의 차별 문제 등 국내외 적으로 많은 논란[2]을 촉발했다. 기업법과 금융법에 있어서도 글로벌 선진 규범에 맞는 새로운 기준 제시에 대한 시대적 요청으로 우리 법학계에 기업지배구조 개선에 대한 시대적 화두[3]를 던지고 있다.

한국기업지배구조원을 통해 스튜어드십 코드가 도입(2016.12)된 지 4년 남짓이고 국민연금을 통해서도 연성규범이나마 본격적으로 도입(2018.7)된 지 미처 2년이 지나 가는 시점에서, 스튜어드십 코드의 성과를 평가하는 것이 조금은 시기상조[4]일 수 있지만 우리 자본시장에서의 국내 상장기업의 배당수익률이 눈에 띄는 상승[5]에도 불구하고 여전히 국내 주식시장이 국제 자본시장에서 고질적인 저평가[6]를 받고 있는 점 또한 부인할 수 없는 사실이다.

흔히 총수로 대표되는 소수의 지배주주 일가의 경영권 독점이라는 우리나라 기업집단(재벌)은 위기경영상황에서의 리더십 등 경영위기의 순간에 기민한 통솔력을 발휘하여 빠른 의사결정과 일사 분란한 실행력으로 위기에 신속 대처하는 가부장 리더십 등 일정 부분 장점

장과 소통하는 글로벌 채널이기 때문이다. 투명성과 공공성 강화, 절차적 개방성, 주주와 이해관계자의 적극적 참여, ESG 강화 등 그리고 이를 위한 일정부분 제도적 보완을 중장기적 입법과제로 제시한다.

2) 강윤식, “기관투자자의 역할과 영향 : 한라그룹 유상증자 사례를 중심으로”, 「경영교육연구 제29권 제2호(2014년)」 7~15면.

3) 우리나라의 증권시장 현황을 보면, 1956년 개설된 국내 증권시장은 최초 12개의 상장기업수가 2019년 8월말 현재 총 2,285사로 크게 증가하였고, 단일의 장내 증권시장이 유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장으로 세분화되는 등 외형적으로는 크게 성장하였으나, 국내 대표 주가지수인 코스피 지수는 미국, 일본 등 선진 주요시장 지수에 비해 낮은 수익률을 보이는 등 국내 증권시장의 저평가 문제가 제기되고 있다.
국내 기업들이 시장에서 저평가 받는 주요 원인으로는 북한 리스크와 더불어 주요 대기업에서 보이는 고질적인 총수 또는 대주주지배 중심의 낙후된 봉건적 기업지배구조 문제가 단골로 지적되고 있다. 1997년 외환위기 이후 사외이사, 감사위원회 제도 및 주주제안 제도 등이 도입되어 국내 기업의 지배구조는 외형적으로는 개선되었으나, 상장기업의 경영진을 견제하고 의사 결정의 투명성을 제고하기 위해 도입된 제도들은 본연의 목적을 달성하지 못하고 있다는 평가가 여전히 상당하다.

4) 2021. 1 현재 스튜어드십 코드 참여기관 국내현황 (출처: 한국기업지배구조원 홈페이지 http://sc.cgs.or.kr/participation/investors.jsp 방문일 2021. 1. 19.)

총계	연기금	보험사	자산운용사	PEF운용사	증권사	투자자문사	은행	서비스기관	그 외
137	3	5	46	43	3	2	2	4	29

5) 한국 주요지수 배당수익률표 (출처: KRX 웹페이지 https://info.krx.co.kr/main/main.jsp 방문일 2019. 10. 11.)

년도	KRX100	KOSPI	KOSPI 200
2018 배당수익률	2.10	1.94	2.01
2017 배당수익률	1.42	1.36	1.36

6) 한국 주요지수 PER Chart (출처: KRX 웹페이지 https://info.krx.co.kr/main/main.jsp방문일 2019. 10. 11.)

년도	KRX100	KOSPI	KOSPI 200
2018 PER	8.15	9.58	8.53
2017 PER	11.78	12.99	11.9

*필자註) PER(price-earning ratio)은 주당 순이익 대비 주가 수준을 표시하는 주가대비 수익성 지표로서 주식시장에서 PER은 10을 기준 이보다 높은 경우 고평가, 낮은 경우 저평가되었다고 함.

도 있다. 그럼에도 불구하고 순환출자로 대표되는 소유구조의 복잡성과 투명하지 못한 지배구조로 계열회사 간 일감몰아주기를 통한 부당한 지원과 사업기회의 유용, 편법적인 상속 등을 통해 시업이해관계자들과 소액주주들에게 피해를 주는 지적이 많이 있어 왔다.

기업집단 내에서의 거래 관행이나 순환출자로 대표되는 복잡한 소유구조에 기초한 소액주주로부터 지배주주로의 부(富)의 전이(轉移) 문제는 우리경제와 기업의 지배구조문제와 관련된 중요한 이슈이다. 이는 법이나 제도의 감시망을 피해서 보다 교묘하고 새로운 방식의 대리인 비용을 발생시키고, 특히 재벌로 통칭되는 대기업 기업집단은 정보비대칭 하에서 지배주주의 부를 극대화하기 위해 소액주주 등 다수의 이해관계자들의 부를 유용한다는 우려를 낳으며 계열회사 간 부당한 지원[7]을 통한 지배주주의 사적이익 추구에 악용되는 결과를 가져오기도 한다.

스튜어드십 코드를 한 마디로 정의하면, 국민연금과 같은 기관투자자가 기업의 의사결정에 적극 참여할 수 있게 하는 주주권 행사 지침을 말한다. 쉽게 말해 주인을 대신해 집안의 자산을 관리하는 집사(steward)처럼, 국민연금이나 자산운용사 등 기관투자자가 고객(국민)의 돈을 충실하게 관리하기 위해 적극적인 주주권 행사에 나서겠다는 취지로 2008년 세계금융위기 이후의 반성으로 영국에서 2010년에 최초로 도입되었다. 이는 또한 기업법적(企業法的) 의미에서는 타인의 자금을 관리하는 수탁자로서의 기관투자자와 투자를 받는 대상 사이의 이해상충(conflict of interest) 문제를 최소화 하려는 제도(framework)[8]로 이해할 수 있을 것이다. 이는 글로벌 자본시장에서 수탁자의 의무가 계속 진화(進化)해가기 때문이며, 이사회나 경영진 그리고 주주배당 등의 기업지배구조에 대한 투자의사결정 과정에서의 적극적 관여와 고려라고 요약될 수 있겠다.

본 연구는 기업의 지배구조개선을 위한 스튜어드십 코드라는 외래적 연성규범(外來的

---

7) 강윤식, 앞의 책, 7~15면에서는 기관투자자의 주주권 적극행사의 예로 2013년 4월 한라그룹의 제3자 배정을 통한 유상증자로 우량계열사인 만도를 동원해 유동성 위기에 빠진 부실계열사인 한라건설을 지원하는 비합리적 경영의사결정을 한 경우를 들 수 있는데, 이로 인해 부실계열사를 지원한 우량계열사의 시장가치는 급격히 하락하였고, 우량계열사에 투자한 다수의 투자자들이 손해를 입게 되었던 바, 트러스트사자산운용은 이에 대해 강하게 반발하고 주주권의 적극적 행사로서 임시주주총회 소집요구, 주금납입 금지 가처분 신청, 사외이사 추천 및 선임요구 등을 통해 외부의 주주를 대표해서 사외이사를 만도(한라그룹 우량 계열사)에 추천 선임하는 성과를 거두었고, 이러한 조치 후 만도의 시장가치는 다시 점진적 회복된 실례를 들고 있다.

8) 이원일 제프리투자자문 대표 주제발표, 머니투데이 더벨과 한국기업지배구조원 "기업지배구조의 글로벌 · 지역적 트렌드"라는 주제 공동 개최 workshop, 「2018 더벨 기업지배구조 글로벌 컨퍼런스 THE NEXT」, 더벨 2018. 9. 20.
http://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=201809200100034490002128&svccode=00&page=1&sort=thebell_check_time(방문일 2018. 12. 12.)

軟性規範) 단계에 머물러 있는 현실을 조망하고, 기업지배구조 개선을 위한 금융투자회사를 비롯한 기관투자기관들의 적극적 역할을 위한 실질적 논의에 즈음하여 정부의 공적(公的)기관으로 국민연금이 가지는 한국 주요 기업들에 대한 대주주이자 기관투자자로서의 권리행사의 실질적 활성화를 통한 기업지배구조 개선의 지원이라는 역할을 잘 수행하도록 하여 ESG 경영을 촉진하는 금융기업법제에서의 보완 방안을 찾고자 한다.

나아가 실천적 규범으로서 총수지배구조로 대표되는 한국 대기업의 기업지배구조[9] 개선에 대한 촉매제 역할을 하기 위한 법제적 활성화 방안에 대해 현행법과 제도 하의 상황과 활성화 필요성에 대한 검토를 통해 잠정적인 처방으로서 상법, 자본시장법 등의 시행령 개정을 통한 보완 방안을 제시한다.[10] 중장기적으로는 국민의 대표인 국회의 글로벌 'K-Governance'라는 한국형 지배구조를 위한 ESG 강화[11]를 위한 일정한 입법적 역할도 필요하리라고 본다.[12]

---

9) 오수근, "OECD 기업지배구조 원칙에 대한 분석", 「비교사법」 6(2), 1999, 87~118면 참조.

10) 장기적으로는 병행 내지 선택적으로 국민적 필요와 논의를 거쳐 국회의 입법을 통한 한국 기업지배구조 개선을 위한 금융기업법제의 글로벌 스탠다드를 향한 선구(先驅)적이면서도 한국적인 모델 도입에 대한 법제적(法制的) 가이드(guidance)로서 경성 규범적(硬性 規範的) 입법론 논의도 우리 금융시장과 기업문화 그리고 기업지배구조에 대한 국민적 수요로서 사회적 합의를 기다려 논의 해볼 수 있을 것이라 생각한다. 후술하다시피 스튜어드십 코드 원조국이라 할 수 있는 영국도 실효성에 대한 고민을 반영해 2020년 연간 이행 보고서의 공시부분을 강화하고 단계별 평가 분류의 업그레이드 버전으로서 스튜어드십 코드2020을 실시했지만 근본적으로 임의적 동의에 기반한 상태에서의 실효성은 여전히 미지수다. 이러한 상황에서 한국이 법제적 보완과 업데이트를 통해 글로벌 스튜어드십 코드를 주도하고 ESG로의 역할 강화를 모색해 나갈 수 있는 적기라고 판단된다.

11) 권지원, "스튜어드십 코드 도입 후 ESG등급 개선 효과." 국내석사학위논문 고려대학교 대학원, 2020. 동 논문은 비교적 최신의 스튜어드십 코드 도입의 ESG 등급개선의 효과를 경영학 수치적으로 분석한 논문으로 스튜어드십 코드의 도입 전·후 기간의 비교 형식으로 기타요인에 의한 개선효과를 배제하고 스튜어드십 코드의 도입 효과만을 분석해 내기 위해서 이중차이분석(Difference In Difference: DID) 방법을 사용하여 ESG 도입 효과만을 검증한 최초의 논문이다.

12) 관련하여 국가에 대한 ESG 등급 평가로서 무디스의 우리나라 ESG 평가결과 약진을 보도한 최근의 눈에 끄는 언론보도가 있어 소개한다. 향후 이는 우리나라 기업들의 지배구조에 대한 글로벌 ESG 평가에도 적용될 수 있으리라 본다. 역설적으로 기업이 국가를 벤치마킹해야 하는 상황에 이를 수 도 있겠다. 머니투데이 2021. 1. 20. 보도.
https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2021011918472945591&MTS_P(방문일 2021. 1. 20.)

II. 스튜어드십 코드의 주요국 동향

1. 영국(英國)

연기금과 자산운용사 등 주요 기관투자가가 주인의 재산을 관리하는 집사(steward)처럼 주주로서의 역할의 충실성을 높이기 위한 기업의사결정에의 적극 참가를 통해 자금을 위탁한 주인으로서 고객과 국민에게 적정하게 보고되도록 하는 행동지침으로, 단순 주식 보유와 이에 의한 의결권 행사라는 기관투자자의 역할을 넘어 주주로서 기업과 적극적인 대화를 통한 투자판단에 대한 적극적 관여를 함으로서 기업의 ESG 강화에 기여하고 나아가 기업의 지속적 발전을 견인함으로서 종국적으로는 주주 이익극대화에 기여하도록 한다.

스튜어드십 코드는 연기금과 같이 자산을 수탁하고 운용하는 기관투자자에 대한 7개 원칙으로 2010년 영국 재무보고위원회(Financial Reporting Council)[13]에서 처음 발표하였다. 법적 강제성은 없으나 참여 기관들에 원칙을 준수해줄 것을 요청하고 만약 준수하지 못할 경우 그 이유를 설명(comply or explain)[14]하도록 한다. 네덜란드(2011), 캐나다(2012), 이탈리아(2013) 등 10여개 국가가 도입해 운용 중이고 아시아에서는 일본(2014), 말레이시아(2014) 홍콩(2016) 등이 운용하고 있다.

영국이 처음으로 코드를 도입한 것은 2008년 글로벌 금융위기가 주주, 특히 기관투자가의 무관심에서 비롯됐다는 성찰(省察)적 판단[15]에 따른 것이다. 영국의 스튜어드십 코드의

---

13) https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/origins-of-the-uk-stewardship-code
출처: FRC(Financial Reporting Council : FRC) 홈페이지(방문일 2021. 1. 15.). 동 코드는 2012년 9월 자산관리인, 자산소유인의 스튜어드십 코드에 대한 개별책임 명확화와 이해충돌에 설명 및 스튜어드십 활동에 대한 확약 증대를 포함한 개정판으로의 업데이트를 거쳐 다시 2019년 10월 확대 강화판이 공포되어 2020년 1월 1일부터 2020 시행 중에 있다. 2020년 업데이트 버전에 대해서는 후술한다. A revised version of the Code (PDF) was published in September 2012. Changes included the clarification of the respective responsibilities of asset managers and asset owners for stewardship, clearer explanations on conflicts of interest and for greater assurance of stewardship activities to be provided.
A substantially revised and strengthened UK Stewardship Code was published in October 2019 and takes effect from 1 January 2020.

14) https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/origins-of-the-uk-stewardship-code
출처: FRC 홈페이지(방문일 2021. 1. 15.). Origins of the UK Stewardship Code.

15) 이러한 시각은 기관투자가가 금융회사 경영진의 잘못된 위험 관리를 견제하지 못했기 때문이라는 지적에서다. 그러나 아직은 소기의 코드 도입 목적을 달성하지 못했다는 전반적인 평가를 받는 일본, 영국 등과 달리 한국은 도입 목적 자체에 문제가 있다는 지적도 일각에서 나온다. 코드를 통해 재벌 기업의 지배구조를 바꾸겠다는 목적이 강하다는 것이다. 이러한 도입자체에 대한 상세 찬반논의는 선행논문을 참조하기 바란다. 본고는 2018년 연성법 형태로 우리나라에도 도입된 스튜어드십 코드를 논의의 대상으로 하고 이후의 개선사항과 이를 지원하기 위한 규제적인 솔루션을 제안하는 것에 주안점을 두고자 한다.

최신 현황은 2012년 일부 개정을 거친 스튜어드십 코드2012가 2019년 12월 31일 자로 종료하고 2020년 1월 1일부터는 보다 확대 강화 개정된 스튜어드십 코드 2020버전(The UK Stewardship Code 2020, effect on 1 January 2020)으로 진화해 실시 중에 있다. 스튜어드십 코드2020[16]은 영국의 저축자와 연금불입자를 위해서 자금을 투자하는 금융투자자에게 높은 요구사항을 부여하면서 스튜어드십에 대해 '경제, 환경, 사회를 위한 지속가능한 혜택을 가져오도록 선도하며 고객과 수혜자들을 위해 장기적인 가치를 창조하기 위한 책임 있는 자본의 배분, 관리, 감독' 이라고 정의하고 있다.

스튜어드십 코드2020은 스튜어드십의 단순한 정책 설시보다는 실질적인 활동과 결과에 초점을 맞추면서 투자자들로 하여금 상장주식, 고정수입, 사모펀드, 인프라투자, 대외투자 등 자산 종류 전반에 걸친 스튜어드십 코드의 실행을 요구하고 나아가 ESG(환경, 사회, 지배구조)를 포함한 투자와 스튜어드십의 통합에 대한 사항도 요구한다.[17]

동 코드는 자산 관리인과 소유인을 위한 12개의 원칙과 (금융)서비스 제공자를 위한 6개 원칙으로 구성되며, 이는 스튜어드십 코드에 서명한 기관에게는 정보의 공개적 보고가 이루어지도록 요구한다. 이러한 보고는 스튜어드십 연간보고서로 지난 12개월간의 스튜어드십 코드 적용 현황을 보고하도록 하며, FRC는 이는 평가 프레임을 통해 평가하고 보고 요건을 충족하는 기관은 스튜어드십 코드 서명기관으로 등재된다. 최초의 서명기관으로 등재되기 위해서 자산관리인과 (금융)서비스 제공자는 2021년 3월 31일 까지, 자산소유인은 2021년 4월 30일 까지 FRC에 최종 리포트를 제출 하여야 한다.[18]

---

16) https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code FRC 홈페이지(방문일 2021. 1. 15.)
UK Stewardship Code. The UK Stewardship Code 2020 took effect on 1 January 2020 and **sets high expectations of those investing money on behalf of UK savers and pensioners. It defines stewardship as the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.**

17) 영국의 경우도 스튜어드십 코드 제정 후 개정과 평가, 인증을 하는 방법으로 스튜어드십 코드 도입의 효과를 최대화하려고 하고 있다. 스튜어드십 코드 2020의 개정은 기존 스튜어드십의 개념과 대상을 ESG로 확장하였고, 스튜어드십의 대상에 있어서도 상장 주식에 한하지 않은 점, 기관투자자의 스튜어드십 이행설명서 공시 품질을 제고함을 주요 내용으로 하고 있다. 황정미, "한국 스튜어드십과 주주행동주의의 고찰 - 영국 스튜어드십 코드의 개정과 주주행동주의-". 「기업법연구」(2020). 34(3), 259-295.

