

한국의 펀드 의결권 행사에 대한 연구

황 소 영*

목 차

I. 도 입	3. 기관투자자들의 적극적 의결권 행사를 제약하는 요인
II. 의결권 행사의 개관	4. 결론
1. 의결권의 의의	V. 자산운용회사의 의결권 행사 증진을 위한 정책적 제언
2. 의결권 행사의 유형	1. 의결권행사자문업의 도입
III. 기관 투자자의 의결권 행사	2. 선관주의에 입각한 의결권 행사 의무 강화
1. 의의	3. 구체적 의결권행사지침 공시 강화 방안
2. 기관투자자의 의결권 행사	4. 주주 총회 제도의 변경
3. 기관 투자가 의결권 행사의 한계점	VI. 결 론
IV. 국내 기관투자자의 의결권 행사	
1. 국내 의결권 행사 관련 법제 현황	
2. 국내 기관투자자의 의결권 행사 동향	

I. 도 입

주식 시장에서 간접투자의 붐이 일고 펀드 투자에 대한 비중이 높아지면서, 자산운용사에 의한 펀드 의결권, 더 나아가 기관투자자의 의결권에 대한 관심도 다시 높아지고 있는 상황이다. 그러나 기관 투자자의 의결권 행사가 활발하게 이루어지지 않고, 의결권 행사에 참여한다고 해도 자산운용사의 경우 안전에 대해 거수기 역할만 하고 있어서, 기관 투자자들이 의결권을 건강하게 행사했을 때 누릴 수 있는 효과는 기대하기는 어려운 상황이다. 그렇다면 기관투자자들이 의결권을 보다 활발하게 행사할 수 있는 방법에는 어떤 것이 있을까? 아니, 그보다도 의결권 행사가 갖는 의미는 무엇이며, 자본시장법은 이를 어떻게 규정하고 있는

* 건국대학교 법학전문대학원 석사과정

가 등의 문제를 본 보고서를 통해서 해결하고자 한다. 본 보고서는 다음과 같이 구성된다. 먼저 II장에서 의결권의 의의와 유형을 알아보고, 이어 III장에서는 기관투자자의 의결권 행사에 대해서 검토할 것이다. 다음으로 IV장에서는 국내 기관투자자들의 의결권 행사의 현황을 알아보고, 의결권 행사가 부진한 원인이 무엇인지 분석하게 될 것이다. 이 장에서는 기관 투자자를 보다 세분하여 연기금과 자산운용사의 의결권 행사가 갖는 차이점도 분석한다. 마지막으로 V장에서는 국내 의결권 행사의 문제점을 해결할 수 있는 방법에 대해서 고민하도록 할 것이다.

II. 의결권 행사의 개관

1. 의결권의 의의

주식회사에 있어서 주주가 회사에 대해 갖는 지위를 주주권이라고 하며, 주주가 주주권을 원천으로 하여 회사에 대하여 가지는 개개의 권리를 “주주의 권리”라 한다. 이는 다시 권리 행사의 목적에 의하여 공익권과 자익권으로 구분하여 볼 수 있다. 공익권이란 주주가 자기의 이익뿐만 아니라 회사의 이익을 위하여 행사하는 권리로서 회사의 운영에 참가하는 것을 목적으로 한다. 이에는 주주총회소집청구권, 의결권, 대표소송 제기권, 이사의 위법행위유지청구권, 이사·감사해임청구권, 회계장부 열람권 등이 있다.¹⁾

한편, 의결권이란 이 공익권 중 하나로서, 주주가 주주총회에 출석하여 자신의 의사표시를 통해 공동의 의사결정에 지분적으로 참가할 수 있는 권리를 말한다. 의결권은 자본시장에 참여하는 투자자에게 출자위

1) 이철송, 「회사법강의(2012년 시행 개정상법)」, 제20판, 박영사, 2012.

험에 상응하는 영향력 행사의 기회를 줌으로써, 투자자의 이익을 보호하고 기업에 대한 신뢰를 강화하는 기능을 한다. 따라서 주주는 주주총회의 권한에 속하는 사항에 대해 의결권을 행사함으로써 회사의 경영에 참가하게 된다. 주주총회에서의 의결사항은 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 회사 경영진의 선임, 재무제표의 승인, 기타 회사의 중요한 정책 결정이므로 의결권은 주주의 공익권 중에서 가장 중요한 권리라고 할 수 있다.

2. 의결권 행사의 유형

주주의 의결권 행사는 주주 자신이 의결권을 행사하는가 아니면, 타인을 통하여 행사하는가에 따라 직접행사방식과 간접행사방식으로 나누어볼 수 있다. 이 중에서 먼저 직접행사방식은 주주총회에서의 참석여부를 불문하고 주주 본인이 직접 자신의 의결권을 행사하는 것이다. 주주가 자신의 의결권을 행사하려면, 우선 주주명부 혹은 실질주주명부에 주주로 등재되어 있어야 한다. 이와 관련하여, 서면투표제도는 주주가 주주총회장에 참석하지 않고도 직접 자신의 의결권을 행사할 수 있도록 고안된 제도이다.

다음으로 간접행사방식은 주주가 직접 의결권을 행사하는 것이 아니라, 주주 이외의 자가 개입하여 주주의 의결권 행사를 도와주는 것이다. 이 방식은 주식의 분산 및 대량발행, 주주의 시간적 장소적 제한 등으로 인해 주주가 직접 의결권을 행사하지 못하는 문제점을 보완하기 위하여 이용되고 있다. 이에는 의결권의 대리행사, 의결권 신탁, 자격양도, 의결권 구속계약 등이 있다.

본 보고서에서 주된 분석의 대상으로 삼을 기관투자자의 경우, 보통 의결권을 shadow voting의 방법으로 중립적 의결권을 행사해왔다. shadow voting이란, 주주총회 의안 표결 시 자기 의사대로 투표하는 것이 아니라

다른 주주들의 표결 결과 제시된 찬반 비율대로 자기 표를 나누는 투표 방식인데, 주주총회에서 안건의 의결을 위한 정족수가 부족할 때, 소액 주주들의 주식이 보관된 증권예탁원에 요청하여 정족수를 채우는 이 새도보팅을 하는 방식으로 이용된다.²⁾³⁾ 그런데 대형 자산운용사들이 펀드를 통해 기업의 지분을 5% 이상 보유하게 되는 주요주주가 되는 경우가 많아지고, 장기적인 기업 가치를 높이기 위해서 적극적인 의사결정을 하는 사례가 발생하고 있는 것이다. 즉, 법인의 향후 행보가 펀드에 손실을 입힐 것이 명백하게 예상되는 경우 적극적으로 의결권을 행사하게 되는 것이다.

한편, 이 새도보팅은 경영진과 대주주의 정족수 확보수단으로 남용돼 주주총회 형식화를 유발한다는 지적과 함께 폐지 여론이 일었고, 2011년 자본시장 법개정에 따라 2015년 폐지될 예정이다. 따라서 자산운용사들이 새도보팅을 통해서 주주의 권리를 포기하곤 하던 관행은 이제 없어질 것으로 보이고, 보다 적극적인 행동주의 펀드를 기대할 수 있는 가능성이 커졌다.

