

해외 기관투자자의 주주활동(engagement) 전략 및 사례 소개

김 선 민 선임연구원 (smkim@cgs.or.kr)

- ▶ 지난 2016년 국내 자본시장에 스튜어드십 코드가 도입됨에 따라 기관투자자의 주주활동의 중요성은 그 어느 때 보다 높아지고 있음
- ▶ 그러나 선진 자본시장을 대상으로 주주활동을 수행해 온 해외 기관투자자와 달리 아직까지 국내 기관투자자의 주주활동 경험과 그 사례는 충분하지 않음
- ▶ 이 글은 해외 주주활동 전문가의 자문 및 해외 기관투자자의 주주활동 사례를 소개함으로써 국내 기관투자자가 실제 주주활동을 하는데 도움이 되는 정보를 제공하는데 그 의의가 있음

개괄

- 해외 주요 연기금 및 대형 글로벌 기관투자자는 이미 선진 자본시장을 중심으로 주주활동을 활발하게 수행하여 왔기 때문에 주주활동 경험이 상대적으로 풍부하다고 할 수 있음
- 국내 자본시장에 스튜어드십 코드가 도입됨에 따라 기관투자자의 주주활동(engagement)의 중요성은 높아지고 있으나, 아직까지 국내 주주활동은 생소한 단계이며 이에 대한 국내사례 및 관련 정보도 충분하지 않음
 - 2019년 8월 말 현재 한국 스튜어드십 코드에 참여하고 있는 기관투자자 수는 109사로 이 가운데 자산운용사가 39사로 가장 많은 비중을 차지함
 - 국내 자산운용사 34사를 대상으로 조사한 결과, 기관투자자 홈페이지에 주주활동 내역을 공시 하고 있는 곳은 9사, 주주활동 보고서를 발간하여 공시한 곳은 4사에 불과함¹⁾²⁾

1) 한국 스튜어드십 코드 홈페이지(sc.cgs.or.kr)에 스튜어드십 코드 참여의사를 밝힌 국내 자산운용사 대상으로 조사하였으며, 해당 정보 공시 여부는 개별 홈페이지에서 확인함. 수탁자 책임 이행 활동 및 의견권 행사 내역 페이지가 마련되어 있더라도 현황이 공시되지 않은 경우 미공시로 판단함. (년도 구분없이 한 번이라도 관련 내역을 공시한 이력이 있는 경우 현황을 공시하였다고 간주함)
2) 2019년 9월 23일 관련 내용 및 수치 정정함

- 이에 주주활동에 대한 이해를 높이고 건전한 주주활동이 국내 자본시장에 잘 정착될 수 있도록 해외 주주활동 전문가들의 자문 및 해외 기관투자자가 발간한 주주활동 보고서에 소개된 사례를 토대로 실제 주주활동에 도움이 되는 정보를 제공하고자 함

해외 기관투자자의 주주활동(engagement) 전략

- **(조사 방법)** 국내 기관투자자가 주주활동을 수행하는데 도움이 될 만한 사항을 중심으로 해외 주주활동 전문가와 이메일 인터뷰를 진행함
 - 해외 주주활동 전문가 3인의 인터뷰 내용을 토대로 정리하였으며, 이들의 요청에 따라 익명처리 함
 - 다만, 이들 의견의 전문성과 신뢰성을 담보하기 위해 이들 전문가가 소속된 기관의 정보만 아래 <표 1>과 같이 간략하게 제시함

<표 1> 3인의 해외 주주활동 전문가가 소속된 기관 정보

구분	A기관 ³⁾	B기관	C기관 ⁴⁾
• 기관투자자 유형	자산운용사	자산운용사	서비스기관
• 스투어드십 코드 참여 ⁵⁾	○	○	○
• UN PRI 참여	○	○	○
• 국내 상장회사 지분 보유	○	○	X