18) 2016년에 FRC는 스튜어드십 코드 보고의 질을 개선하고 시장에서의 투명성제고를 촉진하고 동 코드의 신뢰성을 유지하기 위해 스튜어드십 코드2012 가입기관 단계구분을 실시하면서 각 기관의 코드 성명서의 질에 기반한 가입기관 진단을 실시한 바, 충실한 보고 및 스튜어드십 코드에의 헌신을 보여주는 기관과 보고개선이 필요한 기관의 2단계로 구분하였다. 아울러, 웹사이트에의 단계 구분포함게재가 개별 기관들에 의해 추구되는 성명서나 정책의 정확성에 대한 FRC의 인증으로 해석되어질 수는 없음을 분명히 했다. FRC는 매년 이들 기관들로 부터의 연간보고서에 대해 전반적인 질을 계속해서 평가하고 이를 반영해 스튜어드십 코드의 개정가능성을 검토하며 나아가 국제투자자들이 국제 스튜어드십 코드의 요구사항을 어떻게 더욱 더 잘 충족시키도록 할 것인지에 대해 계속 주시해 나갈 것이다.
https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/uk-stewardship-code-statements

이러한 2020년 업그레이드 버전이 가지는 특징은 우선 FRC에 연간실행 공개보고서를 제출 토록하고 FRC가 스튜어드십 코드 이행상황에 대한 평가를 한 후 리스트화 하여 관리한다는 점에서 일정부분 공시에 준하는 효과를 가지도록 한다는 점이다. 그러나 이는 여전히 스튜어드십 코드에 서명한 기관들을 대상으로 하여 동의하에 임의적으로 적용된다는 점에서 ESG에 대한 기여 등에 있어 실효성에 대한 의문은 여전히 차후의 검토 과제로 남는다.[19)]

2. 미국(美國)

스튜어드십 코드는 투자의사 결정 과정으로서 이해되어지는 바, 미국에서는 자체적으로 기업관여(engagement)나 주주권위임투표(proxy voting) 이라는 용어[20)]로도 쓰이며, 월가에서는 이미 이런 주주의 경영관여나 주주총회를 통한 위임장 대결 등으로 시행되어 왔다.[21)]

이러한 실행의 최근 예로는 제너럴모터스(GM)와 포드의 최고경영자(CEO)도 주주들이 반대해서 회사에서 물러났고, 영국 증권거래소 회장도 헤지펀드인 TCI 펀드매니지먼트 때문에 쫓겨난 경우를 들 수 있는 바, 이는 모두 기관투자가를 비롯한 주주의 적극적인 기업관여와 주주총회에서의 위임장대결의 결과로 빚어진 사례들이다.

기업관여는 이론적, 실무적으로 여러 방법이 있는데 우호적 방법으로는 가서 미팅하는 것

출처: FRC 홈페이지(방문일 2021년 1월 15일) Tiering of 2012 Stewardship Code Signatories.

19) 영국 FRC에서도 이러한 스튜어드십 코드의 실효성에 대한 고민과 검토가 개선과제로 검토되어 2019년 3월 29일 마감된 상담집을 반영하여 스튜어드십 코드2020으로의 개정이 이루어졌으며, 2019년 1월 규제를 담당하는 금융행위감독청(FCA, Finanacial Conduct Authority)과 공동으로 **효과적인 스튜어드십 코드의 규제 프레임을 만들기 위한 토론 백서가 발행**되었음은 주지할 사실이다. FCA는 이러한 효과적인 스튜어드십 코드를 위해 FCA의 규제권한 범위 내에서, FRC의 실효성 피드백에 대한 반응으로 스튜어드십 코드 피드백 보고서를 출판하였다. 이렇듯 **FRC와 FCA는 효과적인 스튜어드십을 독려하기 위한 코드와 규제요구사항 사이의 적절한 상호작용과 관련 토론집에 대한 대응을 고려하기 위해서 긴밀하게 조율**하고 있다. 이는 우리나라에도 스튜어드십 코드 관련 금융위와 금감원의 각 규제권한과 보고운영 등에 있어서의 긴밀한 상호 작용과 정책 및 법제 조율에 있어 선진모델로 참고할 만하다.
https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code FRC 홈페이지. (방문일 2021년 1월 15일) Consultation and Discussion Paper.

20) 이원일 제프리투자자문 대표 주제발표, 「더벨」 2018. 9. 20. 보도 참조. 머니투데이 더벨과 한국기업지배구조원 "기업지배구조의 글로벌·지역적 트렌드"라는 주제 공동 개최 workshop, 「2018 더벨 기업지배구조 글로벌 컨퍼런스 THE NEXT」, 2018. 9. 20.
http://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=201809200100034490002128&svccode=00&page=1&sort=thebell_check_time(방문일 2018. 12. 12.)

21) 주주문화가 발달한 주주자본주의의 본산이라고 할 수 있는 미국에서는 영국처럼 '스튜어드십 코드'라는 명칭 도입 이전에 주주활동을 장려하는 영미법제 주주문화를 통해 적극적 주주관여와 주주모임, 주주총회에서의 적극적 주주권 행사 등을 통해 스튜어드십 코드에 준하는 활동이 있어 왔다. 2008년 금융위기를 거치며 반성적 사고에서 도드-프랭크 법 등을 통한 경영진의 책임강화와 경영정보에 대한 주주권 행사 등의 충실한 주주권 행사를 촉진하기 위한 노력들이 배가되었다.

을 말한다. 해당 기업 방문해 이사회, 경영진과 만나 주주로서 원하는 것을 전달하고 근거를 남기고 싶으면 편지(discussion letter)를 보내는 방식이 될 것이다. 미국에서도 공적 연기금은 이 정도만 수준에서 전개되고 있는 바, 대부분은 커튼 뒤에서 기업관여(engagement) 하는 정도로 외부로의 소리는 나오지 않는 수준에서 이루어진다. 반면 액티비스트 인베스터(activist investor)[22]는 일부러 적극적으로 캠페인하며, 소리 나게 시장에 알리고 그것도 안 되면 위협을 가해 소송 걸겠다고 하고 더 나아가면 임시 주총을 열어 표 대결을 하는 등의 적극적인 주주권 행사의 경우를 말한다.

이러한 개인주의 문화에 기반한 적극적 주주관여(active engagement)의 주주권 행사 문화에도 불구하고 2008년 리먼 브라더스 사태로 촉발된 글로벌 금융위기[23]를 거친 후 금융감독 기능과 법제에 대한 반성적인 논의를 거친 후 비교적 최근인 2017년에서야 스튜어드십 코드에 대한 내용을 담은 「THE STEWARDSHIP PRINCIPLES - Stewardship Framework for Institutional Investors」(2018. 1. 1. 발효)가 민간기구인 Investor Stewardship Group(ISG)[24]에 의해 도입 되었다.

3. 일본(日本)

2014년 2월 일본 금융청(FSA)[25]은 '일본판 스튜어드십 코드'인'책임 있는 기관투자자의 원칙'을 발표했다.[26] 영국과 마찬가지로 법적 강제성은 없으나 참여 기관들에 원칙을 준수

---

22) 이원일, 앞의 글. 탄생한지 10년 된 '액티비스트 펀드(activist fund · 경영참여형 투자자)'인데, 이는 아직도 공공의 적이다. 액티비스트 헤지펀드는 주로 레버리지를 일으키는 게 많다보니 주로 단기성과를 지향하고, 롱텀 지속 성장과 이해상충이 될 수 있다. 엘리엇과 일본에서 유명한 THIRD POINT, TCI 등이 유명 액티비스트 펀드이다.

23) 이러한 배경은 주지하다시피 2008년 미국에서 발생하여 전 세계로 확산되었던 글로벌 금융위기의 원인 중에는 경영자의 부분별한 투자 결정과 전횡을 막지 못한 기업지배구조의 총체적 감시오나 견제장치의 실패와 리스크 취약성 및 소액주주들의 무관심이 제기되면서, 기관투자자의 역할과 책임에 대한 경각심을 불러 일으키고 기업관여나 주주제안 등의 스튜어드십 코드의 중요성이 부각되게 되었다. 송호신, "스튜어드십 코드와 기관투자자의 의결권행사." 「법과 정책연구」 17.2 (2017): 197-227.

24) 동 원칙은 기관투자자의 책임을 규정하는 A~F 까지의 6개 대원칙과 각 하부원칙들로 구성되어 있다. 2021. 1. 30. 기준 CALPERS, J.P. Morgan Asset Management, Goldman Sachs Asset management 등 70개 이상 기관들이 참가(Signatories 50 and Endorsers 25)하고 있고, 미국 기관투자자와 글로벌 자산운용사들에게 미국 상장회사(U.S. listed companies)를 위한 스튜어드십 코드와 지배구조의 framework를 제시하고 있다. https://isgframework.org/stewardship-principles/ ISG 홈페이지(방문일 2021. 1. 30.)

25) Financial Services Agency, 일본 금융청 영문 홈페이지 참조. https://www.fsa.go.jp/search.html?q=japan%27s%20stewardship%20code(방문일 2018. 12. 12.)

26) 김영주, "2017년 개정 일본 스튜어드십 코드와 운용상의 쟁점." 「증권법연구」 19.1 (2018): 108-110면. 일본의 스튜어드십 코드 제정은 금융청이 '스튜어드십 코드에 관한 유식자 검토회'(スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会, 이후'2013년 유식자 검토회'라 통칭함.)를 설립하여 코드 제정을 추진하였고,

해 줄 것을 요청하고 만약 준수하지 못할 경우 그 이유를 설명하도록 한다.[27] 영국 스튜어드십 코드의 도입배경을 보면 개인투자자 비중의 감소와 기관투자자의 비중의 현격한 증가에도 불구하고 기관투자자들이 기업에 대한 감시기능을 소홀히 함에 따른 지배구조개선에의 적극적 역할에 대한 솔루션이었다면, 일본은 투자대상기업의 지속적 성장을 위한, 기관투자자와 투자 대상기업 간의 적극적인 대화 유도를 통한 중장기적 투자수익의 증대를 위한 정책적 측면에서 스튜어드십 코드를 도입하게 된다.[28] 이 점에서 일본 코드 도입상의 궁극적인 취지가 영국과는 다르다고 할 수 있다.[29]

일본 스튜어드십 코드의 주요 내용은 자산 수탁자로서 책임을 완수하기 위한 정책공개, 이해상충에 대한 정책 공개, 투자 대상의 모니터링, 의결권에 대한 정책과 활동 내역 공개, 투자 대상에 대한 주주 관여, 활동 보고 등이다. 일본 금융기관들은 일견 스튜어드십 코드를 적극적으로 수용하고 있는 것으로 보인다.

세계 최대 규모인 일본공적연금펀드(GPIF)를 포함하여 2014년 6월 기준 127개 기관이 스튜어드십 코드 도입을 밝혔다.[30] 이로 인해 '말하지 않는 주주'로 불리던 보험사들도'책임 있는 투자자'의 정책과 활동을 공개하고 있다. 보험사들은 기업이 고객이 되는 경우도 있기에 지분을 가지고 있어도 투자자로서 의견을 내지 않는 경우가 많다.[31]

6회의 심의회 및 공청회 등을 거쳐 2014년 2월 26일에 이르러 기관투자자와 기업 간의'건설적 커뮤니케이션'을 통한'지속적인 기업의 성장'을 목표로 일본형 스튜어드십 코드를 발표하게 되었다. 영국 코드와 마찬가지로 7가지의 원칙과 각 원칙에 수반되는 세부지침의 형태로, 일본의 기업적 특성을 반영하여 제정하게 된다.

27) 양은영 한겨레경제연구소 선임연구원, "일본판 '스튜어드십 코드'의 의미" 「한겨레신문」 2014. 9. 2. http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/653903.html#csidx2bcc6efea7f193da47d59c2812e3501 (방문일 2018. 12. 12.).

28) 김순석, "스튜어드십 코드 도입에 따른 법적 검토 과제", 「증권법연구」, 제17권 제2호, 한국증권법학회 (2016), 44면.

29) 김영주, 전게논문, 108-109면.

30) 2017년 5월 29일 기준 200여개 이상의 기관이 참여한 상황이다. 한편 일본 금융청에 의해 소집된 일본 스튜어드십 코드 전문가 위원회는 2017년 1월 이후 세 차례의 모임과 토론을 통해 자산소유자에 의한 실효성 있는 감독, 자산관리인의 지배와 관리의 이익충돌문제, 수동적 경영에의 관여, 자산관리인의 자기평가 등의 항목을 반영하여 스튜어드십 코드를 개정했다. Principles for Responsible Institutional Investors 「Japan's Stewardship Code」—To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue, The Council of Experts on the Stewardship Code, May 29, 2017. p.1.

31) 대형 생명보험사인 메이지야스다 생명보험은 투자기업의 이사회에 사외이사가 1명 이상 참여하는지 여부를 찬반 기준으로 삼는 등의 내용을 정책에 포함했다. 스미토모 생명은 사외이사의 이사회 참석이 저조한 경우, 원칙적으로 연임 의안에 반대하는 내용 등의 정책을 공표했다. 다이이치생명보험은 올해 재임 기간이 12년이 넘는 감사 연임 의안에 반대 표결을 했는데, 장기간 동일인이 감사를 연임할 경우 이사회 독립성을 해칠 수 있다는 이유에서였다. 양은영 한겨레경제연구소 선임연구원, "일본판 '스튜어드십 코드'의 의미"「한겨레신문」 2014. 9. 2. http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/653903.html#csidx2bcc6efea7f193da47d59c2812e3501 (방문일 2018.1 2. 12.).

일본판 스튜어드십 코드 발표는 기업지배구조 개선 정책의 일환이며 이는 아베 정부가 추진해 왔던 성장 전략이다. 아베 정부는 일본 기업이 보수적인 지배구조로 인해 상대적으로 기업가치가 저평가되어 있고, 해외 자금 유입에도 어려움이 있다는 입장이었다.[32]

이에 회사법 개정과 스튜어드십 코드, '기업지배구조 원칙'[33]과 같은 규범을 통해 기업지배구조 개선을 추진하였다. 예를 들어 2014년 6월 개정된 일본 회사법에서는 상장회사가 사외이사를 두지 않는 경우, 그 이유를 주주총회에서 공개해야 한다. 아베 정부가 추진한 상장사의 사외이사 선임 의무화보다는 낮은 수준이지만, 스튜어드십 코드와 함께 기업들에 직간접적인 영향을 주고 있다. 일본은 상장사의 자기자본이익률(ROE)[34] 개선을 위해 2014년 스튜어드십 코드를 도입했다. 2017년까지 214개 기관투자가가 참여했다.[35] 일본은 스튜어드십 코드로 투자자라는 기업의 강력한 이해관계자가 견제 및 협력할 수 있는 토대를 마련하고 이를 통해 법과 함께 기업지배구조 개선이라는 목표를 추진 중이다.

일본 2017년 개정 스튜어드십 코드(2017. 5. 29.공표)는 기관투자자의 집단적 관여, 의결권행사 결과의 개별공시, 자산소유자와 자산운용자의 의무사항들을 세부적으로 구분하여 명시, 의결권행사 자문회사(Proxy Advisory Firm)[36]의 역할 강화, 패시브 투자에서의 스튜

---

32) 아베 정부를 정치적으로 계승한 현재의 스가 정부도 큰 틀에서는 경제기업금융 정책 방향을 같이 하고 있는 것으로 보인다. 메이지 유신 이후 적어도 기업금융법제 Governance 면에서는 한국이 일본을 추월할 수 있는 절호의 세기사적 찬스라고 본다. 그런 면에서 신속한 2020년 1월 정부의 관련 시행령 개정을 통한 뒷받침은 좋은 사례이다. 글로벌 금융시장에서의 초격차를 위해서는 종합적이고 체계적이면서 한국적 특수성을 반영한 입법으로 ESG에의 격차를 더욱 벌려야 할 때라고 본다. 본고는 이를 위한 스튜어드십 코드 법제의 시행령 개정에 이은 중장기적 입법적 개선 방향에 대한 마중물로서 역할 하고자 한다.

33) 일본 스튜어드십 코드가 2014년 제정된 이후 일본 내 기업제도상의 중요한 변화로, 2015. 5. 금융청이 발표한 '기업지배구조 코드'(コーポレートガバナンス・コード, 이후 'CG코드'라 칭함.)가 있는데 도쿄증권거래소에서 상장회사에 대해 2015. 6. 1.부터 적용되어 지고 있다. 영국의 경우에는 FRC라는 동일한 주체가 이미 1990년대 말부터 기업지배구조 코드(UK Corporate Governance Code1998)를 제정하여 운용하여왔고, 기관투자자와 관련된 문제도 중점적인 기업개혁 과제로 인식한 배경에서 스튜어드십 코드가 제정된 바, 일본의 2015년 기업지배구조 코드 제정은 2014년 스튜어드십 코드 도입에 이어 역순으로 영국의 기업지배구조 코드1998을 벤치마킹해 도입한 것으로 보여 진다. 김영주, 전게논문, 110-111면.

34) 자기자본이익율(Return on Equity)을 말하는 경영학 용어로 기업의 수익성을 평가하는 대표적 지표 중 하나이다. 이하 "ROE" 라 한다.

