

보도일자

2016. 2. 19. (금요일) 조간

자본시장법상 의결권 행사 충실의무 도입(2013년)의 실효성 점검을 위한

## 2015년 기관투자자 의결권 행사 현황 분석 및 시사점

### 요약

#### 1. 조사 결과 분석

- 한국기업지배구조원은 2015년 1년간 의결권 행사 내역을 공시한 운용사·보험사 등 기관투자자 90개사의 반대율 포함, 의결권 행사 동향을 조사해 분석
- 민간 기관투자자의 경영진제안 안건에 대한 반대율은 1.5%로 한국기업지배구조원의 반대 권고 비율(상반기, 19.4%), 국민연금(14.5%), 해외 주요연기금(11.0%)에 크게 미달했으며, 조사 대상 기관투자자 90사 중 57사(63.3%)에서 반대가 전무
- 보험사의 반대율은 0.7%로 운용사(1.8%)에 비해 저조할 뿐 아니라 경영진 제안 안건에 한 건이라도 반대한 보험사(총 25사)도 외국계 2사에 불과해 (전체 60사 중 30사가 반대 투표 사례가 있는) 자산운용사에 비해 반대 의결권 행사에 더욱 소극적
- 외국계·독립계가 금융그룹·기업집단 소속 기관투자자에 비해 반대율이 높는데, 이는 후자가 소유지배·사업 관계 등으로 이해상충에 더 크게 노출된 탓일 가능성이 큼
- 금융그룹·기업집단 소속 기관투자자는 경영진 제안 안건에 대한 반대를 주춤 후 공시(83.3%, 외국계는 58.8%)하는 경향을 보였는데, 이는 반대 의견의 사전 공시가 회사의 경영진에 부담이고 사업관계 등을 고려해야 하는 기관투자자가 그러한 사정을 무시하기 어렵기 때문
- 결론적으로, 의결권 행사 충실의무를 자본시장법에 명시하는 등 민간 기관투자자의 의결권 행사 강화를 위한 조치 이후 2년 이상 지났지만, 의결권 행사는 대부분 여전히 형식적으로 이루어지는 상황

## 2. 시사점

- 자본시장법 개정의 실효성을 강화하고 의결권 행사를 내실화하기 위한 조치가 필요하며, 이를 위해 추가 법령 개정 혹은 스튜어드십 코드 도입·시행을 적극 추진할 필요
- 이해상충의 효과적인 완화를 위해 이해상충 방지정책 공개, 이해상충 관련 권한·책임 명확화, 의결권 행사 가이드라인 공개, 외부 전문기관 활용 확대 등 방안을 검토
- 국내외 공적 연기금의 의결권 행사가 민간 기관투자자보다 적극적인 것은 주주활동을 강조하는 국제 책임투자원칙이나 스튜어드십 코드에 가입해 세부 원칙을 실행하는 등 중장기 관점에서 수탁자 책임을 성실히 이행하는 데서 기인
- 보험사의 경우 ESG 고려를 강조하는 국제적 추세 등을 감안하여 책임투자 원칙이나 스튜어드십 코드 가입, 엄격한 위탁사 선정·관리 등을 통해 운용사의 충실한 의결권 행사를 촉진하는 등 시장 관행의 개선을 도모하는 적극적인 역할을 수행할 필요
- 반대 의견의 사전 공시 기피, 공시 기한 연장 등으로 투자자·언론 등의 감시 강화가 어려워진 만큼 의결권 행사 가이드라인 공개, 행사 내역 의무공시 범위 확대, 상세한 찬·반 사유 및 반대 근거지침 공개 등 공시의 양·질을 제고하는 보완방안을 고려

