현안분석

2016-01

스튜어드십 코드의 문제점과 개선방안

성 승 제

한국법제연구원
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

현안분석 2016-01

스튜어드십 코드의 문제점과 개선방안

성 승 제

한국법제연구원
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

스튜어드십 코드의 문제점과 개선방안

Problems and Improvement of the Stewardship Code

연구자 : 성승제(연구위원)
Seong, Seoung-Je

2016. 7. 4.

한국법제연구원
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

요 약 문

Ⅰ. 배경 및 목적

□ 연구의 배경

○ 한국판 스튜어드십 코드라 할 수 있는『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙(안)』공표

○ 기관투자자로 하여금 수탁자 책임을 잘 이행시키고 더 개선하려는 조금 더 강화된 책임 부과

□ 연구의 목적

○ 한국내 기업들의 기업지배구조를 개선시키고 기관투자자들의 수익도 증대시키면서, 한국 내 자본시장 체질을 개선하는 스튜어드십 코드 제정을 위한 자료 제공

Ⅱ. 주요 내용

□ 성문법이 아닌 연성규범으로서 스튜어드십 코드가 효력을 갖는 근거

□ 스튜어드십 코드에 대한 개념 일반론

○ 스튜어드십 의의

- 스튜어드십과 부합하는 한국어 어휘

- 기관투자자의 주주행동주의와의 관련성

- 스튜어드십 코드 의 쟁점 또는 비판론에 대한 검토

○ 쟁점과 제도정비 방향에 대한 검토

- 재계가 스튜어드십 코드에 대하여 비판하는 논거 검토

- 제도정비 방향 검토

□ 각국 스튜어드십 코드 제정 현황

○ 최초로 스튜어드십 코드를 제정한 영국의 코드 검토

○ 기타 일본, 네덜란드 등의 코드 검토

○ 각국의 스튜어드십 코드 어젠다를 검토하여 자본시장 육성과 기업, 기관투자자에게 유익한 코드가 되려면 어떠한 방향으로 정비되어야 하는지 검토

Ⅲ. 기대효과

□ 자본시장을 육성과 건전한 스튜어드십 코드 제정에 기여

○ 기업들과 기관투자자 양자에게 유익한 코드 정립에 기여

주제어 : 스튜어드십, 스튜어드십 코드, 기업지배구조 모범규준, 수탁자책임, 공개적 공시의 원칙

Abstract

Ⅰ. Background and Purpose

□ Background of this study

○ Publication of “principle of institutional investors’ fiduciary duty” which can be referred to as Korean version stewardship code

○ Fortified responsibilities imposed to institutional investors for fulfillment of fiduciary duty and improvement

□ Purpose of this study

○ Provision of resources for establishment of stewardship code which may improve corporate governance structures of companies and reform constitution of capital market in Korea

Ⅱ. Main Summary

□ Basis of the effect of stewardship code as soft law, not statue law

□ General idea of stewardship code

○ Meaning of stewardship code

- Korean vocabulary according with stewardship code
- Relations with shareholder activism of institutional investors
- Issue of stewardship code and a review on the criticism

○ Review on the issue and the direction of system maintenance

- Review on the grounds of the criticism against stewardship code by financial circles
- Review on the direction of system maintenance

□ Status of the establishments of stewardship codes across the country

○ Review on the code of the UK which established stewardship code first

○ Review on the stewardship codes of Holland and Japan

○ Review on agendas of stewardship codes all over the world to foster the capital market and build a strategy for system maintenance which benefits institutional investors

Ⅲ. Expected Outcome

□ Contribution to the capital market and establishment of healthy stewardship code

○ Contribution to the establishment of code which benefits both companies and institutional investors

Key Words : stewardship, stewardship code, best practices of corporate governance structure, fiduciary duty, principle of public disclosure

목 차

요 약 문 ····· 3

Abstract ····· 5

제 1 장 서 론 ····· 13

Ⅰ. 연구의 목적 ····· 13

Ⅱ. 연구의 범위 및 방법 ····· 16

제 2 장 스튜어드십 코드 일반론 ····· 17

Ⅰ. 연성규범 ····· 17

1. 의 의 ····· 17

2. 회사제도와 연성규범 ····· 18

3. 연성규범 유형과 스튜어드십 코드의 지위 ····· 21

Ⅱ. 스튜어드십 코드의 의의 ····· 26

1. 의 의 ····· 26

2. 스튜어드와 접하는 국어 어휘 ····· 26

3. 비밀준수의무 ····· 29

4. 상사대리인과의 비교 ····· 32

Ⅲ. 기관투자자와 연기금자본주의 ····· 33

1. 기관투자자의 소극적행동 ····· 33

2. 자본주의 4단계론과 연기금자본주의 ····· 35

Ⅳ. 스튜어드십 코드 쟁점 ····· 40
1. 투자자들의 경영참여(engagement) ····· 40
2. 정부 영향력 과다 가능성 ····· 41
3. 스튜어드십 코드 도입과 해외 투기펀드 ····· 43
4. 기타 기관투자자 문제를 개선 방안이 될 스튜어드십 코드의 장점 ····· 43

제 3 장 각국의 스튜어드십 코드 원칙 비교 ····· 47
Ⅰ. 서 ····· 47
Ⅱ. 영 국 ····· 49
Ⅲ. 일 본 ····· 52
Ⅳ. 기 타 ····· 54
1. 말레이시아 ····· 54
2. 국제기업지배구조네트워크 ····· 55
3. 남아프리카 공화국 ····· 56
4. 네덜란드 ····· 56
5. 캐나다 ····· 58

제 4 장 스튜어드십 코드(안)의 쟁점과 제도정비방향 ····· 61
Ⅰ. 공청회와『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』(안) ···· 61
1. 도입 배경 ····· 61
2. 원칙(안) 검토 ····· 62

Ⅱ. 스튜어드십 코드 정비 방안 ····· 66
1. 성문법 제정방안 검토 ····· 66

2. 스튜어드십 코드 활성화 기관 ····· 67
3. 적정 규정의 도입과 정비 ····· 68

참 고 문 헌 ····· 71

제 1 장 서 론

Ⅰ. 연구의 목적

스튜어드십 코드(Stewardship Code)는 기관투자자들이 그 투자대상회사들에 대하여 보유하는 주식의 의결권을 행사하는 것을 준칙화 또는 규범화하자는 것이다.

금융위원회는 이미 2014년 11월 이전 스튜어드십 코드 도입을 추진하였다.[1] 2015년 12월 2일 『스튜어드십 코드의 도입 필요성과 방향』이라는 대주제하에 공청회가 열린 바 있다.[2] 이후 재계는 스튜어드십 코드 도입에 반대하고 있으며, 반면 금융위원회는 재계 의견도 반영하겠다며 무마하려는 중이다.[3]

스튜어드십 코드는 주주적극행동주의 또는 연기금자본주의와 맥을 같이 하는 것이다. 다만 주주적극행동주의는 미국에서 시작된 흐름이라 할 수 있고, 스튜어드십 코드는 최근 영국(2010년)에서 형상화된 자율규제 규범이다. 양자를 분리하여 서로 다른 것이라 생각할 수 있

1) 『기업지배구조 개선을 위한 주주총회 발전방안』 국제 심포지엄에서 신제윤 금융위원장(2013.3-2015.3 재직)은 "대주주의 전횡, 부실 계열사 편법 지원 등의 문제가 여전히 발생하는 등 실질적으로는 아직 부족한 점이 많다는 것이 냉정한 평가"라면서, "SC는 기관투자자들에게 의결권 행사와 관련한 세부적 기준을 제시해 기업의 지배구조를 건강하게 할 수" 있으며, "아직 도입만 결정된 상황으로 해외사례 참고와 관련 업계 의견수렴의 과정을 거친 후 도입할 것"이라고 하였다. 2014.11.6. http://www.segye.com/content/html/2014/11/06/20141106004377.html, http://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=127776 등 (2016.6.16. 최종)

2) 다만 동 공청회는 금융위원회가 아닌 자본시장연구원・한국기업지배구조원 주최임. 동 공청회는 1주제 정윤모, "기관투자자의 수탁자 책임과 스튜어드십 코드의 도입", 2주제 송민경, "스튜어드십 코드 도입 방향과 세부내용-기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙-"외 7인의 토론으로 구성됨. 동 공청회 자료집, 2015.12.2.,

3) 금융위원회, (보도참고) 한국경제 15.12.8일자 "스튜어드십코드, 또 하나의 졸속?" 관련, 2015.12.8.; 금융위원회 (보도참고) 한국경제 16.5.3일 한국경제신문중 "경제계 스튜어드십 코드 졸속 도입하면 연금사회주의만 기승" 관련, 2016.5.3.
이들 금융위원회 보도자료들은 공청회에 기업들이 초대받지 못했다는 점을 무마하려 하며, 향후 기업들 이해를 수렴할 수 있는 Code를 마련하겠다고 적고 있다.

지만 필자는 양자가 같은 유형이라고 본다. 이는 Wall Street Rule과는 다른 정반대의 지점에 서 있는 투자패턴이기 때문이다.

월스트리트 룰(Wall Street Rule)은 '팔고 떠나는'(cut-and-run) 투자방침이라고 요약된다.[4] 기관투자자가 주식을 매입한 투자대상회사가 부적절하다면 단순히 투자를 철회하고 보유주식을 매도하고 다른 투자대상회사를 물색한다는 것이다.[5] 소위 월스트리트 룰이라는 기관투자자들의 투자방침은 미국에서도 대략 1970년대까지는 익숙하던 것이었다. 그러나 증권거래소에서 점하는 기관투자자들의 보유주식 비율이 점차 상승하면서 월스트리트 룰을 유지할 경우 손실을 초래하지 않을 수 없게 되었다. 즉 월스트리트 룰에 따른 소극적 회피 투자를 할 경우, 보유주식비율이 점증하고 있었으므로, 기관투자자들은 투하자본을 철수하고 싶은 투자대상회사의 보유주식을 시장 내에서 처분할 수 없게 되었다. 이는 증권거래소에서 상당 물량을 처분하려면, 해당주식의 시장가격이 무너지는 탓에 정상적인 가격으로 매도할 수 없는 때문이다. 한편 증권거래소에서 투자할만한 상장회사는 그 자산규모도 대형화하고 수도 많다고 할 수 없게 되었다. 기관투자자들도 보유자산이 팽창하였다. 기관투자자들은, 증권거래소 내에서 상장되었으며 투자유인이 있을만한 기업들은 대부분 투자하지 않을 수 없게 되었다.

요컨대 과거의 월스트리트 룰이란 투자방침은 철회될 수 밖에 없게 되었다. 이유는 다음 세가지로 요약된다. 첫째 연금/기금 등 기관투자자들의 보유 자산이 대형화되었다. 둘째 대규모 자산을 갖는 기관투자자들이 투자할만한 대형 회사는 사실상 정해져 있다. 셋째 반면에 투자대상회사들의 발행주식을 점하고 있는 투자자들의 소유지분은 상

4) Brandon Chen, "Board Monitoring and the Wall Street Rule", 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Jun 30. 2010.

5) William Cary and Melvin Einsenberg, Cases and Materials on Corporation 7th ed. 1995, p.245.를 인용한 성승제, "재벌 금융계열사의 주식소유집중 개선방안에 대하여", 『상사법연구』(25권 1호), 한국상사법학회, 2006.5, 200쪽.

당히 분산되어 있어서 특정한 대다수 지분을 점한 자가 없다.[6] 이상의 이유로 기관투자자는 '팔고 떠나면' 막대한 손실을 피할 수 없으므로 실질적으로 '팔고 떠나기'를 할 수 없게 되었다.

주주적극행동주의와 스튜어드십 코드는 양자 모두, 기관투자자들로 하여금 투자대상회사들의 기업지배구조개선에 적극적으로 참여하게 하는 것이다. 양자 모두 자본시장의 규범으로서 사실상 기능한지 오래 되었다. 적어도 선진국 자본시장이라면 그러하다.

다만 개념상 전자는 조금 더 기관투자자의 단기이익에 치중할 가능성이 있지만, 후자인 스튜어드십 코드는 지속적인 관찰(monitoring)과 대화(dialogue)를 통해 경영에 대하여 참여(engagement)하고 그것들을 공개적 공시(publicly disclosure)할 것을 권고한다는 규범상의 차이만 보자면, 조금 더 기존 경영자들과 친화적일 가능성이 있다. 아마도 금융위원회도 이러한 차이점 때문에 기업지배구조개선과 재계 반발 순화라는 가능성을 염두에 두고 스튜어드십 코드에 착안한 것이 아닐까. 현실은 그럼에도 불구하고 재계는 스튜어드십 코드를 수용하는 것에는 관심이 없다. 정부는 기업지배구조 개선을 위해 종래에도 도입하거나 실시해온 여러 가지 자율규제 제도(연성규범 등)들을 법제도로 수용(즉 경성규범)하였음에도 불구하고(예컨대 사외이사 제도), 제대로 기업지배구조가 작동하지 않고 여전히 불투명하다는 비판이 나오고 있는 점을 개선하는 제도로서 포착하였을 수 있다.

한편 스튜어드십 코드의 명칭은 그것을 수용한 국가에 따라서 다양하게 명명되고 있으나 2008년 세계금융위기를 계기로 기관투자자의 적극적인 주주행동주의 활동을 통해 투자대상기업의 투명한 지배구조 구축에 기여하여 지속가능발전을 도모함으로써 기관투자자의 고객 내

6) 이는 여러 가지 의미를 갖는다. 우선 소유지분이 잘 분산된 상장기업인 경우 책임지고 경영하는 경영자를 찾을 수 없다는 것도 되고, 또 다른 한편 소수지분으로 해당 기업을 지배하는 자의 경우 그 회사에 대한 이익을 빼돌리려는 유인이 증가한다는 의미도 된다. 양자 모두 기관투자자들이 나서서 관리할 필요를 낳는다.

지 수익자의 이익 극대화를 이루도록 하는 데 목적이 있는 이른바 연성규범을 일반적으로 Stewardship Code라 부르고 있다고 할 것이다.[7]

본 연구는 스튜어드십 코드를 법제도로서 검토하고 정비방향을 제시해보고자 한다.

Ⅱ. 연구의 범위 및 방법

본 연구는 제2장에서 스튜어드십 코드를 일반론으로서 다루어본다.

제3장은 각국에서 연성규범으로서 자리잡은 형태를 조명해 본다.

제4장은 기존 공청회 안을 검토하면서 제도정비방향을 제시하고자 한다.

본 연구를 수행하기 위하여, 필자는 여러 전문가들의 전문적 식견을 수렴하고 다양한 가능성을 발굴하고자 두 차례의 워크숍을 개최할 수 있었다.[8] 찬・반 막론하고 고견을 주신 참석자께 감사드린다.

---

7) 이동승, "한국의 Stewardship Code 제정을 위한 제언", 『스튜어드십코드 논의 중 '한국형 도입론'에 대한 비판적 검토』, 한국법제연구원 자료집, 2016.5.27., 9쪽.

8) 1차: 위 이동승 발표문외 토론자 2인.
2차: 1주제(류영재, "스튜어드십 코드과 관련한 쟁점과 대안"), 2주제(안수현, "한국형 스튜어드십코드인 『기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙案』의 법적 쟁점과 과제"), 3주제(이영종, "주주행동주의와 스튜어드십 코드"), 『스튜어드십코드 논의의 쟁점』, 外 사회/토론자 6인, 2016.6.3.