35) 일본의 코드 도입 효과에 대한 국내에서의 분석은 엇갈린다. 한국 금융위원회는 일본에 대해 "기관투자가의 활발한 주주활동으로 기업들이 자사주 매입을 늘리고, 배당을 확대해 증시를 20년 장기 박스 권에서 탈피시켰다"고 평가했다. 그러나 전국경제인연합회 등은 2016년 '스튜어드십 코드 도입에 대한 경제단체 공동건의'에서 "코드 도입 및 시행 이후 일본 상장사의 ROE는 변화가 없다"며 "실효성이 불분명하다"고 주장했다. 영국에 대해선 각종 해외 보고서를 인용해 "코드를 도입한 300개 기관투자가 중 실제 이를 준수하는 곳은 30개에 불과하다"고 지적했다. 아직 더 많은 논의를 통해 선진수준까지는 가야할 길이 멀다는 것을 말해준다.

36) 의결권행사 자문회사(Proxy Advisory Firm)는 투자대상기업의 주주총회 의안분석으로 기관투자자에게 주주의 의결권 행사에 있어 자문·조언권고 등의 서비스를 제공하는 회사들로, 글로벌 마켓에서 유명한 자문회사로는 미국의 ISS(Institutional Shareholder Services Inc.)와 글래스 루이스(Glass Lewis) 가 대표적이며 국내에는 한국거래소 산하의 한국기업지배구조원, 서스틴 베스트, 대신지배구조연구소, 좋은기업 지배구조

어드십 코드 행사방안 마련 등이 새로운 지침사항으로 포함되었다.[37] 이 중 패시브 투자에 대한 부분과 개별공시는 우리나라 스튜어드십 코드에는 없는 내용이라 눈길을 끈다.

전반적으로 영국과 같이 자율성에 기반한 실효성 대한 의문과 개선 지적과 반성에서 나온 스튜어드십 코드의 실효성을 강화하기 위한 조치이나, 근본적으로 comply or explain 방식에 기반한 영국식의 접근 방식에 대한 회의가 도입 3년 만에 제기된 것이라 할 수 있겠다.

지배구조 개선 등 도입의 취지는 분명한데 논의 끝에 도입한 만큼의 역할을 제대로 하지 못하는 것에 대한 고민은 기업지배구조에의 역할에 있어 효율성을 제고하기 위한 것으로 기관투자자와 투자회사 간의 이해상충 방지 보완과 액티브(active) 투자에서 인덱스를 활용한 패시브(passive) 투자[38]로의 전환이라는 상황에 맞춘 패시브 투자에서의 스튜어드십 코드 적극 행사 방안 마련[39]과 의결권행사 결과의 개별공시[40] 나아가 집단적 관여(engagement)에 대한 항목의 새로운 제시로 요약할 수 있겠다.[41]

4. 소결

우리나라도 금융위원회가 중심이 되어 태스크포스를 구성해 추진했으나 전국경제인연합

연구소 등이 있다. 김영주, 전게논문, 150-151면.

37) 김영주, 전게논문, 103-157면.

38) 패시브 운용은 지수에 투자하는 운용전략을 통해 지수의 움직임에 따라 수익률을 실현하기 위해 사전에 정해진 룰에 따라 운용되는 상품으로서 소극적인 투자전략을 추구하는 운용전략을 말하며 인덱스 운용이라고도 불리는데, 지수에 편입된 종목을 추종하는 특성에 기인한다. 패시브 운용은 자산운용자의 액티브 투자역량보다는 지수 내의 종목을 선택하여 포트폴리오를 구성하는 방식으로 액티브 운용과 비교해서 상대적으로 저가 수수료가 발생하고 종목 다양화의 분산투자 포트폴리오 구성으로 리스크가 적고 보수도 저렴하여 장기투자에 보다 최적화 되어 있다는 장점이 있는 반면에 액티브 운용에 비해 수익률 향상을 기대할 수 없다는 단점이 있다고 한다. 김영주, 전게논문, 142면.

39) 일본에서 상장투자신탁과 연금기금들이 NIKKEI 225 Index(日経平均株価) 또는 TOPIX(東証株価指数) 등의 주가지수 연동형 운용(패시브 운용)의 투자를 하는 경우 투자대상기업과의 기업관여 등의 개별적 대화를 전제하지 않게 되므로, 중장기적 관점에서 기업가치 향상을 위한 투자대상기업과의 대화 등 적극적인 관여를 통한 의결권행사가 요구되어진다. 무엇보다 패시브 운용은 개별 기업의 실적이 펀드 전체에 미치는 영향이 미미하므로 시장 전체의 가치 향상으로 이어질 수 있는 스튜어드십 활동이 필요할 수 있다. 김영주, 전게논문, 126면.

40) 일본 개정 코드에서 집계공시와 별도의 개별공시를 도입한 것은 집계공시만으로 기관투자자와 투자대상기업 간 개별적 이해상충의 문제를 방지하기 어렵다는 점에 기인함을 지적한다. 미국도 동일 이유로 뮤추얼펀드에 대한 SEC의 개별공시 규제가 적용되는데, 일본은 특유의 기업적 환경에서 비롯되는 이해상충의 문제가 더욱 심각하다는 문제가 있었다고 한다. 김영주, 전게논문, 146-147면.

41) 2016년 후속회의 의견서에서 세부적으로 제출된, ① 자산소유자를 통한 실효적 검사, ② 자산운용자의 지배구조와 이해상충 통제, ③ 패시브 운용에서의 대화, ④ 의결권행사 결과 공시, ⑤ 자산운용자의 자기평가 등의 세부항목이 신설, 추가되었으며, 기타 2017년 유식자 검토회에서 지적된 ⑥ 의결권행사 자문서비스회사, ⑦ 집단적 관여에 관한 사항, ⑧ **중장기적 기업가치를 위한 ESG(환경·사회·지배구조)의 영향** 등에 관한 세부사항들도 신규 도입되었다. 김영주, 전게논문, 112-114면.

회 등 경제단체의 반대로 시행이 늦춰지다가 민간기구인 한국기업지배구조연구원을 통해 2016년 12월 19일 한국판 스튜어드십 코드인 '기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙'을 공표했다. 공개된 제정안은 7개 원칙으로 이뤄져 있는데 기관투자자가 자금 수탁자로서 고객이나 수익자 이익을 최우선에 두고 책임을 이행하면서 의결권 행사의 절차와 기준을 마련해 공개하고 의결권 행사 내역과 이유를 적절한 방식으로 알리도록 규정하고 있다. 이에 2018년 국민연금도 동의방식의 연성규범으로 시행하여 오늘에 이르고 있다.

영국과 일본의 경우처럼 강제성은 없어서 동의한 경우에만 적용되는 연성법적 명예코드 정도의 역할을 예정하고 있으나, 이마저도 주요금융기관과 기관투자자 기업의 동의와 실행력은 미지수이다.[42] 이러한 환경 하에서 자본시장의 큰 부분을 맡는 국민연금의 운용을 관할하는 보건복지부는 2018년 7월말[43] 국민연금 기금운용위원회를 열고 스튜어드십 코드(기관투자가 주주권 행사 지침) 도입 안건을 의결하였다.[44] 스튜어드십 코드의 원래취지는 투자기업에 의결권 행사를 넘어 경영진 면담, 사외이사 후보 추천, 주주대표 소송 등 적극적인 주주권을 행사하게 된다. 도입 취지를 살리고 성공적인 스튜어드십 코드의 행사를 위해서는 의결권 등에 대한 전문성 강화와 더불어 정부로부터의 독립적인 주주권의 행사 장치가 전제되어야 할 것이다.

하지만 재계의 비판과 기득권 저항을 의식한 듯, 이런 부분이 빠진 국민연금의 도입은 반쪽짜리 도입이라는 비판을 받고 있기도 하다.[45] 추가적인 검토를 전제로 입법을 통한

---

42) 국내 스튜어드십 코드의 현저한 차이점으로 영국 스튜어드십 코드에 있는 기관투자자들의 공동연대에 관한 원칙을 기관투자자의 연대가 자칫 기관투자자들의 담합을 통한 미공개 정보이용 등 불공정거래 문제를 야기할 것을 우려로 도입하지 않았으며, 국내 스튜어드십 코드는 기관투자자의 전문성과 역량 강화 차원에서 다른 기관투자자와의 포럼 등을 개최하는 수준 정도만을 권고하고 있는 점이 아쉽다. 보건복지부, "국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙 도입방안", 「국민연금기금운용위원회 의결자료」, 2018. 7. 30., 44면.

43) 보건복지부는 지난달 30일(2018. 7. 30.) 기금운용위원회(이하 기금운용위)를 열어 스튜어드십 코드 도입 최종안을 심의·의결해 곧바로 시행에 들어갔다. 기금운용위는 국민연금 기금 운용에 관한 최고의사결정기구다. 복지부 장관이 위원장을 맡고, 정부·재계·근로자·연구기관 등 각계를 대표하는 전문가 20명이 위원으로 참여한다. 스튜어드십 코드 도입에 따라 국민연금이 지분 5% 이상을 보유한 삼성전자, 현대자동차, 포스코 등 국내 주요 기업 299개가 영향을 받게 됐다. 국민연금은 지난해 말 기준 국내 주식에 131조 5000억 원을 투자하고 있다.
출처 : 「조선일보」 사회면 2018. 8. 28. 보도, "기업의 사회적 책임 강화 위해 경영권 참여 필수"
http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2018/08/29/2018082903784.html (방문일 2018. 12. 12.)

44) 하지만 이번에 도입된 스튜어드십 코드에는 '경영 참여 주주권 행사'에 대한 내용이 빠져 있어 비판이 일고 있다. 국민연금이 기업 임원을 선임·해임하거나, 정관 변경을 하는 등의 영향력을 발휘하기 어려워져 제대로 된 기업 견제가 어렵다는 지적이다. 올해 CSR 분야 최대 관심사 중 하나였던 스튜어드십 코드가 '기업의 사회적 책임'을 강화하기 위해서는 어떻게 진화해야 할까? … 조선일보, 앞의 보도.

45) 경제개혁연대는 국민연금 수탁자책임전문위원회(이하 전문위)가 대한항공·한진칼 등 한진그룹에 대한 주주권 행사에 소극적인 태도를 보인 것에 대해 국민연금의 스튜어드십 코드(수탁자 책임 원칙) 도입 취지를 망각했다며 강력 비판했다. 경제개혁연대(소장 김우찬 고려대 교수)는 24일 논평에서 "한진 사태는 스튜어드십 코드를 채택한 국민연금의 주주권행사 방향과 수준을 가늠할 중대한 사안이었으나 전문위가 스

한국적 스튜어드십 코드의 자율성에 기반을 둔 일정부분 필수도입이 필요한 부분으로 여지를 남겨두었다고 보여 진다. 그것은 적용당사자 범위와 적용내용에 대한 부분으로 크게 두 갈래로 논의 되어 질 수 있을 것이다. 기관투자자들의 주주권 행사가 드물고 오히려 경영 간섭으로 오해받는 국내 현실에서, 이웃 일본의 이러한 흐름은 관심을 갖고 지켜봐야 할 사안이라고 보여 진다. 일견 일본의 기업지배구조에의 관여 사례들은 아직 국내 기업들의 반대와 장벽에 부딪혀 기업지배구조에의 투자의사결정 절차 관여에 소극적인 우리나라에 많은 시사점을 준다.[46]

또한 미국의 사례들은 주주권행사의 다양한 모습을 보여주면서 우리 법제에도 시사점을 주는데, 이를 반영하여 우리나라의 주주총회에서도 통상적인 주주권리 행사를 넘어서는 적극적이고 다양한 주주들의 경영권 참여투자, 전략적 투자, 기업관여, 주주총회 주주권 행사의 내실화 등의 선진적 주주권 행사를 기대할 수 있어야 할 것이다. 물론 이는 남들보다 도드라져 보이는 것을 꺼려하는 동양적 유교문화에서 탈피라는 주주문화의 변화와 더불어 제도적인 뒷받침이 필요한 부분이다.[47]

스로 적극적 주주권행사를 포기한 것은 심각한 문제"라고 지적했다.
[출처] "국민연금 수탁자전문위 스튜어드십 코드 취지 망각", 한겨레 보도 2019. 1. 24. http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/879745.html#csidx0603764704e7639940f2a00f9afdd7b (방문일 2019. 5. 12.)

46) 2019년 7월 말 국내 스튜어드십 코드에 참여하고 있는 기관투자자는 104개사였고, 스튜어드십 코드 제정 초기에는 참여기관이 전무하였고, 1년이 경과한 2017년 말에도 18개사에 불과하였으나, 국민연금기금(이후 "국민연금"이라고 한다)이 스튜어드십 코드에 참가한 2018년 7월(3분기)을 전후로 다른 기관투자자의 스튜어드십 코드 참여가 현저히 증가하였다. 한국 스튜어드십 코드 센터 "한국 스튜어드십 코드 참여현황" 배포자료 2019.7.29.

47) 후술하게 되는 바, 이를 반영한 주주권 행사의 내실화를 위한 2020년 1월 상법 시행령 개정은 이러한 점에서 그 자체로 의미가 있다고 하겠다.
상장회사 주주총회 내실화 (상법 시행령 제13조 및 제31조 개정)
□ **(개정이유)** 상장회사의 **주주총회**는 회사의 **최고 의사결정기구**임에도 불구하고, **주주의 내실 있는 의결권 행사가 다소 어려워 주주총회가 형식적으로 운영**된다는 평가가 그간 있어왔다.
○현재는 ▲매출액, 영업이익 등 회사의 **재무적 성과**가 주주총회 전 주주에게 **충분히 제공되지 않고**, ▲의결권을 인터넷으로 행사할 때 **본인확인을 공인인증서**로만 할 수 있는 등 **전자투표제**도 다소 불편하게 운영되어 온 측면이 있다.
□ **(개정내용)** 이러한 문제를 해소하기 위한 개정사항은 다음과 같다.
① 주주총회 소집 통지시 **사업보고서와 감사보고서도 함께 제공**하도록 하여 **주주가 주주총회 전에 회사의 성과에 대한 정보를 충분히 확인**할 수 있도록 하였다. (영 제31조제4항 개정)
② 전자투표 시 본인인증 수단을 **핸드폰, 신용카드 인증 등**으로 다양화하였다. (영 제13조제1항 개정)
③ 전자투표를 통해 **의결권을 행사**한 경우 전자투표 기간 중 이를 변경하거나 취소할 수 없었는데, **변경 및 취소가 가능**하도록 개선하였다. (영 제13조제3항 삭제)
④ 전자투표 인터넷 주소 등을 알지 못해 의결권 행사를 하지 못하는 경우를 방지하기 위해, **인터넷 주소, 전자투표 기간**을 **주주들에게 사전에 별도 통지**하도록 하였다. (영 제13조제6항 신설)
[출처] "공정경제 뒷받침할 상법 · 자본시장법 · 국민연금법 시행령 개정안 국무회의 의결", 「법무부/금융위/보건복지부/공정위 공동 보도자료」 2020.1.21. 3~4면.

스튜어드십 코드 관련 우리 법제의 향후 지향점은 경제에 주는 영향을 최소화 하면서도 주주권의 권리 찾기와 이를 통한 기업지배구조 개선에의 적극적인 기여를 위해 우리가 현재 자발적 동의를 조건으로 도입한 스튜어드십 코드 운영제도의 활성화를 위한 일정부분 변화라는 법제적 보완의 필요성이 여기서 제기된다. 이는 영국과 일본의 스튜어드십 코드의 도입과 개정 등을 거치며 관통하는 기업지배구조 개선에의 실효성에 대한 고민과 맥을 같이한다.

같은 제도라고 하더라도 나라별로 상황과 국민성, 기업법제 운영방식, 나아가 법률문화에 따라 운영되는 방식은 천차만별 다를 수 있다. 중요한 것은 건전한 주주권의 행사를 통한 기업지배구조 개선에의 기여이다. 특히 우리나라와 같이 아직도 가부장적 총수 중심의 의사결정 구조와 기업문화를 보유하고 있는 상황에서는 좀 더 강한 동기부여나 유인책 또는 일정범위에서의 필수행사 의무부여라는 입법적 결단을 통한 정책적, 법제적 지원이 필요하다. 이러한 필요성은 영국과 일본 등 선진국들의 사례와 관련 선행연구를 비롯한 기업법제나 경영 지배구조 전문가들이 논문과 한국기업지배구조원 등의 각종 기업지배구조 보고서에서 이구동성(異口同聲)으로 지적하는 바이다.[48]

Ⅲ. 스튜어드십코드 법제개선 필요성과 방안

1. 법제 개선 필요성

(1) 도입 현황[49]

한국기업지배구조원 스튜어드십 코드 제정위원회에서 2016. 12. 16. ‘기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙’이라는 법적 구속력 없는‘원칙’이라는 형태의 연성적인 법제 형태의 규범을 도입하였으나, 이는 기본적으로 한국 상장회사의 주식을 보유한 국내외 기관투자자, 즉 자산소유자와 자산운용자를 대상으로 하되 자발적인 의사를 존중하여 내용과 취지에 동의하여 ‘원칙’의 수용과 이행에 자율적으로 참여할 것을 천명한 기관투자자 등에 한해 적용되는 자율적 운용[50] 방식이다.

---

48) 참고문헌 참조.

49) “[더 나은 미래] 국민연금 ‘스튜어드십 코드’ 도입… 기업 사회적 책임 강화될까?” 「조선일보」 2018. 8. 28. 보도, 출처 : http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2018/08/29/2018082903784.html (방문일 2019. 5. 12.)

