



이슈와 논점



이슈와 논점 | 제1580호 | 2019년 5월 9일 | 발행처 국회입법조사처 | 발행인 김하중 | www.nars.go.kr

국내 의결권자문사 관련 현황 및 향후 과제

조영은*

1. 들어가며

2016년 우리나라에서 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」(이하 ‘스튜어드십코드’)이 도입됨에 따라 주주총회에서 기관투자자의 역할이 강화되었고 이에 기관투자자에게 의결권 행사 방향을 자문하는 의결권자문사(proxy advisory firms)에 대한 관심 또한 높아지고 있다.

스튜어드십코드(stewardship code)란 기관투자자가 고객이 맡긴 금전을 잘 관리하기 위해 투자대상 회사의 의사결정에 주주로서 적극 참여해야 한다는 원칙이다. 기관투자자들은 이와 같은 원칙을 준수하고, 주주권 행사의 적정성을 담보하기 위해 의결권자문사의 전문적인 의안분석을 참조하고 있으며 스튜어드십코드 제도가 정착해 갈수록 이와 같은 현상은 더욱 심화될 것으로 예상된다.

의결권자문사가 기관투자자를 통해 회사의 주주총회에 영향을 줄 수 있다면, 그 의결권자문의 내용이 정확하고 공정해야 할 것이다. 그러나 아직 의결권자문의 정확성, 공정성을 담

보할만한 제도가 마련되어 있지 않은 상태라는 지적이 많다. 이 글에서는 의결권자문사의 현황 및 문제점을 살펴보고, 해외사례를 참고하여 우리나라 의결권자문사의 발전을 위한 과제를 검토하고자 한다.

2. 현황 및 문제점

(1) 현황

현재 우리나라 기업의 주주총회 의안을 분석하여 기관투자자에게 자문을 제공하여 수익을 얻는 기관은 Institutional Shareholder Service(이하 ‘ISS’), Glass, Lewis & Co.(이하 ‘Glass Lewis’)와 같은 외국계 기관과, 한국기업지배구조원(이하 ‘KCGS’), 대신경제연구소(이하 ‘대신’), 서스틴베스트가 있다.

이 중 ISS와 Glass Lewis는 매년 2만건 이상의 주주총회 의안을 분석하는 글로벌 1,2위 의결권자문사이다. 해당 기관들은 15년 넘게 우리나라 주식시장에 큰 영향을 줄 수 있는 외국 기관투자자들에게 의결권자문서비스를 제공

하며 평판¹⁾을 쌓아왔으며, 이를 토대로 글로벌
주주총회 결과에 영향력을 발휘하고 있다.

한편으로, 서구에서는 이와 같은 기관의 영향
력을 견제하기 위한 논의가 진행되어 왔다. 그
결과 ISS와 Glass Lewis는 이해상충 방지 방안
마련에 관한 자료 등을 공개하고 있으며, 2017
년 의결권자문사에 대한 규제 강화 안을 포함한
금융선택법안(Financial Choice Act of 2017)
2)이 미국 하원을 통과하기도 하였다.

우리나라 의결권자문사의 경우 유가증권시
장 상장 기업뿐만 아니라 코스닥시장 상장기업
의 의안분석 서비스를 제공한다는 점에서 국내
기업의 주주총회에 대한 잠재적 영향력이 작다
고 할 수 없다. 하지만 외국계 기관과 달리 국내
의결권자문사는 의안분석 업무 수행 경력이 7
년 미만으로 상대적으로 짧아 아직 개별 회사의
자문 서비스를 평가할만한 시장의 평판이 확립
되어 있다고 보기는 어렵다. 또한 아직까지 의
결권자문사와 관련된 별도의 규제나 감독이 이
루어지지 않고 있다.

[표 1] 의결권자문사 현황

회사	서비스 개시	특징
ISS	1985	- 2천개 이상 기관투자자 고객 - 4만4천 건의 주주총회 분석
Glass Lewis	2003	- 1천3백개 이상 기관투자자 고객 - 2만건의 주주총회 분석

1) Timothy M. Doyle, 「The Conflicted Role of Proxy
Advisors」, ACCF, 2018, 제12면
(2017년도 주주총회에서 미국 최대 기관투자자 중 하나
인 BlackRock이 ISS 및 Glass Lewis 의견을 수용한 비율
은 찬성 의견에는 각 87.9% 및 83% 반대 의견에는 각
9.2% 및 51.7%)

2) SEC 등록 의무화, 일반투자자에 대한 추천 방법론·이해
상충 방지 정책·업무영역과 고객 구성에 대한 공개 방안
을 포함하였으나, 상원을 통과하지 못했다.

