

# 한국 스튜어드십 코드의 이해

## 1. 스튜어드십 코드의 개념

스튜어드십 코드(Stewardship Code)는 기관투자자들이 수탁자로서 투자대상회사의 중장기 발전과 고객 및 수익자의 이익을 위해 회사와의 대화 등 적극적인 주주 활동을 수행하도록 유도하는 자율규범이다.

스튜어드십 코드에 따르면 기관투자자들은 타인의 자산을 맡아 운용하는 수탁자이기 때문에 단순히 주식을 보유하는 것에 그쳐서는 안 된다. 고객 및 수익자의 이익을 위해 투자한 대상회사의 중장기적 기업 가치를 향상시키고자 회사에 대해 지속적으로 관심을 갖고 건설적인 관계를 토대로 적극적으로 대화하여야 할 책임이 있다.

예컨대 연기금·보험사·자산운용사 등 기관투자자들은 투자대상기업에 대해 의결권을 적극적으로 행사하여야 하며, 행사할 때에는 자산의 수탁자로서 중장기 기업 가치의 상승 혹은 위탁고객 내지 투자수익자의 최대이익을 위한 방향으로 의결권을 행사해야 한다.

이러한 측면에서 주식거래의 실무에서 기관투자자들이 투자한 대상회사가 부적절한 경우 해당 회사에 대한 투자를 철회하여 보유주식을 매각하고 다른 투자대상회사를 찾는 투자방침인 미국의 월스트리트 룰(Wall Street Rule)과는 구별된다.

### 스튜어드십 코드에 대한 오해

흔히들 스튜어드십 코드를 ‘적극적 주주행동주의’라고 이야기한다. ‘적극적 주주행동주의’는 주주들이 기업의 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하여 기업의 가치를 높임으로써 주주 가치를 향상시키는 행위를 총칭하는 행동양상을 의미하며, 그 형태는 다양하게 발현될 수 있다.

우리나라에선 소버린의 SK에 대한 주주활동, 엘리엇의 삼성과 현대차에 대한 잇단 주주 활동으로 ‘적극적 주주행동주의’가 등장한 탓에 이를 ‘기업에 대한 공격’ 혹은 ‘구조조정의 궤방꾼’으로 생각하는 경향이 있으나, 이는 ‘적극적 주주행동주의’가 발현된 한 형태에 불과하며 일종의 기회주의적 행동주의라고 볼 수 있다.

반면 미국 캘리포니아공무원연금(이하 CalPERS)의 Focus List 공개, 투자대상기업에 대한 적극적인 Engagement는 기업과의 소통 및 건설적인 관계를 지향하고 기업의 중장기적 가치를 높임으로써 주주 가치를 향상시키고자 한다는 점에서 ‘적극적 주주행동주의’의 한 유형으로 볼 수 있으나, 그 성격이 ‘소버린’, ‘엘리엇’과는 뚜렷이 구별된다.

스튜어드십 코드에서는 CalPERS와 같이 투자대상기업의 불투명성을 제거하고 사회적 가치를 창출하기 위해 기업과 대화하는 주주활동을 독려하는 것이다.

## 2. 스튜어드십 코드의 도입 배경

스튜어드십 코드는 지난 2008년 미국에서 시작된 글로벌 금융위기를 촉발한 금융회사의 심각한 부실이 기업지배구조의 실패와 취약성 그리고 소액주주들의 무관심에서 비롯되었다는 반성에서 시작되었다. 그 결과 미국·영국 등 대부분의 선진국에서는 기업 외부의 견제장치로서 연기금 등 기관투자자의 역할과 책임을 강조하게 되었고, 이를 유도하는 방안의 하나로 스튜어드십 코드가 제정·도입되었다.

그러나 각 국가별로 정책적 목표의 차이에 따라 스튜어드십 코드가 도입되는 양상은 조금씩 다르게 나타났다. 영국은 금융기관의 지배구조의 취약성과 기업 경영진에 대한 감독책임을 제대로 수행하지 못했던 기관투자자의 책임 문제에서 도입논의가 시작된 것에 반해, 일본은 기관투자자 역할 강화를 유도하여 기업 성장을 촉진함으로써 일본 경제의 재생을 도모한다는 차원에서 범정부적으로 접근하였다. 또한 호주는 운용사의 지배구조와 투자 능력 등 내부 통제를 강화하기 위해, 인도는 급성장하는 보험 업계에 외국인 투자 유치를 위해 스튜어드십 코드를 도입하였다.

우리나라는 국내 기업 관련 스캔들(오너리스크, 기업집단 계열사 연쇄 도산 등)과 주주가치 하락으로 연기금·운용사 등 기관투자자의 손실이 커짐에도 불구하고 기관투자자들이 투자대상기업에 대한 의결권을 지나치게 소극적으로 행사함에 따라 고객의 이익을 극대화하지 못할 뿐 아니라 기업의 건전한 성장을 견인하지 못하고 있다는 문제의식에서 시작되었으며, ‘주식시장 발전 방안’ 중 기관투자자 역할 강화의 한 방안으로 스튜어드십 코드가 도입되었다.

이처럼 각 국의 스튜어드십 코드 도입의 정책적 목표는 상이하지만, ‘기관투자자의 적극적인 주주활동 → 기업지배구조 개선 → 주주이익 확대 → 자본시장 발전’과 같은 선순환 구조를 구축하고자 하는 것은 동일하다. 즉, 금융기관 및 상장기업의 지배구조를 개선하여 자국 자본시장의 발전을 이끌어 내는 것이 스튜어드십 코드 도입의 종국적 지향점인 것이다.

## 한국 스튜어드십 코드 도입 추진 과정

2014. 7.	스튜어드십 코드 공론화 시작
2014. 11. 6.	신제윤 금융위원장의 스튜어드십 코드 도입 시사 발언
2014. 11. 26.	금융위원회가 발표한 주식시장 발전 방안에 한국 스튜어드십 코드 제정 포함
2015. 3.	금융위원회 주도로 1차 스튜어드십 코드 제정위원회 구성
2015. 12.	제1차 공청회 개최 및 스튜어드십 코드 공청회 초안 공개
2016. 8.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 민간 중심으로 개편된 제정위원회는 공청회 초안 검토 및 수정 작업 진행</li> <li>- 자산운용 및 보험업계와 시민단체, 대한상공회의소, 전국경제인연합회, 한국상장회사협의회, 코스닥협회 등 기관과 국회입법조사처 등 여러 이해관계자의 의견 청취</li> </ul>
2016. 10.	일본 스튜어드십 코드 제정위원회가 위원장, 금융청, 일본투자신탁협회를 방문해 의견 청취
2016. 11.	제정위원회는 다각도의 의견수렴 절차 및 세 차례의 회의 진행
2016. 11. 18.	스튜어드십 코드 제정 초안 공개
2016. 12. 5.	스튜어드십 코드 도입을 위한 제2차 공청회 개최
2016. 12. 11.	2016년 11월 18일부터 제정 초안에 대한 서면 의견서 접수
2016. 12. 16.	한국 스튜어드십 코드 최종안 제정
2016. 12. 19.	한국 스튜어드십 코드 최종안인 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」 공표

### 3. 스튜어드십 코드의 도입 현황

스튜어드십 코드는 금융위기의 진원지였던 영국에서 가장 먼저 도입되었고, 이후 캐나다(2010년), 네덜란드(2011년), 스위스(2013년), 일본(2014년) 등이 잇따라 스튜어드십 코드를 만들어 도입하면서 확산되었다.

기관투자자와 투자대상기업 간 대화와 협력을 강조하고 실행에 옮기는 국제적 흐름이 형성되면서 오늘날 스튜어드십 코드는 명실상부한 세계적 추세가 되었으며, 현재 미국, 홍콩 싱가포르 등을 포함해 스튜어드십 코드를 도입한 국가는 총 22개국에 달한다.