Ⅲ. 기관 투자자의 의결권 행사

1. 의의

앞서 살펴보았듯, 주식회사에 있어서 기업경영의 감시수단으로서 가장 기본적인 것은 주주들의 의결권 행사를 통한 감시이지만 주식이 고도

2) 박철영, “의결권행사의 전자화와 Shadow Voting,” 「상사법연구」, 제29권 제4호, 2011년.

3) 다른 주주들의 찬성과 반대 표 비율만큼 자신의 의결권을 분리해 찬성과 반대 의사를 표시하는 것이다. 국민연금과 같은 기관투자자들이 운용하는 펀드 등은 의결권 행사 시 다른 주주의 찬성과 반대 비율을 그대로 따른다.

로 분산됨에 따라 대다수 주주들은 의결권 행사에 무관심하여 그 실효성은 미약한 것이 현실이다. 이 때문에 우리나라 기업들의 지배 구조가 갖는 고질적인 문제점을 해결하지 못하고 있던 상황에서, 대안으로 주목 받기 시작한 것이 바로 기관투자자에 의한 회사 경영진의 감독이다.

기관투자자가 금융시장에서 차지하는 비중이 증가하면서, 기업지배 구조에 기관투자자가 미치는 영향력은 더욱 증가할 것으로 보인다. 이처럼 기관투자자들의 영향력이 막강해짐에 따라, 기관투자자는 경영진의 전횡을 억제하거나 혹은 안정주주로서 국내 기업의 경영권을 보호하는 기능을 수행할 수 있는 반면, 그 영향력을 남용하여 부작용을 초래할 수도 있게 되었다. 그러므로 기관투자자의 의결권행사에 따른 부작용을 억제하면서 한편으로는 투자대상회사의 기업지배구조에 있어 바람직한 역할을 수행할 수 있도록 방안을 마련하는 것이 가장 현명한 길이 될 것이다.⁴⁾

한편, 기관 투자자는 크게 연기금, 자산운용사 그리고 그 외의 기타 금융기관으로 구분할 수 있다. 보다 정확한 분석을 위해서는 연기금과 자산운용사 그리고 그 외 금융기관의 의결권 행사는 각각 따로 나누어 보아야하겠으나, 그 본질에 있어서 크게 차이점이 없는 점, 최근 펀드시장이 급속히 성장하면서 기관 투자자 중 자산운용사의 비중이 커지고 있는 점을 감안하여 본 고에서는 기관투자자의 의결권 행사와 펀드 의결권 행사를 구별하지 않고 논의를 전개하고자 한다.

2. 기관투자자의 의결권 행사

기관투자자의 주된 기능은 금융 중개자 역할의 수행이지만, 부수적으로 기업경영에 대한 감시자 역할도 수행한다. 최근 들어 기관투자자가

4) 정윤모·손영락, “의결권행사제도의 개선방안 연구”, 「자본시장연구원 연구보고서」, 제9호, 한국자본시장연구원, 1998.

이러한 기업경영의 감시역할을 수행하는 비중이 점차 늘어나고 있다. 이는 기관 투자자의 주식보유규모가 커지고 장기투자가 보편화됨에 따라 기관투자자가 기업경영의 감시자역할을 담당하게 되었기 때문이다. 더불어 소액 주주를 대신하여 개별기업을 감시해 줄 대리인으로 기관투자자에 대한 사회적 기대도 커지고 있다. 기관투자자는 개별 기업 주식의 보유비율이 높고 업무의 성격상 투자기업에 관한 정보 수집 및 분석 능력이 있으므로 개별 기업을 효율적으로 감시할 수 있고 그 비용부담도 적다. 반면 일반 소액 주주는 개별기업을 감시하고 싶어도 정보수집, 분석에 드는 비용부담이 크고 보유주식수도 많지 않기 때문에 그 한계가 있다. 따라서 이들 주주를 대신하여 개별기업의 경영을 감시해 줄 주체로서 기관투자자가 적임이라는 인식이 확산되고 있는 것이다.

3. 기관 투자가 의결권 행사의 한계점

앞서 살펴보았듯이 기관투자자의 의결권 행사는 기업 경영을 감시하는 데 있어 가장 적합한 주체로 평가될 수 있다. 하지만, 기관투자자의 특성상 그로 인한 부작용도 예상되는 것도 사실이다. 따라서 기관 투자자의 의결권 행사에는 일정한 제약이 가해지고 있다.

기관투자자의 의결권행사와 관련하여 가장 우려되는 부분은 이해상충의 문제이다. 당해 주식발행회사의 주주의 지위를 가지고 있는 기관투자자는 동시에 발행회사와 자신의 업무와 관련된 거래관계를 가질 수 있으며, 주주 이외의 채권자 지위도 가질 수 있기 때문에 이로 인한 이해상충의 가능성이 있다.

본 논문의 주된 논의 대상인 펀드의 의결권 행사와 관련해서 생길 수 있는 이해상충의 가장 대표적인 형태는, 고객과 기관투자자간의 이해상충 문제이다. 펀드를 비롯한 투자 신탁회사와 같은 기관투자자는 고유 재산의 투자와 신탁재산의 투자 사이에 이해상충이 있을 수 있다. 즉

기관투자자가 고객의 이익에 우선하여 자기 재산의 이익을 우선시킬 수도 있는 것이다. 또한 대규모기업집단에 속한 기관투자자는 고객의 투자수익보다는 기업집단의 이익을 위해 행동할 우려가 있다.

이 때문에, 이러한 경영에 대한 최적감시자로서의 역할을 할 수 있는 기관투자자의 조건으로 일반적으로 다음 세 가지를 고려할 수 있다. 첫째, 앞서 살펴본 이해 상충의 문제가 없어야 한다. 특히, 기관투자자가 산업자본의 통제하에 있는 경우, 기관 투자자의 경영 감시자 기능은 정보의 누출이나 기업 간의 공정한 경쟁을 저해할 우려가 있다. 둘째, 감시비용을 수용할 수 있을 만큼 주식의 보유 비중이 커야한다. 셋째, 기업통제를 통해 기업성과를 개선한 결과로 이익을 얻을 수 있을 만큼 충분한 장기의 투자성향을 가지고 있어야 한다.

IV. 국내 기관투자자의 의결권 행사

1. 국내 의결권 행사 관련 법제 현황

국내의 경우 기관투자자의 기업경영참여와 이를 통한 기업지배구조 개선을 도모하는 취지로 1998년 이후 기관투자자들의 의결권 행사가 허용되었다. 기관투자자의 핵심적인 의무는 적절한 투자행위를 통해 자금을 맡긴 투자자의 최선의 이익을 도모하는 일이다. 즉 수탁자로서 최선을 다하는 것이다. 기관투자자는 개인투자자에 비해, 경영진에 영향력을 행사함으로써 회사의 가치를 높일 수 있는 가능성이 상대적으로 더 높다. 이는 법이 주주에게 보장하는 권리를 바탕으로 하는데, 그 대표적인 권리가 의결권이다. 결국 의결권을 적극적으로 행사한다는 것은, 기관투자자가 수탁자로서 자신에게 주어진 의무를 다하는 핵심적인 수단 중 하나인 셈이다.

