

# 기업지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할과 과제\*

장우영\*

## 차 례

- I. 서론
- II. 자본시장에서 기관투자자의 역할과 한계
  - 1. 대리인 문제와 기관투자자의 등장
  - 2. 기관투자자의 특징과 기업지배구조에 미치는 영향
  - 3. 기업지배구조 개선과 기관투자자의 한계
- III. 기관투자자의 새로운 가능성에 대한 탐색
  - 1. 기관투자자의 의결권 행사 현황
  - 2. 새로운 가능성의 모색
  - 3. 각국의 입법태도
- IV. 제도 개선을 위한 법·정책적 과제
  - 1. 의결권 행사와 기관투자자의 연대
  - 2. 의결권 행사와 공시정책의 강화
  - 3. 입법론
- V. 결론

\* 이 글은 저자가 소속된 기관의 공식적인 의견이 아닙니다.

\*\* 국민연금공단 소송대리인, 법학박사(wy\_jang@nps.or.kr)

접수일자 : 2013. 10. 31. / 심사일자 : 2013. 11. 30. / 게재확정일자 : 2013. 12. 10.

## I. 서론

일반적으로 기관투자자는 개인투자자에 비하여 지분율이 높기 때문에 감시비용을 치르려는 유인이 크고, 규모의 경제(economy of scale)를 통한 감시비용 절감 효과도 누릴 수 있기 때문에 주주로서 적극적인 목소리를 내기에 유리한 위치에 서있다고 설명된다.<sup>1)</sup> 이론상 경영감시자로서 역할이 기대되고 있음에도 불구하고 기관투자자는 경영진과 우호적인 입장을 유지하기 때문에 재계의 관행을 따르거나 내부정보를 얻는다는 명목으로 이들을 지지하는 경우가 많다. 경영진의 교체를 고려해야 할 회사라면 투자대상으로서는 부적절하고, 경영진의 교체를 시도하기 보다는 가급적 빨리 투자금을 회수하는 편이 더욱 합리적이라고 생각하는 것이다.<sup>2)</sup> 기관투자자의 소극적인 태도가 한편으로는 해당 기업들과의 영업적 이해관계 등을 고려한 결과라고 하더라도, 기관투자자 역시 수익을 추구하는 경제주체라는 점에서 기업지배구조 개선에 수반될 수 있는 위험을 회피하려는 성향을 가지는 것을 탓할 수만은 없다.

그러나 최근 몇 년간의 세계적인 경기불황은 종전과 같이 기관투자자가 이른바 주식 매도전략(exit strategy)<sup>3)</sup>을 통해 경영진과의 다툼을 피할 수만은 없게 만들었다. 주식투자에 있어서 불확실성이 이전에 비해 훨씬 커졌기 때문에 다른 우량주식을 찾는 것도, 시세차익만을 통해서 수익성을 확보하는 것도 쉽지 않아졌기 때문이다. 더욱이 최근의 변화, 즉 펀드 열풍으로 표현되는 개인투자자의 간접투자경향과 기업연금제도의 시행, 그리고 국민연금 등 연기금의 주식투자 확대는 주식소유가 기관에 집중

1) 최문희, “기관투자자의 의결권 행사의 개선과 의결권 자문회사의 활용”, 『경제법연구』 제7권 제1호, 한국경제법학회, 2008. 6, 139쪽.

2) 강대섭, “회사지배구조와 기관투자자의 역할”, 『상사판례연구』 제15집, 한국상사판례학회, 2003. 12, 161쪽.

3) ‘매도전략’ 또는 ‘월스트리트 룰(wall street rule)’은 투자한 기업의 경영실적이 악화되는 경우, 기관투자자가 적극적으로 경영에 간섭하여 실적 악화요인을 제거하기보다는 주식을 매각하고 떠나는 것으로 해당 기업을 평가하는 방식을 말한다. 주식매각을 통해 투자대상 기업에 대한 자금조달을 끊음으로써 경영진을 압박하는 의미를 가지기도 하지만, 경영에 관여하는 것보다는 수익성을 추구하는 것이 기관투자자 본연의 역할이라는 인식에서 행해지는 기관투자자의 행동전략이다.

되는 현상을 심화시키고 있다.<sup>4)</sup> 이는 기관투자자가 우리 자본시장에서 차지하는 위상이 이전과는 다른 국면에 놓일 것임을 예고하는 것이다.

기관투자자는 변화된 시장상황과 위상에 걸맞은 투자전략을 모색함으로써 고객에게 수익을 가져다 줄 의무를 지니므로 이러한 투자환경의 변화는 기관투자자에게 위기이자 기회가 된다. 주주행동주의(shareholder activism)의 일환으로 제기되었던 기관투자자 행동주의(institutional investor activism)가 단순히 기업지배구조 개선이라는 공익적 목적을 달성하기 위해서만이 아니라, 기관투자자 스스로의 수익성을 높이기 위한 수단으로서도 의미를 가지게 된 것이다.<sup>5)</sup> 그렇다면 기관투자자의 수익성 확보라는 관점에서 기관투자자 행동주의를 다시 살펴볼 필요가 있다. 다만, 이와 관련해서는 다른 사람의 자금을 ‘대신하여’ 투자하는 자라는 기관투자자의 본질에서 비롯되는 고객과 기관투자자 사이의 대리인 문제를 해소하는 방법도 함께 검토되어야 할 것이다.<sup>6)</sup> 구조적·영업적 이해관계로 인하여 기관투자자와 투자대상 기업간에 이해상충 우려가 큰 우리의 경우에는 더욱 그러하다.

이 글에서는 위와 같은 인식을 바탕으로 기관투자자의 사회적 역할에 대한 자본시장의 기대와 투자자로서 기관투자자의 수익성을 제고하기 위한 노력이 반드시 모순되는 것만은 아니라는 점을 살펴보고, 어느 한쪽에 치우치지 않는 기관투자자의 역할 강화를 위한 제도적 개선책을 모색해보고자 한다.

4) 배지현, “기관투자자의 주주행동주의 강화되고 있다”, 『LG 주간경제』, LG경제연구원, 2007. 4. 26, 34쪽.

5) ‘주주행동주의’란 배당금이나 시세차익에만 관심을 가지는 관행에서 벗어나 적극적으로 주주에게 주어진 고유권한을 행사하려는 노력을 말한다. 주주행동주의는 주로 개인투자자나 시민단체를 중심으로 발전해 왔으나, 자본시장 내에서 기관투자자의 비중이 커지고 기관투자자의 신인의무(fiduciary duty)에 대한 인식이 변화되면서 기관투자자들에게도 경영감시자로서의 역할을 강조하게 되었다. 이를 실현하기 위한 기관투자자의 노력을 ‘기관투자자 행동주의’라고 하며 사회책임투자펀드(social responsible investment fund)나 기업지배구조개선펀드(corporate governance fund) 등이 대표적이다.

6) 송민경, “기관투자자의 의결권 행사 활성화 방안”, 『KRX 마켓』 제78호, 한국거래소, 2011. 8, 9쪽.

## II. 자본시장에서 기관투자자의 역할과 한계

### 1. 대리인 문제와 기관투자자의 등장

#### (1) 경영자 자본주의와 대리인 문제

과거 자본주의는 특정인이 사업상 필요한 자본을 단독으로 마련하고 스스로 경영을 담당하는 가장 단순한 형태인 개인기업의 모습으로 출발하였다. 개인기업은 소유·지배·경영이 전부 기업주에게 귀속되기 때문에 의사결정의 탄력성을 피할 수 있는 장점이 있지만, 기업운영의 실패에 따른 위험이 매우 크다.<sup>7)</sup> 이러한 한계를 극복하고자 자본조달과 위험의 분산이 용이한 회사제도가 등장하게 되었다. 그런데 이와 같은 형태의 공동기업은 소유와 경영이 분리되기 때문에 필연적으로 소유자와 경영자간의 이해상충을 해결해야 하는 문제(agency problem)를 안고 있다.

경영자 자본주의(managerial capitalism)의 등장은 이러한 고민을 더욱 심화시켰다. 기업운영이 소수 자본가들의 직접 자본조달에서 벗어나 주식발행을 통해 자금조달을 활성화시키는 형태로 변모하였고, 전문 경영인에 의한 기업지배구조가 정착되면서 소유와 경영의 분리를 촉진시킨 까닭에 대리인 비용(agency cost)을 감당해야 하는 소유자의 위험이 커졌기 때문이다. 이러한 대리인 문제를 해결하기 위한 수단 중 하나는 소유자인 주주의 의결권 행사를 통하여 대리인이 소유자의 의사에 반하는 행동을 할 가능성을 적절히 통제하는 것이다. 그러나 소유권이 극도로 분산된 오늘날의 기업환경에서 개별 주주가 주주총회에서 적극적으로 의결권을 행사할 것을 기대하는 것은 사실상 어렵다. 개인으로서의 주주는 안전을 판단하기 위한 전문지식이 부족할 뿐만 아니라, 그들이 가지고 있는 지분이 작기 때문에 현실적으로 그 의결권의 행사가 표결에 영향을 줄 가능성이 매우 낮다는 점을 잘 알고 있기 때문이다. 더욱이 경영감시비용을 지불하더라도 그로 인한 이익은 모든 주주에게 귀속되는 까닭에 이들은 구태여 노력과 비용을 지불하기 보다는 다른 주주의 노력에 편승(free-ride)하려는

7) 이철송, 『회사법』 제20판, 박영사, 2012, 5쪽.