#### 스튜어드십 코드 도입 국가 현황 (2018년 7월 기준)

지역	국가명	도입년도
남아메리카(1)	브라질	2016
북아메리카(2)	미국	2017
	캐나다	2010
아시아(9)	대만	2016
	말레이시아	2014
	싱가포르	2016
	인도	2017
	일본	2014
	카자흐스탄	2017
	태국	2017
	한국	2016
	홍콩	2016
아프리카(2)	남아프리카공화국	2011
	케냐	2017
오세아니아(1)	호주	2017
유럽(7)	네덜란드	2011
	덴마크	2016
	독일	2005
	벨기에	2009
	스위스	2013
	영국	2010
	이탈리아	2015

#### 4. 스튜어드십 코드의 도입 효과

기관투자자들이 외부 견제장치로서 역할을 다하기 위해 적극적으로 주주활동에 나설 경우, 기업이 효과적으로 리스크를 관리하게 되므로 중장기적으로 기업 지배구조를 개선할 수 있을 것으로 기대된다.

‘코리아 디스카운트’의 가장 큰 요소로 지목됐던 미흡한 주주권익 보호도 상당 부분 개선될 것으로 보인다. 가장 먼저 기대되는 변화는 배당성향 확대로 이는 기업지배구조 이슈로 인한 한국 증시 저평가 원인을 해소해줌으로써 한국 증시가 전반적으로 상승하는데 주요한 역할을 할 것으로 예상된다.

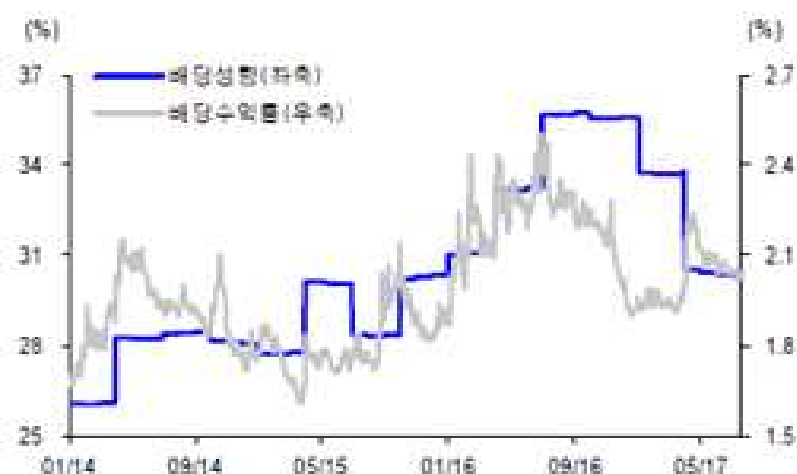
실제로 스튜어드십 코드를 도입한 국가들에서 긍정적인 변화가 감지되고 있다. 영국 등 스튜어드십 코드 도입 국가들은 코드 도입 이후 밸류에이션 재평가가 이뤄지며 기업가치가 상승했다. 영국의 경우 대표 지수인 FTSE100의 PER은 2017년 4월 말 기준 33.2배로 코드 도입 이전(1.9배) 대비 약 97% 상승했고, 네덜란드와 남아프리카공화국 또한 코드 도입 이전 대비 각각 약 60%, 63% 상승된 것으로 조사된 바 있다.

스튜어드십 코드의 도입 목적인 고객 이익 극대화 측면에서도 성과가 나타났다. 코드 도입 이전 59.1%였던 영국의 배당성향은 다소 큰 폭의 등락이 있기는 했지만 2017년 4월 말 기준 111.1%로 약 52% 상승했고, 배당수익률 또한 3.4%에서 3.9%로 0.5% 개선됐다. 이러한 현상은 나머지 국가들에서도 거의 동일하게 발생했는데 캐나다는 배당성향과 배당수익률이 각각 10.2%p, 0.3%p 상승했고, 남아프리카공화국의 배당성향은 24.0%p, 그리고 배당수익률은 0.1%p 상승했다.

#### 일본의 변화

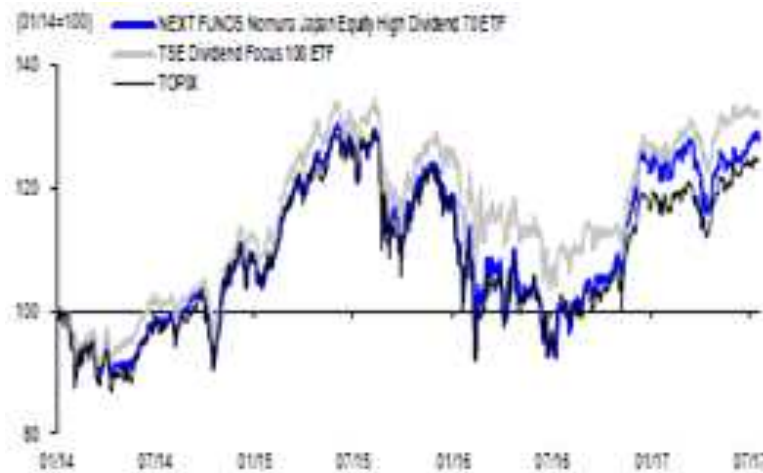
일본 역시 스튜어드십 코드 도입으로 일본 기업 전반의 주주환원 정책이 강화되었다. TOPIX 기업 배당성향은 2014년 초 26.1%에서 2016년 말 30.3%로 상승했다. 배당 수익률은 2014년 초 1.67%에서 2016년 말 1.95%로 0.28%포인트 개선됐다.

TOPIX 배당성향과 배당 수익률 추이



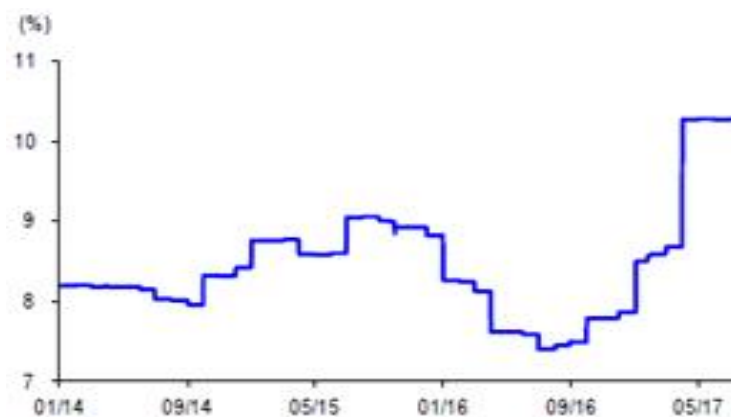
주주환원 정책 강화로 고배당 종목들의 초과 수익이 뚜렷했다. 일본 증시 배당 ETF인 TSE Dividend Focus 100(1698 JP Equity)의 스튜어드십 코드 도입 후 수익률은 32.7%다. 벤치마크인 TOPIX 대비 8.2%포인트 아웃퍼폼했다. 2016년 초 일본 증시 조정 구간에서는 20.9%포인트 초과 수익을 보였다.

1577 JP Equity, 1698 JP Equity와 벤치마크 수익률 추이



자본 효율 중요성이 부각된 것도 중요한 변화로 볼 수 있다. 의결권 자문기관인 ISS는 2016년 주주총회에서 400개사 이사 선임안에 반대를 권고했다. 자본 효율성 기준 미달이 이유다. 스튜어드십 코드 도입 후 일본 기업 ROE(자기자본이익률)은 2.1%포인트 개선됐다.

