
한국 스투어드십 코드 제1차 해설서

2017. 6.

한국기업지배구조원

일러두기

『스튜어드십 코드 해설서』는 코드의 세부 내용에 대한 기관투자자 등의 이해를 돕고, 실제 이행에 유용한 지침과 사례들을 제공하기 위한 목적으로 스텐어드십 코드의 권고에 따라 한국기업지배구조원에서 발간합니다.

본 해설서에 담긴 내용 중 법령의 해석에 관한 부분은 스텐어드십 코드 실무 작업반¹⁾의 검토 내용을 한국기업지배구조원에서 인용·발췌·요약·정리한 것이며, 본 원은 법 해석의 정확성을 보증하지 않습니다.

또한 본 해설서에 기재된 내용은 자본시장의 환경 변화, 법규 개정 등으로 달라질 수 있습니다. 향후 추가적인 의견 수렴을 거쳐 1차 해설서를 보완한 2차 해설서를 발간할 계획입니다.

1) 스텐어드십코드 실무작업반은 금융위원회가 한국 스텐어드십 코드의 권고에 따라 행해지는 주주활동에 대한 법적 불확실성을 최소화하기 위하여 2017년 2월부터 금융감독원, 금융투자협회, 한국거래소, 한국기업지배구조원, 자본시장연구원 및 외부 법률전문가 등으로 구성하여 운영중이며, 자본시장법 등 관련 법령을 스텐어드십 코드에 따른 주주활동에 적용하여 해석하는 작업 등을 하고 있습니다.

□ 안내 지침

1. 기관투자자가 타인 자산을 관리·운영하는 자로서 부담하는 책임[이하 “수탁자 책임”]이란 투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 지속가능한 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임을 의미한다.

- ▶ 기관투자자는 운용자산을 맡긴 고객·수익자의 이익을 최선을 다해 추구할 기본적인 책임이 있습니다. 이 핵심내용은 선량한 관리자의 책임으로서 충실하게 자산을 운용하도록 기관투자자의 책임을 명시한 자본시장법 규정에서도 명확히 드러납니다. 타인 자산의 수탁자로서 기관투자자가 부담하는 책임은 복잡한 투자흐름으로 특징지을 수 있는 현대 자본시장 구조에서 그 필요성이 더욱 큽니다.

기관투자자가 고객과 수익자를 대신하여 자산을 관리·운영하는 과정은 여러 단계로 구성되어 복잡하게 얽혀 있습니다. 한 예로 고객과 수익자의 자산은 연기금, 내부 기금운용 부서를 거쳐 외부 수탁운용사에 의해 관리되는 경우가 많습니다. 그런데 기관투자자의 의사결정 단계가 멀어질수록 고객과 수익자의 이익이 충실히 반영되지 못할 우려가 있습니다.

이러한 복잡한 투자흐름 내에서 구체적인 자산운용 원칙과 방향을 투자 흐름의 반대편에 있는 최종적 고객·수익자의 이해관계와 일치시키는 효율적인 지배구조 체계를 갖추기는 쉽지 않습니다. 이를 보완하기 위해서는 투자흐름 내의 각 기관투자자가 고객과 수익자의 이익을 보존·증진하기 위한 수탁자로서의 책임이 있음을 자각하고 충실히 그 책임을 다할 필요가 있습니다.

여기에서 “원칙”이 지향하는 수탁자 책임은 주주로서 투자대상회사의 중장기 발전을 추구하고, 이를 통해 고객과 수익자의 이익을 도모할 책임을 의미합니다. 이에 따르면, 기관투자자는 타인의 자산을 맡아 운영하는 자로서 투자대상회사 점검이나 해당 회사 이사회와의 대화와 같은 기본적인 운용 책임을 다해야 할 뿐 아니라 필요하다면 주주로서의 권리를 적극 행사할 필요도 있습니다. 이러한 과정을 통해 기관투자자는 투자대상회사가 포함된 포트폴리오의 장기 위험조정 성과를 향상시키고 궁극적으로 고객과 수익자의 중장기적 이익 증진에 부합하는 수탁자로서의 책임을 다하게 됩니다.

2. 수탁자 책임의 성공적 이행은 회사의 중장기적인 발전을 유도하고, 투자자의 이익을 증진하는 데 기여할 뿐 아니라 자본시장과 경제 전반의 건전하고 내실 있는 성장과 발전을 뒷받침한다.

- ▶ 앞서 언급한 바와 같이 “원칙”이 제시하는 수탁자 책임은 일차적으로 기관투자자가 주주로서 적극적인 주주활동을 수행하여 회사가치를 능동적으로 창출하고 우려사항을 최소화하며 이를 통해 회사의 중장기 발전을 유도하는 것입니다.

수탁자 책임은 이러한 대상회사의 지속가능한 발전이 고객과 수익자의 이익에 부합할 것을 요구합니다. 따라서 스튜어드십 코드에 참여하는 기관투자자는 고객·수익자의 중장기적인 이익을 염두에 두면서 수탁자 책임을 이행함으로써 대상회사는 물론 투자자의 중장기 이익을 증진하는 데 기여합니다.

나아가 국내 자본시장에 대한 투자자의 신뢰와 국제적인 위상을 회복하고, 궁극적으로 한국 자본시장과 경제 전반의 지속가능한 성장을 뒷받침할 것으로 기대합니다.

3. 기관투자자는 이사회가 부여 받은 책임을 충실히 이행하는지 점검하고 필요에 따라 이사회와 적극 대화하는 등 건설적인 관여활동에 나설 책임이 있다. 이사회는 회사와 주주를 대표해 경영(진)을 감독함으로써 책임을 이행한다.

▶ 주주가 선임하고 구성하는 이사회는 투자대상회사의 경영이 회사와 주주의 이익을 지향하는 방향으로 이루어지고 있는지 감독할 책임이 있습니다. 기관투자자는 이사회가 그와 같은 책임을 충실히 이행하는지 점검함으로써 간접적으로 회사의 경영 상태를 살펴볼 수 있습니다.

만약 대상회사의 경영자가 중장기적 가치 향상과 지속가능한 성장에 부합하지 않는 의사결정을 내리면, 이는 고객과 수익자의 이익에 부합하지 않을 우려가 있습니다. 이 경우 기관투자자는 기업 내부의 경영 감독 기구인 이사회와 적극 대화하는 등 건설적인 관여활동에 나설 필요가 있습니다. 기관투자자는 회사 및 주주의 이해관계와 일치하도록 회사 경영을 개선함으로써 중장기 주주 가치를 제고하기 위해 노력해야 합니다. 물론 적극적인 관여활동에 나서기 전에 우선 기업 내부에서 이사회가 충실히 경영 감독 기능을 수행할 수 있도록 상시 점검하는 편이 바람직합니다.

이와 같은 방식으로 회사 및 주주 가치의 창출과 제고를 지향하고 그와 함께 궁극적으로 고객과 수익자의 중장기 이익을 도모하는 것이 한국 스톱어드십 코드가 강조하는 기관투자자의 책임입니다.

4. “기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙”[이하 “원칙”]의 목적은 기관투자자가 수탁자 책임을 효과적으로 이행하는 데 중요한 원칙과 이를 구체화한 세부내용을 제시하는 것이다.

▶ “원칙”은 각 기관투자자가 자율적으로 수탁자 책임 정책을 수립하고 이를 충실히 이행하도록 권장합니다. 기관투자자는 각자의 상황에 맞게 다양한 방법으로 수탁자 책임을 이행할 수 있으며, 그렇게 하는 편이 바람직합니다.

하지만 “원칙”에 따라 실제로 수탁자 책임을 이행하는 과정에서 기관투자자는 자칫 경험 부족과 불확실성 등에 따른 어려움에 직면할 가능성이 있습니다. 이러한 문제점을 최소화하기 위해 “원칙”에서는 기관투자자가 수탁자 책임을 보다 효과적으로 이행하는 데 중요한 7가지의 기본 원칙과 세부내용을 제시합니다. 이는 기관투자자의 주주활동과 수탁자 책임 이행에 길잡이 역할을 할 것입니다. 물론 이하에서 설명할 “원칙 준수 및 예외 설명” 방식을 채택하고 있으므로 코드의 내용 전체가 기관투자자 등에게 강제로 적용되거나 기관투자자의 자율성을 저해하는 것은 아닙니다.

5. 수탁자 책임 이행 활동의 범위는 의결권 행사로 한정되지 않는다. 기업 경영전략과 성과, 위험관리, 지배구조 등 핵심 경영사항에 대한 점검과 이사회 등과의 협의를 포함하며, 주주제안과 소송 참여 등 보다 적극적인 형태의 활동을 포괄한다. 기관투자자의 관여활동은 '명확하며 건설적인 목적'을 지향하는 회사와의 대화를 포함하는 광범위한 주주활동이다.

▶ 수탁자 책임의 이행을 위한 주주활동의 범위는 다양합니다. 중장기 회사 가치에 영향을 끼치는 핵심 경영사항을 점검하는 데서 출발해 투자대상회사와 대화하고 의결권을 행사하며, 필요한 경우 더 적극적인 활동으로 나아갈 수 있습니다.

기관투자자는 우선 대상회사의 중장기 가치와 지속가능성 등에 영향을 끼치는 핵심 경영사항에 관해 충분한 정보를 수집하고 면밀히 분석할 필요가 있습니다. 그 과정에서 기관투자자는 경영자, 이사회 등과의 대화를 통해 핵심 경영사항에 대한 이해의 폭을 넓혀 나가는 편이 바람직합니다. 이러한 일상적인 점검 활동과 대화는 의결권 행사를 포함해 이후 주주활동의 토대가 되기도 하는 만큼 수탁자 책임 이행 활동으로서 기본적이면서 중요한 의미를 가집니다.

우려사항이나 문제가 확인되면 기관투자자는 보다 적극적인 질의와 의견 제시를 통해 문제 해결을 꾀할 수 있습니다. 주주총회에서 토론하고, 때로는 반대 의결권을 행사할 수도 있습니다. 그 외에도 필요하다면 주주제안, 소송 참여 등 다양한 방법을 사용하여 문제를 해결하기 위해 노력할 필요가 있습니다. 의결권 행사는 주주로서 가장 기본적인 권리이지만, 고객과 수익자의 이익을 위한 주주활동은 이상에서 보듯 그에 한정되지 않는다는 점에 유의해야 합니다.

단, 대상회사와의 대화는 그 자체를 위한 의미 없는 대화여서는 안 되며, 구체적인 목적을 가진 것이어야 합니다. 또한 수탁자 책임의 이행을 위한 주주활동은 회사와의 상호 이해와 협력 관계의 토대 위에 회사 가치와 고객의 이익에 부합하는 건설적인 방향으로 진행할 필요가 있습니다. 기관투자자는 대화, 의결권 행사, 기타 적극적인 주주활동을 투자대상회사에 대한 일방적인 요구가 아니라 건설적인 해결책을 모색하기 위한 수단으로 이해하는 편이 바람직합니다.

6. 기관투자자는 크게 ‘자산소유자’(asset owner)와 ‘자산운용자’(asset manager)로 구별된다. 자산운용자는 자산운용, 대상회사와의 대화 등을 통해 일상적으로 수탁자 책임 활동을 이행한다. 자산운용자에는 자산운용사가 대표적으로 포함된다. 자산소유자는 기본 원칙을 제시하고 지시·평가 등 수단을 활용해 자산운용자가 효과적인 점검·관여 활동을 수행하도록 하는 방식으로 수탁자 책임을 이행할 수 있다. 연기금, 보험회사 등이 자산소유자의 주요 유형이다.

▶ 일반적으로 ‘자산소유자’는 대규모 자산을 소유하지만 구체적인 자산운용은 외부의 전문적인 자산운용사 등에 맡기는 형태로 자산을 운용하는 기관투자자를 뜻합니다. 물론 직접 운용할 수도 있습니다. 자산소유자는 어떤 활동을 누구에게 위임할 것인가에 따라 다음과 같이 다양한 방법으로 수탁자 책임 활동을 이행할 수 있습니다.

- 직접 이행 (in-house model)
- 투자 운용을 위탁한 ‘자산운용자’에게 위임 (delegated model)
- 제3의 외부 전문기관에게 위임 (outsourced model)
- 직접·위임을 혼합 (hybrid approach)

자산소유자는 내부에 담당 부서 또는 위원회 등을 설치하여 수탁자 책임과 관련한 일체의 활동을 직접 이행할 수 있습니다. 하지만 이행의 효율성을 제고하기 위하여 외부의 자산운용사, 의결권 자문기관 등에게 수탁자 책임 활동의 전부 또는 일부를 위임하는 경우가 적지 않습니다.

외부의 자산운용사에 전반적인 수탁자 책임 활동의 이행을 위임하되, 필요한 경우에 한하여 자산소유자가 직접 적극적인 주주활동을 수행하는 경우도 있습니다. 다수의 자산운용자에게 투자 운용만을 일임하고 투자대상회사에 대하여 분산된 지분을 취합하여 자산소유자가 직접 의결권을 행사하는 방법이 사용되기도 합니다.

자산소유자와 달리 자산운용자는 돈을 맡긴 고객을 위해 전문성을 갖추어 실제 자산운용을 담당하는 기관투자자입니다. 자산운용자는 운용자산의 가치 제고를 위해 투자대상회사를 점검하고 해당 회사와 대화하는 등 대개 수탁자 책임을 직접 이행하는 경우가 많습니다.

만약 자산운용자에 수탁자 책임 활동의 이행을 위임하였다면, 자산소유자는 자산운용자가 실제로 이행한 수탁자 책임 활동 현황을 점검하고 평가할 책임이 있습니다. 즉, 자산소유자는 이러한 사후적인 점검·평가를 통해 수탁자 책임 이행을 대신하게 됩니다. 반대로 자산운용자는 서면, 회의 등을 통해 주기적으로 주주활동 등 실제 내역을 투명하게 자산소유자에게 보고할 책임이 있습니다.