제 2 장 스튜어드십 코드 일반론

Ⅰ. 연성규범

1. 의 의

연성규범에 대해서는 한국에서 그다지 논의되지 못하였다는 점이 일반적으로 지적되고 있다.[9)]

연성규범의 기계적 반대어는 경성규범이 될 것이다. 그런데 한국에서 경성규범은 그 자체로 권위의 원천이 되어 왔다는 것이, 연성규범을 깊이 논의해보지 못한 이유로서 꼽을 수 있을 것으로 보인다. 경성규범은 성문법에 근거하게 된다. 성문법은 제정상 형식적 제정과정을 거치게 되며, 이 과정에서 형식적 정당성을 획득한다. 부족한 법적 정당성 그리고 부족한 민주적 정당성을 얻는 방법으로 한국은 일반적으로 경성규범을 선호한다. 그 결과는 사회적 깊이와 역량을 발휘하는 것이 쉽지 않는 결과를 낳을 수 있다.

비단 규범의 연성과 경성을 벗어나서 한국은 공식적(formal)인 제도를 위주로 도입 또는 수입해서 정착시키는 과정을 거쳐 왔다. 본 연구가 주로 상사법 또는 자본시장법 관련 영역과 관련된 주제인 탓에 기업법 질서와 관련하여 비유해보자면, 한국에서 성행하는 회사의 형태는 잘 알려져있다시피 주식회사 제도이다. 주식회사 제도 이외에도 한국에서는 주로 상법상 회사 제도를 주로 이용해왔다. 심지어 합명회사와 합자회사 등의 경우 그 실체는 회사가 아니고 조합임에도 불

9) 최난설헌, “연성규범(Soft law)의 기능과 법적효력 - EU 경쟁법상의 논의를 중심으로-”, 『법학연구』(16집 2호), 인하대학교 법학연구소, 2013.7, 89쪽; 윤영신, “회사지배구조에서 법규제(Legal Rule)와 소프트 로(Soft Law)의 역할 및 관계”, 『법학』(48권 1호), 서울대학교, 85쪽; 권재열/최수정, 『공생발전을 위한 상거래 연성규범의 활성화 방안』, 법제연구원, 2012.12, 49쪽; 권재열, “연성규범의 의의와 기능(토론문), 『스튜어드십코드 논의의 쟁점』, 한국법제연구원 자료집 등.

구하고, 우리 상법은 회사 제도에 그 규정을 두고 회사로서 규율하고자 애써 왔다. 물론 주된 회사제도는 주식회사였다.

주로 조합 형태를 취하는 소위 로펌과 같은 기업형태는 최근에서야 알려지고 있다. 물론 로펌은 유한회사 형태로 하거나 조합 형태를 취하기도 하여 법제도상 회사 제도의 테두리를 벗어나기도 하고 벗어나지 못하기도 한다. 그 결과 조합 유형에 해당되는 조직체로서 생성된 것이 부족하고, 다른 나라의 조합 유형에 해당하는 사회 조직체를 도입하는데 애로를 겪는 일이 발생한다.

2. 회사제도와 연성규범

한국에서 회사 제도는 상법 제3편 회사편이 규율하고 있다. 이는 최근들어 특이한 입법례로 보일 수 있다. 가장 최근까지 우리와 유사한 상법 체계를 유지하였던 일본도 2005년 회사법을 제정함으로써 회사법을 상법으로부터 독립된 법률로 편제시켰다.

이 회사법은 몇가지 특징이 있지만, 연성규범과 관련해서, 연성규범의 토양이 될 수 있는 분야로 꼽을 수 있다. 기업회계기준부터 시작해서 회사법에서 연성규범을 통한 생성이 적지 않게 이루어지고 있다.

Einsenberg 교수가 지적하듯이 "삶의 거의 또는 모든 영역에서 사적 질서는 전통적 형태의 법을 보충하고 강화한다. 회사를 포함하여 사적질서의 중요한 형태는 연성규범soft law이다. 연성규범은 사적단체(private institutions)들이 제시할 뿐, 국가가 직접 제재함으로써 뒷받침되지는 않는, 기준, 원칙, 또는 규칙들로 구성된다"[10]

10) "In most or all areas of life, private ordering both underlies and supplements traditional forms of law. In some areas, including corporations, one important form of private ordering is soft law. Soft law consists of bodies of standards, principles, or rules that are promulgated by private institutions, and that have force of some sort althought they are not directly backed by state sanctions."
M. A. Eisenberg, "The architecture of American Corporate Law:Facilitation and

한편 연성규범을 한국이 일종의 규범체계로서 활용하는 방안에 대하여, 한국은 성문법 국가로서 연성규범은 불문법 국가가 활용하는 형태에 가까운 것이어서 한국에는 적합하지 않다는 견해도 있다.[11] 이와 달리, 첫째 지역적으로 연성규범은 판례법 체계에 따르는 영미법계 보다는 유럽연합(European Union; EU)에서 논의가 활발하다고 하며 그 이유로서, EU가 성립되면서 회원국들을 아우르는 규율의 마련이 필수적이어서 연성규범이 적극 활용되게 되었다는 것을 제시하면서, 둘째 종래 연성규범은 국제법 영역에서 주로 거론되어 왔으나, 점차 행정법, 노동법, 경쟁법, 회사법 등 다양한 분야에서 활용되고 있으며 다만 최근 공법영역보다는 사법영역에서 자연스럽게 나타나는 모습을 보인다고 하며 그 일례로서 상사계약과 관련하여 연성규범이 자주 나타난다고 하며, 예컨대 이메일이나 해당업계에서 널리 이용되는 방법 등을 통하여 협상의사를 전달하는 행위 자체는 법적 구속력이 없음에도 거래당사자 간 계약에는 영향을 미친다는 점 등을 제시하는 견해도 있다.[12]

우선 전자의 견해는 법률이 본래 현실에 적용하기에는 지나치게 추상적이기 때문에, 연성규범이 출현하는 것은 법제도 운용상 필연적인 과정이라는 것을 생략한 견해라고 비판될 수 있다.

후자의 견해는 연성규범을 널리 인정하려는 것인데, 상사계약 등과 관련하여 예시한 이메일 등 행위는 규범적 성격을 갖는다고 얘기하기는 찬반이 엇갈릴 수 있어서 아직은 미확정적이라 할 것이다. 한편 지역적으로 성문법 국가군으로 분류되는 지역에서 연성규범 활용이

Regulation", 2 Berkeley Business Law Journal 167, p.182 (2005).

11) 본 과제 각주8번 소개한 2차 워크숍(2016.6.3.) 중 권재열 토론 내용.

12) 최난설헌 윗 글 89쪽.
이 외에도 이 글은 각국 정부들은 모범사례(best practice) 발표 등을 통해 피규제자들의 자발적 협력을 구하는 등 다양하고 광범위한 활용현상이 나타나고 있는데, 이는 새로운 규범체계 발전의 일환이라거나 전통적인 상명하복식 통제를 유도하는 법문화로부터 변화를 보이는 것이라고 한다. (같은 글 90쪽)

증가하고 있다는 점을 지적하는 것 역시, 별다른 수치나 유형을 자세히 소개한 것은 아니어서 그 증거가 확실하다고는 할 수 없다.

이처럼 우리나라에서 연성규범 논의가 모호하고 추상적일 수 밖에 없는 이유는, 한국에서 적어도 아직은 연성규범이란 발전하지 못한 개념일 수 밖에 없기 때문이다. 한국이 근대화의 길을 걸어온 것은, 정형적인 유형의 법제도를 도입하고 소화하기에도 바쁜 시간이었다. 눈에 보이는 비교적 쉽게 체감할 수 있는 정형적인 법제도의 수입도 쉽지 않았는데 하물며 연성규범 유형의 각종 사적질서(private ordering)를 창설하고 소화할 수는 없었고, 따라서 학술적 논의의 대상이 될만한 것 자체도 많지 않았다. 때문에 아래와 같은 두가지 태도를 지닌 경우가 많다.

첫째 연성규범을 도입하면서 성문법으로 탈바꿈시킨다. 외국의 연성규범에 해당하는 법제도를 수입하더라도 오히려 성문법으로 소화해내는 경우가 더 많았다. 대표적인 유형이 사외이사 제도라 할 것이다. 사외이사는 본래 미국에서 각주에게 제정 및 개정이 맡겨진 회사법의 규제완화 경향을 거스를 수 없었기 때문에, 상장회사를 규율해야만 하는 연기금들의 압력에 의하여, 증권거래소들이 상장규칙으로 도입한 연성규범이었다. 하지만 한국에서 이는 성문법중 한 부분으로 자리잡은지 오래이다.

둘째 시장에 의하여 자연스레 출현한 자율규제기구를 정부주도하의 준정부기관으로 만든다. 대표적인 유형은 금융감독원(Financial Supervisory Service)을 들 수 있다. 물론 그 전신인 증권감독원, 은행감독원 등도 같다. 그 밖에 증권거래소나 한국은행 등도 같다.

이상과 같은 결과를 낳은 이유는, 우리나라에 자본시장이나 (큰 의미에서)시장질서 같은 것들이 존재한 적이 없었으며, 그 와중에 현대화의 길을 걸어야 하였던 탓에 어쩌면 당연하다고 보아야 할 것이다.

이 점에서 스튜어드십 코드와 같은 연성규범을 어떻게 취급할 것인지 즉 ① 현재처럼 정부주도하에 외형상 연성규범으로 도입할 것인지, ② 성문법 규범 중에 편입하여 수용할 것인지 득실을 논해볼 수 있겠다.

Eisenberg 교수가 소개하는 회사법 또는 인접 영역에서 연성규범이 활용되는 것을 감안한다면 미국에서 연성규범이 활용되는 경우가 적지 않다는 것을 알 수 있다.

즉 회사법에서 사적질서는 연성규범이라는 다양한 형태를 통해 채택되고 있으니, 미국법률협회(American Law Instgitute: ALI)의 『기업지배구조원칙』(ALI's Principles of Corporate Governance), 미국변호사협회(American Bar Association: ABA)의 『회사이사지침서』(Corporate Director's Guidebook), 비즈니스라운드테이블 『기업지배구조 보고서』(Business Roundtable's Statement on Corporate Governance), 개인기업 행위 준칙들(codes of conduct of adopted by individual corporation), 그리고 주요 증권거래소들 특히 뉴욕증권거래소나 나스닥이 채택한 상장기준들(the governance rules for listed corporations adopted by the major stock exchanges in particular the New York Exchange and NASDAQ) 등 이러한 연성규범들은 회사들 그리고 회사 행위자들이 어떻게 행위하여야 하는지와 관련된다.[13]

3. 연성규범 유형과 스튜어드십 코드의 지위

(1) 연성규범의 유형

연성규범들은 사실 다양한 스펙트럼을 지닐 수 있다. 오래전부터 들어온 교과서적 표현을 따르자면, 도덕과 규범과 법률들 사이에는 상당히 애매한 경계만이 존재할 뿐이다.

13) Eisenberg op. cit. pp.182-183.

누구나 알다시피 아침 기상 후 인사를 하는 것 같은 것은, 전혀 강제되지 아니하며 실행되는 비율도 그다지 높지 않다. 그러나 처음 법률을 배울 때 예시로 듣는 경우가 많은 것처럼, 살인에까지 도달할 정도로 법익을 침해하는 정도가 중대한 것은, 매우 강력한 제재를 수반하게 될 것이며, 어떤 국가들이건 간에 그러한 행위는 절대로 연성규범에 위치시키지 않는다.

물론 국가들마다 그 절대 위반하면 안되는 대표적 규범으로 꼽을 수 있는 항목인 살인금지라는 규범도 지켜지는 정도는 상당한 편차를 보이기는 한다.[14]

자본시장 또는 기업에 대한 사적질서(private ordering)에 대한 연성규범에 대한 행위유형을 구분하자면, 일반적으로 강제성이 그렇게 강하지 않은 것을 연성규범이라고 하는 경우가 많다. 그러나 반드시 그렇지는 않다.

첫째 강행성이 적지 않은 것으로서, 뉴욕증권거래소나 NASDAQ의 상장규칙을 들 수 있고, 둘째 영국의 기업지배구조에 대한 통합규준(combined code) 및 이에 영향을 받아 공표된 유럽이나 영연방 국가의 기업지배구조 모범기준들이 있으며, 셋째 미국법률협회(American Law Insitute) 등의 각종 기관들이 내놓은 Guideline이나 모범기준(best Practice) 등이 존재한다.[15] 위 세가지 유형들은 강제성이 실질적으로 차이가 있다. 이하에서는 자본시장이 형성되면서 그로부터 이익을 얻으려면

14) 10만명당 살인율은 한국이 0.7명으로 집계된다. 미국의 경우 4.7명이지만 선진국들은 대개 1명 언저리이다. 2000년 UN 통계에 따르면 Swaziland, Colombia, South Africa 등은 10만명당 살인율이 50명에서 90명까지 이르기도 한다. 그러나 이러한 높은 살인율도 동서고금을 통틀어 국가 시스템이 나타나기 전보다는 대폭 떨어진 것이다. Santacroce 블로그, 폭력의 역사 I (2015.6.9.업로드) http://blog.naver.com/santa_croce/220385233500 (2016.6.16. 최종) 이는 하바드 대학 Steven Pinker 교수의 The Better Angels of Our Nature 책의 내용이라고 기재됨.

15) 윤영신 윗 글 86쪽.

자발적으로 지켜야 하는 연성규범들이 생성되는 미국의 상황을 정리해본다.

(2) 자본시장에서 생성되는 연성규범

위 첫째 유형은 회사의 유형에 따라 자발성 또는 강제성의 정도가 크게 다르다.

뉴욕증권거래소를 런던증권거래소와 비교한 것을 보면, NYSE는 오히려 상장기업들에게 비교적 엄격한 상장기준을 부여하였고, (매매참가자격이 있는)회원의 기준을 더 폐쇄적으로 하였다고 한다.[16]

때문에, 가령 ① (채권거래규모는 제일 컸지만)주식매매대금은 보스턴 거래소보다 낮았으며, ② 개방적인 런던거래소에 비하여 폐쇄적이었고 따라서 소규모증권업자보다 대규모증권업자들인 회원이 많고 회원자격을 오직 기존회원으로부터 회원자격을 취득하여야만 가능한 등의 이유로 인하여 회원수도 일정하게 유지되었던 탓에 자율적 규제강화에 반영될 수 있었고, ③ 폐쇄적인 회원제도로 고정적인 수수료제도가 확립되어 있었으며, ④ 석유나 광산회사처럼 주가변동이 큰 기업을 상장시키는데는 소극적이었으며, 그 이유는 회원의 위험부담을 고려한 것이었다고 하며, 결과적으로 NYSE는 대규모이고 위험도가 낮은 회사 상장에 특화되어, 그 밖의 중규모기업과 고위험기업들은 America 증권거래소 기타로 가게 되었다고 한다.[17]

미국 회사법은 잘 알려져있다시피 규제완화 경쟁(race to the bottom)이 치열하다. 그것은 회사법을 각 주별로 보유하고 따라서 각 주들이 제정 및 개정권한을 갖는 때문이다. 증권투자업자들은 자신의 위험을 스스로 해결하지 않으면 안 되었다. 증권투자업자들은 자신의 투자자

16) 성승제, "상장규칙의 기업지배구조 조정 기능",(이하 '상장규칙'으로 인용함), 『법학논총』(22집 2호), 한양대학교 법학연구소, 2005.12, 303쪽.

17) 성승제, 위 상장규칙 글, 304쪽.

본의 위험을 지키기 위하여 자신들이 회원으로 참가하고 있는 증권거래소로 하여금 상장한 또는 상장하려는 기업들에게 지켜야할 지침들을 제시하게끔 한 것이다.

