

자본주의 역사와 지배구조의 진화

Economist 임동민
3771_9342
dmlim2337@iprovest.com

자본주의 체제와 주식회사 모델의 지속 가능한 성장을 위해서는 기업 지배구조 개선이 필요하다. 소유와 경영이 분리된 미국의 주주 자본주의는 기관 투자자와 소액주주들의 기업관여가 주주가치를 극대화시키고 자본시장과 경제성장을 선순환시키는 역할을 지속하고 있다. 유럽과 일본의 기업 모델인 이해관계자주의 역시 주주 및 이해관계자에 의한 기업지배구조 개선이 경제 생태계의 지속 가능성을 높이고 있다. 한국 경제 역시 포용 성장 패러다임 속에서 기업지배구조 개선의 움직임이 태동하고 있다. 스튜어드십 코드와 이에 의거한 주주 및 이해관계자들의 건전한 기업관여는 주식회사라는 경제 공동체의 가치 극대화를 지향한다. 기업지배구조 개선을 시작으로 한국 경제와 투자의 도약을 기대한다.

CON- TENTS

3	Summary
4	프롤로그, Greed is good!
6	기업지배구조 개론과 선진국의 역사 기업지배구조 정의와 역사 기업지배구조 구성과 유형 기관투자자 주주활동 스펙트럼 적극적 주주권과 공격적 주주권
18	한국 포용적 성장에 있어 기업지배구조 개선의 의미 한국 경제와 기업지배구조 역사 대기업 집단의 문제 중소기업의 혁신여력 감소 기업지배구조 3 원칙 해외 기업지배구조 적용 추세
34	기업지배구조 개선의 기관투자자 역할 및 경제적 효과 스튜어드십 코드란? 해외 스튜어드십 코드 도입 현황 한국 스튜어드십 코드 도입의 시작과 확산 스튜어드십 코드를 둘러싼 논란 해외 연기금 자본주의 사례 (CalPERS, GPIF) 지속가능경영 및 배당성향 확대로 기업가치 향상
53	에필로그, Is greed good?

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.



Summary

20세기 글로벌 경제성장의 원동력은 시장경제, 자본주의, 그리고 주식회사이다. 시장경제는 생산과 소비의 교환, 자원과 가치의 배분이 가격에 의해 경쟁적이고 효율적으로 전개되는 공간이다. 자본주의는 자본형성 기여에 따라 생산수단의 소유를 결정하는 메커니즘이다. 주식회사는 분산된 자본을 모아서 자산화해서 부가가치를 창출하고, 분배하는 공동체이다.

특히 기업은 소비자와 노동자, 생산자와 자본가를 연결하는 핵심적인 매개체이다. 기업은 고용을 창출해 노동소득과 소비의 근원을 형성하고, 투자를 통해 경제성장의 동력을 제공하며, 주주에게는 이익배당, 채권자에게는 이자를 지불해 자본소득을 형성한다. 기업의 이러한 과정이 반복되면서 경제는 성장하고 가치와 유동성은 순환된다. 이러한 점에서 기업은 시장경제와 자본주의 메커니즘에서 가장 중요한 경제주체이며, 따라서 기업지배구조도 중요한 이슈가 된다.

기업지배구조는 기업의 경영과 통제에 관한 시스템으로 기업경영에서 주주와 경영진 및 기타 이해집단간 관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영 메커니즘을 의미한다.

선진국 기업지배구조는 영미계의 주주자본주의, 유럽계의 이해관계자주의로 나뉜다. 주주자본주의와 이해관계자주의는 각각 장단점이 있지만 주주, 이사, 감사, 채권자, 임직원, 공급자와 구매자 및 고객 등 이해관계자들이 경영진과 협력 또는 견제를 통해 기업과 관련된 생태계가 창출하는 가치를 극대화하는 것이 관건이다. 기업지배구조는 이러한 균형달성에 필수조건이다.

한국 경제는 대기업과 제조업 위주의 압축 및 고도성장을 이룩해 왔으며, 재벌 중심의 지배구조가 긍정적 역할을 해 왔다. 그러나 이 과정에서 대기업 집단의 계열사 지분을 동원한 지배구조 집중이 기업의 혁신 부재, 소득 불균형을 야기하고 이는 정치, 경제적 갈등 요인을 확대해 경제성장의 지속 가능성을 낮추는 요인으로 작용하고 있다. 정부가 향후 새로운 패러다임으로 제시하고 있는 포용성장을 위해서는 기업지배구조의 개선이 요구된다.

스튜어드십 코드란 기관투자자들이 기업의 의사결정에 개입할 수 있도록 하는 제도를 의미한다. 2009년 영국에서 시작되어 2014년 일본, 2017년 EU와 미국에서 도입되었으며 전세계적으로 확대 도입되고 있다. 전세계 자본시장의 성장으로 기업들의 소유구조는 분산되었으며, 연기금과 자산운용사 등은 주요 기업들의 지배주주로 등극하게 되었으며 한국의 상황도 마찬가지다. 이러한 가운데 기관투자자들이 수익자의 이익을 위해 보유자산, 특히 기업의 지배구조 개선 및 주주관여 정책의 활성화를 통해 수탁자 책임을 강화해야 한다는 요구가 크다.

한국의 스튜어드십 코드는 2016년 도입되고, 2018년 국민연금에서 도입을 결정하여 2019년부터 본격적으로 적용될 전망이다. 연기금 사회주의라는 우려보다는 연기금 자본주의로서 기업지배구조를 점진적으로 개선해 기업과 관련된 이해관계자 및 경제 생태계를 회복하는 순기능에 주목해야 한다. 또한 기업가치와 성장자본 조달 기능 회복을 가져올 수 있다. 한국의 기업지배구조 개선의 움직임은 경제와 투자의 새로운 시대를 열 것으로 기대한다.

프롤로그

Greed Is Good!

1987년 미국에서 개봉한 「월스트리트」는 거장 올리버 스톤이 증권사 브로커였던 아버지의 도움을 받아 직접 각본을 쓰고 감독한 영화로 내용은 간단하다. 젊고 야심만만한 증권회사 중개인인 버드 폭스(찰리 쉰)이 월스트리트의 악명 높은 금융가인 고든 게코(마이클 더글라스)를 만나, 불법적인 투자수단으로 돈을 벌다가 둘다 같이 감옥에 간다는 결말이다.

흔한 권선징악적 스토리의 영화가 크게 흥행한 이유는 마이클 더글라스가 연기한 악당 고든 게코 덕분이었다. “탐욕은 좋은 것이다(greed is good)”라는 명언을 남긴 고든 게코를 연기한 마이클 더글라스는 1988년 아카데미 남우주연상을 받았으며, 이후 부패하지만 카리스마 넘치는 독보적인 캐릭터를 갖게 되었다. 마이클 더글라스가 연기한 고든 게코는 금융의 본질을 꿰뚫고 있는 매력적인 악역으로 현실의 투자자, 금융가, 비즈니스맨들의 우상이 되었다고 한다. 지금도 “greed is good”이라는 말은 금융계와 MBA 스쿨의 금과옥조처럼 쓰이고 있다.

실제로 미국 MBA의 많은 비즈니스 스쿨에서는 영화 속 고든 게코의 연설 비디오를 틀어준다고 한다. 고든 게코는 텔다 페이퍼라는 회사의 적대적 인수를 시도하면서 경영권 인수 승인을 위한 주주총회에서 연설하게 된다. 주주총회에서 텔다 페이퍼의 기존 이사진들은 고든 게코가 악랄한 기업 사냥꾼(corporate raider)으로 오직 자신의 이익만을 생각할 뿐 근로자들의 앞날이나 회사의 명예는 안중에도 없다고 비난하면서 주주들에게 반대표를 던질 것을 촉구한다. 이후 고든 게코의 명연설이 시작된다. 다음은 고든 게코의 연설 전문 번역이다.

[도표 1] 영화 월스트리트 1987에서 마이클 더글라스가 연기한 고든 게코의 연설 장면



자료: <http://www.americanrhetoric.com/Moviespeeches/moviespeechwallstreets.html>

“텔다 페이퍼의 대주주로서 제(고든 게코)께 발언 기회를 주신 크롬웰 씨(개인대주주이자, 이사회 의장 및 CEO)께 감사 드립니다. 신사, 숙녀 여러분(텔다 페이퍼 주주총회 참석자들) 우리는 환상을 논하는 게 아니라 현실을 직시해야 합니다. 미국은 더 이상 최고의 국가가 아닙니다. 무역적자와 재정적자는 개선될 조짐이 보이지 않습니다.

자본주의 시대에 미국이 가장 강력한 패권을 발휘한 시기의 주역은 바로 주주들이었습니다. 위대한 산업제국을 건설한 카네기와 멜론은 일찍이 그 위험성(현재 미국의 약화)을 알고 있었습니다. 지금 경영자들은 회사의 지분이 거의 없습니다. 지금 여기 계신 경영자들의 지분을 다 합쳐도 3%가 채 되지 않습니다. 크롬웰 씨는 텔다 제지의 지분을 겨우 1% 보유했지만 연봉은 무려 100만 달러를 받고 있습니다.

경영자들은 회사의 주인인 여러분의 돈을 가로채서 비싼 점심을 먹고 회사의 비행기를 타고 사냥과 낚시 여행을 다닙니다. 이러한 경영자들은 황금 낙하산(golden parachute: 인수대상 기업의 CEO가 인수로 인해 임기 전 사임하게 될 경우를 대비해 거액의 퇴직금, 저가에 의한 주식매입권, 일정기간 동안 보수와 보너스 등을 받을 권리를 사전 고용계약에 기재해 안정성을 확보하고 기업의 인수비용을 높이는 방법으로 경영자를 보호하고 적대적 M&A를 방어하는 전략의 하나)으로 보호됩니다.

텔다 페이퍼에는 연봉 20만 달러가 넘는 부사장이 33명이나 됩니다. 저는 두 달간 33명의 부사장이 하는 일이 뭔지 찾아 보았지만 알아내지 못 했습니다. 작년 텔다 페이퍼는 1억 1천만 달러 손실을 봤습니다. 장담하건대 이 손실의 반은 부사장들이 서류낭비에 쓴 겁니다. 무능력자가 살아남는 게 새로운 진화의 법칙인가 봅니다. 일을 똑바로 못 하는 사람들은 사라지는 게 맞습니다. 제가 텔다 페이퍼에 관여한 거래에서 250만 명의 주주가 120억 달러의 이익을 챙겼습니다. 저는 회사를 망치려고 하는 게 아니라 회생시키려고 합니다.

탐욕이란, 이보다 더 좋은 단어는 없습니다, 좋은 것입니다. 탐욕은 올바르고 전진하는 정신의 정수를 포착해서 길을 내어 명확하게 합니다. 삶과 돈, 사랑, 지식에 대한 탐욕은 인류를 운택하게 합니다. 탐욕은, 제 말처럼, 텔다 페이퍼 뿐만 아니라 미국이라 불리우는 또 다른 불량기업을 되살릴 것입니다.”

고든 게코는 연설을 마치고 주주총회에 참석한 수많은 사람들의 기립박수를 받는다. 그 이후 고든 게코는 텔다 페이퍼 주식에서 더 큰 수익을 거둔다. 자세한 과정은 생략되어 있지만, 고든 게코는 텔다 페이퍼 이사회, 경영권에 참여해 손익을 개선하는 구조조정에 착수했을 것이다. 텔다 페이퍼의 경영진을 교체하고, 비용을 축소하고, 개선된 수익을 주주가치로 환원시키는 조치를 단행했을 것이며, 주가가 높아진 상태에서 주식을 매각해 더 큰 수익을 거두었을 것이다.

게코의 연설에는 주주 자본주의(shareholder capitalism)의 핵심 메시지가 고스란히 담겨 있다. “기업의 주인은 주주이며, 경영진은 주주의 이익을 대변해야 한다.”는 것이다. 또한 “미국의 강한 산업과 경제를 이끄는 원동력은 주주 자본주의를 통해 실현된다.”는 주장도 담겨 있다.

기업지배구조 개론과 역사

기업지배구조 정의와 역사 : 기업의 대한 견제에서 적극적 참여로의 전환

제2차 산업혁명 이후 글로벌 경제의 성장에서 가장 큰 역할을 한 것은 1) 시장경제, 2) 자본주의, 3) 기업이다. 시장경제는 생산과 소비의 교환, 자원과 가치의 배분이 가격에 의해 경쟁적이고 효율적으로 전개되는 공간이다. 자본주의는 자본형성 기여에 따라 생산수단의 소유를 결정하는 메커니즘이다. 기업은 자본을 자산화해서 부가가치를 창출하고, 분배하는 공동체이다.

특히 기업은 소비자와 노동자, 생산자와 자본가를 연결하는 핵심적인 매개체이다. 기업은 고용을 창출해 노동소득과 소비의 근원을 형성하고, 투자를 통해 경제성장의 동력을 제공하며, 주주에게는 이익배당, 채권자에게는 이자를 지불해 자본소득을 형성한다. 기업의 이러한 과정이 반복되면서 경제는 성장하고 가치와 유동성은 순환된다. 이러한 점에서 기업은 시장경제와 자본주의 메커니즘에서 가장 중요한 경제주체이며, 따라서 기업지배구조도 중요한 이슈가 된다.

위키백과는 기업지배구조에 대해서 1) 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자들의 관계를 조정하는 메커니즘, 2) 경영자원의 조달과 운용 및 수익의 분배 등에 대한 의사결정 과정과 이에 대한 감시기능의 총칭, 3) 기업가치의 극대화를 위해 기업의 이해관계자간 대리인 비용(agency cost)과 거래 비용(transaction cost)을 최소화하는 메커니즘, 4) 기업의 경영을 감시, 규율하는 것 또는 이를 행하는 기구로 정의하고 있다.

[도표 2] 기업지배구조에 대한 다양한 정의

	정의
Ticker (1994)	기업지배란 기업의 방향에 대한 지배권을 형성하고, 경영자의 행동을 감독하며, 법률제도에 의해 정해진 책임을 수행해나가는 것을 의미
Blair (1995)	기업지배란 소유가 분산된 기업에서 누가 기업을 통치하고, 기업활동에서 발생하는 수익과 위험을 어떻게 배분할 것인가를 규정하는 법적·제도적·문화적 메커니즘을 일컫음
Shleifer & Vishney (1996)	기업지배란 기업에 자금을 제공한 투자자들이 투자에 대한 수익을 보장받기 위해 경영진의 지원배분에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법을 의미
일본기업지배구조 원칙 (1998)	기업지배구조란 통치권을 가진 주주를 대신하여 이사회가 경영방침과 전략에 관한 의사결정을 하고 장기적인 주주이익의 추구를 위해 경영자의 경영권 행사를 감독하는 행위
OECD Principle (1999)	기업지배구조는 기업의 경영과 통제에 관한 시스템으로 기업경영에서 주주와 경영진 및 기타 이해집단간 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영 메커니즘을 의미

자료: 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임, 한국경제연구원(1999년)

기업지배구조는 미국의 정경유착과 기업의 비윤리적이고, 비인도적인 행동을 억제하기 위한 일종의 사회운동으로 시작되었다. 1960년대에는 전쟁을 지원한 기업, 1970년대에는 정경유착을 둘러싼 스캔들이 민간 부분에서 기업지배구조에 참여해야 한다는 의식을 낳게 하였다. 1980년대 들어서는 기업의 인수, 합병 시장에서 경영권 분쟁 및 보호를 둘러싸고 주주와 경영진 간 주인-대리인 문제 해결로써 투자자들의 기업지배구조에 참여하게 되었다. 또한 기업의 주요한 구성원 중 하나인 노동자의 경우에는 근로조건 및 퇴직연금의 보장을 위해 연기금 등 기관투자자를 통해 기업지배구조의 의사결정에 참여하게 되는 움직임이 나타나게 되었다. 그러나 주주가치 극대화라는 목표 가운데, 기관투자자는 기업의 이익증대 요구에 따라 비용절감 등의 이유로 상시적 구조조정 압력에 놓여지게 되는 결과도 낳게 되었다.

1990년대 들어서 미국에서는 주주-이사회-경영진의 기본적인 지배구조 가운데, 사외이사와 기관투자자들의 역할로 체제가 정비되었고, 이러한 흐름이 영국, 독일, 프랑스, 일본으로 확대되어 1996년 OECD에서 지배구조 5원칙을 제시하고 이를 구체화하는 권고를 공시하면서 선진국 및 글로벌 전반으로 기업지배구조에 대한 관심이 확대되게 된다.

2000년대에는 미국의 엔론, 월드콤과 같은 대기업들의 분식결산과 파산으로 지배구조의 투명성 요구가 더욱 확대되어 2002년 회계, 감사 부분이 지배구조의 한 축으로 자리잡았다. 기업 지배구조에 대한 평가는 M&A 등 시장원리에 기포한 모델에서 주주-이사회-감사 구성 등 정책기반의 모델로 전환되었으며 이러한 가운데, 기관투자자 역할은 더욱 확대되었다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 기업지배구조에 대한 관심과 투자자들의 참여 요구는 더욱 높아졌다. 특히 2010년 영국에서 기관투자자들의 적극적 주주활동을 장려하기 위한 정책적 의도로 도입된 스튜어드십 코드(stewardship code)는 기타 유럽, 일본, 한국 등으로 확대되고 있다. 기업지배구조는 소극적 견제에서 시작되었으나 현재는 적극적 참여로 전환되는 추세다.

[도표 3] 기업지배구조에 대한 인식 변화 : 기업에 대한 견제에서 적극적 참여로 전환되는 추세

시기	내용
1960년대	기업의 조직, 운영에 있어 거버먼트(government), 거버넌스(governance)라는 용어가 사용되기 시작 베트남 반전운동 중 네이팜탄(napalm bomb: 나프타에 네이팜제로 불리는 증점제를 첨가해 젤리 모양으로 만든 것을 충전한 유지 소이탄. 미군이 개발해 매우 높은 온도(900~1300도)에서 연소하고 광범위한 지역을 불태워 파괴) 제조를 비판 소비자 주권운동 중 제너럴 모터스의 독점과 자동차 설계 오류에 대한 비판, 각지에서 공해문제에 대한 비판 정부의 개입에 대한 기업의 비윤리적이고 비인도적인 행동을 역제한다는 관점으로 거버먼트, 거버넌스를 사용
1970년대	리처드 닉슨 대통령 재선위원회에 의한 위법 현금, 록히드 마틴의 뇌물 및 부정 현금 등 기업 스캔들이 잇달아 발각 펜실베이니아 철도 도산, 록히드 에어크래프트사 경영위기 직면 기업들의 분식결산과 내부거래가 행해지는 것 등이 발각되어 투자자의 관점에서 본 거버넌스 문제가 다루어지기 시작
1980년대	미국에서 대규모 기업매수-합병(M&A)가 진행되고 기업 경영자는 증권시장에서 적대적 매수 상황에 노출, 적대적 매수를 방어하기 위해 많은 기업들이 포이즌 필(poison pill: 적대적 M&A 공격을 받는 기업이 경영권 이전과 같은 일정한 조건이 성취되었을 때 발행사의 보통주 1주에 대해 혈값에 한 개 또는 다수의 주식을 매입하거나 다수의 주식으로 전환될 수 있는 권리, 혹은 회사에 비싼 값에 주식을 팔 수 있는 권리를 하나씩 부여하기로 하는 계획) 등 방어책 그러나 이러한 경영권 방어 조치가 경영자가 자기의 이익을 위해 기업 및 주주의 이익을 훼손할 가능성으로 작용 연기금 등 기관투자자가 지배구조에 참여하게 되는 역할. 1974년 종업원 퇴직소득 보장법에 의해 연금 운용자의 수탁책임 정해짐. 1988년 노동성이 제출한 에이본 레터(the avon letter)에 의해 자산운용을 수탁한 기관투자자는 위탁자를 대신해 운용대상 기업의 의결권을 행사하도록 권고 기관투자자는 주식운용에 따른 주주가치 증대를 강화하고 기업에 이익향상 등에 대한 강한 요구. 이러한 시장의 압력에 따라 미국 기업에서 구조조정이 진행되고 많은 기업에서 포이즌 필 철폐를 위한 주주총회 결의가 전개
1980~1990년대	1990년대 초반 GM, IBM, 아메리칸 익스프레스 등 대기업에서 투자자의 후원을 입은 사외이사에 의해 CEO가 교체. 1990년대 미국에서 기관투자자와 사외이사 역할을 통한 지배구조 체제가 정비 미국 뿐만 아니라 영국, 독일, 프랑스, 일본 등에서 기업지배구조 문제가 주목되기 시작. 1996년 OECD는 각료이사회회의 요청에 의해 지배구조에 관한 경제자문 그룹을 설치하고 국제적인 지배구조 문제에 개입. OECD는 지배구조 5원칙으로 1) 주주의 권리 보호, 2) 모든 주주의 공정한 대우, 3) 이해관계자 권리의 인식과 지배구조에의 참가, 4) 정보공개와 투명성의 확보, 5) 이사회회의 책임을 제시하고 이를 구체화하는 권고를 공시 기관투자자는 국경을 넘는 투자의 증가에 의해 지배구조 강화를 향한 국제적인 연대와 제휴. 1995년 미국을 시작으로 각국 기관투자자에 의한 국제적인 기업지배구조 네트워크(ICGN) 조직
2000년대	미국에서 2001년 12월 엔론사, 2002년 7월 월드콤사 도산 후 분식결산 판명되면서 자본시장에 대한 신뢰 붕괴 지배구조에 대한 불신 고조. 2002년 7월 회계-감사-지배구조의 3대 개혁을 위한 사베인옥슬리법 제정 M&A 시장의 열기가 식으면서 기업지배구조 시스템이 시장원리에서 정책기반의 모델로 변화되면서 기관투자자 역할이 주목. 2003년 미국 증권거래위원회(SEC)는 기관투자자들이 투자자 이익 우선하는 의결권 행사를 장려하는 법안 도입 일본에서 2004년 10월 세이부 철도의 주주현황 부실기재, 2005년 9월 가네보, 2006년 1월 라이브도어의 유가증권보고서 허위기재 문제로 2006년 6월에 일본판 SOX 법이라고 하는 금융상품거래법 제정
2010년대	영국은 회사의 지배구조 문제에 주주는 관여하지 않는 풍조가 만연했으나 2008년 금융위기를 맞으면서 기업 리스크 완화의 효율성 및 적정성 확보를 위한 기업지배구조 역할에 주목. 2010년 기관투자자의 적극적 주주활동을 장려하기 위한 정책적 의도로 스튜어드십 코드 제정. 2012년 7개 원칙을 공표 일본은 고도성장기에 일본적 경영이라고 불리는 독특한 기업관행과 주거래 은행에 의한 일본형 기업지배구조가 형성되었으나, 주거래은행에 의한 기업감시력이 떨어진다. 지적에 따라 지배구조의 변혁이 요구되고 있음. 2012년 일본과 EU, 2016년 한국이 스튜어드십 코드를 도입

자료: <https://ko.wikipedia.org/wiki/기업지배구조>, 기업지배구조의 모든 것 - 주주, 이사, 감사의 역할과 책임/연강홍, 이호영, 손성규 저/클라우드나인(2018년)

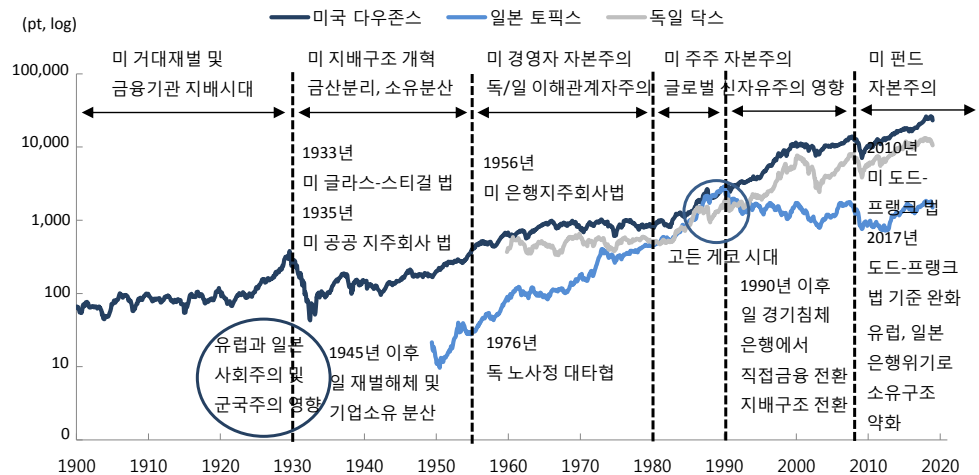
영화의 소재는 있음직한 일이다. 「월스트리트」의 고든 게코의 모델은 1980년대 ‘정크 본드의 황제’, ‘M&A 시장의 숨은 거래자’로 불리었으며 1989년 저축대부조합(S&L) 스캔들 당시 내부정보 및 부당거래로 감옥에 간 마이클 밀턴이었다. (고든 게코를 배신한 버드 폭스의 실제 모델은 마이클 밀턴과 내부정보를 이용해 막대한 차익을 맛보던 보스키 데이였다고 한다. 실제로 보스키는 작전세력의 몸통으로 밀턴을 지목해 형량과 벌금을 낮추었다.)

고든 게코의 강연(?)을 통해 주주 자본주의 개념과 미국의 기업 지배구조(corporate governance)의 역사도 간단하게 볼 수 있다. 미국 기업의 지배구조가 초기 창업자 중심에서 경영자 중심으로, 그리고 주주 중심으로 전환되는 과정이 바로 그것이다. 그리고 고든 게코가 걱정하던 당시 미국을 약하게 만들었던 독일, 일본의 기업의 지배구조인 이해관계자주의(stakeholderism)가 부상했던 시기도 있었다.

20세기 초반까지 미국은 거대 금융기관과 재벌 가문에 거대 성장기업의 지분 중 가장 큰 부분을 차지했다. 게코가 추앙했던 카네기, 벨론, 그리고 록펠러, 밴더빌트, 듀폰, 피프스, 모건 등이 있었다. 그러나 1929년 대공황 발생 이후 자유방임 자본주의와 독점현상에 대한 비판과 압력으로 지배구조 개혁이 진행된다. 1933년 글라스-스티걸 법으로 상업은행과 투자은행이 분리되고 1933년 공공부분의 지주회사 법으로 금융기관들의 제조기업 지배력이 억제되었다.

이후는 경영자 자본주의(managerialism) 시대였다. 기업들의 지분은 광범위하게 분산되고 전문경영인에 의해 지배되었다. 초기 주주총회에서 이사회를 구성하고 경영진을 선임하게 되지만 시간이 갈수록 주주의 영향력은 약화되고 경영진이 이사회를 구성하고 이사회가 경영진을 선임하는 과정에서 경영자들의 대한 견제가 점차 약화되게 되었다. 주주와 경영자 사이의 주인-대리인 문제가 발생하게 되었으며 고든 게코가 경영진을 신랄하게 공격한 시기이다.