한편 자산소유자는 사전적으로도 수탁자 책임을 충실히 이행할 것으로 기대되는 수탁운용사를 선정하기 위해 노력해야 합니다. 이를 위해 자산소유자는 자산운용자의 수탁자 책임 정책을 면밀히 검토할 필요가 있습니다. 그 외에도 선택된 자산운용자가 수탁자 책임 활동을 이행하는 과정에서 반드시 지켜야 할 기본 원칙은 사전에 통지하는 편이 바람직합니다. 예를 들어, 반대 의결권의 행사 기준, 적극적 주주활동 형태 등에 관한 기본 원칙에 대해 자산운용자와 사전에 합의할 필요가 있습니다.

7. 수탁자 책임을 효과적으로 이행하는 데에 수반되는 책임과 의무, 적정 보수 등의 부담은 투자대상회사의 건실한 성장과 중장기적인 투자수익 보호·증진, 자본시장의 지속적 발전과 선진화에 필수적이다. 투자자와 자산소유자, 자산운용자는 물론 관계 당국 또한 이 점에 관해 인식을 공유할 필요가 있다.

▶ “원칙”에 의하면 기관투자자 스스로가 수탁자 책임의 중요성을 인식하고 이를 충실히 이행하기 위해 노력하는 것이 바람직합니다. 그런데 성공적인 수탁자 책임의 이행에는 불가피하게 비용이 수반될 가능성이 큽니다. 주주활동을 전담할 인력을 총원하거나 외부 전문기관의 서비스를 이용하는 경우가 대표적인 사례입니다.

그러나 기관투자자는 그와 같은 부담을 단순히 비용이 아니라 미래를 위한 투자로 인식할 필요가 있습니다. 궁극적으로 투자대상회사의 중장기 발전, 고객과 수익자의 이익 보호를 위한 지출이기 때문입니다. 더 나아가 한국 자본시장과 경제의 지속적 발전과 선진화에 필요한 선제적 투자라는 인식의 전환이 선행되어야 합니다.

자산소유자를 포함해 수탁자 책임의 이행을 외부에 위탁하는 기관투자자가 해당 수탁사나 자문사에 지불하는 보수도 유사한 관점에서 비용이 아니라 투자로 인식하는 편이 적절합니다. 결국 투자자, 자산소유자, 자산운용자 모두가 이에 대한 건설적인 인식을 공유할 필요가 있습니다. 관계 당국 역시 적정 수준의 보수가 수탁사나 자문사의 전문성을 높이고 결국 투자대상회사의 발전과 고객·수익자의 이익으로 돌아오는 자본시장의 선순환 구조와 제도적 환경을 조성하기 위해 노력할 필요가 있습니다.

8. 수탁자 책임 활동이 투자대상회사의 일상적인 경영에 대한 간섭을 의미하는 것은 아닙니다. 또한 고객과 수익자의 이익을 위해 최선인 경우에는 주식 매각을 고려할 수 있다.

- ▶ 기관투자자는 중장기적 주주가치를 훼손하거나 지속가능성을 저해하는 경영사항이 발견되는 등 비일상적인 상황에서 고객을 위한 주주활동이 필요하게 됩니다. 일상적인 경영 사항이나 의사결정은 전문가인 대상회사 경영진과 이사회에 맡기는 편이 경영의 효율성 측면에서 바람직합니다. 이러한 의미에서 수탁자 책임 활동은 일상적인 경영에 대한 간섭이나 일방적인 간섭이 아닙니다. 오히려 투자대상회사에 대한 이해의 폭을 넓히고 이사회 등과 건설적인 해결책을 모색하기 위한 양방향의 소통 과정입니다.
-

9. 기관투자자가 수탁자 책임 활동을 행하는 과정에서 직면할 가능성이 있는 법적 불확실성을 최소화하기 위해 기관투자자와 관계당국 등은 주주활동을 유형별로 구분하고, 각 사례별로 관련 법제의 적용 여부를 명확히 하는 등 공동의 노력을 기울일 필요가 있다.

- ▶ 한국 자본시장의 전반적인 관행과 문화를 고려할 때 한국 스투어드십 코드에 참여하는 기관투자자는 대개 지금까지보다 더 적극적으로 주주활동을 수행하게 될 가능성이 큼니다.

그런데 주주활동에는 일정한 법적인 불확실성이 불가피하게 따릅니다. 미공개중요정보 이용 금지나 주식등의 대량보유상황 보고제도(이른바 ‘5% 룰’)와 같은 자본시장법 상 규정이 대표적입니다. 예컨대 5% 룰에 따라 단순투자자로 공시한 기관투자자가 주주활동 과정에서 전혀 의도치 않게 해당 규정을 위반하게 될 수도 있습니다. 이는 기관투자자가 스투어드십 코드에 참여하는 데 장애요인이 될 우려가 있습니다.

당국과 기관투자자 등은 주주활동을 유형별로 분류하고 각 경우마다 관련 법제의 적용범위나 허용되는 주주활동 등을 명확히 해 법적 불확실성을 최소화하기 위한 공동의 노력을 기울여야 합니다. 이를 바탕으로 기관투자자 등의 코드 참여와 이행을 촉진할 수 있을 것입니다.

□ 안내 지침

1. 이 “원칙”은 기본적으로 한국 상장회사의 주식을 보유한 국내외 기관투자자, 즉 자산소유자와 자산운용자에 적용한다.

- ▶ “원칙”은 기본적으로 타인의 자산을 맡아 운용하면서 고객과 수익자의 이익을 위해 ‘주주활동’ 등에 최선을 다해야 하는 ‘수탁자’에게 적용됩니다. “원칙”의 참여 대상을 국내 상장회사의 ‘주식’에 투자한 ‘기관투자자’로 정한 것은 그러한 취지입니다. 여기서 기관투자자의 국적을 구분하지는 않습니다. 중요한 점은 이들 기관투자자가 건설적인 주주활동으로 국내 회사의 중장기 발전을 이끌 수 있는가 하는 점입니다. 선진 자본시장에서 오랜 경험을 쌓은 연기금 등 해외 기관투자자의 주주활동은 수탁자 책임 활동에 관하여 다양한 형태의 참고할 만한 사례를 제시해 줄 것으로 기대합니다.

다만, “원칙”은 참여를 금지하는 명시적 요건을 정하고 있지 않으며, 수탁자로서 충실한 주주활동을 하려는 기관투자자는 자유롭게 참여할 수 있습니다. 예를 들어, 해외 상장기업만을 대상으로 투자 자산을 운용하는 국내 기관투자자, 국내 비상장기업에만 주로 투자하는 사모펀드 등도 자유롭게 “원칙”에 참여하여 수탁자 책임에 관한 인식을 공유할 수 있습니다. 이들 유형의 기관투자자가 스튜어드십 코드에 참여하고 세부원칙을 이행한다면, 그 이익을 고객과 수익자가 누릴 수 있을 것입니다.

2. 기관투자자는 수탁자 책임 활동의 일부 혹은 전부를 다른 기관투자자 또는 기타 (자문)서비스 제공 기관에 위임하는 경우에도 최종적인 수탁자 책임을 부담한다. 기관투자자는 위임한 활동이 자신의 수탁자 책임 정책에 부합하는 방향으로 시행되는지 점검·감독해야 한다. 따라서 “원칙”은 본문의 세부 내용과 관련한 (자문)서비스를 제공하는 국내외 의결권 자문기관, 투자자문사 등에도 적용된다.

- ▶ 기관투자자는 다른 기관투자자를 수탁사로 정해 수탁자 책임 활동을 위임할 수 있습니다. 수탁사는 다시 의결권 자문기관, 투자자문사 등 제3의 외부기관에 주주활동의 이행을 맡기거나 지원을 요청할 수 있습니다. 이 때, 해당 수탁사나 의결권 자문기관 등은 고객의 정책에 부합하는 방향으로 고객의 중장기적 이익을 향상시키기 위한 서비스를 충실히 제공할 책임이 있습니다. 따라서 기관투자자뿐만 아니라 의결권 자문기관 등의 전문기관도 “원칙”에 참여하여 수탁자 책임에 관한 인식을 공유할 필요가 있습니다. 이것이 “원칙”의 참여 대상에 자문사 등이 포함된 이유입니다.

기관투자자는 수탁자 책임을 효과적으로 이행하기 위해 다른 기관투자자 또는 의결권 자문기관 등에 주주활동을 위임하거나 그에 관한 도움을 요청할 수 있으나 이것이 수탁자로서 최종적인 책임까지 위임할 수 있음을 의미하지 않습니다. 기관투자자는 위임한 주주활동이 고객의 이익 증진으로 연결될 수 있도록 수탁사·자문사 등을 신중하게 선정하고 주기적으로 점검·평가할 책임이 있습니다. 이와 같은 방법으로 기관투자자는 주주활동을 직접 수행하지 않는 경우에도 최종적인 수탁자 책임을 부담하는 자로서 최선을 다할 필요가 있습니다.

3. “원칙”은 법적 구속력이 없다. 따라서 상기 적용 대상 중에서 그 취지와 내용에 동의하여 “원칙”의 수용과 이행에 자율적으로 참여할 것을 천명한 기관투자자 등[이하 “참여 기관투자자 등”]에 한해 적용된다.

▶ “원칙”은 국내 관련법에 근거한 강행 규정이 아닙니다. 따라서 기관투자자와 자문사 등이 참여 대상에 포함되더라도 이들 모두에 예외 없이 적용되는 것은 아닙니다. 오직 스스로 “원칙”에 참여해 세부 내용을 이행하겠다고 공표한 기관투자자나 자문사에만 적용됩니다. 이처럼 “원칙”의 참여와 준수에는 법적 구속력이 없습니다. 오히려 수탁자의 성격을 갖는 기관이거나 이들을 지원하는 기관이라면 국내 자본시장에 참여하는 누구나 별다른 제약 없이 “원칙”에 참여하여 적용을 받을 수 있습니다. 만약 “원칙”에 대한 국내외 기관투자자 등의 공감과 수용이 확산된다면, 국내 자본시장의 건전한 성장이 한층 더 촉진될 것으로 기대합니다.

4. 참여 기관투자자 등은 “원칙 준수 및 예외 설명(comply or explain)” 방식에 따라 기본적으로 원칙을 준수하되, 예외적으로 원칙을 준수할 수 없는 경우에는 이유를 설명해야 한다. 참여 기관투자자 등은 사업모델, 투자 정책 등을 고려하여 원칙을 준수할 수 없는 세부 사항에 관해서 미이행 사유와 수탁자 책임 이행을 위한 대안을 고객과 수익자에게 충분히 설명하고 내용을 공개해야 한다.

▶ 한국 스투어드십 코드가 제시하는 7가지 세부 원칙과 원칙별 안내지침은 수탁자 책임을 다하고자 하는 기관투자자라면 이행할 필요가 있는 항목을 정리한 것입니다. 따라서 7가지 원칙과 안내지침은 가급적 모두 이행하는 편이 바람직합니다.

그러나 기관투자자의 특성이나 여건 등에 따라 반드시 그렇지 않을 가능성이 있습니다. 이 점을 고려하여 “원칙”에 참여한 기관투자자는 7가지 세부 원칙과 원칙별로 제시된 안내 지침 중 일부를 예외적으로 준수하지 않을 수 있습니다. 이 때, 기관투자자는 다음과 같이 일부 원칙 또는 안내 지침을 이행할 수 없는 이유를 설명하고 대안을 제시해야 합니다.

- 각 기관투자자가 처한 여건, 사업모델 등을 고려한 미이행 사유를 명시할 것
- 수탁자 책임의 이행을 위해 채택한 대안을 설명할 것

한국 스투어드십 코드에서 모든 세부 원칙과 안내 지침을 준수하도록 강요하지 않는 이유는 사업모델, 투자 정책 등과 같은 각 기관투자자의 고유한 특성과 입장, 다양성을 존중하기 때문입니다.

이상과 같은 논의의 연장으로, “원칙”에 참여하는 기관투자자 등은 자산의 특성, 투자 기간, 운용방식 등에 따라 수탁자 책임의 이행 범위와 수준을 다르게 정하고, 그에 따라 수탁자 책임을 이행하는 방법 또한 달리할 수 있습니다. 예를 들어, 기관투자자가 패시브 펀드나 액티브 펀드 같은 특정 유형의 펀드에 대해서는 의결권 행사에 중점을 두는 반면에 다른 유형의 펀드에 대해서는 이사회와의 대화, 주주제안 등과 같은 적극적인 주주활동을 선호할 수 있습니다.

한국 스투어드십 코드는 수탁자 책임에 관해 정답이나 요건을 제시하지 않습니다. 기관투자자 스스로가 각자의 철학과 특성에 맞는 방식으로 수탁자 책임을 충실히 이행하도록 격려하고 궁극적으로 국내 자본시장에 그러한 투자 관행과 문화가 정착되도록 제반 환경을 조성하는 것이 주된 목적입니다. 이러한 취지에서 “원칙”을 이미 만들어진 틀로 생각하지 않는 것이 중요합니다. 자율적으로 참여한 기관투자자가 “원칙 준수 및 예외 설명(comply or explain)” 방식에 따라 훌륭한 모범 사례(best practice)를 창의적으로 만들어 나가는 것이 바람직한 방향입니다.

5. 참여 기관투자자 등은 다음 사항을 홈페이지에 공개하되, 공개 사항을 주기적으로 검토하고 필요한 경우 수정해야 한다. “원칙” 참여를 결정하거나, 홈페이지 내용을 추가·변경한 경우 즉시 해당 내용을 최종 변경일, 웹사이트 주소와 함께 한국기업 지배구조원에 통지해야 한다.

