

보 도 일 자

2011. 12. 1. (목) 13:30부터

2011 CGS 국제 심포지엄 개최
- 수탁자 자본주의와 주주권 -

- 한국기업지배구조원(KCGS, 원장 姜柄皓)은 2011년 12월 1일(목) 한국거래소 국제회의장에서 “수탁자 자본주의와 주주권”이라는 주제로 국제 심포지엄을 개최함

- 행사 개요
 - 일시 : 2011년 12월 1일(목) 13:30-17:30
 - 장소 : 한국거래소, 국제회의장
 - 주최 : 한국기업지배구조원
 - 후원 : 한국거래소

- 본 국제 심포지엄에서는 수탁자로서 국내외 기관투자자의 역할에 관해 발표하고 주주권 행사 활성화 방안 등에 대해 활발한 논의가 이루어졌음

- 오프닝 세션에서는 외환위기 당시 지배구조 개혁을 주도했던 이현재 전 부총리 겸 재경부 장관(현 한국이사협회 명예회장)이 그에 대한 소회를 밝히고 한국 기업지배구조의 문제점 및 개혁 방안에 관해 발표하였음

- ‘수탁자 자본주의와 기관투자자의 역할’이라는 제목의 세션 1에서는 세인트 메리 대학(Saint Mary’s College of California)의 제임스 P. 하월리 (James P. Hawley) 교수가 기업지배구조에 있어 기관투자자의 역할 및 과제에 관한 연구 내용을 발표하였으며, 고려대학교의 박경서 교수가 한국의 기업지배구조와 기관투자자의 역할에 대하여 발표하였음

- 제임스 P. 하월리(James P. Hawley) 교수는 보편적 소유자(Universal Owner)로서 장기적 관점에서 투자수익에 접근하는 기관투자자의 특성 및 개념을 소개하고, 수탁자 자본주의하에서 이들이 기업지배구조에 끼치는 영향을 설명하였음
- 박경서 교수는 다양한 한국의 기업지배구조 특성 및 수동적인 기관투자자의 현실 등을 지적하고, 향후 특히 국민연금을 비롯한 기관투자자의 역할을 강화하기 위한 방안을 제시하였음
- 세션 2에서는 ‘주주권 행사를 위한 의안분석 서비스 활성화 방안’이라는 주제 하에 세계적 주총 안전 분석 및 기관투자자 자문기관인 글래스 루이스 앤코(Glass, Lewis & Co., LLC)의 로버트 맥코믹(Robert McCormick) CPO(Chief Policy Officer)가 최근 의안 분석 서비스 관련 동향과 한국에의 시사점에 대해 발표하고, 서울대학교의 정순섭 교수가 주주권 행사와 집합투자업자의 충실의무에 관하여 발표하였음
- 로버트 맥코믹(Robert McCormick) CPO는 기관투자자들을 지원하는 의안 분석서비스 기관의 역할 및 미국과 유럽 등의 규제동향을 설명하고, 한국 기업들을 대상으로 기관투자자들의 주주권 행사 활성화를 위한 권고안을 제시하였음
- 정순섭 교수는 집합투자업자의 의결권 행사가 갖는 중요성과 의의를 설명하고 관련 현행 자본시장법 규정 및 국내 의결권 행사의 실태를 제시한 후에, 최근 입법예고된 개정 자본시장법상 의결권 행사시 충실의무 규정을 소개하고 의결권행사 활성화를 위한 과제를 제시하였음

[붙임 1] 심포지엄 세부 프로그램

[붙임 2] 이헌재 전 부총리 겸 재경부 장관 기조연설

[붙임 3] 심포지엄 주제 발표 요약. 끝.

※ 담당부서 및 담당자 : 조사연구팀 김아리 연구위원 (3775-3743, arikim@cgs.or.kr)

임경인 연구원 (3775-3722, kilim@cgs.or.kr)