(2) 기업지배구조 개선

국내 기업의 지배구조 수준이 국제적으로도 낮게 평가받고 있음은 최근 아시아기업지배구조협회에서 발표한 기업지배구조 순위에서 우리나라는 총 12개국 중 9위를 기록하는 등의 사실에서 객관적으로 말해주고 있다.[51] 주지하다시피 국내 대규모 기업집단 지배주주 일가의 편법승계 문제나 갑질 문제 등이 언론의 단골 메뉴로 보도되고 있고, 이러한 지배구조 리스크가 고스란히 기업의 주가 하락으로 이어지는 등 낙후된 전근대적 기업지배구조 문제가 기업 가치에 직접적으로 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 더욱이, 상장기업 의사결정 지배구조의 전근대성은 그 대표성으로 볼 때, 국가경제와 사회에 미치는 파급효과가 무엇보다 크다고 할 것이다.

이러한 국내 자본시장이 커진 외형에 걸 맞는 시스템과 의사결정구조의 선진화를 이루고 대외 경쟁력을 갖추기 위해서는 상장 기업을 필두로 한 국내 기업지배구조의 질적 개선이 무엇보다도 시급한 과제로 보인다. 이에 대한 반증으로 국내 대표 주가지수인 코스피 지수는 미국, 일본 등 선진 주요시장 지수에 비해 낮은 수익률을 보이는 등 국내 증권시장의 저평가 문제로 지속적으로 나타나고 있다.

국내 기업들이 시장에서 저평가를 받는 주요 원인으로 낙후된 회사지배구조 관련 그간의 노력이 전혀 없었던 것은 아니다. 1997년 외환위기 이후 사외이사, 감사위원회 제도 및 주주제안 제도 등이 도입되어 국내 기업의 지배구조는 외형적으로는 개선되었으나, 의사결정에 있어 상장기업의 경영진을 견제하고 투명성을 높이기 위해 도입된 제도들은 취지와 달리 본연의 목적을 달성하지 못하고 있다는 평가는 주지의 사실이다.

이제 우리나라도 자본시장 개혁(capital market reform)이 필요하고, '스튜어드십 코드(stewardship code)'야말로 이러한 자본시장 개혁을 이룰 수 있는 '도어 오프너(door

---

50) 한국기업지배구조원, 「한국스튜어드십 코드 제1차 해설서」 2017. 6. 스튜어드십 코드 실무 작업반은 금융위원회가 한국 스튜어드십 코드의 권고에 따라 행해지는 주주활동에 대한 법적 불확실성을 최소화하기 위하여 2017년 2월부터 금융감독원, 금융투자협회, 한국거래소, 한국기업지배구조원, 자본시장연구원 및 외부 법률전문가 등으로 구성하여 운영 중이며, 자본시장법 등 관련 법령을 스튜어드십 코드에 따른 주주활동에 적용하여 해석하는 작업 등을 수행한다.

51) ACGA는 이번 보고서에서 현 정부 집권 이후 한국의 기업지배구조에 몇 가지 긍정적인 변화가 나타났다며 외부감사법 개정과 금융회사의 지배구조 규제 강화, 기업지배구조 모범 규준에 대한 '원칙 준수·예외 설명'(comply or explain) 공시 도입, 스튜어드십 코드 도입 등을 의미 있는 변화로 평가했다. 다만 중소벤처기업에 대한 차등의결권 허용 논의나 공무원의 2년 순환 보직 제도, 상장사의 빈약한 주주 소통 의지 등은 문제점으로 지적했다. ACGA는 "금융감독원의 감사인 감독 집행에 관한 보고서 발간, 주주의 독립적인 이사 후보 추천 보장, 의무공개매수 제도 도입, 질 높은 기업 공시 등이 시급히 이뤄져야 한다"고 강조했다. 아시아기업지배구조협회(ACGA) 보고서 'CG Watch 2018'.

opener)'이다.[52] 우리나라의 기업지배구조는 굉장히 독특한 측면이 있는데[53], 아직까지도 국내 상장 기업의 92%가 기업의 오너나 그 후손이 경영하고 있다며 이는 일본과는 조금 다르지만, 싱가포르와 홍콩과는 완전히 다른 모습이다.[54]

스튜어드십 코드가 정적인 개념이 아니라 자본시장에 새로운 상품이 도입되면서 계속 진화하고 있으며, 우리나라도 주주권위임투표(proxy voting fight)가 있었는 바, 맥쿼리인프라 주주 30%가 '펀드가 운용사를 바꿔야 한다'고 주장하는 그런 시대까지 왔다. 프록시보팅 파이트도 국내에서 처음으로 30% 이상 주주의 지지를 받는 시대가 도래 했다.[55] 수탁자 의무는 진화하고 있고, 역행할 수 없는 글로벌 트렌드이다.

(3) 자기자본수익률(Return on Equity, ROE) 개선

많은 전문가들이 한국 자본시장이 더 성장하기 위해선 지배구조가 개선돼야 한다는 주장에 동의한다. 우리나라 상장기업들의 자기자본이익률(ROE)은 굉장히 낮은 편(9%)이며, 국내 상장기업 중에서 ROE가 가장 높은 삼성전자를 제외하면 우리나라 상장기업들의 ROE는 6%까지 떨어진다. 이는 미국 ROE인 14.8%에 비해 현저히 낮은 수준으로, 국내 기업은 지배구조가 나쁘기 때문에 투자 결정을 잘못하게 되고 그 결과가 낮은 ROE로 귀결되는 것인바, 스튜어드십 코드가 기업의 지배구조 코드로 사회적 차원에서 받아들여지게 되면 사회적 리스크를 줄여서 ROE를 높일 수 있게 되는데, 이는 결국 국가 경제 성장률을 높이는데 기여할 수 있다.[56]

우리나라 상장기업의 ROE가 낮은데 상장기업은 대한민국에서 제일 좋은 기업들이 모인 곳이다. 자금모집(fund raising)을 하기 쉽고 책임에 따라 공시도 해야 하는 바, 이를 위해

---

52) 이원일 제프리투자자문 대표 주제발표, 「더벨」 2018. 9. 20. 보도 참조. 머니투데이 더벨과 한국기업지배구조원 '기업지배구조의 글로벌·지역적 트렌드'라는 주제 공동 개최 workshop, 2018 더벨 기업지배구조 글로벌 컨퍼런스 THE NEXT, 2018. 9. 20. http://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=201809200100034490002128&svccode=00&page=1&sort=thebell_check_time (최종검색일 2018년 10월 1일)

53) 국내 기업집단의 계열회사 전체 자본금(액면가 기준) 중 동일인 및 동일인관련자(친족, 임원, 계열회사, 비영리법인 등)가 보유한 주식가액(자기주식 포함)이 차지하는 비중을 나타내는 내부지분율은 58.8%로 매우 높은 상황으로, 최근 5년간 그 비율은 증가 추세(54.7%('14) → 55.2%('15) → 57.3%('16) → 58.0%('17) → 57.9%('18), 총수가 있는 기업집단의 내부지분율 추이)를 보이고 있다. 공정위, "공정위, 60개 공시 대상 기업집단 지정", 보도자료, 2018.4.30./공정위, "2018년 공시대상기업집단 주식소유현황", 보도자료, 2018. 8. 27.

54) 이원일, 앞의 글.

55) 이원일, 앞의 글.

56) 이원일, 앞의 글.

서 ROE 도 높여야 한다. 두말 할 것 없이 상장기업은 성장을 이끄는 원동력 인바, 우리의 주식시장 평균 ROE는 9%이다. 이는 일본보다 조금 낮은 편이나, 14.8%인 미국에 비해서는 훨씬 못 미친다. 이에 대해 우리는 브라질, 러시아보다 낮은 상태이다. 우리나라 제일 ROE 높은 회사는 삼성전자인데 시총에서 이러한 삼성전자 제외하면 평균 ROE 6% 로 감축된다.[57] GDP성장률의 겨우 두 배 수준이다. 미국은 GDP성장률의 다섯 배다. 이를 통해 자본 시장 효율성 굉장히 나쁘다는 걸 알 수 있고, 그 이유는 여러 가지가 있겠지만 지배구조가 큰 이유라고 할 수 있다.

투자 의사결정에 여러 가지 다른 요인들이 영향을 미치고 전문적인 판단에 우선하는 등 다분히 기업지배구조에서 기인하는 문제가 크다고 할 수 있고 이는 고스란히 낮은 ROE로 반증된다. 일반적으로 지배구조 리스크를 평가할 때 3가지를 고려하게 되는데 이사회가 제 기능을 하는지, 경영진이 제 기능을 하는지, 주주한테 충분한 보상을 주는지[58] 등으로 대별해 볼 수 있다.

우리나라의 경우 상기와 같이 여러 데이터가 지배구조 리스크가 높고 ROE가 낮음을 보여준다. 스튜어드십 코드가 제대로 도입되고 사회적으로 받아들여지면 상장기업 리스크는 줄고 ROE는 높아지면서 결국 국가 경제 성장률을 높일 수 있다는 점에 동의한다. 이는 자본시장의 효율성 높이는 방향으로 개혁이 이뤄져야 함을 의미하고 스튜어드십 코드가 선진적이고 열린 글로벌 자본시장으로 성장하고 이를 위한 ESG 기업지배구조개선의 도어오프너이자 글로벌 채널이 됨은 이런 맥락에서다.[59]

2018년 7월 30일 국내 최대연기금인 국민연금의 스튜어드십 코드 도입은 최근 엘리엇 등의 ISDS 소송과 맞물리며 금융투자업계 최고의 이슈로 떠올랐는바, 아무래도 경영권에 대한 간섭우려와 기득권의 보호를 주장하는 재계를 의식해서 인지 국민연금이 '경영권 참여 주주권'에 해당하는 이사 선임·해임, 감사 추천, 정관 변경 제안 등을 보류[60]했다. 다

57) 이원일, 앞의 글.

58) 강평경/박재형, "주요주주의 스튜어드십 코드 참여와 기업의 배당 의사결정", 「경영교육연구」, 35(3), 2020, 159-179면. 본 논문은 스튜어드십 코드 참여가 기업의 배당 의사결정에의 순영향에 대해 분석한 최근 경영학 논문으로서 주주행동주의와 국내 스튜어드십 코드의 도입 효과를 고찰하기 위해, 주요주주의 스튜어드십 코드 참여와 기업 배당 의사결정의 관련성에 대해 실증분석 연구에서 스튜어드십 코드와 배당 관련 선행연구들을 기초로 스튜어드십 코드와 기업의 배당 의사결정 간에 유의한 관련성을 가질 것이라는 연구가설을 설정하고 해당 가설을 검증하기 위해 2017년부터 2019년까지의 1,747개의 기업-연도 표본을 사용하여 회귀분석을 실시하였다. 이를 통한 실증분석 결과는 주요 주주 스튜어드십 코드 참가와 배당 의사결정 사이에 유의미한 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났으며 이는 주요주주의 스튜어드십 코드 참여증대가 기업의 배당 증가로 이어질 수 있음을 보여준다고 하겠다.

59) 필자는 이러한 스튜어드십 코드의 ESG 기업지배구조 정착에의 역할을 통해 글로벌 'K-Governance'를 이루는 방향의 제도적 방법을 모색하고자 한다.

만 기금운용위가 의결한 경우에는 경영권 참여 주주권을 시행할 수 있도록 하겠다며 추후 개정의 여지를 남겼다.

지배구조(governance) 투자는 공격적 전략이 아니다. 우호적, 장기적이며 지속 성장을 위한 목표다. 환경과 사회에 영향을 미치기까지 오랜 시간이 걸리기 때문에 주로 지배구조에 포커스를 맞춘 투자전략이라고 할 수 있다. 오랜 기간 기업의 사회적 역할을 다하기 위한 협력업체, 투자기관, 주주 등 관련 기관들과의 협업체계이자 관계에 대한 사회적 합의모델이자 시스템이라고 할 수 있다. 이러한 중요한 부분에 대한 기관투자가의 스튜어드십 코드 행사의 중요성은 두 말할 필요 없이 필수사항이며, 다만 사회적인 효과의 반작용을 고려한 순차적인 강제도입과 자율성에의 존중과 조화되는 것이어야 한다.

(4) 자본시장법 147조[61]의 5% Rule과의 관계

국민연금 스튜어드십 코드가 효과성을 가지려면 법적·제도적 뒷받침이 필요한바, 대표적 제약 사례로는 경영권 찬탈 방지를 위한 '5%룰'[62]이다. 자본시장법 147조의 5% 룰은

60) "[더 나은 미래] 국민연금 '스튜어드십 코드' 도입… 기업 사회적 책임 강화될까?" 「조선일보」2018. 8. 28. 보도, 출처 : http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2018/08/29/2018082903784.html (방문일 2019. 5. 12.)

61) 자본시장법 제147조(주식 등의 대량보유 등의 보고) ① 주권상장법인의 주식 등(제234조제1항에 따른 상장지수집합투자기구인 투자회사의 주식은 제외한다. 이하 이 절에서 같다)을 대량보유(본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 그 주식 등의 총수의 **100분의 5 이상인 경우**를 말한다)하게 된 자는 그 날부터 5일(대통령령으로 정하는 날은 산입하지 아니한다. 이하 이 절에서 같다) 이내에 그 보유상황, 보유 목적(발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적 여부를 말한다), 그 보유 주식 등에 관한 주요계약내용, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 하며, 그 보유 주식 등의 수의 합계가 그 주식 등의 총수의 **100분의 1 이상 변동**된 경우(그 보유 주식 등의 수가 변동되지 아니한 경우, 그 밖에 대통령령으로 정하는 경우를 제외한다)에는 그 변동된 날부터 5일 이내에 그 변동내용을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 한다. 이 경우 그 보유 목적이 발행인의 **경영권에 영향을 주기 위한 것(임원의 선임·해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 대통령령으로 정하는 것을 말한다)이 아닌 경우**와 **전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자의 경우**에는 그 **보고내용 및 보고시기 등을 대통령령으로 달리 정할 수 있다**. 〈개정 2008. 2. 29., 2016. 3. 29.〉

62) 금융위원회, "5% 대량보유 보고제도 & 단기 매매 차익 반환제도 개선", 보도자료, 2019. 9. 5. 자본시장법과 판례는 경영참여 목적을 폭넓게 규정하고 유연하게 해석하고 있어 기관투자자가 스튜어드십 활동으로 행사하는 주주권이 경영 참여 목적으로 판단됨에 따라 경영참가 목적의 대량보유 보고제도가 부담으로 작용하여 기관투자자의 스튜어드십 활동을 제약할 수 있다는 우려가 제기되었고, 금융위는 공적 연기금과 기관투자자들의 적극적인 스튜어드십 활동을 지원하기 위하여 대량보유 보고제도 개정안을 마련하여 2020년 1월 시행을 목표로 자본시장법 시행령 개정안이 국무회의에서 통과되었다.

이번 개정안은 상법상의 위법유지청구권 등, 사전 공개된 원칙에 따른 지배구조 개선 목적의 정관 변경, 대내외적 단순한 의사표명 등을 대량보유 보고제도의 상세보고 대상에서 명시적으로 제외하는 등 경영참가 목적의 범위를 명확히 하여 스튜어드십 활동에 따른 공시 부담을 완화하였고, 경영권에 영향을 주기 위한 목적이 없는 스튜어드십 활동 영역에 해당하는 '일반투자(engagement 영역)'의 지분 보유 목적을 신설하여 지분보유 목적을 '경영권에 영향', '일반투자', '단순투자'의 3가지로 구분하고 공시의무를 차등화 하였다. 공적 연기금은 일반투자 목적에는 월별보고와 10%이상 지분을 소유하는 주요주주에 적용되는 자본

상장사 지분을 5% 이상 가진 투자자는 지분이 1% 이상 변동될 경우 5일 이내에 신고하도록 하고 있는바, 5% 룰은 과도한 경영 참여나 인수합병 등 투기자본을 방어할 수 있도록 하기 위한 제도인데, 현재 자본시장법상 국민연금과 같은 공적 연·기금도 '5%룰'이 적용되도록 하고 있다. 공적연기금 등은 자본시장에서의 장기적, 공익적 역할에 비추어 볼 때 예외를 두어 신속하게 대응 할 수 있도록 하여야 할 것이다[63]. 다행히 이 부분은 후술하는 2020년 1월 국무회의 통과 시행령 개정에 반영되어 연기금의 예외를 인정하고 일반투자 영역을 신설하여 경영권에 영향을 주지 않는 범위에서 스튜어드십 코드가 작동할 수 있는 여지를 넓혔다는 점에 의의가 있다.

(5) 글로벌 스탠다드로서 ESG 경영을 위한 스튜어드십 코드의 적극적 역할

기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙은 국내 상장사에 투자한 기관투자자가 타인의 자산을 관리·운용하는 수탁자로서 책임을 다하기 위해 이행해야 할 세부 원칙과 기준을 제시한다. 기관투자자는 투자대상회사를 잘 점검하고 우려사항이 발견되면 투자대상회사와 적극 대화하는 등 주주활동을 통해 수탁자로서 책임을 성실히 이행함으로서, 회사의 중장기적 발전을 유도하고, 고객과 수익자의 이익 증진에 기여함은 물론 자본시장과 경제 전반의 성장과 발전을 뒷받침한다는 목표로 건전하고 투명한 기업지배구조에의 기여와 국제적인 기준에의 부합(alignment)을 위해 자율적인 동의하에 스튜어드십 코드의 도입을 독려하고 있다.

글로벌 스탠다드로서 스튜어드십 코드에 대한 국제사회의 기준제시의 사례로, OECD의 제26차 기업지배구조순위 부여 시, 이웃 일본은 다른 나라에 앞서서 이런 스튜어드십 코드의 도입을 제시함으로서 기업지배구조개선에 대한 노력에 대한 국제적 인정을 받은 사례를 반면교사로 삼아 국제적인 동향분석과 중장기적으로는 한국에서의 최적의 ESG 경영을 지원하기 위한 스튜어드십 코드 활성화를 위한 법제 보완 방안을 찾는 연구에 마중물이 되고자 한다.