- **(조사 개요)** 인터뷰 내용은 주주활동에 대한 국내 기관투자자의 이해를 높이고자 상시적(proactive) 주주활동과 반응적(reactive) 주주활동으로 구분하여 정리함
 - 기관투자자는 일상적으로 또는 주기적으로 파악 가능한 정보에 대해서 **상시적(proactive) 주주활동**을 수행하며, 수시로 발생하는 정보 또는 이슈에 대해서는 **반응적(reactive) 주주활동**을 수행함
 - 상시적인 주주활동의 내용은 '1) 주주활동 전략 수립', '2) 매니저 역할에 따른 주제'에, 반응적 주주활동의 내용은 '3) 문제 성격에 따른 주주활동의 주체 및 시기'에 담겨 있음
 - 이 외에 어떤 기업을 대상으로 주주활동을 수행하고 기관투자자가 누구와 이야기를 나누어야 하는지에 대한 정보는 각각 '4) 주주활동 대상 선정 기준'과 '5) 기관투자자-회사와의 소통 창구'에 제시되어 있음

3) A 기관투자자의 주주활동 보고서에 따르면, 이들은 지난 몇 년간 한국을 매력적인 투자시장으로 선정하였으며, 투자대상 기업과의 대화 이외에도 정부부처와의 미팅을 통해 관련 정책 및 동향을 파악하는 등 국내에서 적극적인 주주활동을 하고 있음

4) 국내 상장회사에 대한 지분은 보유하고 있지 않지만 국내 기관투자자를 대상으로 자문서비스를 제공해 오고 있는 기관임. 인터뷰 대상자는 해외 주요 기관투자자의 주주활동 시 동석한 경험이 풍부하며, 이 경험을 토대로 주주활동 분석 보고서를 발간한 이력이 있음

5) 세 기관 모두 영국, 미국, 일본의 스투어드십 코드에 참여하고 있으며 이 중 한국 스투어드십 코드에 참여하는 기관투자자도 있음

- '6) 비공식적인 주주활동'에는 해외 기관투자자들이 비공식적인 주주활동을 선호하는 이유를 설명함

1) 주주활동 전략 수립

- 기관투자자별 주주활동 전략 수립은 상이할 수 있으나, 인터뷰에 응한 한 주주활동 전문가의 경우
 - 1) 주주활동 방향성 설정, 2) 주주활동에 필요한 리서치 및 모범사례 발굴, 3) 주주활동 제약 확인 및 목표 설정, 4) 주주활동 수행 순으로 전략을 수립한다고 설명함
 - (주주활동 방향성 설정) 고객과 투자팀이 직접 만나서 중요한 이슈를 선정하고 주주활동의 방향성을 결정함
 - (리서치 및 모범사례 발굴) 주주활동을 수행하기에 앞서 리서치를 하고 주요 이슈와 관련한 여타 기관투자자의 주주활동 모범사례를 발굴하는 과정을 진행함
 - (제약 확인 및 목표 설정) 주주활동 방향의 구체성, 주주활동 수행 가능 여부, 고객의 이익과의 부합 여부, 주주활동 진행 기간의 적정성 등을 고려하여 주주활동의 목표를 정함
 - (주주활동 수행) 상기 절차를 거쳐 실제로 주주활동을 수행함
- 덧붙여, 전략을 수립하고 실행하는 단계에서 중요한 것은 중요도와 우선순위에 따라 주주활동 대상을 선정하고 해당기업과 **지속적인 대화를 시도**하는 것이라고 조언함
 - 특히, 횡령·배임 등의 스캔들이 발생한 경우 해당 기업과 직접적인 대화를 시도하여 문제의 원인을 파악하는 것은 중요함
 - 주주총회 시즌을 앞두고 기관투자자의 의사를 회사측에 전달하는 것은 효과적인 대화 방식이 될 수 있음
- 기관투자자는 기업의 대응 정도에 따라 전략을 수정할 수 있음
 - 기업의 대응이 미온적인 경우 대화 방식에서 더 나아가 주주총회에서 반대 의결권을 행사할 것이라는 의사를 전달 할 수 있음
 - 기업이 개선의지를 보이는 경우 다음 단계의 주주활동을 수행함⁶⁾

2) 매니저 역할에 따른 모니터링 주제

- 매니저 역할에 따라 모니터링 주제가 다를 수 있고, 역할에 따라 주주활동을 달리 수행하는 것은 효율적인 주주활동 전략 중 하나임
 - **포트폴리오매니저**는 분기별 실적(quarterly earnings) 발표, M&A, 자산매각, 주식발행,

