

연기금 스튜어드십 코드 도입 실효성 검토

2018. 12. 22.(토)

보험연금대학원 한창석

INDEX

I. 서론

II. 스투어드십 코드 개요

III. 국내 스투어드십코드 도입 현황 및 문제점

IV. 해결방안 및 시사점

I. 서론

◇ 연구 배경

- 국내 주요 기업의 지배구조 개선 과정 및 일부 대기업 경영진의 전횡에 대한 국민 비판여론 부각에 따라,
- 연기금의 독립성 및 투명성 강화를 통한 적극적 주주권 행사 요구 증가
 - ☞ 이에 따라 국민연금을 중심으로 연기금의 스튜어드십 코드 도입 추진 확대되고 있음

◇ 연구 목적

- 국민연금 등 기관투자자의 스튜어드십 코드 도입 현황을 점검하고, 스튜어드십 코드 도입의 문제점 및 개선방안을 도출하고자 함

I. 서론

❖ 연구 방법

- 국민연금 공청회 내용, 스튜어드십 코드 도입 연구자료 등을 중심으로 스튜어드십 코드 도입 현황 및 문제점을 검토함

❖ 선행 연구

- “국민연금”과 “스튜어드십 코드 ” 를 키워드로 한 *선행 연구결과는 아직까지 제한적인 수준으로 조사됨

- 스튜어드십코드와 기관투자자 주주권 행사(자본시장연구원 송홍선, 2018.4.26.)
- 일본 기관투자자의 의결권 행사기준 분석(서울법학 제25권 제4호, 노미리)
- 국민연금기금 스튜어드십 코드 도입방안(보건복지부, 국민연금공단, 2018.7.17.)

Ⅱ. 스튜어드십 코드 개요

1. 스튜어드십 코드 정의

- 스튜어드십 코드(Stewardship code) 어원
 - 스튜어드란 집안의 재산을 관리하고 가사를 종합책임지는 주인을 대신하는 사람(청지기, 집사)으로서
 - 스튜어드는 위탁받은 일과 재산을 주인(고객) 뜻에 따라 충실히 수행·관리해야하며 이러한 정신을 스튜어드십이라고 함
- 연기금의 스튜어드십 코드 적용
 - 연기금 등 기관투자자들도 고객의 자산을 맡아 운용한다는 점에서 스튜어드라고 할 수 있으며
 - 고객 자산을 충실하고 선량하게 관리해야 할 수탁자 책무가 부여되므로 연기금의 스튜어드십 코드 도입 및 추진이 확대되고 있음

Ⅱ. 스투어드십 코드 개요

2. 스투어드십 코드 도입 과정

○ 국내 도입 과정

- 국내 기관투자자는 기업가치 훼손, 주주가치 하락 등 손실 우려에도 대상 회사와 대화 등 주주활동에 소극적이며,
- 이는 한국 자본시장 신뢰도 및 위상 저하 등 코리아 디스카운트로 요인 중 하나
→ 이에 따라 민간 주도로 기관투자자 수탁자 책임 원칙인 한국 스투어드십 코드 제정(2016.12.16.)

※ 민간 주도로 스투어드십 코드가 제정된 사유

- 2015.3월 금융당국 주도로 코드 제정을 추진하였으나,
- 자율적인 코드 제정이라는 취지를 명확히 하기 위해 2016.8월 이후 민간 중심으로 추진체계를 개편하여 2016.12월 제정이 완료되었음

II. 스튜어드십 코드 개요

2. 스튜어드십 코드 도입 과정

○ 해외 주요 국가 도입 과정

- 2008년 세계 금융위기 원인 중 하나가 기관투자자가 대상 회사의 이사회, 경영진을 견제하지 못했기 때문이라는 반성에서 시작
- 이후 중장기적 관점에서 기관투자자와 대상 회사간 긴밀한 대화와 협력을 강조하고 실행에 옮기는 국제적 흐름이 형성되며 스튜어드십 코드 도입 확산

* 2010년 영국을 시작으로 2017년 까지 미국, 호주, 일본 등 20개 국가 도입 중

원칙	ICGN(2003)	영국(2010)	일본(2014)	한국(2016)
수탁자책임정책 공개	○	○	○	○
이해상충방지정책 공개	○	○	○	○
투자대상회사 점검	○	○	○	○
이행 지침 마련	○	○	○	○
의결권정책·내역공개	○	○	○	○
수탁자책임 활동보고	○	○	○	○
수탁자책임 역량강화	X	X	○	○
기관투자자 연대	○	○	X	X
(참고) ESG 명시 여부	ESG	ESG	ESG	G