의결권 행사와 관련하여 기관 투자자에게 수탁자 책임을 지우는 법 규정은 두 가지 형태를 취한다. 하나는 직접 기관투자자의 의결권 행사 의무를 규정하는 방식이고, 나머지는 공시를 강화해 기관투자자가 적절히 의결권을 행사하지 않으면 안 되게끔 하는 방식이다.

국내에서 공적 연기금에는 두 가지의 규제방식이 모두 적용된다. 국가재정법 제64조에서 신의성실의 원칙에 따라 의결권을 행사하고 공시하도록 의무를 지우는 한편, 79조에서 보유자산의 의결권 행사에 대한 기준과 절차에 관한 사항을 담은 자산운용지침을 마련하고 이를 국회에 제출하도록 하였다.⁵⁾

한편, 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사와 관련해서는 자본시장법에서 규정하고 있으나, 의결권행사를 직접적으로 의무화하고 강제하지는 않는다. 즉, 자산운용사 등의 집합투자자에게 의결권 행사는 권리이지 의무로 인식되지 않는 것이다. 자본시장법에서는 집합투자업자가 선량한 관리자의 주의로써 집합투자재산을 운용하고, 투자자의 이익보호를 위해 해당업무를 충실하게 수행하여야 한다고 규정할 뿐이다. 다만 동법은 기관투자자에 광범위한 공시 의무를 부여함으로써 의결권의 적극적인 행사를 독려한다.⁶⁾ 가령 일정한 경우 의결권 행사 여부와 그 구체적인 내용, 행사하지 않은 구체적인 사유에 관하여 공시를 의무화하였으며, 의결권 행사 가이드라인을 내부지침으로 정하여 공시하도록 하였다.

5) 동법에 따라 국민연금은 의결권 행사를 위한 세부 지침을 마련해 공시하고 있으며, 주주총회 의안에 대한 찬반 여부 및 반대하는 경우 그 사유까지 공개해야 한다.

6) 권재열·김병연·양기진, 「자본시장법」, 박영사, 2012.

2. 국내 기관투자자의 의결권 행사 동향

가. 국내 기관투자자 투자 현황

2009년 말 현재 국내 연기금, 펀드 등 기관 투자자들은 전체 국내 주식의 약 12퍼센트를 보유하고 있다. 기관 투자자들이 차지하는 비중은 2007~2008년 글로벌 금융위기 직후 하락했다가 2009년부터 다시 증가하는 추세인데, 국내 기관투자자 중 은행과 자산운용회사가 각각 전체 주식의 6.37%와 1.48%를 소유하고 있으며 연기금 등은 3.14%를 차지하고 있다.

기관투자자들은 다수의 기업에서 주요주주의 지위를 보유하고 있으며, 금융위기 이후 5% 이상의 지분을 보유한 대상기업이 증가하고 있다. 한국거래소의 자료에 따르면 2009년 9월 현재 75개의 기관투자자가 5% 이상의 지분을 보유한 주요주주의 지위를 가지고 있는 상장사는 전체 상장사의 22.6%에 이르고 있다.⁷⁾

나. 기관 투자자들의 의결권 행사 현황

(1) 의식의 변화

국내 기관 투자자들의 의식은 과거보다, 투자자의 권익 보호를 위해 적극적인 의결권 행사가 필요하다는 방향으로 점차 선회하고 있다. 2006년 12월 대한상의조사 결과, 기관투자자의 53.7%가 경영감시활동에 적극 참여하겠다는 입장을 밝혔으며, 이 중 51.2%가 주가 상승에 도움이 된다면 경영진 교체에도 찬성하겠다는 입장이었다. 이어 2007년 3월 대한상의가 KOSPI 200대 기업을 대상으로 실시한 조사에 의하면 ‘기관 투자자의 적극적인 의결권 행사(23.5%)’를 주총의 주요관심사로 지목한 바 있다. 기관 투자자들의 의결권 행사가 필요하며, 보다 적극적으로

7) 한국거래소 자료 2009년 말 기준.

이루어져야 한다는 점에 대해서는 기관 투자자들 간 의식이 모아지고 있는 것은 사실이다.

(2) 의결권 행사의 현실

하지만, 기관 투자자들의 실제 의결권 행사의 현황을 살펴보면 여전히 소극적인 행태에 머물러 있음을 알 수 있다. 먼저 2010년 기관투자자들의 주주총회 안건에 대한 의결권 공시건수는 모두 2천420건으로 2009년의 2천634건에 비해 8.12% 감소했다. 이들 의결권 공시 가운데 안건에 대한 찬반 의사표시를 하지 않고 ‘중립’을 표한 경우는 136건으로 전년 72건에 비해 훨씬 늘었다. 아예 의결권을 행사하지 않은 경우도 전년 39건보다 많은 46건으로 집계됐다. 또 찬성비율은 98.13%(9천507건)로 전년 98.45%(1만1천196건)와 비슷한 수준을 유지했다. 반대 비율은 0.33%(32건)로 전년 0.43%(49건)에 비해 다소 줄었다.

이어, 2012년 한국거래소가 기관투자자의 주주총회 의결권 행사 공시 건수를 분석한 결과에 따르면 의결권 행사가 전년 대비 더욱 감소한 것으로 나타났다. 2012년 1월부터 3월 16일까지 공시된 집합투자업자들의 의결권 행사 공시 건수는 1950건으로 전년 2,302건 대비 15.3% 감소한 것으로 집계되었다.

〈표 1〉 기관투자자의 의결권 공시 건수 추이

	2009	2010	2011	2012
의결권 공시 건수	2,634	2,420	2,302	1,950

이번에는 집합투자업자의 의결권 행사 내용을 살펴보도록 하자. 2012년의 경우를 살펴보면, 집합투자업자의 주주총회 안건 찬성 및 불행사 비율은 소폭 감소하였고, 반대 및 중립 비율은 소폭 증가하였으나 여전히 찬성의견이 대부분을 차지하고 있다. 집합투자업자 등의 경영관여

및 감시 기능은 부족한 것으로 평가되고 있다. 미국의 경우와 비교하자면, 찬성 비율이 90% 수준인 것으로 알려져 있어, 우리나라의 97%보다는 훨씬 낮은 수준이다.

〈표 2〉 집합투자업자 의결권 행사 비율 현황

	찬성	반대	중립	불행사
2011년	97.8	0.2	1.1	1.0
2012년	97.3	0.4	1.5	0.7
	(-0.5)	(+0.2)	(0.4)	(-0.3)

이처럼 기관투자자의 의결권 행사가 소극적인 추이를 보이고 있는 가운데, 기관투자자 중 그나마 국민연금이 비교적 적극적으로 의결권을 행사하고 있다. 최근 한 조사에 따르면 국민 연금의 경우 기타 기관투자자들에 비해 상대적으로 높은 비율의 반대의결권을 행사하고 있다.⁸⁾ 하지만, 이에 비해 일반 기관투자자들은 의결권 행사가 형식적 소극적인 수준에만 그친 경우가 많은 것으로 파악되고 있다. 단적인 예로 2010년 1월~5월 기간 동안 일반 기관투자자들은 전체 주주총회 안건 중 단 0.47%만의 반대 의결권 행사 비율을 보여 국민연금에 비해 그 반대율이 현저히 낮은 것으로 나타나고 있다.

