

# 스튜어드십 코드 발전방향 세미나

**일시** 2025년 2월 5일 (수) 10:00

**장소** 은행회관 14층 세미나실

주최 |  한국ESG기준원

후원 |  금융위원회

## 스튜어드십 코드 발전방향 세미나

- 일 시 : 2025년 2월 5일(수) 오전 10시 ~ 11시 30분
- 장 소 : 은행회관 14층 세미나실

### 식 순

사 회 : 정재규 박사

식순	세부 내용
개회사	이정의 한국ESG기준원 부원장
축사	김소영 금융위원회 부위원장
사진 촬영	주제 발표 및 토론자 전체
주제 발표	<b>각 주제당 20분 발표</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- SC 관련 해외 사례 및 개정 방향 [곽준희 교수(서강대학교)]</li><li>- SC 현황 및 이행력 제고 방안 [황현영 연구위원(자본시장연구원)]</li></ul>
휴식	
토론	<b>좌 장</b> : 안수현 원장(한국외국어대학교 법학전문대학원) <b>토론자</b> : <ul style="list-style-type: none"><li>- 정원정 팀장(삼성자산운용)</li><li>- 이왕겸 센터장(미래에셋자산운용)</li><li>- 이동섭 실장(국민연금관리공단)</li><li>- 윤재숙 부장(한국거래소)</li><li>- 강윤식 교수(강원대학교)</li><li>- 양승의 팀장(금융감독원)</li><li>- 최치연 과장(금융위원회 공정시장과)</li><li>- 오덕교 센터장(한국ESG기준원)</li></ul>
폐회	

# 목 차

1. SC 관련 해외 사례 및 개정 방향 ..... 1  
곽준희 교수(서강대학교)
  
2. SC 현황 및 이행력 제고 방안 ..... 10  
황현영 연구위원(자본시장연구원)



주제 발표 1

# SC 관련 해외 사례 및 개정 방향

곽준희 교수(서강대학교)



스튜어드십 코드 발전방향 세미나(2025년 2월 5일)

# SC 관련 해외 사례 및 개정 방향

곽준희 교수  
서강대학교 경제학부

## 한국의 스튜어드십 코드(Stewardship Code, SC)

□ 영국, 일본 등 주요국은 2018년 이후 기존의 스튜어드십 코드를 강화하는 방향으로 스튜어드십 코드를 개정

□ 이러한 해외 사례를 참고하여 우리나라도 스튜어드십 코드 (“기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙”)를 개정할 필요가 있다는 의견이 제기

- 기관투자자의 수탁자로서의 책임을 강화하는 방향으로 보다 포괄적이고 구체적인 세부원칙과 안내지침을 제시할 수 있음.
- 이로써 우리나라의 자본시장 인프라 조성에 일조하고 기업지배구조 개선 등을 통한 자본시장의 발전을 도모

## 주요국의 SC 개정 현황

□영국이 개정안에서 가장 강력한 수준의 스튜어드십 코드를 도입(2019.10월 발표, The UK Stewardship Code 2020)

- 적용 및 설명(Apply & Explain) 원칙 채택, 매년 참여기관 감독 획기적 강화, 공시 의무사항 명시, 주식 외에 적용 대상 자산군 확대
- 시장 수준의 체계적 위험관리 명시, 기관투자자의 내부 지배구조 개선 강조, ESG 명시, 결과·성과 중심 실질 공시 강화
- 의결권 자문기관 및 ESG 평가기관 포함 서비스 제공자 별도 규율에 대한 신규 도입 등

□EU국가에서는 EU 주주권지침 개정(SRD II, 2017) 이후 주주활동 관련 규제가 법제화됨에 따라 해당 부분이 SC에 미반영

- 다만 독일(2020.3월)과 스페인(2023.2월)은 SC를 제정

□미국의 경우에도 ERISA\*법에 주요기관 투자자인 연기금의 의결권행사 위임 및 주주활동 관련 내용이 이미 포함됨에 따라 SC에 미반영

\* Employee Retirement Income Security Act

3

## 해외 SC 제·개정 현황

□영국의 SC 개정 이후 다수의 국가에서 해당 개정안을 참고하여 대폭 강화된 내용으로 SC를 제·개정

- 영국의 경우 2024년 8월 기존 SC를 유지하되 일부 내용을 변경(Interim Changes)하였으며, 참여기관의 보고 절차 상 업무부담을 소폭 경감시켜 주었음.

### 해외 SC 제·개정 현황(2025.1.15 기준)

국가	유형	시기	국가	유형	시기
일본	개정	2020년 3월	싱가포르	개정	2022년 3월
독일	제정	2020년 3월	뉴질랜드	제정	2022년 9월
캐나다	개정	2020년 5월	남아공	개정	2022년 9월
대만	개정	2020년 8월	스페인	제정	2023년 2월
말레이시아	개정	2020년 9월	스위스	개정	2023년 10월
브라질	개정	2021년 8월	호주	개정	2024년 3월

자료: 한국ESG기준원

4

## 해외 SC 제 · 개정 주요 내용

□ 해외 주요 SC의 제 · 개정 내용을 보면 **적용 대상범위를 확대하고**  
**규율준수를 위한 절차를 구체화하는 등 규율이 크게 강화된 모습**

### 해외 SC의 주요 제 · 개정 내용

내용	국가
투자 결정에 ESG 반영	독일, 남아공
적용 대상 자산군 확대	호주, 일본, 독일, 남아공
적용 및 설명 원칙 도입	말레이시아, 남아공, 스페인
시장 수준의 체계적 위험 관리	독일, 캐나다, 남아공
주주활동 결과 · 성과 공개	호주, 일본, 독일, 남아공
기관투자자 간 협력	태국, 일본, 독일, 말레이시아, 브라질, 싱가포르, 남아공, 스페인

자료: 한국ESG기준원

5

## 영국 SC의 주요 내용

□ 국가별로는 SC의 발원지인 **영국**의 규율 정도가 가장 강한 것으로 평가되며,  
**나머지 국가들은 영국을 참고하여 각국의 자본시장 관련 법제, 규율 및**  
**시장관행을 감안하여 선택적으로 SC에 반영**

- 다만, 각국의 법적 체계, 법 집행강도 등 규제환경이 상이하므로  
자율규제인 SC를 포괄한 종합적인 규율의 수준을 객관적으로  
비교하기는 어려움.

