

기업지배구조 개선 방안

# 스튜어드십 코드 활성화

최 환 석 연구위원

2018. 5.



# 기업지배구조 개선 방안 스튜어드십 코드 활성화

최환석 연구위원

♣ 이 글의 내용은 집필자의 의견이며,  
민주연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.



# 목 차

---

■ 요약 .....	1
I 스튜어드십 코드 정의 및 등장배경 .....	3
II 국내 도입 배경 및 주요 내용 .....	6
III 기대효과 및 우려점 .....	11
IV 활성화 방안 .....	16
■ 참고문헌 .....	21

## 표목차

---

〈표 1〉 주요국의 스튜어드십 코드 도입 현황 .....	5
〈표 2〉 주요 국가별 소유구조에 따른 기업지배구조 .....	6
〈표 3〉 국내 스튜어드십 코드 도입 과정 .....	9
〈표 4〉 한국형 스튜어드십 코드 7가지 원칙 .....	10
〈표 5〉 주요 국가별 기업지배구조 규제 체계 .....	18

## 그림목차

---

〈그림 1〉 스튜어드십 코드 이해관계자 .....	4
〈그림 2〉 Comply or Explain 원칙 .....	4
〈그림 3〉 아시아 국가 기업지배구조 순위 .....	12
〈그림 4〉 국가별 이사회 유효성 순위 .....	12
〈그림 5〉 스튜어드십 코드 시행국의 평균 배당성향과 배당수익률 .....	13

## 요 약



최근 일부 한국 기업의 오너 리스크가 부각되고 있다. 한진그룹 총수일가의 갑질 행동과 부당 사적이익 편취 논란이 지속되면서 대한항공의 시가총액이 2,200억원 이상 감소했고, 해외 항공사와 진행 중이던 조인트 벤처 사업의 진행도 불확실성이 커졌다. 이는 비단 한진그룹만의 문제가 아니다. 롯데, SK 등의 대기업은 물론, MP그룹과 같은 중견기업에서도 과거 비슷한 문제가 발생한 바 있다. 이로 인해 발생하는 피해는 해당 기업의 종업원들이나 소액주주들에게 돌아가게 된다.

상장기업의 지배구조 부실과 이로 인한 기업가치 훼손 가능성이 커지면서 기업 경영을 감시하고 견제해야 할 주체가 과연 적절한 역할을 수행하고 있는지에 대한 비판이 확대되고 있다. 스튜어드십 코드는 이러한 문제를 완화시키기 위해 도입된 제도이다. 이 제도는 주인의 재산을 관리하는 집사(steward)처럼 기관투자자가 고객의 자산을 관리·운용하는 수탁자로서의 책임(fiduciary duty)을 충실히 이행하도록 유도하는 의사결정 행동지침을 의미한다. 자신의 재산으로 주식을 취득한 일반 주주와는 달리, 기관투자자는 타인의 재산으로 취득한 주식에서 나온 의결권에 대해 고객 이익의 극대화를 목표로 의결권 행사여부를 결정해야 하는 의무를 지니고 있기 때문이다.

한국 자본시장에 스튜어드십 코드가 도입되면서 이에 대한 찬반 논란 역시 지속되고 있다. 찬성하는 입장에서는 스튜어드십 코드 도입이 기업지배구조의 투명성과 건전성을 높이고 코리아 디스카운트를 축소시키는 동시에, 장기적으로 주주가치를 강화할 수 있는 발판을 제공할 것이라고 주장한다. 반면 이에 대해 기관투자자의 적극적인 주주 관여활동(engagement)이 오히려 투자대상 기업의 장기적인 경제적 가치를 훼손시킬 수 있고, 기관투자자 자체의 대리인 문제를 부각시킬 수 있으며, 연금 사회주의가 발생할 가능성이 있다는 반론이 제기되고 있다.

그러나 이러한 우려점에도 불구하고 현재 한국의 기업지배구조 상황을 고려해 볼 때 스튜어드십 코드 활성화는 반드시 필요한 것으로 판단된다. 그 동안 한국 기업의 취약한 지배구조 문제가 지속적이고 심각하게 반복되어 온 상황에서 스튜어드십 코드 활성화는 기업 외부 통제시스템 강화를 통해 한국 기업의 지배구조를 개선시키는 계기가 될 수 있고, 전체적으로 볼 때 이로 인한 사회적 효용이 우려보다 더 클 것으로 생각되기 때문이다. 각 국가마다 경제적, 사회적 배경이 다르기 때문에 기업지배구조 역시 고유성과 개별성을 가지며, 특정 시스템이 반드시 우월하다고 주장할 수는 없다.

그럼에도 불구하고 투명하고 건전한 지배구조가 기업 내외부 간의 정보 비대칭성을 축소시키고 대리인 문제를 완화시킴으로써 기업의 시장가치와 성장가능성을 확대시킬 수 있다는 결과에 대해서는 큰 이견이 없는 상황이다.

스튜어드십 코드의 정착률과 활성화를 위해서는 1) 국민연금의 독립성·전문성 강화, 2) 관련 공시의 단계적 의무화, 3) 경쟁적 의결권 자문시장 구축이 필요한 것으로 판단된다. 첫째, 국민연금의 금년 하반기 스튜어드십 코드 도입 계획에 따라 독립성·전문성의 강화가 무엇보다 시급해 보인다. 국내 자본시장에서의 절대적인 비중에 바탕해 볼 때 국민연금의 참여는 제도의 빠른 시장 확산과 활성화에 중요한 역할을 담당할 것으로 생각된다. 다만 여전히 국민연금의 의결권 행사에 대한 우려가 높은 만큼 국민 연금의 지배구조 개선을 통한 독립성과 전문성 확보 노력이 반드시 동반되어야 하며, 필요한 경우 의결권 위탁 등의 방안을 통한 연금 사회주의 우려 완화도 고려해볼 수 있다. 둘째, Comply or Explain 방식의 실효성 제고를 위해서 관련 공시를 단계적으로 의무화할 필요가 있다. 현재 시행되고 있는 방식은 거래소 자율 공시에 근거하고 있어 기업의 자율적 서술에만 의존하고 있다는 문제점을 가진다. 이를 해결하기 위해 한국 역시 다른 주요 OECD 국가들처럼 공시 자체의 강제성을 의무공시 규정 마련 등을 통해 강화해야 한다. 마지막으로 의결권 자문서비스의 공정성과 투명성 확보를 위해 보다 경쟁적인 의결권 자문시장 구조가 형성될 수 있도록 정책적 노력이 동반될 필요가 있다. 소수 업체의 독점적 시장지배력이 지속될 경우 이들의 높은 영향력으로 인해 이해상충, 특수 관계 등에 따른 불투명한 권고안이 제시될 가능성이 있으며, 이는 결국 스튜어드십 제도의 효율성을 저해시킬 수 있다.