- “원칙”의 수용과 이행에 참여한다는 뜻
- 본문의 각 원칙과 안내 지침을 어떻게 이행하는지에 관한 구체적인 사항
- 본문의 각 원칙과 안내 지침에서 공개하도록 한 사항
- 본문의 각 원칙·안내 지침 중에서 이행하지 않는 항목 또는 각 안내 지침에서 공개하도록 함에도 공개하지 않은 사항이 있는 경우 미적용 사유 및 수탁자 책임을 이행하기 위한 대안
- 기관투자자가 운영하는 전체 펀드에 “원칙”을 동일하게 적용하는지 여부와 펀드 유형별로 “원칙”의 적용·이행 여부와 수준 등에서 차이가 있는 경우와 관련된 상세 내용

▶ “원칙”에 참여를 결정한 기관투자자는 각 세부 원칙과 안내 지침을 어떻게 이행할 것인지에 대한 구체적인 내용을 담은 “(스튜어드십 코드) 이행방침설명서”[이하 “설명서”]를 투명하게 공개할 필요가 있습니다. 설명서는 앞서 설명한 “원칙 준수 및 예외 설명” 방식에 따라 작성합니다. 또한 설명서는 고객·수익자, 투자자 등이 모두 쉽게 접근할 수 있는 방식으로 공개해야 합니다. 이를 위해 기관투자자는 자사의 홈페이지에 해당 설명서를 게재하고 한국기업지배구조원에 통지해야 합니다. 코드에 참여한다는 의사, 이행방침설명서, 책임자·담당자의 명단과 연락처가 홈페이지에 누락 없이 기재된 사실이 확인되면 한국기업지배구조원의 스튜어드십 코드 웹 페이지에 해당 기관투자자 등의 명칭이 기재되며, 이와 동시에 코드 참여가 확정됩니다.

설명서에는 세부 원칙별로 관련 정책, 이행 방법, 미이행 사유, 대안 등을 구체적으로 기술하는 편이 바람직합니다. 특히, 다양한 특성을 가진 다수의 펀드를 운용하면서 펀드별로 코드의 적용에 차이를 두는 경우, 기관투자자는 각 펀드를 적절히 분류하여 “원칙”의 적용, 이행 수준 등에 있어 차이점을 명확하게 기술할 필요가 있습니다.

6. “원칙”에 참여한 기관투자자 등은 해외 스투어드십 코드, 책임투자원칙 (Principles of Responsible Investment, PRI)과 같이 유사한 목적을 가진 해외 코드에 가입해 공개한 각종 정책과 이행보고서를 “원칙” 이행을 위한 각종 정책과 이행보고서 공개 등에 중복 활용할 수 있다. 단, “원칙”과 해외 코드의 세부 내용에 차이가 있다면 이를 반영해야 한다.

▶ 목적이 유사한 여러 준칙이나 코드에 참여하면서 그때마다 각기 다른 정책을 제정하고 이행보고서를 별도로 작성해 공개하는 것은 불필요한 부담을 가중할 가능성이 있습니다. 이러한 불편함을 완화할 수 있도록 “원칙”에 참여하는 기관투자자 등은 다른 코드에 가입해 공개한 각종 정책이나 이행보고서 등을 “원칙”에 참여하고 세부 내용을 이행하는 데 활용할 수 있습니다.

다만, “원칙”과 해외 코드의 세부 내용에 차이가 있는 경우 “원칙”의 세부 원칙과 안내 지침을 중심으로 이행방침설명서의 내용을 수정할 필요가 있습니다. 해외 스투어드십 코드 또는 “원칙”과 비슷한 목적을 가진 해외 코드에 가입한 경우, 기관투자자는 해당 코드에도 가입한 상황임을 기재하는 편이 불필요한 오해를 피하고 신뢰도를 높이는 측면에서도 바람직합니다.

7. 한국기업지배구조원은 “원칙”에 대한 참여, “원칙”의 이행 동향을 주기적으로 조사하여 자본시장 전반의 수탁자 책임 이행 수준을 점검한다. 또한 참여 기관투자자 등의 명단과 웹사이트 등 정보를 자신의 웹사이트에 공개한다. 이를 통해 자본시장 참여자 등은 해당 기관투자자에 대한 정보를 쉽게 확인할 수 있으며, 이를 바탕으로 자신의 투자 성향에 부합하는 기관투자자를 찾고, 이들의 수탁자 책임 이행 상황을 점검할 수 있다. 그리고 한국기업지배구조원은 수탁자 책임 이행과 관련한 국내의 모범적 관행과 문화, 자본시장의 발전 수준, 해외 스튜어드십 코드 및 국내외 법제 동향 등을 전반적으로 고려하여 “원칙”의 구체적인 내용을 주기적으로 점검하고 개선한다.

- ▶ 한국 스튜어드십 코드 도입과 확산에 따라 국내 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 인식이 보다 강화될 것으로 기대합니다. 이는 국내 금융·투자 부문과 상장기업의 지배구조 개선, 나아가 국내 자본시장의 신뢰 회복과 지속가능한 발전에 긍정적인 영향을 미칠 것입니다. 하지만 “원칙”이 고객과 수익자, 기관투자자 등의 폭넓은 지지와 동의를 얻고 실효성 있게 실행에 옮겨지지 않는다면, 그러한 효과를 기대하기 어렵습니다. 따라서 국내 자본시장에 “원칙”의 활성화와 효과적인 작동을 촉진하는 제반 여건을 조성할 필요가 있습니다. 이에 “원칙”에서는 한국기업지배구조원이 코드의 이행과 확산을 지원하는 역할을 수행하도록 명시하고 있습니다.

한국기업지배구조원은 자사 웹사이트(www.cgs.or.kr)에 참여 기관투자자 등의 명단을 ‘연기금’, ‘보험사’, ‘자산운용사(PEF 운용사 등 포함)’, ‘자문사’ 및 ‘기타’ 항목으로 분류하여 공개하고 명단에서 원하는 기관투자자 등을 선택하면 해당 기관투자자 등의 홈페이지에 바로 접속할 수 있도록 편의를 제공합니다. 이 홈페이지에서는 이행방침설명서 등을 직접 확인할 수 있습니다.

한국기업지배구조원의 웹사이트와 “원칙”에 참여하는 기관투자자 등의 홈페이지를 살펴보면, 참여 기관투자자 등의 내역은 물론 스튜어드십 코드의 이행 방침, 수탁자 책임 정책 등의 각종 정책, 수탁자 책임 이행보고서 등의 내용을 확인 가능합니다. 이를 바탕으로 투자자는 투자할 만한 기관투자자를, 기관투자자는 서비스 제공을 의뢰할 적절한 자문사를 찾고, 계약한 기관투자자 등이 수탁자로서 책임을 충실히 이행하는지 점검할 수 있습니다.

또한 한국기업지배구조원은 기관투자자 등의 스튜어드십 코드 참여와 이행에 관한 시장 동향을 점검합니다. 참여 기관투자자 등이 공개한 홈페이지나 설명서 등을 확인해 기관투자자나 자문사 유형별로 코드에 얼마나 참여하고 있는지, 참여 기관투자자가 코드의 몇 가지 원칙을 어떤 방식으로 이행하고자 하는지 등을 조사합니다. 이는 스튜어드십 코드를 받아들이고 이행하는 한국 자본시장의 전반적인 수준을 진단하고 개선방향을 모색하는 데 도움을 줄 것으로 기대합니다.

다만, 한국기업지배구조원은 참여 기관투자자가 자사 홈페이지에 공개한 내용이 사실인지 또는 실제 이행하는지를 개별적으로 점검하거나 보장하지 않습니다. 해당 사실관계나 실제 이행 여부를 면밀히 점검하고 평가하는 것은 고객이나 투자자 등 정보 이용자의 몫입니다. 참여 기관투자자 등이 자발적으로 공개한 내용대로 코드를 충실히 이행하게 하는 것은 궁극적으로 이를 상세히 점검하는 고객과 이를 바탕으로 하는 시장 규율의 역할입니다.

“원칙”은 기관투자자가 각자의 여건을 고려하여 유연하게 이행할 수 있는 장점이 있습니다. 반면 “원칙”이 다소 추상적이어서 이행 범위와 수준, 방법 등을 자율적으로 정해 실천하기 어려운 점도 있습니다. 이러한 우려를 최소화하기 위해 한국기업지배구조원은 지속적으로 국내·외의 모범적 관행, 문화 및 사례 등을 소개함으로써 기관투자자가 보다 원활하게 “원칙”을 준수할 수 있도록 지원할 예정입니다.

한편 “원칙”의 성공적인 정착과 확산을 위해서는 국내 자본시장을 둘러싼 환경의 변화를 면밀히 파악하여 적시에 “원칙”에 반영할 필요가 있습니다. 원칙의 주기적인 개선 노력은 기관투자자, 일반투자자는 물론 투자대상회사를 포함하는 국내 자본시장 참여자들이 “원칙”을 신뢰할 수 있게 뒷받침하는 중요한 토대입니다. 이러한 맥락에서 한국기업지배구조원은 해외 스튜어드십 코드 현황, 국내외 법제 동향, 수탁자 책임 이행 및 주주·회사 간 대화와 관련한 국내외 모범적 관행과 문화, 국내 자본시장의 발전 수준 등을 고려하여 “원칙”에 제시된 구체적인 내용을 주기적으로 점검하고 개선하기 위해 노력합니다.

8. 참여 기관투자자 등은 수탁자 책임과 관련한 정책, 절차, 공시에 관한 책임자를 지정하여 연락처와 함께 공개해야 한다.

- ▶ 한국 스투어드십 코드의 주된 목적은 참여 기관투자자 등이 고객과 수익자의 이익을 위해 최선을 다하도록 하는 것입니다. 이를 위해 해당 기관투자자 등은 고객과 긴밀한 소통 관계를 유지할 필요가 있습니다. 이것이 코드 책임자와 담당자의 연락처를 공개하도록 정한 기본 취지입니다.

참여 기관투자자 등과 고객 사이의 활발한 소통이 해당 기관투자자가 보다 책임 있게 주주활동을 수행하도록 유도하고 이들 기관투자자에 대한 고객·수익자 등의 신뢰를 견고하게 할 것으로 기대합니다.

원칙

투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 지속가능한 성장을 추구하고 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모하기 위하여 기관투자자는 다음과 같은 원칙을 준수해야 한다.

1. 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
2. 기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
3. 기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.
4. 기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.
5. 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
6. 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
7. 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

원칙 1. 수탁자 책임 정책 제정 · 공개

기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.

□ 안내 지침

기관투자자는 투자대상회사와 경제·사회·사업 환경 등에 관한 깊은 이해를 바탕으로 적극적인 소통과 주주활동을 통해 회사가치의 상승과 회사의 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임이 있다.

- ▶ 기관투자자는 돈을 맡긴 고객 또는 수익자의 이익을 위하여 최선을 다해 자산을 운용할 기본적인 책임이 있습니다. 이는 자본시장법이 기관투자자로 하여금 선량한 관리자의 주의로써 충실하게 자산을 운용하여 고객과 수익자의 이익을 보호하도록 규정한 데서도 확인됩니다.

기관투자자는 전문가로서 효과적인 자산 매매를 통해 고객과 수익자의 이익을 추구할 수 있습니다. 그러나 이제 기관투자자는 더 이상 단순한 자산 매매만으로 수탁자로서 의무와 책임을 이행하기 어렵습니다. 현대 자본시장에서 투자자는 복잡하고 때로는 급변하는 불확실한 자본시장과 경제 환경에 노출되어 있습니다. 예기치 못한 위험이 발생하면 운용 자산의 가치가 크게 떨어질 가능성을 부정할 수 없습니다.

따라서 기관투자자는 단순히 자산 매매에 치중하는 데에서 더 나아가 투자대상회사와 우려사항에 관해 적극 대화하는 등 대상 회사를 둘러싼 불확실성과 위험 요소에 능동적으로 대응할 필요가 있습니다. 이를 통해 회사의 중장기 발전을 추구하고 고객과 수익자의 중장기 이익을 증진할 수 있습니다. 이것이 한국 스투어드십 코드가 규정하는 기관투자자의 수탁자 책임입니다.

기관투자자가 타인 자산의 관리자·수탁자로서 책임을 이행하기 위한 활동에는 문제 발생 가능성에 관한 점검, 건설적인 목적을 가진 대화, 필요 시 문제 해결을 지향하는 생산적 제안 등 보다 적극적인 활동이 포함된다.

- ▶ 기관투자자는 단순한 자산매매를 넘어 회사와의 대화와 같은 보다 적극적인 주주활동으로 수탁자로서의 책임을 다할 수 있습니다. 자산 가치에 부정적 영향을 끼칠 위험 요소는 없는지 투자대상회사를 점검하고, 우려가 있다면 회사 측에 원인과 해결책을 묻거나 건설적인 대안을 제시하는 등 회사와 대화하는 적극적인 태도가 필요합니다.

기관투자자는 수탁자 책임을 어떻게 이해하는지, 책임을 이행하는 효과적이고 구체적인 방법은 무엇인지 등에 관한 문서화된 정책을 마련하고 이를 공개해야 한다. 이 정책에는 수탁자 책임 이행과 관련한 원칙과 지침, 운용 철학, 권한과 의무, 조직과 절차 등의 사항을 포함해야 한다

- ▶ 기관투자자가 수탁자 책임에 대해 어떤 입장을 갖고 있는지, 책임을 어떻게 이행할 것인지는 고객과 수익자에게 대단히 중요합니다. 고객 등이 자신이 맡긴 돈이 책임 있게 운용되고 있는지 평가하거나 자산을 투자할 기관투자자를 모색하는 데도 중요합니다. 따라서 기관투자자는 수탁자 책임에 관한 종합적인 정책을 마련해 공개하고 성실히 이행할 필요가 있습니다.

수탁자 책임 정책에는 기본적으로 기관투자자가 수탁자 책임을 어떻게 인식하는지에 관한 기본 원칙, 책임 이행의 핵심적인 방법과 절차가 담겨야 합니다. 이들 사항은 기관투자자의 사업모델, 운용 펀드 등의 특성, 내부 자원과 역량을 고려해 합리적이고 신뢰성 있게 결정되어야 합니다. 수탁자 책임 정책에는 예시적으로 다음 사항들을 포함할 것을 검토할 수 있습니다.