[도표 4] 미국, 일본, 독일의 기업지배구조 변화의 역사



자료: Bloomberg, 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임/한국경제연구원(1999년), 교보증권 리서치센터

1970~80년대 미국의 경영자 자본주의 시대에 유럽과 일본에서는 이해관계자주의가 대안적인 기업지배구조로 부상하였다. 경영자들의 도덕적 해이(moral hazard : 주인과 대리인 관계에서 비대칭 정보로 인해 대리인이 주인에게는 바람직하지 않지만 자신의 이해에 부합하는 행동을 취하려는 경향)으로 미국 기업과 경제의 후퇴 가운데 독일과 일본이 부상한 시기다. 주주 자본주의와 이해관계자주의는 중요한 지배구조 형태로 나중에 자세히 다룰 것이다.

1980년대 이후 미국에서는 ‘주주 자본주의’의 시대가 열렸다. 고든 게코와 같은 기업 사냥꾼이 투자은행, 뮤추얼펀드, 연기금, 헤지펀드 등의 기관투자자의 형식으로 기업지배구조에 적극적으로 개입하고 적대적 M&A를 활발히 전개하는 시기다. 이 시기에는 투자자들의 기업관여 뿐만 아니라 구조조정(restructuring), 기업분할(spilt off) 등과 같은 경영전략, 세부적인 가치평가, 차입매수(leveraged buyout), 청산 등 다양한 자금조달 및 수익회수 방안이 등장한다.

신자유주의(neoliberalism) 경제사조도 1980년대 이후 강력하게 자리 잡았다. 신자유주의는 주류경제학적 사고를 근간으로 개인의 자유를 최고의 가치로 인정하며, 개인의 자유를 보호, 증진하기 위해 정부는 재산권, 자유시장, 자유무역을 절대적으로 추진했다.

워싱턴 컨센서스(Washington consensus)는 신자유주의 실현을 위한 정책 매뉴얼로 1) 재정 건전화, 2) 공공지출 정비, 3) 세계 개혁, 4) 금융 자유화, 5) 경쟁적 환율, 6) 무역 자유화, 7) 외국인투자 개방, 8) 공기업 민영화, 9) 규제 완화, 10) 지적재산권 보호의 내용을 담고 있다. 워싱턴 컨센서스는 국가 뿐만 아니라 기업의 구조조정 방향을 제시해 경쟁력을 향상하는 목표를 추구한다. 그러나 끝없는 경쟁력 경쟁은 기업의 끊임없는 구조조정 압력을 수반하게 된다. 즉 주주 자본주의는 시장에서 기업가치를 평가하고 주주가치의 수익화를 결정할 수 있게 하지만 경쟁, 특히 글로벌 경쟁격화에서 도태된 기업 및 이해관계자들의 피해로 귀결되었다.

독일과 일본의 기업지배구조인 이해관계자 모델 역시 이 시기에 약화된다. 미국 주주 자본주의에 의해 기업가치 및 자본동원 능력이 향상된 기업들의 성과가 급속히 개선되었기 때문이다. 물론 이 시기에 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르에 이어 중국 등 신흥 경제권의 국가 자본주의(national capitalism)이라는 독특한 기업지배구조의 도전에도 직면하게 되었다. 그 결과 독일과 일본 역시 기업의 지배주주(blockholder)로서 주요 이해관계자인 은행의 역할이 축소되고 기업의 직접금융 비중이 높아져 주주 자본주의가 침투하는 양상이 되었다.

2008~2009년 미국 서브프라임 모기지 위기를 계기로 글로벌 금융위기가 발생하였다. 금융위기의 원인으로 과도한 금융 레버리지가 지적되었고, 2010년 도드-프랭크법이 통과되었다. 도드-프랭크법 골자는 1) 시스템으로 중요한 금융회사에 규제 강화, 2) 은행의 자기자본 거래, 헤지펀드 및 사모펀드 투자 금지(Volcker rule), 3) 장외파생시장 규제 및 소비자금융 보호 강화로 경제와 기업지배구조에 미치는 금융의 역할 축소를 꾀하였다. 그러나 미국이 금융위기 영향을 탈피하면서 2017년 도드-프랭크법은 규제완화로 개정되었고, 미국의 거대 펀드를 통해 주주 자본주의는 재차 강화되고 있다. 유럽과 일본은 은행위기로 이해관계자주의 기업지배구조 모델은 위기를 맞고 있다. 미국이 다시 강화되고 있고, 고든 게코는 결국 승리자인 듯 하다.

[도표 5] 주식회사의 기원과 한계

주식회사는 지중해 시대에서 대서양 시대로 넘어오면서 발전되었다. 지중해 시대에는 이탈리아 상인 중심의 코멘다와 콤파니아가 있었다. 코멘다는 한번의 항해를 위한 조직이며, 콤파니아는 일정 기간 동안 계약 관계의 의한 조직으로 파트너십 구조였다. 주식회사의 원조는 영국에서 모스크바 대공국과 무역 독점권을 얻은 머스코비 회사로 이탈리아의 파트너십보다 자본조달액이 압도적으로 컸다.

대서양 시대는 코페르니쿠스 혁명에서 시작되었다. 중세의 질서는 아리스토텔레스의 우주론에 입각했는데, 우주는 닫혀 있고 지구는 멈춰 있다는 것이었다. 코페르니쿠스는 1) 천체는 하나의 동일한 중심을 공유하지 않음, 2) 지구의 중심은 우주의 중심이 아님, 3) 우주의 중심은 태양 가까이에 있음, 4) 지구에서 태양까지 거리는 지구에서 다른 별까지의 거리에 비해 하찮을 만큼 짧다고 주장하였다. 코페르니쿠스는 열린 우주론을 주장했으며 지동설과 대항해 시대를 열고, 신대륙 발견에 대한 시도로 전개되었다.

대항해 시대의 개막으로 선박을 건조하기 위한 막대한 자금이 필요하게 되었다. 국가에서 특허장을 받고 해외시장을 독점하는 특허회사가 탄생했다. 영국이 조세권을 담보로 한 국채를 발행하자 당시 동인도회사, 잉글랜드 은행, 남해회사가 이를 대량으로 매입했다. 국왕의 채무 시대가 끝나고 영속적인 기관인 의회가 채무를 보증해 국채의 시대가 시작되었다. 당시 영국은 국채와 특허회사의 주식을 교환했으며 남해회사의 자본금은 영국 명목 GDP의 25%를 차지하였다. 1720년 영국 국채를 전액 인수하려는 남해회사의 계획이 발표되면서 영국 주식 시장에 투기 붐이 일어났다.

자본이란 개념도 이때 나타났다. 자본이란 소유자가 이익을 만들기 위해 이용하려고 확고하게 결의한 것으로 단순한 화폐나 물건으로서의 성격 말고 이익을 내는 씨앗이다. 이러한 성격 때문에 자본을 반환할 때는 그 화폐나 물건의 가치뿐만 아니라 여분의 가치까지 반환해야 했으며, 이를 자본의 자기증식이라고 한다. 제2차 산업혁명 이후 거액의 자본을 조달해야 하는 기업가와 높은 수익을 추구하는 자본가가 주식회사 형태를 취했으며 발전하게 되었다.

그러나 애덤 스미스는 두 가지 이유로 주식회사에 비판적이었고 파트너십에 호의적이었다. 첫째, 민간 파트너십에게는 파트너가 다른 파트너 전원의 동의를 얻지 않는 이상 남에게 자신의 지분을 양도할 수 없고, 남을 파트너십에 참여시킬 수도 없다. 이에 비해 주식회사에서는 남에게 주식을 양도해 그 사람을 새로운 주주로 만들 수 있어 지분구조가 쉽게 바뀔 수 있다. 둘째, 파트너십이 무한 책임을 지는 데 반해 주식회사는 유한책임만을 진다. 주식회사의 유한책임이 작용하려면 소유와 경영의 상호 견제가 이루어져야 하는데, 실제로는 그렇지 않다. 즉, 주주는 경영에 관심을 갖지 않고 배당만 받으면 만족하므로 주주총회에서 이사를 관리할 생각을 하지 않게 된다. 깬브레이스는 대기업에서 아무런 기능도 하지 않는 이사회를 폐지하고, 그 대신 공적인 감사회를 설치하는 것이 바람직하다고 하였다.

자료: 주식회사는 왜 불평등을 낳았나/미즈노 가즈오/더남 출판사(2017년)

기업지배구조의 구성과 유형 : 영미식 주주자본주의와 유럽, 일본식 이해관계자주의

기업지배구조의 세 축은 1) 주주, 2) 이사, 3) 감사로 구성된다.

대규모 주식회사에서 일반적으로 소유와 경영이 분리되어 있다. 주주들은 주주총회에서 이사회 회의 이사를 선출하고 이사회는 경영자를 선임한다. 경영진은 주주이익을 위해 회사의 업무를 수행한다. 이러한 기본적인 구조에서 주주는 기업을 지배하는 주체로 볼 수 있으며 주주권은 기업지배에 참여할 수 있는 권리이자 한계를 의미한다. 따라서 주주의 역할을 명확히 하고, 주주권 행사의 범위를 정해 주주가 무엇을 해야 하고 무엇을 하지 말아야 하는지를 정하는 것이 기업지배구조 조성에 시작점이 된다.

이사회는 주주이익을 보호하기 위해 대리인 자격으로 경영자를 감시하고 회사업무진행의 의사 결정 기능을 수행한다. 다만 최근 기업의 소유권이 주주 뿐만 아니라 기업 자체에 있으며 이사회는 주주가치 극대화 뿐만 아니라 기업의 지속적 성장과 발전을 위해 존재한다는 연구와 주장이 활발하다. 따라서 이사회는 경영진을 통해 1) 주주가치 보호, 2) 기업의 장기적 발전, 3) 기업의 사회적 책임을 조합해 기업가치와 사회, 경제에 미치는 영향의 극대화를 목표로 한다.

감사는 기업 업무의 진행 또는 재산의 상황·회계의 진실성을 검사하며, 그 정당성 여부를 조사하는 역할을 한다. 기업의 성과에 의해 기업가치는 형성되고, 시장의 평가를 통해 차입 및 증자 등 자본조달과 고용, 투자의 의사결정을 진행하고, 임금 등 비용지출, 유보 및 배당 등의 수익배분을 결정하게 된다. 기업의 모든 의사결정과 재무제표 확정 등에 있어 공신력 있는 믿음을 제공하는 것이 바로 감사의 역할이다. 감사는 사외이사, 내부감사 및 외부감사가 담당하게 되는데, 전문성과 위기의식, 독립성 확보가 요구된다.

[도표 6] 기업지배구조의 세 축인 주주, 이사, 감사의 핵심원칙과 주요 공시사항

구분	핵심원칙	주요 공시사항
주주	주주의 권리	집중투표, 차등배당, 전자투표, 서면투표, 영문공시
	주주의 공평한 대우	
이사	3) 이사회는 기업과 주주이익을 위해 기업의 경영목표와 전략을 결정하고, 경영진을 효과적으로 감독하여야 한다	승계정책, CEO 와 의장 분리, 선임 사외이사, 이사후보 추천위원회, 사외이사 독립성 및 전문성, 이사회 개최빈도, 이사회 내 위원회, 사외이사 외부평가
	4) 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진과 감독할 수 있도록 구성해야 하며, 이사는 다양한 주주의견을 폭넓게 반영할 수 있는 투명한 절차를 통하여 선임되어야 한다	
	5) 사외이사는 독립적으로 중요한 기업경영정책의 결정에 참여하고 이사회의 한 구성원으로서 경영진을 감독, 지원할 수 있어야 한다	
	6) 이사회는 기업과 주주의 이익을 위한 최선의 경영의사를 결정할 수 있도록 효율적이고 합리적으로 운영되어야 한다	
	7) 이사회는 효율적인 운영을 위하여 그 내부의 특정기능과 역할을 수행하는 위원회를 설치하여야 한다	
	8) 사외이사의 적극적인 직무수행을 유도하기 위하여 이들의 활동내용은 공정하게 평가되어야 하고, 그 결과에 따라 보수지급 및 재선임 여부가 결정되어야 한다	
감사	9) 감사위원회, 감사 등 내부감사기구는 경영진 및 지배주주로부터 독립적인 입장에서 성실하게 감사업무를 수행하여야 하며, 내부감사기구의 주요 활동내역은 공시되어야 한다	내부감사부서 설치, 감사위원회 개최 빈도, 외부감사인 선임절차
	10) 기업의 회계정보가 주주 등 그 이용자들로부터 신뢰를 받을 수 있도록 외부감사인은 감사대상기업과 그 경영진 및 지배주주 등으로부터 독립적인 입장에서 공정하게 감사업무를 수행하여야 한다	

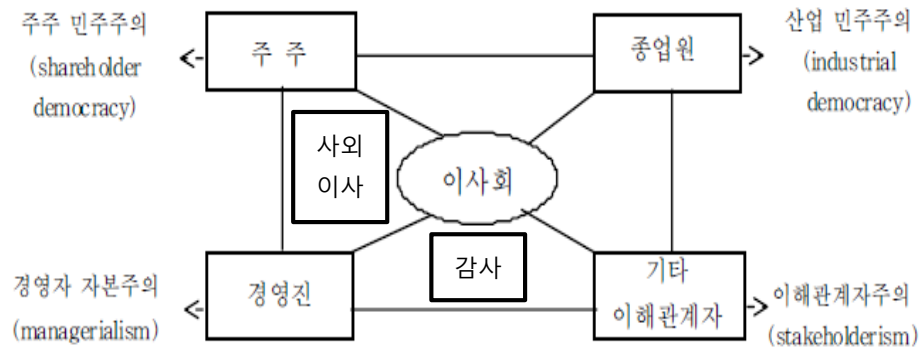
자료: 기업지배구조의 모든 것-주주, 이사, 감사의 역할과 책임/연광출, 이호영, 손성규 저/클라우드나인(2018년)

긴 역사 가운데 형성된 기업지배구조는 간접 민주주의에 의한 조직구성과 운영에 가깝다. 즉 주주들이 주주총회에서 이사회를 구성하고, 이사회에서 경영진을 선임하고, 사외이사와 감사 및 감사위원회를 통해 감시, 견제하는 것이다. 이 때 주주 뿐만 아니라 채권자, 종업원, 고객, 협력업체, 지역사회 등이 포함된 이해관계자들도 직간접적인 형태로 지배구조에 참여한다.

바람직한 기업지배구조는 어떤 것일까? 고객을 만족시키는 부가가치를 생산하고 판매하여 매출과 이익을 향상시키고, 생산성과 기업가치를 높여 고용과 투자를 유발해 지속 가능한 성장을 이뤄가도록 하는 것이다. 또한 임금, 법인세, 자본소득과 배당소득으로 경제 전반의 소득원천을 안정적으로 부여하는 것이다. 이 가운데 불법이나 부정의 요소를 배제하는 것도 중요하다. 한마디로 기업이 잘 조직되고, 운영되고, 분쟁의 소지를 공정하게 해결하는 메커니즘이다.

경영의 신이 있다면 기업지배구조 없이도 의사결정 및 견제와 균형을 이룰 수 있을 것이다. 그러나 경영의 신은 존재하지도 않고 사람들이 이를 믿지도 않는다. 따라서 경영진-종업원-협력사-고객의 연결과 주주-이사회-경영진-사외이사-감사의 견제와 주주-채권자 등의 이해관계와 시장과 국가 등 상호작용 매체들과의 협의, 즉 공개되고 투명한 지배구조가 요구된다.

[도표 7] 기업지배구조의 구성과 유형



자료: 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임 모색/한국경제연구원(1999년)

기업지배구조 구성에 있어 강조점에 따라 주주 자본주의, 경영자 자본주의, 이해관계자주의, 산업 민주주의 유형으로 구분된다. 그 중 1) 주주 자본주의와 2) 이해관계자 주의는 기업지배구조의 가장 중요한 분류이다. 주주 자본주의는 기업의 주인은 주주라는 재산권적 관점이 근간이고, 이해관계자 주의는 공공재로서 기업 및 사회적 책임을 보다 강조하였다.

주주 자본주의는 영국과 미국에서 발달되어온 지배구조 유형으로 기업경영의 목적은 주주가치 극대화이며 주주분포가 분산되어 있다. 이 때문에 지배주주가 존재하지 않아 주주총회에서 주주의 역할이 더욱 중요하다. 주주총회에서 이사회를 구성하고 이사회가 경영진을 선출한다. 이사회는 일원적이고, 사외이사 및 감사 등 내부통제 역할이 중요하게 작용한다. 증권시장 시세 및 경영권 시장에서 외부통제 평가가 나타나고 은행과 산업의 분리가 특징으로 나타난다.

반면 이해관계자 주의는 독일과 일본에서 발달되어 왔다. 기업경영 목적은 주주가치 극대화를 넘어 이해관계자 전체의 이익증진을 추구한다. 지배주주가 존재하는데, 단일 대주주 지분이 시간이 지날수록 약화되는 데 비해, 주거래은행 및 지방정부 등이 지분보유에 따라 영향력을 발휘한다.

다수지분을 확보한 지배주주의 이사회 구성 및 경영진 선임 영향력이 큰 것은 당연하다. 다만 경영과 관리 부분의 이원적 이사회, 혹은 감사위원회 분리 및 노동조합 근로자들의 내부통제 영향력이 크다. 외부통제의 경우 시장에서 평가는 약한 반면 주거래은행 및 이해관계자들이 경영자 혹은 이사진을 견제하게 된다. 금융과 산업 부분의 분리가 약하다.

주주 자본주의의 장점은 주주가치 극대화 목적이 단순하고, 지배구조 구성이 단순하다는 점이다. 주주총회에서 이사회 구성과 경영진 선임이 지배구조의 핵심이 된다. 다만 운영상 경영자의 권한과 대리인 비용이 확대될 가능성이 크다. 또한 단기이익에 치중해 장기적 의사결정이 배제될 소지가 있다.

이해관계자 주의의 장점은 포괄성이다. 다양한 이해관계자들의 의사가 고루 반영되기 때문이다. 그러나 의사결정 과정이 혼란을 빚을 수 있으며, 이해관계자들의 균형이 깨지게 되었을 때, 지배주주의 영향력에 의존하게 된다. 지분의 교환이 어렵다는 점에서 기업의 대응이 뒤쳐질 수 있으며, 산업 및 금융집중 현상이 심화될 수 있다.

[도표 8] 주주 자본주의와 이해관계자 주의 기업지배구조 비교

		주주 자본주의(shareholder capitalism)	이해관계자 주의(stakeholderism)
해당국가		미국, 영국 등 영미계 국가	독일, 일본 등 유럽 대륙계 국가
소유구조		소유-경영 분리	소유-경영 집중
기업의 기본 개념	기업이념	주주 주권주의(주주가 기업의 주인)	기업 공동체주의(기업은 하나의 공동체)
	경영목표 기업성과 측정	주주이익 극대화 기업의 시장가치(주식가격)	이해관계자이익 극대화 기업의 시장가치(주식가격), 고용관계, 공급자와 구매자간 거래관계 등 생태계 구성
규율수단		이사회의 경영감사: 내부통제장치 시장에 의한 규율: 주식시장 및 경영권시장 발달 - 자유로운 주식매매, M&A 허용	조직에 의한 통제이사회 등 회사법 거래은행의 경영감사 및 통제 : 내부통제장치
경제환경 및 특징	금융여건	자본시장 성숙 및 관련법제 완비 기업자금을 주로 자본시장에서 조달: 시장중심 직접금융 은행은 기업경영에 불간여 기관투자자의 높은 지분을	자본시장 미성숙 기업자금을 주로 은행을 통해 조달: 은행중심 간접금융 은행이 기업경영에 영향력 행사 대주주의 높은 지분을
	회계제도 특징	주주이익(배당)의 극대화를 위해 시가주의 회계 소유와 경영의 분리 주주이익을 중시하는 법제 소액주주 보호장치 존재 엄격한 기업정보 공개 요구	기업 및 채권자 입장에서 원가 중심의 보수적인 회계 소유와 경영의 중첩 또는 분리 이해관계자들의 공동이익 추구 기업경영의 안정을 중시해 M&A 제한
장단점	장점	투자위험의 분산으로 일반인의 기업투자 촉진 소유와 경영의 분리로 경영효율 제고	장기적인 안목에서 경영 가능 이해관계자의 이해상충 조화
	단점	경영자의 단기주의	다원적인 기업목표로 주주이익이 경시될 수 있음

자료: 선진경제 도약을 위한 기업지배구조 개혁/김용열, 조창현, 조명현/을유문화사

[도표 9] 미국, 독일, 일본의 기업지배구조 변화 과정

국가	기업지배구조 트렌드 변화
미국	<p>20세기 초반까지 거대 금융기관과 재벌 가문이 거대 성장기업의 지분 중 큰 부분을 차지</p> <p>대공황 발생으로 자유방임적 자본주의의 문제점, 특히 독점현상에 대한 정치적 비판 및 압력</p> <p>1933년 글라스-스티걸 법, 1935년 공공시설 지주회사 법으로 금융기관들의 제조기업 지배력 억제</p> <p>1956년 은행지주회사법에서 비은행기업의 은행주식 소유 금지해 금산 분리 확대</p> <p>이후 미국 주요기업들의 지분은 광범위하게 분산되고 전문경영인에 의해 지배</p> <p>경영자가 이사회를 구성하고 이사회가 경영자를 선임하는 상황에서 경영자들에 대한 견제 불가능</p> <p>1980년대 이후 경영자 자본주의의 폐해 지적. 경영진과 주주 사이의 대리인 문제 해소 논의</p> <p>투자은행, 뮤추얼 펀드, 연기금 등 대규모 기관투자자들의 개입 및 적대적 M&A 활발히 전개</p> <p>1990년대 이후 주주 자본주의 시대. 스톡옵션, 이사진 참여 등을 통해 경영진을 더욱 적극 감시 및 통제</p> <p>펀드 자본주의 압도적 전개, 기업사냥꾼과 적대적 M&A, 주주 행동주의, 대리인 비용 해소 조류로 주주가치 극대화 흐름</p>
독일	<p>독일의 기업지배구조는 복지국가의 건설을 위한 노-사-정 대타협의 이론적 기반이 되는 조합주의(Corporatism)의 영향</p> <p>주주보다는 이해관계자를 중시하고, 이해관계자 중에서도 특히 노동조합의 역할을 인정</p> <p>1976년 공동결정(Co-Determination)제에 의하면 2,000명 이상 고용하는 기업은 감독위원회에 노동자 대표 절반 차지 의무</p> <p>또한 대부분의 대기업 감독이사회에는 은행 대표자들이 포함 (독일 기업이 보유한 장기채무 중 약 80%는 은행대출)</p> <p>독일 기업지배구조의 또 다른 특징은 상호주식보유(Cross Ownership). 독일에서 차등의결권이나 의결권 상한제는 없음</p> <p>최대 보험회사인 알리안츠 AG와 최대 은행인 도이체방크는 사실 상 독일 주식회사의 지배주주이며 이를 중심으로 상호주식 보유</p> <p>독일의 경우 상법에 의해 채권자, 종업원 등 이해관계자 보호 위해 보수적인 회계기준 적용(예: 배당재원의 엄격한 규제)</p> <p>1980년 회사법은 내부자들로부터 소액 투자자 및 대중들을 보호하기 위해 이중이사회(이사회 및 감독이사회) 제도를 명문화</p> <p>주주들의 우편투표는 금지하나 은행을 통한 대리투표는 허용, 기업의 감시자로서 은행의 영향력 큼</p>
일본	<p>메이지 유신 이후 서구산업 국가들을 따라잡기 위해 국영기업 설립 및 서구식 제도 수용, 규모확대 이후 민영화 실시</p> <p>미츠이, 스미토모와 같은 전통 상인 가문과 미츠비시와 같은 신흥 가문이 이 기업들을 인수</p> <p>자이바추(財閥: 재벌) 명칭은 가문이 계열사들을 지배하는 피라미드 형태</p> <p>1920년대 말 대공황으로 재벌기업 존망의 기로. 미츠이, 스미토모, 미츠비시 등 은행소유 재벌은 생존, 그렇지 않은 스즈키 가문 실패</p> <p>1930년대 군국주의 특색으로 군부는 소비에트식 경제정책 도입, 기업들이 군국주의 목적 달성을 위해 이사회에 군부 대표자 파견</p> <p>1945년 이후 미국 군정체제 하에서 일본 기업지배구조는 미국의 영향을 받음. 뉴딜정책 영향 받아 재벌을 해체하고 지분을 민간에 매각</p> <p>이때 지배주주 가족들은 채권으로 보상. 그 결과 1952년 대부분 재벌기업은 미국과 영국과 마찬가지로 소유가 분산되는 지배구조 형성</p> <p>기업들이 M&A 위협에 처하자, 게이레추(系列: 계열) 제도 도입해 우호적 경영인들의 상호협정을 통해 적대적 매수를 방어할 정도의 블록 형성</p> <p>1950~60년대 게이레추의 확산으로 일본의 기업지배구조는 영미식 제도의 영향을 받지 않음</p> <p>일본 기업들은 종신고용, 연공서열, 내부승진을 통한 최고경영자 선발관행이 굳어지면서 이사회에 경영감독기능도 사실상 소멸</p> <p>일본 기업지배구조의 특징은 사내이사들의 비중이 압도적으로 높으며 사외이사들이 대부분인 미국 기업들의 이사회에 확연히 대비</p> <p>이는 1) 평생고용, 2) 은행 중심의 자본시장의 특징에서 기인. 빈번한 노동쟁의 감소를 위해 정부와 자본가는 애사심과 생산성 높이기 위해 고용안정 보장</p> <p>일본 은행들은 '한 지역 한 은행'이라는 원칙 하에 대형화. 또한 주거래은행 제도 하에서 은행은 대부분 대기업의 채권자인 동시에 지배주주</p> <p>주거래 은행은 사내 이사들과 지속적인 관계를 유지하면서 채권자이자 지배주주로서 영향력을 행사</p> <p>1990년대 들어 경제위기와 금융권 빚쟁 가운데, 대기업들의 자금조달전략이 은행차입에서 직접금융 중심으로 전환되면서 기업지배구조 전환 시작</p> <p>일본 기업들의 상호보유 지분 관행이 축소 등 소유구조 전환. 일본은 국제화 필수기업의 경우 영미형, 이해관계자 기반 기업은 경영구조의 부분적 수정</p> <p>영미식 지배구조 변화 기업의 적대적 M&A 위협 확대. 이에 따라 경영권 방어 목적의 자기주식 취득 허용, 제3자 및 기존주주의 신주예약권, 종류주식 발행 허용</p>

자료: 각국 기업지배구조의 결정요인 비교/경로의존성과 정치·역사적 특수성/한국경제연구원(2006년)

기관투자자 주주활동 유형과 스펙트럼

기관투자자들의 주주활동 유형은 1) 의결권 행사, 2) 사적 대화, 3) 주주 제안, 4) 캠페인, 5) 위임장 경쟁으로 구분된다.

