

대한상의 브리프

안수현(한국외대 법학전문대학원, 교수)



제56호 2018년 3월 5일



편집자주

2016년 말 스튜어드십 코드 도입으로 기관투자자들의 주주활동에 대한 관심이 높아지고 있습니다. 이번 호는 최근 영국과 미국에서의 기관투자자의 주주활동을 살펴보고 우리 기업에게 의미있는 시사점을 찾아봤습니다. [외부 필진 칼럼은 대한상의 견해와 다를 수 있습니다.]

최근 美·英 기관투자자의 주주활동 동향과 시사점

3월 정기 주주총회 시즌이 다가오면서 주요 관전포인트 중 하나로 ‘한국형 스튜어드십 코드(Stewardship Code)’가 떠올랐다. 기관투자자의 선량한 관리자 책임을 유도하기 위해 도입되면서 기관투자자들의 행동이 이전과는 다른 양상으로 전개될 가능성이 부각되고 있다.

특히 수탁자 책임의 이행활동으로서 기관투자자의 ‘주주활동(Shareholder Engagement)’을 제시하고 있는데 ‘주주활동’을 넓게 정의할 경우 “회사와 주주와의 사이에서 행해지는 활동”으로 소통, 주주제안, 위임장 대결, 적대적 M&A 등 다양한 유형으로 나타날 수 있다.

이러한 주주활동은 크게 공식적인 것과 비공식적인 활동으로 구분되는데, 최근 외국에서는 공식적인 주주활동보다는 ‘비공식적’으로 회사와 주주 간에 다양한 접촉활동을 하고 있다. 비공식적 주주활동에는 (i) 경영진과 대화 토론하거나 (ii) 경영진의 배석 없이 이사회 구성원과 대화 토론하거나 (iii) 회사에게 서면질의 등으로 의견을 듣는 방법 등이 해당된다. 장기적 관점에서 투자하는 기관투자자들은 비공식적으로 목소리를 내는 주주활동을 더 선호한다고 한다.

다만 경영진 내지 이사회 구성원들과의 대화와 토론 등의 비공식적인 활동이 만족스럽지 않거나 사전에 설정한 주주활동목표를 달성하지 못한 경우에는 주

주제안이나 대중매체를 활용하여 공식적으로 목소리를 내는 단계로 이행한다.

스튜어드십 코드 도입이 활발해지면 기관투자자들의 주주활동이 적극적으로 이루어질 수밖에 없다. 주주활동이 활발한 미국과 영국의 최근 기관투자자들의 동향을 살펴보고 시사점을 알아보기로 한다.



[기관투자자의 주주행동 유형]



※ 출처 : ‘스튜어드십 코드 도입 영향과 기업의 대응과제 세미나’ 발제자료(대한상의, 2017)

대한상의 브리프

대한상공회의소가 회원님께 드리는 최신 경제정보



정부에서도 기업투자자와의 ‘대화’ 권장

영국은 기관투자자 주도로 기업지배구조가 개선되었던 경험이 있고 최근에는 정부도 적극적인 주주활동이 기업경쟁력의 중요 요소라고 인식하고 이를 위한 투자관행을 확립하는 데 매우 적극적이다.

영국에서 빈번히 이용되는 주주활동은 영국 감독기관도 권고하는 유형으로 바로 기관투자자와 회사 간의 ‘대화’이다. 그리고 이러한 비공식적인 활동 외에 공식적인 유형의 주주활동으로는 주주제안이 이용되는 경우가 있다.

특히 회사지배권 쟁탈 관련 사안에서 임시주주총회의 소집청구가 주주제안으로서 주로 이용되며 이러한 제안의 가결률은 50%가 넘는 것으로 나타나고 있다. 제안주주의 주식소유비중도 높아 기관투자자와 펀드가 주주제안을 통해 회사와 교섭하는 경우 상당한 압력을 가할 수 있어 주주총회에서의 실현가능성이 크다. 기업에서도 이러한 주주활동에 적극적으로 대응할 수밖에 없다.

또한 영국의 경우 주식 분산 정도가 낮아 비교적 소수의 기관투자자 내지 대주주들이 연대하여 행동하기 쉽다. 특히 기관투자자 외에 창업자 등 전임 경영자들이 이사선임과 관련하여 주주제안을 하는 특징도 보인다.



[英의 주주제안자 성격]

	기관 투자자	기존 경영진	펀드 등	개인	기타
비율	42%	24%	10%	8%	16%



기업들, ‘임원보수’에 대한 주주설득노력 강화

미국의 기관투자자들도 비공식적인 주주활동을 선호한다. 다만 주주총회에서의 의결권 행사나 주주제안 등 공식적인 주주활동이 더 주목받고 있는데 미국의 기관투자자들은 의결권 행사를 통해 경영진에 대해 반대의 의사표시를 명확히 하는 경우가 많기 때문이다. 그러나 협상내용이 대중에게 공개될 경우 오히려 경영자에 대한 협상력은 떨어지는 것으로 보고 있다.

주주들이 가장 많이 관심을 보이는 이슈는 이사선임으로 최근에는 임원보수가 쟁점이 되어 부결되는 경우가 적지 않다. 기업성과나 주가가 나쁘더라도 경영진이 고액을 받는 과다보수가 문제되었기 때문이다. 기업들은 경영진의 보수에 대해 반대하는 주주들이 많을 것으로 예상되는 경우 주주총회에서의 부결을 방지하기 위하여 주주들에게 적극적으로 의견을 개진하고 대화하려고 한다.