TOPIX ROE 추이



## 적극적 주주권 행사의 재무적 영향 관련 연구 및 보고서

관련 연구 및 보고서	연구 결과 요약
Dimson, E., Karakas, O. and Li, X. (2015). <b>Active Ownership.</b> The Review of Financial Studies, 28 (12), pp. 3225-3268.	1999년~2009년 한 자산운용사가 기업지배구조, 기후변화에 관련된 관여활동을 실시한 미국 기업들이 동 관여활동 이후 시장 평균을 크게 웃도는 재무 성과를 달성했다. 관여활동 초반 연 평균 1.8%이던 비정상수익률은 관여활동 성공 이후 4.4%까지 상승했고 관여활동이 실패했을 때 시장 반응은 없었다.
Junkin, A., CFA, CAIA(2015), Managing Deirector, update to <b>The CalPERS Effect on Targeted Company Share Prices</b> , Wilshire.	캘리포니아 공무원 연금(CalPERS)이 관여활동 및 성과 개선 활동을 펼친 기업들이 Russell 1000 지수 대비 13.72%, 각 Russell 1000 섹터 지수 대비 12.11%의 초과 누적 수익률을 달성했다. 여기에는 중점관리기업 명단(focus list)에 속한 기업과 관여 활동을 비공개로 진행한 기업이 모두 포함되었다.
Becht, M., Franks, J., Mayer, C. and Rossi, S. (2010). <b>Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund.</b> The Review of Financial Studies, 23 (3), pp. 3093-3129.	Hermes Focus Fund는 FTSE All-Shares 지수 대비 수수료 차감 후 연 4.9%의 비정상수익률을 보이며 벤치마크를 크게 상회하는 성과를 나타냈다. 이 연구는 종목 선택보다는 관여 활동이 초과 성과 달성에 큰 영향을 미친 것으로 판단했다.

## 5. 스튜어드십 코드의 규제방식

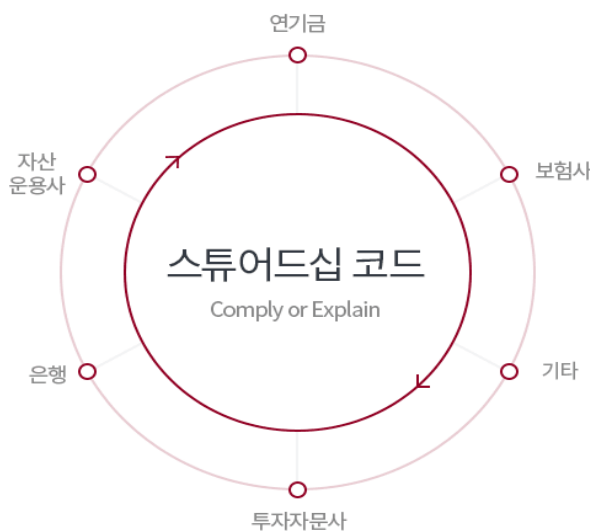
스튜어드십 코드는 원칙중심주의(Principle Base Approach)를 채택하고 있다. 동 규제방식에 따르면 추상적이고 대략적인 원칙에 대하여 그 취지, 정신을 확인하고 수범자인 각 기관투자자는 자신이 처한 상황 하에서 원칙을 실질적으로 준수할 수 있는 규범을 만들어 실천한다. 이는 우리나라에 익숙하지 않은 제도이지만 기관투자자가 채택 여부를 스스로 선택할 수 있다는 점에서 피규범자에게 유연성을 제공한다는 장점이 있다.



따라서 기관투자자가 동 코드에 참여하더라도 코드의 모든 원칙을 적용해야 하는 것은 아니며, ‘원칙 준수·예외 설명 원칙(Comply or Explain, 이하 ‘COE’ 원칙)’에 입각하여 기관투자자가 자신의 사정에 맞춰 적용할 원칙을 정하고, 반대로 준수하는 것이 적절하지 않다고 생각하는 원칙이 있으면 그 이유를 충분히 설명하고 이를 적용하지 않으면 된다.

그러나 ‘COE원칙’에 따를 경우 기관투자자 입장에서는 미준수 시 해당 정보가 일반투자자들에게 제공되므로, 모범관행이라고 여겨지는 기준을 준수하지 않으면 안 된다는 구속감을 느낄 수 있다. 이는 코드의 전체 원칙을 준수하도록 확산시키는 효과를 가져온다. 즉 본 원칙에 의한 규제는 기본적으로 시장의 영향력을 의식한 규제기법에 해당한다고 볼 수 있다.

## 6. 스튜어드십 코드의 적용 대상



스튜어드십 코드 적용 대상은 한국 상장 회사의 주식을 보유한 국내외 기관투자자로 크게 자산소유자와 자산운용자로 구분할 수 있다. 전자에는 국민연금, 보험회사 등이 해당되고 후자에는 자산운용사가 해당된다. 다만, 이들 기관 모두에 강제로 적용되는 것은 아니며 자율적으로 ‘원칙’에 참여를 공표한 기관만이 적용대상으로 분류된다.

그 외 투자자문사, 의결권 자문기관 등도 명시적으로 스튜어드십 코드에의 참여를 공표할 시 적용대상에 해당된다.

그러나 스튜어드십 코드는 원칙적으로 타인의 자산을 맡아 운용하는 ‘수탁자’에게 고객과 수익자에 대한 책임의 충실한 이행을 촉구하려는 취지에서 제정되었기 때문에, ‘수탁자’라면 투자대상이 국내 상장사 주식이든 비상장사 주식이든 상관 없이 코드에 참여가 가능하다는 점에 유의할 필요가 있다.

## 7. 한국 스투어드십 코드의 7가지 원칙

한국 스투어드십 코드는 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」이라는 명칭으로 발표되었으며, 기본적인 구조는 ① 스투어드십 코드의 도입 목적과 의의, ② 원칙의 적용, ③ 7가지 원칙과 이에 대한 지침으로 구성되어 있다.

### 한국 스투어드십 코드의 7가지 원칙

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

#### (1) 수탁자 책임 정책 제정 · 공개

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

이는 기관투자자가 수탁자로서 수탁자 책임을 어떻게 이해하는지, 책임을 이행하는 효과적이고 구체적인 방법은 무엇인지 등에 관해 문서화된 정책으로 마련해 공개하는 것으로, 수탁자 책임 이행과 관련한 원칙과 지침, 운용 철학, 권한과 의무, 조직과 절차 등의 사항을 포함해야 한다.

### 수탁자 책임 정책 내용 예시

- 기관투자자의 사업 모델, 투자 철학과 전략, 투자 흐름 내에서의 위치 등 개요
- 기관투자자가 이해하는 수탁자 책임의 핵심 내용과 기본 철학
- 비재무 위험요소 등의 관리에 관한 사항
- 수탁자 책임의 이행을 위한 주주활동의 범위
- 주주활동 관련 조직체계와 권한·책임의 배분
- 의결권 행사 및 기업지배구조 등에 관한 가이드라인
- 이해상충 방지정책
- 의결권 행사, 주주활동 내역의 보고·공개

상기 내용 중에서 위험관리, 주주활동 범위, 담당 조직체계, 의결권 행사, 이해상충 방지, 주주활동의 보고 등 사항에 대해서는 수탁자 책임 정책에는 간략한 설명이나 개요를 포함하는 형태로 작성하고 세부원칙 2~6의 이행에 관한 상세한 설명으로 대체할 수 있다.

### (2) 이해상충 방지 정책 제정·공개

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

기관투자자가 수탁자 책임을 이행할 때 투자대상회사와의 이해관계, 가령 소유지배 관계나 거래·계약관계 때문에 고객이나 수익자의 이익을 충실하게 도모하지 못하는 이해상충 상황에 직면할 가능성이 있기 때문에, 실제 발생한 이해상충 문제 또는 향후의 이해상충 가능성을 유형별로 상세히 점검하고 이를 효과적으로 관리할 수 있도록 문서화된 정책을 마련하고 공개하도록 하는 것이다. 이 정책에는 이해상충 점검·관리를 위한 원칙과 지침, 구체적인 방법, 권한과 의무, 절차 등 관련 사항을 규정해야 한다.