- **기관투자자의 사업 모델, 투자 철학과 전략, 투자 흐름(investment chain) 내에서의 위치 등 개요.** 여기에는 자산소유자·자산운용자·자문사 등 유형 중에서 어디에 해당하는지, 투자 목적과 철학은 무엇이고, 어떤 투자 전략에 따라 투자하는지가 포함됩니다. 자산운용을 외부에 위탁하는지 여부 등 운용 방식, 주식·채권 등 투자 대상 자산의 유형과 비중, (매매회전을 등) 중장기 투자를 지향하는 정도, 액티브·패시브 같은 운용 펀드 유형 등에 관한 개략적인 정보도 포함됩니다. 간략한 설명과 함께 이들

사항이 기재된 투자정책서를 웹페이지에 링크시키는 방식을 유용하게 활용할 수도 있습니다. 이들 정보는 투자자가 코드에 참여하는 기관투자자의 기본 특성을 이해하는데 도움을 줍니다.

- **기관투자자가 이해하는 수탁자 책임의 핵심 내용과 기본 철학.** 사업 모델을 감안하여 고객이나 수익자에 대해 기관투자자가 지는 책임의 내용이 무엇인지 설명합니다. 이와 관련해 수탁자 책임의 이행과 고객·수익자의 이익 사이에 어떤 관련이 있는지, 스톱워드십 코드에 참여하고 세부원칙을 이행하는 것이 갖는 의미는 무엇인지 등에 관해 기관투자자의 입장을 제시합니다. 이 설명에서 투자자는 기관투자자가 코드에 참여하는 동기와 철학을 확인할 수 있습니다.
- **비재무 위험요소 등의 관리에 관한 사항.** 기관투자자가 점점 대상으로 삼는 비재무 위험요소, 이 위험요소와 투자대상회사의 가치 간 관계, 위험 관리 원칙과 절차 등을 밝힙니다. 만약 한국 스톱워드십 코드 외에 해외 스톱워드십 코드나 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment)에 가입하여 환경·사회·지배구조(ESG) 등 위험요소의 점검·관리에 관해 공개한 내용이 있다면 이것으로 대체할 수 있습니다.
- **수탁자 책임의 이행을 위한 주주활동의 범위.** 기관투자자가 사업모델과 역량 등 여건을 고려해 수행하고자 하는 주주활동의 범위를 제시합니다. 비재무적 위험의 분석과 관리, 의결권 행사, 회사 이사회와의 각종 대화, (필요시) 주주총회에서의 적극적인 발언, 주주제안 등 다양한 활동이 가능합니다. 투자자는 물론 투자대상회사가 기관투자자의 성향과 특성을 잘 이해하고 대비할 수 있도록 가급적 명확하게 주주활동의 범위를 밝히는 편이 바람직합니다. 다만, 여기에 명시하지 않은 주주활동이라도 실제 행하는 것이 불가능하지 않다는 점을 유의할 필요가 있습니다.
- **주주활동 관련 조직체계와 권한·책임의 배분.** 비재무적 위험의 분석과 관리, 의결권 행사, 회사와의 대화 등 주주활동을 담당·관리하는 부서 및 조직체계에 관해 설명합니다. 이들 부서 또는 조직의 역할이나 권한·책임의 배분, 협력관계에 관하여 서술함으로써 각 부서와 그 구성원이 책임 있게 주주활동을 수행하도록 유도할 수 있습니다. 또한 각 부서의 독립성·전문성 등 특성을 확인할 수 있도록 구성원이나 부서의 장 등의 자격에 관한 사항을 명시하는 것이 신뢰도 증진의 측면에서 바람직합니다.
- **의결권 행사 및 기업지배구조 등에 관한 가이드라인.** 의결권 행사의 세부지침으로서 안전별 찬성·반대 등 기준을 정한 가이드라인을 공개합니다. 그밖에도 바람직한 기업지배구조의 원칙과 세부내용을 포함하는 기업지배구조 정책 등과 같이 주주활동의 기준을 제시하는 정책·지침·가이드라인이 있다면 공개하는 편이 바람직합니다. 이들 정책과 가이드라인은 기관투자자가 명확한 기준과 원칙 하에 투명하며 일관성 있게 주주활동을 수행할 수 있도록 길잡이의 역할을 합니다. 뿐만 아니라 회사가 기관투자자의 철학과 원칙을 잘 이해하고 이를 바탕으로 건설적으로 대화하는데 도움을 줍니다.
- **이해상충 방지정책.** 의결권 행사나 회사와의 대화 등 주주활동 과정에서 **마주칠** 가능성이 있는 이해상충을 왜 관리해야 하는지 그 필요성과 목적, 실제의 혹은 잠재

적 이해상충 가능성, 주요 이해상충 방지 방안 등의 개요를 설명합니다.

- **의결권 행사, 주주활동 내역의 보고·공개.** 의결권 행사 내역과 사유, 주주활동 내역 등을 주기적으로 고객에게 보고하거나 웹페이지에 공개하는 것과 관련한 개략적인 원칙이나 정책 등을 기재합니다. 보고 대상인 고객이나 수익자의 수가 다수인 경우 웹페이지에 주주활동 현황 등을 공개하는 방식을 택할 수 있습니다.

- ▶ 상기 내용 중에서 위험 관리, 주주활동 범위, 담당 조직체계, 의결권 행사, 이해상충 방지, 주주활동의 보고 등 사항은 세부원칙 2~6에 보다 상세히 포함되거나 밀접한 관련이 있습니다. 이를 고려해 수탁자 책임 정책에는 간략한 설명이나 개요를 포함시키는 대신 세부원칙 2~6의 이행에 관한 상세한 설명으로 대체할 수 있습니다.

기관투자자는 상기 수탁자 책임 정책의 내용을 문서화하고 이를 공개해야 합니다. 스투어드십 코드에 관한 웹페이지에는 정책을 간략히 설명하고 자세한 내용은 링크로 연결된 문서화한 정책에서 확인하도록 하는 편이 효율적입니다.

- ▶ 기관투자자의 의결권 행사나 주주활동 등 수탁자 책임의 이행을 지원하는 자문사도 상기 수탁자 책임 정책을 마련해 공개해야 합니다. 물론 이하 세부원칙 2~7에 대해서도 자문사는 기관투자자와 원칙적으로 동일하게 각종 정책과 지침을 마련해야 합니다. 자문사는 수탁자 책임 정책을 만들 때 다음 두 사항에 유의해야 합니다.

- 의결권 자문사나 기타 자문사는 기관투자자가 부족한 부분을 보완할 수 있도록 지원하는 역할을 합니다. 따라서 이러한 지원 역할을 전문성을 갖고서 가능한 한 정확하고 공정하게 수행할 책임이 있습니다.
- 자문사가 기관투자자의 대리인이나 조력자로 추가되면서 이해상충 문제가 더욱 복잡하게 나타날 가능성이 있습니다. 특정 업무가 여러 단계를 거쳐 진행되는 구조에서는 어느 정도 불가피한 상황이지만, 자문사는 문제를 최소화하기 위해 노력해야 합니다.

- ▶ 스투어드십 코드의 적용 대상에 관해 유의할 사항이 있습니다. 스투어드십 코드는 기본적으로 국내 '상장사'의 주식에 투자하는 기관투자자에 적용됩니다. 그렇다고 해서 국내 '비상장사' 주식에 투자하는 기관투자자의 코드 참여를 금지하는 것은 아닙니다.

코드는 원칙적으로 타인의 자산을 맡아 운용하는 '수탁자'에게 (고객과 수익자에 대한) 책임의 충실한 이행을 촉구하려는 취지에서 제정되었기 때문입니다. 따라서 '수탁자'는 투자대상이 국내 상장사 주식이든 비상장사 주식이든 상관없이 코드에 참

여가 가능합니다. 코드에 참여한다는 사실은 고객과 수익자의 신뢰를 높일 것입니다.

비슷한 맥락에서 해외 '상장사' 주식에 투자하는 국내 기관투자자도 코드 참여가 금지되지 않습니다. 투자대상인 해외 상장사에 대해 충실히 의결권을 행사하고 주주 활동을 수행하는 것은 그 기관투자자의 고객이나 수익자에게 중장기 이익을 가져올 것입니다. 물론 해외 상장사에 대한 주주활동은 자문서비스를 활용해 진행 가능합니다.

수탁자 책임 정책은 고객·수익자 등 자금의 제공자에서 투자대상회사로 이어지는 투자자금의 흐름에서 기관투자자가 차지하는 위치를 고려해야 한다. 특히, 자산운용사 등 자산운용자의 수탁자 책임 이행 활동은 위탁운용사 관리를 위주로 하는 연기금·보험사 등 자산소유자의 활동과는 차이가 있다. 자산소유자는 주주로서의 직접 활동은 물론 역량 있는 자산운용자 선정과 자산운용자에 대한 지시·평가·피드백 등 간접적인 수단을 활용할 수 있다. 자산운용자의 주주활동은 고객인 자산소유자가 제시하는 기준과 요구에 부합해야 한다. 이상과 같은 점에서 자산 소유자와 운용자 간 긴밀한 의사소통이 중요하며, 관련 사항을 “정책”에 포함시킬 필요가 있다.

기관투자자는 자신의 활동을 외부에 위탁한 경우 수탁운용사나 자문사 등의 선정·점검·평가·관리와 위탁하는 주주활동의 범위 등에 관한 사항을 “정책”에 반영해야 한다.

▶ 연기금·보험사 등 자산소유자(asset owner)와 자산운용사 등 자산운용자(asset manager)는 수탁자 책임의 이행 활동에서 차이가 있습니다. 자산운용자는 위탁자인 자산소유자 또는 개인투자자를 위해 직접 자산을 운용하며, 만일 이 과정에서 특정 투자대상회사에 우려사항이 확인되면 회사와 적극 대화를 시도하는 등 주주활동을 수행할 수 있습니다.

반면 자산운용의 상당 부분을 위탁하는 자산소유자는 수탁자인 자산운용자를 통해 간접적으로 고객 또는 수익자의 이익을 추구합니다. 이 경우 자산소유자가 수탁자 책임을 이행하기 위해서는 자산운용자를 어떤 방식과 기준으로 선정하고 관리·감독하는가가 중요할 수밖에 없습니다.

따라서 수탁자 책임 정책에는 그에 관한 사항을 반영할 필요가 있습니다. 구체적으로 자산소유자는 자산운용자를 선정·계약하고 점검·평가할 때 적용하는 기준과 절차, 요구하는 주주활동의 범위 등에 관한 주요 내용을 정책에 포함시키는 편이 바람직합니다.

가령 투자대상회사의 위험요소를 점검·관리하는 자산운용자의 내부 절차와 역량, 주주활동 경험과 성공 이력, 의결권 행사 세부기준과 실제 행사 내역의 적정성, 수탁자 책임의 이행에 관한 기본입장 등을 선정기준으로 삼을 수 있습니다. 이 기준에는 스튜어드십 코드 참여 여부나 이행 수준도 포함 가능합니다. 이들 사항에 관해서는 중요한 내용을 가능하다면 계약에 반영하는 것이 적절합니다.

계약 이후에는 자산운용자의 대상회사 점검, 의결권 행사와 주주활동 등이 적정한

지 검토할 필요가 있습니다. 이는 수탁자 책임 이행을 외부에 맡긴 자산소유자의 책임 있는 활동이라고 할 수 있습니다. 또한 수탁자 점검이나 이들과의 긴밀한 의사소통을 위해 자산운용자로 하여금 위탁자(자산소유자)에게 수탁자 책임 이행 현황 등에 관한 보고서를 제출하게 하는 편이 바람직합니다.

자산운용자에 관한 상기 내용은 자산소유자가 수탁자 책임의 이행에 관해 조언을 구하는 의결권 자문사나 투자자문사에 대해서도 동일하게 적용할 수 있습니다.

동일 기관투자자가 운용하는 집합투자기구 유형별, 자산군별로 투자 기간, 운용 철학 등이 다르다면 이 구별에 따른 원칙·지침·절차 등의 차이를 “정책”에 반영할 수 있다.

▶ 코드에 참여하는 기관투자자는 운용하는 펀드 유형별로 투자 철학이나 전략에 따라 주주활동의 범위 등과 관련해 서로 다른 원칙이나 지침·절차를 적용할 수 있습니다.

예를 들어 액티브 펀드에 대해서는 패시브 펀드에 비해 투자대상회사에 대한 주주활동의 범위를 직간접적으로 확장할 수 있습니다. 보다 구체적으로 패시브 펀드와는 달리 액티브 펀드에 대해서만 주주제안을 수행 가능한 주주활동의 범위에 포함하거나 펀드를 운용할 수탁사 선정 기준에 스튜어드십 코드 참여 여부를 포함하는 경우입니다. 물론 이 사례와 반대로 패시브 펀드에 대해 주주활동의 범위를 더 넓게 규정하는 것도 얼마든지 가능합니다.

상기 내용은 유사한 맥락으로 보험사와 연기금에도 적용됩니다. 소유 자산의 직접 운용과 위탁 운용을 동시에 활용하는 자산소유자가 직접 운용 시에는 주주활동의 범위를 최소화하는 반면 외부 펀드 운용사에 대해서는 계약 내용에 따라 주주제안 등 높은 수준의 주주활동을 요구할 수 있습니다. 역으로 시장 전반의 수준을 감안해 위탁 운용 대신 직접 운용에 강조점을 두어 주주활동을 전개할 수도 있습니다.

더 나아가 액티브 펀드만 또는 패시브 펀드나 위탁 받은 자산에 대해서만 코드에 참여하는 등 펀드 유형별로 코드 참여 여부를 달리할 수도 있습니다. 마찬가지로 자산소유자도 직접 운용하는 부분에 대해서는 코드에 참여하지 않는 대신 위탁운용을 담당할 수탁사에 대해서만 코드에 참여해 세부원칙을 이행하도록 요구하는 방식으로 또는 직접 운용 부분에 대해서만 한정하여 코드 참여가 가능합니다.

단, 운용 펀드 유형 또는 위탁 운용 여부 등에 따라 코드에 참여할지 여부나 코드 이행 범위·수준 등에 차이를 둔다면, 그 사유와 함께 대안 또는 향후 계획을 설명할 필요가 있습니다. 기관투자자는 이 내용을 정책에 반영함으로써 잠재적 투자자나 고객이 믿고 활용할 수 있게 하는 편이 바람직합니다.