Ⅱ. 스튜어드십 코드 개요

3. 주요 국가 스튜어드십 코드 제정 현황

○ 주요 국가 스튜어드십 코드 도입 현황

국가	주관처	정부 /민간	채택 연도	명칭
영국	FRC ¹⁾	정부	2010	The UK Stewardship code
캐나다	CCGG ²⁾	민간	2010	Principle for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement
네덜란드	EUMEDION ³⁾	민간	2011	Best Practice for Engaged Share Ownership
남아공	IoDSA ⁴⁾	민간	2011	Code for Responsible Investing
스위스	Ethos ⁵⁾	민간	2013	Guidelines for Institutional investors, governing the exercising of participation rights in public limited companies
이탈리아	ASSOGESTIONI ⁶⁾	민간	2013	Stewardship Principles for the Exercise of Administrative and Voting Rights in Listed Companies
일본	FSA ⁷⁾	정부	2014	Principles for Responsible Institutional Investor
말련	MSWG ⁸⁾	정부	2014	Code for Institutional Investor
홍콩	SFC ⁹⁾	정부	2016	Principles of Responsible Ownership
대만	TWSE ¹⁰⁾	정부	2016	Stewardship Principles for Institutional Investors
브라질	AMEC ¹¹⁾	민간	2016	AMEC Stewardship Code

Ⅱ. 스튜어드십 코드 개요

3. 주요 국가 스튜어드십 코드 제정 현황

○ 한국 스튜어드십 코드(7원칙)

1. 수탁자 책임 정책 제정·공개

- 수탁자 책임 이행을 위한 정책을 제정해 공개할 것

2. 이해상충 방지정책 제정·공개

- 수탁자 책임의 이행과정에서 나타날 수 있는 이해상충을 방지하기 위한 정책을 마련해 공개할 것

3. 투자대상회사에 대한 주기적 점검

- 재무사항, 비재무사항 등에 관하여 투자대상회사를 주기적으로 점검할 것

4. 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련

- 투자대상회사를 점검한 결과, 우려사항이 있다면 건설적인 입장에서 대화하는 등 주주활동을 적극 수행하되 내부지침을 마련해 그에 따를 것

5. 의결권 정책 제정·공개, 의결권 행사내역과 사유 공개

- 충실한 의결권 행사를 위하여 의결권 정책을 제정해 공개하고, 고객 등이 쉽게 준수여부를 점검할 수 있도록 의결권 행사 내역과 사유를 공개할 것

6. 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동 주기적 보고

- 의결권 행사 포함, 수탁자 책임이행 활동에 관해 고객에게 주기적으로 보고할 것

7. 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보

- 수탁자 책임을 효과적으로 이행할 수 있도록 역량과 전문성을 확보할 것

Ⅲ. 국내 스투어드십 코드 도입 현황 및 문제점

1. 국내 기관 투자자 스투어드십 코드 도입 현황

○ 참여 기관투자자

합 계	연기금	보험사	자산 운용사	PEF 운용사	증권사	투자 자문사	서비스 기관	은행	기타
71	1	2	26	26	2	2	3	1	8

○ 참여예정 기관투자자

합 계	연기금	보험사	자산 운용사	PEF 운용사	증권사	투자 자문사	서비스 기관	은행	기타
38	-	-	4	6	1	-	-	-	27

※ 공무원연금, 사학연금은 2019년 도입 추진 중(주요 언론사)

Ⅲ. 국내 스튜어드십 코드 도입 현황 및 문제점

2. 국민연금 스튜어드십 코드 도입 배경

○ 연기금 독립성, 투명성 강화 요구

- 2005년 공적연기금도 의결권을 행사토록하는 기금관리기본법 개정에 따라 2006년부터 본격적으로 의결권을 행사하고 있음
- 그 동안 국내 연기금은 금융시장 영향 등을 고려하여 의결권, 배당을 중심으로 소극적 주주권을 행사해 왔으나 지나치게 소극적이라는 비판 존재
- 특히, 삼성물산 합병관련 논란 이후에는 국민연금의 독립성 및 투명성을 강화해야 한다는 요구가 대폭 확대