미국의 증권거래소들이 오늘날 널리 지켜지거나 사실상 강제되고 있는 다양한 공시 제도와 같은 기본적인 투자자보호를 위한 상장규정들이나 기업지배구조와 관련된 규정을 마련해둔 것은 아니며, 그것은 자본주의 초기 상장회사 경영자의 의식의 문제라기보다는, 당시 증권을 상장하지 않더라도 증권거래소에서 주식 등이 매매될 수 있었던 것을 큰 이유로 꼽을 수 있었는데, 이러한 당시 상황을 뒤집은 것도 뉴욕거래소NYSE였던 바, 1910년 NYSE는 非상장부(Unlisted Department)를 폐지함으로써 종래 증권거래소에서 거래되던 非상장증권의 발행회사는 공개주식거래를 포기하거나 증권거래소와 상장계약을 체결하거나 택일하여야만 하였으며, 이로써 증권거래소들은 서서회 회사의 정보공시 등 투자자보호를 위한 상장규칙들을 정비해나갈 수 있었다.[18]

전술에서 보다시피 미국에서 투자자보호 등 오늘날 우리나라에서 증권법 또는 자본시장법 관련된 법제도들이 당연시 여기고 있는 것들은 정부가 주도하여 성문법에 규정함으로써 나타난 것이 아니다.

그 밖에도 ① 정기주주총회는, 1909년 상장기준에 의하여 상장회사들이 일정한 재무제표를 정기주총 이전에 공표하도록 함으로써 나타났고, ② 무의결권부 보통주식 상장에 대하여 원래 1920년대 미국 기업들에서 종류주식 발행 즉 일반투자자에게는 무의결권 보통주식을 발행해 넘기고 반면 경영자나 투자은행들에게는 의결권 주식을 발행하는 것들도 사회적 비판으로 말미암아 1926년부터 뉴욕증권거래소

18) 성승제 위 상장규칙 글 305~306쪽.

NYSE에서는 거부되었으며, ③ 1950년대 초 NYSE와 아메리카증권거래소AMEX는 개인투자자를 시장에 유인하기 위한 여러 가지 프로그램을 협의하였고, NYSE는 그것을 위해서는 회사민주주의가 개인투자자에게 중요하다고 생각한 끝에, 1953년에는 주주총회에서 정족수에 관한 규칙을 채택하고, 1955년초에는 발행제 주식총수의 20%를 초과하는 금액으로 하는 사업취득에 대한 주총 결의를 요하는 상장기준을 만들었으며, 1956년에는 이사회에 2인의 독립이사를, 1959년에는 위임장권유제도를, 19650년에는 회사경영권 변경에 주총결의를 요하게끔 하는 등 각종 기업지배구조적 상장기준을 채용하였다.[19]

즉 위 ①처럼 상장회사들이 연례보고서(annual report)를 보고하도록 하기위한 거래소의 상장기준에 의한 공시요구로써 비로소 정기주총이 열리게끔 되었던 것이다.

위 ②는 요컨대 대부분의 회사 자본금은 대중들을 통하여 조달하면서 그 회사의 의결권은 내부자(inner circle)에 포함된 자들에게만 배정하였던 것이 알려지면서 제한되기 시작하였고, 그에 따라 오늘날 의결권이 없는 보통주식은 총발행주식 대비 어느 정도 수량을 제한하는 법제도를 만들어낸 것이다.

위 ③의 예에서 보다시피 기업지배구조와 직결되는 규정들이 증권거래소의 힘에 의하여 다수 출현하였다. 회사민주주의라는 것은 주주총회에서 마치 보통선거에서 말하듯 일정한 금액당 배정된 기준에 의하여 표를 부여하는 것이다. ③에서 말하는 독립이사는 사외이사의 자격요건으로써 우리의 경우 법 규정에 수용되어 있기도 하다. 이것으로 그친 것이 아니고 연성규범의 가장 큰 장점 즉 변하하는 현실에 발맞추어 적절한 규범을 창조해나가는 노력을 계속해나가고 있다. 가령 독립이사만으로 구성되는 감사위원회(audit committee)는 우리 법제

19) 성승제 위 상장규칙 글 306~307쪽.

도상 이미 수용되어 있는데, 이는 1970년대 SEC가 제정한 방침을 모방한 것이기도 하다.

Ⅱ. 스튜어드십 코드의 의의

1. 의 의

스튜어드십 코드는 요컨대 기관투자자의 의결권 준칙화이다.

기관투자자는 맡겨진 자산을 운용함으로써 수익을 거두기 위한 일환으로 주식에도 투자하며 이 경우 주로 상장회사들의 주식을 투자대상으로 한다. 종래 기관투자자들은 보유한 주식에 대하여 적극적인 의결권 행사를 주저하여 왔다.

고객의 자산을 수탁받아 운용하는 기관투자자(institutional investor)는 고객이익을 최우선으로 하여 고객자산을 충실하게 관리하여야 하고, 또한 고객에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 관리하여야 하는 수탁자책임(fiduciary duty)를 부담하는데, 이러한 수탁자책임의 내용에는 기관투자자가 고객자산으로 취득하여 보유하는 주식에 대한 주주권을 적절히 행사하여야 하는 책임까지 포함되기 때문에 투자대상회사에 부실경영이나 기업스캔들 등이 발생하면 기관투자자는 주주권을 적절하게 행사하여 이에 대응하여야 할 책임을 진다.[20]

2. 스튜어드와 접하는 국어 어휘

(1) 청지기

스튜어드는 사전적 의미가 집사, 家令, 재산관리인으로 정의되어 있다. 그 자체는 전통적 의미에서 청지기 유사하다.

---

20) 정윤모,『기관투자자의 수탁자책임과 스튜어드십 코드의 도입』, 자본시장연구원, 2016.4., 3쪽.

따라서 청지기에 비유하는 예가 적지 않다.[21]

어떤 어휘는 본래 그 사회 또는 국가의 생활과 풍속에서부터 나오는 것이다. 그렇기 때문에 완전히 동일한 외국어 번역은 쉽지 않다.

① 청지기는 역사, 고제도에서 양반집에서 잡일을 맡아보고 시중을 두는 사람[22]

② 각 관사와 양반 집 등에서 잡무를 맡아보거나 시중을 들던 하인[23]

② 높은 관리나 부잣집에서 주인의 家事를 도맡아 처리하던 관리인(창 43:16). 하인(종)의 우두머리로서 하인들을 감독하고 주인의 자산까지 관리했고(창 39:4; 롬 16:23), 심지어는 주인의 자녀 교육까지도 담당하였으며, 성경에 언급된 대표적 인물로는 아브라함 집의 엘리에셀(창 15:2), 보디발 집의 요셉(창 39:4-6), 신약 교회의 에라스도(롬 16:23), 헤롯에게 속한 구사(눅 8:3) 등이 있는데, 한편, 성경은 교회의 지도자인 감독은 하나님의 거룩한 일을 맡은 청지기요(딛 1:7), 모든 교회 구성원들 역시 여러 가지 은혜를 맡은 선한 청지기로 묘사(벧전 4:10)하였으며, 이렇게 청지기 된 성도들은 자신의 시간과 재능과 물질 등 자신의 모든 것을 드려 충성해야(눅 12:42; 엡 3:2)한다며, 예수께서는 청지기에게 요구되는 가장 중요한 덕목은 주인에 대한 충성임을 강조했다(눅 16:1-8)고 한다.[24]

기독교 경전인 소위 성경은 구한말 번역 및 출간되었기 때문에 과거 사용되던 단어인 청지기 사용례를 찾아보았다. 그러나 기독교 경전에서의 사용례가 반드시 한국의 생활상과 일치한다고 할 수는 없다는 점을 유의하여야 한다. 청지기라는 단어의 사용 용례를 보기 위하

---

21) 예컨대 김형철, “연기금의 스튜어드십 코드에 관한 고찰”, 『로고스경영연구』(14권 4호), 한국로고스경영학회, 2016.3., 116쪽; 류영재, “칼럼: ［왜냐면］내 돈이라면 이렇게 투자하겠는가”, 한겨레신문, 2016.6.14.; 한국경제 사설, “이번엔 ‘스튜어드십 코드’, 기업들 그만 좀 흔들어라”, 2016.5.4. (A39면) 등.

22) DioDict 아이폰 사전 App.

23) 네이버 검색에 의한 한국고전용어사전(2016.6.16. 최종)

24) 네이버 검색에 의한, 라이프 성경사전(2006.8.15.), 생명의 말씀사.(2016.6.16. 최종)

여 학술 DB를 검색하면, 청지기라는 단어 사용도 거의 대부분 기독교 유관한 글임을 알 수 있다.

기독교 경전의 한글로의 번역은 스코클랜드 출신의 장로교 선교사였던 John Ross(1842-1915)에서 비롯하였는데, 존 로스는 1872년 산동성 지프를 거쳐 남만주 봉황성에 도착하여 한국어 학습 및 번역작업에 착수하였으며 소위 신약은 대략 1882～1887년경 1차 번역하였으며, 북방사투리가 심한 이것을 다수가 참여하여 1900년 전후에 재번역하였고, 소위 구약은 1910년경 완역되었다.[25)]

기독교 경전 외의 용례에서 청지기 어휘는 그 사용례를 인터넷 포털이나 학술DB에서 거의 찾지 못하였다. 사실은 과문하여서 그런지 아예 못 찾겠다. 청지기라는 것이 전통 용례에서는 단순히 양반 집의 수청방에 있으면서 잡일을 맡아보고 시중을 들던 사람이라는 것으로 사전적 의미가 적혀 있는데, 기독교 경전 번역본에서 청지기는 위에서 보다시피 상당한 대리권을 가진 자임을 알 수 있다. 공통점은 하인들의 우두머리이며 대리권을 건별로 수여받는 자가 아니고 포괄대리권을 부여받은 자라는 점인데, 중요한 것은 포괄대리권의 범위가 어디까지이냐 라고 할 것이다.

(2) 집 사

steward를 번역한 또 다른 단어가 집사이다.

執事는 書經 盤庚下편에서 '여러 벼슬아치'들을 일컫는 말에서 유래한 것인데, 신라 및 고려 시대에는 집사부 또는 집사성이 설치되어 집사가 왕궁의 모든 일을 감독하였고, 그 의미는 근대까지 이어졌기 때문에 개항기 일본은 영국의 butler를 執事로 번역하기에 이른 것이지만, 서구의 집사와는 의미가 달라서, 집사가 곧 butler라고 할 수는

25) 유성덕, "국역・영역 성경의 어문학적 공헌 비교 고찰", 『신학지남』(52권 2호), 1985.6., 154～160쪽 참조.

없으며, chamberlain, archderacon, deacon, majordomo, steward 모두 '모든 일을 감독하는 사람'이라는 의미에서는 '집사'로 번역할 수 있지만 반대로 이 영어 단어들 역시 일괄적으로 집사로만 번역되는 것은 아니어서, 집사장, 청지기, 가령, 겸인, 겸종, 수청, 장반, 청직 등 다양하게 번역 가능할 것인데, 다만 현재 우리에게 흔히 알려진 집사는 'Bulter'의 의미이다.[26] 봉건시대 집사는 주로 장자에게 밀려 영지를 상속받지 못하는 차남이자 3남 등이 많았으니 영주의 가신이자 대리인 즉 영지의 2인자로서의 입지를 가진 존재로서 집사 밑에서 일하는 하인을 footman(보병)이라 하는 것도 이런 봉건 유풍에서 유래하였으며, 한편 영국에서는 업무의 치밀함 이상으로 과묵함을 제일 중요한 자질로 보았기에, '일 못하는 집사는 용서해도, 입이 가벼운 집사는 용서할 수 없다'는 분위기였다고 한다.[27]

3. 비밀준수의무

(1) 공법상 비밀준수의무

본인과 대리인과의 관계에서 비밀을 유지하는 것은 널리 통용되는 의무이다. 가령 소송대리인인 변호사에게 비밀준수의무가 인정된다.

변호사 또는 변호사이었던 자는 그 직무상 알게 된 비밀을 누설하여서는 아니 된다. 다만, 법률에 특별한 규정이 있는 경우에는 그러하

---

26) 나무위키 https://namu.wiki/w/%EC%A7%91%EC%82%AC (2016.6.1.)
(김희만, "신라의 왕권과 관직제", 『신라문화』(22권), 2003.8., 동국대학교 신라문화연구소, 144쪽)은 집사부가 565년에 창설되어 685년 완성되었으며 그 직무는 기밀사무와 왕명출납으로 됨
한편 protestant 교회 직역으로서의 집사라 함은 영어 deacon으로서, 교회 내에서 잡다한 행사를 진행하는 일을 하는데, 기독교 경전상 근거는 사도행전에서 온 것이라 하며, 초기 12사도들이 전도와 함께 다른 교회잡무도 맡기가 힘들어 사람을 뽑아 안수하여 회계를 맡긴 것에 기원한다(위 나무위키 웹페이지). 불교에 비교하자면 이판과 사판의 차이와 유래 자체는 유사한 것 같다.

27) 위 나무위키 웹페이지.

지 아니하다(변호사법 제26조). 이러한 수비의무는 유사 직역 전체에게 인정된다. 공증인에게도 인정되어,

공증인은 법률에 특별한 규정이 있는 경우가 아니면 직무상 알게 된 비밀을 누설하지 못한다. 다만, 촉탁인의 동의를 받은 경우는 그러하지 아니하다(공증인법 제5조).

한편 변리사에게는 도용 및 누설의 죄를 정함으로써 반대해석상 수비의무가 인정된다. 변리사이거나 변리사였던 사람이 정당한 사유 없이 업무상 알게 된 발명자, 고안자, 창작자, 특허출원인 또는 실용신안・디자인등록출원인의 발명, 고안 또는 창작의 비밀을 누설(漏泄)하거나 도용(盜用)하였을 때에는 5년 이하의 징역 또는 1천만원 이하의 벌금에 처한다(변리사법 제23조).

국민의 public servant로서 국가공무원에게도 비밀준수의무가 인정된다. 공무원은 재직 중은 물론 퇴직 후에도 직무상 알게 된 비밀을 嚴守하여야 한다(국가공무원법 제60조).

한 개인의 내밀한 사정을 알 수도 있는 의료인 그리고 의료기관 종사자들에게도 정보 누설금지가 정해져 있다. 의료인이나 의료기관 종사자는 이 법이나 다른 법령에 특별히 규정된 경우 외에는 의료・조산 또는 간호업무나 제17조에 따른 진단서・검안서・증명서 작성・교부 업무, 제18조에 따른 처방전 작성・교부 업무, 제21조에 따른 진료기록 열람・사본 교부 업무, 제22조제2항에 따른 진료기록부등 보존 업무 및 제23조에 따른 전자의무기록 작성・보관・관리 업무를 하면서 알게 된 다른 사람의 정보를 누설하거나 발표하지 못한다(의료법 제19조 제1항).

나아가 의료기관 인증에 관한 업무에 종사하는 자 또는 종사하였던 자에게도 같은 의무가 과해지고 있다. 의료법 제58조제2항에 따라 의료기관 인증에 관한 업무에 종사하는 자 또는 종사하였던 자는 그 업무를 하면서 알게 된 정보를 다른 사람에게 누설하거나 부당한 목적으로 사용하여서는 아니 된다(의료법 제19조 제2항).

이처럼 비밀준수의무가 인정될 때에 일정한 경우에 한하여, 증언거부권이 인정될 수도 있다.

- 증인은 그 증언이 자기, 친족이나 그 관계에 있었던 사람, 증인의 후견인이거나 증인의 피후견인이 공소제기되거나 유죄판결을 받을 염려가 있는 사항 또는 자기나 그들에게 치욕이 될 사항에 관한 것인 때에는 이를 거부할 수 있다(민사소송법 제314조).
- 증인은 아래 경우 증언을 거부할 수 있다(민사소송법 제315조).