원칙 2. 이해상충 방지정책 제정 · 공개

기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 대해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.

□ 안내 지침

기관투자자는 고객과 수익자의 이익을 최우선에 두고 행동할 의무가 있다.

- ▶ 기관투자자는 수탁자 책임의 이행을 위해 주주활동을 행하는 과정에서 자신의 이익이 아니라 고객·수익자의 이익을 최우선에 두어 이해상충을 최소화해야 합니다. 이 경우에만 기관투자자의 주주활동이 신뢰를 얻을 수 있습니다. 세부원칙 2를 준수하기로 정한 경우 그와 같은 의무에 관한 입장을 명확히 해야 합니다. 이 안내 지침의 내용은 “원칙 준수, 예외 설명” 방식의 예외로서 원칙 2를 이행하는 기관투자자는 반드시 지켜야 합니다.

기관투자자가 수탁자 책임을 이행할 때 투자대상회사와의 이해관계 때문에 고객이나 수익자의 이익을 충실하게 도모하지 못하는 이해상충 상황에 직면할 가능성이 있다. 대표적인 사례는 소유지배관계나 거래·계약관계 때문에 투자대상회사의 주주총회에서 반대 의결권을 행사하기 어려운 경우이다.

- ▶ 이해상충을 우려할 만한 상황을 예시하면 다음과 같습니다.

- 기관투자자가 계열사의 주주총회에서 의결권을 행사하는 경우
- 기관투자자가 (잠재적) 사업관계에 있는 회사 또는 그 계열사의 주주총회에서 의결권을 행사하는 경우
- 기관투자자가 계열사와 사업관계에 있는 회사의 주주총회에서 의결권을 행사하는 경우
- 기관투자자의 고위 경영진, 최대주주(특수관계인 포함)가 이사로 재임 중인 회사의 주총에서 의결권을 행사하는 경우
- 기관투자자가 계열사 또는 유관기관의 임직원을 사외이사 후보로 추천하는 경우

기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 발생한 이해상충 문제 또는 향후의 이해상충 가능성을 유형별로 상세히 점검하고 이를 효과적으로 관리할 수 있도록 문서화된 정책을 마련하고 공개해야 한다. 이 정책에는 이해상충 점검·관리를 위한 원칙과 지침, 구체적인 방법, 권한과 의무, 절차 등 관련 사항을 규정해야 한다.

▶ 이해상충 우려가 있다면 기관투자자가 수탁자 책임 정책에 따라 주주활동을 수행하더라도 투자자나 수익자의 신뢰를 얻기 어려울 가능성이 큽니다. 기관투자자는 이해상충 완화를 위한 종합적인 정책을 마련해 공개하고 성실히 이행할 필요가 있습니다.

이해상충 방지정책에는 이해상충 방지의 필요성에 관한 기관투자자의 기본 원칙은 물론 이해상충 문제의 확인·점검 및 방지를 위한 구체적인 방안이 포함되어야 합니다. 정책에 포함할 필요가 있는 사항을 예시하면 다음과 같습니다.

- **이해상충 방지의 필요성과 목적.** 수탁자 책임의 이행과 관련해 이해상충 방지의 필요성이나 목적, 고객·수익자의 이익 고려 순위에 대한 원칙 등을 설명합니다.
- **이해상충 문제의 점검 및 공개.** 이해상충은 주로 거래·사업 관계, 소유지배구조, 인적 관계 등이 원인이 되어 나타납니다. 기관투자자는 가능한 주주활동 범위 내에서 이들 요인을 종합적으로 고려해 이해상충 문제를 점검하고 그 결과를 공개합니다. 여기에서 이해상충 문제에는 실재하는 문제뿐 아니라 잠재적인 가능성도 포함되는데 점에 유의해야 합니다. 이해상충 문제는 유형별로 제시하는 편이 고객 등의 이해도를 높이는 데 효과적입니다.
- **이해상충 방지 방안.** 이해상충 최소화 및 방지를 위해 채택한 원칙과 절차, 지침을 설명합니다. 자세한 내용은 세부원칙 2 안내지침의 마지막 내용과 그 설명을 참고할 수 있습니다.
- **이해상충 방지정책의 제·개정, 이행 점검에 관한 조직체계·권한·책임·보고 등에 관한 사항.** 이해상충 문제를 적절하게 다루기 위한 조직체계 설계와 함께 책임자·부서 간 권한과 책임 배분, 보고 절차 등 관련 사항을 설명합니다. 효과적인 내부통제체계의 구축은 이해상충 방지정책의 효과적인 시행을 좌우하는 핵심적인 요인 중 하나입니다.
- **수탁사·자문사 등의 이해상충 관리에 관한 사항.** 주주활동을 외부에 위탁한 경우에는 수탁사의 이해상충 방지정책이 적절한지 사전적·사후적으로 검토하고, 수탁사의 정책 이행 여부를 점검해야 합니다. 수탁사 선정·관리 등 전반적인 절차에서 이해상충 방지에 관한 사항이 어떻게 고려되고 다루어지는지 설명할 필요가 있습니다.

기관투자자는 일반적으로 이해상충 문제를 관리하기 위해 관련 정책 및 세부지침 공개, 제3의 전문기관 활용, 자본시장법령 및 관계 규정이 정한 방법 등의 수단을 채택할 수 있다. 기관투자자는 고객과 수익자의 신뢰를 높이는 방향으로 이들 수단을 적절히 활용할 필요가 있다.

▶ 이해상충 문제는 하나의 수단으로 통제하기가 쉽지 않으며, 다양한 방안을 종합적으로 활용해 체계적으로 관리할 필요가 있습니다. 이해상충 문제의 완화에 유용한 것으로 알려진 방안을 예시하면 다음과 같습니다.

- 의결권 행사를 비롯한 주주활동을 위한 절차·기준 등 지침을 이사회에서 사전에 마련하고, 이를 엄격하게 준수하며, 가능한 한 해당 지침과 기준을 미리 공개합니다.
- 독립적인 제3의 전문기관이 제시하는 권고를 충실히 검토하여 의결권 행사 등 주주활동을 수행합니다.
- 이해상충 문제를 관리하는 독립적인 책임자 또는 부서를 설치하는 등 관련 조직체계를 구축하고 적절한 내부통제 절차에 따라 의결권 행사 등 주주활동을 사전적·사후적으로 검토합니다.
- 의결권 행사를 포함하는 주주활동의 내용과 결과를 공개해 (잠재적) 고객이나 투자자 등이 점검할 수 있게 합니다.
- 의결권 행사 등 주주활동 담당 부서를 영업과 관련이 있는 부서와 분리합니다.
- 고객·수익자 등에게 이해상충 가능성을 알리고 법적으로 가능한 범위 내에서 그들의 지시 혹은 승인 하에 의결권 행사 등 주주활동을 수행합니다.
- 상당한 이해상충 가능성을 완화하기 어렵다면 관련 계약 체결 및 거래를 제한하거나 거절합니다.
- 수탁자 책임의 이행과 관련한 업무를 담당하는 담당자 개인의 이해상충 가능성을 점검하고 필요하다면 해당 담당자의 업무 배제 등 조치를 취합니다.

원칙 3. 투자대상회사에 대한 주기적 점검

기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여
투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록
투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.

□ 안내 지침

기관투자자는 주기적으로 투자대상회사를 점검하고 점검의 유효성을 검토하여 회사의 가치 제고와 지속적인 성장을 도모해야 한다.

- ▶ 기관투자자는 운용자산의 가치를 유지·보호하기 위해 투자대상회사를 주기적으로 점검할 필요가 있습니다. 기관투자자가 점검 결과에 따라 대화 등의 주주활동이 필요한 대상회사를 선별하는 것은 수탁자 책임의 이행을 위한 출발점입니다.

그리고 점검 항목의 설정, 점검 주체와 절차, 점검 주기 등이 대상회사의 중장기 가치 창출 요소나 위험요소를 발견하고 점검의 효과를 확대하며 자산가치를 높이는 데 효과적으로 기여하는지에 관해서도 주기적으로 검토하는 편이 바람직합니다. 대상회사 점검의 전반적인 효과는 주주활동의 성과와 함께 고객 등에 보고·공개할 내용에 포함시키는 것이 적절합니다.

기관투자자는 투자대상회사의 가치와 지속가능한 성장에 영향을 끼치는 요인으로 재무 구조, 경영성과 등 재무적 요소는 물론 지배구조, 경영전략 등 비재무적 요소까지 점검 대상에 포함시킬 필요가 있다.

기관투자자는 투자정책, 내부 역량 등을 고려해 수탁자 책임의 효과적인 이행이 가능하도록 상기 재무·비재무 요소 중 적절한 점검 범위를 정할 수 있다.

▶ 근래 지배구조 등 비재무 요소가 회사가치에 끼치는 영향을 적극 고려하는 투자 방식이 국제 자본시장의 중요한 흐름의 하나로 자리 잡았습니다. 책임투자원칙(PRI: Principles for Responsible Investment)이 대표적입니다. 회사의 중장기 발전을 통해 고객과 수익자의 이익을 도모함으로써 수탁자 책임을 충실히 이행하려는 기관 투자자에게 대상회사의 비재무 요소 검토는 필수적입니다.

기관투자자는 지배구조, 경영전략 등 다양한 비재무 요소 중 회사의 중장기 가치에 중대한 영향을 끼친다고 판단하는 사항을 중심으로 대상회사를 검토함으로써 점검의 효율을 높일 수 있습니다.

지배구조의 경우에는 이사회 조직과 구성 및 전문성, 감사 조직, 이사 보수 체계, 공시의 적정성 등 여러 측면에서 점검 사항을 구성할 수 있습니다. 점검 항목의 평가를 위한 기준은 사전에 마련해 점검의 유효성을 높일 필요가 있습니다.

그리고 대상회사와의 적절한 대화는 우려사항의 완화는 물론 대상회사를 잘 이해하고 점검하는 데도 도움이 됩니다.

기관투자자는 점검 항목의 범위, 점검 주체와 절차에 관한 내용을 개략적으로 공개하는 편이 투명성을 높이고 고객과 수익자는 물론 회사의 기관투자자에 대한 이해를 증진할 수 있다는 점에서 바람직합니다.

기관투자자는 투자대상회사의 가치를 중대하게 훼손할 가능성이 있는 위험 요소를 사전에 발견하도록 노력해야 한다. 위험 요소 및 기타 우려 사항을 확인한 경우에는 주주총회 전 협의 등 건설적인 소통을 통해 적절한 해결책을 모색해야 한다.

- ▶ 일단 회사가치가 하락한 이후 사후적으로만 위험 요소들을 점검할 경우 가치 회복이 쉽지 않을 가능성이 높습니다. 회사가치에 부정적인 영향을 끼치는 요소들을 사전에 그리고 주기적으로 점검해 확인하고, 확인된 사항들에 대해서는 문제 해결을 위한 적극적인 노력을 기울이는 것이 바람직합니다.
- ▶ 기관투자자는 위험 요소 및 기타 우려 사항 점검의 중요성, 위험 요소 등을 확인한 이후의 대처 방안 등에 관해 개략적으로 설명할 필요가 있습니다.

원칙 4. 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련

기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.

□ 안내 지침

기관투자자는 중장기 회사가치 제고를 지향하고, 투자 및 수탁자 책임에 관한 정책을 등을 바탕으로 주요 재무·비재무 경영사항에 관해 투자대상회사와 공감대를 형성하도록 노력할 필요가 있다.

- ▶ 스투어드십 코드의 핵심적인 목표는 기관투자자가 타인 자산을 맡아 운용하는 자로서 투자대상회사의 중장기 발전, 고객과 수익자의 이익을 위해 회사와의 대화 등 적극적인 주주활동을 수행하도록 촉진하는 것입니다.

주주활동이 의도한 성과를 거두려면 회사와 기관투자자 간에 상호 신뢰와 공감대 형성이 뒷받침되지 않으면 안 됩니다. 상호 불신과 그에 따른 배타적 태도로는 회사와 기관투자자 간 대화가 중장기적인 성공으로 이어지기 어렵습니다. 따라서 기관투자자는 우선적으로 회사와 공감대를 형성하고 우호적인 분위기를 조성하여 공동의 목표를 설정·지향할 수 있도록 노력할 필요가 있습니다.

기관투자자는 회사와의 충분한 협의 이후에도 우려가 남아 있는 경우 내부 정책으로 정한 범위 내에서 보다 적극적인 활동에 나설지를 검토해야 한다.

▶ 기관투자자는 대상회사와의 우호적인 대화 이후에도 여전히 우려가 있다면 우려사항의 중요도, 자본시장 상황, 대상회사의 태도, 내부 역량 등 여러 상황과 조건을 고려해 기관투자자가 스스로 정한 범위에서 추가적인 주주활동을 수행할지 검토해야 합니다.

다음 활동은 기관투자자가 취할 수 있는 추가적인 주주활동의 예시입니다.

- 보다 심도 있는 판단을 위해 필요한 정보·자료 추가 요청
- 회사의 입장, 향후 계획 등을 묻는 질의서 전달
- 이사회(의장), 선임사외이사 또는 경영진과의 회의 추가 개최
- 우려사항에 관한 입장, 회사에 대한 요청사항 등을 담은 의견서 전달
- 주주총회에서의 적극적인 발언과 토론
- 주주총회 안건에 대한 반대 투표 의사와 그 사유의 사전·사후 공시
- 이사·감사 후보 추천을 포함하는 주주제안 또는 다른 주주의 주주제안에 참여
- 주주총회 소집 청구 또는 다른 주주의 청구에 참여
- 보도자료 배포 등 공개적인 의견 표명
- 소송 제기·참여 등

기관투자자는 투자대상회사의 사정, 투자 정책, 내부 역량 등 여건을 고려해 소통과 관여 활동의 범위·절차·기준을 정한 내부 지침을 마련해야 한다.