6) 흔히 escalation이라고 함

기타 주요 거래 이슈에 대한 모니터링을 주로 함

- **운용매니저** (stewardship팀 또는 corporate governance and proxy voting팀)는 임원보수, 대표이사와 이사회 의장 분리(board leadership), 경영권 승계, 이사회 구성 및 교체, 경영권 방어, ESG 이슈와 관련한 모니터링을 담당함

3) 문제 성격에 따른 주주활동의 주체 및 시기

- 기관투자자는 문제의 성격에 따라 반응적(reactive) 주주활동도 수행함
- 반응적 주주활동은 기관투자자가 투자대상기업을 모니터링 하는 과정에서 이슈가 발생한 경우 주로 이루어지기 때문에 문제 성격에 따른 주주활동의 주체가 달라짐
 - 아래와 같은 주주활동은 반응적 주주활동 수행의 예라 할 수 있음
 - 포트폴리오매니저가 주요 재무정책을 모니터링하고 문제가 발견(또는 재무적 문제가 발생) 되었을 때 주주활동을 수행하는 경우
 - 운용매니저가 ESG이슈와 관련하여 문제가 발생하여 외부전문가를 주주활동에 개입시켜 심도 있는 대화를 진행하는 경우)
 - 주주활동을 위한 미팅을 요구하였음에도 회사가 이에 응하지 않을 때, 해당 회사가 개최하는 행사(컨퍼런스 또는 기업설명회)에 참가하여 즉석에서 담당자와의 만남을 시도하는 경우
 - 반응적 주주활동은 고객(client) 또는 회사의 요청에 의해서 이루어지기도 함
 - 즉, 이들이 먼저 기관투자자에게 연락하여 회사의 주요 의사결정 사안(주주총회 주요 안건 등)에 대해 의견을 구하기도 함
 - 회사가 먼저 주주활동을 요청하는 경우, 기관투자자는 해당 회사가 포트폴리오에서 차지하는 비중, 동종업계 대비 실적, 지배구조 이슈 및 과도한 임원 보수 지급 여부 등을 고려하여 회사의 요청에 응할지 여부를 결정함
- 상시적 주주활동이나 반응적 주주활동이나에 따라 주주활동을 수행하는 시점도 다름
 - 전자가 정기적으로 주주활동 수행 전략을 세워 주주활동을 수행한다면, 후자는 주주총회 개최 직전 또는 투자대상기업이 경영난에 처했거나 지배구조 문제가 발생하는 경우 즉시 주주활동을 수행함

7) 운용매니저가 지배구조, 사회, 환경 모든 이슈를 파악하는 것은 한계가 있기 때문에 각 분야의 전문가(업계 실무자, 학계 전문가)의 자문을 구하거나 직접 동행하여 주주활동을 수행하기도 함

4) 주주활동 대상 선정 기준

- 해외 기관투자자의 경우 포트폴리오에 속한 모든 기업에 대해서 적극적인 주주활동을 수행하는 것은 아님⁸⁾
 - 포트폴리오 비중, 회사별 주식보유 비중, 주가 및 총 주주수익률(Total Shareholder Return, TSR)실적, 주주총회 부결안건(비율) 추이 등 기관투자자에게 중요한 요소를 고려하여 주주활동 대상을 선정하고 수행여부를 결정함
- 따라서 국내 기관투자자도 미리 정해진 프로세스 및 수행 전략에 따라 주주활동을 수행하기 위한 내부 자원을 효율적으로 사용할 필요가 있다고 판단됨