2011 CGS 국제 심포지엄 프로그램

□ 행사 개요

- 일시: 2011년 12월 1일(목) 13:30-17:30
- 장소: 한국거래소, 국제회의장
- 주최: 한국기업지배구조원
- 후원: 한국거래소

시간	발표주제(안)	비고
13:30~13:35(5분)	개회사	강병호 원장
13:35~13:45(10분)	축사 I	김석동 금융위원장
13:45~13:50(5분)	축사 II	김봉수 KRX 이사장
13:50~14:10(20분)	기조연설	이헌재 전 부총리
사회: 남상구 교수(고려대)		
세션 1: 수탁자 자본주의와 기관투자자의 역할		
14:10~14:40(30분)	기업지배구조: 기관투자자의 역할 및 과제	James P. Hawley (Saint Mary's College of California)
14:40~15:10(30분)	한국의 기업지배구조와 기관투자자의 역할	박경서 교수(고려대)
15:10~15:30(20분)	Coffee Break	
세션 2: 주주권 행사를 위한 의안분석 서비스 활성화 방안		
15:30~16:00(30분)	의안분석서비스 동향 및 한국에의 시사점	Robert McCormick (Glass Lewis&Co.,LLC)
16:00~16:30(30분)	주주권과 집합투자업자의 신인의무	정순섭 교수(서울대)
16:30~17:10(40분)	패널 토론(4명) 김우찬 교수(KDI), 권대영 과장(금융위원회 자산운용과), 최현만 부회장(미래에셋증권), 정규재 실장(한국경제 논설위원실)	
17:10~17:30(20분)	질의 및 응답	
17:30~	만찬(발표자, 토론자, 내빈 등)	

2011 CGS 국제 심포지엄 기조연설

한국이사협회 명예회장 이 현 재

먼저 한국지배구조원의 국제심포지엄 개최를 진심으로 축하드립니다. 제가 공직을 수행하거나 한국이사협회를 설립하면서 품었던 주된 관심사의 하나는 바로 지배구조의 개혁이었습니다. 그렇기에 한국지배구조원이 주최한 이번 국제심포지엄의 기조연설을 위해 이 자리에 서니 기쁜 마음이 들기도 합니다. 이번 국제심포지엄을 계기로 우리 사회가 진지하게 담론화해야 할 지배구조 상의 중요한 현안에 대하여 제 생각을 말씀드리고자 합니다.

지난 10여년 간 한국에서는 영어의 거버넌스(governance)를 ‘지배구조’라고 표현해 왔습니다. 그러나 거버넌스에는 여러 가지 정의가 있습니다. 옥스퍼드 영어사전에서는 거버넌스를 “통치(統治)의 행위와 방법 또는 사실”(The action, manner, or fact of governing; government.)이라고 정의하고 있습니다. 거버넌스의 여러 가지 정의에 명시적, 묵시적으로 공통된 요소는 “게임의 룰”과 “플레이어들 간의 관계”라고 할 수 있습니다. 오늘 제 말씀에서 광의의 거버넌스는 번역어 대신에 그냥 거버넌스라 칭하고, corporate governance와 같이 우리에게 이미 익숙한 협의의 거버넌스는 지배구조라 칭하도록 하겠습니다.

거버넌스 위기의 시대

21세기에 들어와 기존의 거버넌스 체제는 심각한 위기에 직면하고 있습니다. 이제 거버넌스의 개혁은 21세기의 가장 중요한 담론이 되었습니다. 거버넌스 위기의 실상은 무엇이며, 거버넌스의 개혁은 왜 그토록 중요할까요?

거버넌스의 대상이 되는 단위는 세계(Globe), 지역(Region), 국가(Nation), 조직(Organization)의 네 가지입니다. 거버넌스의 위기는 이네개의 단위 모두에서 발생하고 있습니다. 그리고 이 위기는 글로벌화와 정보통신의 혁명이 사회변혁을 초래하고 있지만 기존의 거버넌스 체제는 이 변혁을 수용하지 못하기 때문에 발생하고 있습니다.

2008년에 시작된 글로벌 금융위기도 세계를 효과적으로 지배하는 거버넌스의 부재에서

비롯되었다는 인식도 있습니다. 글로벌화로 시장은 통합되었지만, 시장을 규율하는 ‘게임의 법칙’을 만드는 세계정부가 없어 시장이 무질서한 정글이 되어 버린 결과로 글로벌 경제위기가 초래되었다는 것입니다. 하버드 대학의 Dani Rodrik 교수는 금년에 출간한 책, *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*에서 “민주주의, 국가의 자주(自主), 경제의 글로벌화, 이 세 가지를 동시에 추구하는 것은 불가능하다”고까지 역설하고 있습니다. 유럽의 27개국이 참여하고 있는 유럽연합(EU)도 비록 정치적, 경제적으로 통합을 하였지만 개별 국가가 정치적 자주권을 행사하는 불완전한 통합의 거버넌스 구조로 인하여 그리스를 포함한 몇 개 나라의 재정위기가 유럽 전체의 위기로 과급되고 있으며, 전 세계 경제의 미래에 암울한 그림자를 던지고 있습니다.