□ 영국 스튜어드십 코드의 주요 내용

- ESG 관련 지침을 구체적으로 명시
- 적용 대상 자산군의 확대: 상장주식 → 비상장주식, 채권, 인프라 등
- 주주활동 내용 뿐만 아니라 주주활동의 결과 및 성과 공시
- 서비스 제공기관(의결권자문사 등) 관련 원칙을 신설하고 내용을 확대하여 명시
- 기관투자자, 서비스 제공기관 등의 수탁자 책임 철학, 내부 문화, 지배구조, 임직원 보상체계 등이 추가적으로 강화됨.

6

## 영국 SC의 주요 내용

- 자산소유자와 자산운용자에 대하여 12개의 원칙으로 구성
  - 목적 및 거버넌스(5개 원칙)
  - 투자접근(3개 원칙)
  - 주주활동(3개 원칙)
  - 권한 행사 및 책임(1개 원칙)
- 서비스 제공 기관에 대해서는 6개의 원칙으로 구성

원칙	자산소유자 및 자산운용자	원칙	서비스 제공 기관
1	서명기관의 목적과 투자신념, 전략, 문화는 고객과 수익자를 위한 장기 가치를 창출하고 경제·환경·사회 차원의 지속 가능 편익을 증대시키는 스튜어드십을 달성하게 하는 것임에 있다.	1	서명기관은 효과적인 스튜어드십을 장려할 수 있는 목적과 전략, 문화를 갖추어야 한다.
2	서명기관은 스튜어드십을 지원할 수 있는 지배구조와 자원, 인센티브 구조를 갖추어야 한다.	2	서명기관은 효과적인 스튜어드십을 장려할 수 있는 지배구조와 인력, 자원, 인센티브 구조를 갖추어야 한다.
3	서명기관은 고객과 수익자의 이해관계를 최우선으로 하여 이해상충을 관리해야 한다.	3	서명기관은 고객의 이해관계를 최우선으로 하여 이해상충을 식별하고 관리해야 한다.
4	서명기관은 시장 전반의 시스템 리스크를 식별하고 이에 대응함으로써 금융 시스템의 원활한 작동을 지원해야 한다.	4	서명기관은 시장 전반의 시스템 리스크를 식별하고 이에 대응함으로써 금융 시스템의 원활한 작동을 지원해야 한다.
5	서명기관은 자사의 정책을 검토하고 절차를 보장하여 주주활동의 효과성을 평가해야 한다.	5	서명기관은 주요 ESG 정책을 고려하고 활동내역을 전달해 고객이 스튜어드십과 투자를 통합하는 것을 지원해야 한다.
6	서명기관은 고객과 수익자의 요구를 고려하고 스튜어드십 및 투자 활동과 이에 따른 결과를 고객과 수익자에게 알리야 한다.	6	서명기관은 자사의 정책을 검토하고 절차를 보장해야 한다.
7	서명기관은 책임 이행에 주요 ESG 정책과 기후 변화를 포함하여 스튜어드십과 투자를 체계적으로 통합해야 한다.		
8	서명기관은 운용사 및 서비스제공기관을 점검하고 설명을 요구(hold to account)해야 한다.		
9	서명기관은 자산 가치의 유지 또는 강화를 위해 발행인(issuers)에 대한 권여 활동을 수행해야 한다.		
10	서명기관은 필요시 발행인에게 영향을 미치기 위한 협력적 권여활동에 참여해야 한다.		
11	서명기관은 필요시 발행인에게 영향을 미치기 위한 스튜어드십 활동을 단계적으로 확대(escalate)해야 한다.		
12	서명기관은 적극적으로 권리와 책임을 행사해야 한다.		

출처: 김선민(2019), "영 스투어드십 코드(2020) 개정 주요 내용", SC 동향, 제2019-2호.

## 영국과 한국 SC 비교

□ 한국은 영국에 비해 SC의 내용 및 이행 등에 있어 규율정도가 약함.

### SC 주요 내용 비교

비교항목	한국 SC(2016)	영국 SC(2020)
준수방법	원칙 준수 또는 예외 설명 (comply or explain)	적용 및 설명 (apply and explain)
SC 참여 및 자격유지 절차	SC 참여를 위한 간략한 사전 심사	엄격한 사전 및 사후 심사 (이행보고서 제출 등)
SC 이행내용 공개	주주활동에 한정하여 이행 결과 및 성과 공개	모든 원칙에 대해 이행 결과, 성과, 영향을 공개
시장의 체계적 위험 식별	해당사항 없음	기관투자자 원칙 4로 규정

## 일본 SC의 주요 내용

### □ 총 8개의 원칙으로 구성

- 서비스 제공자에 대한 원칙 별도 마련  
(원칙 8) (2020년 개정)