〈표 3〉 국내 기관투자자들의 의결권 행사 현황 비교 (국민연금 vs. 일반기관투자자)

	2009년 ⁹⁾		2010년	
	의결권 행사한 총안건수	반대 의결권 행사한 안건 수 (비율)	의결권 행사한 총안건수	반대 의결권 행사한 안건 수 (비율)
국민연금	2,414	114(4.72%)	2,619	180(6.87%)
일반 기관투자자	29,807	217(0.73%)	22,579	106(0.47%)

8) 강정민, “2010년 기관투자자 의결권 행사 실태와 문제점”, 「경제개혁리포트」, 2010-10호, 경제개혁연구소, 2010.

다음으로는 펀드 의결권을 살펴보기 위해 펀드를 운용하는 자산운용사의 의결권 행사 현황을 보다 자세히 알아보도록 한다. 다음의 표는 당해 연도 1월 1일부터 3월 중하순경까지 공시된 내역을 집계한 결과로, 한국거래소 보도자료를 통해 정리한 것이다.¹⁰⁾

〈표 4〉 코스닥시장 의결권 행사 공시현황

구분	2009년	2010년	2011년 (증감비율)
집합투자업자	88사	118사	127사(7.62%)
대상 상장법인	211사	292사	311사(6.50%)
주총안건수	457	549건	592건 (7.83%)
찬성	98.52%	97.34%	98.05%(0.71%)
반대	0.49%	1.00%	1.31%(0.31%)
불행사	0.91%	0.34%	0.64%(0.30%)
중립	0.08%	1.32%	0.00%(△1.32%)

자료: 한국거래소 홈페이지

〈표 5〉 유가증권시장 의결권 행사 공시현황

구분	2009년	2010년	2011년 (증감비율)
집합투자업자	-	87사	79사 (△9.20%)
대상 상장법인	433사	297사	276사(△7.07%)
주총안건수	2,634건	2,604건	2502건 (△3.92%)
찬성	97.06%	96.69%	96.58%(△0.11%)
반대	0.28%	0.19%	0.17%(△0.02%)
불행사	1.32%	1.61%	1.94%(△0.34%)
중립	1.21%	1.51%	1.30%(△0.21%)

자료: 한국거래소 홈페이지

9) 2009년 자료는 2009년 1월부터 3월 사이, 2010년 자료는 2010년 1월에서 5월 사이 개최된 주주 총회에서의 의결권 행사자료이다.

10) 이 표에서의 찬성, 반대, 불행사 의견은 안건 수 기준이 아니라 의결권 주식 수를 기준으로 한다.

자료를 분석해보면, 유가증권시장과 코스닥시장 모두 자산운용사의 찬성 비율이 97%를 전후한 수준으로 매우 높다는 점을 확인할 수 있다. 찬성 이외의 의견은 반대, 불행사, 중립으로 나눌 수 있다. 특히 반대 의견을 중심으로 살펴보면, 유가증권시장에서 그 비율이 더 낮다는 사실이 인상적이다. 코스닥 시장에서의 반대비율도 매우 낮지만, 그나마 유가증권시장에 비해서는 다소나마 높은 편인데, 이는 자산운용사들이 유가증권시장의 상장회사에서보다는 규모가 작은 코스닥 시장에서 그나마 자유롭게 의견을 표시할 수 있기 때문인 것으로 보인다. 반대 의견은 주로 감사 및 이사 선임에 집중되고 때에 따라 이사 보상에도 반대 의견이 개진되는 것으로 확인된다.

이상의 자료로 미루어보건대, 국내에서 기관투자자들의 의결권 행사는, 적극적으로 행사하겠다는 일부 기관의 목소리는 선언에 불과할 뿐, 오히려 의결권 공시 건수가 줄어들고 있다는 것을 확인할 수 있고, 기관투자자들 가운데에서 국민 연금이 상대적으로 의결권을 보다 적극적으로 행사하고 있다는 점, 그리고 펀드 의결권 행사의 주체라고 할 수 있는 자산운용사의 의결권 행사는 그야말로 ‘거수기’에 지나지 않고, 경영진 감시 역할이나 의결권 행사를 통한 경영 관여 활동은 매우 미약한 수준이라는 점을 다시 한 번 확인할 수 있다.

3. 기관투자자들의 적극적 의결권 행사를 제약하는 요인

가. 구조적 문제: 이해충돌의 문제 발생

우리나라의 경우 소수의 대기업이 경제 전체에서 차지하는 비중이 높아 투자가와 기관 투자가 사이에 다양한 이해상충의 가능성이 발생하게 됨으로 기관투자자들이 투자대상 기업의 경영에 대해 객관적인 입장

을 견지할 수 있는가 여부에 대한 우려가 있다. 내부 주주의 성격을 가지는 기관투자자와 기업 간의 관계는 기업 대 주주의 이익이나 경영자 보호를 위하여 수익자의 이익을 손상하거나 비용을 부담시키는 이해상충의 문제를 초래할 우려가 있는 것이다.

이런 관점에서 국내 기관 투자자들이 주주총회에서 반대투표를 확대하는 등 적극적인 의결권 행사를 꺼리는 이유 중 하나는 보다 구조적인 문제와 관련된다. 그것은 많은 기관투자자가 소유, 지배관계나 거래관계 등으로 이해상충 문제에 직면한다는 사실이다. 대표적인 기관투자자인 자산운용사만 하더라도, 상당수가 대규모 기업집단이나 금융그룹의 계열사이다. 자산운용사가 자신이 속한 기업집단이나 금융그룹의 이해관계와 상관없이 의결권을 독립적이고 공정하게 행사하는 것이 사실상 어려운 것이다.

한편, 자본시장법은 제87조 제1항에서 집합투자업자로 하여금 계열사인 투자대상회사에 대한 의결권을 행사할 때 중립적으로 행사할 것을 규정하고 있는데 이는 이해상충 문제를 해결하기에는 불완전한 방법이다. 의결권을 중립적으로 행사함으로써 집합투자업자에게 돈을 맡긴 투자자가 손실을 볼 가능성을 배제하기 어렵기 때문이다. 이를 막기 위해 합병이나 임원의 임면, 정관 변경과 같이 중요한 사안에서 집합투자재산에 손실이 명백한 경우, 의결권을 행사할 수 있도록 규정하였지만, 이 역시 적절한 해결책이라고 보기 어렵다. 투자자에게 손실을 끼치는 방향으로 의결권을 행사할 여지가 여전히 남아있기 때문이다.