대부분의 개별 국가도 거버넌스의 위기를 경험하고 있습니다. 소득수준의 향상, 인구의 도시집중과 이동성(mobility)의 증가, IT 기술의 발달로 인한 통신수단의 다양화와 사회적 네트워크의 확산이 초래하는 대변혁은 중앙정부, 지방정부, 민간부분, 시민사회 등 각 부분의 역할과 이들 간의 관계에서도 변화를 요구하고 있습니다. 그러나 사회 각 부분의 역할과 관계는 다분히 경로의존적(path-dependent)이어서 대변혁을 수용하기에 필요한 적절한 속도로 변화하지 못하고 있는 것이 현실입니다. 이러한 현상은 중국을 포함한 신흥국가(emerging countries)들은 물론 서양의 선진국들에서도 예외 없이 일어나고 있습니다. 정치인, 엘리트 관료, 기업가, 언론인들이 오랫동안 이해관계자 집단에 포획되어 공익(公益)보다는 사익(私益)을 더 중시한 결과 새로운 사회에 적합한 거버넌스 체제는 만들어지지 않고 있습니다.

오늘 국제심포지움의 주제인 기업의 거버넌스, 즉 기업지배구조도 위기를 맞이하고 있습니다. 미국도 엔론의 극적인 파산 이후에 기업지배구조를 개선하는 노력을 기울였지만, 리만브라더스로 상징되는 ‘금융의 타락’ 현상을 방지하지 못했습니다. 미국에서 촉발된 금융에 대한 분노 (Occupy Wall Street) 현상은 전 세계적으로 과급되고 있는데, 크게는 자본주의 체제에 대한 도전이고 작게는 기업지배구조에 대한 불신 운동입니다. 이제 논의의 대상을 좁혀 한국의 기업지배구조 문제의 중요한 현안과 이러한 현안 문제의 해결을 위한 기관투자자의 역할에 대한 제 의견을 말씀드리고자 합니다.

한국 기업지배구조의 핵심 과제

시장이란 늘 변화, 발전하는 것이고, 그에 따라 기업지배구조 역시 변해나갑니다. 한국의 기업들은 외환위기가 일어났던 1997년 이후 거래투명성과 회계투명성에서 획기적인 변화와 발전을 거듭하여 왔습니다. 그러나 최근 사회적 문제로 크게 부가된 재벌의 ‘일

감 몰아주기' 문제에서 볼 수 있듯이 투명성 측면에서 아직도 갈 길이 많은 것도 사실입니다. 아울러 역사가 오래된 대기업의 '경영권 세습'을 포함한 경영권 승계 문제도 한국 사회가 극복해야 할 중대한 지배구조의 문제로 대두되고 있습니다. 부당한 내부 거래를 방지하면 부적절한 경영권 승계도 억제되기 때문에 내부거래와 경영권 승계는 서로 연결되어 있는 문제이고 우리 사회가 반드시 해결해야 할 중요한 문제라는 공통점이 있습니다.

특수관계인과의 내부거래 문제

기업은 여러 종류의 이해관계자들로부터 계약을 통해 자원을 공급 받고 그 대가를 지급합니다. 그러므로 기업의 실체는 이해관계자들 간의 복합적인 계약 관계라고 할 수 있으며, 회사법을 포함한 관련 법령은 이해관계자들 간의 공정한 계약과 계약의 준수를 강제함으로써 효율적이고 활발한 기업 활동의 기반을 제공하는 제도적 장치입니다. 그러나 한국에서는 법령 자체를 위반하거나 법령의 취지에 어긋나는 불공정한 거래가 다반사로 일어나고 있으며, 이러한 거래 중에서 가장 심각한 유형이 계열사에 일감 몰아주기와 같은 특수관계인과의 불공정한 거래입니다.

특히 재벌의 경우 지배주주 가족이 직접 소유한 비상장 계열사에 여타 계열사의 일감을 몰아주는 관행은 심각한 문제를 초래합니다. 총수가족이 직접 소유한 계열사에 상장 계열사가 비싼 가격으로 재화나 용역을 공급하는 예를 들어 보겠습니다. 이 경우 가족이 직접 소유한 계열사는, 한편으로는 상장회사 주주이익의 침해로 막대한 이익을 실현하고, 다른 한편으로는 내부거래에서 충분히 확보한 이윤을 무기로 비계열사와의 거래에서는 가격덤핑을 하여 재벌 계열사와 경쟁하는 독립기업의 기반을 침해하는 결과가 나타납니다.