변호사・변리사・공증인・공인회계사・세무사・의료인・약사, 그 밖에 법령에 따라 비밀을 지킬 의무가 있는 직책 또는 종교의 직책에 있거나 이러한 직책에 있었던 사람이 직무상 비밀에 속하는 사항에 대하여 신문을 받을 때(동조 제1호),

기술 또는 직업의 비밀에 속하는 사항에 대하여 신문을 받을 때(동조 제2호)

- 누구든지 자기, 친족 또는 친족관계가 있었던 자, 법정대리인, 후견감독인이 형사소추 또는 공소제기를 당하거나 유죄판결을 받을 사실이 발로될 염려있는 증언을 거부할 수 있다(형사소송법 제148조)
- 변호사, 변리사, 공증인, 공인회계사, 세무사, 대서업자, 의사, 한의사, 치과의사, 약사, 약종상, 조산사, 간호사, 종교의 직에 있는 자 또는 이러한 직에 있던 자가 그 업무상 위탁을 받은 관계로 알게 된 사실로서 타인의 비밀에 관한 것은 증언을 거부할 수 있다(형사소송법 제149조 본문).

물론 일정한 경우 비밀준수의무는 면제된다. 예컨대 공무원은 감독청의 승인이 있으면 이 의무가 면제된다. 즉 비밀을 지키지 말고 증언하여야 한다. 개인적인 신뢰관계가 있는 경우에도 이와 같다.

- 증인이 비밀을 지킬 의무가 면제된 경우에는 제1항의 규정을 적용하지 아니한다(민사소송법 제315조 제2항).

- 단, 본인의 승낙이 있거나 중대한 공익상 필요있는 때에는 예외로 한다(형사소송법 제149조 단서).

(2) 私法상 비밀준수의무

상법상 타인간의 상행위의 중개를 영업으로 하는 중개인(상법 제93조)은, 당사자가 그 성명 또는 상호를 상대방에게 표시하지 아니할 것을 중개인에게 요구한 때에는 중개인은 그 상대방에게 교부할 제96조제1항의 서면과 전조 제2항의 등본에 이를 기재하지 못한다(상법 제98조)고 하여 성명・상호의 묵비의무를 부과받고 있다.

4. 상사대리인과의 비교

상법상 지배인은 영업주에 갈음하여 그 영업에 관한 재판상 또는 재판외의 모든 행위를 할 수 있다(상법 제11조). 이는 물론 서구의 법률생활로부터 생성된 법체계를 우리나라에 이식한 것이다. 구미에서 지배인은 광범위하게 현실로 존재하는 제도이다. 우리 법생활상 현실에서 상법 조문처럼 광범위한 지배권을 위임받은 지배인은 많지 않다. 상업사용인 한 명을 선임하려고 해도 우리 법생활상 지배인들은 본인에게 확인해야 하는 경우가 많다고 할 것이다.

한국어에서 집사나 청지기를 검색하는 것보다 기독교 관련 문건에서 집사나 청지기를 검색한 것이 질과 양면에서 훨씬 많다. 그만큼 steward로서 집사나 청지기 등 관념이 광범위하게 사용되어 왔던 반증이라 할 것이다.

기독교 경전은 그리이스어를 중간 기점으로 하여 확산되었다. “οικονομία”(oikonomia)는 economy(경제) 또는 thrift(검약, 절약)의 의미, “οικονόμος”(oikonomos)는 bursar(회계관, 출납계원), butler, steward의 의미, οἶκος(oikos)는 house의 의미이다.[28] 이처럼 그리스어를 나열만 하더라도

28) http://www.kypros.org/cgi-bin/lexicon Greek-English Dictionary 참조(2016.6.1. 최종)

집사나 청지기의 의미가 무엇인지 파악될 수 있다.

Ⅲ. 기관투자자와 연기금자본주의

1. 기관투자자의 소극적행동

기관투자자는 종래 의결권을 적극적으로 행사하지 아니하였다. 일정 부분 정부의 책임도 존재한다고 할 수 있다. 그 이유는 다음과 같다.

증권거래법은 1962년 제정(1월 15일)되었고, 제정직후부터 증권파동 결제불이행(5월 31일)과 거래중지(6월 1일) 사태가 이어졌으며, 8월 31일의 증권시장 휴장과 9월 4일의 증권시장 재개장되는 진통 끝에 1963년 2월에는 주가가 폭락하여 다시금 휴장되었다.[29]

이렇듯 거슬러 올라가면 증권파동으로 말미암아 한국의 증권시장은 1960년대 내내 신뢰를 얻을 수 없었다. 당시 한국은 자본시장이 성숙하지 아니하여 투자 여력이 존재하지 않았다고 할 수 있지만, 증권파동은 후유증이 심각하여 이후 그나마 투자하려는 자는 거의 없었다.

1967년에는 증권거래량이 100억원에도 못 미치는 등 1960년대 내내 증권시장은 혼미를 거듭하였고, 이후 자본시장육성에 관한 법률(1968.11. 제정)이 제정될 때까지 증권시장은 유통시장에 한정되었으며, 그것도 미비하여 발행시장은 1968년 이전에 사실상 존재하지 않았으니 주식공모는 전무하였고 약간의 신주발행도 구주주의 인수 또는 무상증자에 의한 것일 뿐이었고 국공채발행조차 강제인수 또는 첨가소화에 의하여 발행된 非자율적인 것이었다.[30]

1960년대 상장기업수는 매우 적었다.

---

29) 성승제, “1960년대 초반 증권파동이 갖는 함의”, 『영산법률논총』(10권 1호), 영산대학교 법률연구소, 2013, 72쪽.

30) 위 “1960년대 초반 증권파동이 갖는 함의”, 2013, 73・74쪽.

<표 1> 1956년 증권거래소 개설 이후 상장기업 현황

연 도	기업수	연 도	기업수
1956	12	1967	24
1963	15	1968	34
1964	17	1969	42
1965	17	1970	48
1966	24	1971	50

출처 : http://gilbutbook.tistory.com/1130 (2016.6.1. 최종)

한국은 1970년대 자본시장을 육성하기 위하여 노력하였다. 증권파동의 악영향으로 거의 고사하다시피 한 증권시장을 되살리기 위하여 각종 당근도 제시하였다. 결과 영국의 증권거래법 체계를 도입하였다. 영국은 미국보다 앞서서 1960년대부터 적대적 M&A가 활발하게 이용되는 등 법제 정비를 이루어놓은 상태였다. 다만 차이점은 훗날 미국은 M&A를 모든 수단을 동원할 수 있게 열어놓는 방식으로 전화하였지만, 영국은 적대적 M&A를 하려면 일단 많은 책임과 투자가 이루어져야 가능하도록 하였다. 이러한 방식을 원용하여 증권시장을 규율하는 질서로서 채택한 결과, 한국은 자본시장이 발달하지 않은 상태에서 당시로서는 당연히 주식이 분산되지 않은 상태였다. 그러므로 영국식 법제를 이식한 결과 오히려 적대적 M&A가 불가능한 상태로 만들게 되었다. 당시 증권시장은 자본시장이 발전하지 않았고 주식분산이 이루어지지 않은 기업들의 상장과 공개를 독려하였으므로 적대적 M&A가 불가능하므로 사실상 경영권이 보장된 상태가 된 것이다. 정부는 경영권을 보장하는 방식의 법제를 채택하였던 것이고, 반면 주식유통시장에 다수 기업을 매대에 올려놓을 수 있는 결과 많은 기업들을 상장시키고 주식시장을 번창한 모습으로 만드는데 성공하였다.

2. 자본주의 4단계론과 연기금자본주의

(1) 자본주의 4단계론

자본주의 기업의 역사는 4단계로 구분된다고 보는 하버드대 Robert Clark 교수[31]의 견해가 있다. 다른 나라들도 시간상 후행할지라도 비슷한 경로를 따라간다고 보이기에 소개한다.

최근 200년간 미국에서 자본주의 기업의 역사는 4개의 단계로 유의미하게 구분되는데, 각 단계 사이의 진보는 우리 경제에서 계속 작동하는 중요한 기본 과정들을 보여주며, 무엇보다 각 단계는 그 단계를 전략적으로 규율하는 법제도(legal system)의 문제로 특징지워진다.[32]

① 19세기의 1단계는 회사수가 크게 늘어나면서 회사법이 주요한 법제도가 되던 시기였으며, ② 20세기초의 2단계는 크게 늘어난 많은 회사들이 경제력집중 현상으로 인수합병(M&A) 되면서 대규모공개기업(publicly held corporation)들이 나타나면서 개인투자자들을 보호하기 위한 투자자보호와 공시제도를 갖추기 위한 법제도적 기반인 증권법이 주목받던 시기이고, ③ 20세기 중후반인 3단계는 투자자가 자본제공자(대중)과 판단자(기관투자자; institutional investor)가 나누어져서 간

---

31) Robert Clark(1944-현재) Harvard Law School 학장 & Royall Professor(1989-2003). 현재는 같은 대학의 Austin Wakeman Scott Professor, 회사법(corporate law)과 기업지배구조(corporate governance)의 선도적 권위(leading authority). Yale Law school 정교수(tenured professor, 1979)
이상 http://hls.harvard.edu/faculty/directory/10165/Clark 그리고
https://en.wikipedia.org/wiki/Robert_C._Clark (2016.6.16. 최종)

32) “The history of capitalist enterprise in the United States over the last two hundred years can be meaningfully organized into four stages. The progression between stages displays a dual theme that suggests that some important basic processes are continually at work in our economy. Moreover, each stage is characterized by a distinctive set of problems to which the legal system has tried to respond by employing regulatory strategies appropriate for that stage”,
Robert Clark, The Four Stages of Capitalism, 94 Harvard Law Reivew. p.562 (1981).

접투자가 확산되던 때로서 금융회사의 건전성확보를 위한 제도가 중요하던 때, 그리고 ④ 20세기 후반인 4단계는 Savings planner 시대로서 미국 내입세법 §401(k) plan에 따른 종업원연금신탁처럼 무엇을 얼마나 투자할 것인지를 저축자 스스로가 아닌 어떤 단체의 대표자가 결정하는 때인데, 이 때는 투자자(자본제공자)가 또 나뉘어져서 plan 가입자와 투자방식을 판단하는 자가 분리되는데, 이 4단계에 미국에서는 1974년 종업원퇴직소득보장법(Employee Retirement Income Security Act: ERISA)이 주요 법제도로 등장하였다.[33]

(2) 각 단계별 법제도의 특징

위 자본주의 4단계론에서 말하고자 하는 요점은 미국에서 1970년대 시작된 4단계의 특징은, 기관투자자들에게 그 사회의 유동자본 대부분이 집중하게 된다는 것이다. 마치 어린아이가 성장하여 어른이 된 후에도 똑같은 식량을 제공하면 안 되는 것처럼 양적 변화를 초래한다면 같은 나라 같은 자본시장이지만 전혀 다른 사회적 현상을 불러오게 될 것이다. 비유가 신통치 않아서 잘 모르는 말로써 다시 부연하자면 양의 변화는 질의 변화를 수반한다.

위 1단계에는 가장 주요한 법제도가 회사법이 된다. 이는 사실상 동업관계를 규율하는 것이다. 오늘날 회사 제도라는 것은 특히 주식회사는 수많은 사람의 소자본을 집적해서 어느 일인도 가능하지 못할 대자본으로써 막대한 사업을 수행하는 제도임이 잘 알려져 있지만, 초창기부터 그러할 수는 없었다. 동업자 사이에서 발생할 수 있는 분쟁을 예상한다면, 어느 회사를 주도하는 주주 그룹과 非주도 주주 그룹이 나타날 것을 예상할 수 있다. 이 경우 소수파 주주의 권익을 보호하기 위하여 필요한 것은 주주권의 확보이며 그것을 위해 필요한 것은 대표소송 제도이다. 잘 알려져있다시피 이 대표소송은 그 발상

33) 성승제, “기관투자가의 경영개입”, 『비교사법』(13권 1호), 2006.3, 591～592쪽.

지인 미국의 경우 일반적으로 단독주주권을 원칙으로 한다. 그것이 수용과정을 거쳐 소수주주권이 일반적인 형태로 우리나라에 도입되었다. 오늘날 미국에서 대표소송은 일반적인 법제도가 아니다. Clark 구분론을 따르자면, 이미 미국 자본주의는 4단계 또는 그 이상 5단계에 접어든 탓이다.

참고로 Robert Clark의 4단계설에 영향받고 여기서 더 나가서, 현재 미국은 5단계에 진입하였다고 주장하는 논자도 있다.[34)]

2단계는 증권법이 중요하다. 동업자 시대에서 더 나아가면 회사에 이해를 갖는 자들의 범위가 대폭 증가한다. 그러면서 직접적이고 치명적인 이해를 갖는 것은 아니다. 즉 개인투자자들이 증가한다. 개인투자자들은 어떤 투자대상 회사에 대하여 파악하기 쉽지 않다. 알아볼 시간도 그리고 능력도 없는 경우가 많다. 개인투자자들의 눈과 귀를 가리지 않으려면 공시 제도를 확보하는 것이 필요하다. 내부자거래 제도를 정비할 필요가 있다. 왜냐하면 일반투자자들에게 주식을 떠넘겨놓고 내부자 그룹내에서 이익이나 손실을 자유롭게 처리하면 곤란한 때문이다. 미국은 1930년대 초반 증권법을 대대적으로 정비하기 시작하였다. 앞서 살펴본 것처럼 증권거래소를 중심으로 미국의 각 주별 회사법이 놓치고 있는 기업 규율제도들을 상장기준에 연성규범의 형태이지만 거부하기 힘든 방식(즉 상장기준)으로 정비하였다.

3단계는 투자자와 투자판단자가 나누어진 시기이다. 이 시기부터 개인투자자는 판단능력의 한계 등으로 인하여 직접적인 증권투자를 줄이기 시작한다. 투자업자에게 투자금을 맡겨놓는다. 1단계의 회사법상 대표소송 제도의 완비나 2단계의 내부자거래제한 제도의 설정 등은 (거의 완성되었다는 전제하에) 관심도가 낮아지고, 투자금액을 맡게 될 금융회사들의 건전성 감독이 중요한 법제도로 등장하게 된다.

---

34) 참고 Gordon L. Clark/ Tessa Hebb, “Pension Fund Corporate Engagement: The Fifth Stage of Capitalism”, 『Industrial Relations』 vol.59, (2004).

4단계는 기관투자자들에 대한 자본집중이 고조된다. 이 단계에 이르게 되면 자본시장을 규율하는 것은 연기금 경영자들이다. 오늘날 미국의 많은 영역에서 큰 영향을 미치는 월스트리트의 위용은 이 때 확립된 것이라 볼 수 있을 것이다. 장기자본이 자본시장에 축적이 되고 이것을 움직이는 것은 기관투자자들이다. 바로 이 시기인 1970년대 초반에 전세계는 2차 세계대전 후 처음으로 불황을 경험하게 된다. 석유위기도 이 때에 시작된다. 기관투자자들에 대한 자본축적은 최고치를 경신하고 있는데, 오히려 수익률은 낮아질 위기에 처하게 된다. 앞서 살펴 보았지만, 기관투자자들은 종전과 같이 소극적행동주의라 할 수 있는 Wall Street Rule을 벗어던지게 된다. 연기금들은 수익률을 위하여 적극적으로 강제로 인수합병M&A를 시키고 자본을 쌓아놓고 투자도 하지 않는 기업들은 인수후 재산을 출자환급받아 가는 등 주주적극행동주의의 가장 나쁜 모습으로 기억되는 행동들도 부수적으로 나타내게끔 된다. 그러나 기본적으로 기관투자자들은 장기투자를 하지 않을 수 없고 투자대상회사의 발전을 위하여 협력하지 않을 수 없다는 점에서 소위 주주행동주의와 스튜어드십 코드와의 이격도는 크지 않다. 뿐만 아니라 위와 같은 가장 부정적 인수합병 M&A조차도, 자본시장내에서 퇴장된 자본을 억지로라도 일으켜 세워서 투자하게끔 유인한다는 점에서, 오히려 1990년대 미국경제의 부흥을 불러일으킬 수 있었던 배경으로 볼 수도 있다.