경향을 보인다.<sup>8)</sup> 지배주주를 제외한 대부분의 주주가 의결권 행사에 소극적인 태도를 보이는 현상은 집단적 행동의 문제(collective action problem)와 합리적 무관심(rational apathy)에 따른 행동으로 설명되고 있다.<sup>9)</sup> 다른 한편으로 주식소유가 지나치게 집중되어 있는 경우에도 일반 주주에게 주주권 행사를 기대하기는 어렵다.<sup>10)</sup> 편중된 주식분포가 합리적 무관심의 문제를 더욱 심화시키기 때문이다. 특히 우리나라와 같이 상장 기업들이 독특한 소유지분구조로 묶여있는 경우에는 지배주주의 기업지배력이 너무나도 확고한 까닭에 구조적으로 개별 주주의 의사를 반영시키는 것이 매우 제한되어 있다.<sup>11)</sup>

## (2) 수탁자 자본주의의 등장

경영자 자본주의와 거의 동시에 등장한 수탁자 자본주의(fiduciary capitalism)는 ‘주식시장의 기관화’<sup>12)</sup>로 일컬어지는 기관투자자 비중의 증가가 경영진이나 지배주주와의 이해상충 문제를 해결하는 하나의 단서가 될 수 있음을 보여준다.<sup>13)</sup> 수탁자 자본주의는 개인이 주식을 직접 소유하

---

8) David Hess and Gregorio Impavido, *Governance of Public Pension Funds: Lessons from Corporate Governance and International Evidence*, Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, World Bank, May 2003, p. 3

9) Glyn A. Holton, “Investor Suffrage Movement”, *Financial Analysts Journal* 62(6), CFA Institute, Nov.-Dec. 2006, p. 15.

10) 송민경, 앞의 글, 9쪽.

11) 우리나라에서 지배주식의 프리미엄은 48% 정도이며 조사대상국 중에서 가장 높은 수준이라고 한다. Tiana Nenova, “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”, *Journal of Financial Economics* 68(3), Elsevier, June 2003, p. 336. 최문희, 앞의 글, 146쪽에서 재인용.

12) 주식시장의 기관화는 미국에서 먼저 시작되었다. 1995년에 51.3%였던 미국 내 개인 투자자 비율은 2004년에 39.4%로까지 감소하였으나, 같은 기간 증권투자회사(mutual fund)의 지분율은 12.6%에서 23.1%까지 2배 정도 상승하였다고 한다(Glyn A. Holton, *op. cit.*, p. 16). 우리나라의 경우, 지난 2008년 이후 기관투자자의 주식보유 비중이 꾸준히 증가추세에 놓여있으며 2012년에는 보험과 연기금의 순매수에 힘입어 시가총액 기준으로 주식시장의 15.8%를 차지하고 있는 것으로 조사되었다. 한국거래소 보도자료, “2012년도 ‘주식투자인구 및 주식보유현황’ 조사결과”, 2013. 7. 22, 3쪽.

13) James P. Hawley and Andrew T. Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, University of Pennsylvania Press, 2000, pp. 42~68.

는 것을 전제로 하는 경영자 자본주의와는 달리, 연기금·자산운용회사<sup>14)</sup>·보험회사 등과 같은 중개기관들을 통해 개인이 ‘간접적’으로 기업의 소유자가 되는 것을 말한다. 대리인 문제에 있어서 수탁자 자본주의의 존재는 양면성을 지닌다. ‘개입’의 관점에서 보면 중개자로서 기관투자자는 소유자와 대리인의 괴리를 심화시킬 수 있는 반면에,<sup>15)</sup> 일반 주주들과 달리 기관투자자들은 규모의 경제를 통해 감시비용을 줄일 수 있는 이점을 동시에 가지고 있기 때문이다.

이러한 특징에 착안하여 기관투자자가 자본시장에서 대리인 문제를 해결하기 위해서 적극적인 역할을 맡아야 한다는 주장이 꾸준히 제기되고 있다. 그럼에도 불구하고 우리나라의 기관투자자들은 문제 해결을 위한 적극적인 행보에는 인색하다는 평가이다. 다만, 연기금의 경우 그 공익적 성격으로 인해 적극적인 역할이 기대되고 있으며 이들에 의한 기업의 경영감독을 활성화시킴으로써 기업지배구조를 개선하여야 한다는 사회적 요구가 커지고 있다.<sup>16)</sup>

## 2. 기관투자자의 특징과 기업지배구조에 미치는 영향

### (1) 기관투자자의 개념

우리 법이 기관투자자(institutional investor)의 개념에 대해서 명확한 정의규정을 두고 있는 것은 아니지만, 일반적으로 기관투자자는 은행·증권회사·보험회사 등의 금융기관이나 자산운용사, 연기금 등을 말하는 것으로 이해되고 있다.<sup>17)</sup> 기관투자자의 개념에 대해서 학설은 대부분 비슷하게 설명하고 있다. 즉 ‘고객 등 타인으로부터 모은 자금을 대규모로 투자하는 은행, 보험회사, 자산운용회사 등’을 뜻한다고 하거나,<sup>18)</sup> “‘다량의

14) 이에 대해 자본시장법은 집합투자업자로 기술하고 있으나 이 글에서는 강학상의 개념으로 이를 자산운용회사로 표현하기로 한다.

15) Glyn A. Holton, *op. cit.*, p. 16.

16) 이상복, “기관투자자로서 연금제도의 개선과제”, 『상사판례연구』 제21집 제4권, 한국상사판례학회, 2008. 12, 367쪽.

17) 장정애, “우리나라 기관투자자의 의결권 행사에 관한 소고”, 『경영법률』 제23권 제3호, 한국경영법률학회, 2013. 7, 71쪽.



주식을 거래하는 조직' 또는 저축 기타의 방법으로 조성된 개인 또는 법인들의 여유자금을 전문지식을 활용하여 주로 유가증권에 투자함으로써 수익이 극대화되도록 관리하는 법인형태의 투자자"로 설명하거나,<sup>19)</sup> '증권시장 [자본시장] 에서 대규모 자금으로 투자활동을 하는 주체로서 일반인이나 법인으로부터 모집한 자금을 주식이나 채권에 전문적으로 투자하는 법인형태의 투자자'<sup>20)</sup>라고 정의한다.

생각건대, 기관투자자는 개인투자자와 달리 전문성을 갖춘 조직을 통하여 대규모 자금을 운용한다. 또한 이러한 자금은 고객 등 다른 사람들로 부터 수익 등을 목적으로 위탁된 것이며 이러한 '투자재원의 타인성'<sup>21)</sup>은 기관투자자의 투자기준이자 한계가 된다. 따라서 전문성, 대규모 자금을 바탕으로 하는 집합투자, 그리고 투자재원의 타인성이 기관투자자를 개념 짓는 주요 특징이라고 볼 수 있다. 이에 대해 기관투자자의 개념적 징표로 대규모 거래(large trading), 고객을 대신하는 투자(investment on behalf of customers), 집합투자(collective investment)와 함께 장기투자(long-term investment)를 제시하는 견해가 있다.<sup>22)</sup> 그러나 자산운용회사나 은행·보험회사 등은 언제든지 고객의 인출요구에 응해야하기 때문에 단기적인 유동성을 갖춰야 하므로 장기투자가 어려울 수도 있다. 이러한 점에서 모든 기관투자자를 아우르는 일반적인 개념적 징표로 '장기투자'를 꼽을 수는 없다고 본다.<sup>23)</sup> 장기투자는 기관투자자의 지향점이지 현상으로 볼 수는 없기 때문이다.

18) 권기범, "기관투자자의 의결권 행사에 관한 연구", 『상사법연구』 제14권 제2호, 한국상사법학회, 1995, 125쪽.

19) 강대섭, 앞의 글, 160쪽.

20) 최정식, "기업지배구조와 증권소송에서의 기관투자자의 역할", 『기업법연구』 제22권 제4호, 한국기업법학회, 2008. 12, 296쪽.

21) 권기범, 앞의 글, 130쪽에서는 약정된 시기에 고객에게 어떤 형태로든지 반환해야 한다는 의미에서 '투자재원의 타인성'을 갖는 것이 기관투자자와 일반 투자자를 나누는 중요한 기준이 되며 기관투자자에 대한 특별한 규율이 필요한 이유가 된다고 설명한다.

22) 고광수·박창욱, 『한국·일본·중국의 기관투자자 비교연구』 연구보고서 05-01, 한국증권연구원, 2005. 2, 11쪽.

23) 이제원, "상장회사에 있어서 기관투자자의 역할", 『상사법연구』 제17권 제1호, 한국상사법학회, 1998, 163쪽도 같은 의견인 것으로 보인다.