### 이해상충을 우려할 만한 상황 예시

- 기관투자자가 계열사의 주주총회에서 의결권을 행사하는 경우
- 기관투자자가 (잠재적) 사업관계에 있는 회사 또는 그 계열사의 주주총회에서 의결권을 행사하는 경우
- 기관투자자가 계열사와 사업관계에 있는 회사의 주주총회에서 의결권을 행사하는 경우

- 기관투자자의 고위 경영진, 최대주주(특수관계인 포함)가 이사로 재임 중인 회사의 주주 총회에서 의결권을 행사하는 경우
- 기관투자자가 계열사 또는 유관기관의 임직원을 사외이사 후보로 추천하는 경우

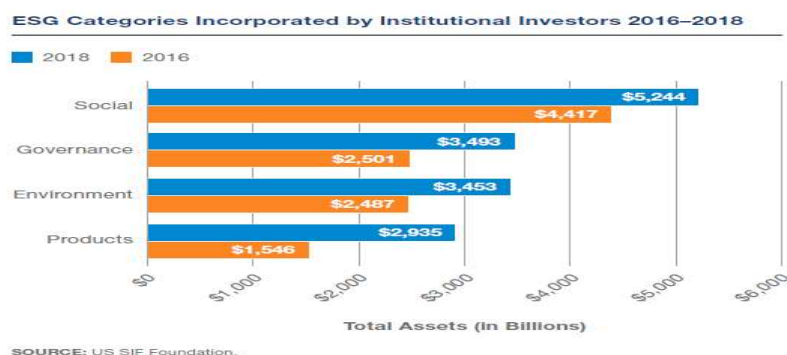
### (3) 투자대상회사에 대한 주기적인 점검

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

기관투자자는 투자대상회사의 가치와 지속가능한 성장에 영향을 끼치는 요인으로 재무구조, 경영성과 등 재무적 요소는 물론 지배구조, 경영전략 등 비재무적 요소까지 점검 대상에 포함시킬 필요가 있다. 단, 기관투자자는 투자정책, 내부 역량 등을 고려해 수탁자 책임의 효과적인 이행이 가능하도록 적절한 점검 범위를 정할 수 있다. 주기적인 점검을 통해 투자대상회사의 가치를 중대하게 훼손할 가능성이 있는 위험 요소 및 기타 우려 사항을 확인한 경우에는 투자대상기업과의 건설적인 소통을 통해 적절한 해결책을 모색해야 한다.

#### 비재무적 요소의 중요성

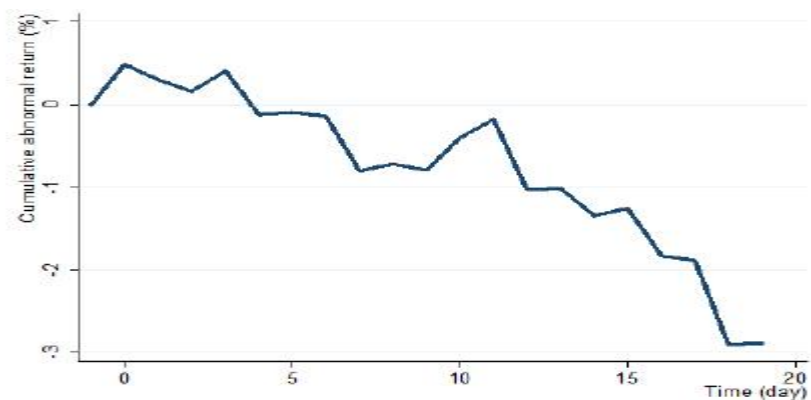
소비자 주권 신장과 투자자 책임이 강조되는 사회분위기에 따라 기업의 리스크 요인이 변화하고 있다. 이에 따라 기업의 사회적 책임 및 환경경영에 관한 관심이 날로 증가하고 있으며, 해외의 주요 기관투자자는 ‘ESG Integration’ 전략을 활용하여 사회적 책임 및 환경경영과 관련한 위험요소를 이미 투자의사결정과 주주활동의 전 과정에 포함하여 고려하는 등 비재무적 요소에 대한 점검 및 주주활동을 점차 확대하는 추세이다. 한 예로, CalPERS가 ESG Integration 전략에 기초하여 비재무적 요소를 risk-return profile에 반영하여 의사결정을 하고 있는 것을 들 수 있다.



이처럼 비재무적 요소에 대한 관심이 커지는 것은 중장기적으로 해당 요소가 Financial Impact로 이어지기 때문이다.

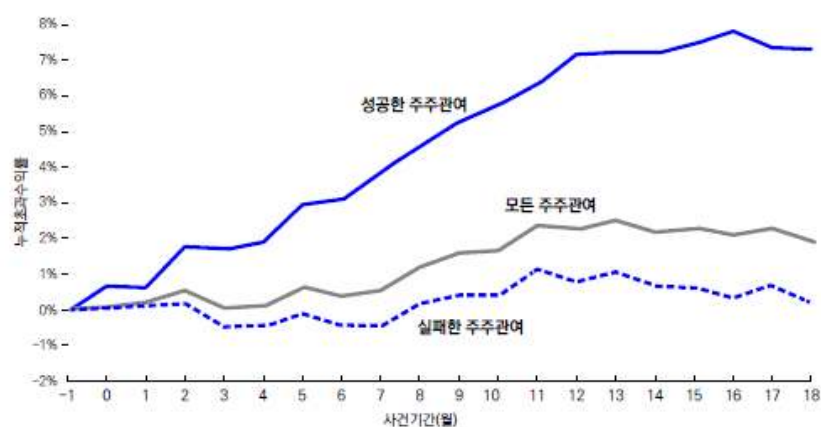
실제로 국내에서 사회적으로 논란이 된 오너리스크가 개별 기업의 주가에 미치는 영향을 분석한 연구 결과에 따르면 오너 및 오너 일가의 사회적 문제 및 갑질과 관련된 이슈들이 기업 주가의 단기 수익률에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 오너리스크 관련 이슈가 발생한 이후 1차적으로 미디어를 통해 뉴스가 확산이 되고, 이후 포털의 실시간 검색어 · 개인의 SNS 등을 통한 2차 확산이 이루어진 후 여론이 더욱 악화됨에 따라 비정상 평균 누적수익률의 추이가 하락하는 것으로 관찰되었기 때문이다.

시간에 따른 비정상 누적수익률 (평균)



또한 미국에서는 ESG 주주행동주의가 기업가치 상승에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 연구결과가 발표되었다. ESG 요소에 대한 관여활동을 계기로 기업과 기관투자자들이 보다 합리적인 해결책을 마련하게 됨에 따라 이에 대한 시장의 긍정적 반응이 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 것이다.

최초 ESG 주주관여 이후 누적초과수익률



이처럼 기업의 비재무적 요소는 기업가치와도 직결되므로 비재무적 요소에 대한 모니터링은 비용이 아닌 투자라는 인식의 전환이 필요한 시점이다.