## I 스투어드십 코드 정의 및 등장 배경

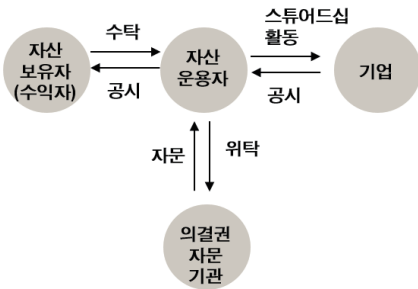
□ 스투어드십 코드(Stewardship Code)는 기관투자자가 기업가치 향상을 위해 투자대상 기업의 경영활동에 적극적으로 참여하도록 유도하는 의사결정 행동 지침을 의미

- 주인의 재산을 관리하는 집사(steward)처럼 기관투자자가 고객의 자산을 관리 운용하는 수탁자로서 고객에 대한 충실의무 및 선관주의의무와 같은 수탁자 책임(fiduciary duty)을 충실히 이행하도록 유도

\* 기관투자자(institutional investor)에 대한 정의는 국가마다 차이가 있지만 공통적으로 ‘타인으로부터 대규모로 자금을 모아 이를 전문적으로 투자하는 법인형태의 투자자’라는 개념을 의미하며, 일반적으로 은행, 보험회사, 금융투자업자, 공제사업자, 연금공단, 기금 등이 포함됨

- 기관투자자는 기업 경영에 대한 감시활동에 적극 참여함으로써 경영자의 대리인 문제를 완화하고 기업의 성장을 유도하며, 고객 이익의 극대화를 추구할 수 있음
  - 기관투자자는 상대적으로 큰 규모의 지분을 보유하기 때문에 투자대상 기업의 경영을 감시하거나 전략적 의사결정에 영향을 끼침으로써 스스로의 이익을 극대화하려는 강력한 인센티브를 지님(Wahal, 1996; Ahmadjian and Robbins, 2005)
  - 또한 이들은 기업 내부자(insider)에 비해 기업 정보의 접근과 통제에 대해 불리한 위치를 차지함에도 불구하고, 기업의 행위를 감독하고 의사결정 과정에 중요한 영향을 미칠 수 있음(Useem, 1998; Gillan and Starks, 2003)
- 특히 기관투자자의 경우 의결권 행사 시 수탁자 의무를 지키는 것이 중요하며, 이를 위해 스투어드십 코드의 도입이 확산되는 추세
  - 자신의 재산으로 주식을 취득한 일반 주주와는 달리, 기관투자자는 타인의 재산으로 취득한 주식에서 나온 의결권에 대해 고객이익의 극대화를 목표로 의결권 행사여부를 결정해야 하는 의무를 지니고 있음
  - 이를 위해 법적 강제성 없이 개별 투자자가 자율적으로 운영할 수 있고, 원칙 준수 예외설명(comply or explain) 원칙이 적용되는 스투어드십 코드 도입이 확대

〈그림 1〉 스튜어드십 코드 이해관계자



자료: 유진투자증권

〈그림 2〉 Comply or Explain 원칙

- 스튜어드십 코드 원칙을 준수해 기업전략, 실적, 리스크, 자본구조, 지배구조 등에 대한 적극적인 감시와 감독을 수행
- 원칙 준수를 기본으로 하되 불이행 시 예외 사유를 설명
- 스튜어드십 코드 활동을 외부에 위탁할 경우, 그러한 외부 위탁이 어떻게 스튜어드십 책임을 준수하는데 도움이 되는지 설명

자료: 유진투자증권 재구성

## □ 최근 기관투자자의 자본시장에 대한 영향력이 국내외 공통적으로 확대되면서 그 중요성이 부각

- 미국, 일본 등의 선진국에서 주식시장의 기관화 현상은 이미 공통적으로 나타나고 있으며, 한국의 경우에도 기관투자자들의 비중\*이 증가함에 따라 영향력이 확대

\* 국내 주식시장 내 기관투자자 비중(%), 시가기준: (11) 13.6 → (12) 16.7 → (13) 17.1

- 주식시장의 기관화는 일반적으로 경제 성장으로 인한 금융자산의 증가 및 그에 따른 기관투자자의 역할과 기능 강화, 사회보장제도의 확충 등에 따른 연기금의 운용자금과 주식시장 참여 확대 등에 기인
- 또한 1980년대 이후 기관투자자들의 장기투자 선호와 함께 투자대상 기업에 대한 적극적인 감시와 경영참여를 동반하는 주주행동주의가 확산되면서 중요성이 한층 부각
  - ‘불만을 품고 퇴장한다(voting with their feet)’라는 말로 표현되듯이 1970년대 이전까지는 기관투자자들이 주주 가치를 훼손하는 기업에 대해 주로 단순 매도로 대처
  - 그러나 투자규모 확대에 따른 주식투자 비중 상승, 대량 매각으로 인한 수익률 하락 우려 등으로 1980년대 이후 美 공적 연기금을 중심으로 장기투자를 통한 투자가치 제고 노력이 등장하면서 적극적인 경영 감시활동이 대두

□ 이와 같은 상황에서 글로벌 금융위기 이후 기업 스캔들에 대한 규제 강화와 이를 위한 기관투자자의 역할이 부각됨에 따라 스튜어드십 코드가 본격적으로 도입되기 시작

- 영국 금융당국이 글로벌 금융위기 중 하나로 경영진의 전횡이 가능할 수 있었던 기업지배구조와 그에 대한 기관투자자의 견제 역할 부족을 제시하면서 스튜어드십 코드를 도입\*

\* 영국 ‘워커 보고서’는 글로벌 금융위기의 원인이 은행과 금융회사의 위험관리 부실에서 시작되었으며, 이를 막으려면 기관투자자를 비롯한 주요 주주들의 전통적인 수수방관주의를 바꿀 필요가 있다고 지적<sup>1)</sup>

- 이후 영국의 스튜어드십 코드를 기반으로 미국, 캐나다, 이탈리아, 말레이시아, 일본 등이 자국의 특성에 맞는 스튜어드십 코드를 개발하여 채택

〈표 1〉 주요국의 스튜어드십 코드 도입 현황

국가	도입연도	스튜어드십 코드 명칭
영국	2010	The UK Stewardship code
캐나다	2010	Principle for Governance Monitoring Voting and Shareholders Engagement
네덜란드	2011	Best Practices for Engaged Share-Ownership
남아프리카 공화국	2011	Code for Responsible Investing
스위스	2013	Guidelines for Institutional Investors governing the exercise of participation rights in Public Limited Companies
이탈리아	2013	Italian Stewardship Principles
말레이시아	2014	Malaysian Stewardship Code
일본	2014	Principle for Responsible Institutional Investors
홍콩	2016	Principle of Responsible Ownership
대만	2016	Stewardship Principles for Institutional Investors
싱가포르	2016	Singapore Stewardship Principle
브라질	2016	Amec Stewardship Code
미국	2017	Framework for U.S. Stewardship and Governance

자료: 한국기업지배구조원, 유진투자증권

1) The Walker review secretariat, A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations, 2009. 11.