의결권 행사는 가장 소극적인 주주활동으로 주주총회에서 경영진이 제안한 안건에 찬성, 혹은 반대 의사를 표시하는 것이다. 최근에는 경영진 제안에 반대 의결권 행사 빈도를 높이고, 기타 투자자들과 연대해 실제 안건이 채택되지 못 하도록 하는 관여가 증가하고 있다.

사적 대화는 주주가 경영자와 사적 대화를 통해 변화를 유도하는 수단이다. 경영자가 사적 대화에 응하지 않을 경우 주주는 주주 제안으로 해당 안건을 발의할 지 결정하게 된다.

주주 제안은 경영에 대해 특정 의안을 제안하는 법적 수단이며, 캠페인은 주주 제안을 통한 안건을 다른 기관투자자들에게 적극적으로 지지를 유도, 확보하는 주주권 행사의 형태이다. 소극적 캠페인은 이사선임에 반대, 적극적 캠페인은 이사후보를 추천하고 선임시키는 활동이다.

위임장 경쟁은 기관투자자가 1~2명의 이사를 선임한 후 경영진 교체, 재무구조조정, 회사분할 등 기업전략 전반의 수정을 요구하는 것으로 가장 공격적이고 비우호적인 전략이다.

위임장 경쟁은 헤지펀드의 주주행동주의의 전유물로 전통적인 기관투자자인 연기금, 뮤추얼펀드 등은 이 전략을 거의 사용하지 않는다. 우호적이고 건설적인 대화를 통해 투자대상 회사의 변화를 유도하는 스튜어드십 코드의 정신과는 잘 부합하지 않기 때문이다.

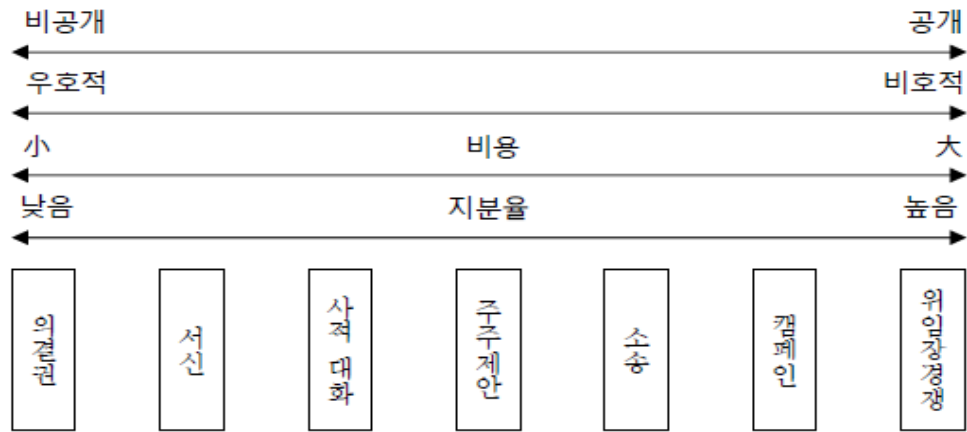
[도표 10] 기관투자자들의 주주활동 유형

구분	내용
의결권 행사 (proxy voting)	의결권 있는 주식을 보유한 모든 주주에게 주어지는 기본권, 주주총회에서 경영진이 제안한 안건에 대해 가부 형태로 의사를 표시한다는 점에서 소극적 주주권 최근에는 경영진 제안에 반대하는 의결권 행사 빈도 증가, 기타 투자자들과 연대 시 적극적 성격으로 변모
사적 대화 (private negotiation)	기관투자자가 소극적으로 의결권을 행사하는 수준을 넘어 적극적으로 주주권을 행사하는 출발점 경영자가 사적 대화에 응하지 않을 경우 주주들은 주주제안으로 해당 안건을 발의할 지 결정, 사적 대화의 내용은 비공개로 일반적으로 다른 주주와 공유되지 않음
주주 제안 (shareholder proposal)	주주가 경영에 대해 적극적인 관점에서 특정 의안을 제안할 수 있는 가장 일반적인 법적 수단 일정지분 이상을 보유한 투자자에게 주주총회에서 자신의 안건을 올릴 수 있는 주주 제안을 허용
캠페인 (campaign)	기관투자자가 투자대상 회사에 대해 원하는 것을 다른 기관투자자에게 적극적으로 공론화해 지지를 확보하는 주주권 행사 소극적 캠페인으로는 반대투표캠페인(vote no campaign), 적극적 캠페인은 이사후보를 추천하는 주주제안 후 지지를 받아 주총에서 위임장 경쟁
위임장 경쟁 (proxy contest)	기관투자자의 주주권 행사 중 가장 공격적이고 비우호적인 전략. 1~2 명의 이사 선임 후 경영진 교체, 기업전략 수정, 재무구조조정, 회사분할 등 기업전략 전반의 변화를 요구 위임장 경쟁은 사실상 헤지펀드 주주행동주의의 전유물로 우호적이고 건설적인 대화를 통해 투자대상 회사의 변화를 유도하는 스튜어드십 코드의 정신과는 잘 부합하지 않는 전략

자료: 스튜어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사/자본시장연구원(2018년)

주주활동은 공개여부, 기존 경영진과 관계, 지분율, 비용의 차이에 따라 소극적, 적극적, 공격적 성격이 구분된다. 의결권, 서신, 사적 대화의 주주활동은 비교적 소극적이고 비용이 낮고, 소송, 캠페인, 위임장 경쟁으로 갈수록 주주활동의 성격이 적극, 공격적이며, 비용도 많이 든다.

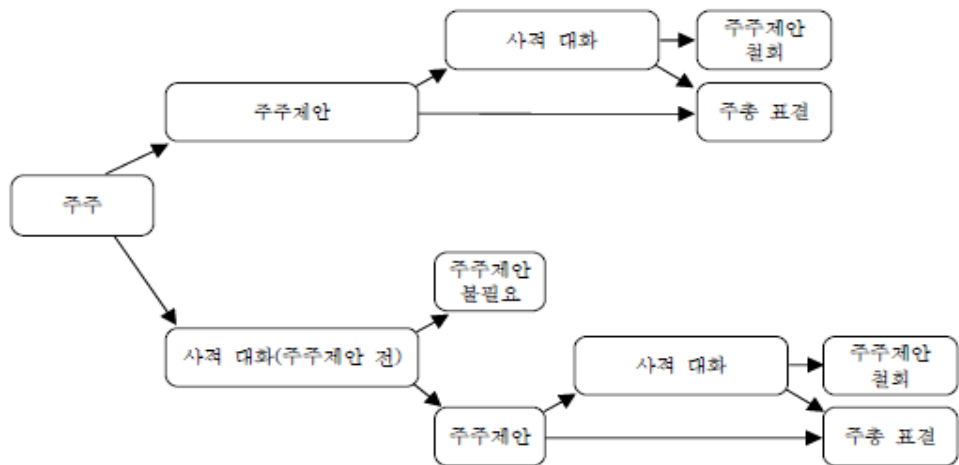
[도표 11] 주주권 행사 방식의 스펙트럼



자료: 스투어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사/자본시장연구원(2018년)

기관투자자는 투자대상기업을 점검하다가 기업의 장기가치와 상충하는 재무 및 비재무적 경영 요소가 식별되면 사적 대화 등을 통해 건설적인 주주활동을 수행할 수 있다. 기관투자자의 의견이 반영되지 않을 때 주주 제안을 실시하게 되는데, 이후에도 사적 대화를 통해 경영진과 합의를 이룰 수 있고, 이 경우 주주 제안은 철회되며, 대립이 지속될 경우에는 주주총회에서 표결을 통해 안건이 채택되며, 캠페인이나 위임장 경쟁 등의 적극적 주주권 시행이 전개된다.

[도표 12] 주주의 사적 대화와 주주제안 병행전략 개념도



자료: 스투어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사/자본시장연구원(2018년)

적극적 주주권과 공격적 주주권의 구분 : 연기금 자본주의와 주주 행동주의의 구분

기관투자자들의 주주권 행사는 소극적, 적극적, 공격적으로 분류된다. 이 중 스투어드십 코드에 입각한 주주활동은 소극적, 적극적 유형, 주주 행동주의에 입각한 주주활동은 적극적, 공격적 주주활동으로 구분할 수 있다. 주주행동주의는 가장 적극적이며 공격적인 주주활동인 위임장경쟁을 통해 경영진 교체, 재무구조 조정, 회사분할 등의 최종적 선택을 배제하지 않는다.

행동주의 투자철학은 미국 행동주의 투자자인 넬슨 펠츠의 “주가가 어떻게 움직일지 예측하는 대신, 주식을 산 뒤 그 기업이 주주이익 극대화를 위해 무언가를 하도록 만드는 것을 목표로 한다.”는 말에서 잘 드러난다. 미국의 주요 행동주의 헤지펀드는 트라이언펀드, 벨류액트 캐피탈, 아이칸, 퍼싱 스퀘어 캐피탈, 페어홈 캐피탈, 자나파트너스 등이 있다.

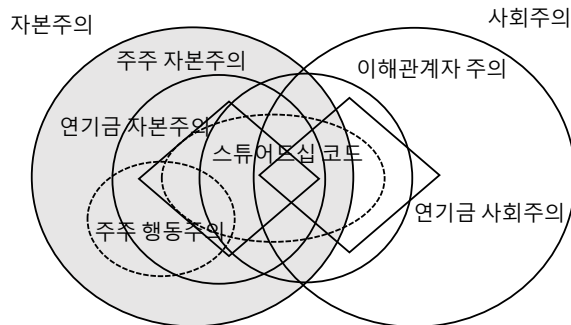
[도표 13] 2013~2016년 주요 행동주의 헤지펀드 현황

회사	최근 투자	Furtune 100 기업대상 캠페인 현황
Trian Fund Management, LP	P&G, GE	4
Value Act Capital Management LP	올림푸스	4
Icahn Associates Corp.	애플, 델	4
Pershing Square Capital Management	앨리칸	3
Fairholme Capital Management LLC	시어스	3
JANA Partners LLC	애플, 델, 홀푸드	2

자료: 스투어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사/자본시장연구원(2018년)

주주 행동주의는 주주권 행사 비율을 높인다는 점에서 연기금 자본주의 및 스투어드십 코드와 중첩되거나 공격적 주주활동을 통해 근본적인 기업전략의 수정, 내지는 해산까지 이르게 할 수 있다는 특이점이 있다. 다만 주주 자본주의의 범주 안에서 주주활동이 이뤄지는 것이며, 상법, 회사법, 증권거래법 등 법적 통제와 이해관계자 및 정치, 경제, 사회적 맥락이 고려되어야 한다. 즉 과도한 주주권이 경영권, 노동권, 소비자권리 등을 침해되지 않는지에 대한 규제는 필요하지만 기본적으로 주주권은 주식회사 내, 민주적 절차를 위한 기본권이라는 인식이 요구된다.

[도표 14] 자본주의, 주주 자본주의, 연기금 자본주의, 주주 행동주의의 범주



자료: 교보증권 리서치센터

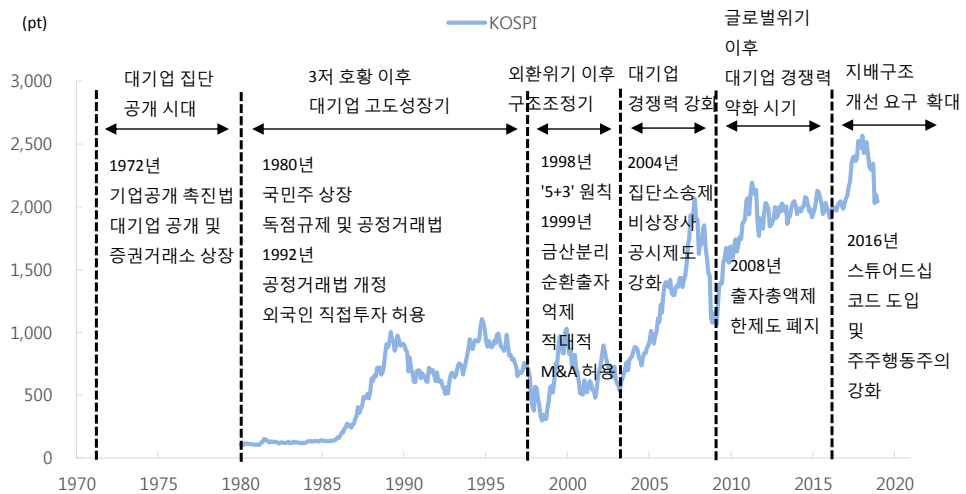
한국 포용적 성장에 있어 지배구조 개선의 의미

한국 경제와 기업지배구조 역사 : 대기업에 의한 성장, 대기업에 의한 한계

한국 경제는 가장 역동성 있게 성장한 대표적인 국가이며, 이 가운데 대기업 집단의 영향력이 컸다. 한국의 대기업 집단은 창업자 중심의 성장 및 사업 다각화가 위험을 분산하고 공급망의 수직계열화를 통해 생산 효율화 및 내부자본 및 생산시장을 형성해 성장의 토대를 마련했다. 또한 경영자 시장이 부족한 상황에서 계열사 간 경쟁을 통한 경영 효율화도 달성하였다.

물론 대기업 집단 중심의 경제성장은 금융기관 및 정부의 지원 효과를 간과할 수 없다. 금융기관 지원을 통해 저리자본을 조달해 자본비용을 낮추고 부채 위주의 양적 성장을 용이하게 하였다. 정부는 화폐가치의 점진적인 평가절하를 통해 수출 경쟁력을 지원하고 수도, 전기 등 공공서비스 요금을 인하해 왔으며, 외국 기업의 국내진출 제한으로 자국수요를 뒷받침해 주었다. 또한 기업 실패 시 공적자금 지원 등 정부의 보호 아래서 대기업 집단은 성장해 왔다.

[도표 15] 한국 주식시장과 대기업 집단 중심의 지배구조 변화



자료: KRX, 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임/한국경제연구원(1999년), 교보증권 리서치센터

1945년 한국 정부수립 이후 일본 소유의 귀속재산을 정부고위 관료 중심으로 매각하였고, 이를 민간에서 수용하기 시작하면서 재벌 및 대기업 집단이 형성되기 시작하였다. 1960~70년대에는 정부 중심의 경제개발 모델에서 1) 정부보조, 2) 국내시장 보호, 3) 금융 및 세제지원으로 대기업 집단은 공고화되었다. 물론 이 시기에는 활발한 고용창출로 경제성장에 기여했다. 1980년대에 대기업 집단은 경영권을 유지하면서 성장재원을 자본보다는 부채를 이용해 빠른 외형성장 효과를 달성하였다. 특히 1) 계열사간 대출, 2) 채무보증, 상호지분 보유 등 내부자본시장을 활용했으며 당시 3저(저유가, 저금리, 저환율) 호황 효과를 누리면서 역시 한국 경제의 빠른 성장에 기여하였다. 이 때까지 한국은 경제전반에 걸쳐 성장을 중시하고, 경영권 보호 강조로 대주주 중심의 대규모 기업집단, 즉 재벌체제가 강화되는 결과를 낳게 되었다.

그러나 1990년대 들어 한국 경제와 자본시장이 개방되면서 대기업 집단은 위기를 맞게 된다. 정부 및 금융지원을 받던 국내 기업들이 국제 경쟁력을 갖추지 못한 상태에서 글로벌 경쟁심화로 경영상황이 악화되었다. 특히 대기업 집단들의 계열사 중심의 내부거래가 시장의 경쟁을 지극히 제한하는 상황이었기 때문에 경쟁격화 및 거시경제 악화에 대처하기 어려웠다.

또한 1997~1998년 외환위기가 터지면서 그 동안 부채 위주로 성장해 온 국내 대기업 집단의 재무상태가 급격히 악화되고 연쇄 도산하면서 금융위기가 경제위기로 확대되는 결과를 낳게 되었다. 1997년 초반부터 연쇄 도산한 대기업 집단을 살펴보면 1월에 한보그룹(10위), 4월에 삼미그룹(26위), 진로그룹(19위), 5월에 대농그룹(44위), 한신공영그룹(58위), 7월 기아그룹(8위), 10월 쌍방울그룹(55위), 태영정밀그룹(81위), 11월 해태그룹(24위), 뉴코아그룹(27위), 12월 한보그룹(13위)이었는데, 과도한 차입활용이 도산의 원인이었음은 자명하다.

외환위기 결과 미국 정부와 IMF 등의 권고에 따라 '5+3 원칙'에 따른 대기업 집단 및 소유자 배구조의 규제가 시행되었다. 5대 원칙은 1) 기업경영의 투명성 제고, 2) 상호채무보증의 해소, 3) 재무구조의 개선, 4) 핵심역량의 집중, 5) 지배주주 및 경영자의 책임성 확립이었고, 3대 대책은 1) 산업자본의 금융지배 차단, 2) 순환출자와 부당한 내부거래 억제, 3) 변칙상속 차단이었다. 다만 당시 대책은 대우와 삼성, 현대와 LG 간 이른 바 빅딜이 오히려 소수 우량한 대기업 집단으로의 집중을 가져왔으며, 재무구조 개선에 초점을 맞춘 나머지 이사회 기능 정상화, 사외이사 및 감사제도의 실질화, 외부감사인 독립성 보장, 소액주주권 강화 등 지배구조 개선은 도외시되었다는 평가가 많았다. 또한 금산분리와 순환출자 규제를 강화하는 가운데 외국인 투자제한 폐지, 적대적 M&A를 허용한 조치는 역차별 및 역효과로 작용했다는 지적도 있다.

외환위기와 국내 내수침체를 극복한 2004년 이후에는 글로벌 호황기에 대기업의 경쟁력이 강화되었으며, 지배구조도 일견 개선된 시기다. 당시 증권집단소송제가 도입되고, 금융회사 보유자기계열사의 주식 의결권이 30%에서 15%로 축소되었으며, 비상장회사의 공시 강화 조치가 도입되었다. 또한 공정거래위원회 주도로 대기업 집단의 오너패밀리 지분과 의결권 간 괴리를 축소하는 정책이 시행되었다.

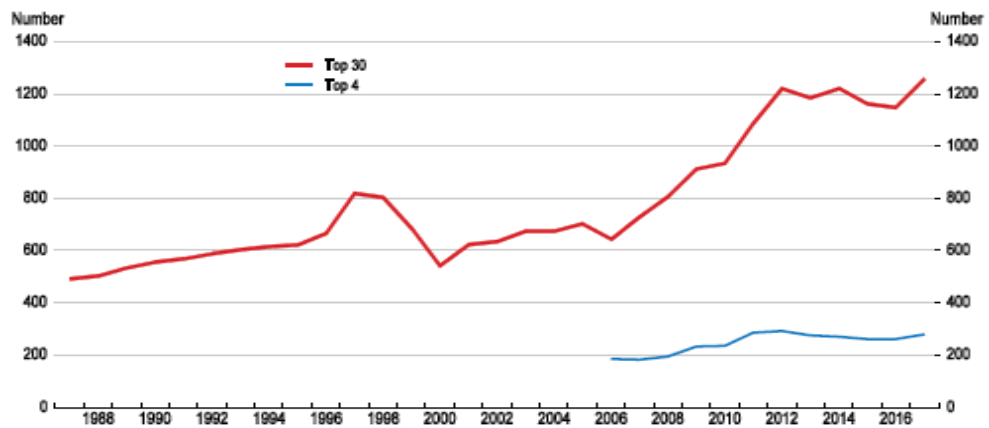
그러나 2008~2009년 글로벌 금융위기가 발생하면서 경기부양 정책의 일환으로 대기업 집단에 대한 규제완화가 실시되었다. 2008년 공정거래위원회 법 개정으로 출자총액제한 제도가 폐지되고, 상호출자와 채무보증제한 기업집단 기정기준이 2조원에서 5조원으로 상향되었다. 지주회사의 부채비율은 200% 이하로 제한되었으나, 비계열회사 주식 5% 이상 보유금지 규제가 폐지되었다. 다만 대기업 집단의 출자현황에 대한 공시제도가 도입되었다.

2016년 이후에는 재차 대규모 기업집단에 대한 지배구조 개선 요구가 강화되고 있다. 공정거래위원회는 대기업 집단에 대해 자율적으로 지배구조 개선을 요구하고 있다. 또한 국민연금을 중심으로 스투어드십 코드가 도입되고 있다. 행동주의 펀드인 엘리어트는 삼성, 현대차 그룹에 대해 의결권을 행사를 시도하였으며, KCGI는 한진그룹에 지배구조 개선을 요구하고 있다.

한국의 대기업 집단, 무엇이 문제인가? 계열사 통한 지배력 유지와 내부거래

작년 6월 OECD는 ‘포용적 성장을 위한 새로운 패러다임 달성’이라는 주제로 한국 경제에 대한 컨퍼런스를 열었다. OECD는 한국 경제의 소득 불균형, 고령화, 수출증가율 하락 등으로 생산성 하락에 따른 저성장 압력에 직면해 있음을 지적하였다. 한국 경제가 생산성을 개선하고 포용성을 촉진하기 위해서는 대기업 집단을 개혁하고 지배구조 개선이 필요함을 주장하였다.

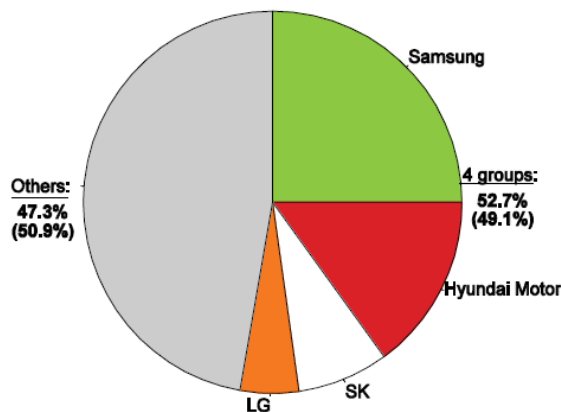
[도표 16] 한국 상위 기업집단 계열사 증가 추세



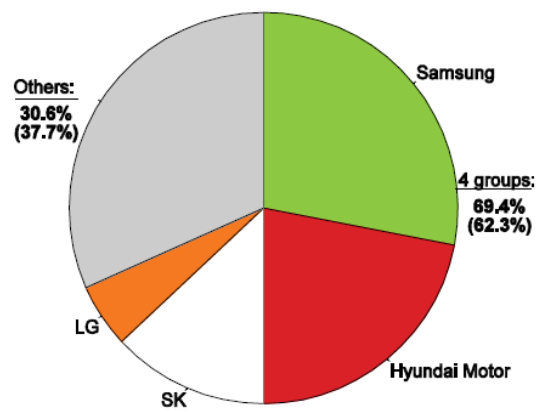
자료: Achieving a new paradigm for inclusive growth/OECD Economic Survey of Korea(2018년)

한국 대기업 상위 기업집단의 계열사는 지속적으로 증가하고 있다. 특히 삼성, 현대차, SK, LG 등 상위4개 대기업 집단의 영향력이 갈수록 확대되고 있다. 재벌일가는 계열사 지분을 통해 지배력을 유지하고 있다. 특히 대기업 집단에서 굴파기(tunneling), 계열사지원(propping), 편취(expropriation) 등 내부거래를 통해 발생하는 비효율, 비경제적 손실을 막지 못 하고 있다.