5) 기관투자자-회사와의 소통창구

- 일차적으로 기관투자자는 기업의 IR팀에 연락하며, 임원보수와 같은 특정 사안에 대해선 이를 담당하고 있는 부서에 연락을 직접 취함
 - 일례로 임원 보수 이슈와 관련하여서는 보상위원회 위원과, 이사선임 이슈와 관련하여서는 이사후보추천위원회 위원과 직접 대화를 시도함
 - 즉, 회사가 직면한 **1.문제(위험요소)가 무엇인지 파악하고, 2.누구를 만나서 해당문제(위험요소)를 해결해야 하는지**를 정한 후 전화, 이메일, 서신 등을 통해 담당자에게 연락을 함
- 만약 기관투자자가 회사의 이사회와 의사소통을 원하는 경우 이사회 의장(CEO와 이사회 의장이 분리되어 있는 경우) 또는 선임사외이사(이사회 의장이 분리되지 않은 경우)에게 연락하여 대화를 함
 - 한 주주활동 전문가에 따르면, 과거에는 기관투자자가 직접 이사회에 연락을 하여 주주활동을 하는 사례가 드물었으나, 최근 들어 이사회와 직접 소통하려는 시도를 많이 하고 있는 추세임
 - 이는 이사회가 의사결정 권한이 있고 기업의 성과에 대한 궁극적인 책임을 부담하기 때문인 것으로 판단됨
 - 또한, 대화상대로 사내이사 보다는 독립성이 보장된 사외이사를 선호하는 경향이 있는데 이는 경영진의 관여를 줄이고 논의의 객관성을 높이기 위한 것으로 보임⁹⁾

8) 이는 기관투자자가 모니터링 및 주주활동을 선택적으로 수행한다는 '제한적 주의집중(limited attention)'가설과 포트폴리오 비중에 따라 주주활동 수행 동기 수준이 다르다는 가설의 내용과 일맥상통함

9) Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2019.2.19., "Investor Engagement and Activist Shareholder Strategies"

6) 비공식적인 주주활동

- 일반적으로 기관투자자의 경우 경쟁사를 의식할 수밖에 없기 때문에 본인들의 주주활동 전략을 노출하고 싶어 하지 않음
 - 비공식적인 주주활동을 통해 기관투자자는 특정 이슈에 대해 기업과 심도 있는 대화를 나누는 것이 가능함
 - 기관투자자는 주주활동 전략이 비공식 석상(behind the scene)에서 진행될수록 성공 가능성이 높아진다고 생각하는 경향도 높아서 회사와 직접 대화를 시도하는 것으로 판단됨¹⁰⁾
- 기업 입장에서도 다수의 기관투자자보다는 개별 기관투자자를 대응하는 것이 수월할 수 있음
 - 기업 담당자도 기관투자자가 회사와 직접 대화를 시도 하는 경우 과도한 임원 보수, ESG이슈, 지배구조 문제점 등이 사전조율¹¹⁾로 노출되지 않아 외부 비판으로부터 일정부분 방어할 수 있기에 이를 선호한다고 함
- 대형 기관투자자와 달리 작은 규모의 기관투자자는 본인들의 의견개진이 효과적으로 회사에 전달되지 않을 경우 다른 주주들이 알 수 있도록 공개적으로 외부에 알리는 방법을 택하는 경우도 있음

해외 기관투자자의 주주활동 사례

- 해외 기관투자자의 경우 매년 ‘active ownership report’, ‘stewardship report’, 또는 ‘engagement report’ 형태로 주주활동 보고서를 발간하여 주주활동 정보를 제공함
 - 주주활동 보고서에는 주주활동 정책, ESG 이슈별 중점 점검 항목, 의결권 행사 내역, 실제 주주활동 사례 등의 정보가 주로 담겨 있음
- 해외 기관투자자의 주주활동 사례를 살펴보는 것은 실제 주주활동 프로세스(주주활동 목적, 주주활동 과정, 주주활동 결과, 의결권 행사 결과 등)를 이해할 수 있다는 점에서 의미가 있음
 - 이에 해외 기관투자자가 발간한 주주활동 보고서에 담긴 사례를 1) ESG 이슈별 해외 기관투자자의 주주활동 사례와 2) 해외 기관투자자의 국내 기업에 대한 주주활동 사례로 구분하여 살펴보고자 함

10) Joseph A. McCahery 외 2인, 2015, “Behind the Scene: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors”, 『Journal of Finance』