## I 조사 배경 및 개요

- (배경) 최근 들어 기관투자자의 의결권 행사를 강화하는 방향으로 관련 법령이 개정되고, 스투어드십 코드 도입 · 이행을 위한 구체적인 논의와 절차 진행
  - 2013년 자본시장법 개정으로 집합투자업자 등 **기관투자자의 의결권 행사 충실의무**가 명시되고, 찬반 사유까지 공시하도록 규정이 강화되면서 중요한 변화의 전기를 마련
  - 기관투자자가 투자대상회사의 중장기 가치 증진을 추구함으로써 고객 · 수익자에 대한 책임을 다하도록 주주권 행사의 강화를 도모하는 **스튜어드십 코드 도입 절차 진행**
    - ※ 스투어드십 코드 도입 공청회(2015.12.2, 한국기업지배구조원 · 자본시장연구원 공동 개최)에서 스투어드십 코드 초안 발표
      - 코드의 세부 원칙은 수탁자 책임 정책 제정 · 공개, 이해상충 방지 정책 제정 · 공개, 투자대상회사의 지속적 감시, 수탁자 책임 활동 이행 지침 마련, 의결권정책 제정 · 공개 및 행사현황 공개, 수탁자 책임 이행 현황 보고 · 공개, 역량 · 전문성 제고 등
- 한국기업지배구조원은 2015년 개최된 유가증권시장 상장사 주주총회에서의 의결권 행사 내역을 공시한 기관투자자의 공시내용을 집계 · 조사
  - 기관투자자의 의결권 행사 동향을 점검함으로써 충실의무 명시가 의결권 행사에 어떤 영향을 끼치고 변화를 가져왔는지 그리고 추가적인 조치가 필요한지를 확인
  - 스투어드십 코드의 도입 필요성, 코드에 담아야 할 세부 원칙과 지침의 구체적인 내용 등에 관한 어떤 시사점을 얻을 수 있을지 점검
- 향후 스투어드십 코드 도입 시 참여하는 **기관투자자 유형별로 역할 차별화가 필요**한 만큼 코드의 효과적 시행을 위한 시사점을 얻을 수 있도록 유형을 다음과 같이 구분해 조사
  - 민간 기관투자자: 자산운용사, 보험사, 은행
  - 공적 연기금: 국민연금, 공무원연금, 사학연금
  - ※ 비교를 위해 주요 해외 연기금 등 기관투자자의 국내 상장사에 대한 의결권 행사 내역을 조사
- 안건 제안자가 이사회인지 주주인지에 따라 반대 투표의 의미가 정반대로 달라지므로, 안건을 제안자별로 구분해 조사
  - 예컨대, 주주권익 보호를 중시하는 기관투자자는 경영진 제안 안건에 더 많은 반대를, 주주제안 안건에는 더 많은 찬성을 하게 될 가능성이 크기 때문

□ 여러 안전을 묶어 1개 안전으로 상정한 묶음 안전은 개별 안전을 별도 안전으로 간주해 조사·분석(개별 안전 기준)

- 찬반 여부를 묶음 안전이 아닌 개별 안전에 대해서만 공시한 경우 이를 그대로 인정 (아래 기관투자자 1)
- 묶음 안전에 대한 찬반 여부만 공시한 경우 이를 개별 안전 전체에 대한 찬반으로 간주 (아래 기관투자자 2)

<표 1> 공시 내용별 조사 내용·결과(예시)

구분	기관투자자 1	기관투자자 2
묶음 안전	안전 2: 사외이사 선임 (후보1, 후보2, 후보3)	
공시 내용	후보1: 반대 / 후보2: 찬성 / 후보3: 찬성	안전 2: 반대
조사 내용	후보1: 반대 / 후보2: 찬성 / 후보3: 찬성	후보1: 반대 / 후보2: 반대 / 후보3: 반대
조사 결과	반대율 33.3% (1/3)	반대율 100% (3/3)*
주요 사례	다수 집합투자업자(자산운용사, 보험사 등)	연기금, 해외 기관투자자