시장법 제173조의 소유상황보고의 경우에도 공적연기금은 월별보고 및 약식보고 하도록 하고, '경영권에 영향' 목적에는 보고기한은 현행 5일을 유지하되, 약식 보고하는 방법으로 공적 연기금의 대량 보유 보고 의무를 완화하였다.

63) 이에 대해서는 은행법에서와 같이 주로장기 투자를 하는 국민연금에 이 룰을 적용하는 건 과도한 규제라는 비판이 있는 바, 국민연금에 이 규제를 풀어주면 자본투자의 규제가 해소되어 지고, 용이한 주식 취득을 통해 공익적 기능 강화와 지배구조에의 목소리를 더욱 높일 수 있고 이를 통해 기업에 더 적극적으로 주주권을 행사할 수 있는 여건이 조성되는데 일조 할 것이라고 본다.

(6) 국민연금의 ESG 경영을 위한 스튜어드십 코드 행사 촉진

기관투자자의 스튜어드십 코드 행사를 논함에 있어 국내 최대 연기금이자 세계적인 큰 손인 국민연금 기금운용위원회로 대표되는 연기금[64] 의결권 행사기관의 법적 이슈를 거론하지 않을 수 없다.

우선적으로 제기되는 것이 수탁자 책임 관련한 기금운영위원회의 전문성 강화로 요약되어 지는 정부 등으로부터의 독립성 강화다. 주지하다시피 삼성의 박근혜 · 최서원 승마 뇌물사건[65]에서 보여 지듯이 국민연금의 보건복지부 등 정부로부터 독립적인 의결권행사 등의 기관투자자로서의 전문적이고 독립적인 수탁자 책임이행을 위한 전문성강화를 포함한 독립성 보장 제도의 마련이다.

보건복지부 소속의 준정부기관으로서 국민연금이 가지는 역할과 중요성을 고려할 때 공공성과 공익성에 대한 연금의 역할과 국내 기업들에 대한 대주주로서의 영향은 실로 크다고 하겠다. 바로 이러한 점에서 동전의 앞뒷면으로서 그만큼 정부의 요구나 정책방향, 국내정치경제 상황에 따른 연금의 의결권 등 수탁자 책임에 대한 역할에 대한 요구나 영향의 가능성이 많은 것도 사실이다.[66] 이러한 독립성 담보와 같은 맥락에서 요구되어 지는 것이 기금운영위 위원들의 전문성 제고 방안이다. 사회 각계의 전문가들로 구성된 위원회의 위원들에게 상임위원으로서 책임과 전임으로 의결권 행사 등 수탁자 책임을 위한 검토와 자문을 수행하도록 하여 전문성 강화와 독립성이라는 두 마리 토끼를 잡기 위한 제도적 모색이 되어야 할 것이다.[67] 국민연금의 의결권 행사와 관련하여 단순한 반대의견을

---

64) 김형철, “연기금의 스튜어드십 코드에 관한 고찰”. 「로고스경영연구」, 14(4), 2016, 115~132면. 대표적인 기관투자자인 국민연금의 기업지배구조 개선을 위한 스튜어드십 코드 행사의 방향에 대한 구체적인 제안 내용은 연기금의 투자목적과 절차의 투명성 증대를 통해 경영간섭이 아닌 주주제안과 같은 경영관여로 의결권을 행사하되, 다른 기관투자자와 연대하여 관여하는 방향으로 나가야 하며 국민 노후소득의 보장을 위해 배당에 관한 적극관여가 필요하다고 주장한다.

65) 최근(2021. 1.) 이재용 삼성부회장의 법원 항소심 판결(법정구속)이 나온 사건으로 이재용 부회장은 삼성물산의 삼성모직 자회사인 삼성바이오로직스에 대한 과대 시가평가를 하여 합병을 추진함으로서 순환출자 구조의 그룹전체 지분율 증대를 통한 그룹 승계효과를 가져오기 위해 삼성물산의 대주주인 국민연금의 분식 합병 찬성을 위한 의결권 행사와 관련 보건복지부와 청와대 주요인사에 뇌물을 제공한 혐의로 실형이 확정되었다. 역시 스튜어드십 코드의 적극적 행사를 통한 사전적 주주관여가 아쉬운 부분이기도 하다. 한국을 대표하는 글로벌 대기업인 삼성 총수의 그룹 지배구조와 관련한 본 사건은 대마불사가 아닌 ESG 大馬模範을 위한 스튜어드십 코드의 기업지배구조에의 적극적 행사를 위한 법제의 정비가 필요한 반증이기도 한다.

66) 장우영, “스튜어드십 코드와 연기금의 경영관여 - 한계와 과제 -.”「商事法硏究」 39.2 (2020): 485-526. 동 논문에서는 국민연금의 기관투자자로서의 역할에 대한 비판과 과제로서 선량한 수탁자로서 기관투자자의 선의를 의제하는 접근방식이 기업의 지속적인 발전과 기관투자자의 수익증대에 의 기여에 의문을 던지며 그 근거를 네 가지로 들고 있다.

67) 본 의제와 관련한 지적은 오랫동안 연금의 운영과 관련한 스튜어드십 코드의 행사가 연금사회주의가 되어

넘어 적극적인 투자대상기업에 대한 지분율의 조정내지 변경을 포함하는 적극적인 조치로 기업지배구조에의 적극적 영향을 위한 노력도 수반되어야 한다.[68]

연기금의 수탁자 책임관련 또 하나의 주요한 이슈는 자본시장법 단기매매차익 반환제도[69]의 특례인정 여부이다. 연기금의 경우 금융위 규정[70]에 따라 경영참가목적이 아닌 경우 반환의무를 면제해 주고 있으나 경영참가 목적의 경우에는 반화의무가 발생하여 연기금의 충실성에 문제가 되어 스튜어드십 코드 행사의 장애요인이 될 수 있음에 우려가 있다.[71] 관련 금융위에서는 연기금의 경우도 개정 대량보유보고제도의 일반투자(경영권에 영향을 주지 않는 목적)에 해당하는 경우에는 반환의무가 없도록 하는 개정안[72]을 입법예고(2019. 10. 17.)를 거쳐 2020년 2월 고시[73]하였다.

서는 안된다는 비판과 논의에서 단골로 제기되는 문제인데, **후술하다시피 2020. 1 국무회의 통과 국민연금법 시행령 개정에 반영되어 비상임위원에서 상임위원으로의 전환과 전문성 강화를 통한 독립성 확보를 위한 제도적 보완**이 이루어 졌다고는 하나 **중장기적으로는 보다 근본적인 측면에서 연금의 독립성 강화와 전문성 강화를 통한 수탁자책임완수와 ESG 강화 기업지배구조를 달성**하기 위한 ESG분야의 전문가 Pool 구성과 ESG 반영 의결권 행사 등의 'K-Governance'를 향한 연구와 법제에 대한 추가적인 리서치와 입법 플랜 제시가 필요하다고 본다.

68) 이상혁/배진한, "스튜어드십 코드 도입과 국민연금의 적극적 주주 활동." 「經營學硏究」 49.2 (2020): 477-497. 동 논문에서는 국민연금이 수탁자 책임의 이행과 지배구조 개선을 포함한 정책적 목적 달성을 위해 필요한 기금운용 원칙과 방향에 대한 시사점을 제시하면서, 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의견을 개진한 사례를 통해 막강한 영향력을 가지는 기관투자자로서 국민연금의 충실의무에 기반한 수탁자 책임을 충실히 이행하고 있는지 분석하고 있다.

69) **자본시장법 제172조**는 상장법인의 임직원 및 주요주주가 특정 증권 등을 매수한 후 6개월 이내에 매도하거나 특정 증권 등을 매도 후 6개월 이내에 매수함으로써 차익을 얻은 때에는 당해 법인은 본인의 임직원이나 주요주주에게 해당 이익, 즉 단기매매차익의 반환을 청구할 수 있도록 규정하고 있다.

70) 금융위, 단기매매차익 반환 및 불공정거래 조사 · 신고 등에 관한 규정 제8조.
*단기매매차익 반환제도는 상장사 지분 10% 이상 소유 주주 등이 6개월 내 단기매매차익을 얻은 경우 차익을 회사에 반환하도록 하는 제도이다. 이는 내부자가 다른 투자자들은 알지 못하는 미공개정보를 이용해 이익을 얻는 것을 원천적으로 방지하기 위해 도입됐다. 자본시장법령은 매매의 성격 등을 고려해 미공개중요정보 이용 염려가 없는 경우에 한해 단차 반환의무의 예외를 허용하고 있다. 금융위 규정에서는 공적연기금(국민연금, 사학연금, 공무원연금)등이 행하는 통상의 관라운용을 위한 매매에서 주식발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 때에는 단차 반환 의무를 면제하고 있다.

71) 신지은, 「스튜어드십 코드의 효율적 역할에 관한 연구」, 고려대학교 대학원 석사학위논문, 2020. 26~30면.

72) 금융위원회, "공적연기금 미공개정보 차단장치(차이니즈월) 강화", 보도자료, 2019. 10. 17.
공적연기금에 대한 특례 제도의 확대 적용에 있어 공적연기금의 미공개 중요정보 이용 우려가 없도록 주주활동부서와 주식운용부서 사이의 정보를 엄격하게 차단하기 위한 요건을 규정에 구체적으로 규정하였고 공적연기금이 이를 의무적으로 준수하도록 하였다. 또한, **중권선물위원회(이하, '증선위'라 한다)가 공적연기금의 차이니즈월과 내부통제기준의 적정성에 대하여 승인한 경우에 한해 단기매매차익 반환제도의 특례를 허용**하기로 하고, 공적연기금의 준법감시인은 내부통제 기준 등의 보고 · 운영 · 점검 등의 모든 과정을 책임지고 관리하도록 하였다.

73) ▣ 금융위원회 고시 제2020-7호, 「단기매매차익 반환 및 불공정거래 조사 · 신고 등에 관한 규정」일부개정 규정, 2020년 2월 5일.
1. 개정사유
현행 규정상 공적연기금은 '경영권 영향 목적이 아닌 경우' 제한 없이 단기매매차익 반환의무가 면제되어 왔으나, 스튜어드십 코드 확산 등을 계기로 다양한 형태의 주주활동이 증가함에 따라 공적연기금의

2. 개선 방안

(1) 명예 코드(Code)로서의 성질과 운용 개선

현재 '원칙'이라는 연성법의 명예 코드(code) 형태이자 일부 기관투자가 및 금융 회사의 동의를 통한 행동준칙으로 동의 또는 설명(comply or explain) 이라는 기관투자가의 내부 행위규범(protocol) 형태로 운영되고 있는 부분으로, 특히 최근 국내 공적투자기관의 대표격인 국민연금의 스튜어드십 코드 도입은 우리경제에서 차지하는 주요기업들에 대한 영향력이란 면에서 기업과 국가경제에 미치는 그 공익(公益)적 의미가 크다고 하겠다.

그러나 여전히 자율적인 부분으로 운영되고 있고, 투자기업의 기업지배구조 개선에 대한 사회적으로 큰 파급력을 가진 이슈에 대한 소극적 대응과 정부의 눈치 보기 등에서 자율적인 스튜어드십 코드의 채택이 적극적인 주주권 행사를 통한 기업지배구조의 개선이라는 스튜어드십 코드 본연의 역할과 사명을 적실하게 이행할 지는 의문[74]이 드는 것이 사실이다.

영국은 FCA[75]의 영업행위규제 규정으로 자산운용사들의 스튜어드십 코드 준수 여부 또는 미준수의 대안을 공시하게 함으로써 이들에 대한 스튜어드십 코드 참가를 사실상 강제하고 있으므로, 국내에서도 펀드관리기구 등 특정 집단에 대한 영업행위규제의 형태로 스튜어드십 코드의 참여와 활동내용 등 관련 법제화를 고려할 수 있고 이에는 무엇보다 추가적인 사회적 논의와 합의과정을 전제로 정부의 시행령 개정을 통한 방법을 우선 고려해 볼 수 있다.

우리 경제와 기업의 지배구조가 국가경제에 미치는 영향력을 고려할 때 일정부분 주주권 행사 등의 독립성에 대한 일부 수정[76]이 불가피하다고 보여 지며, 다분히 투자기관의

미공개중요정보 이용 가능성을 차단하는 보완장치가 마련될 필요성이 대두됨. 이에 금번 개정을 통해 **공적연기금이 정보교류차단 등을 포함한 내부통제기준을 마련하여 증권선물위원회로부터 의결로써 인정을 받는 것을 전제로 기존의 특례를 유지**하기로 함으로써 증권시장의 투명성과 공정성을 확보하고자 함.

2. 주요 개정내용
공적연기금이 주주활동 부서와 자산운용 부서 간 물적 독립 등을 포함한 정보교류 차단장치 및 내부통제기준을 마련하도록 하고, 증권선물위원회가 정보교류 차단장치 및 내부통제기준의 적정성에 대하여 의결로써 인정한 경우에만 단차 반환의무 특례를 허용(제8조제6호)

74) 同旨. 최근 연기금의 스튜어드십 코드 참가로 위탁운용사 선정 등에 스튜어드십 이행 평가를 도입함으로써 스튜어드십 코드의 준수 압력이 증가하고 있으나, 수익률 측면에서는 위탁운용사 선정 시 실질적인 운용 능력을 우선 고려해야 하므로 연기금에 의한 스튜어드십 코드의 참가에서 내실 있는 이행을 강제하기에는 한계가 있다는 지적도 있다. 윤영신, 회사지배구조에서 법규제(regulation)와 연성법(soft law)의 역할 및 관계, 서울대 법학 제48권제1호, 2007.3, 96~100면.

75) FCA(Financial Conduct Authority), 홈페이지 https://info.krx.co.kr/main/main.jsp

76) 이는 최근 영미식의 **주주자본주의**에서 EU식의 **이해관계자 자본주의**로 옮아가는 과정이라고 설명하기도 한다. SK, 롯데 등 대기업들의 2020년 경영방침으로 '사회적 기업'이라는 어젠다가 하나의 확실한 축으로 자리 잡는 우리나라의 상황도 이러한 기업의 사회적 책임과 관련한 **ESG(Environmental, Social, Governance)**

재량적 판단에 의존함에 의한 자율적인 실행력 등에 대한 제도적 보완[77]이 시행령 개정 등 법제적 관점에서 해결책을 제시해 보고자 한다.[78]

(2) 상법 개정과 자본시장법 시행령 활용을 통한 활성화 지원[79]

의 강화와 사회적 기업으로서 주주만이 아니라 직원, 비즈니스 파트너, 하청업체, 소비자 등의 이해관계자와 사회의 구성원 등에 대한 폭넓은 고려가 한층 강화되는 사회현상과 맥을 같이한다.

77) 신장섭, 「왜곡된 스튜어드십 코드와 국민연금의 진로」, 나남, 2018.3. 294~295면. 스튜어드십 코드 관리주체에 따른 한계에 대한 지적으로 우리나라 스튜어드십 코드는 학계와 업계 출신의 민간위원으로 구성된 스튜어드십 코드 제정위원회가 제정을 담당하였고, 민간기구인 한국기업지배구조원이 관리를 담당하는 바, **영국의 스튜어드십 코드는 정부산하 기구인 FRC가 담당**하고 있으며, 일본의 경우에도 금융청에서 관리하고 있는 것과 대비하여 **우리나라는 기관투자자에 대한 지배력이 낮은 순수 민간 기구에 의해 스튜어드십 코드가 관리되다 보니 제도 이행의 강제력이 낮은 수 밖에 없는 점을 지적하기도 한다**. 또한, 관리기관인 한국기업지배구조원은 국내 대표 의결권 자문기구로, 의결권 자문업과 스튜어드십 코드에 관한 컨설팅을 수행함으로써 스튜어드십 코드 관리 기관으로서의 이해상충 여지가 매우 크다는 지적도 있다.

78) 김순석, "스튜어드십 코드 도입에 따른 법적 검토 과제", 「증권법연구」, 제17권 제2호, 한국증권법학회(2016) 1~48면. 관련 스튜어드십 코드 운영의 실효성을 담보하기 위한 개선내용으로 스튜어드십 코드를 제정할 때 코드의 규범력 확보를 위한 금융위원회의 참여가 필요하고, 관리운용은 공공기관에 위임하는 방안이 있다. 그 이외에 '준수 또는 설명'원칙의 장단점 분석을 통해 자율규제와 기업지배구조의 건전한 발전을 위한 준수하지 않는 부분에 대한 성실한 설명을 하도록 하는 방안과 기관투자자의 기업관여의 경우에 있어 자본시장법이 규율하는 내부자거래나 한국거래소의 유가증권상장규정이 요구하는 공정공시 규정에 위반하지 않는 신중한 접근을 제시한다. 기관투자자가 투자대상기업에게 집단적으로 관여하는 경우 대량보유보고제도 상의 특례보고제도를 활용할 수 있는지 그리고 공동보유자 요건에 해당하는지 등의 명확화 문제가 있고, 스튜어드십 코드의 도입에 따라 의결권행사 자문회사의 활용에서의 이해충돌 문제나 자문회사의 투명성 등에도 규제가 필요하다는 지적이 있다.

79) 본고의 작성 중에 **주주·기관투자자의 권리 행사를 강화**하고, 이사·감사의 적격성을 제고하기 위한 상법·자본시장법·국민연금법(3개법) 시행령 개정안이 2020년 1월 21일 국무회의에서 의결되어 주요 내용을 소개한다. 부족하나마 본고의 지적을 일부 반영한 이번 개정으로 주주총회 및 이사회를 통한 견제기능이 강화되어 기업 경영의 투명성과 경쟁력이 높아질 것으로 기대된다.