(3) 연기금자본주의

Robert Clark의 자본주의 4단계론은 위대한 경영학자 피터 드러커[35]의 연기금자본주의(Pension Fund Capitalism)로부터 영향받고, 법률적으로 재구성한 이론으로 추측된다.

35) Peter Ferdinand Drucker(1909.11.19.-2005.11.11.) 오스트리아 빈 출생. social ecologist라 자칭.

현대 경영학의 대부로 추앙받는 드러커(Drucker)는 1976년 출간한『보이지 않는 혁명』(원제: The Unseen Revolution)에서, 미국이 연기금자본주의 단계에 접어들었다는 이론을 제기했고, 1996년에는 이를 개정하여『Pension Fund Revolution』을 출간하였다.[36]

연기금 자본주의는 오늘날 거스를 수 없다. 그것은 미국이 최초로 건너간 길이며, 다른 선진국들도 같은 길을 걸어가고 있으며, 조만간 한국도 같은 길을 걸어가게 될 것이다.

기관투자자에 의한 연금자산축적은 한 통계에 따르면 2012년 기관투자자 투자자산이 1281조 8천억원으로 추산(공적연금 406.6조원, 퇴직연금 67.3조원, 개인연금 78.8조원, 생명보험 543.1조원, 자산운용사 186조원)되며, 이것이 가까운 장래인 2020년에는 기관투자자 투자자산이 2,369～3,174조원(공적연금 750조원, 퇴직연금 378조원, 개인연금 128～213조원, 생명보험 870～1,475조원, 자산운용사・공모펀드 243～358조원)에 달할 것으로 추계되고 있다.[37]

물론 이 중 일부만 주식투자에 운용되고 있으며 그 중 상당부분은 해외주식투자에 나서겠지만, 주식투자에 운용되는 비율이 아무리 낮을지라도 연금자산축적이 갈수록 증가하는 터에, 국내주식자산에서 기관투자자의 투자비율은 갈수록 높아질 수 밖에 없다. 이것이 앞서

36) 한국경제 매거진 기사, 2013년 11월.
http://magazine.hankyung.com/money/apps/news?popup=0&nid=02&nkey=2013111800102073412&mode=sub_view (2016.6.16. 최종) 이 기사는 연금사회주의라고 적고 있다.
최근 금융위원회가 SC code 財界 비판론을 해명하고자 낸 2건 모두의 보도자료가 한국경제신문의 기사를 해명하는 것이다(각주3 참조). 그 외 이 신문은,『한경 사설, "이번엔 '스튜어드십 코드', 기업들 그만 좀 흔들어라", 2016.5.4. (A39면)』등, SC code에 대하여 비판적인 논조이다.
이 기사도 사회주의 관점이라는 점을 비판적 기술하는 듯 하다. 그러나 Drucker의 의도는, 사회주의국가 모두가 이루지 못한 진정한 근로자의 권익과 복지 향상을 미국이 이룩했다는 것을 지적한 것임은, 이 책을 1장만 읽어도 명약관화한데, 그러한 인식은 의도적 왜곡이거나 두뇌의 부족함을 자인한 것이다. P.F. 드러커 저/이규창 역,『보이지 않는 革命』, 檀大出版部, 1981.7. 참조.

37) 송홍선,『한국 자산운용산업의 미래: 전략과 과제』, 재무학회 세미나 발표자료, 2014.5.15., 슬라이드13 표 참조.

적은 미국에서 기관투자자들이 소극적행동주의인 월스트리트 룰을 포기한 이유이기도 하다. 정부 정책에 의하여 스튜어드십 코드라고 불리는 방안이 채택이 되던 주주적극행동주의라 불리는 것이 채택이 되건 어떠한 형태로든지 기관투자자의 참여는 증가할 수 밖에 없다. 만일 이것이 방해받는다면 우리가 축적한 연금자산은 단지 금융기법에 능한 외국계 투자단체들이 좌우하게 될 것이고 그만큼 우리 국력상 기회를 잃는 것에 다름아니게 된다.

Ⅳ. 스튜어드십 코드 쟁점

재계는『스튜어드십 코드 도입에 대한 경제단체 공동건의』라는 제목으로 이미 스튜어드십 코드에 대한 반대론을 표명한 바 있다.[38] 아래와 같이 그 핵심내용을 몇가지 항목으로 구분하여 검토해본다.

1. 투자자들의 경영참여(engagement)

재계 반대건의문은 몇가지 우려를 갖고 있는데, 우선 ⑴ 기업들은, ① 기관투자자의 적극적인 의결권 행사가 기업가치를 높일 수 있는지는 불확실하다고 하며, ② 상장기업이 모든 기관투자자와 대화하는 것은 현실적으로 어려우며, ③ 기관투자자는 기관투자자간 묵시적 협력으로 5% 룰을 적용받지 않고 의결권 행사가 가능하며, ④ 상장기업들의 비공개 정보 유출과 기관투자자의 악용이 우려되며, 다음으로 ⑵ 기관투자자들은, ① 기관투자자가 의결권 행사시 의결권 자문회사에 대하여 크게 의존할 전망이며, ② 기관투자자가 특정 산업에 집중 투자할 가능성이 있을 수 있다는 점을 우려한다.[39]

38) 전국경제인연합회/중소기업중앙회/코스닥협회/한국상장회사협의회/한국중견기업연합회,『스튜어드십 코드 도입에 대한 경제단체 공동건의 - 기업지배구조원 제정안(15.12.2) 중심-』, 2016.5.3. (이하 “재계 반대건의문”으로 인용함)

39) 재계 반대건의문 2～3쪽.

이에 대해서 검토해보면 본래 스튜어드십 코드가 경영참여를 전제로 하는 것은 맞다. 그것은 기업가치를 활성화하기 위해서는 종래 지적되어 온 선단식 경영에 의한 도미노 부실 방지를 위해서 필요하다는 점이 거론될 수 있다. 뿐만 아니라 특정 A기업에 대한 점유지분이 낮은 지배주주가 동시에 지배하는 B기업에 대하여 지분비율이 높은 것을 악용하여, A와 B 양자를 합병시키고 반대로 합병가치는 정확히 하지 아니하고 오히려 B의 주주들에게 이익이 되는 방향으로 합병한다던가 하는 방법으로 사익을 극대화하는 현상들이 많이 발견되었다. 이는 쉽게 알 수 있다시피 위 예시에서는 A기업에 대한 지분가치를 도둑질한 것에 다름 아니다.

한편 어떻게 보더라도 지속적 관찰(monitoring)을 전제로 대화(dialogue)를 수반하는 경영참여는 주주적극행동주의보다는 기존 지배주주들과 상호간 유익하면서도 협조적일 수 있다.

가령 스튜어드십 코드를 활용하는 경우, 만일 해당기업이 적대적 인수합병(M&A) 세력의 위협을 받는다면, 스튜어드십 코드를 통해 경영진과 신뢰를 쌓은 투자자들은 기존 경영진의 우호세력이 될 가능성이 높기도 하다.[40]

2. 정부 영향력 과다 가능성

주로 국내 기관투자자 중 자산규모가 막대한 국민연금이 스튜어드십 코드에 따라 투자대상회사들에 대하여 주주로서 의결권 등을 행사하면 정부의 기업경영에 대한 실질적 영향력이 증가될 것이라는 주장도 재계에서는 하고 있다.

금융위원회와 보건복지부 등이 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자의 스튜어드십 코드 가입을 권고하고 이행여부도 공시할 예정

40) 류영재 6월 3일 워크숍 발표문 11쪽.

이므로 정부 영향력이 커질 것이고, 국내 금융시장 거래비중이 큰 국민연금이 스튜어드십 코드에 따라 의결권을 행사하면 기업경영에 대한 정부의 실질적인 영향력이 증가할 것이 예상되는 바, 국민연금은 국내 금융자산(4,427조원) 대비 8.7%를 점하며, 국내 주식시가 총액(1,496조원) 대비 6.4%이며, 채권발행잔액(1,543조원)의 17.4%를 2015년 6월말 기준으로 점하고 있다는 주장이다.[41]

오늘날 재계반대건의문도 인용하고 있다시피 국민연금의 막대한 자산규모를 감안한다면, 이러한 재계의 불안 또는 주장을 일방적으로 배척하기는 어렵다. 국민연금은 법령상 업무의 위임·위탁 규정에 의하여 정부의 업무를 수행하는 것이기도 하다.

즉 보건복지부 장관이 위원장으로 있는 기금운용위원회를 통해 기금자산에 대한 전반적인 운용원칙과 전략적 자산 배분 등이 결정되는 것이 국민연금 자산운용의 지배구조이다.[42]

정부의 영향력을 줄이기 위한 노력은 필요하다고 보인다. 너무 큰 자산을 운용하는 단독기관은 바람직하지 않고 그것이 독점적으로 우리나라 대부분의 연금자산을 관리하는 것이기 때문이다. 이에 대해서는 국민연금 분할에 대한 요청이나 학술적 논의가 검토될 수도 있다. 그 밖에도 여러 가지 상법 제3편인 회사편에 여러 가지 부가규정을 둔다던가 하는 방법으로 개선방안을 찾을 수 있다.

그러나 공개적 공시 즉 의결권 행사나 방향이나 방법 등에 대한 공개적 공시(publicly disclosure)는 각국 스튜어드십 코드에 일반적으로 담겨있는 중요한 내용 중 하나이기도 한데, 이 점을 감안한다면 막연한 위 불안감이 곧 진실이라고 믿을만한 근거가 되지 못하게 한다.

여러 가지 방안을 통하여 충분히 정부의 영향력을 저감시킬 수 있으며, 특히 스튜어드십 코드를 한국형이라는 단서를 붙여서 제한적으

41) 재계 반대건의문 4쪽.
42) 류영재 위 워크숍 발표문 11쪽.

로 도입하려 하면 안 된다. 그렇게 제한적으로 도입한다면 오히려 정부 영향력이 과다할 길을 터주는 길인 탓이다. 한국형이란 단서를 떼고 이왕 제대로 도입하려면 제대로 도입함으로써 정말로 독립적인 의결권 행사가 이루어질 수 있도록 하는 것이 정부 영향력 과다 가능성을 미연에 방지하는 지름길이 된다.

3. 스튜어드십 코드 도입과 해외 투기펀드

이보다 더 국민들의 애국적 정서를 자극하고, 국민들로 하여금 재벌의 부작용을 개선하려는 요청을 무마시킬 수 있는 슬로건도 없다. 일단 투기펀드라는 것이 얼마나 되는지는 잘 생각해보아야 할 문제이며, 특히 재계의 목소리를 반영하는 미디어에서 주장하는 것 만큼 사악한 존재는 아니다. 나아가 헷지펀드의 행동은 비정상적인 기업 지배주주들의 행동이 결과한 것이 더욱 많다는 점에 유의하여야 한다.

4. 기타 기관투자자 문제를 개선 방안이 될 스튜어드십 코드의 장점

(1) 단기적 투자 관행 탈피

기관투자자는 본래 장기적 투자를 전제로 한다. 지속적으로 자금을 관리할 뿐 아니라 많은 자산을 관리하기 때문에 개인투자자처럼 소위 단타 매매의 행태를 보일 수는 없는 노릇이다. 그러나 국내 기관투자자들의 경우 오히려 단기적 투자 관행이 많이 관찰된다. 이는 해외투자자가 헷지펀드이고 소위 투기적 펀드라는 선입견에서 벗어나면 보일 수 있는 행태들이다.

장기적 투자를 함으로써 기관투자자는 상장기업들과 동반자적인 자세를 또는 관계를 형성할 수 있고, 상장기업들도 소수주식만을 점유

하면서도 전체 회사의 이익을 대표하는 것처럼 위장하는 지배주주들의 손으로부터 벗어날 때이다. 그것이야말로 진정한 상장기업 내지 국내 기업들의 회사 자체의 이익을 찾는 길이 될 것이다.

(2) 폐쇄적 경영

기업과의 대화(dialogue)는 스튜어드십 코드의 핵심 요소 중 하나이다. 기관투자자는 대화를 통해 상장기업들을 잘 관찰할 수 있고 문제 발생을 미연에 방지할 수 있다. 문제 발생을 미연에 방지하는 것은 당해 기업에게도 큰 이익이 되는 것이며 일부 경영을 전횡하지 못해서 답답하게 될 지배주주를 제외한 모든 다른 주주들과 이해관계자들에게 이익이 될 길을 찾을 수 있다.

(3) 이해상충 과다의 문제

국내 기관투자자들은 사실 이해상충(conflicts of interest)의 문제를 안고 있는 경우가 많다. 국내 자본시장이 협소하고, 각종 인맥과 학맥으로 연결되는 경우가 많기도 하거니와, 그 외에도 본질적으로 나의 사업상 기회가 내가 기관투자자의 대표성을 띠고 관리하는 상장기업들로부터 얻어지는 경우가 충분히 많을 것이다. 여러 가지 결부된 원인들이 많겠지만, 국내 기업들이 소수의 기업집단으로 분류 및 편성되어 있다는 점을 첫째로 꼽을 수 있다. 둘째 국내 대학 등 인맥에 의존하는 사회적 구조가 몇 개 대학에 주로 편중된 인사들의 만남을 통한 압력으로 작용하는 일이 적지 않다는 점도 있다. 셋째 국내 시장의 경제력집중 문제가 심각하여 나의 사업상 기회가 그 주변으로부터 얻어질 가능성이 너무 높다 는 등의 이유가 즉시 제기될 수 있다.

이 문제를 극복하기 위해서라도 본질적으로 스튜어드십 코드가 제대로 정확하게, ‘한국형’이라는 딱지를 떼고 시행될 필요가 있다.

(4) 기관투자자 전문성과 경영참여

자본시장 형성이 뒤늦고 경영참여의 전통이 짧으며, 비공식적 사회 채널을 통해 문제를 해결해온 사회적 경험은 기관투자자의 전문성을 높이는데 지장을 초래한다.

기관투자자들은 위에 열거한 이해상충 과다의 문제점을 해결할 뿐 아니라, 전문성 향상 그리고 경험도를 높여야 할 필요를 갖고 있다.

한편 경영참여는 일시적인 것이 아니고 오랜 시일에 걸쳐 협조적이고 포괄적으로 경영자와 협조하라는 책무를 기관투자자에게 부여하는 것이어서 이러한 문제를 해결하는데 도움을 줄 수 있다.

그 밖에 스튜어드십 코드는 대리인 문제 즉 투자자들이 기업에 대하여 경영을 잘 관리감독할 수 있는 길을 열어주는 문제로서, 본질적으로 자본시장의 활력을 높임으로써 자본시장의 생산성도 높이고 참여한 당사자들 모두의 이익을 증진시키는데 기여할 수 있다.