## (2) 기업지배구조에 대한 기관투자자의 역할

경제개발협력기구(OECD, Organization for Economic Cooperation and Development)는 기업지배구조를 ‘기업의 경영자, 이사회 또는 감사회, 주주 기타 이해관계자들 간의 일련의 관계’라고 정의하면서, 기업지배구조에 영향을 미치는 요인으로 지배주주, 기관투자자, 일반 소액 주주, 은행 등 채권자, 근로자 기타 이해관계자 및 규제권한을 가진 정부를 제시하고 있다.<sup>24)</sup> 이들 중 채권자 등 다른 이해관계자는 기업내부의 지배구조에 직접적으로 편입되는 것이 제도적으로 어렵고, 전통적으로 기업경영에 대한 통제는 주주의 몫으로 여겨진 까닭에 주주의 지위를 가지는 기관투자자의 경영감독 역할에 대한 관심이 클 수밖에 없다.<sup>25)</sup>

기업지배구조에 영향을 미칠 수 있는 기관투자자로는 은행·증권회사·보험회사·자산운용회사·연기금 등을 꼽을 수 있지만, 기업지배구조 개선에 대한 관심과 참여도는 기관투자자의 유형에 따라 다르다. 예컨대 자산운용회사는 장래의 잠재적인 고객인 기업경영진과의 관계를 위태롭게 할 지도 모르는 기업지배구조 문제에 적극적으로 관여하기를 꺼리게 된다.<sup>26)</sup> 이는 감시역량의 문제가 아닌 선택의 문제이지만, 자산운용회사가 투자포트폴리오에 포함된 기업들과 영업상의 이해관계가 얽혀있기 때문에 이해상충의 문제로부터 자유롭지 못한 점은 이들이 기업지배구조 개선 문제에 적극적으로 나서지 못하도록 만드는 중요한 제약요인이다.<sup>27)</sup> 또한 보험회사나 은행 등의 경우, 보험금 지급 또는 상환의 위협에 대비하여 항상 유동성을 확보하고 있어야만 한다.<sup>28)</sup> 따라서 투자기간도 상대적으로 짧기 때문에 기업지배구조 개선을 통해 장기적인 기업가치의 개선을 얻

24) OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, 2004, pp. 11~12.

25) 이준섭, “기관투자자의 기업지배적 역할”, 『상사법연구』 제22권 제2호, 한국상사법학회, 2003. 8, 46쪽.

26) 이상복, 앞의 “기관투자자로서 연금제도의 개선과제”, 362쪽.

27) 박상수, “연기금의 주식투자 허용과 기관투자자의 역할 제고방안”, 『상장협』 제51호, 한국상장사협의회, 2005. 3, 20쪽.

28) Robert A. G. Monks, *The Emperor's Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation*, Capstone, 1988, pp. 148-149. 이상복, 앞의 “기관투자자로서 연금제도의 개선과제”, 366~367쪽에서 재인용.



고자 하는 동기부여(incentive)가 부족할 수밖에 없다. 그러나 연기금은 투자대상 기업과의 영업적 이해관계도 없을 뿐만 아니라 연금수급권 발생에 필요한 최저 가입기간이 장기이므로 단기적인 유동성 위기에 흔들리지 않는 장기적 관점의 투자가 가능하다. 이러한 성향은 우리와 같이 확정급여형 지급방식(DB plan, Defined Benefit plan)을 택하고 있는 연금제도의 경우에 가장 극명하게 나타난다. DB방식은 사전에 정해진 급여를 지급하면 되는 까닭에 기금운용자의 입장에서는 그때그때의 투자수익 변동에 얽매일 필요가 없기 때문이다. 최근 들어서 기관투자자 행동주의가 연기금 행동주의로 진화하고 있다는 평가가 나오는 배경이다.

한편 기관투자자가 기업지배구조 개선에 관여하는 방법은 다양하다. 가장 기본적인 수단은 주주로서 의결권을 행사하는 것이다. 간접주주의 성격을 가지는 기관투자자의 주주권 행사가 과연 바람직한 것인지에 대해서 논란이 있었으나, 미국에서는 근로자퇴직소득보장법(ERISA, Employee Retirement Income Security Act of 1974)이 시행된 이래 노동부 해석지침으로 연기금이 부담하는 신인의무를 유연하게 해석함으로써 연기금의 주주권 행사가 정당화되기에 이르렀다.<sup>29)</sup> 이후 의결권 행사는 기관투자자 일반의 행위양식으로 발전하였다. 다만, 의결권 행사는 안전에 가부만 표시하는 소극적인 주주권이라는 한계를 가지는 까닭에 연기금이나 헤지펀드(hedge fund) 등 일부 기관투자자는 보다 직접적이고 적극적인 방법, 예컨대 주주제안, 집단소송, 언론을 통한 대외적 압박 등의 수단을 활용하여 주주권을 행사하고 있다.<sup>30)</sup>

### 3. 기업지배구조 개선과 기관투자자의 한계

현실에서 기관투자자는 여전히 기업지배구조 개선에 있어서 적극적인 역할을 꺼리는 경향이 있다. 기관투자자 행동주의가 활발한 것으로 알려

29) Department of Labor Interpretive Bulletin, "Interpretive bulletin relating to writing statements of investment policy, including proxy voting guidelines", 29 CFR 2509.94-2, 29 July, 1994.

30) 송홍선, "기업지배구조와 기관투자자의 의결권", 『자본시장 weekly』 2011-06호, 자본시장연구원, 2011. 2, 1쪽.

진 미국에서도 대개의 경우는 주주제안을 후원하는 정도이고 아주 극소수의 사례에서 위임장 경쟁시 적극적으로 회사에 반대하는 측에 가담하는 것으로 나타나고 있다는 것이다.<sup>31)</sup> 심지어 압력적인 반대자로 묘사되는 공적 연기금 등의 기관투자자들도 많은 경우에 우호적인 장기투자자로 비춰지도록 끊임없이 노력한다고 한다.<sup>32)</sup>

기관투자자가 소극적 행태를 보이는 이유에 대해 명확히 밝혀진 바는 없으나 주로 다음과 같은 점들이 이론적 근거로 제시된다. 첫째, 개인투자자에 비해 상대적으로 적합성은 갖췄지만 기관투자자도 개인투자자와 마찬가지로 경영감독을 통해 얻는 경제적 이익이 크지 않은데다가 개별 기관투자자의 지분으로는 집단적 행동에 나서기에 충분하지 않기 때문에 ‘남아서 목소리를 내는 방법’보다는 손쉽게 ‘팔고 떠나는 것’을 택하게 된다.<sup>33)</sup>

둘째, 기관투자자 스스로도 대리인 문제에 직면하므로 그 역할에 한계가 있다는 점이다. 주주권을 행사하는 자와 그로 인해 수익이 귀속되는 주체가 다르기 때문에 수탁자와 위탁자간의 이해상충 가능성은 여전할 뿐만 아니라, 서로의 이익이 괴리됨에 따라서 수탁자인 기관투자자에게 적극적인 동기부여가 이루어지지 않게 된다는 점을 이유로 한다.<sup>34)</sup>

셋째, 일부 기관투자자는 투자대상 기업과의 영업적 이해관계를 고려하거나 업계 내에서 비우호적인 평판이 가져올 장래에 있을지 모를 투자기회 상실 등의 위험을 피하기 위해서라도 경영진에게 직접적인 반대의사를 표시하거나 이를 주도하기 어렵다는 점이다.<sup>35)</sup> 특히 기관투자자 중에는 대기업 계열 금융회사가 많기 때문에 자신이 보유한 다른 회사주식에 대한 의결권을 적극적으로 행사할 경우에 자신도 후에 반대의 위치에 놓이게 될 우려를 하게 된다.<sup>36)</sup>

---

31) 이준섭, 앞의 글, 50쪽.

32) 위의 글, 51쪽.

33) 위의 글, 50쪽.

34) 최문희, 앞의 글, 140쪽.

35) 이상복, “외국에서의 주주행동주의의 한계와 개선과제 - 영국과 미국의 기관투자자 행동주의를 중심으로-”, 『증권법연구』 제9권 제1호, 한국증권법학회, 2008, 131쪽.

36) 이준섭, 앞의 글, 56쪽.

### Ⅲ. 기관투자자의 새로운 가능성에 대한 탐색

#### 1. 기관투자자의 의결권 행사 현황

우리 주식시장에서 기관투자자가 차지하는 비중은 2012년 기준으로 15.8%로 외국인(32.4%)과 개인(24.0%)에 이어서 세 번째로 큰 규모이며,<sup>37)</sup> 우량한 대기업에 대한 투자비중이 높은 편이다.<sup>38)</sup> 주요 기업에 대해 기관투자자의 투자가 집중되는 까닭은 기관투자자가 운용하는 자금은 언젠가는 다시 고객에게 되돌려 줘야 하므로 기본적으로 기관투자자가 안정성을 선호하는 경향에 따른 것으로 볼 수 있다.<sup>39)</sup> 다만, 개인에 비해서 낮은 매매회전율을 보이고 있긴 하지만 우리나라 기관투자자들은 외국에 비해 여전히 단기 투자성향이 강한 것으로 알려졌다.<sup>40)</sup> 그 결과 연기금을 제외한 기관투자자들은 여전히 의결권 행사에 대체로 소극적인 면모를 보이고 있다.