\* 공시 내용 상으로는 '1개 안전에 1건 반대'지만, 조사 내용 상으로는 '3개 안전에 3건 반대'로 달라짐에 유의

- 이러한 조사방식은 다음과 같은 장점을 가짐
  - 기관투자자 2는 1개 안전에 반대했지만 사실상 후보 1·2·3 모두 반대한 셈이므로, **개별 안전 기준으로 반대율을 계산할 때 반대의 실질적 의미가 명확해짐**
  - 국내 자산운용사·보험회사와 국민연금처럼 **공시 형식이 서로 다른 기관투자자의 의결권 행사 성향을 실질 측면에서 비교 가능**

□ (조사대상) 법규에 따라 내역을 공시한 기관투자자 90개사로서, 공시 대상 주총을 개최한 상장법인은 375개사, 의결권 행사 공시 건수는 2,889건, 안전 수는 19,123건\*(<표 2>)

※ 펀드서비스 등 사무관리회사가 투자회사를 대신하여 공시한 의결권 행사 내역은, 실질적으로 투자회사의 의결권을 행사한 자산운용사 등 기관투자자의 의결권 행사 내역으로 간주해 계산

<표 2> 2013~2015년 의결권 행사 내역 공시현황\*

구분	2013년	2014년	2015년
공시의무 기관투자자	79개사	80개사	90개사
공시대상 상장법인	290개사	331개사	375개사
의결권 행사 공시 건수	2,402건	2,880건	2,889건
의결권 행사 안전 수	15,934건	17,988건	19,123건

\* 2013~2015년 기간 동안 개최한 정기 및 임시 주주총회를 조사 대상으로 하였으며, 사무관리회사의 중복 공시를 제외하였으므로 과거 보도자료와 일부 수치가 일치하지 않을 수 있음

## II 총괄 조사 결과

□ 정기주주총회에서 기관투자자가 반대한 안건 비율은 2013년 0.7%, 2014년 1.5%이며, **2015년도 1.5% 수준에 불과**(<표 3>)

- 이러한 기관투자자의 반대율은 2015년 정기주주총회 안건에 대한 한국기업지배구조원의 반대 권고 비율인 19.4%에 비해 매우 낮은 수준

<표 3> 2013년~2015년 기관투자자 의결권 행사 현황(정기주주총회 한정)\*

행사의견	2013년		2014년		2015년	
	안건 수	비율	안건 수	비율	안건 수	비율
찬성	13,989건	93.5%	15,134건	95.7%	16,645건	91.7%
반대	102건	<b>0.7%</b>	233건	<b>1.5%</b>	279건	<b>1.5%</b>
중립	287건	1.9%	216건	1.3%	213건	1.2%
불행사	627건	4.2%	254건	1.6%	1,103건	6.1%
의결권 행사 안건 수	14,961건		15,703건		18,110건	

\* 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

□ 2015년의 의결권 행사 공시 대상 안건 19,123건을 경영진제안 안건 19,000건과 주주제안 안건 123건으로 구별해 별도 조사한 결과는 다음과 같음

- 주주제안 안건에 대한 반대는 경영진제안 안건에 대한 반대와 주주친화성 측면에서 정반대 성향이므로, 안건 상정 주체를 구분하여 조사를 수행할 필요
- 주주제안에 대한 기관투자자의 찬성률은 58.5%(72건)로 주주제안, 주주관여활동 등이 크게 미흡한 국내 현실을 감안했을 때 낮다고 보기 어려운 수준(<표 4>)

<표 4> 안건 상정 주체별 의결권 행사 현황\*

구분	의결권 행사 안건 수	행사 의견			
		찬성	반대	중립	불행사
경영진 안건	19,000건	17,447건 (91.8%)	<b>318건</b> (1.7%)	233건 (1.2%)	1,155건 (6.1%)
주주제안	123건	<b>72건</b> (58.5%)	49건 (39.8%)	4건 (3.3%)	2건 (1.6%)
계	19,123건	17,519건 (91.6%)	367건 (1.9%)	237건 (1.2%)	1,157건 (6.1%)