[도표 17] 2017년 한국 상위 4대 기업집단의 총자산 비중

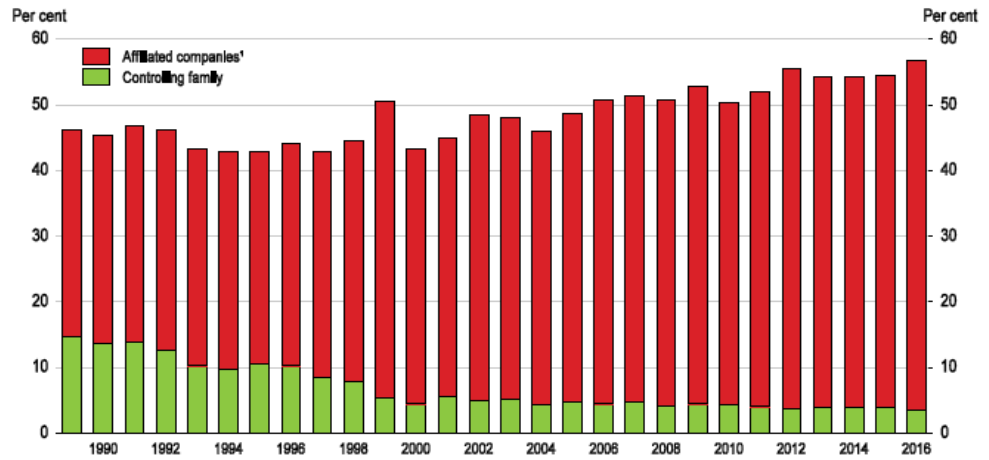


[도표 18] 2017년 한국 상위 4대 기업집단의 이익 비중



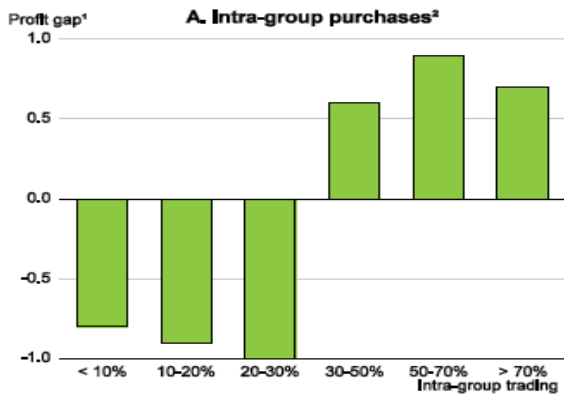
자료: Achieving a new paradigm for inclusive growth/OECD Economic Survey of Korea(2018년)

[도표 19] 한국 재벌일가의 지분율은 낮아졌으나, 계열사 보유 지분율은 역사상 가장 높게 상승

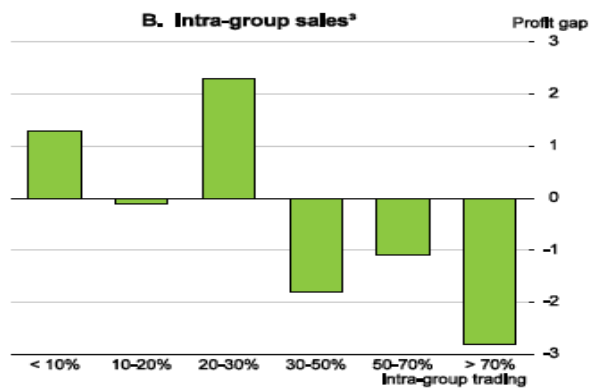


자료: Achieving a new paradigm for inclusive growth/OECD Economic Survey of Korea(2018년) 주: 내부 지분율=지배주주 및 계열사 지분

[도표 20] 2015년 기업의 총 구매 중 내부거래 구매비율 격차

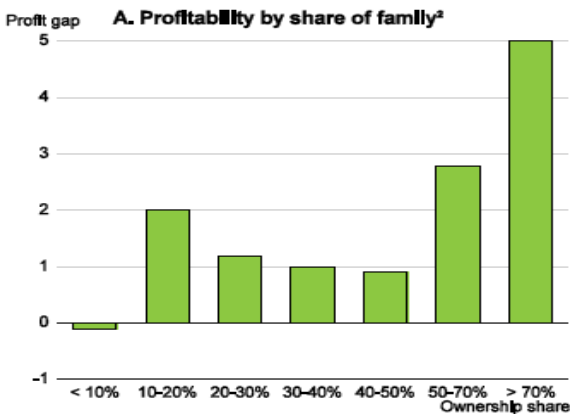


[도표 21] 2015년 기업의 총 매출 중 내부거래 매출비율 격차



자료: Achieving a new paradigm for inclusive growth/OECD Economic Survey of Korea(2018년)

[도표 22] 재벌일가 지분율 높은 기업들의 이익률 높음



[도표 23] 재벌일가 지분율 높은 관계사들의 이익률 낮음



자료: Achieving a new paradigm for inclusive growth/OECD Economic Survey of Korea(2018년)

[도표 24] 2001~2009년 자산총액 기준 대규모 기업집단 상위 20위 리스트

2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년
삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성
LG	한국전력공사	한국전력공사	한국전력공사	한국전력공사	한국전력공사	한국전력공사	한국전력공사	한국전력공사
현대	LG	LG	LG	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차
SK	SK	현대자동차	현대자동차	SK	SK	SK	SK	SK
현대자동차	현대자동차	SK	SK	LG	LG	한화	한화	한화
한진	KT	한화	한화	한화	한화	LG	LG	LG
포항제철	한국도로공사	KT	한국도로공사	한국도로공사	롯데	롯데	대한주택공사	대한주택공사
롯데	한진	한국도로공사	KT	롯데	한국도로공사	대한주택공사	롯데	롯데
금호	포항제철	한진	한진	KT	대한주택공사	교보생명보험	교보생명보험	포스코
동양	롯데	롯데	롯데	포스코	포스코	한국도로공사	한국도로공사	금호아시아나
한화	현대	포스코	포스코	대한주택공사	KT	포스코	포스코	한국도로공사
두산	한국토지공사	현대	대한주택공사	한진	GS	금호아시아나	한국토지공사	한국토지공사
쌍용	대한주택공사	대한주택공사	한국토지공사	GS	한진	KT	금호아시아나	현대중공업
동부	금호	한국토지공사	현대중공업	한국토지공사	한국토지공사	한국토지공사	GS	GS
한솔	동양	금호	금호아시아나	현대중공업	현대중공업	GS	현대중공업	KT
현대정유	한화	동양	동양	금호아시아나	금호아시아나	한진	KT	두산
태광산업	현대중공업	현대중공업	동부	동양	동부	현대중공업	한진	한진
대림	동부	동부	한국가스공사	동부	동양	동양	동양	동양
제일제당	한국수자원공사	한국수자원공사	두산	한국가스공사	한국철도공사	동부	동부	동부
효성	한국가스공사	한국가스공사	현대	두산	두산	두산	두산	한국가스공사

자료: 공정거래위원회

[도표 25] 2010~2018년 자산총액 기준 대규모 기업집단 상위 20위 리스트

2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성
한국토지주택공사	현대자동차	현대자동차	농협	농협	농협	농협	농협	농협
한국전력공사	한국토지주택공사	한국전력공사	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차
현대자동차	한국전력공사	한국토지주택공사	한국전력공사	한국전력공사	한국전력공사	한국전력공사	한화	SK
SK	SK	SK	한국토지주택공사	한국토지주택공사	한국토지주택공사	한국토지주택공사	SK	한화
한화	한화	한화	SK	SK	SK	SK	롯데	롯데
LG	LG	LG	한화	한화	한화	한화	LG	LG
롯데	롯데	롯데	LG	롯데	롯데	롯데	미래에셋	교보생명보험
포스코	포스코	포스코	롯데	LG	LG	LG	포스코	미래에셋
한국도로공사	현대중공업	교보생명보험	포스코	포스코	교보생명보험	교보생명보험	GS	포스코
GS	한국도로공사	현대중공업	교보생명보험	교보생명보험	포스코	포스코	현대중공업	GS
현대중공업	GS	GS	현대중공업	현대중공업	현대중공업	미래에셋	한국투자금융	현대중공업
금호아시아나	한진	한국도로공사	GS	GS	GS	GS	KT	DB
한진	동양	동부	한국도로공사	한국도로공사	한국도로공사	현대중공업	신세계	한국투자금융
동양	동부	한진	동부	동부	미래에셋	한국도로공사	두산	태광
두산	KT	KT	한국가스공사	미래에셋	동부	동부	한진	메리츠금융
KT	두산	동양	KT	한국가스공사	한국가스공사	한국가스공사	CJ	신세계
동부	미래에셋	미래에셋	미래에셋	KT	한진	태광	부영	KT
한국가스공사	금호아시아나	두산	한진	한진	KT	한진	LS	두산
미래에셋	한국가스공사	에스티엑스	동양	두산	두산	한국투자금융	대림	한진

자료: 공정거래위원회

2018년 11월 22일, KDI와 한국경제학회가 공동으로 개최한 ‘경제 패러다임 전환과 한국 경제의 미래’ 정책 세미나가 있었다. 첫 번째 세션에서 ‘재벌중심 경제의 한계와 패러다임 전환’에 대한 서울대학교 박상인 교수의 발표를 소개한다

그동안 한국 경제는 정부주도-재벌 중심의 발전전략으로 성장해 왔다. 이른 바 주식회사 대한민국의 효과로 1) 금융시장과 부품시장의 부재를 효과적으로 대체하였고, 2) 모방을 통한 추격형 경제에 효율적인 전략이었으며, 3) 수출을 잘 하는 기업에게 특혜를 주는 전략이 친경쟁적 보상체계로 작용했기 때문에 평가한다.

그러나 한국 경제의 발전의 결과로 정부주도-재벌 중심의 성장전략이 한계에 봉착했다고 진단하였다. 현재는 모방보다는 혁신에 의한 성장이 더 중요해진 상황에서 정부주도 정책의 실패가 나타나고 있으며, 재벌의 수직계열화와 내부거래, 특히 가신(家臣) 계열사는 반경쟁적 보상체계로 작용하고 있다. 무엇보다 재벌의 경제력 집중을 야기하고 이는 정부-재벌-관료의 강력한 기득권을 형성해 시장경쟁을 저해하고 있기 때문이다.

경제력 집중은 경제적 피해 뿐만 아니라 1) 소유집중에 따른 분배적 형평 저해, 2) 소수 자연인의 의사 시장기구의 자동조절작용을 대체함에 따라 분권주의에 입각한 경제민주주의 역행, 3) 정치·행정력과 결부된 정경유착의 유발, 4) 거대해진 경제력에 대응하기 위한 정부의 강력한 권력이 주는 민주주의 체제의 내재적 위험, 5) 이해집단간 사회적 갈등, 정치적 분극화와의에 따른 자본주의 체제에 내적해체 요인 전개 등 정치·사회적인 피해로도 귀결된다.

특히 재벌체제로 인해 한국 기업의 혁신의 기회와 유인이 박탈되고 있음을 근본적인 문제로 지적하였다. 재벌의 과도한 수직계열화와 내부거래 및 전속거래는 재벌 단위의 경제 블록화를 발생시키게 된다. 산업연구원 보고서(2016년 4월 15일)에 따르면 대기업과 협력업체 간 전속거래가 관행처럼 남아 있는 것으로 파악되는데, 특히 하청의 1차 벤더는 주로 계열사, 친인척, 가신의 자식들이 주로 담당하는 것으로 추정된다. 이러한 경제의 블록화는 혁신기업의 시장진입을 막고 경쟁을 제한함으로써 기술혁신과 시장의 활력을 떨어뜨리게 된다.

또한 최종재를 생산하는 재벌 대기업에게 있어 하청기업에 대한 비용절감 압력으로 중간재를 생산하는 중소기업들의 혁신의 여력을 소멸시키고, 중소기업의 저생산성, 저임금으로 이어져 양극화의 주된 원인으로 작용하고 있다. 결론적으로 재벌대기업 위주의 발전, 성장전략은 고용 없는 성장과 중소기업과의 격차 심화로 청년실업, 이른 퇴직, 자영업 몰락, 노인 빈곤의 경제적 생애주기 문제 등 한국 경제의 구조적인 취약성을 한층 악화시키는 근본 원인으로 진단한다.

상장 제조업, 비상장 제조업 펀더멘털 비교 : 중소기업의 혁신여력 감소

국내 상장 제조업과 비상장 제조업의 재무제표 분석을 통해 대기업 집단 위주의 편중된 제조업 여건에서 중소기업들의 혁신 여력이 소멸된 상황을 확인할 수 있다. 한국은행 경제통계 시스템에서 국내 전체 제조업, Dataguide에서 KOSPI, KOSDAQ 제조업 합산 재무실적을 다운 받을 수 있다. 전체 제조업에서 상장사의 재무실적을 차감해 상장사와 비상장사를 비교했다.

2017년 상장 제조업 합산 매출액, 영업이익, 당기순이익은 각각 1,162조, 121조, 97.6조 원으로 모두 사상 최대치를 기록했다. 반면 비상장 제조업 합산 매출액, 영업이익, 당기순이익은 각각 660조, 17.3조, 16.3조 원에 불과했으며, 2008~2010년을 기점으로 감소하는 추세이며 2012~2013년에는 적자를 보이기도 했다.

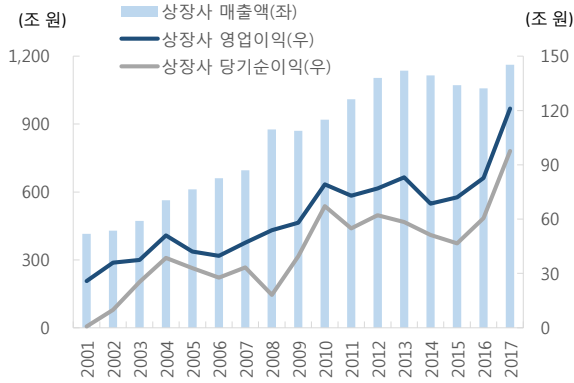
상장사와 비상장사 제조업의 매출액 증가율을 보면 2008~2009년 이전에는 동행하는 반면, 이후에는 상반된 패턴을 보이고 있어 두 집단 간 관계가 상호보완에서 경쟁관계로 변모되었음을 나타낸다. 2017년 상장 제조업의 영업이익률은 10.4%로 2001년 이후 가장 높게 상승했으나 비상장 제조업의 영업이익률은 각각 2.6%에 불과하다. 이에 따라 수없이 제기된 대기업 집단에서 하청업체에 대한 비용절감 압력이 중소기업들의 재무악화로 작용하고 있다. 특히 비상장 제조업 ROA, ROE는 각각 4.7%, 5.5%로 하락해 자산 및 자본 효율성도 악화되고 있다.

투자 및 현금흐름 상태 역시 상장 제조업은 개선되는 반면 비상장 제조업은 악화되고 있다. 상장 제조업은 적정 수준의 설비투자를 유지하는 가운데, 이익을 누적적으로 늘려가면서 이익잉여금이 667.5조로 상승했다. 반면 비상장 제조업은 매출 둔화 및 이익감소로 설비투자를 진행하지 못해 감가상각비가 감소하고 있다. 지속적인 경쟁력 약화가 우려되는 상황이다.

자산, 부채 및 자본의 증가 상태를 보면 상장 제조업은 자산, 부채, 자본이 적정 속도로 증가하면서 부채 비율이 하락하고 있다. 반면 비상장 제조업의 경우 자본보다 부채의 증가 속도가 빨라 부채비율이 상승하고 있다. 특히 비상장 제조업체들은 총차입금이 마이너스 상태임을 감안할 때 은행차입 등 장기부채를 활용하고 있지 못하다. 이는 안정적이고 이자비용이 낮은 장기차입보다는 단기차입 내지는 이자율이 높은 사채를 사용해 재무적 부담을 높이는 요인이 된다.

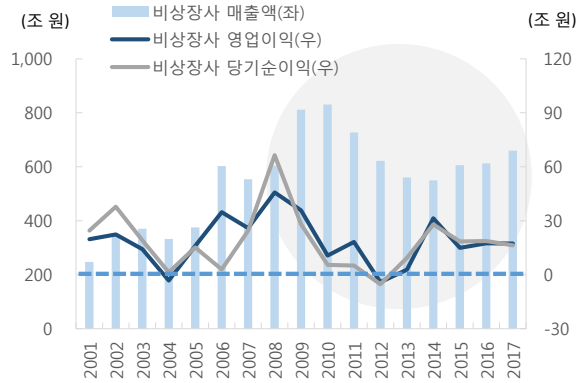
비용의 측면에서 역시 비상장 제조업 기업들의 상황이 열악하다. 상장 제조업 기업들의 판관비 및 인건비가 각각 매출액의 15.7%, 3.5%로 낮은 데 비해, 비상장 제조업 기업들의 판관비율, 인건비율은 각각 27.6%, 4.7%로 높다. 또한 2017년부터 시작된 금리상승 및 신용 스프레드의 상승으로 비상장 제조업 기업들의 이자부담도 비용증가 요인으로 작용하고 있다. 이에 따라 제조업 비상장사의 이자보상비율은 176% 수준으로 위험 영역에 노출되어 있다. 종합해 보면 비상장 제조업 기업들의 경우 매출둔화, 이익률 하락 등의 영업환경 악화와 더불어 인건비, 금융비용 등 부정적 영업 환경까지 결합되어 한계 상황에 봉착하고 있다.

[도표 26] 상장 제조업 기업 매출액, 영업이익, 당기순이익 호조



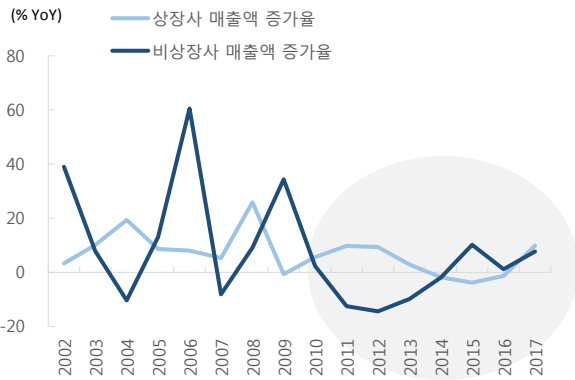
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 비상장 제조업 기업 매출액, 영업이익, 당기순이익 둔화



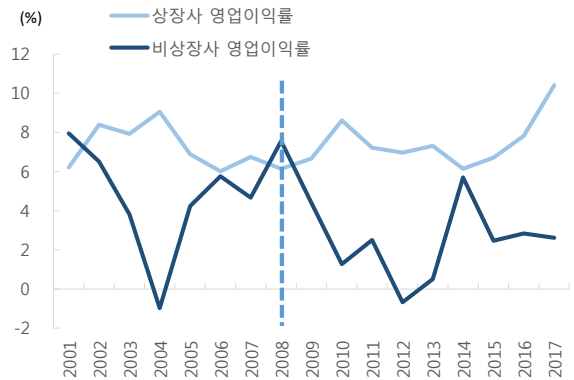
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 매출 증가율 : 2009년 이후 상장사, 비상장사 경쟁 심화



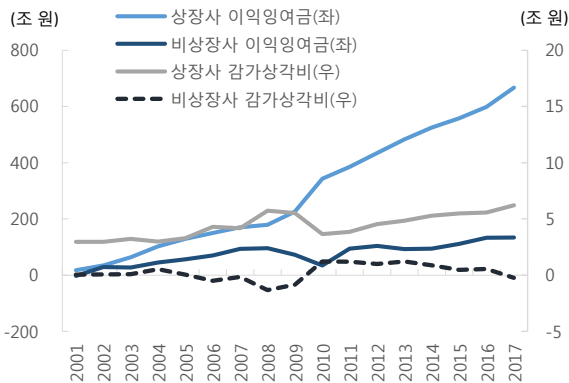
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 영업이익률 : 상장사 호조, 비상장사 악화



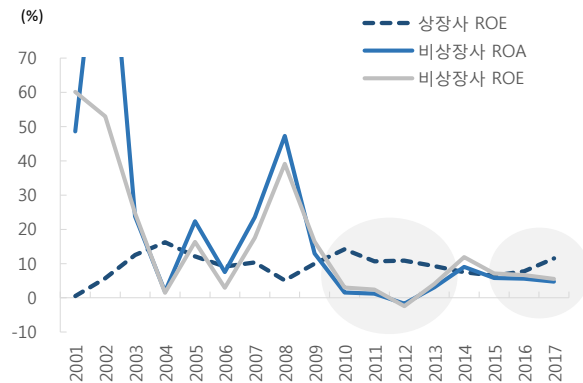
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 투자 및 현금흐름 : 상장사 개선, 비상장사 악화



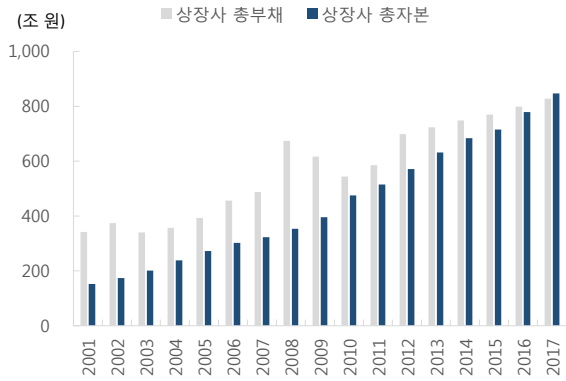
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 자산 및 자본 이익률 : 상장사 개선, 비상장사 악화



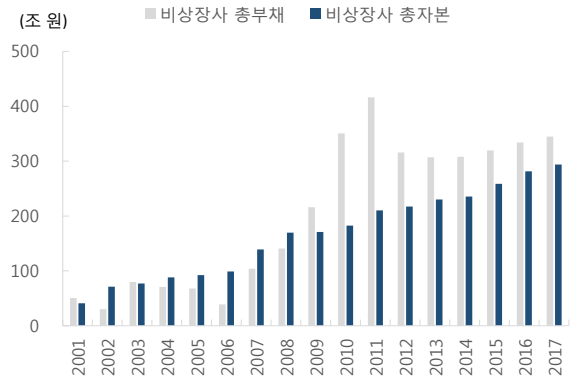
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 자산 및 부채 Stock : 상장사 자본이 부채를 상회



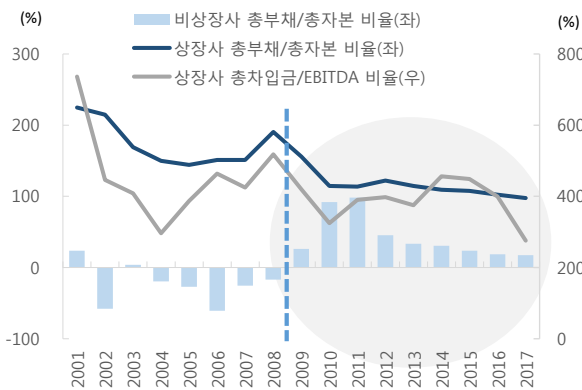
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 자산 및 부채 Stock : 비상장사 부채가 자본증가 상회



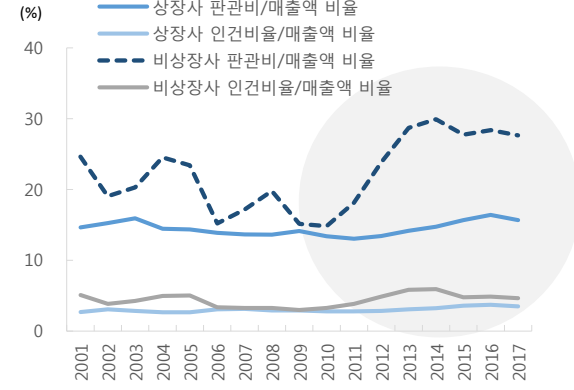
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 부채 비율 : 상장사 하락, 비상장사 악화



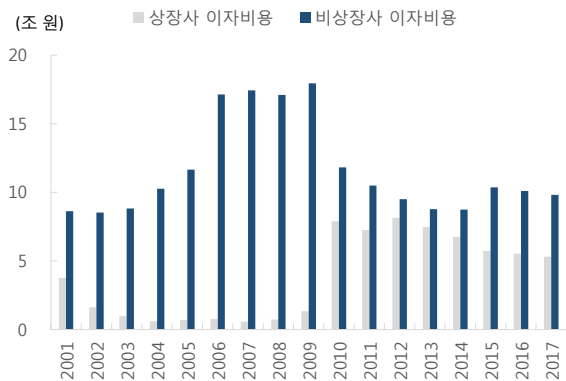
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 비용 여건 : 상장사 개선, 비상장사 부담



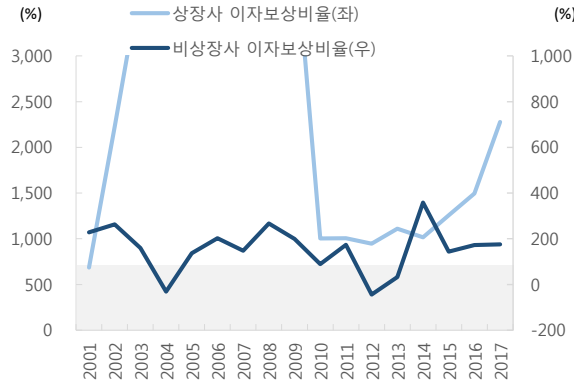
자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 이자 부담 : 상장사 하락, 비상장사 증가



자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 이자보상비율 : 상장사 개선, 비상장사 한계 상황 유지



자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 38] KOSPI, KOSDAQ 제조업 상장사 합산 재무제표

항목	단위	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
총자산	조 원	1,027.7	1,012.0	1,019.4	1,101.1	1,270.4	1,355.8	1,432.7	1,485.5	1,578.2	1,674.8
총부채	조 원	673.9	616.6	544.4	585.8	698.6	724.1	748.4	770.0	798.7	827.8
총부채비율	%	190.5	155.9	114.6	113.7	122.2	114.6	109.4	107.6	102.5	97.7
총차입금	조 원	308.6	266.8	269.1	299.8	324.3	329.7	336.8	347.9	352.7	350.5
단기차입금	조 원	176.2	152.1	152.5	166.3	162.4	161.8	169.1	173.5	181.2	177.7
장기차입금	조 원	132.4	114.7	116.6	133.4	161.9	167.9	167.7	174.4	171.5	172.8
총자본	조 원	353.7	395.4	475.0	515.2	571.8	631.7	684.3	715.5	779.5	846.9
자본잉여금	조 원	86.4	86.4	69.1	68.5	76.4	81.2	89.0	91.5	103.0	117.1
이익잉여금	조 원	179.6	226.2	343.3	384.9	434.5	482.6	525.3	557.7	598.7	667.5
매출액	조 원	876.3	870.7	920.0	1,009.8	1,104.1	1,135.8	1,115.0	1,072.4	1,057.8	1,162.1
판관비	조 원	119.5	123.0	123.3	131.8	148.4	160.9	164.4	168.0	173.8	182.3
판관비율	%	13.6	14.1	13.4	13.1	13.4	14.2	14.7	15.7	16.4	15.7
인건비율	%	2.9	2.9	2.8	2.8	2.9	3.1	3.3	3.6	3.7	3.5
감가상각비	조 원	5.7	5.5	3.7	3.9	4.5	4.8	5.3	5.5	5.6	6.2
EBITDA	조 원	59.6	63.6	82.9	76.8	81.5	87.9	73.8	77.5	88.3	127.3
영업이익	조 원	53.9	58.0	79.2	73.0	76.9	83.0	68.5	72.0	82.7	121.0
영업이익률	%	6.1	6.7	8.6	7.2	7.0	7.3	6.1	6.7	7.8	10.4
이자비용	조 원	0.7	1.3	7.9	7.3	8.1	7.5	6.7	5.7	5.5	5.3
법인세	조 원	0.7	1.3	7.9	7.3	8.1	7.5	6.7	5.7	5.5	5.3
당기순이익	조 원	18.1	39.5	67.2	54.9	62.1	58.4	51.3	46.6	60.6	97.6
ROA	%	1.8	3.9	6.6	5.0	4.9	4.3	3.6	3.1	3.8	5.8
ROE	%	5.1	10.0	14.1	10.7	10.9	9.2	7.5	6.5	7.8	11.5
이자보상비율	%	7,390.2	4,336.2	1,002.7	1,005.9	945.2	1,111.5	1,015.9	1,255.9	1,496.5	2,276.9

자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 비상장 제조업 합산 재무제표

항목	단위	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
총자산	조 원	140.6	216.1	350.7	416.5	316.0	307.3	307.9	319.8	334.0	344.9
총부채	조 원	-28.9	45.0	167.9	206.3	98.6	77.0	72.4	61.0	52.3	50.7
총부채비율	%	-17.1	26.3	91.9	98.2	45.4	33.4	30.8	23.6	18.6	17.2
총차입금	조 원	-76.6	-45.1	-26.2	-21.5	-36.8	-39.4	-19.3	-13.0	-20.4	-14.1
단기차입금	조 원	-36.0	-26.6	-12.8	3.1	0.4	-4.5	9.5	5.6	-3.3	2.0
장기차입금	조 원	-40.6	-18.5	-13.4	-24.5	-37.2	-34.9	-28.8	-18.6	-17.2	-16.2
자본	조 원	169.7	171.1	182.8	210.2	217.3	230.3	235.5	258.8	281.7	294.2
자본잉여금	조 원	41.8	52.4	73.1	64.3	83.3	84.2	89.8	99.4	108.8	112.4
이익잉여금	조 원	95.6	72.8	34.6	94.5	104.4	92.8	94.2	111.6	132.9	134.3
매출액	조 원	603.9	811.5	830.5	726.6	621.8	560.4	549.6	605.7	612.6	659.8
판관비	조 원	119.5	123.0	123.3	131.8	148.4	160.9	164.4	168.0	173.8	182.3
판관비율	%	19.8	15.2	14.8	18.1	23.9	28.7	29.9	27.7	28.4	27.6
인건비율	%	3.3	3.0	3.3	3.8	4.9	5.8	5.9	4.8	4.9	4.7
감가상각비	조 원	-1.3	-0.8	1.2	1.2	1.0	1.2	0.9	0.5	0.6	-0.2
EBITDA	조 원	44.3	34.9	11.8	19.4	-3.2	4.0	32.2	15.4	18.0	17.0
영업이익	조 원	45.7	35.7	10.6	18.2	-4.2	2.8	31.3	14.9	17.4	17.3
영업이익률	%	7.6	4.4	1.3	2.5	-0.7	0.5	5.7	2.5	2.8	2.6
이자비용	조 원	17.1	18.0	11.8	10.5	9.5	8.8	8.7	10.4	10.1	9.8
법인세	조 원	17.7	17.9	11.1	14.1	7.9	11.2	16.5	13.0	17.8	25.3
당기순이익	조 원	66.4	28.0	5.5	5.0	-5.3	9.4	27.9	18.5	18.7	16.3
ROA	%	47.2	13.0	1.6	1.2	-1.7	3.1	9.1	5.8	5.6	4.7
ROE	%	39.1	16.4	3.0	2.4	-2.4	4.1	11.9	7.1	6.6	5.5
이자보상비율	%	266.9	199.1	89.6	173.4	-44.4	32.2	358.5	143.9	172.3	176.1

자료: 한국은행 경제통계 시스템, Dataguide, 교보증권 리서치센터

지배구조개선 3원칙 : 사외이사, 엄정한 사법집행, 장기 기관투자자 역할

한국 경제의 구조개혁을 위해서는 여러 가지가 요구되지만 그 중 지배구조 개선이 첫걸음이 될 것이다. 대기업 중심에서 혁신적인 중소기업으로 성장 모델을 전환해야만 경제력 집중, 소득분배의 개선, 균형적 성장이 재개될 수 있기 때문이다. 특히 한국의 정치발전과 경제성장 단계에 비해 기업지배구조는 후진적이며, 주식시장의 저평가도 이 영향이 크다는 진단이 많다.