나. 국내 기관 투자자의 단기투자 성향

기관투자자가 의결권을 행사할지 여부를 결정하는 것은 결국 기대할 수 있는 이익과 비용을 비교한 결과에 의한 것이다. 물론 직접적인 이익과 비용뿐만 아니라 간접적인 이익과 비용도 고려대상이다. 그런데 일반

적으로 주식의 보유 기간이 짧을수록 적극적으로 의결권을 행사할 유인이 줄어들는다. 의결권을 행사한다는 것은 보다 장기적으로 기업의 미래를 바라보고, 기업의 효율성을 증가시켜 거시적인 관점에서 수익률을 높이는 것을 목표로 한다. 주주총회에서 주로 상정되는 의안은 이사선임과 이사 보상, 정관 변경 등과 같은 사항인데, 기관투자자 자신이 원하는 방향으로 결의가 이루어져도 주식을 보유하는 짧은 기간 동안 회사 이익이나 주식가치가 상승하는 것을 기대하기란 쉽지 않다. 그 반면 투자하고 있는 기업의 주주총회 의안을 분석하기 위해서는 상당한 비용을 치러야 한다.

국내 기관투자자들은 선진국 기관투자자에 비해 대단히 높은 단기투자 성향을 보인다. 국내 기관투자자들은 매매 회전율이 매우 높다. 국내 기관 투자자들은 이 비율이 최근 몇 년간 200% 이상이었는데, 이는 동일 주식의 보유 기간이 6개월이 채 되지 않았음을 의미한다. 반면 미국의 경우 상대적으로 단기투자 성향을 보이는 주식형 펀드만으로 한정하더라도 매매 회전율이 50% 안팎으로 주식을 한 번 사면 2년 정도는 보유한 것으로 나타났다. 국내 기관 투자자가 평균적으로 주식을 보유하는 기간의 무려 4배에 달하는 기간이다.¹¹⁾ 이 때문에 기업의 지배구조와 체질을 개선하고 중장기적인 투자이익을 높이려는 적극적인 시도는 적어도 국내 기관 투자자들에게서는 찾아보기 쉽지 않은 것이다. 기관투자자들이 단기 매매수익을 올리는 데 집중하고 있으니 이들에게 적극적인 의결권 행사를 기대한다는 것은 무리가 아닐 수 없다. 보유기간이 채 6개월이 되지 않은 투자 기간은 주주총회에서 찬반투표를 하려고 정보를 수집하기에 짧은 기간이 아닐 수 없다.

11) 송민경, “기관투자자의 의결권 행사 활성화 방안”, 「KRX 매거진」, 8월호, 한국증권선물거래소, 2011.

다. 주주총회 관련 제약

기관투자자는 다수의 회사에 투자하는 반면, 대상 회사의 주총 일정은 대개 특정기간에 집중되어 있다. 게다가 주주총회 개최 공지도 현행 법상 주주총회 개최일 2주 전까지만 하면 되는데, 회사가 기한에 맞추어 통지하는 경우가 대다수이다. 이는 기관투자자가 투자 대상 회사 상당수에 대해 주총 의안을 확인하고 관련 정보를 수집하여 분석하는 과정을 모두 2주 내에 마쳐야 한다는 뜻이다.

2주의 기간도 결코 길다고 할 수 없는데, 여기에서 한 걸음 더 나아가 기관투자자는 주주총회 5일 전에 의결권 행사 내용을 공시해야 한다.¹²⁾ 따라서 실제로 의안 확인에서 공시에 이르기까지 전 과정에 단 9일만이 부여되는 셈이다. 이는 매우 촉박한 일정으로, 아무리 의지가 있고 분석능력을 갖추었다고 하더라도 건강한 방식으로 의결권을 행사하기란 사실상 불가능에 가깝다.

라. 의결권 행사 지침의 미비

국내에서 민간 기관투자자의 의결권 행사와 관련된 의무와 책임이 직접적으로 의무화되고 있지 않다는 점은 지적한 바 있다. 다만 기관투자자에 광범위한 공시 의무를 부여함으로써 집합투자재산을 운용하고 투자자의 이익보호를 위해 해당업무를 충실하게 수행하여야 한다고 규정하고 있을 뿐이다. 문제는 이 공시 의무가 기관투자자로 하여금 압박을 느껴 의결권을 행사하지 않을 수 없을 정도로 구체적이지 않다는 점이다. 즉 공시 규제는 존재하지만, 공시해야 하는 내용이 적극적인

12) 집합투자업자는 주주총회일 5일 전까지 대상 기업의 합병, 임원의 임면, 정관변경 등 주총 안건에 대하여 찬성, 반대, 중립, 불행사 등 의결권 행사 내용을 증권 시장에 공시해야 한다.

의결권 행사를 유도하는 데 충분한 수준으로 구체적이지 않다. 실제 자산운용사들의 의결권 행사 내용의 경우, 내부지침이 법에 따라 공개는 되는데, 그 안에 구체적인 가이드라인이 담긴 경우는 드물다. 이 점이 상세한 가이드라인을 마련하여 공시하는 국민연금과 다른 점이다.

경제개혁 연구소 ERRI의 분석 결과 2010년 5월말 국내 기관투자자의 80% 정도가 의결권행사지침을 보유하고 있으나, 지침을 공시하지 않은 경우가 1/5 정도 되며, 또한 공시된 의결권 지침 중 2/3 정도는 구체성을 결여하고 있는 것으로 판단된다.¹³⁾

4. 결론

주주권 행사의 중요성에 대한 인식도 최근에야 형성되기 시작한 상황에서, 국내 기관투자가들은 아직까지 주주권 행사를 위한 내부조직과 역량을 갖추고 있지 못한 상황이다. 따라서 대부분의 주총 안전에 대해 수동적인 찬성을 하고 있을 뿐이며, 이러한 점에서 의결권 행사의 행태는 소액을 투자하는 소수주주들과 별 다를 바가 없는 상황이다.

제도적인 측면에서도, 현재 우리나라의 기관투자가들은 수탁자책임에 대한 신의성실의 원칙에 입각하여 의결권을 행사하고 있으나, 기관투자자의 의결권행사를 강제하는 규정은 없다는 점, 대부분의 국내 자산운용회사는 의결권 행사를 위한 전담조직이나, 체계적인 절차 구체적인 가이드라인은 갖추지 못한 상태로, 기관투자자의 의결권 행사에 필요한 인프라가 부족하다는 점도 의결권 행사가 활성화되지 못하는 이유 중 하나이다.

이처럼 기관투자자가 의결권 행사에 지나치게 소극적이면, 간접투자에 의해 소액주주들의 의견이 집합되어 나타날 수 있음에도 불구하고 여전히 소수의 거액 주주의 의견에 의해서만 의결권 행사가 좌지우지

13) 강정민, 앞의 논문.

되는 상황이 개선되지 않을 것이다. 또한 펀드를 비롯한 기관 투자가가 소극적으로 거수기 수준에서의 의결권 행사만을 하다보면 소수의 활동주의 펀드(activist fund)의 전횡적인 영향력을 방지하게 되는 결과를 가져올 수도 있다.

따라서 기관투자가의 의결권 행하는 감시비용의 축소라는 경제적 효과와 함께 선관주의 의무의 이행으로 정당화되며, 선진화된 간접투자 문화에서 반드시 정착되어야만 할 것이다.

