

## 한국기업지배구조원

# 2020 주주총회 리뷰(3)

## – 기관투자자의 주주관여 현황 및 해외 사례

2020.05.25

사업본부 분석2팀 박동빈 연구원(dbpark@cgs.or.kr)

사업본부 분석2팀 이수원 선임연구원(swlee@cgs.or.kr)

- ▶ 2019년에 이어 올해에도 기관투자자들의 주주관여 증가세가 예상된 바, 국내 기관투자자들의 주주관여 현황을 검토하고 해외 사례와 비교함
- ▶ 국내 기관투자자의 주주관여는 대내외 요인으로 인해 지난해 대비 감소하였으나, 주주관여 주제 별 비중 측면에서는 눈에 띄는 변화가 관찰됨
- ▶ 해외에서는 주주관여 및 공시가 최근 눈에 띄게 강화되는 흐름을 보이고 있으며, 국내 시장에서 스튜어드십 코드가 아직 정착 초기 단계인 만큼 주주관여 및 공시 수준이 해외 사례와 비교하여 다소 저조하게 나타남
- ▶ 자산소유자의 변화에 맞추어 기업가치 증대를 위한 수단으로써 국내 기관투자자들의 주주관여는 앞으로 점차 강화될 것으로 전망됨

### 들어가며

- 국내 자본시장에 스튜어드십 코드가 도입된 지 약 3년의 기간이 경과하였고, 지난해에는 의미 있는 변화도 일부 관찰됨
  - 기관투자자에 의한 주주제안 건수가 증가하고 상정된 안건의 유형도 다양해졌으며, 의결권 대리 행사 권유 공시도 늘어남<sup>1)</sup>
- 2020년 주주총회 시즌에도 스튜어드십 코드 참여기관 증가<sup>2)</sup>와 자본시장법 시행령 개정안이 맞물려 기관투자자들의 더욱 적극적인 주주관여가 예상된 바 있음<sup>3)</sup>
- 이에 한국기업지배구조원은 2019년 3월 정기주주총회 시즌 이후부터 2020년 주주총회 시즌까지 기관투자자의 주주관여 사례를 살펴보고, 해외 사례와 비교함

1) 2020 주주총회 프리뷰, 2020.2.4. 한국기업지배구조원

2) 2019년 3월 대비 참여기관 31개 증가, 2020년 5월 11일 현재 총 125개 기관에서 도입, 한국 스튜어드십 코드 홈페이지

3) 2019 주주총회 리뷰 - 주주관여, 2020 주주총회 프리뷰, 한국기업지배구조원

- 지난해 말 국민연금 책임투자 활성화 방안에서 위탁운용사 선정시 스튜어드십 코드 도입 및 이행 여부를 고려할 것으로 발표한 만큼 앞으로 기관투자자의 주주관여가 확대될 것으로 예상되는 바, 국내 기관투자자의 주주관여 현황을 살펴볼 필요가 있음
- 더불어 해외 주요 시장에서는 스튜어드십 코드를 도입한 지 상당 기간이 경과하여 안정적으로 정착하였거나 수탁자 책임 이행 활동이 오랜 기간 활발하게 이루어져 왔음
- 해외 기관투자자들의 주주관여 현황 및 최근의 변화 양상을 살펴보고 국내 기관투자자가 참고할 만한 내용을 제시함

## 국내 기관투자자 주주관여 현황 및 사례

- 2019년 2분기부터 2020년 1분기까지 주주관여를 시행하고 해당 내용을 공개한 기관투자자의 수<sup>4)</sup>는 총 11사(13.1%<sup>5)</sup>)임
  - 4개 기관투자자가 올해 신규로 주주관여 내용을 공개하였으나, 지난해 주주관여 내용을 공개했던 10개사 중 3개사가 올해에는 주주관여를 공개하지 않아 전체 수에는 큰 차이가 없음
  - 주주관여 내역 공시 방식으로는 정기 보고서(6) 형태가 많았고, 활동 내역(대상 기업, 관여 활동 주제 등) 건별 공개(5), 주주서한 및 기업 답변서 원문 공개(4)<sup>6)</sup> 순으로 조사됨
  - 총 주주관여 횟수(사안별)는 지난해 178건, 올해 165건으로 유사함 (<표 1> 참고)

**<표 1> 기관투자자 주주관여 횟수(사안별) 변화**

공시 방식	2018.4 - 2019.3	2018.4 - 2019.3
공개 주주서한	11	10
비공개 서한 또는 대화	160	155
기타	7	-
<b>합계</b>	<b>178</b>	<b>165</b>