\* 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

□ **(참고 1)** 기관투자자는 2015년 말까지의 전체 주주총회에서 19,123개의 안건 중 368개의 안건에 반대하여 1.9%의 반대율을 기록(<표 5>)

- 과거 반대율: 2013년 1.0%, 2014년 2.6%
- 단, 정기주주총회와 임시주주총회를 모두 포함한 연간반대율로 기관투자자의 의결권 행사 성향을 파악하는 것은 실제 성향을 왜곡할 가능성이 있음에 유의

※ 임시주총은 매년 개최 횟수, (반대율이 다를 수밖에 없는) 상정 안건 유형 등이 일정하지 않아 의결권 행사 성향의 연도별 비교가 신뢰성이 높다고 보기 어려움

<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

□ **(참고 2)** 기관투자자별 연간 반대율을 (단순)평균한 값을 구한 결과 2015년 1.2%를 기록 (<표 6>)

- 과거의 단순평균 반대율도 2013년 0.6%, 2014년 1.9%로서 상기와 같이 가중치를 부여해 계산한 값보다 3년 연속으로 더 낮은 수치

<표 6> 경영진 안건에 대한 기관투자자별 평균반대율

구분	2013년	2014년	2015년
기관투자자 수	79개사	80개사	90개사
반대 투표 사례가 있는 기관투자자 수	30개사	35개사	33개사
반대율	0.6%	1.9%	1.2%

\* 기관투자자별 반대율을 단순평균하여 구한 값.

### Ⅲ 상세 조사 결과: 경영진제안 안건에 대한 의결권 행사 내역 분석

#### 1) 업권별 기관투자자 의결권 행사 동향

- 기관투자자를 자산운용사, 보험사, 은행 등 업권별로 구분하여 살펴본 결과
  - 자산운용사의 반대율이 1.8%로 그나마 상대적으로 높았으며, 보험사와 은행의 반대율이 각각 0.7%, 0.4%로 저조(<표 7>)

<표 7> 업권별 기관투자자의 의결권 행사 현황\*

구분	해당 기관투자자 수	전체	찬성	반대	중립	불행사	반대율
자산운용사	60사	16,419	15,113	301	225	822	1.8%
보험사	25사	2,312	2,065	16	8	221	0.7%
은행	5사	269	269	1	0	112	0.4%

\* 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

- 경영진 제안 안건에 한 건이라도 반대한 기관투자자 33사 중 30사가 자산운용사로서 보험사는 외국계 2개사에 불과해 **의결권 행사의 적극성에서 업권별 차이가 큼**
- 의결권을 적극 행사하는 시장의 관행을 조성하는 데는 보험사의 역할이 자산운용사 못지않게 중요하다는 점에서 보험사의 특히 낮은 반대율은 바람직하지 않음
  - 보험사는 자산운용자(asset manager)가 아닌 자산소유자(asset owner)로서 **위탁운용사 선정·관리를 통해 운용사의 의결권 행사에 중요한 영향**을 끼칠 주체이기 때문

#### 2) 개별 기관투자자별 반대율

- 90개 기관투자자 중 경영진제안 안건에 1건 이상의 반대를 한 곳은 33개사뿐이었으며, 나머지 57개사(63.3%)는 반대 의결권 행사가 전무(<표 8>)
- 2015년 가장 많은 수의 반대를 기록한 기관투자자는 외국계인 베어링자산운용 (1,161개 안건 중 82건에 반대)
- 2015년 가장 높은 반대율을 기록한 기관투자자는 독립계 운용사인 트러스트자산운용 (504개 안건 중 78건에 반대, 반대율 15.5%)
- 전체 318건의 반대 중 213건(67.0%)을 5개의 기관투자자가 행사
  - 반대 행사가 있는 35개 기관투자자 중 19개사(54.3%)는 5개 미만의 안건에 반대

<표 8> 경영진 안건에 대한 기관투자자별 반대 현황(반대 건수 기준 내림차순)