## II 국내 도입 배경 및 주요 내용

- 기업지배구조는 국가별로 고유한 특성을 지닐 수 있으나, 일반적으로 한국 기업의 지배구조는 다른 선진국 기업에 상대적으로 취약한 것으로 인식되고 있음
- 미국이나 독일은 기업 내·외부 통제시스템을 활용하여 경영진에 대한 감시가 상대적으로 잘 이루어지고 있는 반면, 한국은 지배주주의 막강한 영향력 등으로 인해 통제시스템의 실효성이 제한적인 상황
    - 미국과 독일은 각각 자본시장 내 주주와 채권자를 중심으로 소유와 경영이 분리되어 있으며, 다양한 내·외부 통제시스템이 상호보완적으로 작동하면서 지배구조의 운용체계가 안정적으로 작용
    - 반면 한국의 대기업 집단은 지배주주를 중심으로 소유와 경영이 집중되어 있고, 회계 투명성 저조함, 사외이사 및 감사위원회의 제한적인 전문성과 독립성 등으로 경영진에 대한 감시가 효율적으로 이루어지지 못하고 있는 상황
    - 또한 한국은 자본시장의 투명성(transparency)이나 깊이(depth)가 상대적으로 부족하여 정부 규제시스템을 제외한 기업 외부 통제시스템 역시 미흡한 수준

〈표 2〉 주요 국가별 소유구조에 따른 기업지배구조

국가	소유 구조	주식 분산	내부 통제시스템	외부 통제시스템	비고
미국	전문경영 체제 (높은 수준의 소유경영 분리)	기관투자자 중심	이사회, 감사위원회 등 상호보완적 작동	기관투자자의 견제	외부통제 중심
독일	전문경영 체제 (높은 수준의 소유경영 분리)	채권자(은행) 중심	이사회, 감사위원회 등 상호보완적 작동	은행 등 채권자의 견제	내부통제 중심
한국	소유경영 체제 (낮은 수준의 소유경영 분리)	지배주주 중심	내부 통제시스템 작동 미흡	정부의 규제시스템 의존	-

자료: 대신지배구조연구소

### 오너 리스크(owner risk) 정의 및 주요 사례

- 오너 리스크는 회사 경영에 참여하는 지배주주와 특수관계인, 즉 오너일가의 경영 실패, 법적 위험, 도덕적 해이, 부당 사적이익 편취 등으로 해당 기업의 가치가 훼손될 수 있는 상황을 의미
- 기업 가치와 평판을 훼손하는 것은 물론, 중장기 성장 기반과 존립 자체를 위협할 가능성이 있음
- 오너 리스크로 인해 발생하는 피해를 해당 기업의 종업원과 소액주주들이 고스란히 입게 되는 문제점\*이 발생

\* 국내의 31개 오너 갑질 사건이 해당 기업의 주가에 미친 영향을 event study 방법을 통해 분석한 실증분석에 따르면 오너 일가의 사회적 문제와 갑질 이슈는 주가의 수익률을 감소시킴으로써 소액주주의 부(wealth)에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남<sup>2)</sup>

#### <대한항공 사례>

- 2018년 4월 일명 물벼락 갑질로 표현되는 오너 일가의 갑질 행동과 부당 사적이익 편취 논란이 부각
- 사건이 보도된 지난 12일 대한항공 주가는 6.55% 하락하였고, 대한항공 본사 압수수색이 이루어진 19일에는 2.91% 하락하는 등 사건 이후 대한항공의 주가가 급격히 하락하면서 시가총액이 2,200억원 이상 감소
- 이로 인해 소액주주들이 직접적인 피해를 입게 되었으며, 대한항공의 2대 주주인 국민연금(11.6% 보유) 역시 수익성이 악화되면서 국민의 연금 손실 가능성에 대한 우려가 지속

#### <호식이두마리치킨 사례>

- 2017년 6월 기업 회장이 여직원을 성추행했다는 논란이 발생함에 따라 제품 불매운동이 확산
- 당시 일부 가맹점의 매출이 40% 가까이 하락하면서 애꿎은 가맹점들이 피해를 보게 된 사건이 발생
- 특히 가맹점주들은 가맹본사들의 잘못으로 피해를 입더라도 가맹계약을 파기할 수 있는 규정이 없어 어려움이 가중

2) 한국기업지배구조원, 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향, 2017.9.

## □ 한편 그 동안 국내 기관투자자의 의결권 행사도 제한적으로 이루어져 왔음

- 한국은 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 법적 규제체계가 상대적으로 잘 정비되어 있음에도 불구하고, 그 동안 국내 기관투자자들의 의결권 행사는 소극적으로 이루어져 왔음
- 그 동안 연기금 등의 대형 기관투자자들은 장기적으로 중립적인 투자라는 명분 하에 기업의 경영에 대해 중립운용을 견지함으로써 기업 지배주주들의 사적 효용 극대화나 구축 행위(entrenchment) 등에 대한 감시를 소홀히 해 왔음
- 실제 2017년 기준 상장기업 정기주주총회 안건에 대한 기관투자자의 반대의견 비중은 2.8%에 불과한데, 이는 의결권 자문사의 반대권고율(20.9%)보다 훨씬 낮은 수준에 불과한 상황<sup>3)</sup>