### □ 적용 자산 확대: 주식 → 채권, 대체투자 등

### □ 지속가능성(ESG)에 대한 내용 추가

- 'ESG요소를 포함한 중장기적인 지속가능성 (Sustainability)에 관한 고려'를 추가 명시

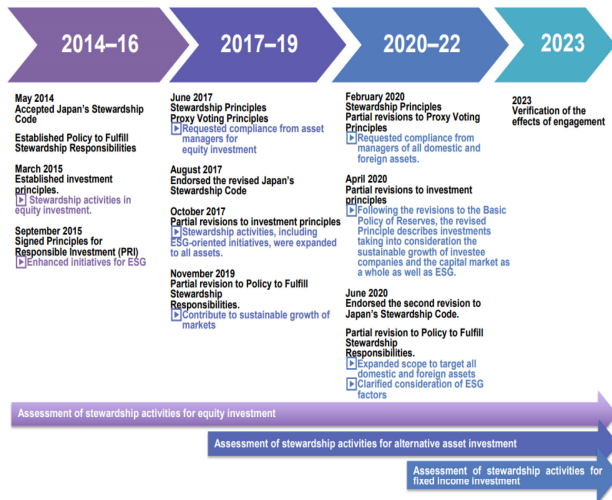
구분	원칙의 내용
원칙 1	기관투자자는 스튜어드십 책임을 다하기 위한 명확한 방침을 책정하고 이를 공개하여야 한다.
원칙 2	기관투자자는 스튜어드십 책임을 달성하기 위해 관리하여야 할 이해상충에 관하여 명확한 방침을 책정하고 이를 공표하여야 한다.
원칙 3	기관투자자는 투자대상회사의 지속적인 성장을 도모하기 위한 스튜어드십 책임을 적절히 수행하기 위하여 해당 회사의 상황을 정확하게 파악(Monitoring)하여야 한다.
원칙 4	기관투자자는 투자대상회사와의 건설적인 '목적'을 가진 대화를 통해 투자대상회사와 인식의 공유를 도모함과 동시에 문제의 개선에 노력하여야 한다.
원칙 5	기관투자자는 의결권 행사와 그 행사 결과의 공표에 대하여 명확한 방침을 가지고 있어야 하며, 의결권 행사에 관한 방침에 대해서는 단순히 형식적인 판단기준에 그치지 않고 투자대상회사의 지속적인 성장에 기여할 수 있도록 하여야 한다.
원칙 6	기관투자자는 의결권 행사를 포함하여 스튜어드십 책임을 어떻게 다할 것인지에 관하여 고객과 수익자에게 정기적으로 보고하여야 한다.
원칙 7	기관투자자는 투자대상회사의 지속적인 성장에 기여하기 위하여 투자대상회사 및 그 사업환경 등에 대한 깊은 이해도가 있어야 하고 투자대상회사와의 대화 또는 스튜어드십 활동에 따른 판단을 적절하게 하기 위한 실력을 갖추어야 한다.
원칙 8	기관투자자를 위한 서비스 제공자는 기관투자자가 스튜어드십 책임을 다할 수 있도록 적절한 서비스를 제공하고 투자자금의 흐름의 기능 향상에 도움이 되도록 노력하여야 한다. (2차 개정시 신설)

출처: 이연임, "스튜어드십 코드와 기관투자자의 경영참여에 관한 고찰 - 국민연금기금의 주주활동(engagement)을 중심으로 -", 금융투자협회, 2023.

## 일본 SC의 주요 내용

### □ GPIF는 2014년 스튜어드십 코드 가입 후 위탁운용사들의 스튜어드십 코드 이행 수준을 매년 점검



- 매년 3월 Stewardship Activities Report 발간
- 자산 유형별 SC 이행점검 개시 차등 적용
  - . 주식 : 2014년
  - . 대체투자 : 2017년
  - . 채권 : 2020년



출처: "Stewardship Activities Report", GPIF, 2024.3.

## 일본과 한국 SC 비교

□ 한국 SC는 일본에 비해 원칙, 이행평가 등의 측면에서 전반적으로 소극적

			
스튜어드십 코드	적극적	↔	소극적
스튜어드십 코드 이행 평가	적극적 (JFSA, TSE, GPIF)	↔	X
건설적 주주관여 사례 공유	적극적 (JFSA, TSE, GPIF)	↔	X

출처: 일본의 자본시장 개혁과 스튜어드십 코드(이호섭 2025)

11

## 한국 스튜어드십 코드 개정 방향 및 고려 사항

1. 적용 대상 자산군 확대: 상장주식 → 비상장주식, 채권 등
2. 주주활동 내역 공시 강화: 활동, 성과 등
3. 서비스 제공기관 관련 원칙의 마련: ESG 평가기관 가이드선스와의 관계
4. 비재무정보의 구체화: ESG, 기후변화 등
5. 이행보고서의 최소 연 1회 의무 발간

12

## 한국 SC 개정안의 기대효과

□ 강화된 SC 개정안 도입을 통해 선진국 수준의 자본시장 인프라를 구축하고 우리나라 **자본시장 활성화**에 기여하는 등 **긍정적 효과가 존재**

- 기관투자자의 주주활동 강화 및 ESG 관련 원칙은 우리나라 자본시장의 주요 참가자인 국민연금의 기업지배구조 개선을 위한 적극적인 활동을 유도할 수 있음.

□ 다만, 우리나라에서는 자본시장법 등 관련 법제, 여타 자율규제(국민연금 스튜어드십 코드 등)와 **유사한 조항의 존재** 혹은 SC 개정안의 **실제 준수 여부** 등에 따라 **효과는 생각보다 작을 수 있음.**

- 또한 기관투자자가 SC 원칙을 수행하려 해도 제도적 한계, 현실적인 이해관계 등으로 어려운 상황도 발생.

\* 예시) 연기금 및 자산운용사의 기업지배구조 개선을 위한 주주 제안은 어려움.