순위	기관투자자	전체 안건 수	반대 건수 (반대율)	안건 유형별 반대 건수				
				재무 제표	정관 변경	임원 선임	보수 한도	기타
1	베어링자산운용	1,161	82(7.1%)	-	15	48	18	1
2	트러스트자산운용	504	78(15.5%)	3	5	67	2	1
3	메리츠자산운용	159	24(15.1%)	-	2	20	1	1
4	라자드코리아자산운용	223	15(6.7%)	-	3	5	6	1
5	메트라이프생명보험	504	14(2.8%)	-	1	7	5	1
6	미래에셋자산운용	806	10(1.2%)	-	4	4	1	1
7	슈로더투자신탁운용	303	10(3.3%)	-	2	7	1	-
8	칸서스자산운용	1,475	10(0.7%)	-	-	10	-	-
9	엔에이치씨에이자산운용	273	8(2.9%)	-	2	6	-	-
10	이스트스프링자산운용코리아	149	6(4.0%)	-	2	4	-	-
11	하나유비에스자산운용	496	6(1.2%)	-	-	3	-	3
12	플러스자산운용	241	6(2.5%)	-	-	4	2	-
13	KTB자산운용	327	5(1.5%)	-	-	5	-	-
14	제이피모간자산운용코리아	121	5(4.1%)	1	-	3	1	-
15	에셋플러스자산운용	157	4(2.5%)	-	-	4	-	-
16	한국투자밸류자산운용	615	3(0.5%)	-	-	-	2	1
17	키움투자자산운용	443	3(0.7%)	2	-	1	-	-
18	알리안츠글로벌인베스터스자산운용	72	3(4.2%)	-	-	2	-	1
19	피델리티자산운용	23	3(13%)	-	-	3	-	-
20	마이애셋자산운용	102	3(2.9%)	-	1	2	-	-
21	동양자산운용	257	3(1.2%)	-	1	-	-	2
22	현대자산운용	317	2(0.6%)	-	-	2	-	-
23	신한비엔피파리바자산운용	210	2(1.0%)	-	1	-	1	-
24	브레인자산운용	106	2(1.9%)	1	-	1	-	-
25	알리안츠생명보험	60	2(3.3%)	-	-	2	-	-
26	유경피에스지자산운용	52	2(3.8%)	1	-	1	-	-
27	KB자산운용	759	1(0.1%)	-	1	-	-	-
28	신영자산운용	418	1(0.2%)	-	-	1	-	-
29	한국투자신탁운용	644	1(0.2%)	-	-	1	-	-
30	유리자산운용	320	1(0.3%)	-	-	-	-	1
31	산은자산운용	136	1(0.7%)	-	-	-	1	-
32	국민은행	112	1(0.9%)	-	-	-	-	1
33	한화자산운용	580	1(0.2%)	-	1	-	-	-
	계	12,125	318	8	41	213	41	15

※ 다수 후보 중 임원을 선임하는 경선 안건에서는 모든 주주가 반대 의결권을 반드시 행사할 수밖에 없으므로 이를 제외하지 않으면 반대 의결권 행사의 의미와 해석이 왜곡됨. 상기 결과는 3건의 경선 안건을 포함하나 순위 등 결과에 크게 영향을 미치지 않음

### 3) 기관투자자 유형별 의결권 행사 동향

□ 외국계 기관투자자의 평균 반대율이 5.1%로 금융그룹 또는 기업집단에 속한 기관투자자의 반대율을 현저히 상회(<표 9>)

- 금융그룹이나 기업집단에 속한 기관투자자의 경우 소유관계·사업관계 등 이해상충 문제로 경영진제안 안건에 반대하는 데 소극적일 가능성이 큼
- 독립계 기관투자자의 평균 반대율도 3.4%로 상대적으로 높은 편이나, 반대율이 매우 높은 특정 기관투자자의 영향이 지배적이어서 전반적으로 높다고 보기는 어려움