## □ 이러한 문제점을 개선하기 위해 한국은 2016년 12월 ‘기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙’이라는 명칭의 한국형 스튜어드십 코드를 도입

- 한국형 스튜어드십 코드는 민간 부문을 중심으로 제정
  - 2015년 3월 제1차 코드 제정위원회에서는 금융위원회, 금융감독원 등 금융감독 기관이 참여한 바 있으나, 기업 경영에 대해 정부가 개입할 수 있다는 지적 등이 제기
  - 이에 따라 2016년 8월 제2차 코드 제정위원회부터는 한국기업지배구조연구원을 중심으로 한 민간부문에서 제정안을 주도
- 기관투자자들이 이행해야 할 세부 원칙과 기준을 제시하고, 거래소 자율공시 형태의 comply or explain 방식을 채택
  - 기관투자자들이 기업의 의사결정에 적극적으로 참여하여 주주의 역할을 충실히 수행하고, 이를 투명하게 보고하도록 하는 가이드라인을 제시
  - 기존 법적 규제의 경직성을 보완하는 동시에, 지배구조 관련 정보제공 확대를 통한 경영 투명성 강화를 위해 거래소 자율공시 형태의 comply or explain 방식 도입
  - 지배구조 모범규준, OECD 기업지배구조 원칙 등을 참고하여 선정한 핵심원칙에 대해 개별 기업이 준수 여부와 그 사유 등을 설명하도록 명시

3) 대신지배구조연구소, 국내 상장기업의 지배구조 개선을 위한 제언, 2017.7.

- 현재 37개의 기관투자자(4월 25일 기준)가 스튜어드십 코드를 도입하였으며, 보건복지부는 금년 하반기 중 국민연금의 스튜어드십 코드 도입을 권고
  - 자산운용사(31개사), 자산사(2개사), 증권사(2개사), 보험사(1개사), 은행(1개사) 등이 현재 스튜어드십 코드를 도입 중
  - 국민연금은 7월 도입을 검토하고 있으며, 국민연금이 스튜어드십 코드 도입을 결정할 경우 제도가 빠르게 시장에 확산될 것으로 예상

〈표 3〉 국내 스튜어드십 코드 도입 과정

일시	내용
2014년 7월	스튜어드십 코드 공론화 시작
2015년 3월	금융위원회 주도로 1차 스튜어드십 코드 제정 위원회 구성
2015년 12월	1차 공청회에서 스튜어드십 코드 초안 발표
2016년 8월	한국기업지배구조연구원 중심으로 2차 스튜어드십 코드 제정 위원회 구성
2016년 11월	스튜어드십 코드 제정 초안 발표
2016년 12월	2차 공청회 개최
2016년 12월	한국판 스튜어드십 코드 최종안 발표
2016년 12월	2017년 경제정책방향에서 기관투자자의 스튜어드십 코드 시행이 주요 정책과제로 제시
2017년 5월	문재인대통령 당선, 스튜어드십 코드 도입 공약 부각
2017년 11월	김성주 국민연금 이사장, 취임식서 스튜어드십 코드 도입 및 주주권 강화 발표
2017년 11월	최종구 금융위원장, 스튜어드십 코드 확산 위한 연기금 지분공시 완화 시사
2018년 1월	문재인 대통령 신년기자회견에서 ‘스튜어드십 코드’ 도입 의사
2018년 4월	‘복지부 조직문화 및 제도개선 위원회’ 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 권고

자료: 한국기업지배구조원 재구성

## □ 한국형 스튜어드십 코드는 총 7개의 원칙으로 구성되어 있으며, 해당 원칙들의 이행을 위한 지침을 함께 제시

- 한국형 스튜어드십 코드는 법적 강제력이 없는 연성규범(soft law) 형태를 취함
  - 신탁법이나 자본시장법 등과 같은 실정법에 없는 규제 내용을 신설하는 것이 아니라, 이들 실정법에 규정되어 있는 내용들의 구체적 이행을 유도한다는 의미

- 한국형 스튜어드십 코드가 제시하고 있는 7개의 원칙은 영국 및 여타 국가들이 채택한 원칙들과 크게 차이하지 않음
  - 기관투자자들이 수탁자로서의 의무 이행 상황을 시장이 감시할 수 있도록 관련 내용들을 공개하도록 규정하며, 이를 통해 기관투자자의 책임 이행을 통제
- 다만 영국 스튜어드십 코드와 비교할 경우 기관투자자 간의 공동 연계 명시화 측면에서 차이가 존재
  - 영국 스튜어드십 코드는 원칙 중 하나로 '만일 그렇게 하는 것이 적절하다고 생각하면 다른 투자자와 공동으로 행동해야 한다'는 공동 연계 내용을 명시
  - 반면 한국의 경우 투자대상 회사의 경영에 미칠 수 있는 영향력과 남용의 우려 등으로 인해 투자자 간의 집단적 관여를 지침의 일부로만 언급

〈표 4〉 한국형 스튜어드십 코드 7가지 원칙

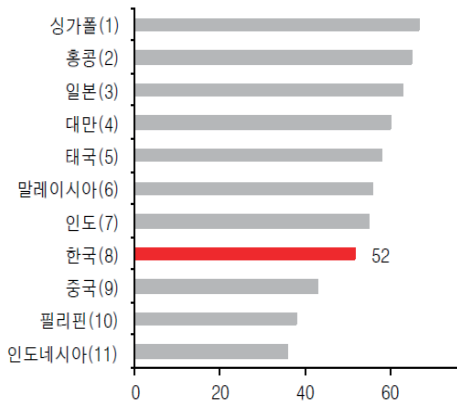
원칙	내용
수탁자 책임 정책 제정 및 공개	기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리 및 운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
이해상충 방지정책 제정 및 공개	기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적 이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
투자대상 회사에 대한 지속적 점검 및 감시	기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상 회사를 주기적으로 점검해야 한다.
수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련	기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다.
의결권 정책 제정 및 공개, 의결권 행사 내역과 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.
의결권 행사, 수탁자 책임 이행활동 보고 및 공개	기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
수탁자 책임의 이행을 위한 역량 및 전문성 확보	기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