V. 자산운용회사의 의결권 행사 증진을 위한 정책적 제언

1. 의결권행사자문업의 도입

가. 의결권행사자문서비스의 필요성

대부분의 주식총회가 3월에 집중되어 있고, 의사 결정을 위한 자료 조사 등에 시간이 절대적으로 부족한 현실 속에서 독립적인 기관에 의해서 의결권 행사를 위한 의사결정에 기초가 되는 정보를 제공할 기관이 필요해 보인다. 최근 금융위의 발표에 따르면, 미국의 ISS(Institutional Shareholder Services) 등과 같은 의결권 행사 전문기관을 양성하는 방안도 하반기 중 검토할 계획이라고 한다.¹⁴⁾

금융위원회가 밝힌 바와 같이 기관투자자들의 적극적인 의결권 행사를 돕기 위해 의결권 자문서비스를 정책적으로 활성화할 필요성이 있다. 이를 위해 단기적으로는 공적 기관이나 단체 등을 통해 자문서비스를

14) 임상연, “금융위, 펀드 의결권 행사 실태조사-5월 중 집중점검 의결권 행사 가이드라인 정비...공시체계도 개선”, 머니투데이, 2012년 4월 26일자, <http://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2012042616080027063&type=1>.

제공하는 방안을 고려해 볼 수 있겠고, 장기적으로는 독립적인 복수의 자문서비스 제공자가 형성될 수 있는 정책적 환경을 지원하는 것이 필요하다.

즉, 적정 규모의 시장이 형성될 때까지 공적인 지원을 통해 의결권 자문 서비스가 기관투자자에게 과도한 비용부담이 되지 않도록 할 필요가 있을 것으로 보인다. 이 초기 단계에서는 객관성을 확보한 공적 기관이나 단체 등을 통해서 자문 서비스를 제공하는 방안도 고려할 수 있을 것이다.

나. 외국의 의결권 행사 자문서비스

외국의 경우 전문적인 의안분석과 권고 서비스를 행하는 의결권행사 자문서비스(proxy advisory service)가 크게 활성화되어 있다. 미국의 경우, 1980년대 펀드 및 연기금 운용사 등의 피투자 기업에 대한 의결권 행사 시 수익자에 대한 선관의무 이행을 위해 외부의 전문적인 자문을 얻어야 할 필요성이 부각되면서 의결권 행사 자문서비스가 시작되었다. 이후 1990~2000년대 초반 일련의 회계부정 사건들을 거치면서 선관주의의무가 더욱 부각되고 주주행동주의가 강화되면서 자문서비스가 지속적으로 성장하게 되었다.¹⁵⁾

한편, 미국에서는 의결권자문업자 투자자문업자로 분류하고 투자자문업자법에 따라 규율한다. 주된 특징은 조목조목 자격요건을 규정하는 대신, 이해상충 방지체계를 갖추고 광범위한 사항을 공시하게끔 강제한다는 점이다. 요컨대 이해상충 방지체계를 갖추고 필요한 사안을 정확하게 공개한다면 개인이라도 투자자문업자나 의결권자문업자가 될 수 있다.

현재 가장 대표적인 의결권 행사 자문 서비스 업체는 ISS(Institutional

15) 서은숙, “기관투자자 의결권행사의 국내외 현황 및 시사점”, 상명대학교 금융경제학과 석사학위논문, 2009.

Shareholder Services Inc.)로서 1985년에 설립된 이래 지금까지 미국 대부분의 대형 연기금들을 대상으로 주총 의안 분석 서비스를 제공하는 독점적 지위를 누리고 있다. 미국의 가장 큰 기관투자자 중 하나이자, 세계 최대 연기금 중 하나인 미국 CalPERS(캘리포니아 공무원 연금펀드)¹⁶⁾ 또한 ISS의 의결권 행사 자문서비스를 이용하고 있는 것으로 나타나고 있는데, 이러한 의결권 대행기관들은 투자자문업으로 등록하여 관련법의 적용을 받으며 감독 당국의 규제 대상이 된다.

ISS의 주요서비스는 크게 의결권 및 사회적 책임과 관련된 의결권 자문, 분석 서비스인 기업지배구조 리스크(Corporate governance risk)와 의결권행사와 관련된 부수적인 업무서비스를 제공하는 수탁 리스크(fiduciary risk)로 나누어진다. 기업지배구조 리스크는 38,000여 개의 주주총회에 대한 안건에 대해 광범위한 의안분석 및 권고안을 제공하는 의결권 자문서비스로 국내와 해외의 주총안건에 대한 찬성과 반대의 권고안을 제공한다. 최근 이슈가 되고 있는 현대자동차의 정몽구 회장 재선임에 대한 반대 의견을 외국 기관투자자들에게 권고하기도 하였다. 현재 300개 이상의 기관투자자들이 해당고객 맞춤형 의결권 자문/분석 서비스를 이용하고 있으며 각 고객들에 적합한 가이드라인을 제공하고 있으며 ISS는 대상 고객들과 함께 공동작업을 하여 가이드라인을 제공하며 각각의 가이드라인에 근거하여 의안분석 및 권고안을 제공하고 있다.¹⁷⁾

ISS는 주주총회의 날짜 통보, 주총안건을 배송하는 방법에서부터 수탁회사의 업무와 관련된 모든 서비스를 글로벌 수탁은행, 지역 수탁은행

16) CalPERS는 세계에서 가장 규모가 큰 연기금 중의 하나이며, 2010년 6월 말 현재 2천억 달러(시장가치) 규모의 자산을 보유하고 있다. 이 중 59.21%는 주식 투자로 이루어져 있으며 국내 주식과 해외 주식을 비슷한 비중으로 보유하고 있다. CalPERS는 투자대상회사의 기업지배구조 개선에 적극적으로 활동하는 것으로 유명한데 2010년에는 58개 대형 기업에 대해 지배구조 개선을 요청하였고, 이 가운데 20개 기업은 CalPERS의 제안을 채택하였다.

17) 서은숙, 앞의 논문.

그리고 수탁회사의 고객인 기관투자자들에게 제공하고 있다. 실제로 주주총회와 같은 사건이 발생했을 때 해당기업에서 수탁은행으로 전달 되는 주총안건을 확인하기까지는 시간이 많이 걸리기 때문에 실시간으로 전자공시시스템(DART)에 공시되고 있는 주총안건과 관련된 내용들을 조사하고 있다.

다. 국내 의결권 행사 서비스의 단초: 좋은기업지배구조연구소(CGCG)

한편, 본 보고서를 위해 자료를 조사하던 중 한국에도 ISS와 비슷한 역할을 하는 기관이 있다는 것을 알 수 있었다. 재벌개혁운동, 금융시장 개혁운동, 소액주주운동을 이끌어온 각계의 전문가들이 중심이 되어 지배구조개선을 통한 기업가치제고 및 건전하고 투명한 금융시장의 구축을 목적으로 설립된 기업지배구조관련 전문연구소인 『좋은기업지배연구소』¹⁸⁾가 그것이다.

CGCG는 2010년을 기준으로 약 44개 회사에 대해 주주총회안건분석 보고서를 발간하였다. 권고안을 살펴보면, 이사선임, 감사위원회위원의 선임 및 이사보수 한도 승인에 대해 반대 의결권 행사의 권고가 많은 것이 특징 중 하나라고 하겠다. 이에 비해 국민 연금이나 기타 기관 투자자들의 실제 반대 의결권 행사는 CGCG의 권고안에 비해 크게 낮은 수준이다.