경제개혁연구소의 2012년도 기관투자자 의결권 행사 현황 분석에 따르면 연기금을 제외한 일반 기관투자자는 총 2,768회의 주주총회에서 의결권을 행사하여 기관투자자당 평균 34.17회 의결권을 행사한 것으로 나타났다.<sup>41)</sup> 이 중 하나의 안건이라도 반대한 주주총회 횟수는 43회로 1.55%의 반대비율을 보였다. 안건 수로 보면 총 14,697건의 주주총회 안건 중 70건에 대해 반대하여 0.48%의 반대 비율을 나타냈다. 전년도에 비해 반

37) 한국거래소, 앞의 자료, 8쪽.

38) 기관투자자의 투자가 대기업에 집중되는 현상은 주식시장의 기관화가 고도로 진행된 미국에서도 비슷하게 나타나고 있으며 1990년대 초반에 이미 상위 1000대 기업의 1/3에 해당하는 기업의 지분 중 60%를 기관투자자가 소유하고 있는 것으로 조사되었다고 한다. 박경서·정순섭·정재규·정재영·강윤식·김진성, 『자산운용사의 의결권 행사 개선방안』, 한국기업지배구조개선지원센터, 2007. 10, 30쪽.

39) 권기범, 앞의 글, 130쪽.

40) 최근 들어서 장기투자를 지향한다고 평가받는 국민연금을 포함해도 국내 기관투자자의 최근 몇 년간 주식 매매회전율은 200% 정도로 같은 주식의 보유기간이 평균 6개월을 넘지 못하고 있다. 그러나 미국과 같은 경우, 상대적으로 단기투자성향을 보이는 주식형 펀드로만 한정해도 매매회전율은 50% 정도로 대략 2년 정도는 그 주식을 보유하고 있는 것으로 파악되고 있다. 송민경, 앞의 글, 14쪽.

41) 강정민, 「2012년 기관투자자 의결권행사 현황」 2012-21호, 경제개혁연구소, 2012. 12. 4, 14쪽.

대한 주주총회 횟수와 안건 비율은 각각 0.63%p, 0.14%p 소폭 증가하였지만 전체적으로 일반 기관투자자가 경영진의 입장에 대해 적극적으로 반대의견을 내놓고 있다고 보긴 어렵다.

<표 1> 기관투자자의 의결권 행사 현황

(단위: 건, %)

구 분	일반 기관투자자						국민연금					
	주주총회			안건			주주총회			안건		
	전체		반대	전체		반대	전체		반대	전체		반대
	건수	건수	비율	건수	건수	비율	건수	건수	비율	건수	건수	비율
2012년	2,768	43	1.55	14,697	70	0.48	465	316	67.96	2,343	426	18.18
2011년	2,830	26	0.92	21,233	72	0.34	424	109	25.7	2,770	152	5.49

※ 출처: 강정민, 「2012년 기관투자자 의결권행사 현황」 2012-21호, 경제개혁연구소, 2012. 12. 4, 13~14쪽의 자료를 재구성.

일반 기관투자자들은 2012년에 들어서 찬성 및 반대비율이 다소 증가하고 기권 및 중립은 소폭 줄어든 것으로 나타났다. 이를 이유로 의결권 행사에 대한 무관심 현상이 일부 개선된 것으로 평가할 여지도 있다.<sup>42)</sup> 그러나 소량의 지분으로써 기업집단을 지배하는 지배주주가 존재하는 우리나라 특유의 기업환경상 사실상 경영진의 입장에 찬성하는 결과를 가져올 수밖에 없는 중립, 기권과 같은 의결권 행사가 여전히 반대비율을 상회하고 있으므로 위와 같은 경향이 크게 의미를 가지는 것으로 보긴 어렵다.<sup>43)</sup>

## 2. 새로운 가능성의 모색

### (1) 기관투자자 행동주의 강화요인

기관투자자가 기업지배구조 개선에 일익을 담당해야 한다는 주장에 대

42) 강정민, 앞의 글, 40~42쪽.

43) 2010년부터 2012년까지 일반 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율은 약 0.43%인데 비해, 중립/기권 비율은 약 3.3%에 달한다. 위의 글, 41쪽.

해서 회의적인 견해가 없는 것은 아니다.<sup>44)</sup> 이러한 의문은 기관투자자가 주주의 지위를 갖는 것은 고객 등이 일정한 목적을 위하여 맡긴 자금으로 취득한 것이므로 그 주식은 실질적으로 고객의 것이라고 볼 수 있기 때문에,<sup>45)</sup> 기업지배구조 개선이라는 공익적 목적에 기관투자자가 적극적으로 나서는 것은 수탁범위를 넘어선 행동이라는 인식에서 출발한다. 이러한 견해는 관행적으로 기관투자자가 기업지배구조 개선에 소극적인 모습을 보이는 까닭은 기관투자자의 역할이 경영자 감시 등에 있는 것이 아니라 투자수익 향상에 있다는 점을 인식하고 있는 데서 비롯된 것이라고 설명하기도 한다.

그럼에도 불구하고 장기적으로 기관투자자는 적극적으로 주주권을 행사할 수밖에 없을 것이다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 주식투자인구 감소 및 외국인 투자 증가 현상에 주목할 필요가 있다. 미국의 서브프라임 모기지 사태와 유럽의 재정위기에 따른 장기불황의 여파로 지난 2012년 우리 주식시장 투자자수는 감소추세로 돌아섰다.<sup>46)</sup> 개인이 차지하는 비중은 24% 정도로 같은 기간보다 소폭 줄었으나 2009년에 34.6%에 달한 이래 줄곧 감소하는 추세이다. 개인투자자는 주식에 고액을 투자하는 1% 남짓한 소수의 투자자들이 전체 상장주식 시가총액의 5분의 4에 해당하는 81.8%를 보유하고 있다.<sup>47)</sup> 이러한 현상은 제 목소리를 내기 어려운 소액주주의 보호 필요성이 더욱 커지고 있다는 점을 반증하는 것이다.

한편 같은 기간, 외국인의 주식시장 시가총액 대비 투자 비중은 32.4%로 최근 5년간 꾸준히 늘고 있다. 이는 미국이 재정위기에 대한 출구전략으로 양적 완화를 적극적으로 추진한 결과, 외국인 투자자들의 유동성이 풍부해진 까닭이다. 그러나 외국인 투자자로부터 유입된 자금은 변동성이 크기 때문에 투자비중이 클수록 국내 주식시장의 변동위험도 커지기 마

44) 기관투자자의 적극적 역할에 대한 회의론에 대해서는 이제원, 앞의 “상장회사에 있어서 기관투자자의 역할”, 180쪽에서 소개하고 있다.

45) 권기범, 앞의 글, 130쪽.

46) 한국거래소, 앞의 자료, 3쪽.

47) 위의 자료, 1~2쪽.

련이다. 따라서 주식시장의 변동성에 대응하기 위한 장기주주로서 기관투자자의 역할이 더욱 강조될 수밖에 없다.

<표 2> 투자자별 주식보유비중(시가총액 기준)

(단위 : 십억원, %, %p, 원)

구 분	2011년	비중	2012년	비중	증감	비중 차이	보유 단가
정부 및 정부관리기업	27,391	2.4	41,410	3.3	14,019	0.9	19,959
기관투자자	148,430	13.0	200,090	15.8	51,660	2.8	30,927
일반법인	339,271	29.6	309,313	24.5	△29,958	△5.1	22,117
개 인	279,315	24.4	303,069	24.0	23,754	△0.4	10,928
외국인	350,246	30.6	409,534	32.4	59,288	1.8	62,311
합 계	1,144,653	100.0	1,263,416	100.0	118,763	-	22,229

※ 출처: 한국거래소(<http://www.krx.co.kr>)

둘째, 기관투자자의 지분비율이 크기 때문에 주가에 악영향을 끼칠 수 있는 기업지배구조와 관련된 위험이 있는 경우에도 단순히 보유주식을 매각하고 떠나는 매도전략의 실행이 점점 더 어려워지고 있다.<sup>48)</sup> 지배구조의 불확실성으로 말미암아 주가가 하락할 위험이 있다면 보유주식을 바로 매각해야 하는 데 일반 주주와 달리 보유주식 규모가 큰 기관투자자가 단기간에 집중적인 자산매각을 하게 되면 자산가치의 하락을 초래하기 때문이다. 경기불황으로 주가변동폭이 적은 소수 우량기업에 대한 기관투자자의 평균 지분율이 계속해서 증가하고 있는 투자현실을 감안하면 더욱 그러하다.<sup>49)</sup> 이러한 문제는 주식시장 투자규모에서 절대적인 우위를 가지고 있는 연기금에서 심각하게 우려되고 있다.<sup>50)</sup>

48) 성승제, “기관투자자의 경영개입”, 『비교사법』 제13권 제1호, 한국비교사법학회, 2006. 3, 597쪽.

49) 최근 조사에 따르면 2013년 7월 기준으로 국민연금의 국내 주식시장 30대 그룹에 대한 투자비중은 상위 5대 그룹에 83%, 10대 그룹에 93%가 몰려있는 것으로 나타났다. The CEO Score Daily, 2013. 7. 17자 기사, <<http://www.ceoscoredaily.com/news/article.html?no=1769>> (2013. 10. 31 방문). 최근 국민연금을 포함한 연기금이 자본시장법상 이른바 10%룰의 제한에서 벗어나게 되면서 이러한 투자쏠림 현상은 더욱 가속화할 것으로 보인다.