자료: 한국기업지배구조원, 유진투자증권 재구성

- 스투어드십 코드 도입은 기업지배구조의 투명성과 건전성을 높이고 ‘코리아 디스카운트’를 축소시키는 동시에, 장기적으로 주주가치를 강화할 수 있는 발판을 제공할 것으로 전망
- 그 동안 한국 기업의 지배구조는 다른 국가의 기업들에 비해 투명성과 건전성이 상대적으로 취약한 것으로 평가받아 왔음
    - (소유 구조) 전문경영인 체제가 발달한 미국이나 독일과 달리 한국 대기업은 지배주주 및 특수관계인을 중심으로 소유와 경영의 분리가 제한적으로 이루어져 있으며,
    - 이로 인해 지배주주가 주요 의사결정권을 독식하는 제왕적 오너십에 따른 리스크가 매우 높은 편
    - (내부 기업지배구조) 최고경영자 및 지배주주와의 사적 관계에 바탕한 선임 등으로 인해 이사회 및 감사위원회의 독립성과 전문성이 상당히 낮은 수준에 머무르고 있음
  - \* 2018년 4월 사업보고서 기준 한국의 시가총액 상위 20대 기업 내 사외이사 안전찬성률이 99.9%를 기록하는 등 사외이사의 독립성에 대한 비판이 꾸준히 제기되고 있는 상황
  - (외부 기업지배구조) 기관투자자, 외부대주주(outside block holder), 은행 등 주요 주주 또는 채권자들의 지배주주에 대한 견제가 제한적으로 이루어지고 있으며, 공정 거래법 등 정부의 규제시스템에 대한 의존도가 높음
  - 한국 기업의 취약한 지배구조는 기업의 실질 가치에 비해 주가가 저평가되는 Korea Discount의 주요 원인 중 하나로 작용
    - 의결권 자문기관인 ISS는 한국 기업에 대한 저평가의 가장 큰 이유가 제한적인 주주친화정책이라고 분석
    - 특히 글로벌 시장에서의 가시성(market visibility)이 상대적으로 낮고 정보의 비대칭성이 큰 중소기업의 경우 기업지배구조 문제가 더욱 크게 영향을 미치는 것으로 나타남<sup>4)</sup>

4) 신석준(2014), 중소기업의 지배구조 개선에 관한 연구: 이사회제도 개편을 중심으로, 중소기업과 법, 6: 13-24.

〈그림 3〉 아시아 국가 기업지배구조 순위

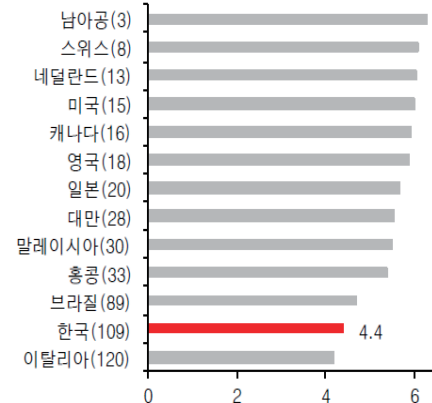


자료: Asian Corporate Governance Association and Credit Lyonnais Securities Asia, 유진 투자증권

주1: 아시아 11개국을 대상으로 5개 항목(기업지배구조 규정 및 관행, 집행력, 정치 및 규제 환경, 기업회계, 기업지배구조 문화)에 대하여 기업 지배구조를 평가함

주2: 2016년 기준

〈그림 4〉 국가별 이사회 유효성 순위



자료: World Economic Forum

주1: 전세계 138개국을 대상으로 기업지배구조와 연관 있는 이사의 유효성을 분석함

주2: 국가 간 비교를 위해 G7 국가 및 아시아 국가의 순위만 비교함

○ 이와 같은 상황에서 스튜어드십 코드 도입은 투자대상 기업에 대한 기관투자자의 주주 관여활동을 확대시키고, 궁극적으로 책임 투자를 강화시킬 수 있을 것으로 판단

- 특정 국가 내의 투자 문화 및 관행은 단기간에 바뀌기가 쉽지 않지만, 스튜어드십 코드를 먼저 도입한 해외 국가의 사례를 보면 기관투자자의 주주 관여활동 (Engagement)이 전반적으로 증가\*한 것으로 보고됨

\* 영국재무보고위원회의 조사에 따르면 스튜어드십 코드를 도입한 기관투자자들의 주주 관여활동 범위가 양·질 모든 측면에서 상당히 개선된 것으로 나타남<sup>5)</sup>

- 또한 기관투자자들의 자본 운용 투명성에 대한 보고가 강화됨에 따라 ESG (Environmental, Social, Governance) 평가 등을 통한 책임 투자 역시 강화될 것으로 예상\*

\* 일본 최대 연기금인 GPIF(Government Pension Investment Fund) 및 미국 캘리포니아 공무원연금(CalPERS) 등의 연기금은 물론, 블랙락(BlackRock), 뱅가드(Vanguard), 아비바(Aviva) 등의 주요 글로벌 자산운용사 모두 스튜어드십 코드 도입 이후 ESG 평가를 강화하며 해당 내용을 적극 공시

5) Financial Reporting Council, Development in corporate governance and stewardship 2015, 2016.1.

- 이는 결국 투자대상 기업의 주주환원정책 강화로 이어져 한국 주식시장의 질적 (quality) 개선을 달성하는 것은 물론, 장기적으로는 해당 기업의 경제적 가치 극대화를 통해 지속적 성장을 유도할 수 있을 것
- 스튜어드십 코드를 먼저 도입한 11개 국가를 살펴보면 해당 국가 내 기업의 자사주 매입, 배당성향, 배당수익률이 전반적으로 모두 증가하는 등 주주환원정책이 강화되는 것을 확인
- 또한 한국 대기업 그룹에서 문제가 부각되고 있는 지배주주의 사적 이익 추구하고 소액주주 편취(tunneling and expropriation) 등의 오너 리스크를 완화시킴으로써 코리아 디스카운트를 상당폭 해소할 수 있음
- 동시에 장기적 투자 평가기간(investment horizon) 등에 바탕하여 기관투자자가 투자대상 기업의 경제적 가치(economic value) 극대화를 추구할 경우 해당 기업의 지속적 성장에 도움이 될 수 있을 것으로 예상

〈그림 5〉 스튜어드십 코드 시행국의 평균 배당성향과 배당수익률



- 그러나 스튜어드십 코드 도입이 무조건적으로 긍정적 효과만을 보장하는 것은 아니며, 다음과 같은 우려점 역시 상존
- (기관투자자의 대리인 문제 발생 가능성) 기관투자자 자체가 고객(Principals)의 자산을 위임받아 운용하는 대리인(Agents)이기 때문에 스튜어드십 코드 도입이 궁극적으로 고객에게 큰 효용을 주지 못 할 가능성
- 고객은 자신의 자산을 증대시키기 위한 목적으로 계약을 통해 전문적인 투자 능력과 지식을 가진 기관투자자에게 자신의 자산을 위임하고, 기관투자자가 이를 운용 또는 관리하는 Principal-Agent 관계가 성립