이에 따라 정부와 OECD, 그리고 민간학계에서도 다양한 기업지배구조 개선 방안을 내놓고 있다. 정부는 1) 감사위원 분리선임, 2) 집중투표제 의무화, 3) 다중대표소송 도입, 4) 전자투표 의무화의 상법개정안을 통해 기업지배구조 개선을 유도하고 있다. OECD는 1) 사외이사 역할 확대, 2) 기업부패에 대한 엄정한 사법적용, 3) 내부거래 개선을 제언하고 있으며, 민간학계에서도 1) 지배주주 이해상충 방지, 2) 경제력 집중해소를 위한 방안을 내놓고 있다.

대체로 기업지배구조 개선의 세 가지 원칙으로는 1) 독립적 사외이사, 2) 엄정한 사법집행, 3) 장기적이고 안정적인 기관투자자의 역할이 중요하다. 미국의 주주 자본주의의 성과가 좋은 것도 바로 이러한 토대가 강력하기 때문이다. 한국의 경우 독립적 사외이사의 선임과 국민연금 등의 스튜어드십 도입과 PEF 등의 경영참여 펀드 등이 지배구조 개선의 시작이 될 전망이다.

[도표 40] 정부, OECD 및 민간 부분의 기업지배구조 개선 방안

분야	내용	
정부	경영권 견제	다중대표소송 : 자회사에 손해를 발생시킨 자회사 이사를 상대로 모회사 주주의 소송 제기 허용 감사위원 분리 선출 : 선임된 이사 중 감사위원을 선임하지 않고 다른 이사와 분리해 별도 선출
	주주권 행사 활성화	전자 투표제 의무화
	스튜어드십 코드	국민연금 위탁 운용사의 스튜어드십 코드 도입 및 이행여부에 대한 평가 가점 부여
	편법적 지배력 차단	공익법인·지주회사 통한 의결권 제한, 공익법인 보유한 계열사 지분의 의결권 행사를 원칙적으로 금지 자손자회사 보유요건 강화 : 지주회사 자손자회사 보유 시 지분율 요건을 상장사 20→30%, 비상장사 40→50%로 확대
	기업내부감사 책임성 제고	감사위원회 역할 책임 강화 : 외부감사인 선임 권한을 경영진에서 감사위원회로 이관 내부회계관리제도 평가보고서 작성 의무화 상장·대형 비상장사(자산규모 1천억 이상 주식회사로 대표이사 지분 50% 이상)에 대해 주기적 감사인 지정제(6년 감사인 자유선임 후 3년간 중선위 지정 감사인 선임) 시행으로 외부감사의 독립성 제고 회계부정에 대한 과징금 강화, 방어권 보장을 위한 제재절차 합리화, 회계감리 과정에의 변호사 입회 허용, 조사자료 열람·복사 허용
OECD	사외이사 역할 확대	사외이사 독립성 기준 제고, 사외이사 선임 시 경영진 역할 축소, 사외이사가 모든 상장기업 이사회회의 절반 이상을 구성하도록 요구, 사외이사의 객관적 평가 요구
	기업부패 척결	부패혐의로 유죄가 된 기업 임원들에게 대통령 사면을 제공하지 않겠다는 정부 약속 철저히 준수
	내부거래 개선	그룹 내부거래 문제 시 집단소송 및 주주대표소송 사용을 장려 내부소유 및 거래를 감소시켜 기업통제를 통한 적극적 시장화를 막는 장애물 제거
민간 학계	지배주주 이해상충 방지	총수일가의 이사와 임원 임명, 총수와 이들의 보수, 계열사간 M&A, 일정규모 이상 내부거래에 대해 MoM(Majority of Minority : 비지배주주의 다수결 동의) 규칙 적용, 인도에서는 일정규모 이상 내부거래에 대한 상장규칙, 이스라엘에서는 총수일가의 임원보수에 대해 MoM 규칙을 두고 있음 공익법인과 금융보험사의 보유 계열사 주식에 대해 의결권 금지, 의결권을 매년 10%, 5%씩 제한하면서 3년 안에 행사 금지 자사주를 소각하지 않고 처분할 경우 신주발행절차를 준용하고, 회사가 분할이나 분할 합병할 경우 자사주에 분할신주 배정을 금지하는 상법 개정
	경제력 집중 해소	기업집단 출자규제 : 계열사(출자계열사)에게서 출자받은 계열사(피출자계열사)는 다른 계열사에 출자할 금지(출자를 2층 구조로 제한)하되 100% 출자는 적용 제외 구조적 금산분리와 금융그룹 통합감독 : 주요 금융회사(그룹)와 주요 실물회사(그룹)를 동시에 지배하는 것을 금지, 그 이외 복합금융그룹에게는 통합감독 체계 적용

자료: 기획재정부, OECD, 경제 패러다임 전환과 한국경제의 미래/재벌중심 경제의 한계와 패러다임 전환/박상인(2018년)

Appendix : OECD 지배구조 원칙과 한국 지배구조 백서

[도표 41] OECD 기업지배구조 원칙과 한국의 개선방향

구분	OECD 원칙	한국 개선방향	개혁과제
I. 주주의 권리 : 주주의 권리 보호	<ul style="list-style-type: none"> 주주의 기본권 권리의 내용 언급 주주의 기업변화와 관련된 의사결정 내용 숙지 주주의 의결권 행사 원활화 (대리의결권 인정) 지분을 초과한 지배권의 원천 공시 기업지배권 시장의 투명, 효율 운영 의결권 행사의 비용·편익 고려 	1. 자본시장 기능의 활성화 통한 시장 견제적 감시기능 강화로 주주권리 보호	<ul style="list-style-type: none"> 대리의결권 행사의 활성화 지분비율에 비례하지 않는 지배력 원천의 공시 강화 출자총액제한과 자사주 취득한도 폐지의 재고
II. 주주의 동등대우 : 모든 주주의 동등대우 와 주주의 권리침해에 대한 적절한 보상	<ul style="list-style-type: none"> 동등한 부류의 주주에 대한 동등대우 내부거래 및 남용적 자기거래의 금지 이사, 경영진의 사적 이해와 기업 이해 관련시 이를 공시 	2. 소액주주운동을 통한 경영감시의 강화	<ul style="list-style-type: none"> 집단소송제 도입, 소수주주권 강화 소송남발방지과 소송전 구제 활성화 주주총회 관련 주주의 동등대우 내부거래와 남용적 자기거래 관련 감시감독의 강화
III. 기업지배구조에서 이해관계자의 역할 : 기업과 이해관계자 간 협력 촉진	<ul style="list-style-type: none"> 이해관계자의 법적 권리 존중 이해관계자 권리침해에 대한 보상 이해관계자의 참여 형태 제고 이해관계자의 참여시 정보접근 허용 	3. 채권금융기관의 경영감시 기능을 위한 제도적 방안 마련	<ul style="list-style-type: none"> 채권금융기관의 지배구조 참여 종업원의 기업지배구조 참여
IV. 공시 및 투명성 : 기업의 중요정보에 대한 적절한 공시를 통해 경영투명성 확보	<ul style="list-style-type: none"> 공시정보의 구체적 내용 언급 공시정보의 작성과 공시과정에서 국제적 회계 및 감사기준 적용 독립적 외부감사인인 연차감사 정보접근 통로의 적절성 필요 	4. 공시 관련 제도의 선진화를 통한 경영투명성 제고	<ul style="list-style-type: none"> 공시제도의 강화 공시내용의 확대 국제적 회계기준의 적용 감사인의 독립성 강화
V. 이사회 책임 : 기업전략 제시, 경영감독, 주주 및 기업이익 대변 등 이사회 책임 강조	<ul style="list-style-type: none"> 이사회 구성원의 충실 원칙 이사회 구성원의 공정성 이사회 준법성 이사회 주요 감독기능 언급 이사회 경영진에 대한 독립성 이사회 구성원의 정보접근 확보 	5. 사외이사 선임 확대 및 역할제고를 통한 이사회 독립성 및 경영감시기능 강화	<ul style="list-style-type: none"> 전자공시제도의 활성화 이사회 경영감독기능 강화 사외이사제도의 활성화 사외이사 특별위원회의 설치 및 사외이사 업무능력 제고 이사회 의장과 최고경영자의 구분

자료: OECD 기업지배구조 원칙의 제정과 한국경제에 대한 시사점, 대외경제정책연구원(1999년)

[도표 42] 사외이사, 감사, 이사회 내 위원회 : 지배주주 및 경영진에 대한 조언, 견제 및 감시

	개념 및 취지	제도 및 자격
사외이사	회사의 상무(商務)에 종사하지 않는 이사. 경영진에 대한 실효성 있는 감독을 통해 기업경영의 투명성을 제고	자산 2조원 이상 상장회사 : 3인 이상 및 이사총수의 과반수, 일반 상장회사 : 이사 총수의 1/4 이상, 사외이사후보추천위원회 도입, 주주총회 결의
감사	이사에 대한 직무감시와 회계의 감사. 회계감사를 포함해 업무집행 전반에 걸쳐 감사할 권한과 직무를 가짐	주식회사의 필수 및 상설기관. 자격제한은 없으나 정관규정에 의해 자격을 주주로 제한은 가능, 회사 또는 자회사의 이사, 지배인 및 사용인 검임 불가, 주주총회 결의, 발행주식 총수의 3% 이상의 의결권 행사 불가 (정관에서 이보다 낮은 주식 보유비를 정할 수 있음)
이사회 내 위원회	이사회 내부의 기능이 분화된 위원회를 통해 의사결정의 전문성과 신속성을 기함 (예: 감사위원회, 집행위원회, 보수위원회 등)	정관 규정, 위임 받은 사항에 결의하고 각 이사에게 통보, 이사회 결의 시 효력 없음, 2인 이상 이사로 구성
감사위원회	감사에 갈음하여 이사의 업무집행과 회계를 감사할 권한을 가진 이사회 내의 위원회	자산 2조원 이상 상장회사 : 감사위원회 선임 및 해임 권한 주주총회에 부여, 감사위원회 위원 분리선임 시 최대주주 의결권 행사 제한, 이사회 일반결의로 선임, 3인 이상의 이사로 구성하며 사외이사가 감사위원회 2/3 이상 있어야 함

자료: 기업지배구조 백서/공정거래위원회(2012년)

[도표 43] 소수주주권 : 소유와 경영의 분리 원칙에 반해 주주(특히 소액주주)에게 경영간섭을 허용, 주식매수선택권 및 정관 변경

	개념 및 취지	제도 및 자격
1) 소수주주권	회사운영 참가 목적, 혹은 이와 관련한 공익권 중 발행주식 총수의 일정비율에 해당하는 주식을 갖는 주주에 한해 행사할 수 있는 권리	3% 이상 : 주주제안권, 주주총회소집청구권, 집중투표청구권, 이사회임청구권, 회계장부열람권, 재산상태검사청구권, 1% 이상 : 유지청구권, 대표소송제기권, 10% 이상 : 해산판결청구권
2) 주주제안권	주주가 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안할 수 있는 권리, 소액주주에게 회사의 의사결정 촉구할 기회 부여	의결권 있는 발행주식 총수의 3% 이상 소유한 주주. 의제제안권(이사선임, 주식배당), 의안제안권(의제에 관한 결의안 제출) 제안하면 이사회에서 상정 결정
3) 대표소송	회사가 이사에 대한 책임추궁을 게을리 할 경우 주주가 회사를 위해 이사의 책임을 추궁하기 위해 제시하는 소. 이종대표 소송은 모회사 주주가 자회사 이사를 상대로 청구	발행주식 총수의 1% 이상 소유한 주주. 대표소송 판결은 회사에 직접 귀속되고, 다른 주주들도 대표소송을 제기한 것과 같은 효과를 얻음
4) 집중투표제	이사선임에 있어 1 주에 대해 선임하고자 하는 이사의 수에 상당하는 복수의 의결권을 부여해 집중투표. 이사 전원이 대주주에 의해 독점적으로 선임되는 것을 견제하기 위한 목적	의결권 있는 발행주식 총수의 3% 이상 소유한 주주. 집중투표제를 원하지 않는 회사는 정관에 규정. 자산 2 조원 이상 상장회사의 집중투표 청구요건은 1%
5) 위법행위유지청구	이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우 주주가 이사의 행위를 중지할 것을 청구할 수 있는 권리	발행주식 총수의 1% 이상 소유한 주주. 대표소송과 취지가 공통되나, 손해가 발생하기 이전에 행사
주식매수선택권	주종특별결의로 회사의 설립, 경영과 기술혁신 등에 기여하거나 기여할 수 있는 회사의 이사, 감사 또는 피용자에게 미리 정한 가격으로 신주를 인수하거나 자기주식을 매수할 수 있도록 하는 권리	1) 자기주식 양도형, 2) 신주발행형, 3) 차액정산 유형. 양도할 수 없으나 상속은 가능. 회사발행주식 총수의 10%를 초과할 수 없음. 선택권 부여하는 주종결의일 이후 2년 이상 재임, 또는 재직해야 행사 가능
정관의 변경	정관의 기재사항을 추가, 삭제 또는 수정. 정관은 사업목적, 자본금에 관한 사항을 담고 있어 회사설립 당시 주주들에게 회사의 존재양식을 제시하고 영리실현의 기본적인 방법에 관한 예측 가능성을 부여	주주총회 특별결의, 주식회사의 본질(자본충실 이념, 주주평등 원칙 등)에 반하거나 기타 강행규정에 위반하는 것으로는 변경 불가

자료: 기업지배구조 백서/공정거래위원회(2012년)

[도표 44] 배당 : 이익의 분배는 영리법인의 존재 목적이며 자본이윤의 향유는 출자자의 궁극적인 목적

	개념 및 취지	제도 및 자격
1) 이익배당	주주의 이익배당청구권은 주주의 권리 중에서도 가장 본질적 권리. 따라서 전혀 이익을 분배하지 않음은 물론, 부당하게 장기간 이익배당을 중지하는 것도 위법	배당가능이익은 재무제표가 확정되어야 산출되므로 재무제표 확정을 위한 정기주주총회에서 이익배당 결정. 정관이 정하는 바에 따라 일정한 요건을 갖춘 경우 재무제표 확정 승인을 이사회 결의로 할 수 있음
2) 중간배당	사업연도 중간에 직적결산기의 미처분이익을 재원으로 실시. 이익배당의 재원마련을 위한 회사의 부담을 평준화하고 증권시장에서 자본유입 활성화 목적	정관의 규정 필요. 영업연도 중 1 회에 한해 가능. 이사회 결의가 필요하며 다른 요건이 충족되면 주총추진 필요치 않음
3) 현물배당	현물배당을 명문으로 허용하고 주주가 현물로 받을 것인지 선택할 수 있도록 규정. 중간배당의 경우 현물배당도 가능	현물배당 인정 시 이를 정관으로 정함. 주주가 회사에 대해 현물 대신 금전배당을 청구할 수 있도록 함. 회사도 일정 수 미만 주식 보유 주주에게는 재산 대신 금전을 교부할 수 있음
4) 주식배당	금전 대신 새롭게 발행하는 주식으로 하는 이익배당. 우선 배당이익을 금전으로 확정하고, 이를 주식으로 환산해 배당. 자사주 배당은 현물배당에 해당. 주주의 지분비율에 따라 무상으로 신주 분배	이익배당총액의 1/2 에 상당하는 금액을 초과할 수 없음. 이 한도가 지켜지면 매결산기마다 계속적으로 주식배당해도 무방. 배당가능이익 존재해야 하며 주종결의에 의함
5) 위법배당	법령 및 정관에 위반해 행해진 이익배당. 배당가능이익 없거나 초과한 배당. 그 외 절차, 기준, 시기, 방법 등에 하자가 있거나 주주평등 원칙에 반하는 배당 등	회사 및 회사채권자의 반환청구 가능. 다만 주식배당의 경우 채권자의 반환청구는 인정되지 않음. 위법배당의안을 작성·집행·승인한 이사 및 감사를 게을리 한 감사는 회사, 주주, 채권자 등에 대해 손해배상 책임을 짐. 관련 임원은 법칙이 적용되고 해임사유 됨. 외부감사인 과실이 있는 경우 회사에 대한 책임이 있음

자료: 기업지배구조 백서/공정거래위원회(2012년)

[도표 45] 기업의 IT 화, 경제력 집중의 억제, 기회유용/자기거래 및 집행위원

	개념 및 취지	제도 및 자격
1) 전자주주명부	회사가 전자문서로 주주명부를 작성할 수 있도록 하고, 이 전자주주명부에는 기존 주주명부의 기재사항 외에 전자우편 주소를 포함하도록 하는 한편, 전자주주명부의 비치·공시 및 열람방법을 대통령령에 위임	회사의 정관에 따라 전자등록부에 주주명부 혹은 채권자의 권리를 등록할 수 있음
2) 주식 및 사채의 전자등록	회사에서 주권을 실제 발행하는 대신 전자등록기관에 주식을 등록한 후 주권 없이도 주식을 양도하거나 담보를 설정하고, 그 밖에 주권을 소지한 자와 동일하게 권리를 행사할 수 있도록 함	
3) 전자문서에 의한 주주제안 및 소수주주의 주주총회 소집청구	기업경영에 발달된 IT 환경을 접목하기 위해 주주제안 시 서면 이외 전자문서로도 주주총회 의안 제안 가능, 소수주주는 서면 이외 전자문서로 임시총회 소집을 청구할 수 있음	주주총회 소집청구에도 절차가 진행되지 않으면 법원의 허가에 따라 소수주주의 청구에 의하거나 직권으로 주주총회 의장 선임이 가능
4) 전자투표제	주주가 주주총회에 참석하지 않고도 전자적 방법을 통해 투표가 가능하도록 하는 근거 규정, 주주총회의 개최비용을 절감하고 주주들의 주주총회 참여를 활성화시키는 데 그 취지가 있음. 대리인 통한 전자투표 방식도 허용	개별 기업의 IT 수준에 따라 이사회 결의에 따라 선택, 서면과 전자투표의 의결권 중복 행사는 불가능
경제력 집중의 억제	1980년 독점 금지법은 독과점, 기업결합, 부당한 공동행위, 불공정거래행위에 대해서만 규제하고 경제력 집중 문제에 대해서는 별다른 규제를 하지 않음. 그러나 대규모 기업집단에 의한 경제력 집중이 심화된 상황에서는 유효경쟁을 실현할 수 없다는 인식	1) 지주회사 규제, 2) 대규모기업집단 규제, 3) 부당내부거래 규제
기회유용, 자기거래 및 집행위원	이사가 현재 또는 장래 회사이익이 될 수 있는 회사의 사업기회를 자신 또는 제 3자 이익을 위해 이용하도록 회사와 거래한 경우에는 자기거래와 마찬가지로 이사회 승인을 받도록 규정, 회사의 선택에 따라 대표이사에 갈음하는 기구로 설치되어 회사의 업무집행과 대표에 관한 권한을 행사할 수 있음	기회유용 및 자기거래 이사회 승인 요건은 3분의 2 이상의 찬성

자료: 기업지배구조 백서/공정거래위원회(2012년)

해외 기업지배구조 적용 추세 : 법 또는 상장규정에 의해 모범기준 준수 및 설명

바람직한 기업지배구조는 존재할까? 최적 지배구조는 기업과 경제여건에 따라 다양하고, 일률적으로 규정하기 어렵다. 그러나 많은 국가들이 모범기준을 제시하고 이에 대해 시장에서의 유인에 의해 자율적으로 준수하게 하거나 준수, 또는 설명을 공시하도록 규율하는 추세다.

최근 주요 외국의 모범기준은 1) 이사의 이해관계자에 대한 주의의무, 2) 전사적 리스크 관리, 3) 주주와의 건설적 대화 등의 내용이 도입되고 있고, 대부분 국가는 법 또는 상장규정에 의해 모범기준을 준수하거나 설명하도록 하고 있다.

한국의 기업지배구조 모범기준은 1999년 제정되어 2003년, 2016년에 각각 개정되었다. 1999년 재정경제부 장관, 상장기업 전문경영인, 금융기관 대표, 법률 및 회계전문가, 시민단체 대표 등으로 구성된 기업지배구조 개선위원회에서 제정되었으며 현재는 한국기업지배구조원에서 모범기준을 연구, 개정하고 있다.

한국의 기업지배구조 모범기준은 제정기관의 성격 상 강제적 효력이 없으며, 자율적 준수를 통한 시장중심 접근 방식을 취하고 있어 미국 식을 따르고 있다고 볼 수 있다. 그러나 미국의 경우 시장참여자 및 이해관계자들의 자발적 기준 제시와 경영권 거래시장 기능이 활발하다. 기타 OECD 국가들과 비교할 때도 한국의 기업지배구조 모범기준 적용 기능은 낮은 편이다. 다만 2017년 한국거래소에서는 기업지배구조 공시제도를 통해, 상장규정에 의한 핵심원칙의 CoE(Comply or Explain : 준수 혹은 설명) 공시를 도입해 점차 활성화될 전망이다.