50) 이상복, 앞의 “기관투자자로서 연금제도의 개선과제”, 370쪽.



셋째, 기관투자자의 투자패턴상 한계로 주가지수펀드와 같이 광범위한 포트폴리오를 유지해야 할 경우에는 다양한 종류의 주식을 소유해야 하므로 성과가 나쁜 회사의 주식이라도 이를 단순히 매각하고 떠날 수 없게 만드는 구조적인 문제점이 있다.<sup>51)</sup> 기관투자자는 수익성을 높이기 위해서 시장 평균수익률 이상을 추구하는 액티브 전략(active management strategy)과 시장 평균 수익률을 추구하는 패시브 전략(passive management strategy)을 적절히 병행하게 된다. 그런데 헤지펀드와 같은 고위험·고수익을 추구하는 기관투자자를 제외한다면 대부분의 기관투자자는 안정적인 수익마련을 위해 패시브 전략에 무게를 둔다. 인덱스펀드(index fund)가 대표적이다.<sup>52)</sup> 이러한 방식의 투자는 효율적인 분산투자를 가능하게 하고 매매비용을 절감할 수 있는 장점이 있지만, 일부 구성종목만을 매각하기가 불가능하고 상황에 따라 보유종목을 변경하기도 어렵다. 따라서 기관투자자는 투자회사의 지배구조나 실적에 불만이 있는 경우에도 보유주식을 단순히 매각하는 것보다 회사의 실적을 개선하는 데 시간과 노력을 투자하려는 동기를 가지게 된다.<sup>53)</sup>

마지막으로 각종 공시제도의 강화로 기관투자자가 신인의무(fiduciary duty)에 위배하여 일방적으로 경영진의 편에 서는 것이 점점 더 어려워지고 있다. 미국은 지난 2003년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)과 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)을 개정하여 투자회사가 보유주식에 대한 의결권 행사정책과 지침을 마련할 것을 요구하면서 그 행사내역을 의무적으로 공시하도록 하였고, 투자자문회사에 대해서도 신의성실에 따라 의결권 행사정책과 절차를 마련하고 이와 함께 의결권 행사내역을 고객에게 공시하도록 하였다.<sup>54)</sup> 투자회사 등에 대한 공

51) 최문희, 앞의 글, 141쪽.

52) 물론 주가지수를 활용한 모든 투자가 보수적인 자금운용에 해당하는 것은 아니다. 예컨대 주식의 가격수준을 나타내는 주가지수를 장래에 사거나 팔 수 있는 권리를 매매하는 주가지수옵션에 따른 투자는 투자위험성이 매우 높다. 실제로 200년 전통의 영국 베어링스금융그룹은 직원 단 한 사람의 무분별한 지수옵션투자로 파산하였다.

53) 강대섭, 앞의 글, 166쪽.

54) SEC, "Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies", 17 CFR Parts 239, 249, 270, and 274, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922, <<http://www.sec.gov/rules/final/33-81>

시 의무화는 특정 집단이 정치적·사회적 목적을 추구하기 위한 수단으로 의결권 행사를 악용하는 것을 막아주고, 기관투자자가 투자자인 고객의 이익을 무시하고 경영진의 입장에 무조건 찬성하는 관행에 제동을 거는 역할을 할 것으로 기대되고 있다.<sup>55)</sup> 우리나라도 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’)에 따라 제한적이기는 하지만 기관투자자에게 의결권 행사내용 및 의결권 행사지침 등에 대한 공시의무를 부과하고 있다. 자본시장법은 집합투자자가 자산총액의 5% 또는 100억원 이상의 주식을 보유하는 회사를 ‘의결권 공시대상 법인’으로 정하고 이에 대해서는 의결권 행사 여부 및 내용을 기록·유지하고 그 내용 및 사유(의결권을 행사하지 않는 경우에는 그 사유)를 주주총회일로부터 5일 이내에 사후 공시하도록 규정하는 등 기관투자자가 원칙적으로 투자자의 이익을 보호하는 관점에서 자유롭게 의결권을 행사하도록 보장되 특정한 사안에 대하여는 공시의무를 부과하고 있다(자본시장법 제87조, 같은 법 시행령 제90조, 제91조 제2항 및 제4항).

## (2) 기관투자자의 주주권 행사방향과 범위

기업지배구조 개선에 있어서 기관투자자의 역할을 강조하는 주장이 기관투자자 지위의 공익성에 대한 사회적 기대를 반영하고 있다는 점을 부인할 수는 없다. 그러나 이러한 논의가 공익을 추구하기 위한 하나의 수단 측면에서만 검토되어야 하는 것은 아니다. 지배구조 개선에 있어서 기관투자자의 가능성에 대한 논의의 전제는 단순히 팔고 떠나는 것(exit)보다 주주로서 적극적 역할을 수행하는 것(voice)이 기관투자자 자신, 나아가서는 투자자인 고객에게 이익으로 돌아갈 경우에 비로소 주주로서의 권리를 행사할 수 있다는 것이고, 기관투자자는 장기적 안목에서 투자를 할 수 있어 이러한 역할을 담당하기에 적합하므로 그 역할을 다할 수 있는 방안을 모색해보자는 것이기 때문이다. 또한 기관투자자의 본분(primary mandate)이 투자수익을 높이는 데 있다고 보더라도 그러한 명제

---

88.htm>(2013. 10. 31 방문).

55) 최문희, 앞의 글, 142쪽.

가 기업지배구조 개선논의에 있어서 기관투자자의 역할을 제한하는 이유가 되지는 않으며 서로 상충하는 논거가 되는 것도 아니다. 기업지배구조 개선에 관한 논의는 기업지배구조위험(governance risk)을 합리적으로 통제하여 수익성에 부정적인 영향을 미칠 요인을 사전에 위험단계에서 제거 하자는 것이기 때문이다.

이렇게 보면 기관투자자의 역할에 대한 논의의 지향점은 그러한 역할을 담당하는 것이 타당한지 여부가 아니라 이에 대한 사회적 타당성을 전제로 어떠한 수단으로, 어느 정도의 범위까지 이를 인정할 것인가에 놓여 있다고 볼 수 있다. 앞서 살핀 바와 같이 기관투자자는 투자한 기업으로 하여금 경영전략을 변경하도록 촉구하는 수단으로 보유주식이 부여한 의결권을 적극적으로 행사할 수밖에 없다. 다만, 주주제안권 등과 같은 능동적 주주권<sup>56)</sup>의 행사에 대해서도 기관투자자가 적극적으로 나서야 할 것인지는 효용성의 관점, 즉 개별 수단의 성격을 고려하여 주주권 행사에 따른 비용 대비 수익의 문제로 접근해야 한다.<sup>57)</sup> 이는 행동주의의 방향설정 에 관한 문제이기도 하다.

생각건대, 현재로서는 기관투자자가 의결권을 내실있게 행사하는 방안을 마련하는 데에 관심을 집중하되 다른 능동적 주주권 행사는 장기적인 관점에서 단계적으로 고려하는 것이 타당하다. 기관투자자 행동주의는 간섭의 대상과 범위에 따라 일반적 간섭과 개별적 간섭으로 나뉜다. 후자의 형태는 특정 기업에 한정되는 개별기업 차원의 특정 간섭을 말하는데 경영진 또는 이사회와의 직접 대화의 개시, 주주제안의 준비, 임시 주주총회의 소집, 여론을 통한 압박 등을 꼽을 수 있다.<sup>58)</sup> 문제는 의결권 이외

56) 주주제안, 경영감시대상 기업목록(focus list)의 작성·운영, 사외이사 추천, 주주대표소송 또는 증권집단소송 제기 등을 말한다.

57) OECD, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, OECD Publishing, 25 Nov. 2011, p. 23; 한편 기관투자자가 스스로 적극적인 행동주의에 나서기 위한 첫걸음으로써 이들이 ‘공익적 차원의 임무인식’을 가져야 한다는 주장이 있다(장정애, 앞의 글, 87쪽). 그러나 기관투자자도 내부적으로는 위탁자인 수익자에게 이익을 안겨줄 의무를 지니는 투자자에 불과하고, 기업지배구조 개선이라는 공익적 효과도 여기에 부수해서 나타나는 것이므로 기관투자자에게 공익적 차원의 임무인식을 요구하는 것은 바람직하지 않아 보인다. 자칫 공익성을 추구하는 것이 기관투자자의 목표가 되는 것으로 읽힐 우려가 있기 때문이다.