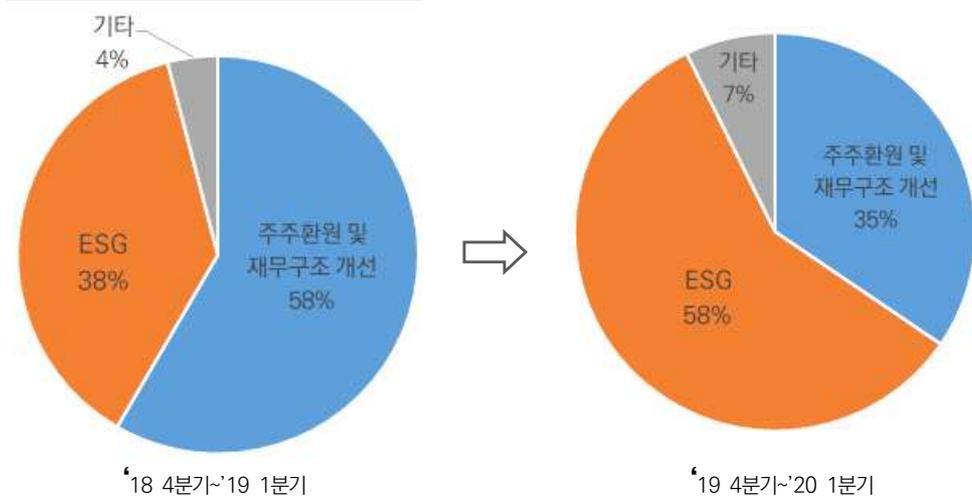
- 기관투자자의 주주관여 주제별 비중이 눈에 띄게 변화함
  - 지난해에는 주주관여 주제가 배당을 포함한 주주환원과 재무구조 개선에 크게 치중(58%)되어 있었으나, 올해는 환경, 사회, 지배구조(이하 ESG) 관련 주주관여 비중이 전체의 38%에서 58%로 크게 증가함(<그림 1> 참고)
  - 한편 주주관여 내역을 올해 처음으로 공개한 기관투자자 4개사 중 3개사가 ESG 관련 주주관여를 시행하였고, 해당 비중이 전체 주주관여의 절반 이상을 차지한 것으로 나타나, 시장에서 환경 및 사회 이슈에 대한 관심도가 과거에 비해 높아지고 있음을 보여줌

4) 2020년 5월 기준 스튜어드십코드 가입기관을 대상으로 조사함

5) 스튜어드십 코드 가입기관 중 PEF, 서비스기관을 제외하고 산정함. 수탁자책임 이행활동 보고 내용에 의결권 행사 내역만을 공개한 기관은 조사 대상에서 제외함.

6) 미래에셋자산운용의 경우 공개 주주서한 공개와 정기 보고서 발간을 병행하여 중복 집계함

〈그림 1〉 국내 기관투자자 주주관여 주제 비중 변화



〈표 2〉 국내 기관투자자 주주관여 현황(가나다 순)

	공시 방식	2018.4 - 2019.3	2019.4 - 2020.3
KB자산운용	- 주주서한 및 기업답변서 원문, 주주소송 내용 및 판결문 공개	- 공개 주주서한 5건(3개사) 및 주주소송 1건 - 주제: 배당 및 재무 관련 (4), 지배구조(1)	- 공개 주주서한 4건(4개사) - 주제: 배당 및 재무 관련(3), 지배구조(1)
NH-Amundi 자산운용	- 연례 보고서	-	- 4개사 7개 사안 - 주주환원 및 재무 관련(3) 이사회 독립성 (1), 산업 안전(2), 기후변화 리스크(1)
메리츠자산운용	- 연례 보고서	- 투자금액 상위 30개사, 62개 이슈 비공개 주주관여(일부 사례 공개) - 주제: 환경(2), 사회(16), 지배구조 및 재무 (44)	- 투자금액 상위 30개사, 69개 이슈 비공개 주주관여(일부 사례 공개) - 주제: 환경 및 사회(19), 지배구조(28), 재무(22)
미래에셋자산운용	- 연례 보고서 - 주주서한 및 기업답변서 원문 공개	- 공개 주주서한 1건(1개사) - 주제: 유상증자결정 해명 요구(1)	- 공개 주주서한 1건(1개사) - 주제: 재무구조 개선(1)
밸류파트너스 자산운용	- 주주서한 원문 공개 및 캠페인 전개	- 공개 주주서한 4건(2개사), 캠페인 3건, 10개 사안 - 주제: 주주환원(3), 재무구조 개선(3), 지배구조(3), 기타(1)	- 공개 주주서한 2건(1개사), 5개 사안 - 주제: 주주환원(1), 지배구조(1), 기타(3)
안다자산운용	- 연례 보고서	-	- 32개사(비공개 직접대화)* - 주제: ESG공시 강화, 지속가능한 공급망 구축 등