제 3 장 각국의 스튜어드십 코드 원칙 비교

Ⅰ. 서

스튜어드십 코드 제정의 의의는 법률이나 규칙에 의한 통제(Comply only)가 아닌, 원칙을 기준으로 하는 자율 규제(즉 Comply or Explain)로 전환하는데에 있는 바, 규칙에 의한 통제는 금융당국 등 제정 주체가 정해 놓은 규칙을 참여자들이 개별 연건과 무관하게 무조건 준수하도록 할 것이지만, 원칙을 기준으로 하는 자율규제라 함은, 참여자들의 상소 소통과 동의를 근간으로 하는 차이를 보이는 것이며, 스튜어드십 코드는 이러한 상호 소통과 동의를 근간으로 하게 된다.[43]

자율규제라 함은 본래 시장에서부터 비롯하는 것이다. 대표적인 것으로는 사외이사제도가 있을 텐데, 우리 기업경영과 관련하여 사외이사 제도는 1990년대 후반부터 법상 등장하기 시작하였다. 그것은 당시 IMF 금융위기 극복을 위한 법제도 개선을 위한 급한 대책으로서 등장한 것이다. 그런데 본래 사외이사 제도의 경우, 미국에서부터 발생할 당시에는 법상 등장한 개념인 것은 아니고, 증권거래소에 상장된 기업들에게 요구되는 상장조건 중 하나로서 등장하였다. 그것은 소위 규제완화경쟁(race to the bottom)를 펼치는 미국 각주 회사법들은 최소한의 규제를 통해 각 기업들을 유치하려고만 하다보니, 최소한의 규제 장치도 없앤 경우가 많았다. 결국 기업과 그 성과를 관찰하여야 하던 미국의 연금, 기금 등 투자자 또는 자산운용사들이 증권거래소로 하여금 안전장치를 마련하게 하였던 것들 중 하나로서 사외이사 제도가 등장한 것이다. 이렇게 본다면 사외이사도 연성규범이고 스튜어드십 코드도 연성규범이란 점에서는, 동일하지만 기업들이 지켜야

43) 대신경제연구소,『Issue Report』“한국형 스튜어드십코드 도입 추진에 대한 제언”, 2015.8.5., 6쪽.

할 규범으로서 도입되는 과정에서 전자는 성문법 상 규정되었다. 스튜어드십 코드 또한 연성규범으로서 등장한 것이지만 성문법에 기재하는 것을 굳이 부정할 필요는 없을 것이다.

스튜어드십 코드를 우리나라에 앞서 제정하거나 채택한 나라들의 경우 공통적인 사항으로서 꼽을 수 있는 것은, ① 명확한 스튜어드십 코드 정책의 수립과 이행 방안 공시, ② 투명한 이해상충 해소 방안 수립, ③ 피투자기업의 지속성장을 촉진하기 위한 관찰(monitoring) 방안 수립, ④ 건설적 관여를 통한 피투자기업에 대한 이해 확대, ⑤ 의결권 행사에 대한 명확한 정책과 활동 공시, ⑥ 스튜어드십 코드 준수사항을 공시하는 방법을 명시하는 것 들이다.[44]

각국의 스튜어드십 코드는 국가별 상황을 반영하여 제정되는 때문에 원칙들이 서로 동일하지는 않는 바, ① 일본 스튜어드십 코드의 가장 큰 특징은 기관투자자의 피투자기업에 대한 전문지식 확보를 별도의 원칙으로 다룬 것이며, 이는 전통적으로 일본 기업들의 폐쇄적이고 기업 경영과 관련한 외부 간섭을 선호하지 않는 점을 고려하여 기관투자자들의 역량을 강화하도록 주문하는 것으로 해석할 수 있으며, ② 스튜어드십 코드의 원조라 할 수 있는 영국의 경우 가장 큰 특징이 기관투자자 연대를 별도 원칙으로 다루고 있으나, 일본 또는 말레이시아 등은 원칙이 아닌 단순한 지침으로 다루어 스튜어드 코드 내 기관투자자 연대의 비중은 상대적으로 작은 편이며, ③ 말레이시아는 지배구조(Corporate Governance: CG) 뿐만 아니라 ESG(환경, 사회, 지배구조) 관련 사항을 별도 원칙으로 명시하는 차별성을 각각 보이고 있다.[45]

44) 위 대신경제연구소 글 6쪽.
45) 위 대신경제연구소 글 6쪽.

<표 2> 각국 Stewardship Code 원칙 비교

주요 사항	영 국	일 본	말레이시아
Stewardship 공시	원칙1	원칙1	원칙1
이해상충 문제	원칙2	원칙2	원칙4
피투자회사 monitoring	원칙3	원칙3	원칙2
피투자회사 관여	원칙4	원칙4	원칙3
기관투자자 연대	원칙5	-	-
의결권 행사	원칙6	원칙5	원칙6
Stewardship 행위 보고	원칙7	원칙6	-
피투자회사 전문지식 확보	-	원칙7	-
지배구조와 ESG 고려	-	-	원칙5

출처 : 대신경제연구소 윗 글 7쪽 표6

Ⅱ. 영 국

영국 스튜어드십 코드(UK Stewardship Code)는 Institutional Shareholders Committee(기관투자자 주주 위원회, 이하 'ISC')의 『기관주주 및 대리인의 책임에 관한 원칙(The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles』을 전적으로 수용하여, 재무보고위원회(Financial Reporting Council: FRC)가 2010년 7월에 제정하였고, 2012년 9월에 일부개정되었다.[46)]

흔히 얘기되는 것이 스튜어드십 코드는 영국 고유의 제도라는 것이다. 스튜어드십이라는 것도 집사 또는 청지기로 번역되는 것으로서,

46) 정윤모, 『기관투자자의 수탁자 책임과 스튜어드십 코드의 도입』, 『2015 스튜어드십 코드 도입 공청회 발표자료』, 2015.12.2., slide 20.

영국 고유의 과묵하고 성실한 관재인을 연상시키는 것이다.

영국의 이 스튜어드십 코드는 기관투자자의 적극적인 주주권 행사를 독려하고 어떻게 행사할 것인지에 대한 지침으로서 기관투자자의 체계적인 주주권 행사를 지원하기 위하여, 자산수탁을 통해 복합적인 투자사슬이 형성되는 새로운 환경에서 기업가치를 증진시키고 고객이익을 보호하고자 수탁자책임(fiduciary duty) 보다 더 포괄적인 스튜어드십 개념을 사용한 것이며, 그 코드를 사용하기로 서명한 기관은 2014년말 기준 약 300개로서 Asset Manager 201개, Asset Owner 81개, Service Provider 13개이다.[47]

즉 종래 스튜어드십이라 함은 영국 고유의 관습 내지 풍속인 것으로 이해되어 왔던 것인데, 그러한 조금 더 밀착되고 책임지는 태도를 기관투자자의 행동 패턴으로 끌어들이기 위하여 종래 수탁자 책임보다 강화된 행동규범을 보급 내지 확산하기 위한 방편으로 스튜어드십 코드를 제정하게 되었다.

이 2012년 9월에 개정된 스튜어드십 코드의 내용은 5개 장으로 구성되는 바, ① 스튜어드십 및 코드: 스튜어드십의 의의와 목적, ② 코드의 적용은 기관투자자로 한정된다는 것, ③ 이 대목은 널리 알려진 것이다. comply or explain(준수하거나 그렇지 않으면 설명) 조항으로서 서명기관이 원칙과 지침을 준수하지 않는 이유를 설명할 것, ④ 코드의 원칙은 7개이며, ⑤ 스튜어드십 코드 7개 원칙 및 그 해설로 구성된다.[48]

영국의 스튜어드십 코드[49]의 원칙은 다음과 같다.

① Principle 1 : Institutional investors shoul publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities. 기관

47) 위 발표자료 슬라이드 20.

48) 위 발표자료 슬라이드 21.

49) 아래 원칙 7개 원문은, FRC, The UK Stewardship Code, Sep. 2012 (https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx, 최종 2016.6.10)

투자자들은 스튜어드십 책임들을 어떻게 집행하려는 것인지에 대한 그들의 정책을 공개적으로 공시하여야 한다.

스튜어드십 활동은 회사의 전략, 성취, 자본구조 그리고 문화나 보수 등 기업지배구조 문제들에 대하여 관찰(monitoring)하고 참여(engagjng)하는 것이 포함된다. 참여는 회사 주주총회에 의결권 행사 등의 문제를 포함하여 의미심장한 대화를 말한다.

② Principle 2 : Institutional investors should have a robust policy on manageing conflicts of interest in relation to stewardship which shold be publicly disclosed. 기관투자자들은 이해상충 관리에 대한 확고한 정책을 가져야 하고 공개 공시하여야 한다.

기관투자자들의 의무는 고객과 수익자들의 이익에 따라 행위하여야 한다는 것이다.

③ Principle 3 : Institutional investors should monitor their investee companies. 기관투자자들은 그들의 피투자자들을 관찰하여야 한다.

효율적인 관찰은 스튜어드십의 핵심이다. 그것은 효과를 위해 정기적으로 점검되어야 한다.

④ Principle 4 : Insititutional investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate stewardship activities. 기관투자자들은 그들이 스튜어드십 활동들을 언제 그리고 어떻게 고양할 수 있을지 명백한 지침을 수립하여야 한다.

⑤ Principle 5 : Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate. 기관투자자들은 적절한 장소에서 다른 투자자들과 단결하여 행동하여 한다.

다른 투자자들과 협력하는 것은 참여를 위한 가장 효과적인 방법이다. 단체참여(collective engagement)는 의미심장한 기업 또는 널리 경제적 강도가 가장 적절한 때에 하거나 의미심장한 가치로 위험을 없앨 수 있을 때 한다.

⑥ Principle 6 : Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. 기관투자자들은 의결권이나 의결권활동의 공시에 대하여 명백한 정책을 가져야 한다.

⑦ Principle 7 : Institutioanl investors should report periodically on their stewardship and voting activities. 기관투자자들은 그들의 스튜어드십과 의결권활동에 대하여 정기적으로 보고하여야 한다.

기관투자자들은 그들의 스튜어드십 활동의 명백한 기록을 유지하여야 한다. 자산관리자들은 정기적으로 그들의 고객 또는 수익자들에게 어떻게 그들의 책임들을 집행하였는지에 대하여 설명하여야 한다. 그 보고들은 질적으로 그리고 양적으로 충분한 정보가 담겨져야 한다.

Ⅲ. 일 본

일본은 2012년 12월 일본정부 주도하에 경제부흥을 슬로건으로 하여 그에 필요한 경제정책과 성장전략을 수립하고, 엔고와 디플레이션을 제거할 것을 목표로 내각에 일본경제재생본부를 설치하였다.[50]

당시 일본은 아베 총리[51](2012.12 이후 재임)가 집권하면서 20년 동안 침체되어 온 일본을 경제적으로 활성화하고 침체한 내수를 살리겠다는 목표를 내세웠다. 일본판 양적완화를 실시하여 지속되어 온 디플레이션을 제거하고 경제활성화에 최적이라 할 수 있는 2% 수준의 물가상승율을 달성하고자 하였다.

2013년 1월 일본 정부는 산업경쟁력과 해외 사업활동을 강화하고자 일본경제 재생본부 산하에 산업경쟁력 회의를 설치하고, 2013년 4월 총리가 재무성 장관에게 기업의 지속적인 성장을 촉구하고자 기관투자자가 수탁자 책임을 이행하도록 할 원칙을 마련하도록 지시하게 되

50) 정윤모 발표자료 슬라이드 23.

51) あべしんぞう(安倍晋三), 1954.9.21. 출생, 2012.9. 일본 자유민주당 총재, 2012.12. 이후 내각총리대신 재임.

었으며, 2013년 6월 내각은 스튜어드십 코드를 검토하고 취합하려는 결정이 포함된 일본재흥전략을 승인하게 되는데, 이에 따라 2014년 2월 26일 스튜어드십 코드를 제정하게 되며, 2015년 8월말 기준으로 이를 수용하기로 한 기관투자자는 총 197개에 달하여 신탁은행등 7개, 투신·투자자문회사 등 139개, 생명보험회사 17개, 손해보험회사 4개, 연금 등 23개, 기타 의결권행사자문회사 등 7개가 포함된다.[52]

이렇듯 일사불란한 과정을 거쳐서 일본에서 스튜어드십 코드가 제정된 것은 상당히 의외라고 할 수 있다. 그만큼 장기간 침체되어 있던 일본 경제 부활에 대한 국민적 소망이 적지 않다는 점을 보여주는 것이기도 하며, 그것을 정곡을 찌르고 집권에 성공한 아베 총리가 실제 정책 실행권한을 강력히 보유한 것은 그런 총체적인 여망을 잘 집약했기 때문이라 할 것이다. 그러나 역시 영국 스튜어드십 코드의 핵심이라 할 수 있는 공동행동의 원칙은 일본 스튜어드십 코드에서는 배제되었다는 점에서 일정한 한계를 갖고 있다.

일본의 소위『責任する機關投資家の諸原則』은 다음과 같다.

① 기관투자자는 스튜어드십 책임을 다하기 위한 명확한 방침을 책정하고 이를 공표하여야 하며, ② 기관투자자는 스튜어드십 책임을 다하는데 있어 괸리하여야 할 이해상충에 대하여 명확한 방침을 책정하고 이를 공표하여야 하고, ③ 기관투자자는 투자先 기업의 지속적인 성장을 위한 스튜어드십 책임을 적절하게 다하기 위하여 당해 기업의 상황을 정확하게 파악하고, ④ 기관투자자는 투자先 기업과의 건설적인『목적을 가진 대화』[53]를 통해서 투자先 기업과 인식을 공유하도록 도모함과 동시에 문제의 개선에 노력하여야 한다. ⑤ 기관투자자는 의결권 행사와 행사결과의 공표에 대하여 명확한 방침을 가짐

52) 정윤모 발표자료 슬라이드 23.

53) 다른 것도 같지만, 이것은 UK Stewardship Code 내용중의 purposeful dialogue를 직역한 것임. 필자 주.

과 아울러 의결권 행사방침에 대하여 단순히 형식적 판단에 그칠 것이 아니라 투자선 기업의 지속적인 성장에 기여할 수 있도록 연구하여야 한다. ⑥ 기관투자자는 의결권 행사도 포함하여 스튜어드십 책임을 어떻게 다할 것인지에 대하여 원칙적으로 고객·수익자에 대하여 정기적으로 보고하여야 한다. ⑦ 기관투자자는 기업의 지속적인 성장에 기여하도록 투자선 기업과 그 사업환경에 관한 깊은 이해에 기초하여 당해 기업과의 대화와 스튜어드십 활동에 수반하는 판단을 적절하게 할 수 있는 실력을 갖추어야 한다.[54]

Ⅳ. 기 타

1. 말레이시아

말레이시아 증권위원회(The Securities Commission of Malaysia) 는 시장규율을 강화하고자 2011년 기업지배구조 청서(Corporate Governance Blueprint(Chapter 2: Role of Institutional Investors))를 발표하였고, 그 결과 2014년 6월에 제정된 말레이시아판 스튜어드십 코드인『기관투자자들을 위한 말레이시아 스튜어드십 코드』(Malaysian Code for Institutional Investors)는 이 청서의 결과물인데, 아무튼 이 말레이시아판 스튜어드십 코드 또한 2010년 영국 FRC가 기관투자자의 주주권 행사에 관하여 권고한 영국 스튜어드십 코드e와 일본판 스튜어드십 코드와 동일한 취지에서 출발하게 된 것이라 할 수 있다.[55]

잘 알려져있다시피 말레이시아는 대략 150-160여년간 영국의 지배를 받다가 싱가포를 제외한 말레이반도 일대가 통합하여 독립한 국가

54) 신창균, 일본판 스튜어드쉽 코드(Stewardship Code) -『책임 있는 기관투자자의 제(諸)원칙』, 한국기업지배구조원, 기업지배구조리뷰 통권 제 74호(2014년 5/6월)

55) 정윤모 위 발표자료 슬라이드 26.

이다. 영국의 영향력이 적지 않으리라는 것은 예상할 수 있는 일이다. 영국의 정책 수립은 항상 말레이시아에 영향을 주었을 것이며, 또한 이전부터 동방주시정책에 따라 일본의 영향도 있을 수 있다.