#### 비재무적 요소 예시

구분	요인
기업지배구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 신뢰성</li> <li>- 임원 보수 구조</li> <li>- 기업인수규제</li> <li>- 주주 권리</li> <li>- 이사회 구조 및 규모</li> <li>- 투명성</li> <li>- 뇌물, 부패</li> <li>- 주주권 행사 프로세스</li> <li>- 최고경영자 이원성</li> </ul>
사회	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 지역사회 관계</li> <li>- 건강 및 안전</li> <li>- 논란이 있는 사업</li> <li>- 인적자산 관리</li> <li>- 고객관계/제품</li> <li>- 책임있는 판매 및 R&amp;D</li> <li>- 다양성</li> <li>- 노동조합 관계</li> <li>- 고용관계</li> </ul>
환경	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 생물 다양성, 토지 이용</li> <li>- 규제 법적 위험</li> <li>- 탄소배출</li> <li>- 공급체인 관리</li> <li>- 원유 채굴</li> <li>- 기후변화</li> <li>- 폐기물 재활용</li> <li>- 에너지 사용</li> <li>- 기후 이벤트</li> </ul>

#### (4) 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련

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

기관투자자는 투자대상회사와의 공감대를 바탕으로 주요 재무·비재무적 경영사항에 관해 회사와의 충분한 협의 이후에도 우려가 남아 있는 경우 우려사항의 중요도, 자본시장 상황, 대상회사의 태도, 내부 역량 등 여러 상황과 조건을 고려해 내부 정책으로 정한 범위 내에서 보다 적극적인 활동에 나설지를 검토하여야 한다.

기관투자자는 일관성 있고 공정하게 주주활동을 수행하기 위해 주주활동 수행을 결정하게 되는 판단 기준, 주주활동의 범위, 주주활동을 전개하는 절차와 관련 조직 체계 등을 포함하는 내부지침을 마련할 필요가 있다.

기관투자자는 적극적인 주주활동 과정에서 미공개 중요 정보의 이용 금지에 관한 자본시장법상 규정을 위반하게 될 가능성이 있음에 주의해야 한다. 특히 회사 가치에 중대한 영향을 끼치는 내부 정보를 이용해 정보 우위를 기반으로 거래상 이득을 취하려고 시도해서는 안 된다는 점을 유의해야 한다.

#### 추가적인 공개 주주활동 예시

구분	유형	특징
주주총회와 관련된 공개 주주활동	의결권 행사	- 의결권 행사는 가장 일반적인 주주활동 유형의 하나이며, 스톱어드십 코드 <원칙 5>에 따라 시행함
	주주제안	- 주주총회에서 정관 개정, 배당, 이사·감사후보추천 안건 등에 관해 주주제안을 할 수 있으며, 이 경우 주주제안을 위한 전제 조건(요건) 등을 사전에 정할 필요가 있음
	의결권 대리행사 권유	- 이사회가 제안한 주주총회 안건 중 문제 안건이 있다면 부결시키기 위한 위임장 대결을 할 수 있음
	의결권 행사 내역 및 사유 공개	- 논란이 있는 안건에 대해 찬성 혹은 반대 사유를 상세히 공개 하거나 주주총회 이전에 공개하는 방안 등이 있음
기타 공개 주주활동	중점대상회사· 중점대상이슈 리스트 공개	- 중점관리대상회사 또는 중점관리이슈를 선정하고, 해당 명단을 공개하여 회사의 개선을 외부적으로 압박할 수 있음
	소송 제기·참여	- 대표소송·집단소송 등이 포함되며, 임원에 대해 책임을 묻는 성격이 있으므로, 지배구조 개선에 긍정적으로 작용할 수 있음
	기타 법적 수단	- 시급한 사안에 대해서는 가처분 신청, 이사의 위법행위 유지 청구권 행사, 회계장부열람권 행사 등 법적 수단을 활용할 수 있음
	공개서한 발송	- 비공개 대화로 문제가 해결되지 않는 경우 공개적으로 질의서·의견서 등을 발송할 수 있으며, 이 경우에는 관련 내용을 홈페이지 또는 보도 자료를 통해 공개할 수 있음
	이슈보고서 등 발간	- ESG 등 관련 논란사항, 법규 개정 등에 관한 입장을 담은 이슈보고서를 발간하여 대상기업이나 정책·감독당국에 변화를 촉구하거나 대상기업 등이 참고할 수 있도록 함
	CEO 서신 발송	- 수탁자책임이나 주요 이슈에 대한 입장, 대상기업에 촉구하는 변화의 내용 등을 담은 CEO 서신을 전체 또는 주요 대상기업 이사회(의장)나 CEO에 보내고 해당 서신을 공개할 수 있음



#### 추가적인 비공개 주주활동 및 주주활동 지원 예시

구분	유형	특징
비공개 주주활동	비공개 대화	- 투자대상기업과 우호적인 관계 속에서 공감대를 형성할 수 있도록 대상기업 이사회 또는 최고경영진 등과 주요 이슈 등에 관해 비공개적으로 대화
	대화 외의 비공개 활동	- 대상기업에 대한 보다 심도 있는 자료·의견 요청 - 비공개 질의서 전달 - 비공개 의견서 전달 등
투자자 · 고객 · 주주활동 지원	일임자산 위탁자 (자산소유자) 대상	- 자본시장법 관련 규정에 따라 의결권 등 기타 법적 권한의 행사를 위임받아 수행할 수 없는 경우에도 연기금 등 위탁자가 주주활동을 충실히 수행할 수 있도록 위험 요인 정보 제공, 주주활동 자문 등 역할을 수행 가능함

#### (5) 의결권 정책 제정 · 공개, 의결권 행사내역 및 그 사유 공개

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

기관투자자는 충분한 정보 수집과 분석, 투자대상회사에 대한 심도 있는 검토, 대화·관여의 결과 등을 기반으로 찬성·반대 여부를 결정해야 하며 그 과정에서 필요하다면 해당 결정에 관해 회사와 논의하는 것이 바람직하다. 또한 중장기 회사가치의 제고, 고객·수익자의 이익 증진을 도모하는 방향으로 충실한 의결권 행사가 가능하도록 내부 자원과 조직체계, 전문역량을 갖춰야 하며, 관련 원칙과 행사내역의 공시 등에 관한 지침과 절차, 세부 기준을 담은 문서화된 의결권 정책을 마련해 공개해야 한다.

아울러 기관투자자는 의결권 행사 자문서비스 이용 여부, 이용하는 경우의 서비스 범위와 활용 방식, 서비스 제공자, 해당 서비스 제공자의 권고에 의존하는 정도를 공개해야 하며, 의결권 행사 자문서비스를 이용하더라도 궁극적으로는 수탁자로서의 자신의 책임과 판단 하에 의결권을 행사해야 한다. 의결권 행사와 관련해 영향이 있는 경우 주식 대여, 대여주식 회수에 관한 내용을 의결권 정책에 반영해야 함에도 유의할 필요가 있다.



## 의결권 행사 정책 내용 예시

- 의결권 행사에 관한 기본 원칙
- 의결권 행사 세부기준(가이드라인)
- 이해상충 방지 방안
- 의결권 행사 관련 조직·기구·절차
- 의결권 자문서비스 이용에 관한 사항
- 의결권 행사 공시 관련 사항
- 주식 대여, 대여주식 회수에 대한 지침

상기 내용 중에서 위험관리, 주주활동 범위, 담당 조직체계, 의결권 행사, 이해상충 방지, 주주활동의 보고 등 사항에 대해서는 수탁자 책임 정책에는 간략한 설명이나 개요를 포함하는 형태로 작성하고 세부원칙 2~6의 이행에 관한 상세한 설명으로 대체할 수 있다.

## (6) 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동 보고 · 공개

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

자산운용자는 원칙적으로 자산소유자 등 고객 또는 수익자에게 수탁자 책임 정책 및 이행 현황을 주기적으로 보고해야 한다. 자산소유자는 고객 또는 수익자에게 적어도 1년에 1회 이상 수탁자 책임 이행에 관한 정책, 실제 집행에 관한 사항을 보고해야 한다. 이때에 기관투자자는 수탁자 책임 정책과 실제 이행에 관해 효과적인 보고가 가능하도록 노력해야 하며, 고객·수익자와 정한 보고 범위와 양식이 있다면 그에 따라 보고한다. 보고의 투명성과 책임을 높이는 방법으로서 주주활동 현황을 홈페이지에 또는 연차보고서로 공개하는 방안을 고려할 수 있다.