한국에서 재벌과 중첩되는 사업을 하는 중소기업이 중견기업으로, 그 다음에는 대기업으로 성장하지 못하는 배경에는 재벌 대기업의 불공정한 내부거래가 핵심으로 자리 잡고 있다고 생각합니다. 미국에서는 부자의 80%가 자수성가한 부자이고 20%만이 세습 부자이지만, 한국에서는 불과 20%만이 자수성가한 부자이고 80%는 세습부자라는 사실도 대기업의 불공정한 내부거래 관행과 무관하지 않을 것입니다. 이러한 현상은 한국 경제의 역동성이 낮고 공정한 경쟁을 통한 '창조적 파괴'가 활발하게 일어나지 못하고 있다는 증거라고 할 수 있습니다.

대기업의 경영권 승계 문제

한국의 대기업은 본질적인 변화 과정을 거치고 있습니다. 첫째로, 창업 2세, 3세로 내

려가면서 창업지분은 희석되고, 자본의 한계를 시장조달에 의존하여 극복하게 되면서 공개기업화 되어가고 있습니다. 즉, 창업소유기업들이 유기적 성장과 승계를 거치는 과정에서 다중소유에 의한 시장기업화가 진행되고 있기 때문입니다. 둘째로, 국가발전 초기에 정부소유 내지 공공부문에 속했던 공기업들이 시장소유체제로 전환되는 과정에 있습니다.

“카이사르의 것은 카이사르에게, 하나님의 것은 하나님에게”(마르코 12:17)라는 성경 구절처럼, 경영권은 경영을 가장 잘 할 수 있는 경영자에게 승계되어야 합니다. 이 점은 창업소유기업이든 민영화된 기업이든 불문하고 대기업이 경제에 미치는 영향이 막대하기 때문이고, 또 그렇게 해야 경영권 승계를 시장과 사회가 수용할 것이기 때문입니다. 그러나 한국에서는 소수지분만을 보유하면서 순환출자를 통해 지배권을 강화한 창업소유가족들이 경영능력이 의심되는 3,4세에게 경영권을 세습하는 관행이 지속되고 있으며, 민영화된 대형 상장기업의 경우에도 경영 외적인 요소에 영향을 받아 경영권이 승계되는 경우가 발생하고 있습니다.

소수지분으로 지배권을 행사하는 창업 2, 3세 CEO나 민영화된 전문경영 기업의 CEO는 절대적인 소유지분을 갖고 있는 CEO에 비해서 특별한 리더십 능력을 보유하고 발휘해야 합니다. 시장과 끊임없이 대화를 하면서 회사를 이끌어 가려면 단순한 사업가의 능력이나 경영자의 능력뿐만 아니라 리더의 능력이 필요하다고 봅니다. 특히 소유지분이 지극히 낮거나 없는 CEO의 경영권이 종업원이나 채권자 등 이해관계자들, 나아가 사회로부터 그 권위를 인정받을 수 있으려면, CEO가 개인의 단기적인 사익보다는 회사와 사회의 장기적인 공익을 우선시하는 진정한 리더의 모습을 보여야 할 것입니다.

한국의 기업지배구조 개혁 방안

이미 지적한 바와 같이 특수관계인과의 불공정한 내부거래를 방지하고 부적절한 경영권 승계를 억제하는 것은 한국 기업지배구조 개혁의 핵심 과제이며, 서로 연결되어 있는 사안입니다. 부당한 내부거래를 방지하는 수단은 투명성을 강화하여 시장기능을 정상화하는 것과 징벌적 처벌을 강화하는 것입니다.

이사회와 정보공시는 시장기능 정상화의 핵심

투명성을 높이기 위해서는 내부거래에 대한 이사회의 책임을 강화하고, 공시를 현재처럼 형식적으로 하는 관행에서 탈피하여 실효성 있게 할 필요가 있습니다. 특히 사외이사가 중심이 되는 내부거래위원회가 전문가의 도움을 받아 내부거래 승인을 위한 심의

를 철저히 하고, 그 공시 내용에 대해서도 내부거래위원회가 책임을 지도록 할 필요가 있습니다.