13

## 결 론

□ 2020년 **영국 sc**가 개정되면서, 다수의 국가에서 발맞추어 개정

- 우리나라도 개정에 대한 필요성을 검토할 필요
- 국내 실정을 반영한 개정안 마련

□ SC의 **실효성을 강화**하기 위해서는 **SC 이행점검 필요**

- 연기금 등에서 이행점검 결과의 활용 확대

□ **자산소유자 및 자산운용자들의 SC 활용 강화**를 위한 방안 모색

- 업권별 SC 활동에 대한 모범사례(Best Practice) 제시
- 연기금의 적극적인 역할 강화
- 우수 SC 가입기관에 대한 혜택 제공

14

감사합니다.



주제 발표 2

# SC 현황 및 이행력 제고 방안

황현영 연구위원(자본시장연구원)



# SC 현황 및 실효성 제고를 위한 과제

2025. 2.

연구위원 황현영 / 법학박사

## 목차

**1** 국내 SC 관련 현황 및 문제점

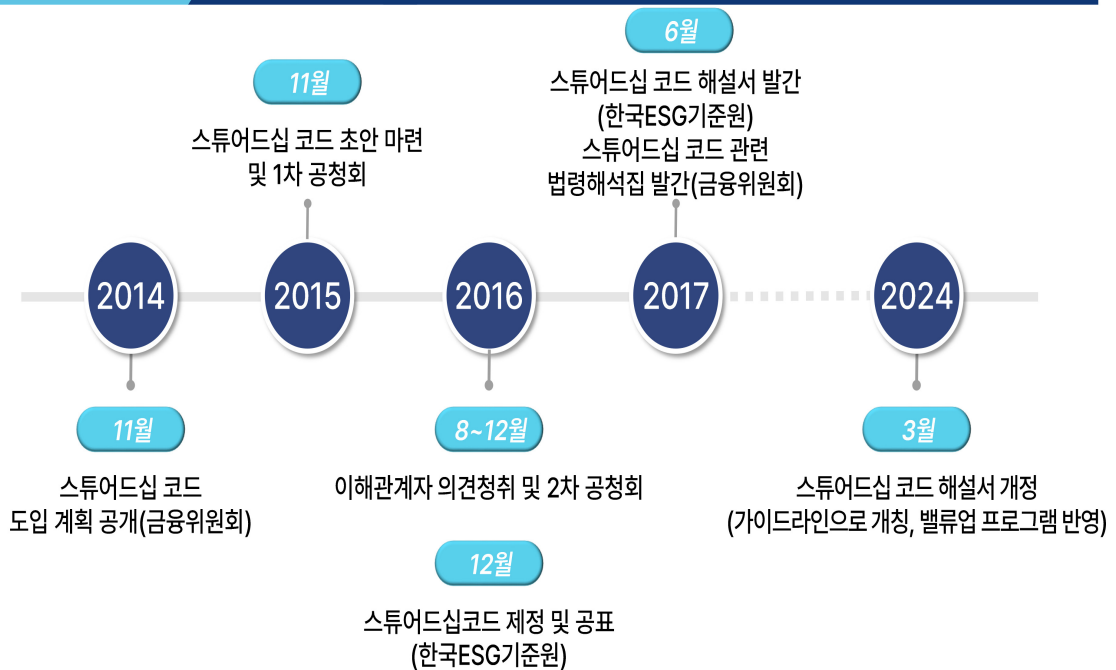
**2** 영국, 일본 SC 관련 현황 및 시사점

**3** SC 실효성 제고를 위한 과제

# 1

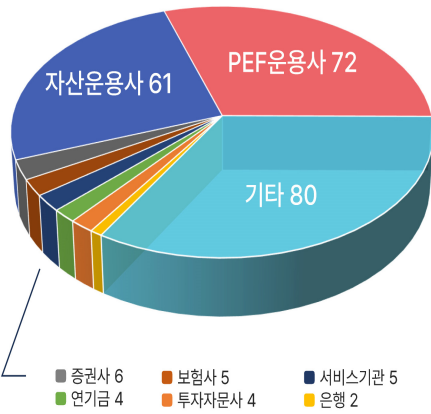
## 국내 SC 관련 현황 및 문제점

### 한국 스튜어드십 코드의 연혁



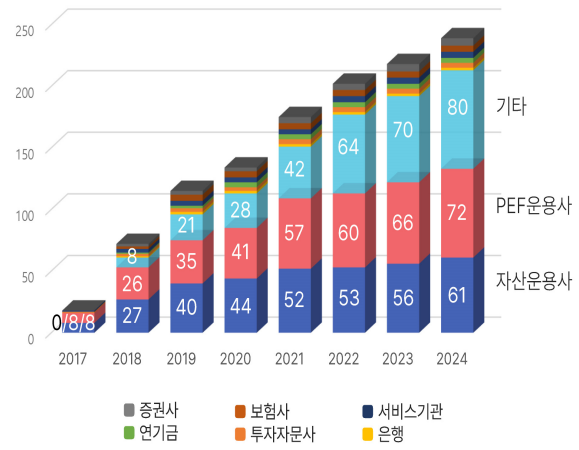
## 한국 스튜어드십 코드 참여 현황 (2025.1 현재)