[도표 46] 주요국 기업지배구조 제정 및 CoE(Comply or Explain: 준수 혹은 설명) 원칙 제도 및 최근 주요 개정사항

제도	주요 개정사항
미국	회계 관련법 및 상장거래소 규정 CoE 원칙 채택하지 않음 법조계의 ALL(American Law Institute)의 기업지배구조 원칙 투자자의 ISG(Investor Stewardship Group), CalPERS(캘리포니아 퇴직연금), TIAA-CRDF(교직원 퇴직연금) 등의 기업지배구조 원칙 기업의 BRT(Business Roundtable)의 기업지배구조 원칙 등 시장참여자 및 이해관계자들의 자발적 모범기준을 제정해 제시 이사는 최소 3년의 임기를 수행할 준비를 해야 함 이사선임이 연도별로 이루어지지 않으면 회사는 이유를 설명해야 함 회사와 주주는 주요 주주총회 안건에 미리 대화하고 주주가 이사추천을 할 수 있는 방법을 마련해야 함 경영진 방어장치는 주주의 투표에 의해 실시하고, 이사회에 의해 재검토되어야 함 기타 자산소유자 및 자산운용사 수탁자 책임에 관한 사항
영국	FRC(재무보고위원회 : 비정부 공적기관)에서 기업지배구조 코드 제정 Comply or Explain 원칙 채택, 상장규정을 통해 회사가 적용하는 기업지배구조 코드의 주요 원칙에 대한 준수 현황 또는 미준수 이유를 공시해야 함 FRC 코드 이외에 QAC(중소기업연합), AIC(투자회사협회)가 제정한 기업지배구조 코드가 있음 이사회 이해관계자 이익을 고려한 의무수행 중장기적 기업가치를 위한 이사회 회사 가치, 전략과 연계된 기업문화 창출 지명 위원회의 승계 계획 수입과 이사회 다양성 고려 임직원 보상 계획과 연관된 이사보상 계획 수립 등
일본	증권거래소와 금융위원회가 기업지배구조 윤칙과 코드를 제정하고 발전 일본 상장규정은 기업지배구조 코드를 각 시장에 따라 CoE 방식으로 기업지배구조 보고서를 통해 공시할 것을 규정 유가증권시장은 기본원칙, 원칙, 보충원칙에 대해 공시, JASDAQ 시장은 기본원칙에 대해 공시 (원칙) 상장회사의 스튜어드십 전문성 제고 활동 및 이해상충 관리 (보충원칙) 이사회 CEO 해임절차 확립
독일	법무부가 구성한 기업지배구조위원회에서 제정, 1~2년 단위로 개정되어 현재 12회 개정된 2017년 기업지배구조 코드 적용 주식법은 상장회사에 대한 기업지배구조 코드의 권고사항을 CoE 방식으로 공개할 것을 규정 경영이사회와 감사회에 대해 코드에 대한 기업지배구조 보고서 제출을 권고 (권고) 회사의 준법경영 시스템 도입, 측정된 회사의 리스크 공시, 직원의 회사 내 범법반 의심사항 보고 및 보호 (권고) 감사회 위원 후보 제출 시 후보의 관련 지식과 능력, 경험을 알 수 있는 이력서 첨부 및 감사회 위원의 웹사이트 공개 (제안) 장기성과보수의 조기지출 금지, 투자자와 감사회가 관련된 사항에 대한 감사회 의장의 논의

자료: 해외 기업지배구조 모범기준 제·개정 및 적용 동향(기업지배구조원(2019년))

[도표 47] OECD 국가별 기업지배구조 모범규준 현황

국가	지배구조 모범규준 최초 도입	주관기관 성격	규율체계	CoE 여부
그리스	Hellenic Corporate Governance Code For Listed Companies (2013)	혼합	법·규제	CoE
남아공	King Code for Listed Companies (1994)	민간	상장규정	CoE
네덜란드	Dutch Corporate Governance Code (2003)	혼합	법·규제	CoE
노르웨이	Norwegian Code of Practice for Corporate Governance (2005)	민간	상장규정	CoE
뉴질랜드	NZX Corporate Governance Code	거래소	상장규정	CoE
덴마크	Recommendations on Corporate Governance (2001)	공적기관	법·규제	CoE
독일	German Corporate Governance Code (2002)	혼합	법·규제	CoE
라트비아	NASDAQ Principles of Corporate Governance (2005)	거래소	법·규제	CoE
러시아	Corporate Governance Code (2002)	공적기관	법·규제/상장규정	CoE
룩셈부르크	Ten Principles of Corporate Governance (2007)	거래소	상장규정	CoE
멕시코	Code of Corporate Best Practice (1999)	민간	법·규제	법제화
미국	NYSE Listed Company Manual (2003)	거래소	법·규제/상장규정	강제준수
벨기에	The 2009 Belgian Code on Corporate Governance	혼합	법·규제	CoE
브라질	Brazil Corporate Governance Code-Listed Companies (2016)	공적기관	법·규제	CoE
사우디	Corporate Governance Regulations (2006)	공적기관	법·규제	강제준수/CoE
스웨덴	Swedish Corporate Governance Code (2005)	민간	-	CoE
스위스	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (2002)	민간	법·규제	CoE
스페인	Good Governance Code of Listed Companies (1998)	공적기관	법·규제	CoE
슬로바키아	Corporate Governance Code for Slovakia (2004)	혼합	법·규제	CoE
슬로베니아	Corporate Governance Code (2004)	공적기관	상장규정	CoE
싱가포르	Code of Corporate Governance (2011)	혼합	법·규제	CoE
아르헨티나	Corporate Governance Code (2004)	공적기관/거래소/민간	상장규정	CoE
아이슬란드	Corporate Governance Guidelines (2004)	공적기관	법·규제	CoE
아일랜드	Irish Stock Exchange Listing Rules applying UK Corporate Governance Code with Irish Annex (2003)	혼합	상장규정	CoE
에스토니아	Corporate Governance Recommendations (2005)	공적기관	법·규제	CoE
영국	UK Corporate Governance Code (2003)	혼합	상장규정	CoE
오스트리아	Austrian Code of Corporate Governance (2002)	공적기관	법·규제	강제준수/CoE
이스라엘	Companies Act(including the code of recommended corporate governance (1999)	민간/공적기관	법·규제	CoE
이탈리아	Corporate Governance Code (1999)	공적기관/거래소	법·규제	강제준수/CoE
인도	SEBI (Listing Obligations and Disclosure Requirement) Regulation (2000)	혼합	법·규제/상장규정	CoE
인도네시아	Good Corporate Governance Code (2015)	공적기관	-	CoE
일본	Corporate Governance Code (2015)	거래소	상장규정	CoE
중국	The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China 2002 (revision pending in 2016)	공적기관	법·규제	강제준수
체코	Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2001)	-	-	CoE
칠레	Practices for Corporate Governance Rule No 385 (2012)	공적기관	법·규제	CoE
캐나다	Corporate Governance : Guide to Good disclosure (2014)	거래소	법·규제	CoE
콜롬비아	Codigo Pais 2014 (2007)	공적기관	법·규제	CoE
터키	Corporate Governance Principles (2003)	공적기관	법·규제	강제준수/CoE
포르투갈	Corporate Governance Code - 2016 (2006)	공적기관/민간	법·규제	CoE
폴란드	Code of Best Practice of WSE Listed Companies (2002)	거래소	법·규제	CoE
프랑스	Corporate Governance Code of Listed Corporations (2003)	민간	법·규제	CoE
핀란드	Finnish Corporate Governance Code (2003)	거래소/민간	상장규정	CoE
한국	Code of Best Practices for Corporate Governance (1999)	민간*	-	준수의무 없음
헝가리	Corporate Governance Recommendations (2004)	거래소	법·규제	CoE
호주	Corporate Governance Principles and Recommendations (2003)	혼합	상장규정	CoE
홍콩	Corporate Governance Code (Appendix 14 of the Main Board Listing Rules) (2005)	거래소	상장규정	CoE

자료: 해외 기업지배구조 모범규준 제·개정 및 적용 동향/기업지배구조원(2019년) * 2017 OECD Factbook은 관리기관 KCGS의 성격을 혼합으로 기재하고 있으나 KCGS는 민간 기관

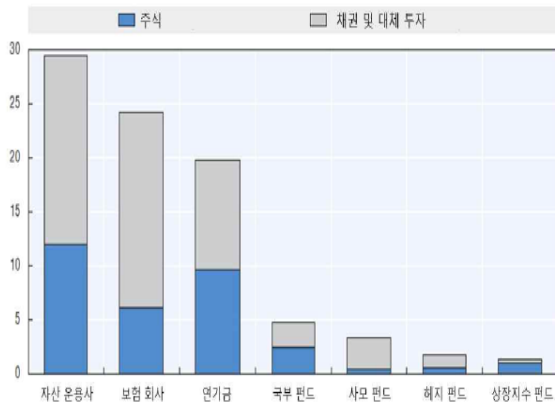
기업지배구조 개선의 기관투자자 역할 및 경제적 효과

스튜어드십 코드란? 기관투자자의 지배주주 등극과 수탁자 책임

스튜어드십 코드(stewardship code)란 기관투자자들이 기업의 의사결정에 개입할 수 있도록 하는 제도를 의미하며, 타인의 재산을 운용하는 수탁자(trustee)들이 수익자(beneficiary)들에 대한 책임을 강화하기 위한 목적으로 도입되었다.

전세계 자본시장은 고령화의 심화와 간접투자시장의 성장으로 기관투자자의 영향력이 확대되기 시작하였다. OECD에 따르면 2011년 전세계 기관투자자들의 자산운용 규모는 85조 달러에 달하며 이 가운데 기관투자자들의 주식소유 비중이 확대되었다. 이러한 가운데, 수탁자에 해당하는 기관투자자들이 수익자의 이익을 위해 보유자산, 특히 기업에 대한 지배구조 개혁 및 주주권여 정책의 활성화를 통해 수탁자 책임을 강화하려는 규제적 산물이라고 볼 수 있다.

[도표 48] 2011년 기관투자자들의 총 운용규모



[도표 49] 미국 기업들의 주식소유 구조의 장기 추이



자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

[도표 50] 미국 10대 기관투자자들의 운용규모

Rank	Institutional Investors	Total Holdings (\$ billion)
1	BlackRock, Inc	2,044
2	Vanguard Group, Inc	1,553
3	Fidelity Investments	1,272
4	State Street Corporation	1,090
5	Capital Group Companies, Inc.	857
6	T. Rowe Price Group, Inc	814
7	JPMorgan Chase & Co.	456
8	The Bank of New York Mellon Corporaion	410
9	Wellington Management Group LLP	389
10	TIAA-CREF	373
Top 5 Holders		6,818 (31%)*
Top 10 Holders		9,261 (42%)
Top 25 Holders		12,307 (56%)
Top 100 Holders		16,995 (78%)

[도표 51] 미국 10대 기관투자자들의 5% 이상 지분보유 기업 수

Institutional Investors	# of 5 percent or greater stake in Global Companies
BlackRock, Inc	2,610
Vanguard Group, Inc	1,872
Fidelity Investments	1,173
Capital Group Companies, Inc.	465
Wellington Management Group LLP	439
T. Rowe Price Group, Inc	414
JPMorgan Chase & Co.	191
State Street Corporation	178
The Bank of New York Mellon Corporaion	98
TIAA-CREF	24

자료: 미국 '경제 민주화' 실패의 교훈 트럼프 현상의 뿌리와 한국 경제의 대안/한국경제연구원 신장섭(2016년)

스튜어드십 코드 도입 : 2010년 영국을 시작으로 도입 국가 지속적 확대

2008년 미국에서 시작된 글로벌 금융위기가 기관투자자들의 단기주의 때문이라는 비난과 동시에 기관투자자들이 주주권 행사와 기업관여를 통해 기업지배구조 개선과 기업가치의 장기적 상승을 이끌어야 한다는 요구가 확대되었다.

이러한 가운데 2009년 영국 정부는 ‘영국 은행과 여타 금융기관의 지배구조에 관한 검토’에 대한 보고서를 발표하고 이를 토대로 2010년 스튜어드십 코드를 도입하였다. 이후 2012년 캐나다, 2014년 일본, 2016년 한국, 2017년 EU와 미국에서 스튜어드십 코드를 도입하였다.

[도표 52] 스튜어드십 코드 도입 국가 현황

국가	공식명칭	도입연도	강제성	도입기관
호주	The Financial Service Council Standard 23: Principles of International Governance and Asset Stewardship	2017	의무적	FSC
브라질	AMEC Stewardship Code	2016	자발적	AMEC
캐나다	Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement	2012	자율적	CCGG
덴마크	(Danish) Stewardship Code	2016	준수/설명	기업지배구조위원회(CCG)
EU	Revised Shareholder Right Directive	2017	준수/설명	유럽위원회(EC)
홍콩	Principles of Responsible Ownership	2016	자발적	증권선물위원회(SFC)
인도	Guidelines on Stewardship Code for insurers in India	2017	의무적	IRDAI
이탈리아	Italian Stewardship Principles for the Exercise of Administrative and Voting Rights in Listed Companies	2015	준수/설명	Il Consigliodirectivo di Assogestioni
일본	Principles for Responsible Institutional Investors	2014	준수/설명	금융위원회(FSA)
카자흐스탄	Responsible Shareholder Engagement - A Kazakh Stewardship Code	2017	준수/설명	The City UK & AIFC
케냐	Stewardship Code for Institutional Investors	2017	의무적	The Capital Markets Authority
말레이시아	Malaysian Code for Institutional Investors	2014	자발적	Securities Commission Malaysia(SC)
네덜란드	Dutch Stewardship Code	2018	준수/설명	Dutch corporate governance forum
싱가포르	Stewardship Principle for Responsible Investors	2016	자발적	Stewardship Asia
남아공	Code for Responsible Investing in South Africa	2011	준수/설명	IoDSA
한국	기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙	2016	준수/설명	스튜어드십 코드 발전위원회(KCGS)
스위스	Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation right in public listed companies	2013	자발적	ASIP 외 다수 기관
대만	Stewardship Principles for Institutional Investors	2016	준수/설명	SEC
태국	Investment Governance Code (Icode)	2017	준수/설명	Dutch corporate governance forum
영국	The UK Stewardship Code	2010	준수/설명	Financial Reporting Council (FRC)
미국	Stewardship Framework for Institutional Investors	2017	자발적	ISG
독일	Corporate Governance Code for Asset Management Companies	2005	준수/설명	German Working Group on Corporate Governance for Asset Manager
벨기에	BEAMA Code of Conduct	2009	준수/설명	BEAMA

자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회에산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

스튜어드십 코드 원칙은 수탁자 책임의 세부 원칙으로 구성

기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙, 즉 스튜어드십 코드는 수익자에 대한 수탁자 책임을 충실히 이행하기 위한 세부원칙으로 구성되어 있으며 국가별 도입현황은 다음과 같다.

[도표 53] 국가별 스튜어드십 코드 세부원칙 현황

국가명	이해상충 방지 정책 수립	이해상충 방지 정책 공시	모니터링 정책 수립	모니터링 정책 공시	공공규정 준수 정책 수립	관료 정책 공시	권력내부 정책 공시	의결권 행사 정책 수립	의결권 정책 공시	의결권 내역 공시	ESG 이슈	협력적 주주 활동
남아프리카 공화국	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
네덜란드	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
대만	○	○	○	○	○	○	○	○	△	○	△	○
덴마크	○	○	○	○	○	○	○	○	△	○	△	○
독일	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○	×	×
말레이시아	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
미국	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	△	○
벨기에	○	○	×	×	×	△	×	△	△	×	×	×
브라질	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
스위스	○	○	×	×	○	○	○	○	○	△	○	○
싱가포르	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
영국	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
이탈리아	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
인도	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
일본	○	○	○	×	○	○	○	○	○	○	○	○
카자흐스탄	△	△	△	△	△	△	×	△	×	△	△	△
캐나다	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
케냐	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
태국	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
한국	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×
호주	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×
홍콩	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○

자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

[도표 54] 기관투자자의 수탁자 책임의 정의 핵심 사안

구분	내용
정의	모든 정보를 감안하여 신중하게 자산운용을 해야 할 주의의무와 수익자의 이익을 최우선으로 하는 충실의무로 수익자와 기관투자자 사이에 존재
ESG(Environmental, Social and Governance) 이슈의 고려	수익자 최선의 이익이 과거 재무적 이익에서 최근 비재무적 이익(사회적 후생)과 윤리적 이익까지 포함하는 것으로 이해 투자대상 기업의 ESG 요소를 고려하면 기업의 장기적 가치창출에 관한 높은 수준의 대화 및 기업의 ESG 경영 촉진으로 지속가능성 구축에 기여 1) 재무적 성격이 비슷한 투자 가운데 하나를 선택하는 경우 투자의 ESG 성격을 확인, 2) ESG 고려가 개무적으로 유의미한 경우 강제, 3) 수익자들이 만장일치로 지지하는 경우 ESG 반영 의무 수탁자 책임에 ESG 고려를 포함한다는 명시적 법률 개정은 미미하지만, 기관투자자의 ESG 투자결정에 통합은 증가하는 추세
시스템 리스크와 시스템 안정성	글로벌 금융시스템의 안정을 위협하는 1) 거시경제 리스크(시장과 신용 리스크, 정치적 법적 규제적 요인 등), 2) 환경 리스크(기후변화, 물 부족, 오염 등), 3) 사회적 리스크(인권, 소득 불균형 등), 4) 지배구조 리스크(통제 상실과 기업문화), 5) 기술 리스크(인공지능, 사이버안도) 등을 세심히 평가하고 투자결정에 반영 기관투자자는 수십년에 걸쳐 알아야 할 부채를 지고 있으며, 수탁자의 공평의무(duty of impartiality)란 위험을 현재세대와 미래세대 사이에 공평하게 부담해야 함을 의미. 따라서 장기에 걸쳐 지속가능한 가치를 창출하는 것이 중요한 책임 시스템 리스크를 정치적, 환경적, 사회적, 기술적, 경제적, 법적 틀 안에서 관리하고 기후변화, 글로벌 공급망의 리스크, 기관투자자 지배구조 공재를 통한 투명성 확대, 시스템 리스크 관리에 대한 감독 강화
능동적 소유주 (active ownership) 혹은스튜어드십(stewardship)	기관투자자가 자신이 투자한 자산을 주의깊게 감독할 책임. 투자자산 및 기업에 영향력을 행사하여 이익을 지키는 기관투자자를 능동적 소유자라 하고, 이런 행위를 기업관여 혹은 스튜어드십이라고 함 기관투자자가 주주로서 자신의 권리를 적극적으로 활용해 기업에 관여해 주인(수익자)-대리인(수탁자) 문제를 해결
장기투자	서로 다른 이해관계자를 가진 수익자, 특히 상환기간이 다른 수익자(현재 세대와 미래 세대)를 공평하게 고려해야 할 책임. 미래수익을 최소화하면서 장기에 걸쳐 지속가능한 가치를 창출 지속가능 투자에 있어 1) 투자시계(time horizon), 2) 위험에 대한 인식이 중요 1) 장기적인 가치창출을 촉진하는 투자 및 위험관리 정책과 관행을 채택, 투자자와 기업의 단기주의를 고심해 다뤄야 할 위험 중 하나로 포함, 2) 투자기업의 전략이 단기적이거나 기업의 비즈니스 모델이 장기적으로 구조적 변화나 도전에 마주칠 것 같으면 그 기업에 적극적으로 관여를 고려, 3) 단기투자자와 장기이익에 부합하는 관여활동 사이에 존재하는 잠재적 충돌을 관리

자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

[도표 55] 기관투자자의 기업관여의 영역과 주제

영역/주제	주요 이슈
지배구조	기업지배구조 감사와 통제, 이사회 구성, 임원보수, 주주권, 투명성 및 성과
환경	기후변화 바이오연료, 기후변화 전략, 온실가스 배출관리와 보고 생태계 서비스 토지에 대한 접근, 생물종 다양성 관리, 물 문제 환경경영 환경기준, 오염방지, 공급망 환경기준, 폐기물 재활용 등
사회	공중보건 약 공급, HIV/AIDS, 영양, 제품안전 인권 지역사회 주민관계, 프라이버시, 언론자유, 안전 노동기준 성 다양성, 보건안전, ILO 핵심조약, 공급망 노동 기준 기업윤리 뇌물, 부패, 정치적 영향력, 책임 마케팅, 내부고발제도 지속가능경영 정보공개와 보고, 지속가능 경영체계, 이해관계자 관여, UNGD 원칙 준수

자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

한국 스투어드십 코드 도입의 시작과 확산

우리나라의 스투어드십 코드는 금융위원회가 2014년 11월 도입계획을 밝히고 2015년 업무 계획에 반영하면서 시작되어 초기에는 정부가 도입주체였다. 그러나 재계를 중심으로 관치 논란이 일어, 민간기구인 한국기업지배구조원으로 넘어갔다. 한국기업지배구조원은 민간금융기관, 자본시장연구원, 학계 등이 포함되어 스투어드십 코드 제정위원회를 만들었고, 2016년 12월 스투어드십 코드를 제정했다.

한국 스투어드십 코드는 수탁자 책임 이행을 위해 기관투자자와 주주활동의 신뢰도를 제고할 필요성을 강조하고 있다. 스투어드십 코드를 촉진한 인프라적 제도와 정책으로는 기존 기업의 ESG 공시와 관련 4개의 법과 규정이 존재한다. 1) 금융회사의 지배구조에 관한 법률, 2) 기업 지배구조 공시, 3) 녹색경영공시지침, 4) 환경정보 공개시스템이다. 이 중 금융기관 ESG 고려 및 공시와 관련해서는 2015년 개정된 국민연금법이 유일하고, 기업지배구조 공시제도는 Comply or Explain(원칙준수 혹은 설명) 방식으로 2017년 3월 도입되었는데, 거래소 규정을 통해 2019년부터 대형사부터 단계적으로 의무화될 예정이다.

[도표 56] 한국 스투어드십 코드 개관

구분	내용
정식명칭	기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙
도입시기	2016년 12월 16일 최종안 제정, 12월 19일 공표
제정주체	정부(금융위원회) 최초 주도(2014년 11월)→민간주도(한국기업지배구조원)로 이양(2018년 8월)
도입목적	투자대상회사의 중장기 가치향상 및 지속가능성장, 고객-수익자의 중장기 이익 도모, 한국 자본시장 및 경제의 건전한 성장과 발전
원칙내용	7대 원칙 1) 수탁자책임 공개, 2) 이해상충방지정책 공개, 3) 투자대상회사 점검(모니터링), 4) 수탁자책임이행 지침 마련, 5) 의결권 정책/내역 공개, 6) 수탁자책임 활동 보고, 7) 수탁자책임 역량 강화(전문성)
의무여부	자율가입, 준수방식은 Comply or Explain 으로 연성규범
	한국 기업지배구조원
	- 스투어드십 코드 해설서, 주주활동 가이드라인 발간 및 제정
	- 스투어드십 코드 참여 및 이행과 관련한 시장동향 조사
지원기관	- 스투어드십 코드 발전위원회 운영 지원
	- 국내외 스투어드십 코드 동향, 제도개선 사례 연구
	- 스투어드십 코드와 책임투자 확산을 위한 정책과제 및 법제개선 방안 연구 등

자료: 주요국 기관투자자 스투어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

또한 스튜어드십 코드를 직간접적으로 촉진하기 위한 법안이 국회에서 다수 계류 중이다. 상장 기업의 사업보고서 상 ESG 관련정보를 공시할 수 있도록 한 ‘자본시장 개정안’이 있는데, 공시의무에서 자율공시로 후퇴되어 상임위를 통과해 법사위에 계류 중이다. 또한 공적연기금의 ESG 고려를 규정한 국가재정법 개정안, 이와 별도 국민연금법의 ESG 고려나 공시를 의무화한 국민연금법 개정안이 다수 계류 중이다.

[도표 57] 스튜어드십 코드 관련 계류 중인 법안

구분	발의법안	주요내용	발의건 수
금융기관의 ESG 고려 및 공시	국가재정법 개정안	<ul style="list-style-type: none"> 기금의 ESG 자율(혹은 의무) 고려 자산운용지침상에 ESG 공시 기금운용 평가시 SRI지표 마련·평가 	3건
	국민연금법 개정안	<ul style="list-style-type: none"> 기금운용시 ESG 의무 고려, 공시 의무 주주권(의결권포함) 등 수탁자책무 강화 독립성 강화 위한 기금운용체계 개편 등 	14건 (ESG고려 혹은 공시 7건)
	한국투자공사법 개정안	<ul style="list-style-type: none"> 주식 투자시 ESG 자율고려(상임위 통과) 	1건
	한국산업은행법 개정안	<ul style="list-style-type: none"> 투자 등의 대상 관련 ESG 의무고려 	1건
	한국수출입은행법 개정안	<ul style="list-style-type: none"> 자금 공급시 ESG 의무고려 	1건
기업의 ESG공시	자본시장법 개정안	<ul style="list-style-type: none"> 사업보고서에 ESG 자율보고(정부위대안) 	3건 병합해 상임위 대안으로 정부위 통과
	자본시장법 개정안	<ul style="list-style-type: none"> 사업보고서에 ESG 의무보고 	전개수 의원안

자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회에선처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

2019년 1월 현재 국내 총 74개의 기관투자자가 스튜어드십 코드 참여를 확정하였고, 36개의 기관투자자가 스튜어드십 코드에 참여할 예정이다. 참여를 확정된 기관 중에는 자산운용사가 28개, PEF운용사가 27개로 많다. 참여확정 기관 중 PEF 운용사, 참여예정 기관 중 벤처캐피탈 등의 유형이 많은 것은 국책은행인 산업은행의 스튜어드십 코드 장려 때문이다.

국민연금은 재계의 반대 및 극심한 논란과 논쟁을 거쳐 2018년 7월 30일 스튜어드십 코드를 도입하고 위탁운용사 선정에 가산점 부여를 시사하면서 자산운용사의 코드 도입이 활성화되었다. 국민연금의 스튜어드십 코드 도입은 다른 공적연기금의 도입을 촉진시킬 전망이다. 실제로 사학연금과 공무원연금도 2019년 중에는 스튜어드십 코드에 가입한다는 계획을 갖고 있으며 이에 따라 기타 자산운용사, 투자자문사의 추가적인 참여로 이어질 전망이다.

[도표 58] 한국 스튜어드십 코드 참여 및 참여예정 현황

	연기금	보험사	자산운용사	PEF 운용사	증권사	투자자문사	서비스기관	은행	기타	합계
참여기관	1	2	28	27	2	2	3	1	8	74
예정기관	0	0	2	6	1	0	0	0	27	36
합계	1	2	30	33	3	2	3	1	35	110

자료: 한국 기업지배구조원, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 국내 스투어드십 코드 참여 및 참여 예정 기관투자자 현황

참여	회사	업권	회사	업권	회사	예정	회사
연기금	국민연금	PFF 운용사	(주)제이케이엘파트너스	투자자문사	Willam Blair Investment Management	기타	GMS 인베스트먼트(주)
	보험사		KB생명보험	(주)티에스인베스트먼트	제브라투자자문		대성창업투자(주)
KB손해보험			Dalton Investment LLC	Glass Lweis	디에스씨인베스트먼트(주)		
자산운용사	Cartica Management		KB인베스트먼트	서비스기관	서스틴베스트		마그나인인베스트먼트(주)
	DB자산운용		KCGI	기타	한국기업지배구조원		메가인베스트먼트(주)
	IBK자산운용		KTB 프라이빗에쿼티 주식회사		(주)앤인베스트		메티스톤에쿼티파트너스(주)
	KB자산운용		뉴레이크얼라이언스매니지먼트 주식회사	LB인베스트먼트	미시간벤처캐피탈(주)		
	KTB자산운용		대신프라이빗에쿼티	뮤렉스파트너스(유)	비에이치인베스트먼트(유)		
	Martin Currie		루터 어소시에이트 코리아	스톤브릿지벤처스(주)	삼호그린인베스트먼트(주)		
	NH아문디자산운용		린드먼아시아인베스트먼트(주)	아이디벤처스(주)	스마일게이트인베스트먼트(주)		
	Oasis Management Company		스틱인베스트먼트주식회사	원익투자파트너스	시너지아이비투자주식회사		
	Robeco		에스지프라이빗에쿼티	유비쿼스인베스트먼트	오픈즈인베스트먼트주식회사		
	대신자산운용(주)		와이제이에이인베스트먼트(주)	현대기술투자	원아시아파트너스주식회사		
	동양자산운용(주)		웨일인베스트먼트주식회사	예정 회사	유틸씨인베스트먼트주식회사		
	멀티에셋자산운용		유안타인베스트먼트	자산운용사	DGB자산운용		인터베스트(주)
	메리츠자산운용주식회사		이상파트너스주식회사	PFF 운용사	아크임팩트자산운용주식회사		주식회사
	미래에셋자산운용(주)		주식회사 엔베스터		노앤파트너스(주)		아이로보투자자문
	베어링자산운용		주식회사 유니스캐피탈코리아	증권사	씨엔케이인베스트먼트주식회사		지앤텍벤처투자(주)
	삼성액티브자산운용		주식회사 하일랜드에쿼티파트너스		아주아이비 주식회사		캐피탈원 주식회사
	삼성자산운용		컴퍼니케이파트너스	기타	에스티리더스프라이빗에쿼티(유)		코리아오메가투자금융(주)
	신한 BNP 파리바자산운용	케이스톤파트너스	와이어드파트너스(주)		코메스인베스트먼트(주)		
	유리자산운용	코스톤아시아(주)	증권사	주식회사 엘케이투자파트너스			
	이스트스프링자산운용	큐캐피탈파트너스		코리아에셋투자증권(주)			
키움투자자산운용	키스턴프라이빗에쿼티(주)	기타	(유)지유투자				
트리스톤자산운용(주)	파라투스인베스트먼트		(주)디에이밸류인베스트먼트				
한국투자밸류자산운용	프랙시스캐피탈파트너스	기타	(주)라구나인베스트먼트				
한국투자신탁운용	프리미어파트너스(유)		(주)송현인베스트먼트				
한화자산운용	IBK투자증권	증권사	(주)엑시스인베스트먼트				
현대인베스트자산운용	KB증권		(주)케이클라비스인베스트먼트				
흥국자산운용	KB국민은행	기타	(주)킹고투자파트너스				

자료: 한국 기업지배구조원 주: 한국지배구조원은 코드에 참여할 것을 공표한 기관투자자, 자문사 등의 홈페이지 및 문서를 단순 게시할 뿐 기재 사항의 진위여부 및 실제 이행 여부를 점검·보증하지 않으며, 해당 내용의 활동 등으로 인한 이용자의 손실에 대해 책임지지 않음을 명시

국민연금, 스튜어드십 코드 정책 위한 로드맵 진행

국민연금은 국내 스튜어드십 코드 정착을 위해 7가지 원칙별 이행방안을 준비하고 있다. 스튜어드십 코드를 도입한 2018년 7월 이후 하반기에는 배당관련 주주활동 빈도를 높이고, 의결권 참여내역 공시 및 주주소송 요건을 마련하고 있다. 2019년에는 자본시장법을 개정하고 2020년에는 비공개 및 공개중점관리기업을 선정해 주주권을 행사할 예정이다.