CGCG의 가장 큰 장점은, 무엇보다도 독립성에 있다고 보인다. 운영 및 재정에 있어 정부, 기업 등의 기관으로부터 독립된 순수한 민간연구 조직이므로, 연구소의 모든 보고서 작성과 기업분석, 평가, 관련 사업들은 철저히 전문가인 연구원들과 운영위원들의 독립적인 판단에 따라 이루어진다는 점에서 각종 정보제공, 보고서작성, 기업평가 이외에 자문 업무, 용역수행 등 사업운영상 발생할 수 있는 이해관계충돌을 사전에

18) 좋은기업지배구조연구소 홈페이지, <http://www.cgcg.or.kr/?lang=ko&mm=sub1&sm=1>.

차단할 수 있다는 점이 가장 큰 장점 중의 하나가 아닐까 한다.

본 연구소의 영향력과 파급력에 있어서 한계가 있다는 점이 매우 아쉽다. 미국을 비롯한 국제 시장에서 20년 이상 활동하면서 탄탄한 업무 기반과 노하우를 쌓은 ISS나 Glass Lewis & Co.와 같은 기업들이 국내 기업에 역시 의결권 정보를 제공하고 있는데 이들 기업과 경쟁하는 것도 만만치 않은 일이 될 것이다.

또한 국내 기관 투자자의 의결권 행사가 거의 활성화되어 있지 않은 상황에서 의결권 자문 서비스 시장이 거의 존재하지 않는 결론이 도출되는 것은 당연하고, 수요자가 없으니 공급하는 측에서도 수지타산을 맞추면서 양질의 서비스를 제공하는 것이 쉽지 않다는 것이 안타깝다. 현재 소규모이지만 유료로 의결권 자문 서비스를 제공하는 회사는 이 연구소가 유일하다.

라. 의결권행사자문업 규제 방법에 대한 고민의 필요

앞서 설명한 것처럼 의안분석 서비스 업체를 단계적으로 육성하고, 어느 정도 수준이 되면 법을 통해 선관의무 및 관련된 규제를 부과하는 방안을 생각해볼 수 있겠다. 국내에서는 장차 의결권 자문서비스에 관한 규제가 자본시장법에 도입될 가능성이 크다.¹⁹⁾ 그 규율 내용으로는 적절한 의결권 정책 및 구체적인 가이드라인의 제정과 공시 이해상충 방지 체계 마련 등의 사항 등을 들 수 있다. 또한, 차후에는 의결권 행사 자문 서비스 업체의 공시의무를 엄격히 설정할 필요가 있는데, 의결권 자문 서비스를 제공하는 업체가 같은 업체에 다른 서비스를 제공하여 거래관계 등이 존재하게 될 때, 자문서비스의 공정성이 훼손될 수밖에 없기 때문이다. 이처럼 의결권 행사 자문 서비스 업체의 운영과 관련해서는 이해관계 및 거래관계에 대한 공시의무를 엄격히 하여 객관성을 유지하

19) 송민경, 앞의 논문.

도록 해야 할 것이다.²⁰⁾

또한 의결권 자문 서비스업은 규모의 경제가 커서 독점적 시장이 형성되기 쉽기 때문에, 독점의 폐해나 또 다른 이해상충 문제가 발생되지 않도록 독립적인 복수의 자문 서비스 제공자가 형성될 수 있도록 정책적 환경을 지원할 필요도 있다.²¹⁾

한편, 자격요건과 관련해서 흥미로운 부분이 있다. 자본시장법상에서 거의 모든 금융투자업자는 주식회사를 등록 혹은 인가요건으로 한다는 점이다. 그렇다면, 의결권 자문서비스 업자는 영리법인 그중에서도 주식회사에게만 허락할 것인가 하는 점이 해결해야 할 숙제로 남을 것이다.

2. 선관주의에 입각한 의결권 행사 의무 강화

국내에서는 기관투자자의 기업경영 참여를 유도하여 기업지배구조를 개선하겠다는 취지하에 1998년 이후 의결권 행사가 자유화되었다. 그러나 현재 선관주의에 입각한 적극적인 의결권 행사가 미약하며 이에 대한 법 규정의 보완이 필요한 것은 살펴본 바와 같다.

따라서 집합투자업자와 신탁업자의 의결권 행사 관련 조항(자본시장법 제87조, 제112조)에 선관주의 및 충실의무에 입각한 적극적 의결권 행사를 권고하는 조항을 추가하는 것을 고려할 필요가 있다.

이를 위해 참고가 될 만한 것이 바로 영국의 Stewardship Code이다.²²⁾ 영국 FRC(Financial Reporting Council)와 기관투자위원회 (ISC, Institutional Shareholder's Committee)의 Stewardship Code는 기관투자자의 선관주의

20) 이시연, “금융회사 지배구조 개선을 위한 기관 투자자의 역할 강화 방안”, 「금융 VIP 시리즈」, 9월호, 한국금융연구원, 2011.

21) 미국의 ISS 역시 의결권 행사 자문 서비스 시장을 독점하고 있어 독점으로 인한 폐해가 지적된 바가 있다(이행규, “미국 기관투자자들의 의결권 행사와 Proxy Advisory Firm”, 「지평지성」, 2008).

22) 송민경, 앞의 논문.

의무와 공시 강화를 강조하고 있는데, 이에 따르면 기관투자자들은 Stewardship²³⁾ 의무 수행을 위한 정책을 공시하여야 하고, 명확한 의결권 행사 지침을 가지고 이에 따른 행사 결과를 공개해야 하며, 의결권 행사 내역에 대해 주기적으로 보고해야 한다는 것을 핵심 내용으로 하고 있다. 즉 이런 기관투자자의 선관주의의무 모범규준을 제정하여 기관투자자의 의결권 행사 책임을 강화하는 것도 한 가지 방법이 될 수 있는 것이다.

이보다 엄격한 방법으로는 중요 사안을 정하여 의무적으로 의결권 행사를 규정하는 방법도 생각해 볼 수 있을 것이다. 이를테면 금융지주 회사의 경영권 승계 계획 수립 등 궁극적으로 수익자의 이익에 큰 영향을 미치는 중요한 사안을 선별하여 기관투자자의 이에 대한 의결권 행사를 의무화하는 방안을 고려하는 것이다. 다만, 이 경우에는 먼저 기관투자자들이 이러한 중요 사안에 대해 명확하고 투명한 의결권 지침을 미리 설정하도록 하여 재량적인 의사결정의 소지를 완화하는 것이 중요할 것으로 판단된다.

3. 구체적 의결권행산지침 공시 강화 방안

기관투자자들의 금융회사에 대한 의결권 행사의 투명성을 높이고 시장의 평가를 용이하게 하기 위해서는 기관투자자들로 하여금, 현재보다 명확하고 구체적인 의결권 지침을 설정하도록 할 필요가 있다. 현재 다수의 국내 기관투자자들이 구체성을 결여한 의결권 행사 지침을 보유하고 있어서, 의결권 행사의 유효성과 투명성이 낮은 편이다.