### 한국 스튜어드십 코드 참여 기관별 현황



자료출처: 한국 ESG 기준원

### 연도별 누적 가입 기관 현황



5

자본시장연구원

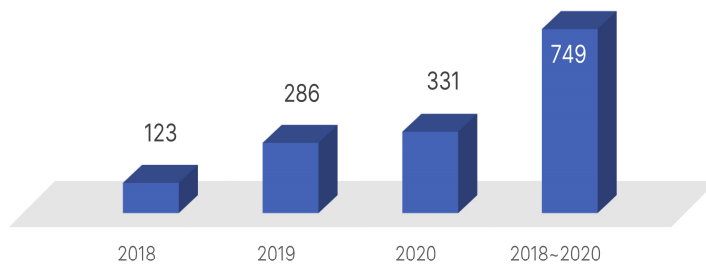
## 스튜어드십 코드 도입의 영향 - 민간 기관투자자

### 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 추이 (2014~2020)

구분	SC 도입 이전			SC 도입 이후			
	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3
반대의결권 비율	1.19	1.53	1.84	1.93	3.34	3.75	4.26
행사대상 기업수	490	604	636	661	719	710	761
기관투자자수	98	105	97	120	144	172	183

(단위: %, 개사)

### SC 참여 기관투자자의 주주활동 현황 (2018~2020)



자료출처: KCGS Report (김선민, 2021)

6

자본시장연구원

## 스튜어드십 코드 도입의 영향 - 국민연금

### ● 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 사안 관련 기업과의 대화 수행내역

구분	주제	기업수			서신발송			면담			소계(서신발송 및 면담)		
		'21년	'22년	'23년	'21년	'22년	'23년	'21년	'22년	'23년	'21년	'22년	'23년
중점 관리 사안	배당정책 수립	30	38	33	41	47	38	20	25	13	61	72	51
	임원 보수 한도	12	13	15	12	13	14	29	23	25	41	36	39
	법령상 위반 우려	26	17	9	36	15	9	39	25	13	75	40	22
	지속 반대 의결권	11	11	13	11	12	14	16	23	17	27	35	31
	정기 ESG 평가*	1	0	233삭제	1	0	233삭제	5	0	233삭제	6	0	233삭제
	기후변화위험*			233신설			233신설			233신설			233신설
	산업안전위험*			233신설			233신설			233신설			233신설
예상하지 못한 우려	26	39	54	31	50	61	7	11	12	38	61	73	
기타(주주총회의안관련 사항 등)	52	21	48	45	0	1	20	28	80	65	28	81	
합계		158	139	172	177	137	137	136	135	160	313	272	297

자료출처: 국민연금 스튜어드십 코드의 성과와 한계, 전망(원종현, 2025)

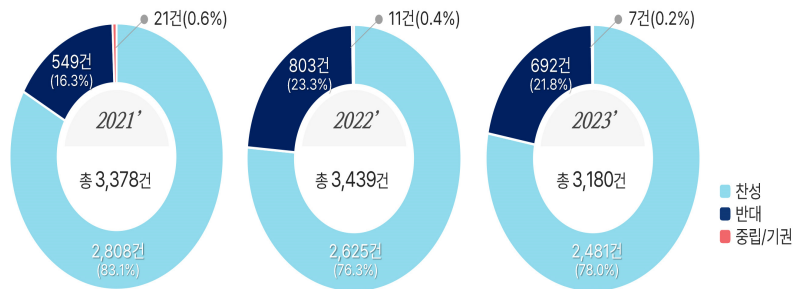
주\*: '23.2월 "국민연금기금수탁자 책임활동에 관한 지침" 개정으로 "정기 ESG평가가 하락한 사안" 삭제, "기후변화 및 산업안전관련 위험관리" 신설

7

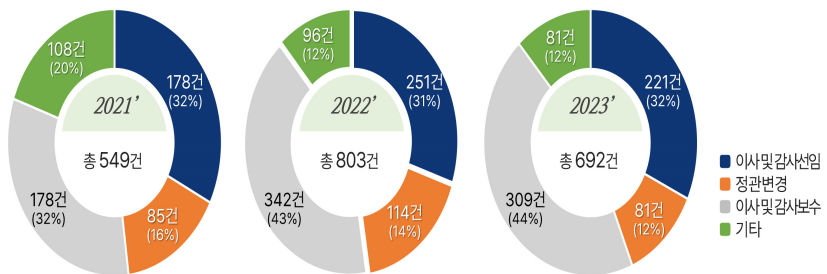
자본시장연구원

## 스튜어드십 코드 도입의 영향 - 국민연금

### ● 최근 3년간 의결권 행사 현황



### ● 최근 3년간 반대의결권 행사 현황



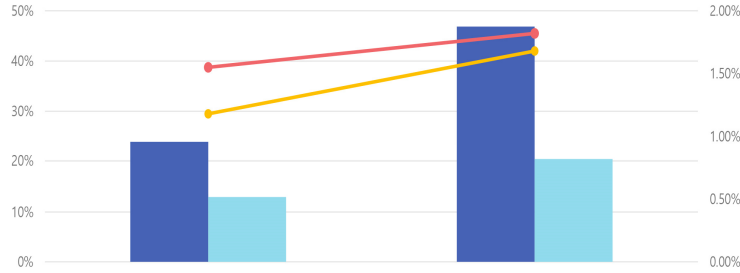
자료출처: 국민연금 스튜어드십 코드의 성과와 한계, 전망(원종현, 2025)

8

자본시장연구원

## 스튜어드십 코드 도입의 영향 - 상장기업

### 주주활동 전후 상장기업의 배당 변화 분석



	주주활동 이전	주주활동 이후	증감
배당성향	23.92% (12.93%)	46.86% (20.36%)	▲ 22.94%p (▲ 7.43%p)
배당수익률	1.55% (1.18%)	1.82% (1.68%)	▲ 0.27%p (▲ 0.50%p)