ㅇ 개정된 3개법 시행령은 이후 대통령 재가를 거쳐 상법, 국민연금법 시행령은 2020.1.29. 시행되었고, 자본시장법 시행령은 2020.2.1. 시행되었다.*

* 주주총회 소집 통지시 사업보고서·감사보고서 제공 의무(상법 시행령)는 2021년 1월부터 시행

□ 기업 지배구조 개선을 위해서는 시장과 기업 내 의사결정기구를 통한 자율감시기능이 보다 원활하게 작동될 필요성을 반영하여 본고의 주장과 일맥상통하는 개정취지는 다음과 같다.

ㅇ **상장회사 주주총회의 형식적 운영 및 주주참여 저조 문제**, 이사·감사 선임 시 주주에게 제공되는 정보가 제한적이고 사외이사의 독립성이 취약하다는 문제가 오랫동안 지적되어 왔다.

ㅇ 또한, 스튜어드십코드* 도입(2016년 12월) 이후, 기관투자자의 수탁자책임 이행을 위한 주주활동이 증가하면서, 주주활동의 내용에 따라 대량보유 보고·공시의무(일명 5%룰**)를 차등화해야 한다는 의견이 제기되어 왔으며,

* 기관투자자가 수탁자로서의 책임을 다하도록 행동원칙을 규정한 자율규범

** 상장사 주식 등을 5%이상 보유하게 되거나, 이후 1%이상 지분변동시 5일이내 보고·공시해야함

- 대표적 기관투자자인 국민연금의 최고의사결정기구인 기금운용위원회의 전문성과 독립성을 높여야 한다는 의견*도 제기되어 왔다.

* 현행 전문위원회 위원 전체가 비상근으로 전문적·상시적 논의가 어렵고, 국민연금 주주활동 시 미공개 중요정보의 획득·이용 가능성 등 우려

ㅇ 개정안 주요내용

1) 상장회사 주주총회 내실화 (상법 시행령 제13조 및 제31조 개정)

□ (개정내용) 이러한 문제를 해소하기 위한 개정사항은 다음과 같다.
① 주주총회 소집 통지시 사업보고서와 감사보고서도 함께 제공하도록 하여 주주가 주주총회 전에 회사의 성과에 대한 정보를 충분히 확인할 수 있도록 하였다. (영 제31조제4항 개정)
② 전자투표 시 본인인증 수단을 핸드폰, 신용카드 인증 등으로 다양화하였다. (영 제13조제1항 개정)
③ 전자투표를 통해 의결권을 행사한 경우 전자투표 기간 중 이를 변경하거나 취소할 수 없었는데, 변경 및 취소가 가능하도록 개선하였다. (영 제13조제3항 삭제)
④ 전자투표 인터넷 주소 등을 알지 못해 의결권 행사를 하지 못하는 경우를 방지하기 위해, **인터넷 주소, 전자투표 기간을 주주들에게 사전에 별도 통지**하도록 하였다. (영 제13조제6항 신설)

2) 임원후보자에 대한 충실한 검증기반 마련 (상법 시행령 제31조제3항 개정)
□ (개정내용) 주주총회 소집 공고 시 ▲후보자의 체납사실, ▲부실기업의 임원으로 재직한 적이 있는지 여부, ▲법령상 결격 사유 유무도 함께 공고되도록 하여 임원후보자에 대한 충실한 검증기반을 마련하였다.

3) 사외이사 독립성 제고 (상법 시행령 제34조제5항 개정)
□ (개정내용) ▲특정 회사(A사(社))의 계열사에서 퇴직한지 3년(기존 2년)이 되지 않은 자는 해당 회사(A社)의 사외이사가 될 수 없도록 하고, ▲한 회사에서 6년, 계열사 포함 9년을 초과하여 사외이사로서 근무하는 것을 금지하였다. * 이 영 시행 후 선임하는 사외이사부터 적용

4) 기관투자자의 주주권 행사 지원 (자본시장법 시행령 제154조 개정)
□ (개정내용) ▲'경영권에 영향을 주기 위한 것'의 범위를 명확화하고, ▲경영권과 무관한 경우도 보유목적을 '일반투자'와 '단순투자'로 세분화하고 보고 · 공시의무를 차등화 하였다.
ㅇ (경영권 영향 목적 명확화) ①주주의 기본 권리인 '배당'과 관련된 주주활동, ②공적연기금 등의 ⊙사전에 공개한 원칙에 따른 ⊙기업지배구조 개선을 위한 정관 변경 추진, ③회사 임원의 위법행위에 대한 상법상 권한(해임청구권 등) 행사 등은 '경영권에 영향을 주기 위한 목적'의 활동의 범위에서 제외하였다.
ㅇ (보유목적과 공시의무 차등화) ❶'단순투자'는 의결권 등 지분율과 무관하게 보장되는 권리만을 행사하는 경우로 한정하여 최소한의 공시 의무만 부여하고, ❷'경영권 영향' 목적은 없으나 주주활동을 적극적으로 하는 경우* '일반투자'로 분류하여 '단순투자'보다 강한 공시의무를 부여하였다. * '경영권 영향 목적'에서 제외된 위 ①②③의 주주활동이 포함

5) 국민연금 기금운용위원회 운영 개선 (국민연금법 시행령 제80조의3 신설)
□ (개정내용) ▲전문위원회 근거를 시행령에 명문화하고, ▲가입자 단체가 추천한 민간 전문가를 상근 전문위원으로 위촉하도록 하였다.
ㅇ (전문위원회 법제화) ▲①투자정책전문위원회, ②수탁자책임전문위원회, ③위험관리 · 성과보상 전문위원회를 설치하도록 하였고, ▲각 위원회별로 상근전문위원 3인, 민간전문가 3인, 기금운용위원회 위원 3인으로 구성된 9명의 전문위원회 위원을 두도록 하였다.
- 다만, 수탁자책임전문위원회의 경우 민간전문가를 6명까지 두도록 하여(상근 3명 + 민간전문가 6명, 기금운용위원회 위원 미포함) 국민연금의 주주활동이 보다 투명하고 전문적인 논의를 거쳐 독립적으로 결정될 수 있도록 하였다.
ㅇ (상근 전문위원 위촉) 전문위원회 위원 중 3명은 상근으로 위촉, 3명이 각각 3개 전문위원회 위원장 역할을 수행하도록 하였다.
- 상근하는 전문위원회 위원은 금융·경제·자산운용·법률·연금제도 분야에서 5년 이상 경력 갖춘 민간 전문가 중 국민연금 가입자(근로자, 사용자, 지역가입자)단체별로 각 1명씩 추천받아 위촉되므로
- 국민연금 기금운용의 주요 의사결정에 있어 가입자 대표성과 자격요건에 따른 전문성이 모두 강화되는 효과가 기대되며,
- 앞으로 국민연금은 연금 사회주의 논란, 주주활동 시 발생할 수 있는 미공개 중요정보의 획득 · 이용가능성 등 국민연금에 대한 여러 가지 우려를 불식시킬 수 있도록 투명하고 공정한 주주활동을 위해 기 마련한 적극적 주주활동 가이드라인 등을 철저히 준수하고, 기금운용본부 내 내부통제장치*도 보다 강화할 계획이다.

1) 상법 개정을 통한 스튜어드십 코드 활성화 지원[80]

기업법의 기본으로서 상법 제363조(주주총회 소집의 통지) 제2항에서는 주주총회 소집을 위한 통지 시에 통지서에 회의의 목적사항을 적도록 하고 있는 바, 기관투자자로 대별되는 금융회사의 주주총회 관련 상법 개정으로 주총 소집통지 시 기재해야 하는 목적사항과 관련한 내용을 추가하여 해당 기업의 스튜어드십 코드 관련 활동 이력과 이에 대한 기업들의 처분사항을 기재토록 하여 사전에 주주에게 열람시키도록 하는 방법을 들 수 있다. 이를 통해 간접적으로 스튜어드십 코드의 발동으로 인한 주주권의 행사와 그 이력에 대한 주주들의 열람권을 존중하고 기업들의 이에 대한 처분사항이 공개되도록 함으로서 간접적으로 스튜어드십 코드 활동으로 인한 주주가치를 증대시키는 방법으로 기업지배구조에도 영향을 줄 수 있을 것이다.

부수적으로는 이러한 개정을 통해 형식적으로 운영되고 있는 우리나라 주주총회에서의 주주권 행사와 경영에의 관여 확대를 통한 주주총회 내실화와 더불어 과정의 피드백을 통한 다음 년도 주주총회 등의 주주활동에서 스튜어드십 코드의 실질적인 활성화를 통한 기업지배구조에의 선순환 효과도 미약하지만 기대해 볼 수 있으리라고 본다.[81]

2) 자본시장법 시행령 활용[82]

스튜어드십 코드의 활성화를 위한 법제적 논의에서 또한 고려해 볼 수 있는 것이 금융위의 현행 공시 관련 시행령 등의 개정을 통한 상장회사들부터의 스튜어드십 코드에 대한

---

* 수탁자책임 활동을 하는 부서와 주식운용부서간의 정보차단장치 강화, 외부기관 등과의 교류와 관련한 자료의 분류 및 기록 · 유지 강화 등

[출처] 공정경제 뒷받침할 상법 · 자본시장법 · 국민연금법 시행령 개정안 국무회의 의결| 금융위 공식블로그 https://blog.naver.com/blogfsc/221780338650 (방문일 2021. 1. 19.)

80) 2020년 1월 새해 연두기자회견에서 문재인 대통령은 시행령 개정을 통한 스튜어드십 코드 활성화 정책을 역점 사업으로 추진할 것이라고 천명하였다. 관련 상법, 자본시장법, 국민연금법 시행령의 개정에 즈음하여 스튜어드십 코드 활성화를 통한 우리기업들의 글로벌 기업으로의 지배구조 개선에 일조할 수 있기를 바란다. 중장기적으로는 입법을 통한 완성으로 국제 금융투자업계에 'K-Governance' 모델을 제시해야 할 것이다.

81) 주주총회 의결권 행사 실질화 지원을 위한 공감대는 어느 정도 이루어져 있는 바, 다른 논문에서 지적하는 이에 대한 솔루션도 아래에 소개한다. 김순석, "스튜어드십 코드 도입에 따른 법적 검토 과제", 「증권법연구」, 제17권 제2호, 한국증권법학회(2016). 동 논문에서는 주주총회 의결권행사에 있어서 개선방안으로 주주총회 개최일자 집중을 분산하고, 주주의결권행사 지원으로서 의결권행사 플랫폼 도입과, 소집통지의 조기 발송, 소집통지 및 참고서류에 기관투자자가 필요로 하는 정보를 제공을 기업에 권고하고 있다.

82) 2020년 1월 새해 연두기자회견에서 문재인 대통령은 시행령 개정을 통한 스튜어드십 코드 활성화 정책을 역점 사업으로 추진할 것이라고 천명하였다. 이를 반영한 자본시장법, 국민연금법 시행령 개정으로 우리기업들의 글로벌 기업으로의 지배구조 개선에 대한 정부의 장기적 정책으로서의 복안과 지혜가 담겨야 한다고 본다.

활동현황과 주주활동에 대한 상세 사항 등을 공시사항에 포함시키도록 하여 간접적으로 스튜어드십 코드의 활용을 지원하는 방법이다.

이는 지난한 과정을 필요로 하는 국회를 통한 별도의 입법적 방법보다 정부의 시행령 개정을 통해 이루어진다는 점에서 국회의 여야 합의과정을 요하는 과정에 비해 시간적으로 덜 소모적이고 효율적인 방법으로 스튜어드십 코드의 활성화를 가져 올 수 있다는 장점이 있다. 범위 면에서도 일정 규모 이상의 상장기업에 우선 적용[83]함으로서 구체적 적용범위를 시장의 상황과 법제적 영향력을 반영한 적절한 정책적 피드백(feedback)을 통해 탄력적으로 대응하여 나가면서 기업지배구조의 개선을 지원할 수 있도록 운영할 수 있다는 점에서 실질적인 방법이라고 하겠다. 이하에서는 자본시장법 시행령에서 금융위원회 공시사항 고시 규정과 대량보유 신고의무자 시행령 부분으로 대별하여 제시한다.

가. 금융위원회 공시사항 고시 활용

현행 자본시장법 제33조(업무보고서 및 공시 등) ①항은 금융투자업자에게 매 사업연도 개시 일부터 3개월간 · 6개월간 · 9개월간 및 12개월간의 업무보고서를 작성하여 그 기간 경과 후 45일 이내로서 대통령령으로 정하는 기간 이내에 금융위원회에 제출하도록 하고, ②항에서는 금융투자업자는 제1항에 따른 업무보고서를 금융위원회에 제출한 날부터 그 업무보고서 중 중요사항을 발췌한 공시서류를 1년간 본점과 지점, 그 밖의 영업소에 이를 비치하고, 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하도록 하고 있다. 더욱이 동조 ⑤항에서는 제1항에 따른 업무보고서, 제2항에 따른 공시서류의 기재사항 및 제3항에 따른 경영상황 공시, 제4항에 따른 보고서, 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정하도록 하고 있다.[84]

이에 동법 시행령 제36조 4항 2호에서는 공시사항의 추가 사항에 대해 금융위에서 고시[85]하도록 하고 있어, 이 부분을 활용하여 공시사항에 스튜어드십 코드의 실적과 활동내

---

83) 구체적인 적용기업의 범위(자산기준 2조 이상 상장회사 등)는 국무회의의 의결과정에서 조정할 수 있을 것이고 이후 재개정을 통해 시장 상황에 따라 탄력적으로 대응할 수 있다는 면에서 효율적인 방법이라고 할 수 있다. 다만 법적 안정성 면에서는 입법을 통한 국회와 사회각층의 합의를 통한 입법적 결단에는 미치지 못한다고 할 것이다.

84) 자본시장법 제33조(업무보고서 및 공시 등) ① 금융투자업자는 매 사업연도 개시일 부터 3개월간 · 6개월간 · 9개월간 및 12개월간의 업무보고서를 작성하여 그 기간 경과 후 45일 이내로서 대통령령으로 정하는 기간 이내에 금융위원회에 제출하여야 한다. 〈개정 2008. 2. 29.〉

……..

⑤ 제1항에 따른 **업무보고서, 제2항에 따른 공시서류의 기재사항 및 제3항에 따른 경영상황 공시, 제4항에 따른 보고서, 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.** 〈개정 2009. 2. 3.〉

85) 자본시장법 시행령 제36조(업무보고서 제출 기한 등) ① 법 제33조제1항에서 "대통령령으로 정하는 기간"이란 45일을 말한다. 〈개정 2009. 2. 3.〉

용에 대한 부분을 공시[86]하도록 함으로서 투자자들에게 기업의 지배구조사안 등 기관투자자들의 스튜어드십 코드 활동에 대한 이력에 접근하고 관련 주주권을 행사하는 데 도움을 받도록 하도록 하여 보완하는 방법이다.

자본시장법 시행령 등 개정을 통한 대량보유 공시제도(5%룰) 개선[87], 이사보수 공시 확

.....

③ 법 제33조제1항에 따른 업무보고서(이하 "분기별 업무보고서"라 한다) 및 같은 조 제4항에 따른 매월의 업무 내용을 적은 보고서(이하 "월별 업무보고서"라 한다)의 기재사항은 다음 각 호와 같다. 〈개정 2009. 2. 3.〉

1. 금융투자업자의 개요
2. 금융투자업자가 경영하고 있는 업무의 내용에 관한 사항
3. 재무에 관한 현황
4. 영업에 관한 사항
5. 최대주주(그의 특수관계인을 포함한다)와 주요주주에 관한 사항
6. 특수관계인과의 거래에 관한 사항
7. 지점, 그 밖의 영업소와 인력의 관리에 관한 사항
8. 투자자재산의 현황과 그 보호에 관한 사항
9. 장외파생상품 매매, 그 밖의 거래의 업무내용, 거래현황과 평가손익현황(장외파생상품의 위험을 회피하기 위한 관련 거래의 평가손익을 포함한다) 등에 관한 사항
10. 금융투자업자나 그 임직원이 최근 5년간 금융위원회, 금융감독원장 등으로부터 조치를 받은 경우 그 내용
11. **그 밖에 금융투자업자의 영업이나 경영에 관련된 사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항**

④ 법 제33조 제2항에 따른 공시서류의 기재사항은 다음 각 호와 같다.

1. 제3항 제1호부터 제7호까지의 사항
2. **그 밖에 투자자에게 알릴 필요가 있다고 금융위원회가 정하여 고시**하는 사항

⑤ 금융투자업자는 제2항 각 호의 어느 하나에 해당하는 사항이 발생한 경우에는 그 사실이 발생한 날의 다음 날까지 그 내용을 금융위원회에 보고하고, **인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다.**

⑥ 금융위원회는 금융투자업자가 법 제33조제2항 또는 제3항에 따라 공시하는 사항 중 법 제47조제3항에 따른 중요사항(이하 "중요사항"이라 한다)에 관하여 거짓의 사실을 공시하거나 중요사항을 빠뜨리는 등 불성실하게 공시하는 경우에는 금융투자업자에 대하여 정정공시나 재공시 등을 요구할 수 있다.

⑦ 제1항부터 제6항까지에서 규정한 사항 외에 분기별 업무보고서, 월별 업무보고서, 공시서류 및 경영상황 공시와 관련하여 그 서식과 작성방법, 기재사항 등에 관한 **구체적인 기준은 금융위원회가 정하여 고시**한다.