회사	서비스 개시	특징
KCGS	2012	- 3백개 회사의 2천2백건 이상의 주주총회 안건 분석(2019년) - 국민연금 의결권행사 자문
대신	2014	- 404건 이상의 주총 의안 분석(2019년) - 대신금융그룹 산하 민간경제연구소
서스틴 베스트	2012	- 사회책임투자(SRI) 관련 업무 수행 - 민간 의결권자문사

자료: 각사 홈페이지

(2) 문제점

현재 국내 의결권자문사와 관련하여 크게 3
가지 개선필요사항이 지적되고 있다.

첫째, 의결권자문 내용의 공정성을 담보할 제
도적 장치가 존재하지 않는다. 대부분의 의결
권자문사는 의결권자문업을 통해 이윤을 추구
하는 기관이므로 고액을 제공하는 기관에 유리
한 의결권 자문을 할 가능성을 배제하기 어렵
다.³⁾ 또한 기관투자자에 대한 의결권 자문과 기
업에 대한 컨설팅 서비스를 함께 제공하는 경
우, 다른 금융서비스를 겸영하는 경우 등 이해
상충 문제가 발생할 여지가 있으나 이를 방지할
방안이 아직 마련되어 있지 않다.

둘째, 의결권자문 내용의 정확성 및 투명성을
확보할 방법이 부족하다. 국내 의결권자문사의
인력은 한정된 반면 주주총회는 3월말까지 약
1,900건 이상의 주주총회가 집중 개최된다. 이
와 같은 상황에서 의결권자문사는 다수의 주주
총회 안건을 단시간에 분석해야하므로 정보처
리 과정에서 오류가 발생할 수 있다⁴⁾. 또한 의
결권자문사가 주주총회 의안 분석 시 사용하는
데이터 및 해당 데이터 처리 방법론이 공개되어

3) Timothy M. Doyle(2018), 제24면

4) 최문희, 「의결권자문회사에 대한 입법 과제와 법적 쟁점」, 『서
울대학교 法學2』, 2016

있지 않아 기관투자자로서는 의안 분석에 오류가 있었다는 사실을 파악하기 어렵다.

셋째, 의결권자문사의 전문성 및 역량을 담보할 최소한의 장치가 마련되어 있지 않다. 즉 의안 분석 담당자 및 해당 담당자의 상법 등 관련 법률에 대한 지식수준 및 관련경력 보유 여부가 공개되지 않아 의안분석자의 전문성을 확인하기 어렵다. 또한 개별 의결권자문사가 보유하고 있는 전문 인력의 수 및 1인당 얼마나 많은 회사의 안건을 분석하고 있는지에 관한 정보가 공개되지 않아 의결권자문사의 자문 역량을 명확히 파악하기 어려울 수 있다.

3. 해외 사례

미국의 경우 의결권자문사에 대한 투자자문사 등록을 강제하지는 않지만 스스로 투자자문사로 등록할 경우 「1940년 투자자문업법」(「Investment Advisers Act of 1940」)상 규제를 적용한다. 또한 「SEC Staff Legal Bulletin No. 20」(이하 ‘SEC 지침’)을 통해 의결권자문사에게 이익상충을 발생시킬 가능성이 있는 중요한 관계 및 분석대상 안건에 대하여 의결권자문사가 갖는 중대한 이익을 공시하도록 장려하고 있다⁵⁾.

EU의 경우 의결권자문사들의 자율협약(Best Practice Principles, 이하 ‘BPP’)을 통해 마련한 모범규준⁶⁾과 기관투자자의 스튜어드십코드

준수를 통해 의결권자문사를 규율하고 있다. BPP의 모범 규준에 따르면 의결권자문사는 자문 서비스의 질적 향상을 위해 의안 분석 방법론을 공개해야 한다. 또한 의결권자문사는 이해상충 방지를 위해 서비스 제공과 관련한 잠재적·실제적인 이익 상충 문제를 해결하기 위한 절차를 마련하여 투자자들에게 공개해야 한다. 마지막으로 의결권자문사는 주식 발생회사, 의안 찬성자와 같은 이해관계자와 주기적으로 의사소통하여 의안분석 및 검증 과정의 투명성을 높이도록 해야 한다.