## 해외 기관투자자들의 주주활동 공시 사례

### [Hermes EOS]

- 주주활동의 대상이 된 사항의 주제별로 범주화하여 주주활동 내역을 요약함
- Hermes EOS는 2016년(1년간)에 총 1,408개의 쟁점사항에 대하여 주주활동을 수행함

- 주로 투자대상회사의 기업지배구조 이슈에 대하여 주주활동을 수행함(43.7%)
  - 기업지배구조 사항 중 주로 이사회 구성(43%) 및 임원보수(32.8%)와 관련하여 주주 활동을 수행함

#### Engagement activity by theme

A summary of the 1,408 issues and objectives on which we engaged with companies in 2016 is shown below.

##### Environmental

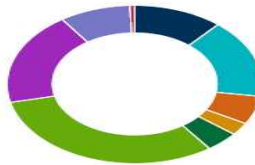
Environmental topics featured in 18.3% of our engagements over the last year.



Climate change 68.5%  
 Environmental policy and strategy 17.9%  
 Forestry and land use 1.6%  
 Pollution and waste management 4.7%  
 Water 7.4%

##### Social and ethical

Social topics featured in 22.0% of our engagements over the last year.



Bribery and corruption 11.3%  
 Conduct and culture 16.1%  
 Cyber security 5.8%  
 Diversity 2.6%  
 Human capital management 4.2%  
 Human rights 31.3%  
 Labour rights 19.0%  
 Supply chain management 9.0%  
 Tax 0.6%

##### Governance

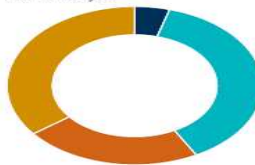
Governance topics featured in 43.7% of our engagements over the last year.



Board diversity, skills and experience 22.0%  
 Board independence 21.0%  
 Executive remuneration 32.8%  
 Shareholder protection and rights 16.7%  
 Succession planning 7.5%

##### Strategy, risk and communication

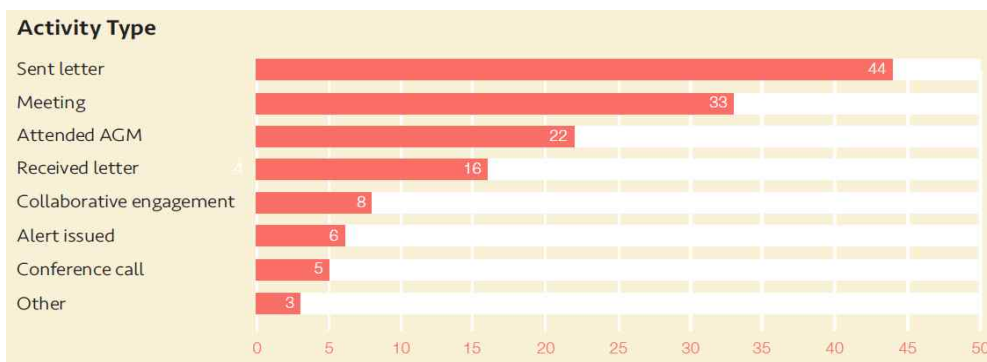
Strategy, risk and communication topics featured in 16.1% of our engagements over the last year.



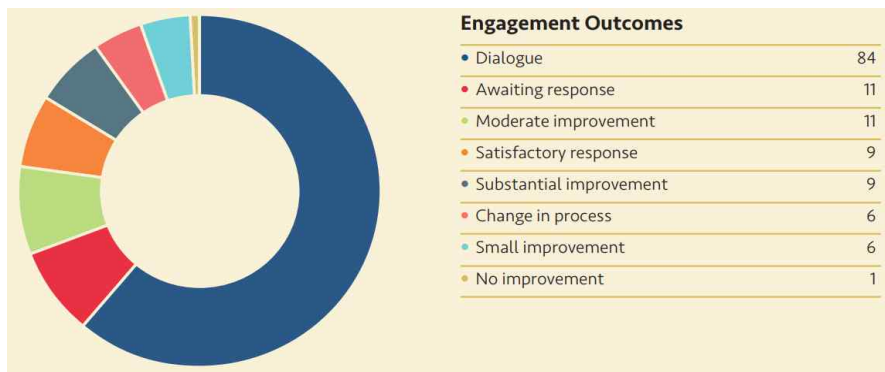
Audit and accounting 4.4%  
 Business strategy 37.6%  
 Integrated reporting and other disclosure 22.6%  
 Risk management 35.4%

#### [LAPFF]

- 주주활동의 유형별로 범주화하여 주주활동 내역을 요약함
  - LAPFF에 소속된 기관투자자는 주로 투자대상회사에 질의서를 발송(32.1%)하거나 경영진 또는 이사회 등과 대화에 참여(24.1%)하는 방식으로 주주활동을 수행했음을 알 수 있음



- 주주활동의 진행 경과 및 투자대상회사의 대응 수준 등에 근거하여 주주활동의 성과별로 전체 이행 내역을 공개함
  - LAPFF에 속한 기관투자자가 수행한 주주활동은 주로 협의 중(61.3%)이거나 투자대상회사의 대응을 기다리는 단계(8%), 즉 진행 중인 경우가 대부분임



## [Aberdeen]

- 주주활동 개별 사례를 간략히 요약하여 보고함
  - 투자대상회사별로 주주활동 이행과정을 간략히 요약함

## Engagement case studies

### Key

Capital structure	Social	Risk management
Environmental	Fair treatment of investors	Ongoing
Remuneration	Governance	Complete
E Active Equity Holding	FI Fixed Income Exposure	EP Passive Equity Holding

**Aeon Stores (Hong Kong) E**

We continued to press the company to address its capital structure, given that it retains a substantial cash pile and returns to shareholders remain poor. The Hong Kong-based retailer with operations across Greater China has a limited free float given the holding by its Japanese parent company. We were encouraged by progress over the year with some dividend payments being made despite the company making what we hope are temporary losses, including a special dividend, but we continue to seek further appropriate returns to shareholders.

**AusNet (Australia) FIE**

We have been engaging with this Australian power grid business for over two years, in particular seeking board leadership independent from the major shareholder Singapore Power. Over the period of our engagement our dialogues have included conversations with two former non-executives and the current lead independent director. We therefore regarded the appointment of an independent chair this year as a major step forward for the company, and look forward to our pending meeting. The chair is one of three independent directors to have joined the board in the last 2 years.

### Baxter International (US) E

We spoke with this healthcare business to welcome the move to declassify the company's board – so that all directors will face election each year – which we regard as a positive step and reflective of change we have been seeking for some time. But we took the opportunity of the discussion to continue to press for a separation of the roles of chair and CEO to allow more effective oversight of the management of the business, and to discuss potential ways to enhance remuneration structures and bring them closer to key operational objectives. Also over the year we had a series of discussions on risk management, trying to understand clearly the company's approach to key risk issues and to encourage enhancements as necessary.

### BHP Billiton (Australia/UK), Vale (Brazil) FIE

The failure of a tailings dam (holding some of the waste material from mining operations) at Samarco in Brazil in November 2015 caused 19 deaths, destruction of communities and significant environmental damage. It also triggered much intensified engagement for our teams with both joint venture partners operating the Samarco mine, BHP Billiton and Vale. With BHP over the year we held 12 discussions with senior executives regarding ESG management, Samarco and other issues, alongside nine ongoing monitoring discussions with management and a further three meetings with non-executive directors, including the chair, senior independent director and two other NEDs. Our activity in relation to Vale was lower but still intensive. Our dialogue covered the immediate response to the incident, both in the region of Samarco itself and ensuring that any lessons were learned for other tailings dams operated by the companies elsewhere in the world. We also raised questions about the management and oversight of mining joint ventures operated, as Samarco, through a stand-alone company rather than being clearly under the operational control of one of the major multinationals. At the same time, we maintained our dialogue about standing items such as the need for ongoing board renewal and remuneration.