이사회에 대한 믿음과 이사회 승인 결정에 대한 실효성 있는 공시는 시장기능을 통한 부당한 내부거래를 방지의 요체입니다. 핵심은 역시 이사회이고 사외이사의 역할입니다. 이사회가 제대로 기능을 하려면 사외이사의 독립성과 전문성이 확립되어야 하는데, 이러한 관점에서 최근 사외이사직을 소일거리나 용돈 마련하는 수단으로 여기는 사회 일각의 잘못된 인식을 척결하는 것이 반드시 필요합니다. 아울러 정보공시의 폭을 넓히는 것도 생각해 볼 필요가 있습니다. 특히 계열사와의 거래가 일정 비율 이상, 예컨대 20% 이상이면 계열사 거래와 비계열사 거래에 대하여 구분회계를 하고 그 내용을 공시토록 의무화하면 계열사 거래에서 얻은 이익을 기반으로 비계열사와의 거래에서 가격 덤핑을 하는 불공정한 내부거래 관행을 억제하는 효과가 있을 것입니다.

징벌적 처벌 강화

자본주의와 주식회사 제도가 제대로 작동하려면 시장과 정부는 상호보완적인 기능을 수행해야 합니다. 정부는 시장이 건전하게 작동하도록 게임의 룰을 정하고, 게임의 룰을 어기는 경제 주체에 대한 징벌적 처벌을 통해 부당한 내부거래와 같은 반칙을 사전 예방해야 합니다. 그러나 우리나라에서는 선진국과 달리 기업의 불법행위에 대한 입증 책임을 지나치게 이해관계자에게 지우고 있어 피해자가 소송을 통해 구제 받는 것이 어렵습니다. 불법행위의 증거가 있더라도 경제사범에 대한 징벌이 선진국에 비해 지나치게 관대한 측면도 있습니다. 그러므로 시장기능을 강화하는 노력에 더하여 징벌적 처벌을 강화하는 정부의 노력도 강화해야 하겠습니다.

경영권 승계의 새로운 기준이 필요

부당한 내부거래가 척결되면 능력 없는 3,4세가 부당하게 취한 이윤으로 지분을 확대하여 대기업을 지배하는 문제는 어느 정도 완화될 것입니다. 그러나 광범위하게 허용되는 순환출자를 통해 소수지분으로 대기업을 지배하는 것이 가능하므로 부적절한 3,4세가 경영권을 승계하는 관행을 방지할 장치는 여전히 필요합니다. 대기업 경영권 승계의 문제는 가능하면 '시장적 해법'을 통해 해결하는 것이 바람직합니다. 시장적 해법을 통해 최적의 경영자에게 경영권을 승계하는 것 역시 핵심은 주주 집단의 이익 보호 인센티브가 가장 강한 기관투자자가 적극적인 주주권을 행사하는 것이라 생각합니다.

거버넌스의 새로운 패러다임 필요

정치, 사회, 경제의 환경이 급격하게 변화하는 시대에 맞추어 “게임의 룰”과 “플레이어들 간의 관계”를 설정하는 거버넌스 체제도 변화해야 합니다. 한국의 대기업들은 개발 시대에는 개인기업의 성격이 강했으나 이제는 다중소유에 의한 시장기업으로 바뀌었습니다. 민주주의가 발전하면서 국민들의 공정성에 대한 잣대도 높아졌습니다. 불공정한 과거의 관행을 지속하는 기업은 궁극적으로 국민과 시장으로부터 외면 받고, 자신들의 경쟁력과 국가의 경쟁력을 약화시킬 것입니다.

이제 기업을 개인의 사익이나 단순히 주주 집단의 이익을 극대화하는 수단으로 인식하기보다는 기업 이해관계자 전체의 공동이익을 추구하는 수단으로 생각하는 것이 중요합니다. 이를 위해 대기업의 지배주주는 자신의 이익을 위해 제도를 남용하고, 사외이사는 기업 내부의 감시자 역할과 책임을 가버리 하고, 종업원은 지나치게 단기적인 이익 추구에 몰두하고, 정부는 법률을 느슨하게 집행하는 과거의 관행에서 과감하게 벗어나야 할 것입니다.

마지막으로 주식시장의 기관화로 시장을 사실상 ‘지배’하는 힘을 갖게 된 기관투자자는 기업을 감시할 인센티브가 가장 강한 투자자입니다. 기관투자자들이 이사의 선임, 이사회 결정, 정보공시, 경영권 승계 등 중요한 기업 행위의 적합성에 대해 감시하고 적극적으로 의견을 표시하는 관행을 만들어 나갈 필요가 있습니다.

심포지엄 주제 발표 요약

세션 1: 수탁자 자본주의와 기관투자자의 역할

[제 1주제 발표] 기업지배구조: 기관투자자의 역할 및 과제

James P. Hawley, Professor
(Saint Mary's College of California)

제임스 P. 하월리(James P. Hawley) 세인트 메리 대학교(Saint Mary's College of California)교수는 보편적 소유자(Universal Owner)로서 기관투자자의 특성 및 개념에 대하여 소개하면서 수탁자 자본주의하에서 이들이 기업지배구조에 미치는 영향에 대하여 발표하였다.