의 다른 주주권의 행사는 물론이고 개별 기업에 특화된 주주권 행사는 기관투자자에게 비용측면에서 더 큰 부담을 요구한다는 점이다. 우리나라의 경우 12월 결산법인의 주주총회가 관행상 특정 날짜에 몰려 있고 안건에 대한 정보도 충분하게 제공되지 못하고 있는 실정이다.<sup>59)</sup> 가장 기본적인 주주의 권리인 의결권조차도 인력과 시간의 부족으로 내실있게 행사하지 못하는 상황인 것이다. 우리 기업은 지배주주측에 집중된 지분구조를 가지고 있고 기관투자자의 의결권 행사여건도 여의치 못한 상황이므로 주주권 행사비용이 기대효과에 미치지 못할 가능성이 크다. 이러한 상황에서 단순히 주주권 강화만을 얘기하는 것은 그러한 노력이 기관투자자의 실효적인 의결권 행사가 전제될 때 비로소 실익을 가진다는 점을 간과한 것이라는 점을 지적하지 않을 수 없다.<sup>60)</sup>

결국 효용성에 의문이 있는 주주제안이나,<sup>61)</sup> 특정 기업에 대한 직접적인 간섭으로 비취질 수 있는 경영감시대상 기업목록(focus list)의 운영 등에 기관투자자의 적극적인 관심을 요구하는 것은 시기상조로 보인다. 우리 투자현실에 비추어 볼 때 제대로 이익형량이 이루어진 것이라고 보기 어렵고, 다분히 기관투자자 행동주의가 가지는 이론적 당위성에 매몰된 것이 아니냐는 의구심을 떨칠 수 없기 때문이다. 다만, 주주권 강화 수단으로 열거되는 여러 가지 방법 중에서도 사외이사 추천은 기관투자자가 그 행사를 적극적으로 고려해 볼 수 있다고 본다. 주주권 행사에 드는 노력에 비해 독립적 사외이사의 선임을 통해 얻을 수 있는 감시기능의 제고효과가 클 것으로 기대되는 까닭이다.<sup>62)</sup>

58) 이상복, 앞의 “외국에서의 주주행동주의의 한계와 개선과제”, 128쪽.

59) 오성근, “펀드의 의결권행사와 펀드행동주의 - 외국의 사례를 통한 우리 제도의 현황과 개선방안을 중심으로-”, 『상장협연구』 제55호, 한국상장사협의회, 2007. 4, 93~94쪽.

60) 이제원, 『대기업의 지배구조에 있어서 기관투자자의 역할에 관한 연구』, 서울대학교 대학원 박사학위논문, 1997. 8, 91쪽.

61) 이상복, 앞의 “외국에서의 주주행동주의의 한계와 개선과제”, 142~143쪽.

62) 최근 기관투자자의 사외이사 추천과 관련하여 주목할 만한 사례가 나타났다. 상장기업인 만도가 지난 2013년 6월 임시 주주총회에서 일반 기관투자자가 추천한 독립한 사외이사를 선임하기로 결정한 것이다. 이는 기관투자자 행동주의가 뿌리대리지 못한 우리 기업현실에서 국민연금과 같은 공적 연기금도 아닌 일반 기관투자자가 외부 주주를 대표하는 사외이사를 추천하고 이를 관철시킨 최초의 사례라는 점에서

### 3. 각국의 입법태도

#### (1) 외국의 경우

앞서 언급한 바와 같이 미국의 경우, 기관투자자의 의결권 행사는 근로자퇴직소득보장법(ERISA)의 해석을 통해 연기금의 의결권 행사가 기관투자자로서 연기금의 신인의무에 저촉되지 않는다는 점이 확인되면서 그 법적 근거를 갖게 되었다. ERISA는 사적 연기금에 대해서 적용되는 것이지만 위와 같은 태도는 다른 기관투자자의 의결권 행사에도 영향을 주었고, 특히 Enron 사태의 영향으로 미국 증권거래위원회(SEC, Securities and Exchange Commission)가 투자회사법 등을 고쳐서 투자회사(mutual fund)와 투자자문업자의 의결권 행사를 제도화시키는 토대가 되었다.<sup>63)</sup> 다만, 의결권 행사를 제도화하는 방식은 양자가 차이를 보인다. 즉 ERISA가 연기금의 의결권 행사 자체를 강제한 것에 비해, 투자회사법 등은 일반 기관투자자에 대해서 의결권 관련 정책과 행사내역의 공시를 강제함으로써 간접적으로 의결권 행사를 진작하는 규제방식을 택한 것이다.<sup>64)</sup> 한편 2008년에 발생한 서브프라임 모기지 사태는 기관투자자의 역할이 강화될 수 있는 중대한 전기를 마련하는 계기가 되었다. 즉 미국발 금융위기를 수습하는 과정에서 이러한 위기가 초래된 근본적인 이유가 기업지배구조의 실패와 취약성에 따른 것이라는 판단에서 SEC는 지난 2010년 금융개혁법(Dodd-Frank Rule)을 제정하여 경영진 보수에 대하여 주주의 의결권 행사를 통한 통제를 강화하고(이른바 ‘주주승인권’) 이사 선임과정에서 주주의 개입가능성을 확보(proxy access, 이른바 ‘이사후보 추천권’)하는 등의 지배구조 건전화 방안을 마련하였다. 이러한 조치는 기관투자자의 위상을 강화시키는 데에 기여할 것으로 전망되고 있다.

영국의 경우, 지난 1992년 기업지배구조 원칙(이른바 Cadbury Report)을

---

의미가 깊다. 다만, 이 경우에도 해당 기관투자자는 소유·지배관계 등으로 얽혀있지 않은 독립한 자산운용회사였다는 점에서 소유·지배관계나 중요한 거래관계의 존재와 같은 구조적 제약요인에 따른 주주권 행사 한계를 벗어나기는 쉽지 않아 보인다.

63) Clifton Petty, “Gathering Strength: The Reinforcement of Fiduciary Responsibility for Proxy Voting”, *White Paper Series*(#04-03), Pension Consultants Inc., Oct. 2004. pp. 1-2.

64) 송홍선, 앞의 글, 2쪽; 송민경, 앞의 글, 23쪽.



제정하여 기업지배구조에 대한 기관투자자의 역할을 강조하였고, 이후 2001년 이른바 Myners Report를 통해 수탁자로서 기관투자자의 행위기준을 정립하고 상황에 따라 적극적인 경영관여(engagement)에 나설 것을 요구하였다.<sup>65)</sup> 2010년에는 금융위기를 효과적으로 극복하지 못하였다는 비판에 따라 기관투자자의 책무에 대한 모범규준(UK Stewardship Code)을 제정하여 경영관여의 질적 수준 제고를 꾀하고 있다. 이는 단순히 기관투자자의 적극적 주주권 행사를 독려하는 차원에서 한발 더 나아가 기관투자자들이 자산관리자로서의 책무(stewardship responsibility)를 다할 수 있도록 일련의 기준을 마련하고,<sup>66)</sup> 원칙적으로 이를 준수하되 예외를 두는 경우에는 이를 설명하도록 하는 ‘Comply or Explain 원칙’에 기초하여 구체적인 행동기준을 제시함으로써 기관투자자들의 적극적 경영관여의 토대를 마련한 것으로 평가된다.

## (2) 우리 법의 태도

우리나라는 법제도 및 관행상의 이유로 기관투자자의 의결권 행사에 많은 제약을 두고 있었다. 그러다가 1997년 IMF 경제위기를 계기로 기업 지배구조 개선에 대한 관심이 높아지면서 기관투자자의 의결권 행사가 허용되었고, 2002년 이후에는 이에 대한 공시의무를 부과하여 기관투자자의 의결권 행사를 간접적으로 강제하는 입법태도를 취하고 있다(자본시장법 제87조, 같은 법 시행령 제90조, 제91조 제2항 및 제4항). 한편 기관투자자중 연기금에 대해서는 국가재정법이 이를 규율하고 있다. 우리의 경우, 한때 연기금의 주식투자를 원칙적으로 금지하였으나(2003. 12. 31. 법률 제7059호로 개정되기 전 기금관리기본법 제2조의 3, 제3조 제3항)

---

65) Paul Myners, HM Treasury, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, March 2001, p. 42.

66) UK Stewardship Code는 7가지 기본 원칙으로 구성되어 있다. 그 주요 내용은 투자대상 기업에 대한 적극적인 대화와 관여 정책에 대한 공시, 이해상충에 대한 정책 마련 및 공시, 투자대상 기업에 대한 지속적인 모니터링 수행, 적극적 개입의 조건과 방법에 대한 명확한 지침 수립, 필요한 경우 다른 기관투자자들과의 연대, 명확한 의결권 행사 지침 수립과 행사내역의 공시, 의결권 행사를 포함한 적극적 대화와 관여내역 등의 정기적인 보고가 바로 그것이다.



2005년 이후 연기금의 주식투자가 허용되면서 기금관리주체의 의결권 행사와 공시가 의결권 행사의 기본원칙으로 자리잡았다(국가재정법 제64조).