이 말레이시아판 스튜어드십 코드 또한 법적 강제성은 없으며, 기본적으로 준수하거나 그렇지 않으면 설명하라(Comply or Explain) 방식을 채택한 것도 같다고 할 수 있고, 최초 서명기관은 헤르메스 펀드(Hermes Fund Managers) 등 6개였다고 하며, 말레이시아의 그것은 6원칙으로 구성되며, ① 기관투자자는 스튜어드십 책임에 대한 방침을 공개하여야 하며, ② 기관투자자는 투자대상기업에 대하여 모니터링을 하여야 하고, ③ 기관투자자는 투자대상기업에 적절한 방법으로 관영하여야 하고, ④ 기관투자자는 이해상충을 다루기 위한 명확한 방침을 수립하고 공시할 것, ⑤ 기관투자자는 기업지배구조와 지속가능성 요인을 투자의사 결정과정에 포함시킬 것, ⑥ 기관투자자는 의결권 행사방침을 공표할 것을 내용으로 한다.[56]

2. 국제기업지배구조네트워크

국제기업지배구조네트워크(International Corporate Governance Network: ICGN)은 2014년 ICGN 글로벌 거버넌스 원칙(ICGN Global Governance Principles)을 발간하였다.

동 ICGN 원칙 자료는 이사회에 대한 A Section은 ① 책임(Responsibilities), ② 리더십과 독립성(Leadership and independence), ③ 선임의 구성(Composition and appointment), ④ 기업문화(Croproate culture), ⑤ 위험관리(Risk oversight), ⑥ 보수(Remuneration), ⑦ 보고와 회계감사(Reporting and audit), ⑧ 주주총회(General meetings), ⑨ 주주권리(Shareholders)의 항목으로 가이드라인을 제시하였다.

56) 정윤모 위 발표자료 슬라이드 27.

이어서 ICGN 원칙 자료는, 기관투자자들에 대한 B 섹션을 두고 있다. 그것은 ⑩ 책임(Responsibilities), ⑪ 리더십과 독립성(Leadership and independence), ⑫ 역량(Capacity), ⑬ 이해상충(Confilicts of interest), ⑭ 보수(Remuneration), ⑮ 관찰(Monitoring) ⑯ 경영참여(Engagement), ⑰ 의결권(Voting)의 항목으로 구성되어 있다.

3. 남아프리카 공화국

남아프리카 공화국은 CRISA Code(남아프리카 책임투자 준칙, Code for Responsible Investing in South Africa)을 금융서비스이사회(Financial Service Board)와 요하네스버그 증권거래소(Johannesburg Stock Exchange)의 지원을 받아 2011년 제정하였다. 역시 '준수하라 그렇지 않으면 설명할 것'(The apply or explain) 조항을 이 코드의 기본 원칙으로 삼고 있다. 그 밖에 5원칙[57]을 보유하는데 첫 원칙 조항으로는 기관투자자가 ESG를 포함한 지속가능성을 중시하도록 권장하고 있다.

4. 네덜란드

네덜란드는 기업지배구조포럼(Corporate Governance Forum : EUMEDION)을 통하여 EUMEDION 참가자들이 그들의 투자회사에 대한 지분소유권에 관한 모범규준(Best Practice for Engaged Share-Ownership Intented for EUMEDION Participants)을 2011년 6월 30일 채택하였다.[58] 모범규준 내용을 보면 아래와 같다.

한편 Eumedion은 네덜란드의 기업지배구조 포럼의 이름이다. 그 이름은 그리이스어의 수호자라는 뜻에서 따온 것이다.

57) http://www.lrs.org.za/docs/The%20CRISA%20Code%20summary.pdf (2016.6.10.)

58) http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf (2016.6.11.)

최선관행(Best Practices) 1 : Eumedion 참가자들은 그들의 네덜란드에 있는 투자대상 회사들을 관찰하여야 한다.

최선관행 2 : Eumedion 참가자들은 그들의 주주들의 권리를 실행할 수 있는 명백한 정책을 갖고 있어야 하며, 여기에는 네덜란드에 있는 투자대상회사들과 기타 참여활동에 대한 대화방법이 포함되어 있어야 한다. 그들은 적어도 1년에 1회 이상 그들의 정책을 설명하여야 한다.

최선관행 3 : Eumedion 참가자들은 네덜란드에 있는 투자대상회사의 이사회에 확신을 갖을 수 없는 상항이 발생하지 않도록 취급하는 정책을 갖고 있어야 한다.

최선관행 4 : Eumedion 참가자들은 적절한 경우 다른 Eumedion 참가자들이나 다른 투자자들과 단결(collectively)하여 행동할 것을 요구받고 있다.

최선관행 5 : 기관투자자들은 주주관계와는 분리된 네덜란드에 있는 투자대상회사들과 사이에 다른 사업관계(business relations)을 갖아야 한다.

최선관행 6 : Eumedion 참가자들은 의결권 정책과 공개적으로 공시된 그들의 정책을 밝혀야 한다. Eumedion 참가자들은 적어도 연 1회 그들의 의결권 정책을 보충하여야 한다.

최선관행 7 : Eumedion 참가자들은 그들이 네덜란드 회사들의 주주총회에 이들 투자대상회사들 대하여 갖는 모든 지분에 대한 의결권을 정보제공하여야 한다. Eumedion 참가자들은 그들의 횟가 경영상 행동에 대한 이 의결권에 대한 이유를 설명하여야 한다.

최선관행 8 : Eumedion 참가자들은 네덜란드의 투자대상회사들에 대한 지분을 어떻게 의결권행사할 것인지 적어도 분기에 한 번씩 공개적으로 공시하여야 한다.

최선관행 9 : Eumedion 참가자들은 환경 그리고 사회적 정책과 그들의 주주권 행사에 대한 정책을 밝혀야 하며 여기에는 상장기업들과의 대화를 포함하여 기타 참여활동을 포함하여야 한다.

최선관행 10 : [59]

네덜란드 기업지배구조 포럼의 모범규준이 갖는 가장 큰 특징은 영국과 마찬가지로 단체행동을 기업지배구조 포럼의 참가자들에게 제시하는 것이다. 한편 오히려 영국보다도 더 숫자가 많은 원칙을 제안하고 있다.

5. 캐나다

캐나다는 주주의 목소리(The Voice of the Shareholder)라는 슬로건과 함께 활동하는, 우량지배구조캐나다연합(The Canadian Coalition for Good Governance)이 2010년 12월에, 지배구조감시, 의결권 및 주주참가의 원칙(Principles for Governance Monitoring, voting and Shareholder Engagement)을 선언하였다.

구체적 내용은 CCGG원칙(CCGG policy)으로 웹사이트에 게시되어 있다.[60]

원칙(principle) 1 : 투자대상회사 관찰(monitoring of Investee Companies)

원칙 2 : 의결권 행사(Exercising Voting Rights)

원칙 3 : 지배구조 문제에 대하여 투자대상회사에 참가(Engaging with Investee Companies on Governance Matters)

원칙 4 : 규정과 정책 결정자와 관찰 및 참가(Monitoring and Engaging with regulators and Policy Makers)

원칙 5 : 의결권과 참여실행의 투명성 제공(Providing Transparency of Voting and Engagement Practices)[61]의 5대 원칙으로 구성되어 있다.

---

59) 이상은 http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf (2016.6.11.)

60) http://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Principles_for_Governance_Monitoring_Voting_and_Shareholder_Engagement-Formatted__2_.pdf (2016.6.12.)

61) 이상 http://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Principles_for_Governance_Monitoring_Voting_and_Shareholder_Engagement-Formatted__2_.pdf (2016.6.12.)

그 밖에 스위스 연금기금협회(Association of Swiss Pension Funds), 스위스 연방사회보장기금(Swiss Federal Social Security Funds), 스위스은행협회(Swiss Bankers Association) 등이 공개회사의 참여권 행사를 규율하는 기관투자자 가이드라인(Guidelines for Institutional Investors Governing the Exercising of Participation Rights in Public Limited Companies(2013))을 공표한 바 있고, 유럽펀드관리협회(EFAMA: European Fund Management Associaton)이 외부지배구조에 대한 EFAMA의 코드, 투자대상회사에 대산 소유지분권 행사 원칙(EFAMA Code for External Governance, Principles for the Exercise of Ownership Rights in Investee Companies(2011))을 제정한 바 있다.[62]

62) 위 정윤모 발표자료 슬라이드 30.

제 4 장 스튜어드십 코드(안)의 쟁점과 제도정비방향

영국을 필두로 하여 일본 등 각국에서 도입 및 시행되고 있는 스튜어드십 코드를 한국 금융당국도 적극 도입을 추진 중이었다. 2015년 12월 2일에는 공청회가 개최되었다. 그러나 더 이상 논의가 진척되고 있지는 않는 모습이다.

이하 한국에서의 원칙에 대하여 소개하고 검토한다.

Ⅰ. 공청회와『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』(안)

1. 도입 배경

최근 한국에서 계속 지적되는 지배주주 이익관철 현상(Owner Risk) 등 기업지배구조상 위험과 주주가치 하락과 그로 인한 기관투자자와 이들에게 자산을 맡긴 고객·수익자 등의 손실이 확대된다는 점이 지적되고, 대규모 기업집단의 부실경영과, 기업지배구조 그리고 지배주주 이익관철 현상 관련한 문제점이 부각되면서, 국내 자본시장에 대한 국제적 신뢰도가 하락한다는 주장이 제기된다.[63]

반면 기관투자자는 국내 주식시장에 대하여 많은 투자비중을 갖고 있음에도 이사회 등 투자대상 회사에 대하여 특별히 파악하려는 노력이나 성의가 부족하다. 다른 말로 한다면 주주로서의 권리를 실현하는데 대하여 소극적이다. 기관투자자가 국내 주식시장 또는 상장기업들에 대하여 투자한 자금은 기관투자자의 자산운용자의 자산이 아니다.

63) 송민경,『스튜어드십 코드 도입 방향과 세부 내용 - 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙』,『2015 스튜어드십 코드 도입 공청회 발표자료』, 2015.12.2., slide 4 참조.

수탁받은 자금에 대하여 관리 노력이 부족하다는 시각이 나타나는 이유이다.

한국의 경우 특정한 동일 지배주주가 지배하는, 소위 지배주주인 오우너가 존재하는 기업들이 다수 존재한다. 오우너라 불리우는 여러 기업들을 지배하는 지배주주는 자신의 이익을 극대화하기 위하여 자신이 보유한 주식이 점하는 크기 이상의 영향력을 행사하여, 자신이 지배하는 기업들의 소유구조를 바꾸는 경우가 많다. 2015년만 하여도 삼성물산과 제일모직 합병사건에 대하여 미국계 헤지펀드 엘리엇 간의 분쟁이 있었다.

이 경우 예를 들면 A 기업에 대하여 5%의 지분을 가진 지배주주가 B의 기업에 대하여 10%의 지분을 가졌을 때, 만일 A와 B 기업가치가 동액이라고 가정할 때, A와 B 두 기업을 동가치로 합병한다면 B보다 A에 대하여 보유한 지분이 적음에도 불구하고 같은 A의 주주가 더 이익이 되는 합병을 한 탓에 그 지배주주는 총액에 대하여 이익을 볼 수 있다. 만일 A라는 기업이 나머지 또 다른 지배하는 기업들 (가령 C, D, E, F, 등 다수)의 지주회사의 역할을 하는 기업인데 지분이 적어서 C, D, E, F 등 잔여기업에 대한 지배력이 부족한 상황이라면 해당 기업군에 대한 지배력을 강화하는 효과까지 덤으로 가질 수 있다.

2. 원칙(안) 검토

(1) [원칙(안) 1] 수탁자책임 정책 제정・공개

> 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산의 관리자・수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책 을 마련해 공개해야 한다.[64]

64) 한국형 스튜어드십 코드 제정 TF, “기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙(안)”, 『2015 스튜어드십 코드 도입 공청회 발표자료』, 2015.12.2. (이하 원칙(안)이라 인용함)

영국과 네덜란드 등 유럽의 스튜어드십 코드는 단순히 공시하는 것이 아니라 공개적으로 공시(publicly disclosure)할 것을 요구하고 있다. 양자의 차이는 별로 없는 것 같지만, 단순히 '공시' 하라는 것은 찾아보기 힘든 장소와 시간에 공시하는 것도 포함될 수 있기 때문이다. 공개적 공시는 홈페이지 등 누구나 손쉽게 찾고 접근할 수 있는 장소에 제시하라는 표현이다.

요컨대 단순히 '공개하여야 한다'는 표현은 번역의 오류나 그것이 아니면 의도적인 내용 축소에 가깝다.

(2) [원칙(안) 2] 이해상충 방지정책 제정・공개

> 기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 그 내용을 공개하여야 한다.[65]

위와 같은 점 즉 단순한 공개가 아니라 '공개적 공시'를 요건으로 하여야 한다.

공개적 공시를 요건으로 함으로써 우리나라처럼 소수의 기업집단이 다수의 대부분 기업과 관련성을 맺고 또는 장악한 폐쇄적 자본시장 구조 하에서, 사실상 불가능한 이해상충 회피를 조금이라도 더 가능하게 해 준다.

(3) [원칙(안) 3] 투자대상회사에 대한 지속적 점검・감시

> 기관투자자는 중장기적인 회사가치, 그에 따른 투자자산가치의 보존・증진을 도모할 수 있도록 투자대상회사를 지속적으로 점검・감시해야 한다.[66]

65)『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』(안)
66)『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』(안)

일반적으로 외국의 스튜어드십 코드 또는 모범규준(최선관행; Best Practice)들이 담고 있는 어휘인, 관찰(monitoring)의 사전적 의미에는 분명히 '감시'라는 표현이 포함되지만, 감시라기보다는 관찰 정도의 표현이 좋다. 감시라는 표현은 과도하다. 물론 감시도 하여야 하겠지만, 관찰이 어의가 상통한다. 스튜어드십 코드 채택에 대하여, 재계의 반발을 크게 불러오는 표현 중 하나가 감시라는 표현일 수 있다.

(4) [원칙(안) 4] 수탁자책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련

> 기관투자자는 투자대상회사와 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자책임 이행을 위한 활동전개시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.[67]

(5) [원칙(안) 5] 의결권 정책 제정・공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개

> 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침・절차・세부기준을 포함한 의결권정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사내역과 각 경우의 사유 역시 공개해야 한다.[68]

기관투자자는 의결권 정책에 대하여 지향점을 공개하여야 한다. 그리고 공개는 전술처럼 공개적 공시여야 한다. 의결권 행사내역과 사유 그리고 유사 사례에 대한 의결권 행사방향까지 포함하는 것이 바람직하다.

67) 『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』(안)
68) 『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』(안)

(6) [원칙(안) 6] 의결권 행사, 수탁자책임 이행활동 보고・공개

> 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.[69]

주기적이라는 것은 주로 연 1회 정도의 빈도로 받아들여지고 아마도 실제로 기관투자자 스스로도 만일 스튜어드십 코드가 채택될 경우, 1년으로 행사하려고 할 것으로 보인다. 통상 회계기준이 1년이기 때문이기도 하다. 참고로 네덜란드의 경우 분기별 보고를 주창하고 있다. 수익자들에게 1년은 길다고 보여진다.

(7) [원칙(안) 7] 수탁자책임의 효과적 이행을 위한 역량・전문성 확보

> 기관투자자는 수탁자책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.[70]

한국에서 일본 방안을 수입하여 제정한 내용이다.

즉 이것은 영국에서 정립된 스튜어드십 코드에는 없었으나, 일본판 스튜어드십 코드에서 나타난 내용을 직수입한 것이다. 우리나라 기관투자자의 역량에 대해서는 전술하여 지적하였지만, 장기적 투자자 관점에서 투자대상회사와 대화(dialogue)하고 관여(engagement)하기에는 그 능력이 미흡한 측면이 있다. 그러나 이것은 원칙에 규정하기에는 바람직하지 않다.