하월리 교수의 발표에 따르면 경제 전반에 걸쳐 투자 포트폴리오를 보유한 보편적 소유자(Universal Owner)는 장기적 관점에서 이들의 투자수익은 전반적 경제 상황에 의해 결정되며, 그들의 포트폴리오는 직접 투자하지 않는 기업에게도 긍정적 또는 부정적 영향력을 행사할 수 있는 외부효과(externality)특성을 지니고 있다. 또한 대부분의 보편적 소유자는 지수 포트폴리오로 운영되며, 규모의 대형화로 인해 포트폴리오 간 서로 흡사한 특성으로 인하여 지분 매각시 시장 혼란을 야기하게 된다. 이에 결과적으로 보편적 소유자들은 지분을 매각하는 대신 기업에 영향력을 행사하는 방법으로 기업지배구조 행동주의(corporate governance activism)를 활용하게 된다.

그리하여 글로벌 기업지배구조의 첫 번째 단계에서는 책임성에 초점을 맞추어 완전하지는 않더라도 CEO의 성과에 연동된 보수지급, 이사회 독립성 등과 같이 지속적으로 발전하는 특성을 지니며 투명성에 있어서도 일부 발전된 모습을 보인다. 글로벌 기업지배구조의 두 번째 단계에서는 책임성을 포함하나 투명성에 더욱 초점이 맞추어져 E(Environment, 환경), S(Social, 사회), G(Governance, 지배구조) 요소와 사회책임투자원칙 등을 포함한다. 마지막으로 글로벌 기업지배구조의 세 번째 단계는 최근 금융위기 이후 부각되는 기준으로서 지속 가능한 경제에 대하여 고려하며, 이를

위해 국내외적으로 금융부문의 올바른(proper) 역할과 이를 위해 보편적 소유자가 할 수 있는 일에 대한 관심이 높아지게 되는 것이다.

이에 궁극적으로 하월리 교수는 이와 같은 보편적 소유자 관점이 책임투자 (Responsible Investment) 사례의 확산에 기여함을 언급하며, 한국의 국민연금 또한 보편적 소유자로서 역할을 할 수 있음을 제시하였다.

[제 2주제 발표] 한국의 기업지배구조와 기관투자자의 역할

박경서 교수

(고려대학교)

박경서 고려대학교 교수는 우리나라 기업의 지배구조 현황 및 문제점을 제시하면서 이를 개선하는 하나의 방안으로 기관투자자의 역할을 강조하였다.

박교수의 발표에 따르면 우리나라 기업지배구조의 대표적인 특징으로 지배주주의 존재, 경영권의 가족 승계 및 복잡한 소유구조 등을 꼽을 수 있다. 상장기업의 91%에서 지배주주가 존재하고 있으며, 대규모기업집단의 경우에는 피라미드 소유구조 또는 순환출자를 통한 복잡한 소유구조를 통해 지배주주가 실제 보유 지분보다 훨씬 많은 의결권을 행사하고 있다. 이러한 소유지배구조 하에서 지배주주에 의한 터널링, 회사기회의 유용, 특수관계인과의 거래 등과 같은 문제점이 매년 나타나고 있는데, 그 결과로 우리나라에서는 전문경영인에 비해 지배주주가 경영하는 기업의 가치가 낮게 평가되고 있으며, 또한 소액주주들의 이익이 잘 보호되지 못하고 있는 것이 사실이다.

이러한 문제점을 개선하여 기업가치를 제고하고자 내부지배구조 메커니즘으로 사외이사 제도를 도입하였지만, 사외이사들의 독립성과 전문성이 부족하다는 문제점이 지적되면서 논란의 대상이 되고 있다. 이와 함께 외부지배구조 메커니즘의 하나인 적대적 M&A도 시장에서 활성화되지 못하고 있으며, 기관투자자도 제 역할을 못하고 있는 실정이다.

기관투자자의 경우 소유 및 사업 관계로 인해 기업과의 관계에서 이해가 상충되는 경우가 많으며, 심지어 기관투자자가 기업집단의 자회사인 경우에 지배주주의 이익을 위해 행동하는 경우도 있었다. 또한 우리 시장에서는 기관투자자의 적극적인 역할을 보조할 수 있는 외부의 전문기관이 부재하여 소규모 기관투자자의 경우 적극적으로 기업을 감시하기에 상당한 비용이 수반된다. 이로 인해 기관투자자들은 기업감시에 소극

적일 수밖에 없었다.

