

기업 • 주주 상생의 거버넌스 구축을 위한 열린 토론회

자산운용사의 충실한 의결권 행사 방안

2025. 3. 13.

이연임 박사(법학박사, 국민연금기금 수탁자책임전문위원회 위원)

본 발제문의 견해와 주장은 발제자 개인의 의견임을 참고하여 주시기 바랍니다.

목 차

- 1 | 자산운용사의 주주권(의결권)
행사 의의 및 현황
- 2 | 수탁자 책임활동(스튜어드십 코드)
관련 최근 이슈 동향
- 3 | 향후 개선방안



1. 자산운용사의 주주권(의결권) 행사 의의 및 현황

자산운용사 주주권(의결권)행사(1)

개 요

- ◆ 자산운용사의 의결권 행사는 '**성실한 수탁자**'로서 단순·형식적 의결권 행사가 아닌 **투자자의 이익을 최우선으로 하여 적극적이고 책임감 있는 주주활동**

추진 경과

- ◆ 자산운용사의 의결권행사 가이드라인 제정('08. 2.14) 및 1차 개정('16. 6. 8.)
- ◆ 자산운용사 의결권 행사 공시서식 표준화 및 체계화 추진 발표('23. 8. 3.)
- ◆ 자산운용사의 의결권행사 가이드라인 2차 개정('23.10.25.)
- ◆ 펀드 의결권 행사·공시 현황 점검('24. 8. 7.)
- ◆ 공모펀드 의결권 행사 현황 점검('24년 2분기, '24.12.11.)

* 금융감독원 보도자료 참고

자산운용사 주주권(의결권)행사(2)

의결권행사공시정보 표준화·체계화

- 협회와 거래소로 이원화되어 공시 대상, 범위 및 기간 등 상이한 **공시관리체계에 대한 공시서식 표준화**
- 운용사의 **의결권 행사 정보 검색 시 다양한 조건**(의안 유형, 종목 등)의 **검색 기능 강화**
- 공시정보의 다각적 분석을 위해 **협회**(펀드 기준)와 **거래소**(운용사 기준)의 **공시정보 상호 연동**

⇒ 공시서식 표준화
(‘23.10.20. 개정)

의결권행사 가이드라인

- ‘16.6월 1차 개정 이후 최신 이슈 미반영 및 모호한 원칙 등으로 실제 의결권 행사 시 참고자료로 미흡한 부분 존재
- (2차 개정) 일반원칙 신설, 실무중심의 개편, 법규와 권고사항 구분, 원칙과 사례 명확화, ESG 등 최신 사례 보완 및 용어 정비 등
(‘23. 10. 25.)

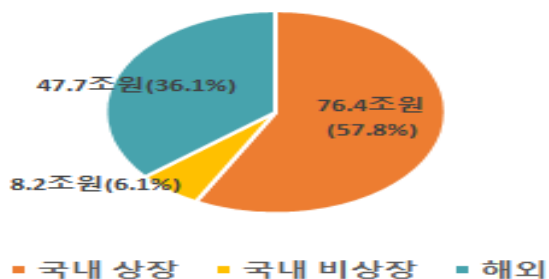
의결권행사 공시

- 의결권행사 가이드라인 2차 개정 이후 **펀드 의결권 행사·공시 점검**(‘24. 8. 7.)
- 공시제도 개요
 - (공시대상) 펀드별 자산총액 5% 또는 100억원 이상 보유 주권상장법인
 - (공시기한) 매년 4.30.까지
 - (공시내용) 펀드의 의결권 행사 내용 및 내부지침, 소유주식수 등

자산운용사 주주권(의결권)행사(3)

※ 펀드 주식 보유 현황

펀드 보유 주식 규모



* 2023년말 기준

상위 5개사 상장주식 보유 현황

(단위: 조원, %)

운용사명	펀드 보유액	시가총액 비중
삼성	12.9	0.50
미래에셋	12.3	0.48
KB	6.6	0.26
NH아문디	3.4	0.13
한국투자	3.3	0.13

* 상위 3개사 펀드 주식 보유금액이 전체 펀드 국내 상장주식 보유액의 41.6%

펀드 의결권 행사 현황

(단위 : 종목, %)

구분	보유 종목 수*		행사율		행사 방향		
	(A)	비중	행사 종목수(B)	행사율 (B/A)	찬성	반대	중립
의결권 공시대상 법인	9,349	4.8	5,473	58.5	94.6	2.6	2.8
기타 법인	183,787	95.2	49,649	27.0	93.3	4.7	2.0
합계	193,136	100.0	55,122	28.5	93.5	4.5	2.0