## (7) 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보

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

기관투자자는 투자대상회사에 대한 이해를 높이고 건설적인 주주활동이 가능하도록 역량과 전문성을 갖추기 위해 적절한 조직 체계를 설계하고 내부 자원을 투입하며, 이들 자원의 역량과 전문성 향상을 위해 지속적으로 노력해야 한다.

아울러 수탁자 책임의 구체적인 이행을 자산운용자에 맡긴 자산소유자는 자산운용자가 역량을 축적하고 이를 바탕으로 투자대상회사와의 대화와 주주활동을 효과적으로 수행할 수 있도록 적정보수를 지급하고 해당 자산운용자를 관리할 방안을 모색해야 한다. 기관투자자는 내부 가용 자원, 재정 상황 등을 고려하여 외부의 전문적인 자문서비스를 활용할 수 있다.

### 역량 및 전문성을 강화하기 위한 내부조직 설계 사례

- **유형 1** 의결권 행사를 포함한 주주활동 전반에 관한 실무 경험 및 수행 능력 등을 갖춘 전문가들로 구성된 주주활동 전담부서를 설치하여 전문성 및 역량 강화
  - **BlackRock**  
내부적으로 주주활동 전문가로 구성된 BIS팀(BlackRock Investment Stewardship Team)을 운영하고 있다. 30여명의 전문가로 구성된 BIS팀은 투자 부서 중 하나로서 BlackRock Fund의 의결권 행사, 경영 활동 관여, 이사회 선임 등 스튜어드십 코드에 관한 업무를 수행하고 있다.
  - **Vanguard**  
역시 스튜어드십 코드 이행을 위해 독립된 전담 조직(Investment Stewardship Team)을 두고 있으며, 나아가 CEO와 주요 시니어들로 구성된 스튜어드십 관리 위원회(Investment Stewardship Oversight Committee)를 운영하고 있다.
- **유형 2** 의결권 행사를 포함한 주주활동 경험이 풍부한 인력을 운용부서에 충원하거나 기존 투자운용·리서치 인력을 수탁자책임 이행을 위한 전문 인력으로 양성하는 등 내부 인적자원을 활용하여 개선

· AVIVA

영국 최대 보험회사인 AVIVA는 30명 가량의 전담 인력으로 구성된 책임투자 조직 (Responsible Investment Officer)에서 회사가 투자하는 대부분의 자산과 기업에 대해 ESG 정책을 점검하고, 의결권 행사 및 ESG·생활임금(Living wage)·기후변화와 관련한 사안에 적극적으로 관여하고 있다.

· Robeco

RobecoSAM(자회사)의 Sustainable Investment Research Team을 통해 ESG 위험 요인을 투자의사결정 전반에 반영하는 체계적인 ‘ESG integration’ 시스템을 내부적으로 구축하고 있다.

### 주요국 스튜어드십 코드 도입 원칙 비교

스튜어드십 코드는 하나의 기초 아래에서 각 나라의 여러 가지 제반 상황과 도입 목적 등에 따라 세부 내용을 달리 정할 수 있다. 우리나라의 경우, 영국의 코드 내용과 매우 유사하나 기관투자자들이 공동으로 주주행동을 할 수 있도록 권장하는 내용은 제외하는 대신 일본 코드와 마찬가지로 역량 및 전문성을 확보해야 한다는 내용이 포함되었다.

주요 사항	영국	일본	한국
정책수립, 공시	원칙 1	원칙 1	원칙 1
이해상충 방지 정책	원칙 2	원칙 2	원칙 2
모니터링	원칙 3	원칙 3	원칙 3
관여	원칙 4	원칙 4	원칙 4
공동관여·대화	원칙 5	(지침 4-4)	—
의결권 행사 정책	원칙 6	원칙 5	원칙 5
보고	원칙 7	원칙 6	원칙 6
역량·전문성 강화	—	원칙 7	원칙 7

## 8. 스튜어드십 코드에 대한 기업의 대응 방향

스튜어드십 코드를 바탕으로 한 기관투자자와 기업간 의사소통을 통해 기관투자자는 회사의 주요 의사결정 및 ESG 위험 관리 측면에 대한 기대수준을 설명하고 좀 더 많은 정보에 근거하여 투자의사결정을 내릴 수 있는 기회를 가지게 된다.

반대로 기업 역시 기관투자자들의 스튜어드십 코드에 기한 관여활동을 잘 활용할 시 투명한 경영활동을 통한 기업가치 제고, 신규투자 유치 확대 등의 다양한 수혜를 기대해 볼 수 있다. 따라서 주주와의 대화가 회사에도 유용하다는 점을 적극 인식하고, 기관투자자들의 관여활동에 대해 적극적으로 대응하기 위해 성공적 관여활동의 장애요인과 촉진요인에 대해 사전적으로 파악하여 이에 맞는 대응전략을 세울 필요가 있다.

### 관여활동이 기업과 투자자를 위한 가치를 창출하는 구조적 요인

가치 창출 기제	기업의 입장	투자자의 입장
<b>의사소통적 측면</b> - 정보 교환	기대요건을 명확히 하고 책임성을 높일 수 있음	ESG 기대수준을 알리고 정의할 수 있음
	기업 이미지를 관리하고 오해를 바로 잡을 수 있음	상세하고 정확한 기업정보를 구할 수 있음
	사업 배경을 구체적으로 소개할 수 있음	ESG 커뮤니케이션 역량을 개선하고 책임성을 높일 수 있음
<b>학습적 측면</b> - 지식을 생산하고 확산	ESG 관련 새로운 동향을 예상하고 감지할 수 있음	새로운 ESG 지식을 구축할 수 있음
	피드백 수집, 벤치마킹, 미비점 파악 가능	투자의사결정의 맥락을 파악할 수 있음
	ESG 이슈에 대한 지식을 발전시킬 수 있음	업계 모범사례를 발굴, 확산시킬 수 있음
<b>관계적 측면</b> - 관계적 이득 유발	내부 전문가를 참여시킬 수 있음	내부 협업과 ESG 통합 수준을 발전시킬 수 있음
	지속가능성을 개선하고 자원을 확보할 수 있게 됨	고객의 기대수준에 부응할 수 있음
	장기 투자자의 신뢰도를 개선할 수 있음	장기적 관계 형성이 가능함



## 성공적 관여활동의 장애요인과 촉진요인에 대한 기업과 투자자 간 인식 차이

요인	기업의 인식	
	촉진요인	장애요인
관계 측면	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대화가 양방향으로 이뤄짐</li> <li>- 정직하고 투명하게 대화에 참여하며 개방적이고 객관적인 논의를 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 언어 장벽과 커뮤니케이션 이슈</li> <li>- 관계의 연속성 결여</li> </ul>
기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자자의 요청에 대한 대응도(예를 들어 대응속도)와 의지</li> <li>- 적절한 내부 전문가를 선정</li> <li>- 투자자가 누구인지 알고, 대화에 앞서 과거의 모든 대화·논의 내용 열람</li> <li>- 투자자와의 교류 내용을 체계적으로 기록·유지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 내부 관행의 변화 또는 신규 관행의 외부 보고를 막는 기업 내 관료주의</li> <li>- 투자자의 구체적 요구를 충족할 수 있는 자원의 결여 또는 지식·전문성 부족</li> <li>- 대외적으로 보고할 수 있는 ESG 정책, 관행 또는 신뢰할 수 있는 내부 결과가 결여</li> </ul>