- 이 경우 대부분의 주인-대리인 관계에서와 마찬가지로 기관투자자가 스스로의 이익 추구를 위한 기회주의적 행동을 취함으로써(opportunistically behaving self-interest agent) 대리인 문제가 발생할 가능성<sup>6)</sup>
- 이로 인해 스튜어드십 코드를 도입하더라도 실제로 고객(자산 위탁자)의 효용은 제한적으로 발생하는 반면, 기관투자자의 운용 수수료만 높아질 가능성
- \* 기관투자자의 수탁자 책임 강화가 문제의 본질이라면 투자대상 기업의 지배구조에 대한 관여를 촉구하기보다 펀드의 목적과 철학, 투자기준, 수수료, 펀드 매니저에 대한 보상 구조 등에 관한 정보를 공개하도록 해야 하나 스튜어드십 코드에는 그러한 문제가 다뤄지지 않고 있다는 비판이 존재<sup>7)</sup>
- 특히 기관투자업은 모태펀드에서 자산운용사까지 여러 층으로 단계화 되어 있기 때문에 2중, 3중의 대리인 문제 발생 가능성을 배제할 수 없음(Lengthening chain of ownership that weakens an ownership mindset)
- (기관투자자의 단기 투자로 인한 기업가치 훼손) 기관투자자의 단기 투자패턴으로 인해 투자대상 기업의 장기적인 경제적 가치가 오히려 훼손될 가능성
  - 국내외 선행연구들에서 밝혀진 바와 같이 기관투자자들 간에도 투자 유형이나 패턴이 서로 다르며, 그로 인해 이들이 기업의 연구개발 등과 같은 전략적 의사결정에 미치는 영향 역시 상이하게 나타남<sup>8)</sup>
  - 최근에는 대부분의 자산운용사들이 반기 또는 1년 단위로 평가를 받기 때문에 기관투자자들의 주식 보유기간이 과거에 비해 단기화되는 경향<sup>\*</sup>이 뚜렷함
  - \* 미국 내 기관투자자의 평균 주식 보유기간(개월): (1980) 57.1 → (2000) 15.4 → (2009) 4.8
  - 이와 같은 상황에서 기관투자자의 주주 관여활동이 지나치게 확대될 경우 오히려 투자대상 기업의 장기적인 경제적 가치가 훼손될 가능성이 존재
  - 특히 높은 소유권을 가진 대주주가 존재하는 경우 이들은 자신의 부와 회사의 부가 밀접하게 연관되기 때문에 기업의 장기적인 경제적 가치를 극대화하려는 유인이 강할 수 있지만<sup>9)</sup>,

6) Eisenhardt(1989), Agency theory: An assessment and review, Academy of Management Review, 14: 57-74.

7) 한국경제연구원, 기관투자자의 책임과 역할에 관한 스튜어드십 코드의 본질과 쟁점, 2016.7.

8) 자세한 내용은 Brickley, Lease, and Smith(1988), Kochhar and David(1996), Hoskisson, Hitt, Johnson and Grossman(2002), Shin and Seo(2011), 박지현,김양민(2012) 등을 참조.

9) Anderson & Reeb(2003), Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, Journal of Finance, 58(3): 1301-1328.

- 단기적인 투자패턴을 가진 기관투자자의 경영 간섭이 이를 저해할 가능성 역시 배제할 수 없음
  - (기관투자자의 실무적 어려움) 기관투자자가 모든 투자대상 기업의 경영에 적극 관여하기에는 실질적인 어려움이 존재
    - 기관투자자는 위험분산을 목적으로 다양한 투자대상 기업의 조합을 통해 포트폴리오를 구성하기 때문에 기관투자자가 모든 투자대상 기업의 주요 이슈를 파악하고 적극적으로 관여하기에는 시간적, 비용적 어려움이 발생
  - (연금 사회주의 발생 우려) 민간 기업에 대한 정부의 영향력이 지나치게 확대될 수 있다는 우려가 존재
    - 1970년대 중반 이후 미국에서 제기된 주장과 유사하게 국민연금을 포함한 공적 연기금의 스튜어드십 코드 도입과 높은 지분율에 바탕한 주주권 행사는 민간 기업에 대한 정부 간섭을 확대시킬 수 있다는 우려가 제기
- 이러한 우려점에도 불구하고 현재 한국의 기업지배구조 상황을 고려해 볼 때 스튜어드십 코드 활성화는 긍정적 영향이 더 클 것으로 판단됨
- 기업지배구조의 고유성과 개별성에도 불구하고, 투명한 지배구조가 기업의 시장 가치와 성장가능성을 높인다는 결과에 대해서는 큰 이견이 없는 상황
    - 각 국가마다 경제적·사회적·문화적 배경이 다르기 때문에 기업지배구조 역시 고유성과 개별성을 가지며, 따라서 특정 지배구조의 우월성을 판단할 수는 없음
    - 그럼에도 불구하고 투명하고 건전한 지배구조가 기업 내외부 간의 정보 비대칭성을 축소시키고 대리인 문제를 완화시킴으로써 기업의 시장가치와 성장가능성을 확대시킨다는 결과는 국내외적으로 공통적으로 제시되고 있음
  - 그 동안 한국 기업의 취약한 지배구조 문제가 지속적으로 반복되어 온 만큼 스튜어드십 코드 활성화는 전체적으로 긍정적 효과가 더 클 것으로 판단
    - 스튜어드십 코드 활성화는 외부 통제시스템 강화를 통해 한국 기업 지배구조의 투명성과 건정성을 개선시킬 수 있는 새로운 계기가 될 수 있을 것으로 판단되며, 효율적 운용을 위한 적절한 방안을 마련할 필요

## IV

## 활성화 방안

□ (국민연금 독립성·전문성 강화) 스튜어드십 코드 도입에 따른 부작용을 최소화 하기 위해 국민연금의 지배구조 개선을 통한 독립성과 전문성을 강화할 필요

- 국내 자본시장 내 스튜어드십 코드의 빠른 확산과 제도의 조기 정착을 위해 금년 하반기 예정된 국민연금의 스튜어드십 코드 도입은 바람직

- 국내 자본시장에서 차지하는 절대적 비중에 바탕할 때 국민연금의 참여는 스튜어드십 코드의 빠른 확산\*에 매우 중요한 역할을 담당할 것으로 판단

\* 다른 연기금의 참여를 유도하는 것은 물론, 국민연금이 위탁 운용회사의 선정 시 스튜어드십 코드 도입 여부를 평가에 반영할 수 있기 때문에 자산운용사 및 보험회사 등으로 제도가 조기에 확산될 가능성이 높음

- 또한 국민연금은 대규모 장기투자자(Universal Owner)로서 투자대상 기업 성장에 긍정적인 영향을 미치기 위해 노력할 유인이 크며, 이는 제도의 안정적 조기 정착에 긍정적 영향을 줄 수 있음