▶ 기관투자자는 주주활동 수행을 결정하게 되는 판단 기준, 주주활동의 범위, 주주활동을 전개하는 절차와 관련 조직체계 등을 포함하는 내부지침을 마련할 필요가 있습니다. 내부지침에 따라 기관투자자는 일관성 있고 공정하게 주주활동을 수행할 수 있습니다. 주주활동 수행을 위한 내부지침에 포함하는 것이 바람직한 사항을 예시하면 다음과 같습니다.

- 어느 회사를 대상으로, 어느 쟁점에 관해 어느 시점에서 주주활동을 시작하게 되는지를 정합니다. 일반적으로는 대상회사에 대한 투자규모나 보유 지분율을 감안해 점검 및 주주활동의 대상이 되는 회사의 범위를 한정할 수 있습니다. 운용자산 가치나 투자자의 이익에 중대한 영향을 끼치는 요소와 그 적정성을 판단하는 기준·계기 등도 정해야 합니다. 예를 들어 배당, 이사회 구성·운영, 이사 보수체계 등의 요소를 정해 대상회사에 의견서를 보내는 등 주주활동을 시작하는 기준을 마련할 수 있을 것입니다. 만약 필요하다면, 주주활동 단계별로 서로 다른 기준을 적용합니다.
- 우려사항의 완화를 위한 주주활동의 범위를 정합니다. 이 경우 주주활동의 효과에 대한 판단, 투입 가능한 내·외부 자원과 역량 등을 전반적으로 감안할 필요가 있습니다.
- 주주활동의 단계별 의사결정과 실제 활동 수행 등을 담당하는 조직 간 역할 분담이나 관련 절차 등에 관한 내용을 규정합니다. 일반적으로는 주주활동을 위해 별도 설치한 팀이 있다면 그 팀, 자산운용 담당자·책임자, 내부통제 책임자나 임원 등의 역할 분담, 주주활동 결정 및 실제 수행 절차 등을 검토·결정할 필요가 있습니다.

주주활동의 수행 조건이나 기준 등은 예민한 정보로서 기관투자자가 반드시 공개해야 하는 것은 아닙니다. 다만 기관투자자가 그 중 가능한 부분을 공개한다면, 투자대상회사가 기관투자자의 구체적인 요구사항을 확인해 대응하는 데 도움이 되고, 이를 바탕으로 기관투자자와 회사가 건설적이고 생산적인 관계를 유지할 수 있습니다.

기관투자자는 적극적인 주주활동 과정에서 미공개 중요 정보의 이용 금지에 관한 자본 시장법상 규정을 위반하게 될 가능성이 있음에 주의해야 한다. 특히 회사가치에 중대한 영향을 끼치는 내부 정보를 이용해 정보 우위를 기반으로 거래상 이득을 취하려고 시도해서는 안 된다.

1. 미공개중요정보의 이용에 관한 규제와 관련한 조치¹⁾

- ▶ 미공개 중요정보 이용에 관한 규제는 자본시장법 상 “미공개중요정보 이용행위 금지” 조항(제174조)과 “시장질서 교란행위의 금지” 조항(제178조의2)입니다.

스튜어드십 코드에 참여하는 기관투자자는 투자 대상기업과 경영활동, 위험관리 등에 관해 대화하는 등 주주활동 과정에서 미공개중요정보를 지득하거나 수령할 수 있습니다. 이를 테면 대화 과정에서 회사측이 미공개 경영실적을 제시하는 경우, 투자자의 투자 판단에 중대한 영향을 미칠 것으로 예상되는 미공개중요정보에 해당될 가능성이 있는데, 이를 매매 등에 이용하거나 타인에게 이용하게 하지 않도록 유의해야 합니다.

- ▶ 기관투자자가 주주활동 과정에서 미공개중요정보를 취득한 경우 이 정보를 이용해 주식을 매매하거나 타인에게 이용하게 해서는 안 됩니다.

만약 기관투자자가 회사로부터 취득한 정보로 판단한 결과 중장기 관점에서 투자전략을 변경하고 주식을 매매하고자 하는 경우에는 회사가 해당 정보를 공정공시 등의 방법으로 공시하도록 요구하고, 실제 공시 이후에 주식을 매매해야 합니다.

- ▶ 주주활동 수행을 담당하는 부서에서 취득·생성한 정보를 운용부서에서 알지 못한 상태에서 우연히 관련 종목을 매매한다면 미공개중요정보 이용행위나 시장질서 교란행위에 해당하지 않습니다.

그러나 정보교류차단장치가 작동하지 않아 미공개중요정보가 전달된 정황이 있거나 통상적이라고 보기 어려운 매매가 이루어지는 경우에는 미공개중요정보 전달·이용의 개연성이 있다고 의심을 받을 가능성이 있습니다.

따라서 기관투자자는 일반적으로 주주활동 업무, 정보교류차단 업무, 자산운용 업무 등에 관한 내부통제를 강화하는 편이 바람직합니다.

1) 자본시장법 상 미공개중요정보의 이용행위 금지, 시장질서 교란행위 금지 규정에 관한 본문의 개략적인 설명은 해설서 서두의 ‘일러두기’에 언급된 금융위원회 실무협의체의 자료를 한국기업지배구조원에서 발췌·인용·요약·정리한 것으로, 법 해석의 정확성을 보장하는 것은 아닙니다. 관련 법규에 관한 보다 상세한 내용은 <별첨 1>를 참조하시기 바랍니다.

2. 주식등의 대량보유상황 보고제도(소위 '5% 룰')와 관련한 조치²⁾

▶ 일반적으로 다음과 같은 행위는 '경영권에 영향을 주기 위한 행위'에 해당하므로 '약식보고' 특례를 적용 받을 수 없습니다.

- 이사·감사 후보의 추천을 위한 주주제안
- 상법상 이사회내위원회 설치를 위한 정관변경 주주제안 혹은 임시주총 소집청구
- 배당금 증액을 위한 주주제안 혹은 임시주총 소집청구
- 주주제안이나 임시주총 소집 등을 통해 사실상 영향력을 행사하려는 의사에 따라 이루어진 배당금 증액을 위한 의견서의 이사회 제출
- 경영권 분쟁이나 위임장 대결(proxy fight)을 단독 또는 공동으로 주도하여 경영진이 제안한 이사 선임 안건이나 이익배당 승인 안건을 부결시키려는 행위

반면, 다음 행위는 특별한 사정이 없다면 '경영권에 영향을 주기 위한 행위'에 해당하지 않아 '약식보고' 대상이 될 가능성이 큽니다.

- 특정 사안에 대한 회사의 입장, 향후 계획 등을 파악하기 위한 질의서 전달 또는 정보·자료 요청
- 이사회 또는 경영진과의 회의 개최 요청, 회의에서의 단순 의견 교환
- 우려사항 또는 주총 반대 안건에 관한 입장을 담은 의견서 전달
- 주주총회장에서의 반대 토론
- 회사의 요청에 따른 이사 후보 추천

▶ 상법 등 관련법이 정한 주주권으로서 대표소송·집단소송의 제기·참여, 이사의 위법행위 유지 청구, 주주총회 결의취소의 소 제기·참여 등은 회사 측의 위법행위 등에 따른 피해를 구제하기 위한 조치이므로 이들 행위는 일반적으로 '경영권에 영향을 주기 위한 행위'로 보기 어렵습니다. 다만 구체적인 사정을 고려할 때, 그와 같은 소의 제기 등으로 임원의 선·해임과 같은 중요한 사항을 위해 회사를 압박하려는 사실상 영향력을 행사하려는 의사가 있다고 인정되는 경우에는 예외적으로 '경영권에 영향을 주기 위한 목적'이 있다고 판단될 가능성이 있으므로 유의하시기 바랍니다.

한편, 다음은 이를 위한 주주제안이 있더라도 '경영권에 영향을 주기 위한 행위'로 보기 어렵습니다.

- 자사주 매입
- 이사회내위원회가 아닌 주주권익위원회 설치를 위한 정관변경

2) 자본시장법 상 주식등 대량보유보고제도에 관한 본문의 개략적인 설명은 해설서 서두의 '일려두기'에 언급된 금융위원회 등 실무협의회의 자료를 한국기업지배구조원에서 발췌·인용·요약·정리한 것으로, 법 해석의 정확성을 보장하는 것은 아닙니다. 관련 법규에 관한 보다 상세한 내용은 <별첨 2>을 참조하시기 바랍니다.

-
- ▶ 기타 특수관계인, 공동보유자의 지분과 합산하여 5% 미만의 지분을 보유한 기관투자자는 대량보유보고제도의 적용 대상이 아니므로 일반보고 의무의 부담 없이 주주활동을 자유롭게 수행할 수 있습니다. 본인과 주식공동보유자를 합산하여 5% 이상 지분을 보유한 기관투자자는 주식의 대량보유 보고의무를 부담하게 됩니다.

여기에서 유의할 점은 서면이나 구두 합의 혹은 계약에 따라 의결권을 공동 행사하는 경우 주식 공동보유자의 지분율을 합산해 '5%' 이상 여부를 판단한다는 점입니다. 따라서 '합의 등에 따른 의결권 공동 행사' 외에 단순히 주주활동을 공동으로 하거나 공동으로 구성된 포럼에 참석하여 의견을 교환하는 것만으로는 주식 공동보유자에 해당하지 않습니다.

원칙 5. 의결권 정책 제정·공개, 의결권행사내역과 그 사유 공개

기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.

□ 안내 지침

기관투자자는 보유하고 있는 주식 전부에 대해 의결권을 행사하도록 노력해야 하며, 경영진의 제안에 자동으로 찬성하는 것은 적절하지 않다.

- ▶ 자본시장법은 기관투자자가 투자자·수익자의 이익을 보호하기 위하여 의결권을 충실하게 행사해야 한다고 규정합니다(자본시장법 제87조 제1항, 같은 법 제112조 제1항). 이 취지와 위 안내지침의 내용에 따르면 기관투자자는 보유 주식 전부에 대해 의결권을 행사하도록 노력하는 것이 원칙입니다. 기관투자자는 이 원칙을 따르는지 설명하고, 그렇지 않다면 의결권을 행사하지 않는 경우의 조건과 그렇게 정한 사유를 설명하는 것이 바람직합니다.

또한, 경영진이 제안한 주주총회 안건에 자동으로 찬성하는지와 관련한 기관투자자의 방침이나 입장을 설명해야 합니다. 이 입장은 실제 의결권 행사 내역에 의해 뒷받침이 가능해야 고객·수익자의 신뢰를 얻을 수 있습니다.

기관투자자는 충분한 정보 수집과 분석, 투자대상회사에 대한 심도 있는 검토, 대화·관여의 결과 등을 기반으로 찬성·반대 여부를 결정해야 하며 그 과정에서 필요하다면 해당 결정에 관해 회사와 논의하는 것이 바람직하다.

- ▶ 기관투자자의 의결권 행사 충실의무를 규정한 자본시장법의 취지, 최고 의사결정기관으로서 주주총회의 중요성 등을 고려할 때 기관투자자는 최선을 다해 정보를 수집하고 심도 있게 검토한 결과를 바탕으로 의결권을 행사해야 합니다. 이는 고객과 수익자의 이익을 추구해야 할 기관투자자의 기본적인 책임입니다.

주주총회는 주주와 회사가 핵심 사안을 놓고 의견을 교환하는 장이기도 합니다. 따라서 필요하다면 주주총회 안건의 적정성에 관해 회사 측과 대화하며, 기관투자자가 정한 의결권 행사 방향에 관해서도 회사와 논의하는 것이 바람직합니다. 이를 통해 회사는 안건을, 기관투자자는 의결권 행사 방향을 수정할 기회를 가질 수 있습니다.

기관투자자는 중장기 회사가치의 제고, 고객·수익자의 이익 증진을 도모하는 방향으로 충실한 의결권 행사가 가능하도록 내부 자원과 조직체계, 전문 역량을 갖춰야 하며 관련 원칙과 현황을 아래에서 설명할 의결권 정책에 포함시켜야 한다.

- ▶ 앞서 설명한 바와 같이 충실한 의결권 행사는 기관투자자가 수탁자 책임을 이행하는 데 가장 기본적인 사항으로서 가급적 충분한 자원과 역량을 투입하고 충실한 의결권 행사가 가능하도록 관련 조직체계를 갖추는 필요가 있습니다. 필요하다면 의결권 자문기관 등 외부자원의 활용을 검토할 수 있습니다.
-

기관투자자는 의결권 행사와 행사내역의 공시 등에 관한 지침과 절차, 세부기준을 담은 문서화된 의결권 정책을 마련해 공개해야 한다. 의결권 행사 세부기준은 기계적인 점검항목만으로 구성해서는 안 되며, 투자대상회사의 중장기적인 가치 증진에 기여하도록 설계해야 한다.

▶ 기관투자자는 의결권 행사의 원칙, 절차, 세부기준 등을 담은 문서화한 의결권 정책을 제정해 공개하고 이를 준수함으로써 고객과 수익자의 신뢰를 증진함은 물론 기관투자자에 대한 회사의 이해를 향상시킬 수 있습니다. 의결권 정책에 포함하는 것이 바람직한 내용을 예시하면 다음과 같습니다.

- **의결권 행사에 관한 기본 원칙.** 의결권을 충실히 행사할 책임과 중요성 등에 관한 기관투자자의 기본 원칙과 입장을 제시합니다.
- **의결권 행사 세부기준(가이드라인).** 안건별로 찬성과 반대 등 의결권 행사 방향을 정하는 기준을 명시한 세부지침을 공개합니다. 이는 기관투자자가 일관성 있게 의결권을 행사하는 기본 지침일 뿐만 아니라 고객과 수익자, 회사 등이 기관투자자의 세부 입장을 이해할 수 있는 해설서이기도 합니다.
- **이해상충 방지 방안.** 아래의 상세한 설명을 참고할 수 있습니다.
- **의결권 행사 관련 조직·기구·절차.** 의결권 행사의 전문성과 독립성, 이해상충 방지 여부, 의결권 행사의 충실의무를 다하기 위한 기관투자자의 노력 등을 확인할 수 있도록 관련 조직·기구·절차·권한 등에 관한 사항을 서술합니다.
- **의결권 자문서비스 이용에 관한 사항.** 아래의 상세한 설명을 참고할 수 있습니다.
- **의결권 행사 공시 관련 사항.** 의결권 행사 내역 및 사유의 공시 범위와 시기, 공시 내용을 확인할 수 있는 웹페이지 등 사항을 설명합니다. 의결권 행사 내역을 집계하여 적절한 기준에 따라 분류·분석한 내용을 공개한다면 고객과 수익자가 그 적정성을 점검하는 데 효과적입니다.
- **주식 대여, 대여주식 회수에 대한 지침.** 아래의 상세한 설명을 참고할 수 있습니다.