86) 한국거래소「공시규정」은 공정공시 정보제공자가 변호사, 공인회계사 등 위임계약에 따른 수임업무 이행과 관련하여 비밀유지의무가 있는 자, **합법적이고 일상적인 업무의 일환으로 제공된 정보에 대하여 비밀을 유지하기로 명시적으로 동의한 자**, 신용평가업자 등에 대하여 정보 제공시에는 **공정공시 의무를 적용하지 않는다**. 이러한 스튜어드십 코드 활성화에 제한이 될 수 있는 공정공시 규정에 대해 필자가 제시하는 솔루션은 스튜어드십 코드 입법화를 통해 비밀약정의무를 전제로 발동된다면 이러한 공정공시의 예외에 포섭 적용될 수 있으리라 보는 것이다. 이런 측면에서도 일정범위 스튜어드십 코드의 입법적 검토가 필요한 이유 중 하나라고 하겠다. 신지은, 전게논문, 35~37면.

87) 대량보유 보고제도(5%룰) 개선, 기업의 중장기 가치제고 위한 것.

1. 대량보유 보고제도 개선 목표는 '기업을 옥죄기 위한 것'이 아니라, 기업의 중장기적 성장 가능성을 높이기 위한 것

ㅁ 기관투자자가 자산을 맡긴 고객에게 더 많은 수익을 돌려주기 위해 주주활동을 하는 것은 당연한 의무이자 책임

ㅇ 대부분의 기관투자자는 경영권 취득을 목표로 하지 않으며, 투자대상기업의 가치를 제고하여 수익률을 높이는데 관심

⇒ 기관투자자의 건전한 주주활동의 결과, 중장기 기업가치가 향상된다면 투자자와 기업 모두가 윈-윈

대 등을 통해 기관투자자의 적극적인 스튜어드십 활동을 지원하는 방안[88]을 적극 추진함으로서 유명무실한 기관투자자의 적극적인 스튜어드십 활동을 측면 지원하고 이는 투명하며 전문적인 기업지배구조 개선에도 순영향을 주도록 유도한다.

주주권의 내실 있는 행사를 위한 전제가 되는 공시품질 제고를 위해서 2019년부터 총자산 2조원 이상 유가증권시장 상장회사는 기업지배구조 공시 의무를 부과[89]하고 있으며, 이는 장기적으로 노동, 소비자 관련 등 비재무적(ESG)[90] 정보의 공시 확대 추진을 통해서 기업지배구조개선과 스튜어드십 코드를 통한 주주권 행사를 더욱 지원할 수 있을 것이다.[91]

할 수 있음

ㅁ 금번 제도 개선은 온건한 방식의 주주활동과 주주로서의 기본적 권리행사에 대한보고·공시의무를 합리적으로 개선하는 한편, 주주활동에 대응해야 하는 기업 측 입장도 균형 있게 반영

① 주주활동을 적극적으로 하는 경우 **'일반투자' 영역을 신설하**여 기존의 '단순투자'보다는 강한 공시의무를 부과

② 임원의 선·해임이나 합병 등 기업 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항은 규제완화 대상에 포함하지 않음

③ 공적연기금은 다른 투자자보다 다소 완화된 공시의무를 적용*토록 하였으나, 이는 적대적 M&A나 경영권 취득 가능성이 없음을 고려한 것임

* 일반투자 목적의 경우 공적연기금은 월별보고, 그 외 일반투자자는 10일 내 보고

[출처] "대량보유 보고제도 개선, 기업의 중장기 가치제고 위한 것"|금융위원회 블로그자료, 2019. 9. 6.

88) [2019년 금융위원회 업무계획] 2019. 3. 7. 「금융위원회 대통령 업무보고자료」, 11면.

89) 공시 관련 금융투자회사 공시라는 동전의 앞뒷면으로서 **상장회사(자산 2조이상)의 기업지배구조공시에 더하여 주요주주(대주주, 기관투자자 등)의 스튜어드십 코드 활동(주주의결권, 주주관여, 대량보유보고, ESG 활동 등)에 대한 부분도 공시하도록 하는 입법 방안**을 제안해 본다. 이러한 양면적 규제를 통해서 글로벌 대기업에서부터 스튜어드십 코드의 실효성을 확보하고 공시 누락을 방지하며 나아가 우리나라 대표기업부터의 ESG 기업지배구조 개선에도 기여할 수 있으리라 본다.

90) 투자 의사결정 시 '사회책임투자'(SRI) 혹은 '지속가능투자'의 관점에서 기업의 재무적 요소들과 함께 고려한다. 사회책임투자란 사회적·윤리적 가치를 고려하여 이를 적극 기업경영에 반영하는 기업에 투자하는 방식으로서 기존의 방식이 기업의 재무적 성과에 주목해 평가하였다면, 장기적 관점에서 기업 가치와 지속가능성에 영향을 주는 ESG(환경·사회·지배구조) 등의 비재무적 요소를 충분히 반영해 평가한다. 기업의 ESG 성과를 활용한 투자 방식은 투자자에게 장기적 투자로서 수익을 가져오며, 기업의 환경에 대한 사회적 가치와 이해관계자들에게 다 같이 이익이 되는 방식을 통해 지속가능한 기업으로 성장하는 효과를 추구한다.

세계적인 기관투자자들과 금융기관이 기업의 투자대상 판단에서 도입하여 지속가능한 발전을 위한 기업의 사회적 책임을 강조하고 있다. 영국(2000년)을 시작으로 스웨덴, 독일, 캐나다, 벨기에, 프랑스 등 여러 나라에서 연기금을 중심으로 ESG 정보 공시 의무 제도를 도입했다. UN은 2006년 출범한 유엔책임투자원칙(UNPRI)을 통해 ESG 이슈를 고려한 사회책임투자를 장려하고 있다.

출처 : [네이버 지식백과] ESG [Environmental, Social and Governance]

https://terms.naver.com/entry.nhn?docId=5703698&cid=40942&categoryId=31821(방문일 2021. 1. 30.)

91) 이런 면에서 우리나라에서도 최근 일부 대기업에서 ESG 등 기업지배구조의 중요성을 깨닫고 사회적 가치를 추구하면서 경영지표 및 평가에 도입하는 상황은 고무적이다. 글로벌 기업으로서 100년 이상을 가는 선진글로벌 기업의 백년대계 로드맵을 제시함은 투명하고 건전한 기업지배구조의 확립을 전제로 하며, 이는 주주권 행사를 촉진하기 위한 스튜어드십 코드의 활성화와 밀접한 관계가 있음은 두 말할 필요가 없다. 이 점에 본고의 논의 필요성에서 우리 금융법제와 기업지배구조법제의 미래비전과 글로벌 틀을 제시해야 하는 절실함이 있다고 하겠다.

나. 자본시장법 대량보유 신고의무자 시행령 활용

회사에 불리한 정보를 지연공시[92]한 기업의 명단 공개, 공시 내용의 재공지 등을 통해 적시성 있고 성실한 정보전달을 유도하는 것이 장기적으로 기업공시에 대한 스튜어드십 코드를 통한 주주권 행사를 촉진하고 기업지배구조의 투명성을 높이는 것이다.

현행 자본시장법령은 주주의 주식보유 목적을 '경영권에 영향을 주기 위한 것' 아니면 '단순투자'로 구분하고 있다.[93] 하여 주주활동을 활발하게 하는 경우 '경영권 영향' 목적으로 공시해야 하는 경우가 생겨 오히려 공시의무 준수에 애로를 겪게 된다는 것이 금융업계의 불만이었다.[94]

1992년 구(舊) 증권거래법에서 도입한 5%룰은 최근 10년 동안 큰 변화 없이 유지되어 왔으나, 이제 시대의 흐름과 변화를 반영해 합리적으로 개선할 때가 됐다는 것이 금융위원회 등 정부의 판단이다.[95] 다른 투자자들의 추종 매매 가능성에 노출돼 있는 국내 최대 기관투자자인 국민연금은 5%룰에 따른 상세한 포트폴리오 공개가 부담스러운 상황이다. 사모펀드(PEF)를 제외한 외국계 기관투자자의 경우는 내부 투자정책에 따라 '경영권 참여' 목적의 주식보유가 원칙적으로 금지되기도 했다. 이러한 상황에서 의도치 않은 공시의무 위반을 우려해 적극적인 주주권 행사가 어렵다는 것이다.

국민연금 같은 공적 기관에 대해서는 다소 완화하여 적응할 수 있도록 관련 시행령의 개정을 통한 명시나 관련 금융위원회 고시[96] 사항에 포함시키는 방법을 제안한다. 일반적인 기관

---

92) 예를 들면 명절·연말 증시 폐장기간 등에 공시하는 소위 '올빼미 공시' 등의 반칙 공시를 정상화 하는 작업이 선행되어야 주주권 행사의 효율성을 촉진하고 나아가 투명하고 건실한 기업지배구조의 확보에 전제조건이 된다.

93) 자본시장법 제147조(주식 등의 대량보유 등의 보고) ① .....이 경우 그 보유 목적이 발행인의 **경영권에 영향을 주기 위한 것**(임원의 선임 · 해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 대통령령으로 정하는 것을 말한다)**이 아닌 경우**와 **전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자**의 경우에는 그 보고내용 및 보고시기 등을 **대통령령으로 달리 정할 수 있다**. 〈개정 2008. 2. 29., 2016. 3. 29.〉

94) 이에 대한 개정의견이 제출되어 제3의 영역으로서 '일반투자'에 대한 부분이 추가 개정되어 2020. 2. 1. 시행 되었다. 다소 늦은 감이 없진 않지만, 바람직한 방향이라고 생각한다.

95) '기관투자자의 주주활동 활성화를 위한 제도 개선 방안 공청회'(2019. 5. 20.) 김용범 금융위원회 부위원장 모두발언.
https://www.edaily.co.kr/news/read?newsId=03411206622490888&mediaCodeNo=257&OutLnkChk=Y (방문일 2019. 5. 31.)

96) 자본시장법 시행령 제154조(대량보유 등의 보고에 대한 특례) ....
② 법 제147조제1항 후단에서 "대통령령으로 정하는 자"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 말한다.
1. 국가
2. 지방자치단체
3. 한국은행
4. 그 밖에 그 보고내용과 보고시기 등을 달리 정할 필요가 있는 자로서 **금융위원회가 정하여 고시하는 자**

투자자와는 성격이 다른 공적기금이나 연금 등에의 유추 적용도 고려해 볼 만하다. 독립성을 확보를 전제로 기업 지배구조 등에 미치는 효과를 고려할 때 이들의 잠행적 투자를 일정요건 하에서 보호해 주는 것도 유연성 있는 시행령의 개정으로 가능할 것이라고 본다.[97]

관련하여'경영권에 대한 영향력 행사'로 간주되는 주주활동의 범위도 다소 넓고 경계가 모호하다는 의견도 있다. 주주의 적극적인 배당에 대한 의견개진이 회사 지배권에 영향을 미치는 주주활동인지에 대해 재고할 필요가 있다는 것이 업계의 요구이며 이는 안정적인 배당이 장기투자 유인을 높일 수 있다는 점에서도 긍정적으로 검토할 필요가 있다[98]는 점에 동조한다. 이러한 부분에 대한 명확한 정의도 시행령 개정에 반영하여 규제의 예측가능성을 더욱 명확히 확보해야 한다는 주장에 동조한다.

스튜어드십 코드가 근본적으로 투자자와 기업 간의 소통을 통한 중장기 기업 가치를 제고하고 투자자 이익을 증대하는 것이 기본 취지임을 감안해 이를 대하는 경영진도 기관투

97) 동 시행령(자본시장법 시행령 제154조 개정)개정안은 전술하다시피 2020년 1월 국무회의를 통과하였다. 다만 아쉬운 점은 **공동보유의 개념을 명확히 규정**하여 대량보유보고제도의 특례가 적용되는 범위를 명확화게 제시하지 못한 부분은 **차후 입법적으로 해결해야 할 과제**라고 보여 진다. 영국은 공동 보유자의 개념을 지속적이고 포괄적인 의결권 공동행사 합의에 해당하는 경우에 한정하여 제한적으로 해석하여 스튜어드십 코드의 활성화를 촉진하고 있음에 주지한다.

출처: 2020. 1. 20. 법무부, 금융위, 보건복지부, 공정위 공동 보도자료

공정경제 뒷받침할 상법·자본시장법·국민연금법 시행령 개정안 국무회의 의결
- 상장회사 주총 내실화, 기관투자자의 주주권 행사 지원, 이사감사 충실한 검증기반 마련, 국민연금 기금운용 의사결정의 전문성독립성 제고 등 -

〈 5% 대량보유 보고제도 개선방안〉

〈 기 존 〉

	경영권 영향 목적	Grey Area	경영권 영향 목적 없음
주주활동	임원 선해임 등에 대한 주주제안 등 '사실상 영향력' 행		그 외
보고의무	5일, 상세		투자자) 월별보고(신규: 5일), 약식 (공적연기금) 분기보고 약식

〈 개 정 〉

보유목적	경영권 영향 목적		경영권 영향 목적 없음			
			일반투자		단순투자	
주주활동	임원 선해임 등에 대한 주주제안 등 '사실상 영향력' 행사 ※ 배당, 보편적 지배구조 개선 관련 주주활동 등 제외		경영권 영향 목적은 없으나 적극적인 유형의 주주활동 ※ 예 : 배당, 보편적 지배구조 개선 관련 주주활동		단독주주권만 행사 ※ 예 : 의결권, 신주인수권	
보고의무	(일반투자자) (공적연기금)	현행 유지 5일 약식	(일반투자자) (공적연기금)	10일(신규: 5일), 약식 월별 약식	(일반투자자) (공적연기금)	현행 유지

98) '기관투자자의 주주활동 활성화를 위한 제도 개선 방안 공청회(2019. 5. 20.)' 김용범 금융위원회 부위원장 모두발언. 한편 동 공청회에서 김 부위원장은 5%룰에 대한 관심이 크지만 5% 미만 지분을 보유한 투자자들도 법률상 보장된 주주권을 적극 행사할 필요가 있다는 의견도 개진했다.

자자의 주주권 행사를 무조건 적대시하거나 경계하는 인식을 전환해야 한다는 것이 전문가들의 이구동성 지적이다. 이러한 점은 주주와 기업 간 신뢰를 구축할 수 있는 최고의 수단은 의사소통[99]이고 이러한 역할을 하는 스튜어드십 코드의 적극적 행사를 더욱 촉진해야 하는 이유도 여기서 찾을 수 있다는 주장을 뒷받침한다.

(3) 스튜어드십 코드 활성화에의 개선효과

최근에는 해외 주가와 연계한 다양한 금융투자 상품으로서 인덱스펀드 등 패시브 투자와 상장지수펀드(ETF) 등 확대가 기관투자자의 주주권 행사 유인을 감소할 것이라는 의견이 있지만 그럴수록 투자자산의 가치를 높이기 위한 기관투자자의 감시와 견제 역할이 중요하기 때문이다.

기존 기관투자자들의 스튜어드십 코드 행사를 주저한 이유가 바로 이 5% 룰에 대한 공시 의무에의 부담이 컸다면, 이러한 5% 룰에 대한 제도적 개선만으로도 공시부담을 완화 내지 경감 시켜줌으로서 주주활동의 제약사항을 제거해 활발히 주주권을 행사할 수 있도록 촉진하는 역할을 하게 된다. 정부와 금융위원회에서는 동 제도개선을 통해 기관투자자들의 발목에 달고 있는 모래주머니를 제거해 줌으로서 스튜어드십 코드라는 금융자본 소통의 운동장에서 서로 마음껏 뛰어다니며 커뮤니케이션 할 수 있도록 해야 할 것이다.

(4) ESG[100] 기업지배구조개선에의 역할과 글로벌 스탠다드

1) 기관투자자 주주권행사의 독립성 보장

스튜어드십 코드를 우리보다 앞서 먼저 도입한 일본에서는 독립성을 담보하고 전문성도

---

99) '기관투자자의 주주활동 활성화를 위한 제도 개선 방안 공청회(2019. 5. 20.)' 김용범 금융위원회 부위원장 모두발언.

100) 신지은, 전게논문, 56면. 저자는 스튜어드십 코드의 ESG에 대한 역할에 대해 스튜어드십 코드를 통해 투자회사에 대한 기관투자자들의 투자평가에 있어 재무적 정보(재무구조, 경영성과 등)와 비재무적 정보(지배구조, 경영전략)에 대한 주기적 체크 요구를 통해 ESG 평가를 압박하고 이러한 ESG 평가에 대한 전문기관의 보고서를 활용하도록 한다고 한다. 이는 글로벌 ESG 관련 현황에서도 확인되는 바, 2018년 2월 기준 미국 Russell 3000 상장기업에 대한 주주제안은 450개로 이중 66.7%가 기업의 환경(Environment)과 사회(Social)에 관한 내용이고, 스튜어드십 코드를 도입한 22개 국가 중 20개국이 ESG 이슈를 고려하는 것으로 나타나는 상황에서 스튜어드십 코드 행사 등의 주주 활동에서의 ESG 평가의 중요성을 반증하고 있다고 한다.
국내 의결권 자문기구 겸 ESG 평가기관인 한국기업지배구조원이나 서스틴베스트에서도 자체 수행한 ESG 평가결과를 의결권 자문서비스 제공 등에도 활용하고 있다고 밝히고 있다고 하며, 국내 ESG 평가기관으로는 한국기업지배구조원, 서스틴베스트, 에코파트너스 등이 있으며, 해외 평가기관은 RobecoSAM (S&P 계열사, DJSI(Dow Jones Sustainability Index) 구성, 국가별 ESG평가), MSCI ESG Ratings(Morgan Stanley 계열, Risk Metrics와 GMI ratings 합병), ACGA(Asia Corporate Governance Association, 아시아 국가별 지배구조만 평가)가 있다.(오덕교, "ESG평가 소개", 한국기업지배구조원 서강대 발표자료 2016. 10. 6. 재인용)

높이겠다는 취지로 후생노동성이 공적연금을 통제하면서도 정치·경제 권력으로부터 독립성을 확보하기 위해서 주주권·의결권 행사 부분은 외부 민간 자산운용사에 100% 위탁하고 있다. 국민연금도 스튜어드십 코드 도입과 함께 위탁 주식에 대한 의결권을 자산운용사에 위임하기로 했지만, 이에 대해서는 자산운용사로 의결권을 위탁하는 게 완벽한 해결책은 아니라는 지적도 있는 바, 이는 의결권을 위임받을 국내 자산운용사 대부분이 스튜어드십 코드 대상 기업들과 직간접으로 이해관계가 얽혀 있어 또한 공정성이 흐려질 수 있다는 우려 때문이다.