11) 사전에 문제를 인지하고 해결하는 과정을 의미함

1) ESG 이슈별 해외 기관투자자의 주주활동 사례

1. 영국 제약회사 'SHIRE' : 과도한 CEO 보수 사례 (지배구조)	
• 배경	- CEO 보수가 과도하게 측정되었다는 우려 제기
• 진행과정	1) 주주총회 개최 전, 기관투자자는 기업이 공시한 보수정책과 실제 보수 측정방식에 과리가 있다고 지적하면서 <u>서한을 통해 이를 개선할 것을 기업 측에 요구</u> 2) 주주총회 개최를 앞두고 보상위원회 위원장과 통화를 시도하였으나 이견차를 좁히지 못함. 따라서 <u>임원 보수 주주권고안에 반대표를 행사</u> 3) 이 후 관련 전문가 ¹²⁾ 의 조언을 구하여 회사의 CFO에게 유선으로 <u>CEO 보수가 과도하게 측정되었음을 설명하고 모범이 될 만한 사례(best practice)를 소개함</u>
• 결과	- 회사는 기관투자자가 요청한 사항을 반영하여 CEO 보수구조를 변경하였으며 관련 내용을 기관 투자자에게 직접 안내함 - Engagement 종료

출처: Martin Currie (2017)

2. 영국 엔터테인먼트 회사 'Merlin Entertainment' : 안전 이슈 (사회)	
• 배경	- 2015년 6월 영국의 놀이동산 Alton Tower에서 롤러코스터를 탄 이용객들이 큰 부상을 당하는 사고가 발생함. 이에 회사와 장기간 안전이슈에 대한 논의를 심도 있게 진행
• 진행과정	1) 기관투자자는 사고 재발방지에 대한 <u>조치 방안을 회사 측에 요구</u> 2) 사건 이후 회사는 검찰 조사를 받음 3) 회사는 사고 발생에 대한 책임을 인정하였으며 재발방지를 위한 적절한 시스템을 보유하고 있지 않은 것으로 드러남
• 결과	- 진행 중

출처: Old Mutual Global Investors (2016)

- 첫 번째 사례는 이사 보수 이슈와 관련한 기관투자자의 주주활동 사례를 보여주고 있음
 - 이 사례를 통해 '문제 확인 → 서한 등을 통한 이슈 제기 및 개선 요구 → 기관투자자와 기업간 대화 및 논의 → 개선 요구 미수용에 따른 의결권 반대 행사 과정 등의 가장 모범적인 주주활동 모습을 확인할 수 있음
 - 또한 기관투자자가 직접 회사에 모범사례(best practice)를 제공하여 개선방안을 제시한 점은 주목할 만한 점임
- 두 번째 사례는 사회 관련 이슈가 발생하였을 때 이에 대한 기관투자자의 개선 요구가 어떻게 이루어지고 있는지를 잘 보여주고 있음
 - 국내의 경우 사회(S) 및 환경(E) 이슈는 지배구조(G) 이슈에 비해 상대적으로 주목을 덜 받고 있음

12) 학자, 관련분야의 외부 전문가 등을 의미함

- 일례로 국내 A회사의 계열회사 합병 이슈는 이해관계자로부터 큰 주목을 받았으나 상대적으로 근로자 안전 및 보건 문제는 그만큼의 주목은 받지 못함¹³⁾

2) 해외 기관투자자의 국내 기업에 대한 주주활동 사례

1. 현대·기아자동차: 기업전략 이슈	
• 배경	- 기관투자자는 녹색기술을 적용한 친환경차 산업의 전망과 위험요소에 대해 논의를 하고자 현대자동차와 기아자동차 경영진과 개별적인 미팅을 함
• 진행과정	1) 현대자동차와 기아자동차 모두 신사업에 대한 목표가 뚜렷하지만, 해외 선두기업과 비교하였을 때 성장세가 크지 못하다는 기관투자자의 인식이 존재 2) 지배구조 측면에서 두 회사 모두 주주친화 정책을 펼치고 있으나 <u>기관투자자는 신사업 발전속도에 우려를 표함</u> 3) 이외에도 주주들은 회사 경영진과 접촉할 수 있는 수단이 부족함을 우려함 4) 두 회사의 지배구조 투명성 제고는 물론 주주의 요구를 적극적으로 반영하기 위하여 지배구조 이슈를 전달할 수 있는 위원회를 새로이 설치함
• 결과	- 기관투자자는 이러한 회사의 지속적인 노력을 기관투자자의 요구 수용으로 판단