의결권 정책에는 의결권 행사 시 직면할 가능성이 있는 이해상충에 관해 원칙 2에서 규정한 이해상충 방지 정책이 포함되어야 한다.

- ▶ 세부원칙 2의 안내지침과 설명을 참고하여 의결권 행사 시 이해상충 방지의 필요성과 목적, 실재적·잠재적 이해상충 문제의 점검, 구체적인 이해상충 방지 방안, 수탁사·자문사의 의결권 행사 관련 이해상충 관리에 관한 사항 등을 설명합니다.

의결권 행사에 관한 이해상충 방지정책을 마련하고 성실히 이행하는 것은 기관투자자가 고객과 수익자에게서 의결권 행사의 공정성과 신뢰성을 확보하기 위한 핵심조치의 하나입니다.

기관투자자는 집합투자기구 유형별로 운용 목표·철학 등에 따라 세부 기준·지침에 차이를 둔 의결권 정책을 마련할 수 있다.

- ▶ 대표적인 사례로서 환경·사회·지배구조(ESG)를 투자의 전 과정에서 고려하는 책임투자 또는 사회책임투자(SRI: Socially Responsible Investment)를 지향하는 펀드는 환경·사회적 요소를 적극 감안하는 의결권 행사 가이드라인을 마련하여 적용할 수 있습니다.

기관투자자는 의결권 행사내역, 찬성·반대·기권·중립투표의 구체적인 사유를 고객과 수익자 등이 의결권 행사의 적정성을 쉽게 확인할 수 있는 적절한 방식으로 공개해야 한다.

- ▶ 스투어드십 코드에 참여하는 기관투자자는 안내지침의 내용에 따라 모든 의결권 행사·불행사 내역과 사유를 원칙적으로 공개해야 합니다. 이를 따르지 않는 경우 “원칙 준수, 예외 설명” 방식에 따라 사유와 대안을 설명해야 합니다.

의결권 행사·불행사 내역과 사유를 공개하도록 한 것은 기관투자자의 의결권 행사가 가이드라인 등에 비추어 적정한지를 고객이나 수익자가 점검할 수 있게 하려는 취지입니다. 이를 통해 기관투자자가 충실하고 책임 있게 의결권을 행사하도록 유도할 수 있습니다. 이러한 취지는, 집합투자업자가 일정한 범위에 해당하는 의결권 행사·불행사 내역을 사유와 함께 공개해야 한다고 규정하는 자본시장법 조항(제87조 제8항)에도 반영되어 있습니다..

기관투자자는 의결권 행사 자문서비스 이용 여부, 이용하는 경우의 서비스 범위와 활용 방식, 서비스 제공자, 해당 서비스 제공자의 권고에 의존하는 정도를 공개해야 한다.

▶ 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위해 외부의 전문기관을 활용할 수 있습니다. 이는 수백여 개에 이르는 의결권 행사 대상회사의 수, 촉박한 주주총회 일정, 내부 담당인력의 전문성의 한계 등으로 인한 의결권 행사의 어려움을 극복하는 데 도움을 줍니다.

- 의결권 행사 자문서비스 이용 여부
- 이용하는 경우의 서비스 범위와 활용 방식. 안건에 대한 전문적인 분석뿐 아니라 주주활동, 의결권 행사 실무, 행사 내역·사유 공시 등 업무와 관련한 조언이나 도움을 얻고 있다면 그 내용을 기술합니다.
- 서비스 제공자
- 해당 서비스 제공자의 권고에 의존하는 정도. 예를 들면 권고에 따르는 것을 원칙으로 하거나, 권고를 단순히 참고만 할 수 있습니다.

기관투자자는 의결권 행사 자문서비스를 이용하더라도 궁극적으로는 수탁자로서 자신의 책임과 판단하에 의결권을 행사해야 한다.

- ▶ 기관투자자가 의결권 자문서비스를 이용하더라도 의결권을 충실하게 행사할 궁극적인 책임은 자신에게 있습니다. 이는 기관투자자가 자문사의 권고에 따르는 것을 원칙으로 정했거나 권고에 조건 없이 따르기로 정한 경우에도 적용됩니다. 따라서 기관투자자는 의결권 자문사의 전문성과 정확성, 공정성을 충분히 고려하도록 자문사 선정·점검·관리에 유념할 필요가 있습니다.

기관투자자는 어떤 경우에도 의결권 행사의 충실의무를 최종적으로 부담한다는 점에서 이 안내지침의 내용은 반드시 이행해야 합니다.

- ▶ 기관투자자의 의결권 행사를 지원하는 의결권 자문사도 스스로 자문업무의 전문성과 정확성, 공정성을 향상시키기 위해 최선의 노력을 다해야 합니다. 자본시장에서의 신뢰도를 높이기 위해 스텐더드십 코드에 참여하고 세부원칙 1~7을 충실히 이행하는 편이 바람직합니다. 이는 물론 서비스 제공 대상인 기관투자자의 수탁자 책임 정책을 충분히 이해하고 해당 기관투자자와 긴밀히 협의하는 토대 위에서 이루어져야 합니다.

기관투자자는 의결권 행사와 관련해 영향이 있는 경우 주식 대여, 대여주식 회수에 관한 내용을 의결권 정책에 반영해야 한다.

- ▶ 주식 대여, 대여주식 회수가 의결권 행사에 끼치는 영향, 의결권 행사 원칙 등을 감안해 적절한 지침을 마련해 의결권 정책에 포함합니다.

원칙 6. 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동의 주기적 보고

기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해
고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.

□ 안내 지침

기관투자자는 의결권 행사를 포함하는 수탁자 책임 이행 활동을 기록으로 남겨 일정 기간 보존해야 한다.

- ▶ 고객·수익자는 필요한 경우 기관투자자가 마련한 정책·지침·기준·절차 등에 따라 주주활동을 수행했는지를 확인할 수 있어야 합니다. 이를 위해 기관투자자는 의결권 행사를 포함한 수탁자 책임 이행 활동 내역과 절차 등을 기록하거나 공개한 내용을 일정 기간 보존할 필요가 있습니다.

자산운용자는 원칙적으로 자산소유자 등 고객 또는 수익자에게 수탁자 책임 정책 및 이행 현황을 주기적으로 보고해야 한다.

- ▶ 자산운용자는 고객·수익자 또는 자산소유자로부터 위임받은 의결권 행사와 관여활동에 관한 실질적이고 충실한 정보를 적절한 양식에 맞춰 주기적으로 보고할 필요가 있습니다. 이 경우에만 고객·수익자 또는 자산소유자가 자산운용자의 수탁자 책임 이행 여부를 합리적으로 평가할 수 있습니다.

자산소유자로부터 위임받은 활동에 대해서는 분기별로, 최종 고객·수익자에게는 년 1회 이상 주기적으로 보고하는 것이 바람직합니다. 그런데 자본시장법에서 정한 '집합투자업자'에 해당하는 기관투자자 등은 매년 4월 30일까지 직전년도 4월 1일부터 1년간 실시한 의결권 행사 내역을 공시해야 합니다. 기관투자자는 세부원칙 6에 따른 보고서를 작성할 때 관련법에 의한 공시 내용을 효율적으로 활용할 수 있습니다.

자산소유자는 고객 또는 수익자에게 적어도 1년에 1회 이상 수탁자 책임 이행에 관한 정책, 실제 집행에 관한 사항을 보고해야 한다.

- ▶ 자산소유자 또한 고객과 수익자에게 수탁자 책임 활동의 이행 내역을 연 1회 이상 주기적으로 보고해야 합니다. 보고 내용에는 자산운용자 등에게 위임한 의결권 행사와 관여활동의 실제 내역을 보고 받은 결과를 포함하는 편이 바람직합니다.

기관투자자는 수탁자 책임 정책과 실제 이행에 관해 효과적인 보고가 가능하도록 노력해야 하며, 고객·수익자와 정한 보고 범위와 양식이 있다면 그에 따라 보고한다. 고객·수익자가 동의하는 등 적절한 경우에는 보고의 투명성과 책임을 높이는 방법으로서 주주활동 현황을 홈페이지에 또는 연차보고서로 공개할 수 있다.

- ▶ 기관투자자는 수탁자 책임 정책과 그에 따른 실제 이행 내역에 관하여 양적·질적으로 충실한 정보를 효과적으로 제공해야 합니다.

고객·수익자의 수가 지나치게 많은 경우 등 합리적인 사유가 있다면 실제 수탁자 책임 활동의 이행 내역을 웹페이지를 통해 공개하는 방식을 활용할 수 있습니다. 기관투자자는 수탁자 책임의 이행을 위한 주주활동 현황 등을 연차보고서에 정리하고 이 보고서를 웹페이지 등에 공개할 수 있습니다.

- ▶ 기관투자자는 고객·수익자와 사전에 협의하여 보고서의 작성 양식을 개별적으로 정할 수 있습니다. 기본적으로 기관투자자는 실제로 의결권 행사와 주주활동이 충실히 이루어졌는지를 효과적인 양식에 맞춰 보고하는 편이 바람직합니다.

기관투자자는 특히 고객 또는 시장의 관심이 큰 찬성·반대 의결권 행사 내역과 사유, 의결권 미행사 사유 등을 충실하게 포함한 정보를 제공할 필요가 있습니다.

- ▶ 주주활동을 다양한 기준에 따라 유형별로 요약하면 내용 전달에 효과적입니다. 예를 들어 주주활동을 의결권 행사, 질의서·의견서 전달, 이사와의 미팅, 주주제안, 제도 개선을 위한 정책 제언, 대표적인 사례 등으로 구분해 정리합니다. 이를 통해 고객·수익자는 기관투자자의 주주활동 성향을 한 눈에 손쉽게 파악할 수 있습니다.

고객·수익자의 입장에서는 기관투자자의 주주활동 내역뿐 아니라 무엇보다도 그 결과 또는 성과가 의미 있는 정보입니다 따라서 기관투자자는 관여활동의 유형별 현황, 회사의 반응, 주주활동의 성과에 관한 정보를 고객과 수익자 등에게 제공하는

것이 바람직합니다.

기관투자자의 성공적인 관여활동은 코드 참여를 고려중인 기관투자자 등에게는 유용한 정보입니다. 이를 감안하여 건설적인 방향으로 진행 중이거나 성공적인 결과를 이끌어낸 주주활동의 사례를 가능한 선에서 구체적으로 보고하는 편이 바람직합니다. 성공 사례의 축적과 학습, 확산 과정은 자본시장의 문화 및 관행 개선의 실질적인 열쇠입니다.

다만, 기관투자자는 주주활동의 공개가 대상회사의 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성 등을 고려하여 주주활동 사례 보고를 얼마나 구체적으로 할지 조절할 수 있습니다.

원칙 7. 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보

기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

□ 안내 지침

기관투자자는 적극적인 대화 등 주주활동을 토대로 투자대상회사의 중장기 발전과 지속가능성 제고를 도모하기 위해 회사에 대한 이해를 높이고 건설적인 주주활동이 가능하도록 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

- ▶ 스튜어드십 코드는 기관투자자가 투자대상회사를 잘 이해하고, 회사 측과 공감대를 형성하는 바탕 위에서 건설적인 방향으로 수탁자 책임을 이행하도록 하는 것이 궁극적인 목적입니다. 적극적인 대화 등 주주활동을 통해 수탁자 책임을 효과적으로 이행하기 위해서는 회사의 중장기 기업가치와 지속가능성에 영향을 미치는 다양한 요인을 분석하고 주주활동을 성공적으로 전개할 수 있는 전문적인 역량이 뒷받침되어야 합니다.

투자대상회사에 대한 전문적인 분석 능력이 부족할 경우에는 대화 등 주주활동 과정에서 대상회사의 경영자, 이사회 등으로부터 신뢰를 얻기 어렵습니다. 기관투자자는 전문적인 역량을 갖추으로써 투자대상회사에 대한 이해를 높이고 회사와의 상호신뢰 속에서 건설적인 주주활동을 효과적으로 수행할 수 있습니다.

기관투자자는 이를 위해 적절한 조직 체계를 설계하고 내부 자원을 투입하며, 이들 자원의 역량과 전문성 향상을 위해 지속적으로 노력해야 한다.

- ▶ 기관투자자는 주주활동의 전문성을 높이면서도 이해상충 등 문제를 효과적으로 해결하는 방향으로 조직체계를 설계하는 편이 바람직합니다. 이와 함께 유능한 인력을 배치하고 역량 및 전문성 확대를 위해 노력할 필요가 있습니다.

포럼 등에 참여해 주주활동의 경험과 조언을 나누고, 대상회사 점검이나 주주활동의 효과적인 수행을 위한 교육·훈련의 기회를 제공하는 편이 바람직합니다.

수탁자 책임의 구체적인 이행을 자산운용자에 맡긴 자산소유자는 자산운용자가 역량을 축적하고 이를 바탕으로 투자대상회사와의 대화와 주주활동을 효과적으로 수행할 수 있도록 적정 보수를 지급하고 해당 자산운용자를 관리할 방안을 모색해야 한다.

- ▶ 수탁자 책임 활동을 외부에 위임하는 경우, 수탁사 선정·관리에 만전을 기할 필요가 있습니다. 주주활동의 성과는 결국 수탁자가 보유한 전문성과 역량에 크게 의존합니다. 따라서 수탁자가 효과적인 주주활동으로 수탁자 책임을 충실히 이행하도록 요구하고자 한다면 적정 보수를 지급하여 수탁자가 유능한 내부인력 등 자원을 충분히 투입할 수 있도록 재정적 환경을 조성하는 것이 적절합니다.