특히 개인투자자의 주주제안이 활발한데 이는 의결권이 있는 주식을 2,000달러 이상 보유하거나 1% 이상의 주식을 1년 이상 보유한 경우 누구든지 주주제안이 가능하기 때문이다. 기관투자자 또한 개인투자자의 주주제안을 경영진에게 메시지를 줄 수 있는 기회로 생각하여 적극 참여한다.

회사로서는 주주제안이 압도적으로 지지를 받는 경우 이를 완전히 무시할 수 없어 주주제안을 철회하도록 시도하는 경우가 많다. 또한 의결권행사 자문회사들은 과반수 이상의 지지를 받은 주주제안에 충실히 대응하지 않는 이사에 대해 재임에 반대하도록 권고하는 경우도 많다.

경쟁력 강화, 신뢰구축 위한 투자자와 적극적인 ‘대화’ 준비해야

그동안 국내 기관투자자의 주주활동은 그다지 적극적이지 않았다. 비용과 시간의 낭비로 보는 시각이 많았고, 회사 경영권에 간섭할 것이라는 우려도 있었다.

그러나 스튜어드십 코드 도입이 본격화되면 그 양상이 달라질 것으로 보인다. 한국기업지배구조연구소(KCGS)에 따르면 2월 21일 기준 국내 금융투자업계에서 스튜어드십 코드를 도입했거나 도입예정 회사는 총 73곳이다. 사모펀드를 포함한 자산운용사가 62곳으로 가장 많았고, 증권사 3곳, 자산사와 보험사 각각 2곳 순이다.

정부정책 방향도 ‘스튜어드십 코드’의 적극적인 도입을 유도하고 있고, 국민연금도 이르면 올해 하반기부터 스튜어드십 코드 도입을 추진할 계획이라 연기금 등을 중심으로 이 같은 움직임이 확산될 전망이다.

특히 기관투자자와 투자대상회사 양방향 간의 ‘대화’를 강조하고 있는 만큼 주주활동이 적극적으로 이뤄질 것으로 예상된다. 기관투자자와 투자대상기업 쌍방 간의 솔직하고 지속적인 대화는 주주활동의 실효성을 높일 뿐만 아니라 장기적으로 기업의 성장과 경쟁력 강화에 기여할 수 있다. 또한 기업들도 투자자로부터의 신뢰를 구축하여 회사의 의사결정과 관련한 지지를 받기 위하여 사전적으로 보다 능동적으로 대응할 필요가 있다.

이 경우 투자자들이 목소리를 내는 다양한 주주활동에서 공식적인 주주권 행사보다 비공식적인 주주활동이 기관투자자 입장에서 더 선호되고 있는 점을 주목할 필요가 있다. 비공식적인 주주활동이 실패한 경우 공식적인 주주권 행사로 이어지지만 이러한 공식적인 주주권 행사는 비공식적인 주주활동과 연계하여 이루어지기 때문이다. 이러한 점에서 비공식적인 주주활동에 기업들이 보다 적극적으로 관심을 갖고 대응하여야 할 것이다. 



[스튜어드십 코드 7대 원칙]

원칙 1	수탁자 책임 정책 제공 공개
원칙 2	이해상충방지 정책 제정·공개
원칙 3	투자대상회사에 대한 주기적 점검
원칙 4	수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부 지침 마련
원칙 5	의결권 정책 제정·공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개
원칙 6	의결권 행사, 수탁자 책임이행 활동의 주기적 보고
원칙 7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보

국내·외 경제지표

2018년 3월 5일 기준

1. 국내·외 경제성장률

(단위: %)

	2016	2017 ^(E)	IMF		OECD	
			2018 ^(P)	2019 ^(P)	2018 ^(P)	2019 ^(P)
한국	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
세계	3.2	3.6	3.7	3.7	3.7	3.6
미국	1.5	2.2	2.3	1.9	2.5	2.1
중국	6.7	6.8	6.5	6.3	6.6	6.4
일본	1.0	1.5	0.7	0.8	1.2	1.0
EU	2.0	2.3	2.1	1.8	2.1	1.9

* E : 잠정치(Estimate) / P : 예상치(Projections)

2. 환율·유가¹⁾

(단위: 원(환율), 달러(유가))

	2015	2016	'17.9월	10월	11월	12월	'18.1월	2월
원/달러	1,131	1,161	1,132	1,132	1,105	1,086	1,067	1,080
원/엔	934	1,068	1,022	1,002	979	961	961	998
원/위안	180.1	174.4	172.3	171.1	166.8	164.5	165.6	171.0
원/유로	1,255	1,283	1,348	1,331	1,296	1,284	1,300	1,332
유가(Dubai)	32.2	53.8	55.2	58.3	60.82	61.61	65.77	63.22

3. 산업지표

(단위: %(전년동기대비))

	2015	2016	'17.9월	10월	11월	12월	'18.1월	2월
산업생산	1.9	3.0	7.4	-3.0	1.4	-0.7	4.5	-
소매판매	4.1	4.3	8.4	-0.5	5.3	1.4	1.4	-
설비투자	6.9	-1.3	25.0	-3.9	6.7	2.5	22.5	-
수출	-8.0	-5.9	35.0	7.2	9.6	8.9	22.3	4.0
수입	-16.9	-6.9	22.6	7.9	12.8	13.6	21.1	14.8

1) 환율은 월 평균 기준, 유가는 기말 기준