※ 금융그룹이나 기업집단 소속인 경우 ‘중립’을 행사한 비율이 높는데, 이는 자본시장법 제87조 제2항에 따라 계열회사의 안건에 중립투표를 시행했기 때문(<표 9>)

<표 9> 기관투자자의 소속그룹별(organizational form) 의결권 행사 현황\*

구분	기관투자자 수	전체	찬성	반대	중립	불행사	반대율
외국계	17사	2,556	2,352	130	1	74	5.1%
독립계	22사	3,181	2,943	109	0	129	3.4%
금융그룹 소속	24사	5,516	5,348	46	44	216	0.8%
기업집단 소속	27사	7,747	6,804	33	188	736	0.4%

\* 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

□ 특히, 금융그룹·기업집단에 속한 기관투자자 중 보험사는 반대가 한 건도 없어 의결권 행사에 매우 소극적(<표 10>)

<표 10> 기관투자자의 유형별(설립형태·소속그룹 등) 반대 의결권 행사 현황\*

구분	외국계	독립계	금융그룹소속	기업집단소속
자산운용사	6.2%(8사)	3.5%(21사)	0.9%(13사)	0.5%(18사)
보험사	2.2%(8사)	0.0%(1사)	0.0%(7사)	0.0%(9사)

※ 괄호 안은 해당되는 기관투자자의 수임

### 4) 반대 의결권 행사 내역의 공시 시점

□ 국내 민간 기관투자자는 경영진 안건에 대한 반대가 포함된 의결권 행사 내역을 주주총회 이후로 지연하여 공시하는 경향(<표 11>)

- 특히 기업집단 소속 기관투자자는 반대 의견을 주주총회 전에 공시하는 경우가 극히 드물었으며, 금융그룹 소속이나 독립계 기관투자자 역시 그 비율이 낮음
- 회사는 반대 의견의 사전 공개가 야기할 평판 저하 등 부담이 크므로, 사업관계 등을 고려해야 하는 기관투자자는 회사의 그러한 부담을 무시하기 어려울 가능성이 큼

□ 반면, 외국계 기관투자자는 경영진 안건에 반대한 내역의 주총 전 공시 비율이 41.2%로 상당히 높은데, 이는 외국계의 이해상충 문제가 비교적 낮은 것으로 판단할 수 있는 근거

<표 11> 기관투자자의 소속형태별 의결권 행사 내역 공시시점(경영진제안 반대 공시)

구분	반대가 포함된 공시			전체 공시		
	사전공시	사후공시	소계	사전공시	사후공시	소계
외국계	35(41.2%)	50(58.8%)	85	195(49.9%)	196(50.1%)	391
독립계	8(15.4%)	44(84.6%)	52	136(28%)	350(72%)	486
금융그룹소속	7(26.9%)	19(73.1%)	26	259(31.4%)	568(68.7%)	827
기업집단소속	1(4.5%)	21(95.5%)	22	151(12.8%)	1,028(87.2%)	1179

□ 의결권 행사 내역의 공시 시점이 주주총회일 이후로 늦춰질수록 여러 측면에서 부정적인 영향을 우려하지 않을 수 없음

- 기관투자자의 반대 의견은 **주총을 개최하는 회사의 지배구조에 문제가 있을 가능성이 있다는 신호**로서 다른 주주가 참고할 수 있도록 사전에 공개되는 편이 바람직
- 내역 공개가 지연될수록 **의결권 행사 적정성에 대한 투자자·언론 등의 적시 감시**가 어려워 충실한 의결권 행사를 유도하려는 공시 의무의 취지가 무색해질 우려

### 5) 국내외 주요 연기금의 의결권 행사 동향

□ 국내외 주요연기금은 민간 기관투자자에 비해 경영진제안 안건에 적극적으로 반대하는 경향이 있음을 확인(<표 12>)