* 펀드별 의결권 행사로 인해 각 펀드가 보유하고 있는 중복 종목 포함

⇒ 펀드 보유 주식중 의결권 공시법인 비중은 4.8%, 의결권 공시여부 무관하게 93% 이상 찬성 의견 행사

자산운용사 주주권(의결권)행사(4)

의결권 행사관련 문제점

- ◆ 의결권 행사·불행사 사유에 대한 구체적 근거 기재 미비(예: 주주권 침해 없음 등)
- ◆ 의결권 행사관련 내부지침의 형식적 공시, 일부 운용사만 가이드라인 개정사항 반영

< 의결권 행사 내부지침 공시 현황 (단위 : 개사, %) >

구분	세부지침 공시		소계	세부지침 미공시	합계
	'23.10. 개정 가이드라인				
	반영	미반영			
운용사 수 (비중)	51 (18.6)	102 (37.2)	153 (55.8)	121 (44.2)	274 (100.0)

- ◆ 거래소 공시 서식 작성 기준 미준수

< 주요 공시서식 기재 오류 현황 (항목별 중복 가능, 단위 : 개사, %) >

구분	의안명 미흡 기재	의안 유형 미기재	대상 법인과 관계 미기재	지분 비율 오기재	점검대상 운용사
운용사 수 (비중)	246 (89.8)	233 (85.0)	198 (72.3)	12 (4.4)	274 (100.0)

- ◆ 의결권 불성실 행사 현황 (단위 : 건, %)

불성실 행사 (불행사, 내부지침 반하는 행사)						성실 행사	판단 불가**	점검 대상 안건
불행사*	임원 임면	정관변경	임원 보수	기타	소계			
61 (3.9)	24 (1.5)	23 (1.5)	3 (0.2)	3 (0.2)	114 (7.3)	344 (21.7)	1,124 (71.0)	1,582 (100.0)

* 보유 지분을 1% 이상

** 불성실공시(의결권 행사 사유 기재 미흡)로 인해 판단 불가



2. 수탁자 책임활동(스튜어드십 코드) 관련 최근 이슈 동향

수탁자 책임 관련 개요

- ◆ **‘수탁자 책임(fiduciary duty)’**은 타인의 이익을 위하여 자기 권한을 재량적으로 사용하는 수탁자가 수익자를 위하여 지켜야 할 법적·윤리적 의무
- ◆ 법령상 수탁자 책임은 **충실의무(duty of loyalty)**와 **주의의무(duty of care)**
- ◆ 이 외에 **투자대상기업의 경영활동 등의 지속적 감시**, **의결권 행사** 및 기업과의 대화 등 **적극적 주주권 행사** 및 수탁자 책임 이행활동 공개·수익자에 대한 정기 보고 등

- ◆ **기관투자자의 수탁자 책임에 대한 가이드라인 ‘스튜어드십 코드(Stewardship Code)’**는 2010년 세계 최초로 영국에서 도입된 이후 전 세계 다수의 국가에서 도입되었고, 현재 주요국에서는 스튜어드십 코드를 강화하는 방향으로 지속적 개정 추진중

스튜어드십 코드 관련 개요

도입 배경

- 2008년 글로벌 금융위기 당시 기관투자자의 책임과 역할에 대한 반성
- 2010년 영국에서 세계 최초 도입
- 국내는 2016년 '한국형 스튜어드십 코드' 제정 이후 2018년 국민연금 '수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)' 도입
- 코드는 7개의 원칙으로 구성되어 있고, 2025년 3월 현재 총 241개 기관이 참여중

주요국 SC 주요내용

(영국) 2020년 적용 및 설명 (Apply & Explain) 원칙 2차 개정 이후 2025년 3차 개정 추진하며 각국 SC 규율 선도

- 적용대상 자산군 확대, 주주활동의 결과 및 성과 공시, 서비스 제공기관(의결권자문사 등) 관련 원칙 신설 등

(일본) 2014년 SC 제정 이후 2020년 서비스제공자에 대한 원칙 별도 마련 등 총 8개의 원칙으로 구성, 2025년 3차 개정 논의 중

향후 SC 개정 방안

- 적용대상 자산군 확대
- 주주활동 내역 공시 강화
- 서비스 제공기관(의결권자문사 등) 관련 원칙 마련
- 공적연기금의 수탁기관 평가 시 SC 이행 실적 평가 강화
- 협력적 주주활동에 대한 제도 도입(영국, 일본 등 주요국 사례 참조)



3. 향후 개선방안

자산운용사의 의결권 행사 개선방안(1)