- 스튜어드십 코드를 도입한 대부분 국가는 장기투자자인 연기금이 핵심적인 가입 대상이라는 점을 명시하고 있으며, 실제 일본 GPIF, 미국 CalPERS, 영국 BT Pension 등은 수탁자 책임을 이행 중

- 다만 국민연금의 의결권 행사에 대한 우려가 높은 만큼 국민연금의 지배구조 개선을 통한 독립성과 전문성 확보 노력이 반드시 동반될 필요

- 기본적으로 국민연금의 의사결정 시 민간위원들의 의견이 반영될 수 있는 제도적 장치를 마련하여 투명성을 높여야 하며, 동시에 객관적인 전문성이 있는 사람이 민간 위원으로 선정될 수 있도록 노력할 필요\*

\* 국민연금운용위원회는 금년 3월 의결권 행사의 주도권을 민간위원회에 넘기는 개정안을 의결한 바 있으나, 그로 인해 오히려 민간 전문가의 전문성에 대한 우려가 대두되고 있는 상황

- 또한 자본시장법 시행령 개정 등을 통해 국민연금이 위탁운용사에 의결권을 위임할 수 있게 제도를 개선함으로써 국민연금의 지나친 영향력 행사와 연금 사회주의 우려를 완화시키는 방안도 고려될 필요

국민연금 의결권 행사에 대한 독립성 및 전문성 우려 사례

<삼성물산·제일모직 합병 건>

- 2015년 삼성물산과 제일모직의 합병 건에 대해 국민연금은 일방적으로 찬성의견을 제시
- 당시 삼성물산의 합병비율(1:0.35)이 낮게 책정돼 있어 합병 시 손해가 발생할 우려가 있었고, ISS와 한국기업지배구조원 등 주요 국내외 의결권 자문사들이 합병 반대를 권고한 상황
- 그러나 실제 국민연금의 의사결정은 주식 의결권행사전문위원회의 논의를 배제하고 투자위원회 결의로 단독 처리함으로써 의결권 행사에 대한 신뢰도가 하락함

<KB금융지주 사외이사 선임 건>

- 국민연금은 KB금융지주 노조가 추천했던 사외이사에 대해 2017년 11월에는 선임 찬성의견을 제시하였으나, 2018년 3월에는 ‘주주 제안에 따른 주주 가치 제고가 불분명하다’는 이유로 선임 반대의사를 표명하면서 논란이 확산
- 노조 추천 사외이사 선임 제도는 경영의 투명성과 이사회 구성의 다양성을 강화할 수 있는 제도임에도 불구하고 불과 4개월만에 입장이 바뀌면서 국민연금 의결권 행사의 전문성과 독립성에 대한 우려가 확대

□ (관련 공시 사항의 단계적 의무화) Comply or Explain 방식의 실효성 제고를 위해서 관련 공시를 단계적으로 의무화할 필요

- 현재 한국은 거래소 자율공시 형태의 Comply or Explain 방식이 도입되었으나 그 실효성이 제한적인 수준에 그치고 있음
  - 기업이 스스로 기업지배구조 규준 혹은 원칙을 준수(comply)하거나 미준수(예외) 사유를 설명(explain)하도록 함으로써 자발적인 준수를 유도
  - 2017년 국내에서 처음으로 Comply or Explain 방식이 실시되었으나, 전체 상장사 756개 기업의 9.3%에 불과한 70개 기업만이 기업지배구조 보고서를 제출하였으며,
  - 보고서 내용 역시 기업의 자율적 서술에만 의존하고 있기 때문에 충실하지 못하다는 지적이 존재\*

\* Comply or Explain 방식 도입의 선진 사례인 영국에서도 형식적인 공시, 일부 주요 주제에 대한 누락 등의 문제가 나타남에 따라 이를 보완하려는 노력이 지속되고 있음<sup>10)</sup>

- 제도의 실효성 제고를 위해서 상장규정을 통해 관련 공시를 단계적으로 의무화하는 방안 마련이 필요
  - Comply or Explain 방식을 도입한 대부분의 OECD 국가들은 한국과 달리 지배구조 원칙 준수에 대해서만 자율성을 부여할 뿐, 공시 자체의 강제성은 의무공시 규정 등을 마련하여 강화하고 있는 추세
  - 이와 유사하게 한국 역시 관련 공시를 단계적으로 의무화하는 과정<sup>10)</sup>이 필요하며, 한 보고서의 충실도를 향상시키기 위해 핵심원칙에 대한 구체적인 가이드라인 제시가 필요
- \* 금년 3월 금융위원회는 내년부터 자산총액 2조원 이상 코스피 상장사를 대상으로 기업지배구조 공시를 의무화하는 방안을 발표
- 기업의 규모나 경험 등을 고려하여 일정 규모 이상의 대기업을 대상으로 우선적으로 의무화를 시행하고, 이후 단계별로 모든 상장회사에 확대 적용하는 방안을 고려해볼 수 있음

〈표 5〉 주요 국가별 기업지배구조 규제 체계

국가	기업지배구조 원칙	이행체계			
		접근방식	사업보고서 공시	규제 근거	감독 기관
호주	Corporate Governance Code	Comply or Explain	요구	상장규정	정부
캐나다	Corporate Governance: Guide to Good Disclosure	Comply or Explain	요구	법규	-
독일	German Corporate Governance Code	Comply or Explain	요구	법규	-
홍콩	Corporate Governance Code	Comply or Explain	요구	상장규정	거래소
일본	Corporate Governance Code	Comply or Explain	요구	상장규정	거래소
싱가포르	Code of Corporate Governance	Comply or Explain	요구	상장규정	거래소
영국	UK Corporate Governance Code	Comply or Explain	요구	상장규정	정부
미국	NYSE Listed Company Manual NASDAQ Listing Rules	의무	요구	법규, 상장규정	정부, 거래소

자료: OECD, OECD Corporate Governance Factbook, 2017. 재구성

10) Arcot, Bruno, and Faure-Grimaud(2010), Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?, International Review of Law and Economics, 30.