시키는 움직임을 보이고 있다. 예의주시할 부분이 아닐까 생각한다.

---

69)『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』(안)
70)『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』(안)

Ⅱ. 스튜어드십 코드 정비 방안

1. 성문법 제정방안 검토

앞서 적었듯이 선진 자본시장 특히 미국의 경우 증권거래소들은 그 상장규칙에 각종 투자자보호 규정과 기업지배구조를 건전화하기 위한 장치들을 부착시키는데 노력을 경주해 왔다. 증권거래소는 특히 뉴욕증권거래소의 경우 위험도가 높은 기업들이 상장하는 것을 오히려 제한하고자 하였으며 이는 주식매매에 참가하는 거래소 회원들의 안전을 도모하고자 하는 목적도 있었던 것이었다는 점을 알 수 있었다. 당시 거래소 회원들은 더 나아가 기업지배구조 건전화 상장규정들을 확대하는데 관심을 가졌었다. 이 경우 얘기되는 상장규칙들은 결국 연성규범이라 할 수 있다.

재계 반대건의문에 나오는 스튜어드십 코드가 지나친 강행규범적 성격을 띤다는 것은 자가당착적 표현임을 알 수 있다. 기업 지배주주들은 증권거래소에서 상장함으로써 자본조달이나 기타 편익을 누릴 수 있다. 투자자들의 안전을 보호하고 (심지어) 스튜어드십 코드 같은 해당 상장회사들의 안전성을 높이고 회사의 발전을 도모할 수 있는 연성규범이 강제적 성격이라서 채택이 곤란하다고 하는 것은, 적절한 비판이라 하기 힘들다.

예전의 월스트리트 룰은 투자대상 상장회사가 부적절해보이면 투자자들이 투자자본을 회수하라는 것이었지만, 오늘날의 새로운 월스트리트룰은 상장의 편익을 누리면서 투자자들을 보호하는 규정을 수용하지 않으려면 상장을 철회하는 것이 바람직하다고 할 수 있다.

미국 등 선진자본시장에서 생성된 많은 연성규범들은 우리나라에서 성문법 제정의 길을 걸었다. 사외이사 제도나 독립이사(independent

director)의 요건과 필수적 구성원화 하는 것 등이 그러한 유에 해당한다. 그것은 앞서 지적했다시피 우리나라는 자생적 자본주의 또는 시장에 의한 자본주의가 생성되지 못했었기 때문에, 법적 정당성의 원천을 성문법 규정으로부터 획득하려고 하기도 하는 탓이다.

스튜어드십 코드를 성문법상 법전에 편입하는 방법이다. 편입할 법의 유형은 자본시장법이 적절해 보인다. 그렇지 않다면 증권거래소 상장규칙으로 하는 것도 일응 적당할 수 있다.

2. 스튜어드십 코드 활성화 기관

성문법에 편입시킴으로써 법적 정당성을 보충하려는 관행이 존재하기 때문에, 스튜어드십 코드 또한 담당기관을 지정하는 방안도 성과 확산을 위하여 바람직할 수 있다. 물론 성문법 편입 방식이나 활성화 기관을 마련하는 방식 모두 애당초 연성규범의 성격과는 합치하지 않는다.

기관투자자의 이해상충 문제를 해결한다거나, 시장 조사 능력이나 자료 제공의 문제 등을 해결하기 위하여 초기에는 증권거래소 등 적절한 기관이 스튜어드십 코드를 확산하고 이행이 잘 준수되는지 여부를 관찰하는 것도 제도 활성화에 기여할 수 있다.

한편 이와 관련하여 재계 반대건의문 등은 스튜어드십 코드가 제대로 확산되지 못한 제도라고 반박하고 있다. 이는 주주적극행동주의가 미국의 경우 연기금자본주의라고 부를 수 있을 만큼 당연한 원칙으로 통용된다는 것을 오해시킬 수 있다.

관련 연구는 “영국에서도 스튜어드십 코드를 채택한지 5년 이상 경과하였고 300개 이상 기업들이 스튜어드십 코드를 도입하였지만, 30개 정도의 기업들만이 이를 준수할 뿐 대부분 기업들은 그렇지 못하다”[71] 고 주장하기도 한다.

71) Sinon C. Y. Wong, “Is Institutional Investor Stewardship Still Elusive?”, Butterworths

이 주장의 근거가 된 원문은, 영국의 코드를 약 30개 기관투자자들이 정확하게 수행한다는 의미이다.[72] 연성규범이란 성격을 감안하지 않은 주장으로서 本旨를 오인시킬 우려가 있는 주장이다.

아무튼 연성규범적 성격을 살리려면 전담 기관을 지정하는 것은 적절하지 않을 수 있다. 다만 지정의 효과 및 제도 확산은 강할 수 있다는 점에서, 한국이 행해왔던 대로 추진을 강하게 하고자 한다면 전담기관 지정은 좋다.

3. 적정 규정의 도입과 정비

한국형 스튜어드십 코드는 적절하게 도입된 것이 아닐 수 있다.

첫째로 공개적 공시의 요건이 흠결되었다. 원칙(안)은, 단순히 공시만을 요청하는 내용을 번역되었다. 공시는 찾아가기 힘든 곳에 등기부를 놓아두고 비치하더라도 공시가 아니라고 할 수는 없다. 공개적 공시는 그러한 사실상 방해적 공시를 예방하기 위한 정확한 표현이다. 공개적 공시란 규정을 두고, 언제 어디서나 손쉽게 찾을 수 있는 방식으로 공시되도록 하여야 한다.

둘째 대화(dialogue)가 강조되지 아니하였다. 영국 코드의 핵심은 기관투자자와 투자대상인 상장회사 경영진과의 지속적인 대화가 빠질 수 없다. 원칙(안)은 대화가 강조되어야 한다. 그렇지 않고 관찰만 한

Journal of International Banking and Financial Law, pp. 508-512(2015).를 인용하여 신석훈, "주주행동주의와 기업지배구조 - 스튜어드십 코드 도입(안)과 지배구조 모범규준 개정(안)의 문제점-", 기업소송연구회, 5월 30일 월례발표회 원고 6쪽.에서 기술함.

72) The evidence accumulated in the UK suggests that the answer is clearly "no." In its 2014 report on corporate governance and stewardship developments in the UK, the Financial Reporting Council sounded an alarm that "too many signatories fail to follow through on their commitment to the code."

According to the head of corporate governance at a UK investment institution, "Of the roughly 300 members of the stewardship code, I would say there are only about 30 institutions that are doing the job properly."

https://corpgov.law.harvard.edu/2015/09/24/is-institutional-investor-stewardship-still-elusive-2/ (2016.6.16. 최종방문).

다는 단어인 모니터링을 사용하면 감시의 의미로만 전달될 수 있다. 대화는 경영상의 애로와 여러 가지 문제를 상호간에 협의해서 해결할 수 있는 길을 열어주고자 하는 것이고, 주로 미국 기관투자자들로부터 나온 주주적극적행동주의에 대한 반감을 줄이고, 우리나라 상장기업들의 지배구조 건전화에 기여할 수 있는 방식이 될 수 있다.

셋째 감시라는 용어보다는 관찰이 적정해보인다. 관찰이란 영어 어휘를 감시로 적는 것은 적정하지 않다. 상장회사는 물론 여러 이해관계자들이 외부감사와 내부감사 제도를 만들도록 하고 있고, 그것이 감시가 아니라고 할 수는 없다(전술처럼, 이 감사 제도도 미국 자본시장은, 연성규범으로 발전시켰다는 점에 주목할 필요가 있다). 하지만 감시라는 표현은 정당한 경영행위를 하는 경영자에 대한 표현은 아닌 것처럼 생각된다. 대부분 상장회사의 경영진들은 물론 정당한 경영행위를 할 것이다. 관찰이란 표현은 상호간 대화의 전제가 되기도 한다. 건전한 기업지배구조 조성에 기관투자자와 상장회사 간 협력을 대전제로 스튜어드십 코드 확산에는 관찰 이란 표현이 더 순기능을 발휘할 수 있을 것 같다.

넷째 앞서 인용한 원칙(안)의 원칙7의 내용 즉, ‘수탁자책임의 효과적 이행을 위한 역량・전문성 확보’는 일본의 스튜어드십 코드로부터 가져온 내용이다. 이 원칙7을 일본 코드로부터 직수입할 필요가 있는지는 의문이다. 국내 자본시장의 역사와 자율적 시장조성의 전통이 짧으면서 희박하다는 점은 인정될 수 있지만, 전문성 확보 등은 스튜어드십 코드에 명시할 만한 내용이라 할 수는 없는 것으로 보인다.

향후 스튜어드십 코드가 정착하여야 할 필요가 있다. 국내 자산 축적의 속도를 생각한다면 건전한 자본시장 육성을 위해서 필요성이 크다고 본다. 이 보고서의 내용이 스튜어드십 코드 정착에 조금이나마 기여할 수 있기를 바란다.

참 고 문 헌

<국 내 문 헌>

권재열, “연성규범의 의의와 기능”, 『스튜어드십코드 논의의 쟁점』, 한국법제연구원 자료집, 2016.6.3.

권재열/최수정, 『공생발전을 위한 상거래 연성규범의 활성화 방안』, 법제연구원, 2012.12.

김형철, “연기금의 스튜어드십 코드에 관한 고찰”, 『로고스경영연구』(14권 4호), 한국로고스경영학회, 2016.3.

김희만, “신라의 왕권과 관직제”, 『신라문화』(22권), 동국대학교 신라문화연구소, 2003.8.

류영재, “스튜어드십 코드 도입과 관련한 쟁점과 대안”, 『스튜어드십 코드 논의의 쟁점』, 한국법제연구원 자료집, 2016.6.3.

성승제, “상장규칙의 기업지배구조 조정 기능”, 『법학논총』(22집 2호), 한양대학교 법학연구소, 2005.12.

성승제, “1960년대 초반 증권파동이 갖는 함의”, 『영산법률논총』(10권 1호), 영산대학교 법률연구소, 2013.

성승제, “기관투자가의 경영개입”, 『비교사법』(13권 1호), 2006.3.

성승제, “재벌 금융계열사의 주식소유집중 개선방안에 대하여”, 『상사법연구』(25권 1호), 한국상사법학회, 2006.5.

신창균, 일본판 스튜어드쉽 코드(Stewardship Code) -『책임 있는 기관투자자의 제(諸)원칙』, 한국기업지배구조원, 기업지배구조 리뷰 통권 제 74호(2014년 5/6월)

유성덕, “국역・영역 성경의 어문학적 공헌 비교 고찰”, 『신학지남』(52권 2호), 1985.6.

윤영신, “회사지배구조에서 법규제(Legal Rule)와 소프트 로(Soft Law)의 역할 및 관계”, 『법학』(48권 1호), 서울대학교,

이동승, “한국의 Stewardship Code 제정을 위한 제언”, 『스튜어드십코드 논의 중 ‘한국형 도입론’에 대한 비판적 검토』, 한국법제연구원 자료집, 2016.5.27.

정윤모, 『기관투자자의 수탁자책임과 스튜어드십 코드의 도입』, 자본시장연구원, 2016.4.

최난설헌, “연성규범(Soft law)의 기능과 법적효력 - EU 경쟁법상의 논의를 중심으로-”, 『법학연구』(16집 2호), 인하대학교 법학연구소, 2013.7.

대신경제연구소, 『Issue Report』 “한국형 스튜어드십코드 도입 추진에 대한 제언”, 2015.8.5.

“재벌 금융계열사의 주식소유집중 개선방안에 대하여”, 『상사법연구』(25권 1호), 한국상사법학회, 2006.5.

한국형 스튜어드십 코드 제정 TF, “기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙(안)”, 『2015 스튜어드십 코드 도입 공청회 발표자료』, 2015.12.2.

송민경, 『스튜어드십 코드 도입 방향과 세부 내용 - 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙』, 『2015 스튜어드십 코드 도입 공청회 발표자료』, 2015.12.2.

송홍선, 『한국 자산운용산업의 미래: 전략과 과제』, 재무학회 세미나 발표자료, 2014.5.15.

『스튜어드십 코드의 도입 필요성과 방향』 공청회 자료집, 자본시장연구원・한국기업지배구조원. 2015.12.2.

신석훈, “주주행동주의와 기업지배구조 - 스튜어드십 코드 도입(안)과 지배구조 모범규준 개정(안)의 문제점-”, 기업소송연구회, 5월 30일 월례발표회

정윤모,『기관투자자의 수탁자 책임과 스튜어드십 코드의 도입』,『2015 스튜어드십 코드 도입 공청회 발표자료』, 2015.12.2.

전국경제인연합회/중소기업중앙회/코스닥협회/한국상장회사협의회/한국중견기업연합회,『스튜어드십 코드 도입에 대한 경제단체 공동건의 -기업지배구조원 제정안(15.12.2) 중심-』, 2016.5.3.

류영재, “칼럼: ［왜냐면］내 돈이라면 이렇게 투자하겠는가”, 한겨레신문, 2016.6.14.

금융위원회, (보도참고) 한국경제 15.12.8일자 “스튜어드십코드, 또 하나의 졸속?” 관련, 2015.12.8.

금융위원회 (보도참고) 한국경제 16.5.3일 한국경제신문중 “경제계 스튜어드십 코드 졸속 도입하면 연금사회주의만 기승” 관련, 2016.5.3.

한국경제 사설, “이번엔 ‘스튜어드십 코드’, 기업들 그만 좀 흔들어라”, 2016.5.4.

P.F. 드러커 저/이규창 역,『보이지 않는 革命』, 檀大出版部, 1981.7.

<외국문헌>

Brandon Chen, “Board Monitoring and the Wall Street Rule”, 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Jun 30. 2010.

Gordon L. Clark/ Tessa Hebb, “Pension Fund Corporate Engagement: The Fifth Stage of Capitalism”, 『Industrial Relations』 vol.59, (2004).

International Coporate Governance Network, ICGN Global Governance Principle, (2014)

M. A. Eisenberg, “The architecture of American Corporate Law:Facilitation and Regulation”, 2 Berkeley Business Law Journal 167, p.182 (2005).

Robert Clark, The Four Stages of Capitalism, 94 Harvard Law Reivew. p.562 (1981).

Sinon C. Y. Wong, “Is Institutional Investor Stewardship Still Elusive?”, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, pp. 508-512(2015).

William Cary and Melvin Einsenberg, Cases and Materials on Corporation 7th ed. 1995.

<인 터 넷>

http://www.segye.com/content/html/2014/11/06/20141106004377.html (2016.06.16. 최종)

http://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=127776 (2016.06.16. 최종)

https://corpgov.law.harvard.edu/2015/09/24/is-institutional-investor-stewardship-still-elusive-2/ (2016.06.16. 최종)

http://www.lrs.org.za/docs/The%20CRISA%20Code%20summary.pdf (2016.06.10)

http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf (2016.06.11)

http://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Principles_for_Governance_Monitoring_Voting_and_Shareholder_Engagement-Formatted__2_.pdf (2016.06.12)

http://hls.harvard.edu/faculty/directory/10165/Clark (2016.06.16. 최종)

https://en.wikipedia.org/wiki/Robert_C._Clark (2016.06.16. 최종)

http://blog.naver.com/santa_croce/220385233500 (2016.06.16 최종)

https://namu.wiki/w/%EC%A7%91%EC%82%AC (2016.06.01)

http://magazine.hankyung.com/money/apps/news?popup=0&nid=02&nkey=2013111800102073412&mode=sub_view (2016.06.016 최종)

https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx (최종 2016.06.10)

http://www.kypros.org/cgi-bin/lexicon Greek-English Dictionary (2016.6.1. 최종)

http://gilbutbook.tistory.com/1130 (2016.6.1. 최종)

<스마트폰 어플>

DioDict 아이폰 사전 App.