우리자산운용	- 연례 보고서	-	- 5개사 11개 사안 - 주제: 환경(1), 사회(4), 지배구조(4), 재무 관련(2)
유리자산운용	- 분기별 주주관여내역 공개(기업명, 관여활동 주제)	- 6개사('18 4분기 - '19 1분기) - 주제: 배당 및 주주가치 제고(5), 업황점검(1)	- 13개사 14개 사안 - 주제: 주주가치 제고 및 배당확대(8), 업황점검 및 수익성 개선(6)
트러스트자산운용	- 반기 보고서	- 의결권 사전 공시 1건, 주주 제안 및 비공개 대화 1건 - 주제: 분할합병(1), 배당(1)	-
브이아이자산운용 (구 하이자산운용)	- 분기별 주주관여 내역 공개(기업명, 관여 활동 주제)	- 40개사 53개 사안 - 주제: 배당 및 재무 관련 (49), 지배구조(3), ESG 관련 활동 장려(1)	- 11개사 14개 사안(~'19 4분기) - 주제: 배당 및 재무 관련(12), 지배구조(2)
한국투자밸류자산운용	- 비공개 주주서한 주요 내용 공개	- 5개사 8개 사안 - 주제: 배당 및 재무 관련(6), 사회(1), 지배구조(1)	- 4개사 6개 사안 - 배당 및 재무 관련(4), 사업 방향(2)
한국투자신탁운용	- 주주서한 및 기업 답변서 원문 공개	-	- 2개사 2개 사안 - 주제: 재무구조(1), 인수(1)
현대인베스트먼트	- 연도별 주주관여내역 공개(기업명, 관여활동 주제)	- 3개사 6개 사안 - 주제: 지배구조(1), 배당(1), 고용평등(1), 협력사 안전 및 공장사고(2), 기타(1)	-
흥국자산운용	- 연도별 주주관여내역 공개(관여활동 주제, 주주관여 유형)	- 24회(담당자 유선 통화) - 주제: 재무 및 경영성과 (14), 지배구조(4), 환경 및 사회 관련(6)	-

주 : 볼드체는 이번 조사에서 처음으로 주주관여 내역을 공시한 기관투자자임

\* 안다자산운용은 주주관여 내역을 주제별로 구분하여 공개하지 않았으나, 보고서 내용상 ESG 관련 주제가 주를 이루고 있어 본 리뷰에서는 안다자산운용의 주주관여 주제를 모두 ESG로 간주하였음을 밝힘

- 일부 기관투자자의 경우 올해 정기 보고서를 통해 스투어드십 코드 도입의 목적, 스투어드십 코드 이행을 위한 자체 프로세스, 주주관여 사례 등을 투명하게 공개함
  - 일례로 NH-Amundi 자산운용의 경우 올해 연례 보고서에서 스투어드십 코드 도입 후 활동을 위한 시스템 구축 과정과 자체 프로세스 및 타임라인, 개별 주주관여와 그에 따른 기업 대응 내용 등을 상세히 기술함
  - 스투어드십 코드 도입기관 중 주주관여를 시행하고 이를 공시하는 기관의 비중이 현저히 낮은 현 상황에서는 공시 자체만으로도 의미가 있겠으나, 대략적인 주주관여 분야나 대상기업명 등 단편적인 정보만을 공시하는 것보다는 전반적인 수탁자책임 이행 프로세스나 실제 주주관여 사례에 대한 자세한 설명이 수익자 입장에서 보다 도움이 될 것임

- 한편, 이번 주주총회 시즌에 유가증권시장 상장기업에 상정된 주주제안 건수는 총 39건 (12개사)으로, 지난해(57건, 17사)에 비해 감소함
  - 주주제안을 실시한 기관투자자의 수는 올해 3곳<sup>7)</sup>으로, 지난해(7곳)에 비해 절반 수준으로 감소함
  - 기관투자자의 주주제안이 저조한 데에는 지배주주 지분율이 높아 주주제안이 가결되기 어려운 국내 기업 특성, 지난해 기업들의 전반적인 실적 부진, 국민연금 수탁자책임위원회 구성 지연 등 다양한 배경이 작용하였을 것으로 보임
  - 또한, 지난해 자본시장법 개정안<sup>8)</sup> 통과 시 사모펀드 설립 장벽 완화에 따른 기관투자자의 주주제안 증가가 예상<sup>9)</sup>되었으나, 라임 환매중단 사태로 인해 사모펀드 규제 완화 흐름에 비판 여론이 거세지면서 국회 통과가 불투명해진 영향도 배제할 수 없음