긍정적 측면

- 기업 지배구조 개선
- 주주환원 정책 등 주주이익 보호
- ESG 경영 촉진 등 기업 지속가능성 향상

부정적 측면

- 단기 수익 중심의 의결권 행사 시 기업 장기 성장 저해
- 과도한 주주환원 요구 시 필요 투자 제한

ESG 등 지속가능 경영에 대한
적극적·효율적 의결권 행사 추진을 통하여
기업의 장기 가치 제고 및 투자자 이익 보호에 기여

자산운용사의 의결권 행사 개선방안(2)

의결권 행사 시스템 개선

- ◆ 전문성 강화
 - 의결권 행사 전담팀 조직 의무화
 - ESG전문가 등 다양한 전문인력 확보
- ◆ 의결권 행사 결정 절차 체계화
 - 독립적인 사내 의결권행사위원회 설치 및 외부 전문가 참여
 - 의결권 행사 전 기업과 자산운용사 간 대화(engagement) 프로세스 강화
 - 의결권 행사 결과 관련 모니터링 시스템 구축

제도 개선

- ◆ 스튜어드십 코드 강화
 - 국민연금 등 공적연기금의 수탁기관 선정 시 코드 이행여부 가중 평가 강화
 - 스튜어드십 활동 보고서 발간
 - 자산운용사 스튜어드십 코드 가입여부 등 공시(예: 자사 홈페이지 또는 금투협 등)
- ◆ 금융감독원 지도·점검 강화
 - 정기 점검을 통한 실태조사 및 개선 관리 시스템 마련
 - 부적절한 의결권 행사관련 지도 강화

충실한 의결권 행사를 통한 **성실한 수탁자** 역할 정립

국민연금의 적극적 의결권 행사와 투자전략 사례

경제 산업·재계

국민연금, 반대안건 강행 기업에 투자 줄여 '소리없는 경고'

반대표-투자전략 연계성 입증 첫 논문

수정 2025-02-27 08:07
등록 2025-02-27 06:00

2022년 3월 카카오 주주총회. 임원 퇴직금과 관련된 안건을 두고 표 대결이 붙었다. 카카오는 앞으로 이사 퇴직 때 이사회 내 보상위원회의 결의만 있으면 임금 기반으로 산정한 퇴직금에 '특별공로금'까지 얹어주겠다고 했고, 국민연금은 "정당한 사유 없는 과도한 퇴직금 지급이 우려된다"며 반대했다. 지분을 7% 안팎이었던 국민연금의 반대는 최대주주인 김범수 창업자 쪽 표에 가로막혀 묵살됐다.

주목할 만한 변화는 다른 데서 나타났다. 2022년 한 해 동안 국민연금의 국내 주식 포트폴리오에서 카카오가 차지하는 비중은 2.36%에서 1.15%로 반토막 났다. 국민연금이 들고 있던 카카오 주식을 일부 팔고 카카오 주가도 덩달아 하락하면서 평가액이 크게 줄어든 결과다. 그 해 카카오 주가는 핵심 기관 투자자인 국민연금의 외면과 거시경제적 요인 등이 한 데 덮쳐 53% 폭락했다.

국민연금이 반대한 안건을 강행한 기업들에 이처럼 '조용한 경고'를 보내온 것으로 나타났다. 반대 안건의 부결률이 낮아 실질적 영향력이 미미하다는 그간의 인식을 뒤집는 결과다. 국민연금의 투자 비중 축소는 해당 기업의 주가 부진으로 이어질 가능성이 높은 만큼 함의가 가볍지 않다는 평가가 나온다. 다음달 주총을 앞둔 기업들의 행보에 적잖은 영향을 줄 것으로 전망된다.