기관투자자는 내부 가용 자원, 재정 상황 등을 고려하여 외부의 전문적인 자문 서비스를 활용함으로써 수탁자 책임의 충실한 이행을 도모할 수 있다.

- ▶ 내부 역량이 부족한 기관투자자는 수탁자 책임을 충실히 이행하기 위해 외부 기관의 도움을 구할 수 있습니다. 의결권 행사 및 주주활동에 특화된 전문성을 보유한 외부 전문기관은 기관투자자의 부족한 역량을 효과적으로 보완할 수 있습니다. 다만, 이 경우에도 기관투자자가 수탁자 책임 이행의 최종적인 책임을 진다는 점에 유의해야 합니다

기관투자자는 논의와 토론을 활성화하고 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 성공적인 주주활동 사례 등에 대한 경험과 의견을 나누고 학습함으로써 전문성과 주주활동의 질을 향상시킬 수 있다.

- ▶ 기관투자자는 공동으로 공식·비공식 포럼 등을 구성해 적극 참여하는 것이 바람직합니다. 투자자 포럼 등을 통해 수탁자 책임 정책, 의결권 행사 기준, 효과적인 주주활동 수행, 관련 법제 개선 등에 관한 유용한 정보를 교환하고 토론함으로써 기관투자자는 전문성을 향상시킬 수 있습니다.

경험 공유와 공동 학습은 규모가 작고 경험이 많지 않은 자산운용자가 역량을 키우는 데도 유용한 방식입니다. 국내 및 해외, 대형 및 중소형, 자산소유자 및 운용자 등 서로 다른 기관투자자 등의 교류로 상호 이익을 도모할 수 있습니다. 이러한 협력 관계는 적극적인 주주활동과 관련한 기관투자자의 전문성을 향상시키고 수탁자 책임을 충실히 이행하는 건전한 자본시장 문화를 조성하는 계기가 될 것입니다.

<별첨 1> 미공개중요정보의 이용에 관한 규제와 관련한 조치³⁾

▶ 미공개 중요정보 이용에 관한 규제는 자본시장법 상 “미공개중요정보 이용행위 금지” 조항(제174조)과 “시장질서 교란행위의 금지” 조항(제178조의2)입니다. 두 조항은 기관투자자가 주주활동 과정에서 미공개중요정보를 취득하거나 직접 생성하여 일반투자자에 비해 정보 우위인 상태에서 해당 정보를 실제 매매·거래에 이용하는 행위를 규제합니다. 구체적인 내용은 다음과 같습니다.

▶ **[미공개중요정보 이용행위 금지 규정]** 우선 “미공개 중요정보 이용행위 금지” 규정에 따르면, 회사내부자·준내부자·정보수령자는 미공개 중요정보를 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하도록 할 수 없습니다. ‘미공개중요정보’란 상장법인의 업무 등과 관련하여 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 불특정 다수인에게 공개되기 전인 정보 등을 말합니다.

스튜어드십 코드에 참여하는 기관투자자는 투자 대상기업과 경영활동, 위험관리 등에 관해 대화하는 등 주주활동 과정에서 미공개중요정보를 지득하거나 수령할 수 있습니다. 이를 테면 대화 과정에서 회사측이 미공개 경영실적을 제시하는 경우, 투자자의 투자 판단에 중대한 영향을 미칠 것으로 예상되는 미공개중요정보에 해당될 가능성이 있는데, 이를 매매 등에 이용하거나 타인에게 이용하게 하지 않도록 유의해야 합니다.

▶ **[시장질서 교란행위 금지 규정]** “시장질서 교란행위 금지” 규정에 따르면, 금융투자상품의 매매 여부 또는 매매 조건에 영향을 줄 수 있는 미공개 정보를 여러 단계를 거쳐 간접적으로 전달 받은 자(2차·3차 정보 수령자 등) 또는 직접 생산한 자 등은 해당 정보를 특정증권 등의 매매·거래에 이용하거나 타인에게 이용하도록 할 수 없습니다.

여기에서 ‘미공개중요정보’에는 상장사 내부정보뿐만 아니라 시장정보 등 회사 외부에서 생성된 정보가 포함될 수 있습니다. 만일 ‘미공개중요정보’에 해당하는 정보를 대중에게 공개되기 전에 시세차익 목적으로 사용한다면 이는 정당한 주주활동의 범위를 벗어나는 것으로 시장질서 교란행위에 해당할 가능성이 있으므로 유의할 필요가 있습니다.

▶ 기관투자자가 주주활동 과정에서 미공개중요정보를 취득한 경우 이 정보를 이용해 주식을 매매하거나 타인에게 이용하게 해서는 안 됩니다.

만약 기관투자자가 회사로부터 취득한 정보로 판단한 결과 중장기 관점에서 투자전략을 변경하고 주식을 매매하고자 하는 경우에는 회사가 해당 정보를 공정공시 등의 방법으로 공

3) 자본시장법 상 미공개중요정보의 이용행위 금지, 시장질서 교란행위 금지 규정에 관한 본문의 개략적인 설명은 해설서 서두의 ‘일러두기’에 언급된 금융위원회 실무협의체의 자료를 한국기업지배구조원에서 발췌·인용·요약·정리한 것으로, 법 해석의 정확성을 보장하는 것은 아닙니다.

시하도록 요구하고, 실제 공시 이후에 주식을 매매해야 합니다.

▶ 자산운용사가 일부 해외 연기금·자산운용사처럼 스튜어드십 코드 활동을 전담할 주주활동 관련부서를 신설하고 이를 운용부서와 분리하여 운용하는 경우, 주주활동 관련 부서가 상장사로부터 공개前의 중요정보를 얻은 이후에 해당 정보를 알지 못하는 운용부서가 해당 상장사 주식을 매매하는 경우, 매매한 사실만으로는 미공개 중요정보 이용행위에 해당하지 않습니다.

그러나 자산운용사 내부 부서간 정보교류차단장치가 작동하지 않아 미공개중요정보가 전달된 정황이 있거나 통상적인 수준과 다른 매매(수량·금액, 매매의사결정과정 등 감안)가 발생하는 경우, 미공개중요정보 전달·이용의 개연성이 있다고 보아 의심을 받을 수 있음에 유의해야 합니다.

주주활동 관련 부서가 적극적인 주주권 행사를 명목으로 기업에 미공개 정보 등을 요구하고 이를 지득한 뒤 운용부서에 전달할 유인은 상존하므로, 주주권행사 부서와 투자 포트폴리오 운영 부서간 정보교류 차단 등에 관한 내부통제는 강화할 필요가 있습니다.

▶ 기관투자자는 원하지 않았음에도 투자대상회사와의 대화 과정에서 또는 간접적으로 여러 단계를 거쳐 전달 받아 미공개중요정보를 취득하여 주식 등의 거래를 하는 경우 사실상의 내부자로서 미공개중요정보 이용행위에 해당될 가능성이 있습니다

기관투자자가 이런 상황을 방지하고자 한다면 사전에 미공개중요정보를 취득할 의사가 없다는 점을 회사와의 미팅 전에 명확히 밝혀야 하고, 이를 미공개중요정보 관련 정책으로서 공개할 필요가 있습니다.

이 정책에는 예시적으로 미공개중요정보의 취득에 대비한 정보교류차단 및 내부통제 절차의 개요, 임직원의 개인적 주식매매에 관한 지침 등 내용을 포함할 수 있습니다.

<별첨 2> 주식등의 대량보유상황 보고제도(소위 ‘5% 룰’)와 관련한 조치4)

▶ 주식등의 대량보유상황 보고제도는 주식등의 5% 이상 대량보유자에 의한 적대적 인수·합병, 경영권 취득 등의 가능성 등을 염두에 두고 도입된 제도로써, 대량보유자 등에 관한 상세한 정보는 경영권 보호나 투자자의 투자판단 등에 중대한 정보이므로, 이를 조속하고 투명하게 공시하라는 취지를 담은 제도로 볼 수 있습니다.

주식 등을 5% 이상 보유한 자는 주식 등의 보유비율이 5% 이상이 되거나 이후 보유비율이 1% 이상 변동되는 경우에는, 그 날로부터 5일 이내에 그 보유상황, 보유목적 등을 ‘일반보고’로 상세하게 공시하여야 합니다.

다만, 기관투자자의 주식 보유 목적이 “경영권에 영향을 주기 위한 것”이 아닌 경우에는 주식 등의 보유상황에 변동이 있었던 달의 다음달 10일까지 ‘약식보고’로 보고의무를 이행할 수 있는 등 특례가 적용됩니다.

여기에서 문제가 되는 사항은 ‘경영권에 영향을 주기 위한 행위’가 무엇인가입니다. 이는 (1) 아래 ①~⑩ 중 하나를 위하여, (2) 회사나 그 임원에 대해 사실상 영향력을 행사하는 것으로서 이 두 요건을 모두 만족해야 합니다.

- ① 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지
- ② 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경
- ③ 회사의 자본금의 변경
- ④ 회사의 배당의 결정
- ⑤ 회사의 합병, 분할과 분할합병
- ⑥ 주식의 포괄적 교환과 이전
- ⑦ 영업전부의 양수·양도 등
- ⑧ 자산 전부의 처분 등
- ⑨ 영업전부의 임대 또는 경영위임 등
- ⑩ 회사의 해산

▶ 여기에서 ‘사실상 영향력을 행사하는 것’에는 상법상 주주제안권, 임시총회소집청구권이 포함됩니다. 다만 주주제안권 행사 등에 해당하지 않더라도 향후 주주제안 등 사실상 영향력을 행사하려는 의사를 갖고서 특정 행위를 한 사정이 인정된다면 ‘경영권에 영향을 주기 위한 것’을 보유목적으로 한다고 볼 수 있습니다.

일반적으로 다음과 같은 행위는 ‘경영권에 영향을 주기 위한 행위’에 해당한다고 볼 수 있습니다

4) 자본시장법 상 주식등 대량보유보고제도에 관한 본문의 개략적인 설명은 해설서 서두의 ‘일려두기’에 언급된 금융위원회 등 실무협의회의 자료를 한국기업지배구조원에서 발췌·인용·요약·정리한 것으로, 법 해석의 정확성을 보장하는 것은 아닙니다.

니다.

- 이사·감사 후보의 추천을 위한 주주제안
- 상법상 이사회내위원회 설치를 위한 정관변경 주주제안 혹은 임시주총 소집청구
- 배당금 증액을 위한 주주제안 혹은 임시주총 소집청구
- 주주제안이나 임시주총 소집 등을 통해 사실상 영향력을 행사하려는 의사에 따라 이루어진 배당금 증액을 위한 의견서의 이사회 제출
- 경영권 분쟁이나 위임장 대결(proxy fight)을 단독 또는 공동으로 주도하여 경영진이 제안한 이사 선임 안건이나 이익배당 승인 안건을 부결시키려는 행위

반면, 위 ①~⑩을 위한 행위라도 다음 행위는 특별한 사정이 없다면 ‘경영권에 영향을 주기 위한 행위’에 해당하지 않는다고 판단할 가능성이 큽니다.

- 특정 사안에 대한 회사의 입장, 향후 계획 등을 파악하기 위한 질의서 전달 또는 정보·자료 요청
- 이사회 또는 경영진과의 회의 개최 요청, 회의에서의 단순 의견 교환
- 우려사항 또는 주총 반대 안건에 관한 입장을 담은 의견서 전달
- 주주총회장에서의 반대 토론
- 회사의 요청에 따른 이사 후보 추천

▶ 상법 등 관련법이 정한 주주권으로서 대표소송·집단소송의 제기·참여, 이사의 위법행위 유지 청구, 주주총회 결의취소의 소 제기·참여 등은 회사 측의 위법행위 등에 따른 피해를 구제하기 위한 조치이므로 이들 행위는 일반적으로 ‘경영권에 영향을 주기 위한 행위’로 보기 어렵습니다. 다만 구체적인 사정을 고려할 때, 그와 같은 소의 제기 등으로 상기 ①~⑩을 위해 회사를 압박하려는 사실상 영향력을 행사하려는 의사가 있다고 인정되는 경우에는 예외적으로 ‘경영권에 영향을 주기 위한 목적’이 있다고 판단될 가능성이 있으므로 유의하시기 바랍니다.

한편, 다음은 상기 ①~⑩에 해당하지 않으므로 이를 위한 주주제안이 있더라도 ‘경영권에 영향을 주기 위한 행위’로 보기 어렵습니다.

- 자사주 매입
- 이사회내위원회가 아닌 주주권익위원회 설치를 위한 정관변경

기타 특수관계인, 공동보유자의 지분과 합산하여 5% 미만의 지분을 보유한 기관투자자는 대량보유보고제도의 적용 대상이 아니므로 일반보고 의무의 부담 없이 주주활동을 자유롭게 수행할 수 있습니다.

본인과 주식공동보유자를 합산하여 5% 이상 지분을 보유한 기관투자자는 주식의 대량보유 보고의무를 부담하게 됩니다.

여기에서 공동보유자는 ‘합의’(구두 합의 포함) 혹은 ‘계약’에 따라 다음 중 하나의 행위를 한 자입니다.

- 주식 등의 공동 취득·처분
- 주식 등의 공동 또는 단독 취득 후 상호 양도·양수
- 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한 포함)의 공동 행사

이처럼 서면이나 구두 합의 혹은 계약에 따라 의결권을 공동 행사하는 경우 주식 공동보유자의 지분율을 합산해 ‘5%’ 이상 여부를 판단합니다. 따라서 ‘합의 등에 따른 의결권 공동 행사’ 외에 단순히 주주활동을 공동으로 하거나 공동으로 구성된 포럼에 참석하여 의견을 교환하는 것만으로는 주식 공동보유자에 해당하지 않습니다. 여기에서 포럼이란 수탁자 책임의 이행, 주주활동, 관련 법제 개선, 역량·전문성 강화 등을 위해 경험을 공유하고, 해당 주제에 관해 논의·토론하며, 공동의 이해관계를 추구하는 기관투자자 등의 모임을 의미합니다(원칙 7 참조).