### 해외 기관투자자 주주관여 현황 및 사례

- 2019년 2분기 ~ 2020년 1분기 글로벌 시장에서 기관투자자들이 공개 주주관여 대상으로 발표한 기업 수는 775사로, 전년도(981사) 대비 대폭 감소함<sup>10)</sup>
  - 이는 코로나 사태로 인한 글로벌 경기 침체 등 외부 요인으로 인해 2020년 1분기 기관투자자들의 공개 주주관여 움직임이 둔화된 영향이 크게 작용함<sup>11)</sup>
- 그러나 글로벌 Big3 인덱스 펀드<sup>12)</sup>를 포함한 글로벌 기관투자자들은 지난해 주주관여 강화 계획을 밝힌 바 있으며, 효과적인 주주관여의 수단으로 비공개 관여 활동을 선호하는 경향을 나타냄<sup>13)</sup>
  - 실제로 BlackRock사의 2020년 1분기 비공개 주주관여(802회, 688개사 대상)<sup>14)</sup>이 2018년 7월 - 2019년 6월 1년간의 총 주주관여(2,050회, 1,458개사 대상)<sup>15)</sup>의 40%에 달해 기존 대비 주주관여가 오히려 증가함
- 그간 주주관여에 비교적 소극적이던 연기금 및 패시브(passive) 기관투자자들도 장기적인 주주가치 제고를 위한 주주관여에 점차 적극적으로 나서는 추세임
  - 관여 활동은 배당이나 재무구조 개선보다는 주로 지배구조 및 환경, 사회에 초점이 맞추어져 있으며 환경·사회 관련 이슈도 지배구조와 연계하여 이사회의 감독 책임과 전문성을 중시하는 점이 특징적임

7) Dalton Investment, 밸류파트너스운용, KCGI 등 3자연합

8) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정안, 김병욱 외 14인. 2018.11.2

9) '2019 주주총회 리뷰 - 기관투자자의 주주관여 현황과 시사점, 한국기업지배구조원' 참조

10) Shareholder activism in Q1 2020, Activist Insight

11) 2020년 1분기 글로벌 시장 공개 주주관여 대상 기업 수는 238개사로, 전년 동기 대비 2/3 수준임 (Shareholder activism in Q1 2020, Activist Insight)

12) BlackRock, Vangaurd, State Street

13) 기관투자자 설문조사 2020, Morrow Sodali

14) Q1 2020 Global Quarterly Stewardship Report, BlackRock, 2020.4

15) 2019 Investment Stewardship Annual Report, BlackRock, 2019.8

- 큰 규모의 글로벌 기관투자자들은 정기 보고서를 통해 주주관여에 대한 관점, 주요 테마, 일부 사례 등을 공시해왔으며 공개 수준을 점점 강화하고 있음
  - 2020 개정 영국 스투어드십 코드에서 서명 기관이 스투어드십 활동 연례 보고서를 제출할 것을 명시하는 등 기관투자자의 주주관여 내역 공개에 대한 요구는 점점 강해지고 있음
  - 큰 규모의 글로벌 기관투자자들은 정기 보고서를 통해 주주관여에 대한 관점, 주요 테마, 일부 사례 등을 공시해왔으며 최근 보고서 발행 간격을 축소하거나 관여 활동 대상 기업명을 공개하는 등 공개 수준을 높인 사례가 발견됨(〈표 2〉 참고)

〈표 3〉 해외 주요 자산운용사의 주주관여 현황

	관여 활동 주제	비고
BlackRock	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 지배구조: 이사회 다양성, 기업 전략, 이사 보수</li> <li>- 환경:기후변화 리스크, 공급망 지속가능성</li> <li>- 사회: 인적자원관리</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연례 보고서에서 분기 보고서로 보고서 발행 간격 축소</li> <li>- 지속적인 주주관여(12% 기업에 2회 이상)</li> <li>- '20 1분기부터 주주관여 대상 기업명, 관여 활동 주제 및 횟수 전체 공개</li> <li>- 기후변화 리스크 보고서에 SASB·TCFD 프레임워크*를 도입할 것을 강력히 요구</li> </ul>
Vanguard	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 이사회 구성, 기업 전략 및 리스크(사회, 환경 포함) 관리, 이사 보수, 지배구조 개선</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연례 보고서에서 반기 보고서로 보고서 발행 간격 축소</li> </ul>
SSC	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 각국 기업지배구조 모범규준 준수 여부, 인적자원 관리(성별 임금격차 등), 지속가능성과 장기 전략</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2020년부터 기업들이 기업가치 향상을 위해 ESG 요소를 장기 전략에 도입하는 지 여부를 별도로 수치화하여 평가할 예정</li> </ul>
Goldman Sachs	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ESG 관련 공시, 이사회 구성, 기업 전략, 환경 리스크 관리, 사회 리스크 관리, 주주 소통</li> </ul>	-