한편 일반 기관투자자와 달리 국민연금의 경우에는 상대적으로 기업과의 관계에서 독립적이고, 기금의 상당한 규모로 인해 단순히 Wall Street 룰을 따르기에는 무리가 있으며, 또한 기금 규모로 보아 기업감시에 수반되는 비용을 충분히 부담할 여유가 있다. 이에 따라 국민연금은 기업을 감시할 유인이 상대적으로 커 기업감시에 적극적인 역할을 수행하여 수탁자의 충실의무를 다할 수 있을 것으로 평가받고 있지만, 아직까지는 그렇지 못한 실정이다. 국민연금이 의결권 행사를 비롯한 주주권 행사에 상당히 소극적으로 임하고 있는 배경에는 기금운용위원회와 의결권행사위원회 등의 지배구조 문제, 연금사회주의 및 관치 등과 같은 여론의 부정적 인식, 주총의안을 충분히 분석하기에 부족한 인력 및 단기 성과평가로 인한 펀드매니저의 보상체계 문제 등이 있다.

이에 박교수는 상기와 같은 문제점을 해소하여 국민연금을 비롯한 기관투자자들이 기업의 감시자로서 기업가치를 제고하고 동시에 투자자산의 수익률을 제고하는 몇 가지 방안을 제시하였다. 구체적으로 외국 연기금 및 전문 기관과의 협력과 주주협의회 구성 및 협력 등을 통해 기업지배구조 이슈에 관하여 공동으로 대응하는 방안, 의안분석 서비스를 제공하는 외부 기관을 적극적으로 활용하는 방안, 지배구조 펀드의 외부 위탁을 증대하는 방안, 펀드매니저의 장기 성과평가 시스템을 도입하는 방안, 지배구조 이슈와 관련된 내부 직원을 충원하고 역량을 강화하는 방안, 주주권행사 시 단계별로 명확한 가이드라인을 설정하는 방안, 포커스 리스트 작성, 경영진과의 대화 실시, 주주 제안 실시, 필요시 소송 등의 순서와 같이 기업감시를 위해 단순하고 용이한 방법부터 시작하는 방안 등이 제시되었다.

세션 2: 주주권 행사를 위한 의안분석 서비스 활성화 방안

[제 3주제 발표] 의안분석 서비스 동향 및 한국에의 시사점

Robert McCormick, Chief Policy Officer

(Glass, Lewis & Co., LLC)

주주총회 의안을 연구, 분석하여 권고안을 제시하는 것이 의결권 자문업자의 역할이다. 이들이 정보와 조언을 제공함으로써 기관투자자는 짧은 시간에 수많은 주총 안건에 투표하거나 자신의 분석을 보충할 수 있고, 경영관여 활동에 활용할 수도 있다. 주요 고객들은 연기금, 투자회사 및 헤지펀드와 같은 기관투자자다.

기관투자자는 대부분 자체 의결권 행사 지침을 보유하고 있다. 기관투자자들은 대개 자문업자를 이용하여 의결권 정책을 이행한다. 소규모 고객은 보통 자문업자의 권고안을 따른다. 미국 같은 국가는 기관투자자에 의결권 행사를 요구하지만, 영국·호주·네덜란드 등의 기관투자자는 선택 가능하다. 기관들은 투자자 이익을 극대화함으로써 수탁자 책임을 이행하는데, 그 중요한 수단이 의결권 행사다.

의결권 자문업자는 이해상충, 연구의 질, 투명성 등에 관하여 감독기관의 규제를 받는다. 주요 규제·감독기관으로는 SEC 및 노동청(이상 미국), Provincial securities regulators(캐나다), European Securities and Markets Authority(유럽), AMF(프랑스), Stewardship Code(영국) 등이 있다.

근래 들어 기관투자자는 스스로 의결권 행사 정책을 마련하며, 관여활동에도 활발히 나선다. 또한 더 높은 수준의 이사회 독립성을 요구하고, 이사 보수에 관해 더 상세히 분석하며, ESG(환경, 사회, 지배구조) 요소를 고려하는 등 국제표준의 적용을 늘리는 경향을 보인다.