- 주요 국내 및 해외 연기금 모두 경영진 안건에 대한 반대율이 평균 10%를 상회

<표 12> 국내외 주요연기금의 의결권 행사 현황(경영진 안건)\*

	의결권 행사 내역					
	구분	전체	찬성	반대	중립	불행사
국내 연기금	공무원연금공단	235	221(94.0%)	9(3.8%)	5(2.1%)	0(0.0%)
	국민연금공단	2,687	2,280(84.9%)	390(14.5%)	0(0.0%)	24(0.9%)
	사학연금공단	412	405(98.3%)	7(1.7%)	0(0.0%)	0(0.0%)
	소계	3,334	2,906(87.2%)	<b>406(12.2%)</b>	5(0.1%)	24(0.7%)
해외 연기금	APG	1,042	600(57.6%)	218(20.8%)	0(0.0%)	224(21.6%)
	CalPERS	1,729	1528(88.4%)	201(11.6%)	0(0.0%)	0(0.0%)
	CPPIB	897	850(94.8%)	45(4.9%)	0(0.0%)	2(0.2%)
	NBIM	2,038	1842(90.4%)	161(7.9%)	0(0.0%)	35(1.7%)
	소계	5,706	4,820(84.5%)	<b>625(11.0%)</b>	0(0.0%)	261(4.6%)

\* 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

\*\* 네덜란드연기금(APG), 캘리포니아공무원연금(CalPERS), 캐나다연기금(CPPIB), 노르웨이연기금(NBIM)

## 6) 안건 유형별 반대 비중

- 경영진제안 안건 유형별로 반대 현황을 살펴보면, 사외이사·감사(위원)·사내이사 등 임원 선임에 대한 반대가 각각 전체의 30.2%, 25.2%, 11.9%로서 높은 비중(<표 13>)
- 이어 임원보수 한도 승인 안건과 정관변경 안건에 대한 반대도 각각 12.9%, 12.9%로 여타 안건에 비해 비중이 높은 상황

<표 13> 경영진 안건에 대한 안건 유형별 반대 건수 및 비중

구분	재무제표 (이익배당)	정관 변경	임원 선임			임원 보수*2	기타			계
			사내 이사*1	사외 이사	감사 (위원)		퇴직금 지급규정	분할 및 합병	기타*3	
반대 건수	8건	41건	37건	96건	80건	41건	5건	6건	4건	318
비중	2.5%	12.9%	11.6%	30.2%	25.2%	12.9%	1.6%	1.9%	1.3%	100.0%