요인	투자자의 인식	
	촉진요인	장애요인
관계 측면	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 양측 모두 구체적 목표를 달성하고자 하는 강한 의지</li> <li>- 문제가 되는 사안과 관여활동 과정에 대한 상호 이해</li> <li>- 양측의 우수한 의사소통 능력과 이해력</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 진정한 대화를 방해할 수 있는 언어 장벽</li> <li>- 직접적 논의나 질문을 피하는 문화적 차이로 인해 대화의 질이 저하됨</li> </ul>
기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자자의 요청에 대한 기업의 대응력</li> <li>- 대상기업의 이사회에 대한 접근성 (목표달성을 촉진함)</li> <li>- 현재 ESG 관리 및 성과 정보를 갖고 있는 기업 내 전문가에 접근 가능</li> <li>- 기업 내 핵심 인사들과의 장기적 관계</li> <li>- 관여활동의 목표가 달성되었을 때 기업이 이를 투자자에게 능동적으로 통지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 최고 임원진이 ESG 이슈에 대한 관여활동의 대상이 되거나 이에 대해 의사소통하는 것을 거부</li> <li>- 지원부서/지속가능성 관리자가 ESG 관련 이슈나 요청사항을 내부적으로 진행하는 것을 힘겨워 함</li> <li>- 기업 내 관련 인사들로부터 충분한 이목을 끌기에는 투자자의 보유지분이 너무 적음</li> <li>- (지속적으로) 목표를 달성할 수 있는 기업의 능력 부족</li> </ul>

기업의 효과적인 대응 전략으로는 다음과 같은 방법이 있을 수 있다.

## 1) 기관투자자의 스튜어드십 코드를 통해 기관투자자를 이해하기

원칙	확인 가능 사항
원칙 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 스튜어드십 코드 · PRI 참여 여부, 주주활동 철학 및 기본 방침, 조직(담당자) 등</li> <li>- 지배구조 가이드라인</li> </ul>
원칙 3	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 점검 대상 회사 및 비재무 요소의 범위</li> </ul>
원칙 4	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주주활동(공개/비공개 등) 유형, 시행 기준과 절차 등</li> </ul>
원칙 5	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 의결권 행사 세부지침</li> <li>- 의결권 행사 동향(반대율, 사유 등), 외부 의결권 자문기관 유무</li> </ul>
원칙 6	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주주활동 보고서, 주주활동 (연도별) 추이 및 사례</li> </ul>
원칙 7	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 특정 포럼 등 참여 여부</li> </ul>

## 2) 주주와의 대화를 위한 정책과 매뉴얼 만들기

주주와 성공적인 대화를 위해서는 사전에 관련 정책과 매뉴얼을 마련해 놓고 적시에 효과적으로 대응하는 것이 중요하다.

정책과 매뉴얼의 내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>- ‘누구와 대화할 것인가’에 관한 기준</li> <li>- ‘무엇에 관해 대화할 것인가’에 관한 기준</li> <li>- ‘누가 미팅에 참여할 것인가’에 관한 원칙 (이사회가 적극적으로 미팅에 참여할수록 기관투자자와의 성공적 대화 가능성이 높아짐)</li> <li>- 대화 이후 후속 조치에 관한 내용</li> <li>- 대화 등의 공시에 관한 내용</li> <li>- 미공개중요정보 이용금지, 공정공시 등 법규준수를 위한 절차</li> </ul>



### 3) 핵심주주에 대한 이해도 강화하기

대화 상대방을 잘 이해하는 것이 성공적인 대화의 첫걸음이므로 지분율, 평판, 주주활동 성향 등의 주요 요소들을 고려해 어떤 주주와 대화할 것인지를 정하고, 다양한 정보를 통해 대화 상대방에 대한 이해를 높일 필요가 있다.

핵심주주 관련 다양한 정보
<ul style="list-style-type: none"><li>- 최근 의결권 행사 추이 및 특징</li><li>- 스튜어드십 코드 가입 여부 및 주주활동 원칙·기준</li><li>- 최근의 관심 이슈, 각종 주주활동 동향 등</li></ul>

### 4) 능동적으로 대화하기

손실, 평판 훼손 등 문제 발생 이후의 사후적 대화는 실효성이 떨어지므로, 중요한 의사결정 전에 사전적으로 관련 사안에 대해 주주들에게 적극적으로 설명하고 대화에 임하는 것이 주주들의 신뢰를 높이는 데 효과적이라는 점을 유의하여야 한다.

### 5) 정보를 투명하게 공개하기

ESG 이슈 등 회사의 다양한 정보에 대해 일관성, 비교 가능성 및 개연성을 갖추어 적기에 보고하는 것은 기관투자자로 하여금 기업이 회사의 다양한 이슈에 대해 적극적으로 관리하고 있고 관여활동을 위한 대화와 기타 요청에 응할 가능성이 높다고 판단하는 척도가 되므로 매우 중요하다.

따라서 충분한 정보를 주주총회 소집공고, 사업보고서, 기업지배구조 규정 등에 포함하고, IR자료 등을 통해 비재무 정보에 대해서도 충분히 공시하여 주주와의 대화 효과 증진 및 주주신뢰도 제고를 도모하는 것이 바람직하다.

### 6) 기업지배구조 모범규준 등 가이드라인을 참고하기

기관투자자가 대상회사의 지배구조에 관해 가진 철학은 ‘기업지배구조 모범규준’ 등 기존의 여러 가이드라인에 잘 반영되어 있다. 따라서 기업지배구조에 대한 기관

투자자의 입장을 이해하기 위해서는 기존의 각종 가이드라인과 모범규준 등을 효과적으로 참고할 필요가 있다. 이러한 모범규준 등을 참고해 회사가 먼저 변화하는 것은 최선의 소통 전략이기도 하다.

#### KCGS 모범규준 및 가이드라인 시리즈

구분	자료명
모범규준	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기업지배구조 모범규준</li> <li>- 사회책임경영 모범규준</li> <li>- 환경경영 모범규준</li> </ul>
가이드라인	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기관투자자의 의결권행사 가이드라인</li> <li>- 이사회평가 가이드라인</li> <li>- CEO 평가 가이드라인</li> <li>- 이사회 운영 가이드라인</li> <li>- 보상위원회 가이드라인</li> </ul>

## 참고문헌

- 스튜어드십 코드 제정위원회, 2016, 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」
- 조선비즈, 2018.1.24., 「Economy Chosun」
- 한국기업지배구조원, 2017, 「한국 스튜어드십 코드 제1차 해설서」
- SIF, 2018, 「Report on US Sustainable Responsible and Impact Investing Trends」
- PRI, 2018, 「상장 기업을 대상으로 하는 적극적 주주권 행사에 관한 실전 가이드」
  
- 김열매·김준섭, 2017.6.7., “스튜어드십 코드 도입 해외 사례와 전망 - 해외 연기금과 기관투자자들의 시행 사례”, 유진투자증권
- 노동길, 2017.7.21., “스튜어드십 코드, 두 갈래 길”, 「신한 생각」
- 송민경, 2017.11.16., “스튜어드십 코드 도입과 기업의 대응방향”, 「한국기업지배구조원 심포지엄」 발표자료
- 임현경, 2018.8.8., “ESG 주주행동주의와 기업가치 향상”, 「KCGS Report」 8권 5호
- 임현일, 2017.9.26., “오너리스크가 기업가치에 미치는 영향(‘갑질’ 관련 사건을 중심으로)”, 「ESG 최신현안분석」
  
- Aberdeen 홈페이지
- BlackRock 홈페이지
- Hermes EOS 홈페이지
- KSC 한국 스튜어드십 코드 홈페이지
- LAPFF 홈페이지