출처: M&G Investment (2016)

2. 삼성물산-제일모직: 합병 이슈	
• 배경	- 삼성물산-제일모직 합병이 지배주주 일가의 승계 일환이라는 우려 제기
• 진행과정	1) 합병소식이 전해지면서 제일모직의 주가는 상승한 반면, 삼성물산의 주가는 하락함 2) 삼성물산 주주 입장에서 삼성물산-제일모직 합병은 불리한 거래임 3) 대표이사(CEO)를 만나 합병 이슈에 대해 논의하였으나 기업이 제시한 합병의 정당성을 확인하지 못함
• 결과	- 합병에 대한 반대이사 표명

출처: Aberdeen (2015)

- 첫 번째 사례에는 기관투자자가 기업이 당면한 문제점을 점진적으로 개선해 나갈 수 있도록 유도하는 주주활동 과정이 나타나 있음
 - 즉, 문제를 한 번에 해결하려고 하기 보다는 회사와의 지속적인 대화를 통해 기관투자자의 요구사항을 서서히 관철시키는 효과적인 주주활동 전략을 보여줌
- 두 번째 사례는 문제해결을 위해 대화를 시도하였음에도 회사가 기관투자자의 요구사항을 적절히 수용하지 못한 경우임
 - 이에 기관투자자는 시장 참여자들이 알 수 있도록 해당 이슈와 관련하여 반대 의결권을 행사할 것임을 공식적으로 표명함

13) 과거 미국, 유럽 기관투자자는 A기업의 근로자의 안전 이슈가 발생하였을 때 이에 대한 진상 규명 및 개선을 요구한 적이 있으나 국내 기관투자자의 유사 사례는 확인되지 않음

시사점

- 스튜어드십 코드 도입 이후로 국내 주주활동이 활발할 것으로 예상되며 스튜어드십 코드가 결실을 맺기 위해서는 기관투자자의 역할이 중요함
- 국내 기관투자자들에게 주주활동은 아직 생소하기 때문에 해외 기관투자자의 주주활동을 참고하는 것은 국내 기관투자자가 주주활동 방향을 정하는데 도움이 될 것으로 사료됨
 - 우선, 국내 기관투자자의 주주활동은 주로 배당 이슈에 집중되는 경향이 있는데 향후 기업 전략 및 ESG 관련 이슈 등과 같이 모니터링 범위를 확장하여 주주활동을 수행할 필요가 있음
 - 또한, 쟁점사안에 따른 소통채널을 선택(또는 마련)하고, 공개서한, 비공식적 대화, 반대 의결권 행사와 같이 주주활동 방법을 다변화 하는 방안을 고려해 볼 수 있음
- 무엇보다 주주활동이 일회성으로 끝나는 것이 아니고 지속적으로 이루어지는 것이 대부분이기 때문에 기관투자자는 체계적인 전략을 수립하여 기업의 문제점을 점진적으로 개선하도록 요구하는 것이 중요함
 - 해외 기관투자자가 장기적 관점에서 기업의 점진적 개선 노력을 고무적으로 인식하고 있다는 점을 감안하면, 향후 국내 상장기업의 효과적인 주주활동 대응 전략 수립도 필요할 것으로 판단됨¹⁴⁾
- 한 해외 주주활동 전문가는 “주주활동 방법에는 정답이 없으며 가장 중요한 것은 주주활동을 통해 주주와 기업간의 상호 신뢰를 형성하여 중·장기적으로 모두에게 좋은 결과를 이끌어 내는 것이다”라고 조언함

14) 해외 상장기업의 경우 주주총회 부속서류(proxy statement)에 주주활동 대응 정책 또는 주주활동 대응 프로그램을 마련하여 이를 공시하고 있음 (보다 자세한 내용은 <출처: 김선민, 2019.8.9., “해외 기업의 주주활동 대응 정책 모범 공시 사례”, 「SC 동향」, 제2019-1호>를 참고 바람)