개별 기업에서 활용할 수 있는 행사 지침이 구체적이지 않다면 공적 기관 혹은 제3의 기관에서라도 구체적인 의결권 행사 지침을 제공할 수 있어야 하는데 우리나라의 경우 아직 이마저도 여의치 못한 상황

23) 선량한 관리자의 의무(선관주의의무, Stewardship).

이다. 한국기업지배구조연구소(CGS)나 최근 자산운용협회에서 나온 ‘기관투자가 의결권행사 가이드라인’은 전반적인 지배구조 모범기준을 토대로 작성된 것으로 각 운용사별 정책방향이나 환경들을 충분히 고려하지 못했다는 의견이 지배적이다.

이의 개선을 위해서는 일정조건 이상의 기관투자자들은 중요사안에 대해서 일정 수준 이상의 구체성 기준을 만족하는 지침을 의무적으로 설정할 필요가 있다. 또한 현재 자본시장법은 의결권공시대상법인에 대해 의결권행사내용과 사유 등을 공시하도록 하고 있는데, 이에 더해 의결권행사지침도 의무적으로 공시할 필요가 있겠다. 기관투자자가 주주총회에서 찬성 혹은 반대의 의견을 던질 때, 이것이 수탁자로서의 의무를 다하는 것인지 평가하는 데 있어 가장 기초가 되는 정보이기 때문이다. 현재의 공시 수준은 의결권 행사 조직이나 절차를 추상적인 수준에서 밝히는데 그칠 뿐이며, 주총 의안별 지침은 거의 공개되지 않고 있다.

이를 위해 참고할 만한 것이 바로 공적 연기금에 대한 의결권 행사 가이드라인의 경우, 공개가 의무사항으로 되어 있다는 점이다. 국가재정법 제64조에서 신의성실의 원칙에 따라 의결권을 행사하고 공시하도록 의무를 지우는 한편, 79조에서 보유자산의 의결권 행사에 대한 기준과 절차에 관한 사항을 담은 자산운용지침을 마련하고 이를 국회에 제출하도록 하였다.²⁴⁾

24) ‘국민연금기금의 의결권 행사 지침(2011)’, 국민연금공단, 2011년 초 국민연금은 “국민연금기금 의결권 행사지침”을 개정하였는데 그 주요 내용 중 하나는 국내 기업에 대한 의결권을 행사할 때, 외부 의결권 전문기관의 자문을 구할 수 있다고 새로이 명시한 점이다. 그전까지는 외부 자문을 해외 주식에 대해서만 받을 수 있었는데, 규모에서 절대적인 국민연금이 의결권 자문서비스를 활용할 수 있도록 지침을 개정했다는 점에서 향후 의결권 자문서비스 시장의 성장이 기대된다.

4. 주주 총회 제도의 변경

한편 자산운용사 등 국내 기관투자자들은 주총이 임박해서야 공고하는 상장사들이 많아 의안을 검토할 시간이 부족하다고 말한다. 현행 상법상 상장사들은 주총 의안을 2주 전까지만 통지하면 된다. 게다가 주총이 특정일에 몰려 주총 2주 전에 통보를 받고 5일 전까지 수십 개의 의안을 분석해야 하는 상황이라 의결권 행사에 적극적일 수 없다는 것이다.²⁵⁾

따라서 상장사들의 주총 소집 공시를 앞당겨야 한다는 지적이 나온다. 미국 등에서는 한 달이나 6주 전에 주총 소집을 통지하는 예를 받아들여, 우리도 최소한 3~4주 전에 공고하도록 상법을 개정해야 한다는 의견이 개진되기도 한다.

또한 기관투자자가 주주총회일 5일 전까지 의결권 행사 내용을 사전에 공개하도록 하는 제도 또한 개선이 필요하다. 사실 이 제도의 핵심은 ‘사전’이 아니라 ‘공개’에 가깝다. 의결권을 투명하게 행사해서 기관투자자의 책임성을 높이려는 게 제도의 주된 취지인데, 사전에 공개하도록 강제하는 바람에 시간이 모자란 기관투자자의 의결권 행사를 더욱 힘들게 만들고 말았다.

미국에서 기관투자자는 의결권 행사 내용을 사전에 공개할 필요가 없으며, 따라서 주주총회 시기에는 의안을 확인하고 수집한 정보와 자료를 바탕으로 의안분석에 매진하면 된다. 이후 1년에 한 번 8월에 그전까지 의결권을 행사한 내용을 정리해 감독기구인 증권거래위원회(SEC)에 제출하면 그만이다. 이와 같은 미국의 사례를 참조해서, 공시시기로 인한 부담이 의결권 행사를 제약하지 않도록 제도개선 방안을 모색해야만 할 것이다.

25) “자산운용사 의결권 공시 ‘주총 뒤로’, 금융위, 주주권리 행사 역주행”, 한겨레, 2012년 2월 27일자, http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/521044.html

Ⅵ. 결 론

이상으로 짧게나마 한국에서의 펀드 의결권 행사의 현황과 문제, 그리고 그 해결방안에 대해 살펴보았다. 본 보고서에서의 논의는 기관투자자들의 의결권 행사가 현실적으로 활발하게 이루어지지 못하고 있는 점에 대해 주목하고 이를 해결하기 위한 방안을 강구하는 데 초점을 맞추었지만, 그러나 기관투자자들의 의결권 행사를 금융 당국이 일방적인 형태로 강제하는 것 역시 올바른 방향은 아닐 것이다.

특히 펀드 운용사들이 막강한 펀드 자금을 가지고 기업에 관여하기 시작하면 기업 경영이 불안해질 가능성이 있고, 오히려 의사결정이 단기적으로 흐를 수 있다는 점 역시 간과해서는 안 된다. 따라서 펀드 의결권을 강화하기 위한 정책적 방법을 모색하면서, 동시에 기업의 경영권을 보호하기 위한 방법에 대한 고민도 필요하다.

주제어 : 기관투자자의 의결권 행사, 펀드 투자, 자산운용사, 주주총회 제도, 대리의결권 행사

[Abstract]

The Study on the Exercise of Voting Rights by Institutional Investors

So-Young Hwang*

As the portion of indirect investment in Korean stock market has increased, the attention to the voting right of indirect investors, such as fund, has also grown. And yet, most of investing fund of asset management companies have not been interested in exercising the voting right. Moreover, even if the institutional investors participate in exercising it, they just act as so-called 'yes men' to the itinerary, therefore, it is very hard to expect the positive effect of voting right.

The purpose of this study is to propose the desirable ways to promote institutional investor's exercising the voting right. In the second chapter followed by introduction, the jurisprudential significance and pattern of voting right would be studied. In the next chapter, the current condition of how institutional investors exercise their voting right would be examined. In the fourth chapter, the reasons of why Korean institutional investors are not interested in the voting right would be investigated. In the final chapter, the ways of solving the problem of voting right would be proposed.

**Key Words : the exercise of voting rights, institutional investors,
indirect investment**

* J. D. Candidate 2014, Konkuk Law School