○ 기금운용 수익 제고

- 국민연금은 국내 주식시장에서 차지하는 비중이 지속 증가하는 등 시장 영향력이 확대됨에 따라
- 매수, 매도를 통한 운용 폭이 제한되어 국내주식 운용을 통한 초과수익 창출과 장기 수익성 제고에 한계가 있어 새로운 방안 모색이 필요하다는 지적

Ⅲ. 국내 스투어드십 코드 도입 현황 및 문제점

3. 스투어드십 코드 도입 문제점

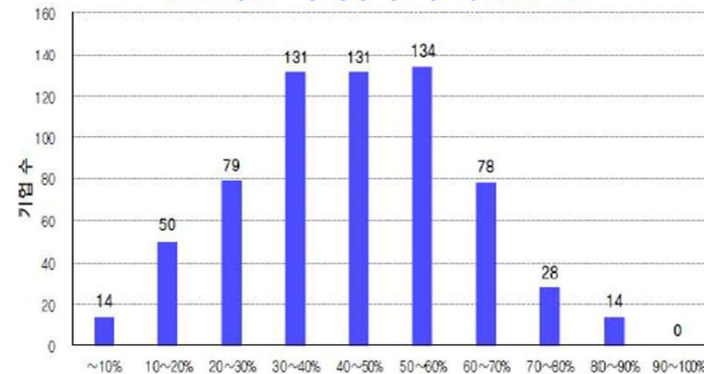
3-1. 공공기금 주주권 행사 강화를 통한 기업지배구조 개선 실효성

- 장기적 관점에서 주요 기금의 주주활동 확대는 기업가치에 반영되어 코리아 디스카운트 완화 계기
- 다만, 사적대화 등의 기업가치 효과가 단기적으로 크지 않다는 연구결과로 실질적 지배구조 개선효과 미미
- 대기업집단 상장회사 내부진분율은 대부분 20% 이상으로, 상장회사 내부 지분율은 기관투자자 연대로 극복하기 어려움

대기업집단 상장회사의 내부지분율 분포

내부지분율	5%미만	5~10%미만	10~20%미만	20~30%미만	30~40%미만	40~50%미만	50%이상	상장계열사합계
전체 기업집단(57개)	5	1	8	27	62	48	110	261
총수있는 기업집단(49개)	1	0	6	27	60	45	98	237

상장기업 최대주주의 지분율 분포



Ⅲ. 국내 스투어드십 코드 도입 현황 및 문제점

3. 스투어드십 코드 도입 문제점

○ 국민연금기금 주주권 적극행사 가능성

(단위 : 억원, %, 개)

구분		2012년	2013년	2014년	2015년	2016년
국내주식 투자		733,165	839,381	839,296	948,965	1,023,591
전체 시가총액 대비 보유비중		5.80	6.43	6.29	6.57	6.78
지분율	1% 미만 기업	125	145	172	163	169
	1% 이상 3% 미만 기업	137	140	168	188	149
	3% 이상 5% 미만 기업	120	128	123	121	122
	5% 이상 10% 미만 기업	218	209	195	192	191
	10% 이상 기업	-	44	57	79	74
지분율 3% 이상 기업 수		338	381	375	392	387
지분율 5% 이상 기업 수		218	253	252	271	265

- 국민연금 국내주식 투자금액은 100조원을 상회하며, 투자대상 기업 중 지분율 5% 이상 기업 35%, 지분율 3% 이상 기업 50%를 투자하고 있음
- 따라서, 국민연금의 경우 독자적으로 기업 지배구조에 대한 주주제안이 가능하나,
- 주식투자 규모 및 투자기업 지분율이 낮은 타 기금의 경우 주주권 행사 실효성 낮음
- 국민연금의 경우에도, 지분율 5% 를 공시규정에 따라 투자전략 노출 부담 등으로 주주제안 보다는 사적 대화 등 낮은 수준의 주주관여 정도에 제한될 것으로 나타남

Ⅲ. 국내 스투어드십 코드 도입 현황 및 문제점

3-2. 기금 결정과 수혜자 간의 이해관계 일치 문제

- 스투어드십 코드 도입에도 기관투자자의 적극적 의결권 행사로 이어지기 쉽지 않음
 - 기관 투자자의 행동이 수혜자의 이해관계와 일치한다고 보장하기 어려움
 - 소액 주주들의 이익을 고려하지 못하는 한계가 있음
 - 한 기업 내에서 다양한 주주들의 이해가 상충할 수 있으며, 어떤 주주의 이익에 부합하는 의사결정을 내리는 것이 바람직한 것인지 판단하기 어려움