\* 각각 지속가능성 회계기준위원회, 기후 관련 재무정보 공개 테스크포스에서 제시하는 지속가능성 및 기후 관련 리스크 정보 공개 글로벌 가이드라인으로, BlackRock은 CEO Letter에서 2020년 내에 해당 프레임워크를 도입하지 않는 회사의 이사 후보에 대해 앞으로 선임 반대 투표를 실시할 것을 밝힌 바 있음

- 상기한 바와 같이 해외 기관투자자의 주주관여 및 공시 활동이 눈에 띄게 강화되는 흐름을 보이고 있으며, 이는 스투어드십 코드 가입기관이 증가하고 일부 기관투자자가 주주관여 주제를 확대하는 최근의 국내 상황과 큰 줄기에서 궤를 같이함
  - 다만 국내 시장에서 스투어드십 코드가 아직 정착 초기 단계에 있는 만큼 해외 사례와 비교하여 국내 기관투자자들의 주주관여 활동이나 공시 수준은 저조함
  - 국내 기관투자자들은 해외 사례를 참고하여, 주주관여 확대와 이에 따른 공시를 강화하는 것이 바람직함

## 마치며

- 올해에는 경기침체, 사모펀드 규제 완화 법안 무산화 등 여러 제반 상황의 영향으로 기존 예상에 비해 주주관여 증가가 뚜렷하게 나타나지 않음
- 그러나 주주관여를 신규로 시행하고, 수탁자책임활동 보고서 형식을 통해 기업의 주주관여 정책 및 사례 등을 보다 투명하게 공개하는 기관투자자가 꾸준히 나타나는 것은 자본시장 건전성 측면에서 긍정적으로 평가할 수 있음
  - 지배주주 지분율이 높은 전반적인 국내 기업 특성상 주주제안이나 의결권 경쟁 등의 방식보다는 비공개 서한, 비공개 대화 등을 통한 기관투자자들의 주주관여가 더 효과적일 수 있음
  - 해외 사례에서도 비공개 주주관여에 대한 선호도가 가장 높은 것으로 나타남
- 주주관여 내용에서는 지난해에 비해 올해 ESG 관련 주제의 주주관여가 큰 폭으로 증가하였으며, 이러한 추세와 더불어 앞으로 더 많은 기관투자자들이 ESG 주주관여를 시행할 것으로 예상됨
- 국내 기관투자자들의 주주관여 참여 및 그 공시 수준이 아직은 저조한 편이나, 향후 스톱어드십 코드의 확산과 더불어 국민연금 등 자산소유자의 변화<sup>16)</sup>에 따라 국내 기관투자자의 주주관여는 새로운 기회를 마주하게 될 것으로 예상됨
  - 특히 국민연금이 올해 하반기부터 국내 주식 위탁운용사 선정 시 스톱어드십 코드를 도입하고 이 행하는 운용사에 가점을 부여하고, 위탁운용사 발간 운용보고서에서 ESG 평가 항목을 의무적으로 포함할 예정<sup>17)</sup>인 만큼 하반기 기관투자자들이 주주관여에 더 적극적으로 나설 가능성이 높음
  - 또한, 국민연금이 올 해 안에 책임투자보고서를 발간하기로 한 만큼 주주관여를 포함한 책임투자 관련 공시 역시 보다 구체적인 형식을 갖추어나갈 것으로 기대됨

본 자료는 한국기업지배구조원의 의안분석 서비스와 관련하여 자본시장 전반에 정보를 전달하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 이 자료의 내용은 한국기업지배구조원이 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바랍니다. 한국기업지배구조원은 본 자료의 내용과 관련하여 발생 가능한 어떠한 손해 또는 손실에 대해 민·형사 책임을 포함한 모든 법적 책임을 지지 않음을 알려드립니다.

16) '2020 주주총회 프리뷰, 2020.2.4. 한국기업지배구조원' 연기금의 변신 참조

17) 국민연금기금 책임투자 활성화 방안(안) 및 경영참여 목적 주주권행사 가이드라인(안) 발표자료, 2019.11.13., 국민연금공단