4. 향후 과제

(1) 겸업 상황 및 이해상충 방지방안 공시

의결권자문사와 관련한 이해관계자의 이익 상충 문제 발생 가능성을 줄이고 의결권자문 내용의 공정성을 확보할 필요가 있다. 다만 겸업 시에도 제도적·기술적 방화벽을 설치⁷⁾하는 등 적절한 내부 통제 장치를 통해 공정성을 확보할 수 있다면, 겸업 자체를 금지하는 것은 개별 회사의 성장 측면에서 과도한 제한이 될 수 있다. 그러므로 겸업을 전면적으로 금지하기 보다는 겸업 상황 및 이해상충 방지 정책을 공개하도록 하는 것이 합리적일 것이다.

구체적인 공시 방안으로는 미국 SEC 지침과 같이 이익상충이 예상되는 ‘중요한 관계’와 의결권자문사가 의안을 분석하면서 얻게 되는 ‘중대한 이익’을 공개하는 방안과 EU BPP 모범

5) 최문희(2016), 제228면

SEC, Division of Investment Management, Staff Legal Bulletin No. 20(IM/CF),2014

6) BPPG, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis,2014.3

7) 송홍선, 「국내 의결권자문회사의 신뢰성 제고 방향」, 『자본시장포커스』, 자본시장연구원, 2019, 제3면

기준과 같이 잠재적·실제적 이익 상충 문제를 해결하기 위한 절차를 공개하는 방안을 함께 고려해 볼 수 있다.

(2) 의안 분석에 대한 사후 공개

의결권자문사가 분석한 의안 및 해당 분석을 근거로 한 자문의 정확성 및 투명성을 높이기 위해 EU BPP 모범기준과 같이 의안분석의 방법론을 기관투자자에게 공개할 필요가 있다. 다만 ISS, KCGS 등은 의결권자문을 수행하기 위해 분석틀을 미리 마련해 두고 회사의 데이터를 입력하는 방식으로 의안 분석을 하고 있으므로⁸⁾, 구체적인 분석틀을 기관투자자들에게 공개하는 것은 회사의 영업상 주요한 정보를 공개하는 것이 되어 개별 회사에게는 부담이 될 수 있다.

따라서, 의결권자문시장의 성장과 의안분석의 정확성 제고간의 균형을 적절히 고려하여, 의결권행사에 대한 대략적인 지침 및 구체적인 의안분석에 사용된 데이터를 사후적으로 공개하도록 하는 방안을 고려해 볼 수 있다.

(3) 담당자 공개 및 평가 체계 구축

의결권자문사의 전문성을 강화하기 위해 의안분석 담당자를 공개하고, 사후 공개된 의결권자문에 대해 기관투자자가 엄격히 평가하는 시스템 도입이 필요하다.

의결권자문사의 인적·물적 역량을 보장하기 위해 강력한 인·허가 제도를 도입할 수도 있겠으나 이는 이제 성장하기 시작한 우리 의결권자문사 시장에는 적합하지 않을 수 있다. 그러므

로 별도의 진입장벽은 두지 않되 의결권자문사에게 스스로 의안 분석 담당자의 수, 경력, 처리안건 수 등을 공개하게 하고 기관투자자가 이를 통해 전문성을 갖춘 의결권자문사를 선택하도록 돕는 것이 바람직할 것이다.

또한 기관투자자에게 의결권자문사에 대한 주기적인 평가를 공시하게 할 필요가 있다. 특히 주요 대형 연기금의 경우, 해당 기관의 의사결정이 시장에 미치는 영향을 고려하여 적어도 2개 이상의 의결권자문사의 의견을 참고하도록 하고, 의결권자문사를 주기적으로 평가하여 낮은 평가를 받은 회사는 교체하도록 하는 것이 의결권자문 시장의 발전에도 도움이 될 것이다.

5. 나가며

스튜어드십코드 도입으로 의결권자문사의 영향력이 커지는데 반해 아직까지 우리나라는 적절한 관리방안이 마련되어 있지 않으므로 이에 대한 규제체계를 마련하는 것이 필요하다. 이를 위해 의결권자문사에 대하여 겸업 상황 및 이익상충 방지체계, 이미 수행한 의안분석 관련 정보, 의안분석 담당자를 공개하도록 하고, 기관투자자가 스튜어드십코드에 따라 의결권자문사의 서비스를 엄격히 평가하게 할 필요가 있다.

□ 「이슈와 논점」은 국회의원의 입법활동을 지원하기 위해 최신 국내외 동향 및 현안에 대해 수시로 발간하는 정보 소식지입니다.

8) 최문희(2016), 제192면