\*1 기타비상무이사를 포함함

\*2 이사보수한도 승인 및 감사보수한도 승인 안건임

\*3 사업의 양수도, 포괄적 주식교환, 준비금 감소 등임

## IV 요약 및 시사점

- **의결권 행사 충실의무를 자본시장법에 명시하는 등 민간 기관투자자의 의결권 행사 강화를 위한 조치 이후 2년 이상 지났지만, 의결권 행사는 대부분 여전히 형식적인 상황**
  - 법 개정의 실효성을 점검하고, 이를 토대로 의결권 행사의 충실화를 효과적으로 도모할 방안으로서 추가 법령 개정이나 스튜어드십 코드 도입·시행을 적극 추진할 필요
  - 특히, 스튜어드십 코드의 세부원칙 5(“의결권 행사 정책 제정·공개 및 행사현황 공개”)가 의결권 행사 관행의 자율적·실질적 변화를 촉진하도록 세부내용을 정하는 방안 검토
- 외국계를 제외한 독립계, 금융그룹·기업집단 소속 기관투자자의 반대율이 특히 낮은 것은 소유·거래 관계에 따른 이해상충의 부정적 영향 때문일 가능성이 큼
  - 향후에 의결권 행사의 충실화를 도모하는 방안에는 의결권 행사 시 부딪힐 **이해상충 문제를 효과적으로 완화할 수단을 포함**시킬 필요
  - 구체적으로 이해상충 방지정책 제정·공개, 이해상충 방지를 위한 권한·책임 명확화, 이해상충 점검과 세부 대응방안 공개, 의결권 행사 가이드라인 공개, 외부 전문기관의 자문서비스 활용 등 방안을 고려
- 국내 및 해외 공적 연기금 등 기관투자자는 자산운용사, 보험사 등 민간 기관투자자에 비해 반대 건수와 반대율이 상당히 높은 수준
  - 이는 국내외를 불문하고 공적 연기금이 중장기 관점에서 수익자의 이익을 최우선하는 자산운용 및 의결권 행사 등 주주활동 원칙을 마련하고 지키는 데서 궁극적으로 기인
  - 특히 해외의 주요 공적 연기금은 **주주활동을 강조하는 국제 책임투자원칙(PRI)\* 또는 각국 스튜어드십 코드에 가입해 세부 원칙을 실행**함으로써 수탁자 책임을 충실히 이행
    - ※ 투자의 전 과정에서 환경(E)·사회(S)·지배구조(G)를 고려하며, 적극적 소유자(active ownership)로서 주주활동을 강조하는 책임투자(responsible investment)의 국제적 확산을 도모하는 국제기구
  - 구체적으로는 의결권 정책과 세부지침 마련·공개, 내부 전담 조직 설치와 인력 배치, 엄격한 위탁사 선정·관리\*, 외부 자문기관 활용 등에서 공통점
    - ※ 선진국에서는 대개 연기금이 자산운용을 외부위탁하면서 의결권·주주권 행사도 위탁하는 경우가 많아 의결권·주주권을 충실히 행사하는지 여부가 위탁사 선정의 주요 기준

□ 국내 보험사의 의결권 행사는 운용사보다 더 형식적인 수준이어서 적극적 의결권 행사를 지향하는 자본시장 관행의 정착을 위해 보험사가 보다 적극적인 역할을 수행할 필요

○ 책임투자원칙이나 스튜어드십 코드 가입, 엄격한 위탁운용사 선정·관리 등을 통해 **보험사가 운용사의 효과적인 의결권 행사를 유도·촉구하는 역할**을 하는 편이 바람직

※ 책임투자원칙, 스튜어드십 코드 외에 최근에는 보험사가 자산운용은 물론 사업영역 전반에서 ESG를 더 적극 고려할 것을 촉구하는 국제적 움직임으로서 UN 주도의 지속가능보험원칙 (Principles for Sustainable Insurance)이 2012년 발족해 국제적으로 활동 중

□ 국내 민간 기관투자자는 반대 의견을 주로 주주총회 이후에 공시하는데, 이는 반대 의견의 사전 공시가 야기할 대상회사 경영진의 부담 상승과 이로 인한 사업관계 악화 등 여지를 피하려는 의도일 가능성

○ 최근, 의결권 행사 내역의 공시 기한이 주총 이후 5일 이내에서 매년 4월30일까지로 크게 늦춰진 점과 맞물려서 기관투자자가 주총일 즈음에 해당 내역을 공시하고, 이를 투자자·언론이 감시함으로써 의결권 행사의 내실화를 도모하기가 더욱 어려워질 우려

○ 반대 의견의 사전 공시 기피, 공시 기한 연장 등으로 공시 확대와 감시 강화에 따른 의결권 행사의 충실화 효과를 기대하기 어려워진 만큼 다른 보완책을 강구할 필요

○ 공시 기한이 연장된 만큼 의결권 행사 **가이드라인 공개, 행사 내역 의무공시 범위\* 확대, 찬·반 상세 사유 및 반대 근거지침 공개 등 공시의 양·질을 제고**하는 보완방안을 고려

※ “각 집합투자기구 자산총액의 5% 또는 100억 원 이상을 소유한 주식을 발행한 법인”에 한정 (자본시장법 시행령 제90조)

이상.

※ 담당부서 및 담당자 : 조사연구팀 송민경 연구위원 (02-3775-3811, mksong@cgs.or.kr)  
Proxy팀 이수원 연구원 (02-3775-3781, swlee@cgs.or.kr )