이에 대한 대안으로는 외부의 자산운용사에 의결권을 넘기지 말고 민간 전문가들로 구성된 국민연금 내부의 수탁자책임전문위원회에 맡겨서, 민간 의결권 자문 기관(현재 한국지배구조원) 수를 늘려 전문성을 보완하는 방법을 고려해 볼 수 있기도 하나 이것 또한 완벽하다고는 볼 수 없는 바, 이런 점에서 공정성을 담보할 수 있는 관련법의 시행령 개정이나 관련 입법이 보완적으로 요청되는 이유이기도 하다.

2) 기관투자자 스튜어드십 코드 활성화

기관투자자로서의 독립성확보와 의결권 등 적극적 주주권 행사를 위해서 국민연금의 사례에서 논란이 된바와 같이 내부 민간위원회에 의결권을 맡겨도 국민연금이 완전히 독립성을 갖기는 어려울 것인 바, 국민연금이 의결권을 외부에 위탁하되 위탁 운용사들이 스튜어드십 코드에 대한 의무적으로 가입하도록 입법을 통해서 규율하고 조달 선정과 관리 감독을 철저히 하는 것을 제시[101]한 것을 거울삼아 장기적으로는 현실과 이론의 적절한 조화를 이루는 입법에의 반영이 필요하다.

연기금 기관투자자의 경우 자율적으로 외부 위탁 등을 통한 위탁운용사들이 기능하도록 하되 이들의 스튜어드십 코드 발동을 법제적 의무사항으로 공시사항에 규율함으로서 일정 부분 규모 이상(예를 들면 금융법제에서 대구분으로 통용되는 자산 2조원 이상의 상장기

---

101) 한국기업지배구조원 조명현 원장, 「조선일보」 2018.8.29. "스튜어드십 코드를 먼저 도입한 미국 등에선 오히려 스튜어드십 코드가 외부 압력을 막아주는 등 기업 경영의 독립성을 지켜준다고 여긴다."고 주장했다. 스튜어드십 코드가 **근본적으로는 기업의 리스크를 줄여 주주들의 이익을 극대화하는 '수탁자의 책임' 역할을 해 경영에만 집중할 수 있는 환경을 조성**해준다는 것. 조 원장은 "반면 한국형 스튜어드십 코드는 '연금 사회주의'라는 공격을 받는 등 본래 취지와 달리 진영 논리에 따라 잘못 해석되고 있어 안타깝다"고 말했다. .....중략.....조명현 원장은 "내부 민간위원회에 의결권을 맡겨도 국민연금이 완전히 독립성을 갖기는 어려울 것"이라며 "국민연금이 의결권을 외부에 위탁하되 위탁 운용사들이 스튜어드십 코드를 의무적으로 가입하도록 하고 조달 선정과 관리 감독을 철저히 하는 게 최선"이라고 설명했다. http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2018/08/29/2018082903784.html(방문일 2019. 5. 12.)

업)의 자본시장에서 공시성을 갖춘 상장기업에 우선 적용하여 기업지배구조개선을 위한 마중물을 부어주는 조항들을 의무규정으로 삽입하는 등 단계적이면서도 현행 규정들과 조화를 이루는 것을 최적의 입법안[102]으로 제시한다.

3) 한국형 ESG 기업지배구조 강화

UN은 2006년 출범한 유엔책임투자원칙(UN PRI, Principles for Responsible Investment)[103]을 통해 ESG 이슈를 고려한 사회책임투자를 장려하고 있는 바, 글로벌 스탠다드이자 책임투자 원칙으로서 ESG는 최근 우리나라에서도 기업지배구조에의 새로운 이슈로 급부상하고 있는 분야이다.[104] 최근 SK그룹을 필두로 사회적 가치 경영의 이슈를 경영실무에 도입해 적극적으로 평가 및 경영지표로서 다루어 지는 등 우리나라를 대표하는 글로벌 대기업들에서도 적극적으로 도입이 되고 기업지배구조의 중요한 요소로 자리 잡아 가는 것은 바람직한 방향이라 하겠다.

이러한 사회적 기업의 가치를 새로운 경영의 주요한 기업 가치로 인식하고 경영성과의 주요지표로 포함시키고 경영환경에 반영되어 나가는 것은 글로벌 기업으로의 글로벌 스탠다드로 다가가는 주요한 첫걸음이다. 이에 더욱더 박차를 가해 한국형 ESG 기업지배구조로서 글로벌 스탠다드로서 발전시켜 나가는 것이 중요하다.[105]

---

102) 구체적인 입법(안) 대해서는 금융투자업계와 금융위, 금감원과 국회 정무위, 입법조사처 등의 공청회, 세미나 등을 통한 중지를 모아나가는 절차가 필요할 것이나, 본 기고문에 대한 상세 버전을 담은 입법안은 추가 연구와 선구적 리서치를 통해 후행 논문에서 상세 제시하고자 한다. 현행 comply or explain 방식에 대한 근본적인 검토를 통한 수정과 한국적 대안제시 및 산발적으로 규정되어 있는 스튜어드십 코드 개선방안에 대한 부분들을 <u>종합적이고 카테고리화를 통한 법제적 솔루션과 나아가 ESG 기업지배구조에의 적극적 기여를 담은 특별법으로 규정하는 방안</u>을 상정해 본다. 이를 통한 'K-Governance' 모델을 고질적인 주기적 세계금융위기와 모럴 헤저드에 시달리는 뉴욕, 런던, 홍콩 등 글로벌 금융투자 시장을 선도하는 Golden Guidance 로서 제시할 수 있기를 바라마지 않는다.

103) ESG에 대한 투자 이행(investment implication)를 이해하고 지원하기 위해 UN 책임투자원칙(UNPRI) 으로서 환경, 사회, 지배구조 분야에 걸쳐 제시한 6개의 원칙으로 가입(signatories)한 기관투자자들의 장기투자에 있어 시장과 경제에 대해 적용함을 천명하고 있다.
https://www.unpri.org/pri/about-the-pri UNPRI 홈페이지(방문일 2021. 1. 31.)

104) 한국거래소(KRX)는 2018년 12월에 자산 2조원 이상인 대규모 유가증권시장 상장기업을 대상으로 '지배구조보고서' 공시를 도입하였다. 신지은, 전게논문, 58면. ESG에 대한 상세 공시의 기준을 마련하여 상장기업에 우선 적용한다면 코스닥이나 비상장기업에게도 ESG 기업지배구조에 대한 가이드라인을 줄 수 있으리라 본다. 거래소 공시규정을 업그레이드 하는 방법이나 ESG에 대한 체계적인 입법으로 기업 경영과 공시 전반에 대한 사항으로 접근하는 방법도 상정해 볼 수 있겠다.

105) 분야는 좀 다르긴 하지만 K-방역으로 세계적인 찬사와 주목을 받은 우리나라의 방역행정 시스템의 장점을 적극적으로 금융규제 행정과 법제에도 벤치마킹해 활용하는 것도 한국형 ESG 기업지배구조 모델의 정립에 많은 시사점을 줄 수 있으리라 생각된다. 투명성, 시민의 열린 참여, 디지털 Tracking, 실시간 정보공개 업데이트, 감염병예방법 엄격집행 등은 ESG 기업지배구조 모델에도 적용 가능한 Governance 의 방역 시스템이라고 보여 진다. 이제 한국이 글로벌 금융투자의 선도모델을 제시해야 하는 책임감과 사명

이미 BlackRock 등 글로벌 기관투자자들은 투자대상 기업을 선정하고 투자를 평가하는 단계에서 이미 대상기업이나 프로젝트의 ESG 사항에 대한 지표나 실적을 요구하고 있고 최근의 기후변화행동과 RE100, 탄소중립 2050 등의 그린/디지털 뉴딜의 환경과 사회 그리고 이를 위한 투명하고 열린, 협력적인 지배구조에 대한 국내외 금융투자업계에서도 관심이 증대하고 있는 상황이다. 선제적인 대응과 지배구조에의 반영을 위한 법제적인 정비가 요긴함은 글로벌 마켓에서 기업을 기업은 넘어 국가 생존의 중요한 지표로서 자리매김 하리라고 본다.

Ⅳ. 結 論

이미 기업관여(engagement)나 주주권대리투표(proxy voting) 등의 유사 규정을 통한 방법으로 주주자본주의의 적극적인 주주권을 실행해 온 미국과 달리, 금융위기 과정에서 기업지배구조에 대한 반성으로 스튜어드십 코드 형태의 적극적 주주권 행사지침으로 최초로 도입한 영국이나 ROE를 개선하고 저평가된 보수적 기업지배구조의 변화를 위해 스튜어드십 코드를 도입한 일본의 스튜어드십 코드에 대한 평가나 실효성에 대한 논의는 차치하더라도, 만성적인 지배구조 리스크에 시달리는 우리나라 기업지배구조에 대한 글로벌 마켓의 평가에 대한 처방을 고민해 본다.

국민연금의 2018년 가입이후 고무적으로 증가하긴 했으나 전체 상장기업의 10%도 안 될 정도로 아직 가입이나 활용이 지지부진한 우리나라 스튜어드십 코드 원칙에 대한 동의와 활용에 대한 일정부분 활성화를 지원하는 법제가 필요하다는 취지에는 동의할 것이라 본다. 물론 이는 ROE 개선으로 이어져 우리 기업들의 대내외 신인도 제고로 이어질 수 있다.

경제에 미치는 대기업을 비롯한 주요기업들의 영향력을 고려할 때, 최근 대기업들의 지배구조 위기를 노정하는 일련의 사태에서 확인되는 바와 같이 상장기업들의 지배구조 건전성과 글로벌 수준으로의 정합성은 우리경제의 체질개선과 지배구조 리스크를 줄이고 주주자본주의를 실현하기 위한 사전적인 최소 요건이다. 이에 정부의 스튜어드십 코드 실행현황 등에 대한 공시규정과 기관투자자의 스튜어드십 코드 실행 활성화를 위한 관련 시행령 개정을 통한 법제적 보완을 잠정적 대안으로 제시하고 일정부분 반영된 점은 고무적이다.

감을 가져야 할 때라고 생각한다. 본고는 이를 위한 '글로벌 채널'로서 '스튜어드십 코드의 적극적 역할'에 대한 마중물을 놓는 시도이다.

아무쪼록, 명성의 학술지를 통한 본고의 논의를 바탕으로 중장기적으로 사회적 합의를 거친 입법적 추완을 전제로 일정 수준 이상의 상장기업에 한해 우선적으로 공시사항에 스튜어드십 코드의 이행과 활용현황 등의 공시를 포함한 제도적 보완연구를 통해 이행사항에 대한 기관투자자들의 자율성을 존중하고 경제에 미치는 충격을 최소화하되 투자대상기업의 기업지배구조개선에의 적극적 역할을 할 수 있도록 하고, 나아가 글로벌 스탠다드로서의 주주 및 이해관계자 중심의 분산되고 책임 있는 성숙한 ESG 기업지배구조로 한층 다가서는데 일조 할 수 있기를 기대해 본다.

▶ 논문투고일 : 2021. 02. 18, 논문심사일 : 2021. 04. 03, 게재확정일 : 2021. 04. 18.

▌참고문헌

1. 국내 문헌

강평경 · 박재형, “주요주주의 스튜어드십 코드 참여와 기업의 배당 의사결정”, 「경영교육 연구」, 35(3), 2020.

강윤식, 강원대학교 경영학과 조교수/윤정화 한국기업지배구조원 연구원/윤진수 한국기업지배구조원 부연구위원 3인 공저, “지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할”, 「한국기업지배구조원 연구논단」 2014년 5월 발행.

강윤식, 강원대학교 경영학과 조교수, “기관투자자의 역할과 영향 : 한라그룹 유상증자 사례를 중심으로”, 「경영교육연구」 제29권 제2호(2014년).

권지원, “스튜어드십 코드 도입 후 ESG등급 개선 효과.” 국내석사학위논문 고려대학교 대학원, 2020. 서울.

김순석, “스튜어드십 코드 도입에 따른 법적 검토 과제”, 「증권법연구」, 제17권 제2호, 한국증권법학회(2016).

김영주, “2017년 개정 일본 스튜어드십 코드와 운용상의 쟁점.” 「증권법연구」 19.1 (2018).

김용재, 고려대학교 법학전문대학원 교수 著 「은행법원론」 제2판, 박영사.

김형철, “연기금의 스튜어드십 코드에 관한 고찰”. 「로고스경영연구」, 14(4), 115-132. (2016).

스튜어드십 코드 제정위원회, 「[한국 스튜어드십 코드] 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」 2016. 12. 16.

송호신, “스튜어드십 코드와 기관투자자의 의결권행사.” 「법과 정책연구」 17.2 (2017): 197-227.

신지은, “스튜어드십 코드의 효율적 역할에 관한 연구.” 국내석사학위논문 고려대학교 대학원, 2020. 서울.

심영, “영국의 스튜어드십 코드의 제정과 운영의 시사점”, 「기업법연구」, 제30권 제2호, 한국기업법학회(2016).

안수현, “한국형 스튜어드십 코드인 ‘기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙안’의 법적 쟁점과 과제”, BFL, 제77호, 서울대학교 금융법센터(2016).

오수근, “OECD 기업지배구조 원칙에 대한 분석”, 「비교사법」, 6(2), 1999.

유재욱, 민대완. 2011. “한국가족기업의 지배구조와 성과 간의 관계: 환경역동성의 조절효과를 중심으로”, 「경영교육연구」 26(6): 43-64.

윤영신, “회사지배구조에서 법규제(Legal Rule)와 소프트 로(Soft Law)의 역할 및 관계”, 「서울대 법학」 제48권제1호, 2007. 3.

이상혁/배진한, “스튜어드십 코드 도입과 국민연금의 적극적 주주 활동.” 「經營學硏究」 49.2 (2020): 477-497.

장우영, “스튜어드십 코드와 연기금의 경영관여 - 한계와 과제 -.” 「商事法硏究」 39.2 (2020): 485-526.

정윤모, “기관투자자의 수탁자책임과 스튜어드십 코드의 도입”, 자본시장연구원(2016).

최문희, “의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점”, 「서울대학교 법학」 제57권제2호, 2016. 6.

한국기업지배구조원, 「기업지배구조모범규준」 2018. 8.

한국기업지배구조원, 「한국스튜어드십 코드 제1차 해설서」, 2017. 6.

황정미, “한국 스튜어드십과 주주행동주의의 고찰 -영국 스튜어드십 코드의 개정과 주주행동주의-”, 「기업법연구(2020)」. 34(3), 259-295.

2. 해외 문헌(Reference)

Allen, F., A. Bernardo and I. Welch. “A theory of dividends based on tax clientele”, *Journal of Finance* 55: 2499-2536, 2001.

Anderson, R. and D. Reeb. “Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500.” *Journal of Finance* 58: 1301-1328, 2003.

Fama, E.“Agency problems and the theory of the firm.” *Journal of Political Economy* 88: 288-307, 1980.

Jensen, M.“Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers.”*American Economic Review* 76: 323-339, 1986.

McConnell, J. and H. Servaes.“Additional evidence on corporate takeovers and management turnover”*Journal of Financial Economics* 46: 451-477, 1990.

Jensen, M. and W. Meckling.“Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”*Journal of Financial Economics* 3: 305-360, 1976.

Shleifer, A. and R. W. Vishny. “Large shareholders and corporate control.”*Journal of Political Economy* 94: 461-488, 1986.

Williamson, O.“The Economic Institutions of Capitalism.”*The Free Press,* 1985.

▮ Abstract

Research on the legal system facilitating ESG 'Stewardship Code' of institutional investors in South Korea.

Kiwoong Baek*

Corporate governance issue was strongly high-lightened facing on being issued in Korea by the accident of Korean Air Co. 'peanut' accident happening in JFK airport N.Y. so that many Korean people started to introduce Stewardship Code which was initially originated from UK to innovate and advance Korean corporate governance system and promote shareholder's right as institutional investors for large-scaled companies in Korea as Korean Air.

Various systems and functions in Korea corporate law and capital market law are not enough to level up the Korean company's corporate governance to ESG global standard, which triggers Korea discount in global capital market as old problem and demerit.

Therefore, I suggest amendment solution of Financial Service Commission regulations or relevant government IR regulations facilitating ESG 'Stewardship Code' of institutional investors. In the long term, alternatively the draft of legislative bill 「Stewardship Code Promotion Act」 by National Assembly reinforcing existing soft-law system of Stewardship code into hard-law system with compulsory report and compliance duty for execution of Stewardship Code for Institutional investors to invest over specific asset level of large-scaled companies, shall be highly recommended as next step of Stewardship Code localization for Korea.

* Ex-Legal Research Officer(Anglo-American Law), Korea National Assembly Library.

• Key Words Stewardship Code, Corporate Governance, Institutional investor, Legislative Bill, Capital Market, ESG