[도표 60] 국민연금 수탁자책임에 관한 원칙별 이행방안

원칙 내용	이행방안
1 수탁자 책임 정책 제정·공개	<ul style="list-style-type: none"> • 국민연금 성격, 코도도입 목적, 원칙별 핵심내용 등 명시
2 이해상충 방지 제정·공개	<ul style="list-style-type: none"> • 정치·경제 권력으로부터 독립성 강화 위해 가입자대표 추천, 전문가 중심(정부인사 배제)으로 구성된 수탁자책임전문위원회 설치·운영 <ul style="list-style-type: none"> - 주주권행사, 책임투자 관련 주요 사항을 점검 또는 결정, 기금본부 주주활동 점검역할(의결권 전문위 확대 개편) • 수탁자책임 전문위원회 내부통제 및 투명성·책임성 강화 조치, 충실한 이행 <ul style="list-style-type: none"> - 위임위촉 시 의무·준수사항 서약서 제출, 전무위 안건부의 요구 시 금융거래 정보제공 동의서, 이해상충 여부 확인서 제출, 발언내용 전부가 기록된 회의록 작성·보관 등
3 투자대상회사 주기적 점검	<ul style="list-style-type: none"> • 재무적, 비재무적(환경, 사회, 지배구조) 요인을 주기적 점검 <ul style="list-style-type: none"> - 환경: 탄소배출량, 대기오염물질 배출량 등 12개, 사회: 급여수준, 고용수준, 협력업체 지원 여부 등 21개, 지배구조: 대표이사외 이사회 의장 분리여부 등 19개 • 점검결과 수탁자책임전문위 또는 기금본부가 기업가치 훼손이 있다고 판단한 경우, 사실관계 확인, 개선대책 등을 요구하는 주주활동 추진 <ul style="list-style-type: none"> - 비공개 주주활동을 우선하되, 기금수익에 미치는 영향이 중대하다고 판단될 경우 수탁자 책임전문위 의결을 거쳐 공개 주주활동(기업명 공개, 공개서한 발송 등)도 가능
4 수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행	<ol style="list-style-type: none"> 1) 2018년 하반기 시행 주주권 행사 <ul style="list-style-type: none"> • 배당관련 주주활동: 배당정책 수립요구 강화(대상기업 확대(연 4~5→8~10개)) 등 • 의결권 내역공시: 의결권행사 사전공시 범위 및 내용 등에 대해서는 전문위원회에서 결정하도록 함 • 소송: 주주대표소송, 손해배상소송 시행근거, 소제기요건 등 마련 • 예상치 못한 기업가치 훼손이슈 발생시(예: 대한항공) 비공개 대화 실시, 사안에 따라 공개활동(공개서한 발송 등) 및 의결권행사 연계 추진 2) 2019년 시행 주주권 행사 <ul style="list-style-type: none"> • 중점관리사안 선정, 비공개 대화: 기금수익, 주주가치 등과 밀접한 사안을 선정하고 해당기업과 개선을 요구하는 비공개 대화 <ul style="list-style-type: none"> - 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진일가 사익편취행위, 임원보수한도 과다, 기금본부가 의결권지침에 따라 지속 반대하였으나 개선이 없는 사안 등 • 이사회 구성·운영 등 가이드라인: 의결권 지침에 기 규정된 세부기준 등을 활용하여 이사회 구성·운영 등 관련 일반원칙 마련 <ul style="list-style-type: none"> - 예시: 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성되어야 한다. (기업지배구조원이 제시한 '기업지배구조 모범규준' 등 활용) • 위탁운용사 활용: 위탁운용사 선정·평가 시 코드도입·이행여부 가산점 부여, 위탁부문의 의결권 행사는 관계법령 개정 후 위탁운용사에 위임 <ul style="list-style-type: none"> - 투자일임업자에게 의결권 위임행사를 허용하는 자본시장법 시행령 개정 (금융위) 3) 2020년 시행 주주권 행사 <ul style="list-style-type: none"> • 비공개·공개 중점관리기업: 비공개 대화에도 미개선 기업은 비공개 중점관리기업(2020년 초), 공개 중점관리기업(2020년 말)으로 단계별 선정 • (미개선 시 의결권 연계) 관련 있는 의결권 분야 반대 <ul style="list-style-type: none"> - 비공개 대화 중 국민연금의 정당한 요구를 거부한 이사회·이사선임안건 반대 등 4) 경영참여 주주권 행사: 제반 여건이 구비된 후 이행방안 마련하되, 기금위 의결에 따라 시행 가능
5 의결권행사 정책, 행사내역·사유공개	<ul style="list-style-type: none"> • 기 이행 중
6 수탁자 책임활동 주기적 보고	<ul style="list-style-type: none"> • 연차보고서 발간
7 역량·전문성 확보	<ul style="list-style-type: none"> • 인력·조직 확충, 국내외 기관투자자와 협력 <ul style="list-style-type: none"> - 2018년 책임투자팀 9명 → 2019년 책임투자팀 2팀 30여명

자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

스튜어드십 코드를 둘러싼 논란 1) 연기금 사회주의, 2) 의결권 위탁, 3) 자문기관 독립성, 4) 연기금의 5%, 10% rule 특례 적용, 5) 경영권 보장제도 : 차등의결권

국민연금금은 한국을 대표하는 공적 연기금으로 2018년 9월 기준 적립금이 634조 원에 이르는 전세계 3위 규모의 초대형 기금이다. 국내 주식에는 123.9조를 투자하고 있으며 전체 시가총액 대비 6.73%를 차지하고, 지분율 5%, 10% 이상 기업은 각각 294개, 89개에 달한다. 국민연금은 이와 같이 한국 기업들의 주요 지배주주로서 기업지배구조 참여 당위성이 확대된다.

[도표 61] 국민연금의 주식투자 비중 및 지분율 5% 이상 기업 수 (단위: 억원, %, 개)

구분	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2018년
국내주식 투자	733,165	839,381	948,965	948,965	1,023,591	1,239,348
전체 시가총액 대비 보유비중	5.80	6.43	6.29	6.57	6.78	6.73
5%~10%	218	209	195	192	191	205
10% 이상		44	57	79	74	89
지분율 5% 이상 기업 수	218	253	252	271	265	294

자료: Dataguide 주: 2018년 국민연금 주식투자 및 시가총액 비중은 2018년 9월 30일 기준, 기업 수는 현재 기준

다만 국민연금이 스튜어드십 코드를 통해 기업지배구조에 참여할 경우 관치 및 연기금 사회주의의 결과로 이어질 것이라는 우려가 있다. 국민연금의 최고의사결정 기구인 기금운용위원회는 보건복지부 장관이 위원장, 보건사회연구원 원장이 부위원장으로 하며 정부소속 위원과 가입자 및 사용자 대표로 구성되어 정부의 영향력 행사가 분명 있을 수 있다. 연기금 사회주의는 연기금의 기업지배 영향으로 기업의 경영권과 자율성이 침해될 것이라는 우려가 있다.

반대로 스튜어드십 코드 도입 및 기관투자자의 지배구조 참여를 찬성하는 쪽에서는 연기금 자본주의의 논리를 편다. 연기금을 통한 의결권 행사는 상법상 정당한 주주권 행사이며, 대주주 기업가치 훼손에 따른 견제는 당연한 권리이며 수탁자 책임에 있어서는 강력한 의무로 본다. 또한 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 수준은 제한적인 경영참여에 불과하다는 입장이다.

[도표 62] 연기금 사회주의와 연기금 자본주의

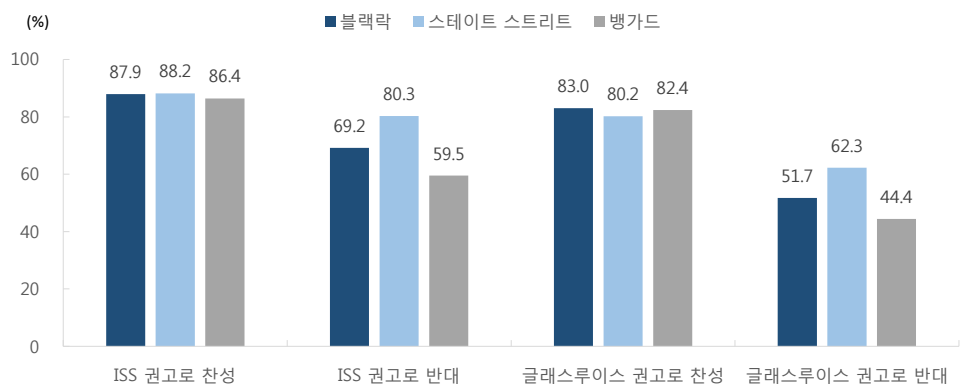
연기금 사회주의	연기금 자본주의
• 연금을 통한 기업지배(관치)	• 상법상 정당한 주주권 행사
• 기업의 경영권과 자율성 침해	• 지배주주의 심각한 기업가치 훼손에 따른 견제는 당연한 권리이며, 수탁자의 의무
• 국민연금의 독립성 취약 : 지배구조 독립성, 투명성 확보 선행 필요	• 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 수준은 '제한적' 경영참여에 불과

자료: 한국사회책임투자포럼

연기금 사회주의라는 용어는 1976년 피터 드러커의 저서인 ‘보이지 않는 혁명: 연기금 사회주의는 어떻게 미국에서 일어났는가’라는 저서에서 비롯되었다. 당시 미국은 기업과 공공기관의 퇴직연금이 크게 성장하고 있었고, 이를 주목한 피터 드러커는 10년 후에는 연기금 등 기관투자자들이 미국 상장주식의 70%를 보유해 최대주주로서 기업을 지배할 것으로 전망했다. 연기금이 기업을 지배하고 연기금의 주인이 노동자이기 때문에 결국 노동자가 기업을 지배한다는 의미에서 연기금 사회주의라는 용어를 사용하였다. 그러나 현재 미국 기업들의 지배구조와 상황을 볼 때, 연기금 사회주의보다는 연기금 자본주의로서 작용한 측면이 더 커 보인다.

국민연금 등 연기금의 의결권 민간 위임과 의결권 자문기관의 독립성 여부도 논란이 되고 있다. 보건복지부와 국민연금은 ‘위탁운용사를 활용한 주주활동 확대’를 위해 스튜어드십 코드 이행 위탁운용사 가점 부여와 위탁운용사에 의결권 행사 위임을 추진하고 있다. 현재 국민연금은 주식의 직접운용과 위탁운용 방식으로 운용하고 있고, 이에 따라 의결권 행사가 일치하지 않을 수 있고 이해상충 문제로 위탁운용사의 독립적 의결권 행사가 쉽지 않다는 문제가 지적된다. 이에 대해서는 위탁운용사 선정기준 강화 및 모니터링이 요구된다.

[도표 63] 2017년 국제 의결권 자문회사인 ISS와 글래스루이스 권고와 미국 기관투자자 의결권 행사 일치



자료: Proxy Insight Data, The Conflicted Role of Proxy Advisor (2018년)

스튜어드십 코드 도입으로 기관투자자들의 의결권 참여가 활발해질 경우 의결권 자문서비스사의 의인분석과 이에 따른 권고에 의존할 가능성이 높아질 전망이다. 실제로 전세계 최대 기관 투자자인 블랙락, 벵가드, 스테이트 스트리트도 ISS, Glass Lewis 등 자문기관의 권고채택 비율이 절대적이다. 이에 따라 의결권 자문서비스사에 대한 독립성, 공정성, 객관성, 전문성에 대한 논란이 존재한다. 한국은 좋은기업지배연구소, 기업지배구조연구원, 서스틴베스트, 대신지배구조연구소가 있으며, 국민연금의 의결권 자문기관 선정·관리에 대한 가이드라인이 요구된다.

[도표 64] 국내 의결권 자문 서비스 기관 현황

지역	기관명	설립 연도	특징	한국형 SC 참여
국내	좋은기업지배구조연구소	2001	• 재벌개혁 운동과 금융시장 개혁운동, 소액주주운동을 이끈 각계의 전문가들이 중심이 되어 설립한 민간연구소 • 운영과 재정에서 정부, 기업 등의 기관으로부터 독립	미참
	한국기업지배구조원	2002	• 기업 ESG 분석 및 평가기관 • 한국형 스튜어드십 코드 제정, 개정, 이행지원 기관 • 한국거래소, 금융투자협회 등을 사원기관으로 한 사단법인	참여 (2018.6.22)
	서스틴베스트	2006	• 기업 ESG 분석 및 평가기관 PRI(책임투자원칙) 가입기관	참여 (2017.9.29)
	대신지배구조연구소	2014	• 대신경제연구소 내 하위 연구소(대신경제연구소는 1976년 대신증권 조사부 설립이 기원)	참여 (2019.1.8)
해외	ISS	1985	• 세계 최대 미국 의결권 자문기관 • 전세계 115개국 4만개 이상 주총 의결권 자문	미참
	Glass Lewis	2003	• 세계 2위 미국 의결권 자문기관 • 전세계 100여개국에서 2만 개 이상 주총 의결권 자문	참여 (2018.7.20)

자료: 사회책임투자포럼

5%, 10% 룰은 기업의 경영권 방어를 위한 공시 제도이다. 상장기업의 의결권 있는 주식을 5%, 10% 이상 보유한 자는 각각 1%, 한 주 이상의 지분변화를 5일 이내에 보고하도록 의무화한 제도다. 특히 10% 룰의 경우 6개월 이내 매매차익에 대해서는 기업에 반환하도록 되어 있다. 국민연금이 스톱어스십 코드를 도입하면서 5%, 10% 룰에 대한 특례를 요청한 것이 논쟁이 되고 있다. 금융위는 5% 룰 특례에 대해서는 긍정적이나 10% 룰 특례에 대해서는 신중한 입장인 것으로 알려졌다.

[도표 65] 연기금 5%, 10% rule 면제 관련 찬반 의견 정리

구분	내용	비고
5% rule	<ul style="list-style-type: none"> • 자본시장법상 상장기업의 의결권이 있는 주식 5%를 대량보유하게 된 경우 5 일 이내에 지분변동 사항을 금융위원회와 한국거래소에 보고하고 공시(최초보고) • 5% 이상 지분을 보유한 상태에서 추가로 지분을 매입하거나 매각해서 1% 이상의 지분을 변동이 생기면 5 일 이내에 신고공시를 해야 함(변동보고) ※ 본인의 지분 뿐만 아니라 특수관계인이나 공동보유자의 지분을 포함함 	<ul style="list-style-type: none"> • 정부는 5% 룰의 경우 일정 요건을 충족할 경우 주식보유 목적과 상관없이 약식보고를 허용하는 방안을 검토 중 • 약식보고는 관련지분 변동이 있었던 달의 다음달 10 일까지 보고할 수 있음 ※ 금융위원회와 보건복지부는 국민연금에 이 특례를 적용하는 방안을 협의중, 금융위는 긍정적 검토
10% rule	<ul style="list-style-type: none"> • 상장기업의 의결권이 있는 주식 10%를 대량보유하게 된 경우 단 1 주라도 더 취득하면 해당 내역을 5 일 이내에 금융위원회와 한국거래소에 의무보고 • 매수(매도) 후 6 개월 이내에 매도(매수)해 얻은 이익(단기매매차익)은 기업에 반환하도록 함 	<ul style="list-style-type: none"> • 보건복지부는 단기매매차익 반환에 예외를 인정하는 특례방안을 검토중. 그러나 금융위원회는 이 부분에 대해서는 특례인정에 신중한 태도
긍정적 의견	<ul style="list-style-type: none"> • 5%, 10% 룰은 투기적 자본에 의한 기업사냥이나 적대적 M&A(인수합병)과 관련해 기존 지배주주의 경영권 방어를 위한 제도적 장치로 공적연기금은 투기자본도 아니고 기업경영권을 찬탈하고자 하는 목적이 있지도 않는 장기투자자라는 점에서 이를 완화해 스톱어스십 코드를 활성화시켜야 한다는 입장 	
비판적 의견	<ul style="list-style-type: none"> • 민간기관투자자나 해외투자자와의 형평성의 원칙에 위배됨 • 국민연금의 과도한 영향력 우려와 이로 인한 경영간섭 우려로 연기금 사회주의 가속화 	

자료: 사회투자책임포럼

마지막으로 경영권 보장제도에 있어 차등의결권 제도의 도입 여부이다. 현재 국내 기업지배구조 개선에 대한 재계의 우려의 시각은 기업지배구조 개선을 위한 상법개정(감사위원 분리 선출, 집중 투표제 의무화, 다중대표 소송제 도입, 전자투표제 의무화 등)안이 대주주의 전횡을 막고 소액주주 권리를 보호한다는 측면은 공감하지만 경영권 행사가 위축되고, 특히 외국이 투기자본에 의해 국내 기업의 경영권이 넘어가 국부가 유출되고, 경영권 방어비용 때문에 장기적인 관점에서 기업경영이 어려울 수 있다는 점이다.

실제로 1999년 미국의 헤지펀드인 타이거펀드가 SK텔레콤 지분 7%를 매집한 후 주식의 액면분할과 유상증자를 반대하는 등 경영권 위협을 하자 회사는 투자재원 조달 및 경영권 방어를 위해 법적분쟁을 계속 했다. SK그룹은 계열사를 통해 막대한 자금한 자금으로 고가로 타이거펀드의 주식을 재매입해 상황을 종료시켰다. 이때 6,000억 원을 투입한 SK글로벌(현 SK네트웍스)은 경영실적과 재무구조가 악화되었다.

2002년에는 SK글로벌이 분식회계를 하면서 1조 3,000억을 지원한 SK(주)의 주가고 하락했다. 이 때 헤지펀드인 소버린 자산운용이 SK의 지분 14.99%를 매집하고 보유 목적을 ‘수익창출’에서 ‘경영참가’로 변경하고 경영진 퇴진, 부실계열사 지원 반대, 기업지배구조 개선 등을 요구하면서 경영권을 위협하다가 2005년 보유지분 전량을 매각하며 철수하였다.

2006년에는 미국계 펀드 칼 아이칸이 KT&G 주식 5.69%를 매집한 뒤 정관상 집중투표제를 활용해 이사를 선임한 후 경영진에 보유 부동산을 매각해 배당을 확대하라고 요구하며 차익을 거둔 후 지분을 처분했고, 2015년에는 엘리엇이 삼성물산의 지분을 경영참가 목적으로 매입하고 삼성물산과 제일모직의 합병을 반대하였으나 합병은 승인되고 엘리엇은 지분을 매도해 사건을 종료시켰다. 현재 엘리엇은 현대차에 대해서도 계열사 이사회에 독립적인 사외이사 추가 선임, 지배구조 개선 관련 주주와 적극적 협업, 모든 비핵심 자산에 대한 전략적 검토 및 배당 확대 등을 요구하면서 경영권 개입을 예고하고 있다.

물론 자본시장을 개방한 이상, 이러한 주주관여 문제에 있어 국적을 논하기는 어렵다. 또한 국적 구분 없는 투자자들의 주주관여가 경영진의 판단과 지배구조 개선에 기여할 수 있는 측면도 있다. 그럼에도 불구하고 실제 지배구조 개선보다는 시세차익 및 배당을 노린다거나, 구조조정을 단행해서 기업의 경영환경의 악화 및 거시경제에 충격을 줄 수 있는 위험도 충분하다. 이러한 측면에서 재계의 경영권 방어에 대한 요구도 일견 타당한 측면이 있다.

이 때문에 차등의결권 도입 필요성이 제기된다. 차등의결권은 종류에 따라 의결권 비율이 다른 주식을 말한다. 한국 상법은 1주 1의결권 원칙을 기본으로 해 차등의결권을 채택할 수 없다. 한국과 같이 차등의결권을 채택하지 않고 있는 국가는 독일, 스페인, 폴란드, 벨기에, 룩셈부르크, 에스토니아 등이 있다. 반면 미국, 일본, 프랑스, 영국, 이탈리아, 그리스, 노르웨이, 덴마크, 스위스, 아일랜드, 헝가리, 네덜란드, 핀란드, 스웨덴이 차등의결권을 채택하고 있다.

[도표 11] 미국, 일본, 프랑스, 이탈리아의 차등의결권 도입

국가	내용
미국	기업공개를 하는 회사 중 차등의결권 주식을 이용한 건은 전 공개건수의 9.7%, 기업공개 시가총액의 18.2% 혁신을 위한 경영 안정' 목적으로 창업자가 보유한 기술이나 능력을 최대한 발휘할 수 있게 함. Google, Facebook, VMware, Workday, Zynga 등 장기 투자 유인' 목적. 뉴욕타임스, 워싱턴포스트, 다운로드, 포드 자동차
일본	2014년 상장회사로는 처음으로 사이버다인(Cyberdyne)사가 차등의결권 도입
프랑스	장기 투자 유인' 목적. 2014년 3월 플로랑주법(Florange Act)이 도입되어 정관에서 배제하지 않는 한 상장 주식을 2년 이상 보유한 모든 주주는 2배의 의결권을 자동으로 받게 함
이탈리아	장기 투자 유인' 목적. 2014년에 법 개정을 통해 정관 도입을 전제로 주식을 2년 이상 보유하면 1주당 최대 2의결권 부여할 수 있음

자료: 기업지배구조의 모든 것-주주, 이사, 감사의 역할과 책임/연강훈, 이호영, 손성규 저/클라우드나인(2018년)

미국의 경우 '혁신을 위한 경영 안정' 목적으로 차등의결권 주식 형태의 기업공개를 허용하고 있다. 대표적인 기업으로는 구글이 있다. 구글은 2004년 미국 나스닥에 기업공개를 하면서 창업자는 B클래스, 일반인에게는 A클래스 주식을 발행했다. 그 결과 래리 페이지 28.4%, 세르게이 브린 27.7%, 에릭 슈미트 7.6% 등 창업 경영자들의 의결권은 총 63.7%에 달해 경영권을 위협받지 않고 단기성과에 연연하지 않은 장기경영이 가능했다.

중국의 전자상거래 업체인 알리바바는 홍콩증권거래소에서 기업공개를 시도했으나 현 경영진이 '기업가 정신의 유지와 장기적 관점의 경영'을 이유로 이사회 후보 과반수를 지명할 수 있는 권리를 요구하다 거절되자 차등의결권 주식 발행을 허용하는 뉴욕증권거래소에 상장했다.

또한 장기투자 유인을 제공하기 위해 차등의결권을 도입하는 경우도 있다. 프랑스와 이탈리아는 2014년 법개정을 통해 2년 이상 상장주식을 2년 이상 보유할 경우 의결권 및 배당권에서 최대 2배를 행사할 수 있도록 하였다. 이는 주주들이 기업의 장기적인 경영전략에 관심을 두는데 효과적인 인센티브를 제공할 수 있다.

한국 역시 혁신과 장기투자 유인을 제공하고 기업지배구조 개선이라는 명목으로 단기차익을 노리는 투기자본에 대한 경영권 보호 장치로 차등의결권 도입을 고려할 만 하다. 다만 차등의결권은 지배주주 및 경영진을 과도하게 보호하고 소액 및 기타 주주들의 권리를 훼손할 수 있다. 이에 따라 차등의결권 도입 시에는 창업자에 한해 일시 부여, 그 주식의 양도 또는 상속되는 때는 차등의결권의 소멸, 일몰조항 또는 무효화 조항 등 보호장치가 수반될 필요가 있다.

해외 연기금 자본주의 사례 : 1) CalPERS, 2) GPIF

기관투자자의 기업관여와 주주권 행사에 가장 적극적인 사례는 캘리포니아 공무원연금 (CalPERS: California Public Employees Retirement System)다. CalPERS 이사회는 캘리포니아 주법에 따라 충실의무와 주의의무를 부담하면서 활발한 주주관여 정책을 실시하고 있지만 장기적인 투자성과에 부합하는 범위 내에서 행사하고 있다.

CalPERS는 1984년 투자대상기업의 지배구조가 기업가치에 중요하다는 지배구조 정책을 채택하고 1994년부터는 투자대상기업 중에서 재무성과가 좋지 않은 기업에 대해 적극적으로 관여하기 시작했는데, 이것이 포커스리스트이다. 2000년 들어서 주요관여정책이 지배구조 이슈 뿐만 아니라 환경, 사회 정책에 대해서도 투자대상기업의 중장기 가치가 고려되기 시작했다. 2008년 글로벌 위기 이후에는 ESG 투자 및 스튜어드십 코드를 세계적으로 확산시키고 있다.

[도표 66] CalPERS의 주주관여 정책 연혁

연도	내용
1984	투자대상회사 지배구조개혁 프로그램 도입
1985	미국 기관투자자협의회(CII: The Council of Institutional Investors) 설립 지원
1987	포커스리스트 프로그램 도입
1989	투자자와 환경단체 연합(Ceres) 설립, 지원하며 환경 이슈의 중요성 강조
1994	부동산 책임계약프로그램(Real Estate's Responsible Contractor Program) 도입, 공정한 노동환경(공정임금과 고용평등)의 중요성 강조
1995	글로벌 지배구조네트워크(CGNI) 창립 멤버로 참여
1996	International Corporate Governance Program 도입
2001	캘리포니아 신생운용사(EMP)제도 도입으로 캘리포니아 소재 11개 신생 PE 운용사에 4.6억 달러 투자
2002	엔론 사태 이후 금융시장 개혁 프로그램 도입
2003	기후변화위험네트워크(INCR) 발족, 기후변화 리스크 관리 정책, 절차, 공시에 관한 투자자협력 증진 도모
2004	에너지 소비 절감을 위한 에너지 효율 목표를 설정하는 Environmental Technology Investment Program 도입
2005	UN PRI, UNEP FI 가입
2008	주주관여정책 가이드라인 'The Global Principles of Accountable Corporate Governance' 채택
2009	미국 사모펀드 운용사의 지배구조 가이드라인 'The Institutional Limited Partners Association(ILPA) Principles' 제정 지원
2011	Total Fund ESG Integration plan 발표, Responsible Property Investment Strategies 도입
2012	Total Fund ESG Integration plan 실행방안 도입
2013	Sustainable Investment Research Initiative 도입
2016	일본 스튜어드십 코드 가입
2017	미국 스튜어드십 코드 가입

자료: CalPERS, 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 한국사회책임투자포럼(2018년)

CalPERS는 투자대상기업의 장기적인 가치 제고를 위해 1) 재무자본, 2) 실물자본, 3) 인적자본을 실효적으로 잘 관리하고 4) 위탁자산운용사에게 지배구조와 지속 가능성에 관여할 수 있음을 언급하고 있다. 지배구조와 지속 가능성 이슈로는 지배구조, 위험관리, 인적자본관리(노동관행, 보건안전, 고용의 다양성 등), 기후변화 등 환경 이슈를 포함하고 있다. 구체적인 실행 원칙과 세부지침 중 주주가치 관점에서 주요 의제로는 투자자보호, 이사회 구성(다양성, 독립성, 전문성), 보상체계, 기업공시, 규제당국과의 대화 등이 있다.