## IV. 제도 개선을 위한 법·정책적 과제

### 1. 의결권 행사와 기관투자자의 연대

주주총회에 출석하여 결의에 참가할 수 있는 의결권은 주주권 중에서 가장 중요한 것이고 잔여위험의 귀속자(residual claimant)로서 주주는 의결권을 행사함으로써 결과적으로 자신의 재산적 이익을 향상시킬 수 있다. 기관투자자의 주주권 행사 강화수단으로 열거되는 주주제안이나 경영진과의 협상 등은 의결권 확보 없이는 애초에 의도했던 목표를 이룰 수 없으므로 결국에는 위임장 대결(proxy fighting)이 불가피하다. 기관투자자의 주식보유 비중이 늘고 있는 것은 사실이나 우리나라와 같이 기업 소유지분구조가 특정 주주에게 집중된 경우에는 기관투자자의 연대를 정책적으로 촉진시킬 방안을 마련하는 것이 무엇보다 시급하다. 그 구체적인 방법으로 연기금과 기관투자자를 아우르는 일종의 기관투자자협의체를 구성하여 의결권 행사의 유효성을 높일 필요가 있다.<sup>67)</sup> 적어도 성격을 같이하는 기관투자자들끼리 유형화하여 의결권 행사 공동지침을 만드는 등 의결권 행사 문제에 공동으로 대응하는 체계를 갖추게 되면, 일반 주주들의 의사결정에 정보를 제공함으로써 이들의 의결권 행사를 촉진시킬 수 있을 뿐만 아니라 연기금이나 기관투자자의 일방적 횡포라는 비난도 피해갈 수 있을 것이다.

### 2. 의결권 행사와 공시정책의 강화

경영진에 의한 주주가치 훼손 우려에도 불구하고 기관투자자가 적극적인 감독에 나서지 않는 행태를 시정하기 위한 최선의 방법은 의결권의

67) 남재우, “국민연금기금의 주주권 행사에 관한 소고”, 『자본시장 Weekly』 2012-07호, 자본시장연구원, 2012. 1, 4쪽.

적극적인 행사가 이들이 고객에 대하여 부담하는 신인의무의 본질적인 내용이 된다는 점을 확인시켜주는 것이다. 이를 위해서는 직접적으로 기관투자자에게 의결권 행사의무를 부과하거나 공시제도를 활용하여 간접적으로 의결권 행사를 강제하는 방법이 이용된다. 물론 이와 같은 방법들이 서로 배타적 관계에 놓이는 것은 아니다. 따라서 공적 연기금에 대해서는 국가재정법이 의결권 행사의무와 공시의무를 지움으로써 기금운용의 책임성을 피하고 있다(국가재정법 제64조).

다만, 연기금이 아닌 일반 기관투자자에 대하여 획일적으로 의결권 행사의무를 부과하는 것은 바람직하지 않다고 본다. 우리나라의 경우, 자산운용사 등과 같은 기관투자자들은 연기금과 달리 대규모 기업집단이나 금융그룹 소속이어서 그 이해관계에서 벗어나기 어려운 경우가 많기 때문에 일률적으로 의결권 행사를 강제하더라도 애초에 기대했던 의결권 행사의 목적을 달성하기 어려울 것이기 때문이다. 이와 같은 구조적 제약에 따른 이해상충을 막기 위해 자본시장법은 계열사인 투자대상 기업에 대해서는 의결권을 중립적으로 행사하도록 규정하고 있으나(자본시장법 제87조 제2항), 의결권의 중립적 행사로 집합투자업자에게 돈을 맡긴 투자자가 손실을 볼 가능성은 여전히 남아있다는 점에서 이해상충을 해결하는 데에는 불완전하다.<sup>68)</sup> 특히 의결권 행사의 타당성이 문제되는 경우는 대부분 신인의무에 위배되는지 여부가 애매한 사안이 많을 것인데 형식적인 의결권의 행사가 신인의무에 명백히 위배됨을 밝히는 것도 쉽지 않은 문제이다. 오히려 기계적으로라도 의결권을 행사하기 위해 드는 비용은 결국 고객에게 전가될 것이므로 부작용이 더욱 클 것으로 예상된다.

따라서 일반 기관투자자의 경우에는 공시를 강화함으로써 간접적으로 투자자 보호를 피하는 것이 바람직하다. 공시중심의 의결권 정책은 의결권 행사내용 등의 공개가 투자자로서 가지는 기본적인 알 권리의 대상이라는 인식에서 출발한다.<sup>69)</sup> 기관투자자가 의결권 행사정책과 절차를 미리 공시함으로써 투자자인 고객들로 하여금 의결권 행사방향을 사전에 예견

68) 송민경, 앞의 글, 16쪽.

69) SEC, *op. cit.*, II. B. Disclosure of Proxy Voting Record.

할 수 있도록 해주기 때문이다. 이를 통해 사업관계나 지분관계로 얽혀있을 수 있는 포트폴리오 기업에 대한 의결권 행사가 신인의무에 부합하게 행해지도록 하는 감시효과를 기대할 수 있다.<sup>70)</sup>

### 3. 입법론

국가재정법 제64조에 따라 연기금은 의결권 행사가 강제되어 있으며 그 행사내용도 공시할 의무를 부담하나, 일반 기관투자자는 자본시장법에서 공시의무를 지움으로써 의결권 행사를 간접적으로 강제하고 있다(자본시장법 제87조, 187조, 같은 법 시행령 제90조, 91조). 다만, 자본시장법상 공시정책의 내용은 그 범위와 수준이 매우 제한적이므로 이를 구체화시킬 필요가 있다. 기관투자자에게 의결권 행사내용 등에 대한 공시의무를 부과하더라도 사전에 합리적이고 상세한 수준의 의결권 행사정책을 마련하고 이를 공시하도록 요구하지 않는다면, 투자자를 보호하기 위하여 부과된 공시의무가 오히려 기관투자자의 획일화된 의결권 행사를 투자자들에게 합리화시키는 수단으로 전용될 위험이 있기 때문이다.<sup>71)</sup>

이를 위해서는 먼저 구체적인 의결권 행사지침을 마련하여 공시할 것이 요구된다.<sup>72)</sup> 연기금의 경우, 국가재정법 제79조에 따라 기금관리주체로서 연기금은 보유주식의 의결권 행사에 대한 기준과 절차 등을 담은 자산운용지침을 마련해야 하며 이에 대해 국회의 통제를 받는다. 그 결과 국민연금은 안건에 대한 찬반여부는 물론이고 반대하는 경우에는 그 사유까지 공개하고 있다. 이에 비해 일반 기관투자자들의 경우에는 실제로 일부 대형 자산운용사들만이 의결권 행사절차 등을 공시하고 있으며, 금융투자협회의 가이드라인도 권고사항에 불과하다. 특히 중소 자산운용사들의 경우에는 이를 채택하고 있지도 않을 뿐만 아니라 이를 채택하더라도 실제 의결권 행사시에는 담당자에게 광범위한 재량을 부여하는 까닭에 가이드라인이 별다른 실효성을 가지지 못한다. 물론 의결권 행사절차

70) 송홍선, 앞의 글, 3쪽.

71) 이정환, “미국의 투자회사 의결권 행사내역 공시 의무화”, 『기업지배구조연구』 Vol. 6, 좋은 기업지배구조연구소, 2003, 41~52쪽.

72) 송민경, 앞의 글, 23쪽.

등에 대한 획일적 규제가 초래할 수 있는 비효율성의 문제를 들어 현행 가이드라인 형태의 규율 태도를 긍정할 수도 있겠으나, 이와 같은 규율이 자본시장에서 별다른 역할을 하고 있지 못하는 현실을 감안한다면 의결권 행사와 관련한 기준 및 절차 등을 입법적으로 규율하는 것이 바람직할 것으로 보인다. 이때 적어도 안전별 찬반투표 지침은 공개되도록 공시 규제를 구체화할 필요가 있다.<sup>73)</sup> 나아가 이해상충이 존재하는지, 존재하는 경우에 그 내용은 무엇인지에 관한 정보의 공개가 필요하며 특히 이러한 문제에 대하여 어떤 절차와 정책을 마련하여 대비하는지에 대해서도 반드시 공시되어야 할 것이다.<sup>74)</sup> 이에 대해서는 기관투자자의 책무에 대한 모범규준(UK Stewardship Code)을 제정한 영국의 사례를 참조할 수 있을 것이다.<sup>75)</sup>

## V. 결 론

대리인 문제는 소유와 경영이 분리된 경우에 전형적으로 나타나지만 우리나라처럼 지배주주가 독특한 소유구조에 힘입어 과도한 지배력을 행사하는 경우에도 마찬가지로 문제가 발생한다.<sup>76)</sup> 우리 주식시장에서는 개인투자자와 외국인 투자자 비중이 크게 나타나지만 이들은 전문성이 부족하고 결집력이 떨어지기 때문에 이에 대해 적절히 대처하기 어렵다. 따라서 기업지배구조 개선에 영향을 미칠 수 있는 경제주체로 기관투자자의 역할을 기대해 볼 수 있다. 그러나 연기금을 제외한다면 다른 기관투자자는 영업적 이해관계 때문에 의결권을 포함한 주주권 행사에 여전히 소극적인 태도를 보이고 있다.

---

73) 기관투자자들의 투자대상이 광범위하므로 각각의 제안에 대하여 지침을 적용하는 데 수반되는 비용이 너무 크다는 점을 들어 의결권 행사지침의 효용에 대해서 의문을 제기하는 견해로는 이상복, “기업지배구조와 기관투자자의 역할”, 『기업법연구』 제22권 제4호, 한국기업법학회, 2008. 12, 283~284쪽.

74) 송민경, 앞의 글, 24쪽.

75) 김우찬, 『영국 「Stewardship Code」를 통해 본 바람직한 기관투자자의 역할』 이슈&분석 2011-5호, 경제개혁연구소, 2011. 5. 24, 9쪽.