자료출처 : KCGS Report (김선민, 2021)  
 주 : 표 안 수치는 평균값, ( ) 안 수치는 중앙값

## 스튜어드십 코드 이행 관련 문제제기

**금융감독원 보도 자료** (2024.8.6. 보도)

금융감독원은 2024.7. (수) 조간 배포한 2024.8.6. (금) 보도 자료를 통해 자산운용사들의 원활한 의결권 행사를 지원하고, 아울러, 펀드 의결권 불성실 행사·공시 사례 등을 공개하여 자산운용사에게 실질적인 업무 지원을 제공하고자 '24.3분기 정기 주주총회'에 대한 펀드 의결권 행사·공시 내역을 점검

#### 1. 점검 배경

- 금융감독원은 '23.10월 「자산운용사 의결권 행사 가이드라인」 개정 등을 통해 자산운용사의 원활한 의결권 행사를 지원하고
- '24.3월 자산운용사 스튜어드십 코드 담당 임원 간담회를 개최하여 중실한 의결권 행사 및 공시를 당부한 바 있음
- 아울러, 펀드 의결권 불성실 행사·공시 사례 등을 공개하여 자산운용사에게 실질적인 업무 지원을 제공하고자 '24.3분기 정기 주주총회'에 대한 펀드 의결권 행사·공시 내역을 점검

#### < 펀드 의결권 행사·공시 제도 개요 >

- 자산운용사는 투자자 이익 보호를 위해 펀드가 보유한 주식의 의결권을 중실하게 행사하고 그 행사내용 등을 거래소에 공시
- (공시 대상) 펀드별 자산총액의 5% 또는 100억원 이상 보유 주권 상장법인
- (공시 기한) 전년 4.1. - 당해 연도 3.31. 중 행사내용을 매년 4.30까지 공시
- (공시 내용) 펀드의 의결권 행사 내용, 의결권 행사 관련 내부지침, 펀드별 소유 주식 수, 운용사와 의결권행사 대상 법인과의 관계 등

#### 1. 의결권 행사·불행사 사유의 불성실 공시

- ✓ 점검대상 자산운용사 274 중 265개사(96.7%)가 구체적 판단 근거 기재하지 않고, '주주총회 영향 미미' 및 '주주권 침해 없음' 등 형식적 기재

#### 2. 의결권 행사 관련 내부지침의 형식적 공시

- ✓ 121개사(44.2%)는 법규 나열 수준의 기본정책만을 공시하고, 안건별 행사 근거가 규정된 세부지침을 공시하지 않았음
- ✓ 51개사(18.6%)만이 '23.10월 의결권 행사 가이드라인 개정사항을 반영

#### 3. 거래소 공시 서식 작성 기준 미준수

- ✓ 의안명(246개사, 89.8%)을 구체적으로 기재하지 않거나, 의안 유형(233개사, 85.0%)과 대상 법인과의 관계(198개사, 72.3%) 등 미기재

#### 4. 의결권 불성실 행사

- ✓ 의결권 행사의 적정성 판단을 위해, 1,582개 안건을 점검한 결과, 1,124건(71%)은 의결권 행사 사유의 불성실 공시로 판단 불가능

# 2

## 영국, 일본 SC 관련 현황 및 시사점

### 영국 스튜어드십 코드 현황

- 영국 스튜어드십 코드 연혁
  - 2010년 스튜어드십 코드 제정
  - 2012년 1차 개정, 2020년 2차 개정, 2025년 3차 개정 절차 진행
- 영국 스튜어드십 코드 관리 기관 : FRC(Financial Reporting Council)
- 영국 스튜어드십 코드 가입 기관 (2024. 7. 22 기준)
  - 총 287기관
  - asset managers : 196
  - asset owners : 72
  - service providers : 19

## 영국 스튜어드십 코드 참여기관에 대한 점검

### ● 영국 스튜어드십 코드 참여기관 등록 절차

- (신청) 참여기관의 1년간 수탁자 책임보고서 작성 및 제출
  - 신청기관의 이사회 승인, 이사회 의장, CEO 또는 CFO의 서명
- (승인) FRC Advisory Panel의 평가 및 승인
- (등록) FRC의 참여기관 등록
  - 승인거절로 등록을 하지 못한 경우, 6개월 뒤에 다시 제출 가능
- ❖ 코드 개정시 신청, 승인, 등록 절차 다시 진행(2025년 1월 현재 개정 절차 진행 중)

### ● 영국 스튜어드십 코드 이행 점검

- (보고) 스튜어드십 코드 정책, 이행 연례 보고서 작성
  - 스튜어드십 코드의 모든 원칙 관련 활동과 결과 보고(기대치와 성과 모두 공시)
- (평가) FRC의 보고서 평가 및 참여기관 지위 유지 여부 판단
  - 연례 보고서를 기한 내 제출하지 않거나, FRC의 보고 기대치를 충족하지 못할 경우

13

자본시장연구원

## 영국 스튜어드십 코드 참여기관에 대한 점검

### ● (관리/감독) 다음의 경우 FRC는 참여기관 지위 박탈 가능

- 최근 활동 보고서를 홈페이지에 공시하지 않거나 삭제한 경우
- 공시한 보고서의 내용이 거짓이나 부정확한 것으로 판명된 경우
- FRC와 소통할 수 있는 최신 연락처를 제공하지 않은 경우
- 정부로부터 제재를 받거나 조사를 받는 경우

### ● 스튜어드십 코드 실효성 담보를 위한 방안

- FCA는 금융회사의 업무행위규칙에 스튜어드십 코드에 가입한 금융회사는 코드 준수내용을 공시하도록 함
- DWP는 SRD II(주주권리지침)을 발표해 자산소유자와 자산관리자가 스튜어드십에 관한 정보를 공시하도록 함
- 기관투자자들간의 협력적 주주관여를 권장하며, 이를 위해 '공동행위'에 대한 범위를 명확히 함
  - 주주총회에서 특정 사항에 대한 공동 의결권 행사는 공동행위가 아님
  - 다만, 이사회의 지배와 관련된 안건에 대해서는 공동행위가 될 수 있음