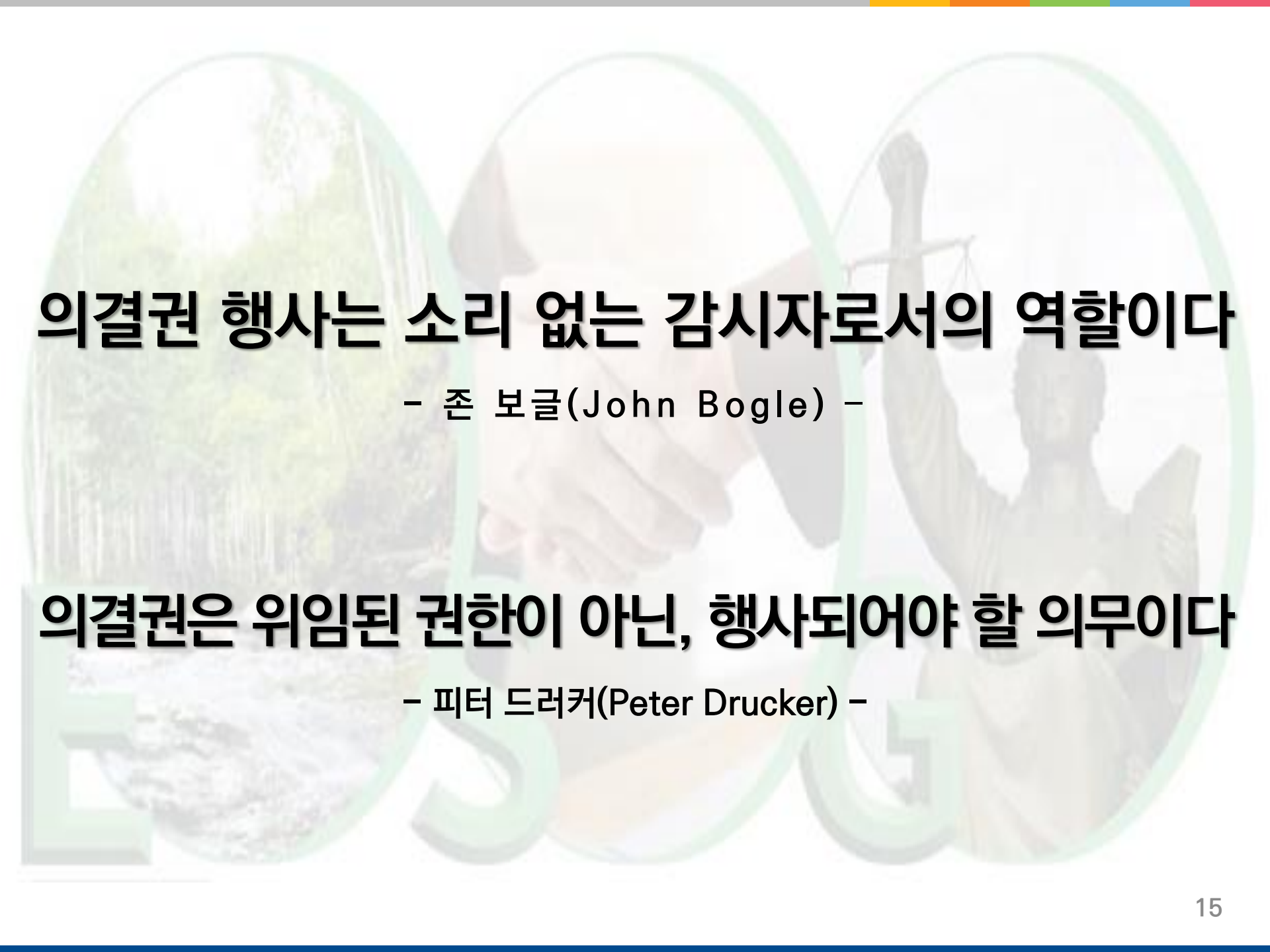
반대표 던진 뒤에 '투자 외면'...첫 실증분석

26일 조성욱 전 공정거래위원장(서울대 경영대 교수) 연구팀이 쓴 논문 '국민연금의 의결권 행사와 투자전략'을 보면, 국민연금이 주총에서 행사한 반대 의결권과 향후 국민연금의 자산 배분 양상 사이에 이런 연계성이 있는 것으로 분석됐다. 이는 유가증권시장에 상장된 비금융회사가 2019~2023년 진행한 주주총회 1476건을 들여다본 결과다. 논문은 이달 말 국내 학술지 '금융정보연구'에 실린다.

국민연금공단의 반대 의결권과 투자 전략의 주요 사례

(단위: %) 자료: 국민연금공단, 각 사

회사명	연도	반대 안건	반대 사유	포트폴리오 비중 변화(당해 기준)
삼성전자	2021년	이사 보수 한도액	한도 수준 등이 과다함	-7.52
SK하이닉스	2022년	이사 보수 한도액	한도 수준 등이 과다함	-1.32
카카오	2022년	임원 퇴직금 지급 규정 변경	과도한 퇴직금 지급 우려	-1.21
셀트리온	2021년	정관 변경	정당한 사유 없이 집중투표제 배제	-0.99
삼성SDI	2023년	사내이사 선임	기업가치 훼손이나 주주권익 침해 이력이 있는 후보	-0.90
카카오뱅크	2022년	감사위원인 사외이사 선임	중요한 거래·지분관계가 있는 회사에 재직했던 후보	-0.84
카카오페이	2022년	사외이사 선임	회사와 이해관계가 있어 독립성이 훼손된 후보	-0.81
SK텔레콤	2021년	사내이사 선임 등	기업가치 훼손이나 주주권익 침해 이력이 있는 후보	-0.60



의결권 행사는 소리 없는 감시자로서의 역할이다

- 존 보글(John Bogle) -

의결권은 위임된 권한이 아닌, 행사되어야 할 의무이다

- 피터 드러커(Peter Drucker) -

감사합니다