필자는 국내 회사에 대해 우선 투명성을 높이라고 권고한다. 이를 위해 주총 전 연간보고서에 포괄적이고 알기 쉽도록 공시내용을 담아야 한다. 특히 이사와 감사에 관한 정보를 충분히 공개할 필요가 있다: 상세한 개인 이력, 고려할 만한 특별한 관계(affiliation), 주식보유 상황, 이해관계자 거래, 이사회 출석 정보, 임기, 최근 2~5년간 다른 이사 재임 경력, 사임 등. 외국인투자자를 위해 최소한 위임장만이라도 영어로 공개가 필요하다. 어떤 외국인투자자는 중단 단계를 거치면서 다른 내용의 위임장을 받기도 한다. 안건의 내용이 어떻게 주주가치를 높이는지 상세한 근거 제시도 필요하다. 주주들은 충분한 정보가 주어질 때 안을 지지하기 쉽다. 의심이 생긴다면 그들은 반대 혹은 기권할 것이다.

둘째, 정보를 적시에 제공하라고 권고한다. 국내 상장사 80%가 주주총회를 3월 15~31일 사이에 개최한다. 외국인 주주의 의결권 행사 기한은 주총 전 8~12일이 될 수도 있다. 주주총회 14일 전까지는 일반적으로 정보를 구할 수도 없다. 기관투자자들이 정보를 수집해 의안을 면밀하게 검토하기에는 일정이 상당히 촉박하다. 주총 전 충분한 여유를 두고 정보를 제공할 필요가 있다. 의결권 행사 기한에 맞춰 의사결정을 내리는 데 충분한 시간이 없다면 주주는 의안에 반대하거나 기권할 가능성이 높다.

한국의 회사는 주주들과 충분히 대화해 특별한 우려사항은 없는지 의견을 청취할 필

요가 있고, 개별적으로 투표할 수 있게 이사 및 감사위원회 위원 후보별로 별도 안건으로 상정해야 한다.

[제 4주제 발표] 주주권과 집합투자업자의 신인의무

정순섭 교수

(서울대학교)

정순섭 교수는 고령화 사회의 도래, 금융상품 다양화 등에 따라 타인 재산 관리의 중요성이 확대된다고 언급한다. 이 점에서 집합투자업자(fund manager)의 가장 중요한 의무는 타인의 이익(financial gain) 극대화로서 투자자 보호를 위해 중요하다. 자본시장법(제79조)에는 선관주의의무(제1항)와 충실의무(제2항)로 규정되어 있다.

필자의 의견에 따르면 집합투자업자의 신중한 의결권 행사는 기업지배구조의 개선과 집합투자재산 가치의 증진에 중요한 영향을 끼친다. 기업지배구조에서 사외이사와 기관투자자의 역할이 매우 중요한데, 국내에서 사외이사의 역할에 관하여 부정적인 평가가 적지 않아 기관투자자의 역할이 갖는 중요성이 커졌다고 지적한다.

집합투자업자는 투자자의 장단기 이익 극대화를 위해 최선을 다해야 하며, 의결권 행사 의사결정은 고객의 수요에 맞춤(customize) 필요가 있다.

자본시장법 개정안은 집합투자업자가 투자자 이익 보호를 위해 집합투자재산에 속하는 주식의 의결권을 충실히 행사하여야 한다(제87조 제1항)는 규정을 추가하였다. 이에 따르면 계열사 주식의 의결권 행사를 사전에 포기하는 것(ex ante abstention)은 충실의무 위반이다. 개정안이 집합투자업자의 의결권 행사시의 의무를 구체화하고 있으므로 보다 신중하고 성실한 의결권 행사가 필요하다.

참고로, 집합투자업자의 의결권 행사 현황을 살펴보면 2011년 현재 유가증권시장에서 찬성률은 96.58%, 반대율은 0.17%로 매우 낮다. 코스닥시장에서도 2011년 반대율은 1.31%로 유가증권시장보다 조금 높지만 대동소이하다.

※ 집합투자업자의 의결권 행사 현황

구분	유가증권			코스닥		
	2009년	2010년	2011년	2009년	2010년	2011년
집합투자업자(사)	-	87	79	88	118	127

대상 법인(사)	433	297	276	211	292	311
주총 안건(건)	2,634	2,604	2,502	457	549	592
찬 성(%)	97.06	96.69	96.58	98.52	97.34	98.05
반 대(%)	0.28	0.19	0.17	0.49	1.00	1.31
불행사(%)	1.32	1.61	1.94	0.91	0.34	0.64
중 립(%)	1.21	1.51	1.30	0.08	1.32	0.00

필자는 의결권 행사의 활성화를 위하여 의결권 자문서비스 산업을 육성하고, 주주총회 절차를 개선하는 등의 방안도 제안한다.