14

자본시장연구원

## 일본 스튜어드십 코드 현황

### ● 일본 스튜어드십 코드 연혁


- 2014년 스튜어드십 코드 제정
- 2017년 1차 개정, 2020년 2차 개정, 2025년 3차 개정 논의 중

### ● 일본 스튜어드십 코드 관리 기관 : 금융청

### ● 일본 스튜어드십 코드 가입 기관 (2024. 12. 31 기준)

- 총 333기관
- 신탁 은행 등 : 6
- 투자회사, 자문사 등 : 208
- 보험사 : 24
- 연기금 : 84
- 그 외 : 11

15

 자본시장연구원

## 일본 스튜어드십 코드 참여기관에 대한 점검

### ● 일본 스튜어드십 코드 참여기관 등록 절차

- (공개) 참여기관은 다음의 사항을 자신의 홈페이지에 공개함
  - 코드의 수락취지, 코드의 각 원칙에 대한 실시 여부 및 그 이유에 대한 설명
- (통지) 참여기관의 웹사이트 주소를 금융청에 통지
- (등록) 금융청의 등록 및 분기별 공표

### ● 일본 스튜어드십 코드 이행 점검

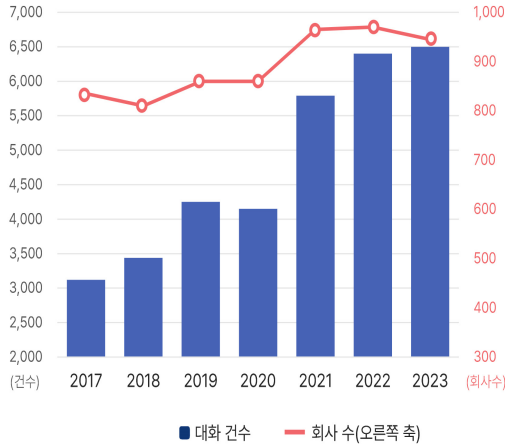
- (자체 평가) 참여기관은 코드의 각 원칙 및 지침의 이행을 정기적으로 평가하고 이를 공표하여야 함(코드 7-4)
- (GPIF의 평가) 수탁기관에 '수탁자책임활동 원칙' 및 '의결권 행사 원칙'의 준수를 요구함
  - 수탁기관 종합평가에서 스튜어드십 책임에 대한 노력을 중요한 평가항목으로 삼음

16

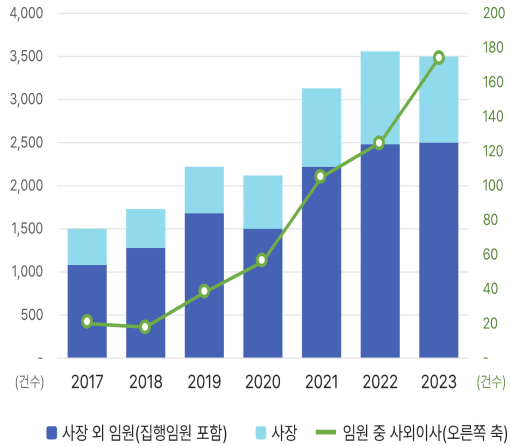
 자본시장연구원

## 2023년 GPIF 수탁기관의 스튜어드십 코드 이행 현황

대화 건수 및 업체 수 추이



연도별 누적 가입 기관현황



자료출처: GPIF 2023/2024 스튜어드십 활동 보고

주: 대화상대기업수는 2023년 3월 말 기준 국내 주식 보유기업 수, 시가총액을 분모로 하여 비율을 계산함

## 2023년 GPIF 수탁기관의 스튜어드십 코드 이행 현황

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
국내주식	회사 제안에 반대 및 기권	17,674	22,074	18,044	16,191	12,911	14,266	13,408	12,491	15,061	22,250	22,821	17,022	16,429	18,199
		11.6	13.3	11.6	11.5	9.5	8.4	7.9	8.5	10.3	11.1	12.3	10.4	10.1	11.6
	주주제안 찬성	47	34	58	34	56	55	65	167	129	215	319	154	262	417
		2.6	1.9	2.7	2.3	2.9	2.8	4.7	7.8	8.8	12.0	12.2	8.9	10.0	11.1
외국주식	회사 제안에 반대 및 기권	7,293	6,087	5,422	7,161	7,269	10,778	11,162	13,076	17,061	17,510	17,734	28,385	36,042	36,476
		6.9	5.3	4.9	6.0	6.7	7.5	7.7	8.7	10.3	12.4	13.1	15.9	17.2	14.6
	주주제안 찬성	2,085	1,486	1,655	1,503	1,483	2,650	2,630	3,295	2,849	2,504	2,008	2,772	3,526	4,221
		38.9	32.9	35.2	32.0	40.3	47.4	43.0	50.5	53.3	52.7	43.8	53.9	52.2	38.0