□ **(경쟁적 의결권 자문시장 구축) 의결권 자문서비스의 공정성과 투명성 확보를 위해 보다 경쟁적인 의결권 자문시장 구조가 형성될 수 있도록 정책적 노력이 동반될 필요**

- 투자대상 기업들의 다양한 안건을 특정 기관투자자가 모두 파악하고 분석하는 것은 쉽지 않기 때문에 이러한 서비스를 대신 제공해주는 의결권 자문사(proxy advisor)\*가 존재

\* 의결권 자문회사란 자문료를 받고 특정 회사의 주주총회 안건을 분석하여 기관 투자자들에게 의결권 행사 방향에 대해 조언하는 업무를 수행하는 사적 회사를 의미하며, 주주총회 안건 분석 및 쟁점에 대한 자문, 기관투자자의 의결권 행사 가이드라인 작성 자문 등의 역할을 수행

- 해외의 경우 기관투자자들의 의결권 자문서비스에 대한 수요가 커짐에 따라 의결권 자문사들의 역할이 중요해지고 있음

- 미국은 2003년 기관투자자의 의결권 행사에 대한 기록 공시를 법률로써<sup>11)</sup> 의무화함에 따라 의결권 자문서비스에 대한 수요가 증가

- 프랑스는 2005년 통화금융법(Code monétaire et financier) 개정을 통해 투자펀드 회사의 의결권 행사에 대한 여부와 그 이유를 공시하도록 의무화함에 따라 의결권 자문서비스 수요가 증가

- 현재 국내 의결권 자문시장은 2곳의 대형 외국계 자문사가 독과점 형태를 형성

- 높은 전문성을 바탕으로 세계적으로 100개 이상의 국가에서 기업 주주총회 안건을 분석하고 권고안을 제시하고 있는 글로벌 자문사인 ISS(Institutional Shareholder Services) 및 글래스 루이스(Glass Lewis)의 영향력은 국내 시장에서도 매우 큰 상황

- 반면 국내 의결권 자문사 4곳은 상대적으로 전문성, 신뢰성, 시장 가시성 등이 낮은 실정\*

\* 한국기업지배구조원, 서스틴베스트, 대신지배구조연구소, 좋은기업지배구조연구소 등 4개의 국내 의결권 자문회사가 존재하지만, 이들의 보고서가 ISS와 반대되는 경우 기관투자자들의 호응을 얻지 못하는 등 신뢰성이 아직까지 낮은 상황

11) Investment Company Act (17 CFR §270.30b1-4(Rule 30b1-4); 17 CFR §274.129), Investment Advisors Act (§17 CFR 275.206(4)-6)(Rule 206(4)-6) 등.

- 그러나 이러한 독과점적 지위는 다양한 이해관계를 충분히 반영하지 못 할 가능성이 높은 만큼 보다 경쟁적인 자문서비스 시장이 형성될 수 있도록 정책적 지원이 이루어질 필요
  - 독과점 구조가 지속될 경우 이들의 높은 영향력으로 인해 이해상충\*, 특수 관계 등에 따른 불투명한 권고안이 제시되더라도 기관투자자들에 의해 수용될 수 있다는 문제점이 발생<sup>12)</sup>
  - \* 특히 ISS의 모회사는 뉴욕에 본점을 둔 금융회사로 모기업의 이익에 반하는 의결권 조언을 제시하기 어렵다는 비판이 제기되고 있음
  - 보다 경쟁적인 의결권 자문서비스 시장이 형성되어 이러한 문제점이 완화될 수 있도록 필요한 정책적 지원이 이루어질 필요

12) ISS와 GL의 독과점적 지위에 대한 우려와 관련된 보다 자세한 논의는 Choi, Fisch, and Kajan(2009), The power of proxy advisors: Myth or Reality?, Emory Law Journal 참조.

## • 참고문헌 •

- 공정거래위원회, 2017년 상호출자제한 기업집단 지배구조 현황 공개, 2017.12.
- 국민연금연구원, 국민연금 책임투자과 스튜어드십 코드에 관한 연구, 2017.12.
- 국회입법조사처, 우리나라 스튜어드십 코드 도입 현황과 개선과제, 2017.12.
- 금융위원회, 스튜어드십 코드 관련 법령해석집, 2017.6.
- 대신지배구조연구소, 국내 상장기업의 지배구조 개선을 위한 제언, 2017.7.
- 대신지배구조연구소, 한국 스튜어드십 코드와 해외 코드의 비교 및 정착을 위한 제언, 2016.12.
- 유진투자증권, 스튜어드십 코드 도입 해외 사례와 전망, 2017.6.
- 한국경제연구원, 기관투자자의 책임과 역할에 관한 스튜어드십 코드의 본질과 쟁점, 2016.7.
- 한국기업지배구조원, 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향, 2017.9.
- 한국기업지배구조원, Comply or Explain 방식 국내외 도입 현황 및 시사점, 2018.1.
- 한국금융연구원, 국내 스튜어드십 코드의 실효성 확보를 위한 선결 과제, 2017.11.
- 한국법제연구원, 스튜어드십 코드의 문제점과 개선방안, 2016.1.
- Financial Reporting Council, Development in corporate governance and stewardship 2015, 2016.1.
- OECD, OECD Corporate Governance Factbook. 2017.4.
- The Walker review secretariat, A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations, 2009.11.

박지현.김양민(2012), 엇갈린 선택: 기관투자자의 유형과 연구개발(R&D) 투자, 전략경영연구, 15(3): 19-42.

신석준(2014), 중소기업의 지배구조 개선에 관한 연구: 이사회제도 개편을 중심으로, 중소기업과 법, 6: 13-24.

최문희(2016), 의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점, 서울대학교 법학, 57: 185-254.

Ahmadjian and Robbins(2005), A clash of capitalisms: Foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s Japan, American Sociological Review, 70: 451-471.

Anderson and Reeb(2003), Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, Journal of Finance, 58(3): 1301-1328.

Arcot, Bruno, and Faure-Grimaud(2010), Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?, International Review of Law and Economics, 30: 193-201.

Brickley, Lease, and Smith(1988), Ownership structure and voting on antitakeover amendments, Journal of Financial Economics, 20: 267-291.

Choi, Fisch, and Kajan(2000), The power of proxy advisors: Myth or Reality?, Emory Law Journal, 869.

Eisenhardt(1989), Agency theory: An assessment and review, Academy of Management Review, 14: 57-74.

Gillan and Starks(2003), Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective, Journal of Applied Finance, 13: 4-22.

Hoskisson, Hitt, Johnson, and Grossman(2002), Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies, Academy of

Management Journal, 45(4): 697-716.

Kochhar and David(1996), Institutional investors and firm innovation:  
A test of competing hypotheses, Strategic Management Journal,  
17(1): 73-84.

Shin, and Seo(2011), Less pay and more sensitivity? Institutional  
investor heterogeneity and CEO pay, Journal of Management,  
37(6): 1719-1746.

Useem(1998), Corporate leadership in a globalizing equity market, The  
Academy of Management Executive, 12: 43-59.

Wahal(1996), Pension fund activism and firm performance, The  
Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31: 1-23.

---

기업지배구조 개선 방안

# 스튜어드십 코드 활성화