CalPERS의 주주관여 정책은 1) 의결권 행사 및 주주제안, 2) 포커스 리스트, 3) 투자회수, 4) 연대가 있다. CalPERS가 경영자 제안에 대해 87% 찬성, 주주 제안에 대해 66% 찬성 했음을 보게 되면 연기금의 주주권 행사가 경영에 장애요인이 된다는 우려는 지나치다.

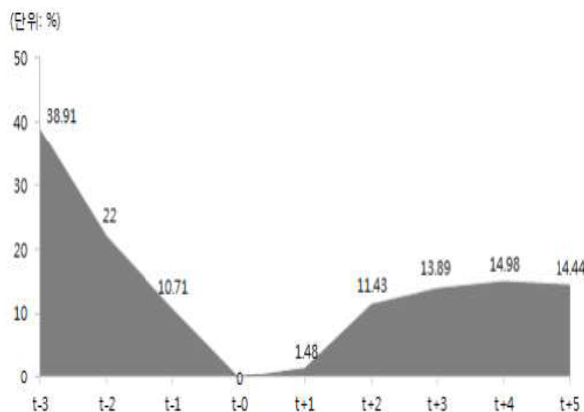
[도표 67] CalPERS의 주주관여 정책 수단

주주관여 수단	내용
의결권 행사 및 주주제안 (proxy voting)	가장 기본적인 주주권 행사 수단, CalPERS 의결권 행사지침에 따라 해외기업과 미국기업에 동일한 원칙 2017년 상반기 1,546개 기업의 주주총회에 참석해 의결권 행사 전체 12,000여건 개별 주주총회 의안 중 7,500여건이 경영자 제안, 4,700여건이 주주제안 CalPERS는 경영자제안에 대해 87%/13% 반대, 주주제안에 대해 66% 찬성/34% 반대 예) Cognex Corp의 이사회 구성 다양화 주주제안에 찬성, 에너지 관련 기업들의 기후변화위험을 주주에게 보고할 것으로 요구하는 주주제안 찬성, 테슬라 독립이사 2인 선출 및 지배구조 개선 주주제안에 찬성 및 연대, 웰스파고 9명의 이사회후보에 대해 200만개 불법계좌 스캔들 관련 내부통제 실패 이유로 반대
포커스 리스트 (focus list)	1984년 투자대상기업에 대한 지배구조 개혁 프로그램 도입 이후 1987년 포커스리스트 방식의 주주관여 도입 주가수익률 면에서 저성과이고 지배구조 등급에서 저등급인 기업들을 집중 감시할 목적으로 포커스리스트 정책 도입 지배구조요인은 지속가능성과 관련 체크리스트: 이사회 질과 다양성, 보고, ESG 리스크, 투자자권리, 보상체계 적정성 등 2011년 큰 폭의 제도 변화: 대상기업 확대, 2014년부터는 해외상장기업 포함, 포커스리스트와 다른 주주관여전략(사적대화, 주주제안) 연계, 포커스리스트 명단 공개주의에서 비공개주의로 전환
투자회수 (divestment)	투자회수 원칙을 규정, 투자철학과 상충하는 기존 투자를 회수하거나 신규 투자를 진행하지 않는 투자전략 예) 2000년 담배기업 투자회수 사례: 당시 담배산업에 대한 평판, 규제, 소송위험을 고려할 때 장기적으로 고객가치를 창출할 것이라는 전망이 불확실하다는 판단에 투자회수가 수탁자책임에 부합하다고 판단, 2012년 대량살상무기 제조회사 투자회수 다만 투자회수를 즉각 실행할 지, 주주관여 정책을 우선할 지의 판단을 전적으로 수탁자 책임 관점에서 판단하고 있음
연대 (partnership & advocacy)	다른 기관투자자, 투자자 단체, 국제기구 등과 연대해 주주관여 전략에 적극적. 2014년 일본이 도입한 스튜어드십 코드에 2016년 3월에 서명 2011년 ESG 투자정책의 일환으로 글로벌 11대 연기금 초청해 경험 공유, 2003년 기후변화위험투자자 네트워크 발족 등

자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 한국사회책임투자포럼(2018년)

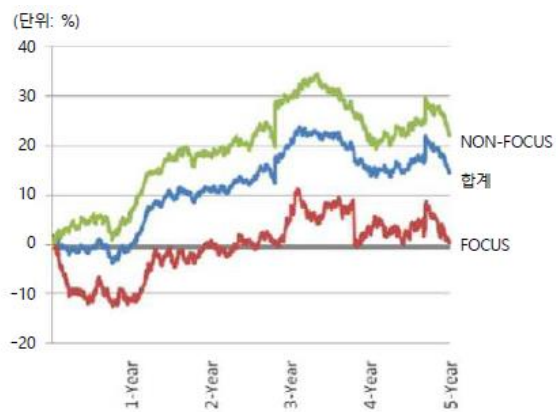
CalPERS의 포커스리스트는 재무 및 비재무적 성과가 낮은 투자대상 기업들을 선정해 주주관여를 통한 기업가치 및 수익률을 제고하는 프로그램이다. 포커스리스트는 1) 이사회의 질적수준과 다양성(리더십, 독립성, 전문성, 다양성), 2) ESG(환경, 사회, 지배구조)와 경영전략 및 자본활용의 투명성에 관한 기업 보고, 3) 주주권한(의결권과 감시, 감독 조건), 4) 사회환경 이슈에 관한 리스크 관리, 5) 경영진 보상에 대한 주주간 명확한 조율이 평가 리스크이다. CalPERS 포커스리스트 도입 이후 해당기업들의 수익률이 벤치마크를 상회하고, 포커스리스트에 포함되지 않는 기업들의 성과도 개선되는 것으로 나타났다.

[도표 68] CalPERS Focus 리스트 기업의 상대수익률 추이



자료: CalPERS(2014) 주: 벤치마크는 Russell 1000 Index. t-3~t-0 수익률은 절대값

[도표 69] Non-Focus > Focus 수익률: 비공개주의로 전환



자료: Junkin (2010) 주: 벤치마크는 Wilshire 5000에 대한 해당 기업군

일본정부연금 투자펀드(GPIF : Government Pension Investment Fund)는 2006년 설립된 최대 규모의 연기금이며 2014년 스튜어드십 코드를 도입해 투자대상기업의 가치향상과 투자 수익 극대화를 목적으로 주주활동을 하고 있다.

GPIF는 국내외 주식자산을 100% 외부 위탁운용사에 위임하고 있으며 투자대상 기업에 대한 주주참여 형식과 공시방법 등을 모두 위탁운용사에 위임하고 있다. 위탁운용사가 준수해야 할 스튜어드십 코드 원칙은 1) 지배구조(일본 스튜어드십 코드 도입, 투명한 이해상충 관리를 위한 체계적 감독 시스템 개발, 성과에 따른 보수지급체계 설명), 2) 이해상충 관리(외부 의결권 자문위원회 도입 등을 통한 철저한 이해상충 관리), 3) 인게이지먼트를 포함한 스튜어드십 활동 정책(스튜어드십 원칙 및 활동 공개, 투자기관의 비재무적 요소 공개 및 원칙 불이행시 이유공개 요구), 4) ESG요소가 통합된 투자 프로세스(투자기관의 ESG요소 고려, UN PRI 서명), 5) 의결권 행사(GPIF Proxy Voting Principles에 따른 의결권 행사, 체계적인 의결권 자문의원사 감독) 등 다섯 가지다.

[도표 70] 일본 GPIF의 스튜어드십 코드 이행 연혁

연도	내용
2014년 5월	일본 스튜어드십 코드 도입 공표, 스튜어드십 코드 이행을 위한 원칙 발표
2014년 10월	스튜어드십 코드와 책임투자에 대한 연구 시작
2015년 3월	스튜어드십 코드가 포함된 GPIF 투자원칙 공표
2015년 9월	UN PRI 가입, 일본 주식 펀드매니저와 ESG 이니셔티브에 대한 인터뷰 시작
2015년 12월	스튜어드십 코드 이행을 위한 전문가 모집
2016년 1월	의결권 행사와 이해관계 상충 방지를 위한 연구 완료
2016년 3월	GPIF 내 ESG 설립
2016년 4월	위탁운용사 평가를 위한 400개의 피투자회사를 대상으로 한 설문조사 시작
2016년 7월	일본 주식 ESG Index 요청, 지속가능 투자발전을 위한 "Business and Asset Owners' Forum", "Global Asset Owners' Forum" 설립
2016년 9월	최초의 "Business and Asset Owners' Forum" 개최
2016년 10월	스튜어드십 코드 & ESG 부서 설립
2017년 5월	위탁운용사 평가를 위한 피투자회사를 대상으로 한 설문조사 레포트 발표, 책임투자 원칙 및 의결권 행사 원칙 개정
2017년 6월	위탁운용사에 의결권 행사 기록 공개 요구

자료: The dynamic innovation of GPIF and the history of Japanese public pension investment (2017)

GPIF는 국내외 주식자산을 100% 외부 위탁운용사에 위임하고 있으며 투자대상 기업에 대한 주주참여 형식과 공시방법 등을 모두 위탁운용사에 위임하고 있다.

위탁운용사가 준수해야 할 스튜어드십 코드 원칙은 1) 지배구조(일본 스튜어드십 코드 도입, 투명한 이해상충 관리를 위한 체계적 감독 시스템 개발, 성과에 따른 보수지급체계 설명), 2) 이해상충 관리(외부 의결권 자문위원회 도입 등을 통한 철저한 이해상충 관리), 3) 인게이지먼트를 포함한 스튜어드십 활동 정책(스튜어드십 원칙 및 활동 공개, 투자기관의 비재무적 요소 공개 및 원칙 불이행시 이유공개 요구), 4) ESG요소가 통합된 투자 프로세스(투자기관의 ESG요소 고려, UN PRI 서명), 5) 의결권 행사(GPIF Proxy Voting Principles에 따른 의결권 행사, 체계적인 의결권 자문의원사 감독)으로 매년 GPIF에 보고하게 된다.

지속가능 경영 및 배당성향의 확대로 절대적 저평가 해소 계기

기관투자자의 주주활동 역할이 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 1) 적극적 감시자 가설과 2) 일시적 투자자 가설에 따라 의견이 갈린다. 적극적 감시자 가설에 따르면 기관투자자는 장기적으로 주식을 보유하면서 경영진을 효과적으로 감시해 지배구조 개선과 기업가치 향상을 이끌어낼 수 있다. 반면 일시적 투자자 가설에 따르면 기관투자자 역시 단순투자자에 불과하고 경영진을 효과적으로 감시하지 못 하며, 따라서 지배구조 개선이나 기업가치 향상을 이끌어내지 못 한다. 다만 스튜어드십 코드 등이 정착되면 기관투자자 역할은 확대될 전망이다.

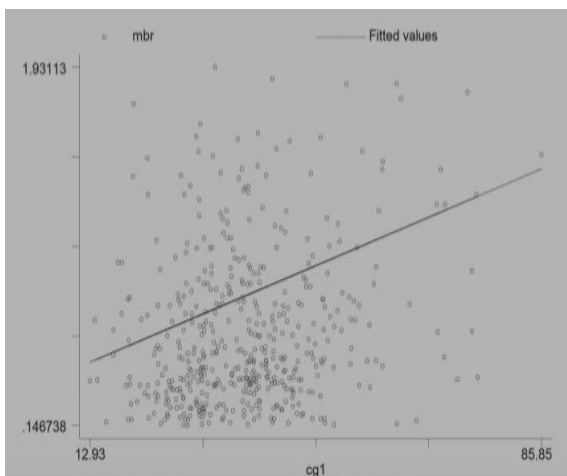
[도표 71] 기관투자자 역할이 기업가치에 미치는 영향

적극적 감시자 가설 (active monitor hypothesis)	
그로스만/하트(1980), 바클레이/홀더니스(1989)	기관투자자는 소액주주보다 주식을 장기 보유해 기업내부 정보획득이 쉽고 경영진을 효과적으로 감시할 수 있음
버가트(1997), 에른스트 머그(1980)	기관투자자는 대규모 지분을 보유하고 경영진을 감시해 장기성과를 개선하고 투자가치와 수익률을 높이려는 유인 강함
오닐/스위셔(2003)	기관투자자 지분을 증가가 토빈의 Q로 측정된 기업가치를 증가시킴
그런드페스트(1993), 델 게르시오(2008)	기관투자자의 반대 의결권 행사와 같은 외부압력이 무능한 경영자의 교체 가능성을 높여 경영자가 기업가치 극대화를 추구하게 함
일시적 투자자 가설 (transient investment hypothesis)	
브릭클리(1998)	기관투자자 역시 단순 투자자에 불과하며 경영자 감시보다는 동조 방향으로 의결권 행사
파운드(1988)	기관투자자는 경영자와 전략적으로 제휴해 상호이익을 취하는 경향이 있으며 이는 기업가치에는 부정적
부시(1998), 길런/스타르크스(2000)	기관투자자는 자금운용 위탁 받은 대리인으로 위탁자 이익을 우선해야 하나 실제 그렇지 않음
아그라왈/노에버(1996)	단기투자 성향의 헤지펀드 등 기관투자자는 장기적 성과보다 단기적 차익만을 중시해 경영진 견제를 소홀히 하고 경영진의 기회주의적 행위를 방조할 가능성
로웰스타인(1991)	기관투자자는 다수 기업에 투자하기 때문에 개별 기업의 경영에 대해 신중히 감시하기 어려움

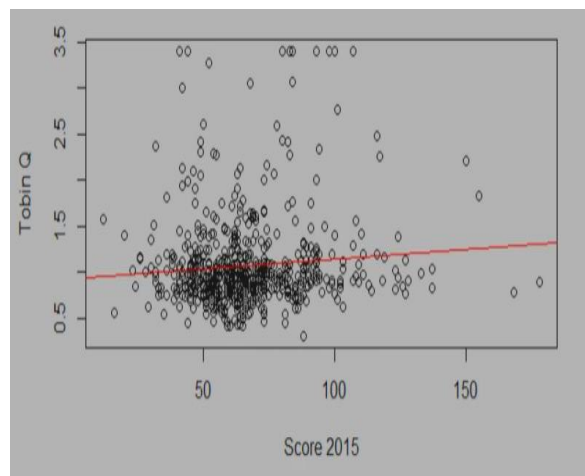
자료: 기업지배구조의 모든 것 - 주주, 이사, 감사의 역할과 책임/연강출, 이호영, 손성규 저/클라우드나인(2018년)

2017년 기업지배구조 컨퍼런스에서 ‘한국 기업의 지배구조 관련 쟁점들’ 주제로 발표한 박경서 교수에 따르면 기업지배구조 스코어와 PBR 및 Tobin’s Q는 유의미한 상관 관계를 나타내고 있어 적극적 감시자 가설에 따른 지배구조 개선과 기업가치 향상 가능성을 지지한다.

[도표 72] 기업지배구조 스코어와 PBR



[도표 73] 기업지배구조 스코어와 Tobin's Q



자료: 한국 기업의 지배구조 관련 쟁점들/2017 기업지배구조 컨퍼런스/고려대학교 기업지배구조연구소장 박경서 교수

한국의 경우 스튜어드십 코드를 2016년 도입한 이후 2019년부터 본격적으로 운용함에 있어 가장 기대되는 부분은 배당성향의 확대 요구다. 한국 주식시장 전체의 배당성향은 2016년 이전에는 20% 이하로 가장 낮았지만 2017년에는 47.8%로 상승했다. 한국 뿐만 아니라 스튜어드십 코드를 도입한 국가들 역시 배당성향이 상향되는 양상이 전개되고 있다.

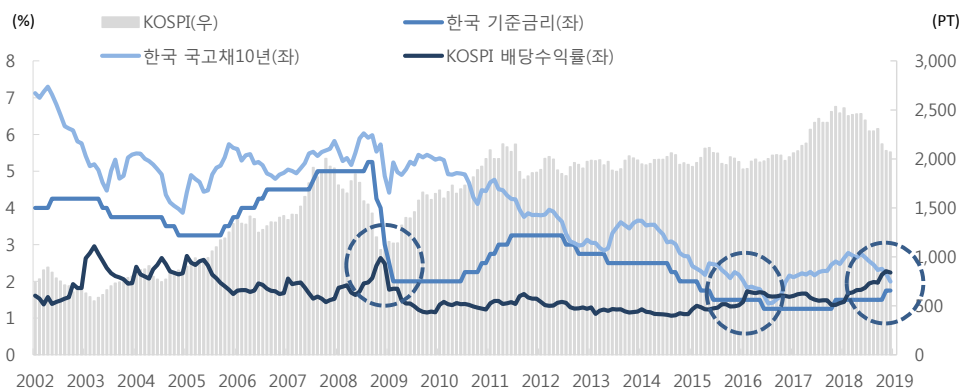
[도표 74] 스튜어드십 코드 도입 국가들의 배당성향

배당성향	t-3	t-2	t-1	t=0	t+1	t+2	t+3
미국 (2017 년)	38.6	46.8	54.7	51.4			
호주 (2017 년)	56.6	65.1	51.7	55.3			
브라질 (2016 년)	56.8	54.4	87.6	75.5	47.2		
캐나다 (2012 년)	66.8	43.7	39.2	52.0	76.5	55.1	107.7
덴마크 (2016 년)	38.8	44.9	56.2	57.7	52.8		
홍콩 (2016 년)	38.2	34.8	35.4	45.1	40.6		
인도 (2017 년)	25.2	33.7	31.4	33.7			
이탈리아 (2015 년)	56.7	62.3	56.8	63.1	87.3	70.9	
일본 (2014 년)	36.8	51.6	32.9	28.5	30.1	35.0	31.6
말레이시아 (2014 년)	57.9	51.9	51.9	54.0	53.6	51.3	47.4
네덜란드 (2018 년)	57.5	62.2	49.1	45.5			
싱가포르 (2016 년)	47.5	53.6	50.4	53.5	44.6		
남아공 (2011 년)	49.0	100.6	47.6	46.3	55.3	68.6	52.7
한국 (2016 년)	11.1	15.8	17.9	18.8	47.8		
스위스 (2013 년)	34.4	37.3	57.6	57.3	61.0	67.7	92.2
대만 (2016 년)	50.4	55.5	54.9	60.8	54.7		
태국 (2017 년)	49.5	59.9	46.9	43.4			
영국 (2010 년)	45.6	97.5	61.5	46.3	38.1	71.7	
독일 (2005 년)	44.2	54.4	38.9	29.6	33.8	34.6	90.7

자료: Bloomberg 주: MSCI 기준

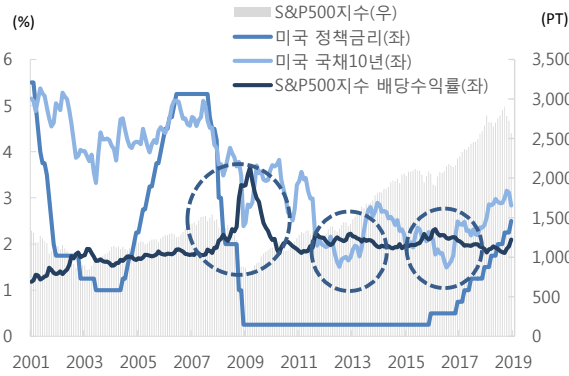
특히 현재 한국 주식시장의 배당수익률은 2%를 상회, 기준금리 및 국고채10년 금리는 각각 2%를 하회하고 있다. 이러한 상황에서는 주식에 대한 상대적인 투자유인이 증가하게 될 텐데, 스튜어드십 코드로 인한 배당요구 확대가 주식시장의 절대적 저평가 상태를 해소시킬 수 있다. 물론 배당확대에 그치지 않고, 기업지배구조 개선이 기업의 효율적 자본활용을 높이고, 생산성 향상과 혁신을 위한 인적, 물적자본 투자를 이어가 지속 가능한 성장성 확보가 중요하다.

[도표 75] KOSPI 배당수익률이 국고채 10년 금리 대비 높아질 때 주식에 대한 투자매력이 증가



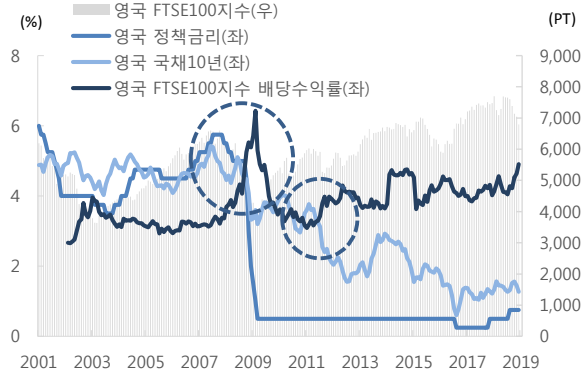
자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 76] 미국 정책금리, 국채금리 및 주식시장 배당수익률



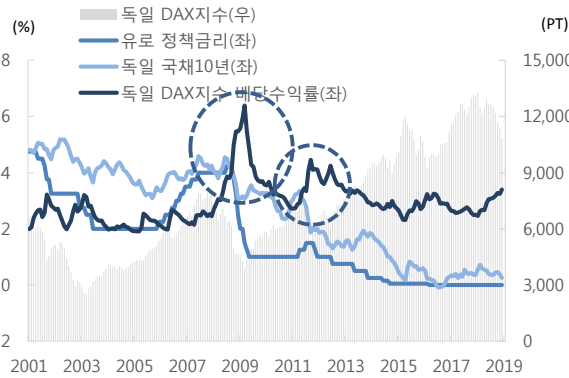
자료: FED, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 77] 영국 정책금리, 국채금리 및 주식시장 배당수익률



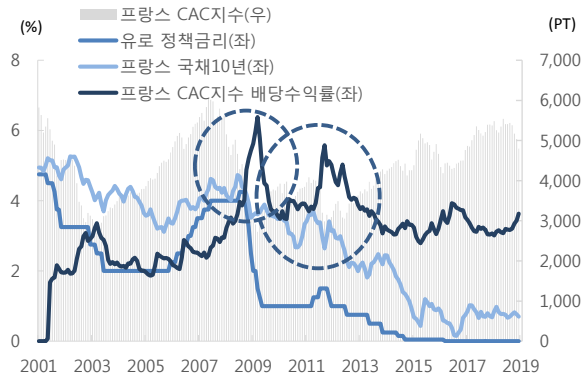
자료: BOE, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 독일 정책금리, 국채금리 및 주식시장 배당수익률



자료: ECB, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 프랑스 정책금리, 국채금리 및 주식시장 배당수익률



자료: ECB, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 80] 일본 정책금리, 국채금리 및 주식시장 배당수익률



자료: BOJ, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 81] 중국 정책금리, 국채금리 및 주식시장 배당수익률



자료: PBOC, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

에필로그

Is Greed Good?

2010년 올리브 스톤과 마이클 더글라스는 또 한 편의 영화 월스트리트를 선보였다. 이번의 주인공은 펀드 중개인이자 투자자인 제이콥(샤이아 라보프)과 고든 게코(마이클 더글라스)다.

2008~2009년 글로벌 금융위기 가운데, 제이콥이 투자한 에너지 회사를 살리는 과정이 주요한 스토리다. 고든 게코는 11년만에 교도소에서 출소한 후 월가에 복귀해 금융 전문가로 활동하면서 금융위기를 예고한다. 고든 게코는 감옥에 들어가기 전 스위스 은행에 맡겨둔 1억 불을 찾기 위해 제이콥과 제이콥의 연인이자 자신의 딸을 이용하지만 결국 제이콥의 투자한 회사에 자금을 투입하고 화해해 훈훈한 마무리로 끝난다.

영화 속 고든 게코는 “탐욕은 좋은 것인가?(Is greed good?)”이라는 책을 쓴 후 어느 대학에서 또 다시 강연을 한다. 9.11 테러 이후 미국 정부는 탐욕을 위해 금리를 1%로 낮추고, 사람들은 탐욕 때문에 빚을 내어 집을 사고 소비를 했다고 한다. 헤지펀드 투자자들은 1억 불의 연봉을 받고, 금융가들은 50배가 넘는 투기를 한다고 하면서 CMO(Collateralized Mortgage Obligations), CDO(Collateralized Debt Obligations), SIV(Strutured Investment Vehicle), ABS(Asset Backed Securities) 등과 같은 금융상품은 대량 살상무기로 비유해 설명한다. 그는 금융시스템은 붕괴할 것이고, 그 원인은 바로 투기, 차입과 채무, 그리고 끝없이 밀려서 쓰러는 탐욕 때문이라고 한다. 블록버스터는 원래 3부작이라고 하는데, 2019년 더 현명해진 고든 게코의 명강의를 들을 수 있으면 좋겠다.

[도표 82] 영화 월스트리트 2010에서 마이클 더글라스가 연기한 고든 게코의 연설 장면



자료: 영화 월스트리트 Money Never Sleeps

참고 자료

「우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임 모색」, 한국경제연구원 / 1999년

「기업지배구조의 모든 것-주주, 이사, 감사의 역할과 책임」, 클라우드나인 / 2018년

「선진경제 도약을 위한 기업지배구조 개혁」, 을유문화사 / 2000년

「각국 기업지배구조의 결정요인 비교/경로의존성과 정치·역사적 특수성」, 한국경제연구원 / 2006년

「스튜어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사」, 자본시장연구원 / 2018년

「Achieving a new paradigm for inclusive growth」, OECD / 2018년

「재벌중심 경제의 한계와 패러다임 전환」, 박상인 / 2018년

「OECD 기업지배구조 원칙 제정과 한국경제에 대한 시사점」, 대외경제정책연구원 / 1999년

「기업지배구조 백서」, 공정거래위원회 / 2012년

「해외 기업지배구조 모범기준 제·개정 및 적용 동향」, 기업지배구조원 / 2019년

「주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점」, 사회책임투자포럼 (국회에 산처 연구용역 보고서) / 2018년

「미국 ‘경제 민주화’ 실패의 교훈 및 트럼프 현상의 뿌리와 한국 경제의 대안」, 신장섭 / 2016년

「한국 기업의 지배구조 관련 쟁점들」, 박경서 / 2017년