3-3. 기업관여 비용 대비 성과 불명확

- 분산투자에 따른 투자대상 확대로 기업관여 성과평가 불명확
 - 패시브 투자, 과도한 분산투자, 재간접 펀드와 같은 복잡한 소유지분 구조 등의 경우,
 - 기업관여의 성과가 불확실한 데 비해 수많은 안건 분석 관련된 비용 상승으로 비효율
 - 이는 기관투자자들의 적극적 관여 동기를 약화시킬 수 있음

Ⅲ. 국내 스튜어드십 코드 도입 현황 및 문제점

3-4. 의안 분석기관 전문성 검증 필요

○ 국내 의안분석 서비스 초창기로 분석 공정성 등 검증 필요

- 해외 기관투자자들의 경우 개별 안건 분석 관련 전문성을 보완하기 위해 의안분석 서비스를 다수 활용하고 있으나, 국내의 경우 관련 산업이 제대로 형성되지 못함
- 의안분석 서비스는 규모의 경제가 존재하여 해외에서도 거의 독과점으로 공급되는 경향이 있으며,
- 일부 의안분석 서비스 회사의 의견이 기업들의 주총결과에 큰 영향을 미침
- 이들의 분석이 부정확하거나 기타 기업자문서비스 제공으로 인한 이해상충 때문에 분석이 공정하지 못할 우려도 제기될 수 있음

※ 국내 의안분석 서비스 회사(3개사)

- (국내사) 한국기업지배구조원(2012), 서스틴베스트(2012), 대신지배구조연구소(2014)
- (해외사) ISS(1988), 글라스 루이스(2003)

IV. 해결방안 및 시사점

1. 해결방안

○ 공시 요건 보완

- 주주 특성과 이해관계, 주주 간 이해상충 여지, 의결권 행사/불행사 동기를 보다 구체적으로 파악하기 위해 의결권 행사 공시 시 해당 시점에서의 지분 및 거래관계, 행사/불행사 사유 등에 대해 보다 자세히 파악할 수 있는 공시요건 보완 필요

○ 의안분석 서비스 시장 정착 지원

- 독과점적인 의안분석 서비스를 활용할 경우 다양한 이해관계를 반영하지 못하거나,
- 주식 공동보유로 해석될 여지도 있으므로 경쟁적 의안분석 서비스 시장을 형성하기 위한 정책적 노력이 필요함

○ 스튜어드십 코드 도입 이후 감독 강화

- 민간 주도의 스튜어드십 코드 도입 및 이행, 원칙준수 등은 장기적으로 실효성이 낮을 수 있어 향후 규제 당국의 역할 강화가 필요
- 영국의 경우와 같은 'Tiering of signatories'* 제도를 참고해 볼 수 있음

* 규제 감독 당국에서 스튜어드십 코드 이행 충실성 수준을 평가하고 코드가 부실하다고 평가되는 그룹의 경우 일정 기간 이후 코드 참여자에서 퇴출하는 방식

IV. 해결방안 및 시사점

2. 시사점

- 스텐어드십 코드의 정부국정과제 반영과 제도 도입의 긍정적인 효과 중심의 홍보에 따라 주요 기관투자자들의 스텐어드십 코드 도입 추진이 확대되고 있으나,
- 무분별한 도입은 사회적·금전적 비용만 확대하고, 비용 대비 효익은 기대에 못미칠 우려가 있음
- 따라서, 투자자별 운용규모 및 수혜자 특성 등을 고려하여 실질적인 기대효과를 면밀히 검토 후 도입 결정이 필요함

< 참고문헌 >

1 국내문헌

송홍선, 스투어드십코드와 기관투자자 주주권 행사, 2018.4.26.

이시연, 국내 스투어드십 코드의 실효성 확보를 위한 선결 과제, 금융포커스26권 22호, 2017.10.28.

보건복지부, 국민연금공단, 국민연금기금 스투어드십 코드 도입방안 발표자료, 2018.7.17.

노미리, 일본 기관투자자의 의결권 행사기준 분석, 2018.2.19.

원종현, 우리나라 스투어드십 코드 도입 현황과 개선과제, 국회입법조사처 현안보고서, 2017.12.28.

2 인터넷 사이트

국민연금공단 : <http://www.nps.or.kr>

한국기업지배구조원 : <http://www.cgs.or.kr>

한국스튜어드십 코드 : <http://sc.cgs.or.kr>