76) 송민경, 앞의 글, 9쪽.

오늘날 우리 법제 환경만을 놓고 본다면 기관투자자들이 소극적인 모습을 보이는 근본적인 원인은 과도한 규제에 있는 것이 아니라 이들이 경영감독에 나설 적절한 동기부여가 이루어지 못하고 있는 점에 있다.<sup>77)</sup> 그러나 투자환경의 변화로 이제는 단순히 기업지배구조 위험을 회피하는 이른바 매도전략을 통해 수익성을 보장받기는 어려워졌다. 기관투자자간 연대와 공시정책의 강화는 기관투자자가 변화된 투자환경에 적응하고 시장과 고객의 신뢰를 받게 만드는 첫걸음일 수 있다. 앞으로 기관투자자의 수익성과 자본시장의 발전이라는 두 가지 목표를 아우르기 위한 논의가 활발히 개선되기를 기대해 본다.

---

77) 장정애, 앞의 글, 86쪽.

## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 강대석, “회사지배구조와 기관투자자의 역할”, 『상사판례연구』 제15권, 한국상사판례학회, 2003.
- 강정민, 『2012년 기관투자자 의결권 행사 현황』 2012-21호, 경제개혁연구소, 2012. 12.
- 고광수·박창욱, 『한국·일본·중국의 기관투자자 비교연구』 연구보고서 05-01, 한국증권연구원, 2005. 2.
- 권기범, “기관투자자의 의결권 행사에 관한 연구”, 『상사법연구』 제14권 제2호, 한국상사법학회, 1995.
- 김우찬, 『영국 「Stewardship Code」를 통해 본 바람직한 기관투자자의 역할』 이슈&분석 2011-5호, 경제개혁연구소, 2011. 5. 24.
- 남재우, “국민연금기금의 주주권 행사에 관한 소고”, 『자본시장 Weekly』 2012-07호, 자본시장연구원, 2012. 1
- 박경서·정순섭·정재규·정재영·강운식·김진성, 『자산운용사의 의결권 행사 개선방안』, 한국기업지배구조개선지원센터, 2007. 10.
- 박상수, “연기금의 주식투자 허용과 기관투자자의 역할 제고방안”, 『상장협』 제51호, 한국상장사협의회, 2005. 3.
- 배지현, “기관투자자의 주주행동주의 강화되고 있다”, 『LG 주간경제』, LG경제연구원, 2007. 4. 26.
- 성승제, “기관투자자의 경영개입”, 『비교사법』 제13권 제1호, 한국비교사법학회, 2006. 3.
- 송민경, “기관투자자의 의결권 행사 활성화 방안”, 『KRX 마켓』 제78호, 한국거래소, 2011. 8.
- 오성근, “펀드의 의결권행사와 펀드행동주의 - 외국의 사례를 통한 우리 제도의 현황과 개선방안을 중심으로-”, 『상장협연구』 제55호, 한국상장사협의회, 2007. 4.
- 이기영·한성윤·문형표, “국민연금기금 지배구조의 평가와 개선방향”, 『연기금운용의 평가와 정책과제』 경제·인문사회연구회 협동연구 총서 07-01-04, 한국개발연구원, 2007. 12.



- 이상복, “기관투자자로서 연금제도의 개선과제”, 『상사판례연구』 제21집 제4권, 한국상사판례학회, 2008. 12.
- \_\_\_\_\_, “기업지배구조와 기관투자자의 역할”, 『기업법연구』 제22권 제4호, 한국기업법학회, 2008. 12
- \_\_\_\_\_, “외국에서의 주주행동주의의 한계와 개선과제 - 영국과 미국의 기관투자자 행동주의를 중심으로-”, 『증권법연구』 제9권 제1호, 한국증권법학회, 2008.
- 이정환, “미국의 투자회사 의결권 행사내역 공시 의무화”, 『기업지배구조 연구』 Vol. 6, 좋은 기업지배구조연구소, 2003.
- 이제원, 『대기업의 지배구조에 있어서 기관투자자의 역할에 관한 연구』, 서울대학교 대학원 박사학위논문, 1997. 8.
- \_\_\_\_\_, “상장회사에 있어서 기관투자자의 역할”, 『상사법연구』 제17권 제1호, 한국상사법학회, 1998.
- 이준섭, “기관투자자의 기업지배적 역할”, 『상사법연구』 제22권 제2호, 한국상사법학회, 2003. 8.
- 이철송, 『회사법』 제20판, 박영사, 2012.
- 장정애, “우리나라 기관투자자의 의결권 행사에 관한 소고”, 『경영법률』 제23권 제3호, 한국경영법률학회, 2013. 7.
- 최문희, “기관투자자의 의결권 행사의 개선과 의결권 자문회사의 활용”, 『경제법연구』 제7권 제1호, 한국경제법학회, 2008. 6.
- 최성근, 『OECD 기업지배구조원칙의 국내법 수용에 관한 연구』 연구보고서 06-13, 한국법제연구원, 2008.
- 최정식, “기업지배구조와 증권소송에서의 기관투자자의 역할”, 『기업법연구』 제22권 제4호, 한국기업법학회, 2008. 12.
- 한국거래소 보도자료, “2012년도 ‘주식투자인구 및 주식보유현황’ 조사결과”, 2013. 7. 22.
- The CEO Score Daily, 2013. 7. 17자 기사, <<http://www.ceoscoredaily.com/news/article.html?no=1769>>(2013. 10. 31 방문)

<외국문헌>

Clifton Petty, “Gathering Strength: The Reinforcement of Fiduciary Responsibility

- for Proxy Voting”, *White Paper Series*(#04-03), Pension Consultants Inc., Oct. 2004.
- David Hess and Gregorio Impavido, *Governance of Public Pension Funds: Lessons from Corporate Governance and International Evidence*, Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, World Bank, May 2003.
- Department of Labor Interpretive Bulletin, “Interpretive bulletin relating to writing statements of investment policy, including proxy voting guidelines”, 29 *CFR* 2509.94-2, 29 July, 1994.
- Glyn A. Holton, “Investor Suffrage Movement”, *Financial Analysts Journal* 62(6), CFA Institute, Nov.-Dec. 2006.
- James P. Hawley and Andrew T. Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, University of Pennsylvania Press, 2000.
- OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, 2004.
- \_\_\_\_\_, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, OECD Publishing, 25 Nov. 2011.
- Paul Myners, HM Treasury, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, March 2001.
- Robert A.G. Monks, *The Emperor’s Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation*, Capstone, 1988.
- Tiana Nenova, The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis, *Journal of Financial Economics* 68(3), Elsevier, June 2003.
- SEC, “Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies”, 17 *CFR Parts* 239, 249, 270, and 274, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922, <<http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>>(2013. 10. 31 방문)

## <국문초록>

이론적 적합성에도 불구하고 기관투자자는 그간 경영진에 대한 감시자로서의 역할을 다하지 못하고 있었다. 법·제도적 제약이나 영업적 이해관계에 얽매일 수밖에 없는 기관투자자의 현실을 감안하더라도 이러한 결과는 기관투자자의 역할에 대한 자본시장의 기대에 미치지 못하는 것이었다.

그런데 미국발 서브프라임 모기지 사태가 촉발한 장기적인 증시침체는 오히려 기관투자자의 역할을 새롭게 하는데 주요한 자극제가 될 수 있을 것으로 보인다. 즉 더 이상 매도전략만을 고집할 수 없게 만드는 환경의 변화가 생긴 것이다. 언젠가는 고객에게 투자금액을 돌려줘야만 하는 숙명을 지닌 기관투자자는 수익성을 담보할 수단이 점점 제한되는 까닭에 보유주식의 가치상승에 주목하게 될 수밖에 없다. 이때 기관투자자간 연대와 공시정책의 강화는 기관투자자가 자본시장과 고객의 신뢰를 받게 만드는 첫걸음이 될 것이다.

이 글에서는 기관투자자의 전통적인 역할과 한계론을 살피고 변화된 환경에서 기관투자자가 생존하기 위해서는 부분적으로 행동주의를 강화할 수밖에 없다는 점에 대해 논증한 뒤 이들의 연대와 공시정책 강화를 통한 투자자 보호의 필요성을 주장하였다.

**주제어** : 기관투자자, 주주행동주의, 기관투자자행동주의, 수탁자자본주의, 기업지배구조

## The Roles and Tasks of Institutional Investor for Corporate Governance Improvement

Jang, Woo-Young\*

In today's capital market of Korea, institutional investors have been expected to assume a greater role than other investors, especially in controlling the misconduct of the management. Despite their advantages arising from some cost-saving factors, institutional investors have been passive to control the conflict of interests by exercising the shareholder's rights. It is attribute to the fact that institutional investors does not have much incentive to exercise the rights as well as previous legal restraints.

Since sub-prime mortgage crisis in 2008 spreads over the world, investment environment has been changed to ask institutional investors to exercise their rights more positively. Based on the change of circumstances, this paper focused on the constraints and new possibilities of institutional investors.

**Key Words** : institutional investor, shareholder activism,  
institutional investor activism, fiduciary capitalism,  
corporate governance

---

\* Litigation representative, National Pension Service, Ph.D. in law