자료출처: GPIF 2023/2024 스튜어드십 활동 보고

## 일본 스튜어드십 코드의 실효성 제고를 위한 논의




- 2024년 기업 지배구조 개혁을 위한 실행 프로그램
  - 금융청의 스튜어드십 코드 이행 점검 및 우수 사례 발굴/공표 필요성 제기
- 금융청의 의뢰에 의한 기관투자자 등의 스튜어드십 활동 실태조사 실시
  - 참여를 위한 인력, 시간 부족으로 기관투자자간 협업 필요성 제기
  - 대량보유보고제도 관련 개념 명확화 필요 제안
    - 2024년 5월 금융상품거래법 개정으로 '공동보유자' 범위 명확화 하였으나, '중요한 제안행위' 등 추가 개정 필요성 강조
  - 스튜어드십 활동이 운용사 선정 및 보수 설정에 적절히 반영되도록 하는 인센티브 필요 제안
- 스튜어드십 코드에 관한 전문가 회의 개최(2024. 10 / 2024. 11)
  - 스튜어드십 코드의 준수 여부에 대한 점검 필요성 및 방법 논의
  - 기관투자자의 협력적 주주관여의 필요성과 방법 논의
    - '공동보유자', '실질주주의 투명성' 등 관련 논의 포함
  - 스튜어드십 코드 개정 검토

# 3

## SC 실효성 제고를 위한 과제

## 참여기관 등록 절차의 실효성 제고 방안

### ● 스투어드십 코드 참여기관 등록 절차 비교

- ▶  참여신청 전 1년간 수탁자 책임보고서 작성 / FRC의 평가 및 승인 / 코드 개정 시 재등록
- ▶  참여기관의 코드 관련 내용 홈페이지 게시 / 금융청 통지 / 금융청의 등록 및 분기별 공포
- ▶  참여기관의 코드 관련 내용 홈페이지 게시 / 한국 ESG 기준원 통지 / 한국 ESG 기준원의 등록 및 게시
  - 홈페이지 없는 경우에는 내용만 통지해도 가능 / 참여예정 기관 등록도 가능 (현재 51개)

### ● 스투어드십 코드 참여기관 등록 절차 정비

- ▶ 참여예정기관제도의 존치 필요성 재검토
- ▶ 홈페이지 없는 참여기관의 스투어드십 코드 관련 내용을 투자자에게 공시하기 위한 방안 마련
- ▶ 코드 개정시 재등록 또는 새로운 코드에 따른 참여기관의 정책에 대해 제출하도록 함

## 스튜어드십 코드 이행력 제고 방안

**원칙 1** 기관투자자는 고객, 수익자 등 **타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행**하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.

❖ 스투어드십 코드의 핵심 : 자산을 위탁한 자에 대한 충실한 책임 이행

**원칙 5** 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 **의결권 정책을 마련해 공개**해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 **의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개**해야 한다.

**원칙 6** 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 **고객과 수익자에게 주기적으로 보고**해야 한다.

❖ 참여기관은 자산 수탁자로 충실한 책임을 이행하고 자산 위탁자에게 충실히 보고하고 있는가?

❖ 참여기관의 스투어드십 활동 이행 및 공시수준을 사후 점검 평가하는 시스템의 부재

## 스튜어드십 코드 이행력 제고 방안

### ● 스투어드십 이행 점검 방안 마련

- ▶ 스투어드십 이행 점검의 주체 및 절차 마련
  - (주체) 제정기관의 점검시 이해상충 문제 해결을 위한 방안 마련
    - » 참고) ESG 평가기관 가이드라인 - 이해상충 관리
  - (절차) 이행점검을 위한 구체적 기준 마련 및 공개
    - » 수탁자책임활동, 충실한 의결권 행사 등 각 원칙에 따른 이행 점검 기준 마련
- ▶ 이행점검 결과에 따른 사후 조치 방안 마련
  - 우수 참여기관에 대한 시상 및 우수 사례 공표
  - 지속적으로 참여가 미흡한 참여기관의 경우 등록 폐지 절차 진행 (1년 이상 충실한 이행을 입증한 경우 재등록 절차 - 영국식)
- ▶ 국민연금 등 공적연기금의 자체 평가 강화
  - 수탁기관의 스투어드십 코드 이행에 대한 결과 공시
  - 수탁기관 평가시 스투어드십 코드 이행 노력에 대하여 가중치 부여

23

자본시장연구원

## 스튜어드십 코드 이행을 위한 기타 고려 사항

### ● 충실한 의결권 행사를 위한 주주총회 관련 제도 정비

- ▶ 주주총회 개최일 집중, 주주총회 소집통지일 집중에 따른 충실한 안건 검토의 물리적 어려움
- ▶ 재무상태나 임원보수의 세부내역 등을 파악할 수 있는 사업보고서와 외부감사인의 감사보고서는 주총 1주일 전 공시
- ▶ 배당에 대한 결정에 대한 공시시기가 늦어 주주총회에서 배당 관련 주주제안을 하기 어려움

### ● 효율적 스투어드십 코드 이행을 위한 의결권 대리행사 등 관련 제도 정비

- ▶ 영국, 일본의 경우 효율적 스투어드십 코드 이행을 위한 협력적 주주관여에 대한 권고 및 기반 제도 정비
- ▶ 의결권 행사와 관련하여 회사에서 1차 판단을 하면서, 스투어드십 코드 이행에 불확실성이 있음

**2024. 3** 셀리버리 주주총회에서 회사는 소액주주 연대가 위임받은 지분 약 27% 인정하지 않음

**2024. 12** 법원은 셀리버리의 의결권 제한 조치 위법하다며 사내이사 직무집행정지 가처분 인용

- ▶ 의결권 대리행사 제도 등 관련 제도 개정 논의 또는 가이드라인 제공 필요

24

자본시장연구원

# Thank you

본 자료의 견해와 주장은 필자 개인의 것으로 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.  
또한 사전동의 없는 자료 복제 및 배포, 개작 행위를 금지합니다.

Korea Capital Market Institute



# 스튜어드십 코드 발전방향 세미나

주최 |  한국ESG기준원

후원 |  금융위원회