

〈논문〉

의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점*

崔 文 僖**

요 약

국내 주주총회에서도 의결권 자문회사의 자문을 받아 의결권을 행사하는 기관투자자가 점점하고 있다. 의결권 자문회사란 주주총회가 개최되는 해당 회사의 회사지배구조 및 주주총회 안전에 대한 정보를 바탕으로 주로 기관투자자인 주주에 대해서 의결권 행사 방향에 대해서 조언 또는 권고하는 업무를 수행하는 회사를 말한다. 의결권 자문회사는 발행회사에 관한 정보 분석의 전문성을 바탕으로 주주총회의 의결권 행사 방향에 관하여 기관투자자에게 조언 또는 권고함으로써 기관투자자의 의결권 행사를 돕고, 궁극적으로는 회사지배구조의 개선에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 의결권 자문회사의 영향력에 대한 우려가 적지 않고, 독과점의 문제, 이익상충의 문제, 의결권 자문보고서의 부정확성에 관한 문제가 제기되고 있다. 그럼에도 불구하고 의결권 자문회사에 관해서는 아무런 규제가 존재하고 있지 않다. 이 때문에 미국 및 독일을 위시한 EU 지역에서 의결권 자문회사의 영향력과 규제의 부재로 인한 폐해를 방지하기 위한 논의가 진행되고 있다.

이 글은 국내에서의 의결권 자문회사의 의결권 자문업무를 둘러싼 문제를 정확하게 진단한 후, 규제 여부 및 규제 방향을 본격적으로 논의하고 관련 법적 쟁점을 검토한 것이다. II.에서는 기초적 고찰로 의결권 자문회사의 수요의 원인을 설명하였다. III.에서는 의결권 자문회사와 그 자문업무의 문제점으로 독과점적 지위와 영향력, 이익상충의 문제, 자문의 질과 정확성의 문제를 지적하고, IV.에서는 이러한 문제의 해결 방안으로 등록규제, 이익상충에 대한 자세한 공시의무 부과 등 입법과제를 제시하였다. V.에서는 의결권 자문회사와 관련하여 발생할 수 있는 법적 분쟁 양상으로서 대량보유보고의무의 부과 여부 및 손해배상책임의 문제를 검토하였다.

주제어: 의결권 자문회사, ISS, 기관투자자, 의결권 행사, 이익상충, 신인의무, 대량보유보고의무, 5% 룰, 스투어드십 코드, EU 2014년 주주권 지침 개정안

* 이 글은 한국기업지배구조원의 ‘기업지배구조와 법연구회’(2015. 12. 7. 개최)에서 발표한 파워포인트 자료를 토대로 쟁점을 대폭 보완하여 논문으로 작성한 것이다. 이 연구회에서 유익한 코멘트를 해 주신 정순섭 교수님, 이상훈 교수님과 이 논문의 초안에 관해서 귀중한 코멘트를 해 주신 박준 교수님, 그리고 익명의 심사위원님들께 깊이 감사드린다.

** 강원대학교 법학전문대학원 교수.

I. 서 론

1. 논의의 배경

최근에 합병, 사외이사나 감사위원의 선임, 자본구조에 관한 정관변경 등 주주들 사이에 의견이 갈리는 안건이 있는 주주총회에서 의결권 행사 자문회사(이하 ‘의결권 자문회사’라고 함)의 역할이 주목을 받고 있다. 의결권 자문회사는 주주총회가 개최되는 해당 회사(이하 ‘발행회사’라고 함)의 회사지배구조와 재무상태 및 주주총회의 안건 관련 정보를 바탕으로 기관투자자에게 의결권 행사 방향에 관해서 조언 또는 권고하는 업무(이하 문맥에 따라 ‘의결권 자문업무’라고 함)를 수행하는 회사를 말한다.¹⁾ 의결권 자문회사는 주주에게 직접적·간접적으로 의결권 행사의 의사결정에 도움이 되는 정보를 제공함으로써 주주와 발행회사 사이의 정보 비대칭 문제를 완화하는 정보 전달자(intermediaries)²⁾로서 자본시장에서 중요한 역할을 할 것으로 기대된다. 분산투자와 국제적 주식소유가 보편화된 기관투자자들은 단기간에 수많은 국내외 주주총회의 안건 분석에 애로를 겪는데, 의결권 자문회사는 의결권 자문서비스 제공을 통해서 이들의 의결권 행사를 도와준다.

전 세계적으로 기관투자자들이 의결권 자문회사의 자문서비스를 받아 의결권을 행사하는 사례가 점증함에 따라 이들의 바람직한 역할 및 이들에 대한 규제는 회사법과 자본시장 양측면에서도 중요한 논제가 되어 왔다. 우리나라의 주주총회에서도 이미 수년 전부터 의결권 자문회사에게 이목이 집중된 사례가 있었는데,³⁾

1) 의결권 자문회사에 대해서 법률로 규제하거나 정의규정을 둔 예는 없지만, 일반적으로 필자와 유사하게 파악하고 있다. OECD원칙은 기관투자자에 대해서 의결권 행사에 관해 권고하는 자라고 한다. OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance, Nov. 2015, OECD Publishing, III. D. p.32; EU의 2014년 주주권 지침 개정안은 주주의 의결권 행사에 관해서 전문적으로 권고를 하는 법인(legal person)이라고 한다. The European Parliament and the Council, Proposal for a DIRECTIVE amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement. COM/2014/0213 final-2014/0121 (COD), Article1(1)(i).

2) Stephen J. Choi/Jill E. Fisch, “How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries”, 113 *Yale Law Journal* 269 (November, 2003); Holger Fleischer, “Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalrecht”, *AG* (2012), 2.

3) 간단한 소개는 최문희, “연기금 등 기관투자자의 의결권 자문서비스 이용과 관련된 법적 쟁점”, *BFL*, 제77호(서울대학교 금융법센터, 2016. 5), 40면.

특히 삼성물산과 제일모직의 합병 관련 가치분신청 사건에서 - 비록 사건의 주된 쟁점⁴⁾은 아니었지만 -, 의결권 자문회사의 자문서비스를 받았던 국민연금이 의결권 자문회사의 권고를 어떻게 수용해야 하는가와 관련하여 의결권 자문회사에 관한 문제 제기가 있었다.⁵⁾ 특히 합병, 사외이사 선임 안전처럼 회사의 경영진과 주주, 그리고 주주들 사이의 의견이 첨예하게 대립되거나 경영권 분쟁이 있거나 외국인 투자자의 지분비율이 높은 회사의 주주총회와 관련하여 이들의 영향력⁶⁾에 대한 우려와 비판이 제기되어 왔다.

수년 전부터 외국에서는⁷⁾ 학자와 규제기관 양쪽에서 의결권 자문회사의 영향력과 규제에 관하여 논의하고 있다. 우리나라에서도 외국의 규제와 문헌을 소개한 선행 연구들이 발표된 바 있다.⁸⁾ 의결권 자문회사의 자문서비스를 받는 사례가 증

4) 삼성물산 합병과 관련한 세 가지 가치분으로 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20485 결정(총회소집통지 및 결의금지 가치분), 대법원에 재항고되었다가 2016. 3. 23. 신청인 엘리엇(Elliott Associates L.P.)이 재항고 취하함; 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20503 결정(주식처분 금지 가치분)(확정); 서울중앙지법 2015. 9. 2.자 2015카합80896 결정(합병절차 진행정지 가치분)(확정). 삼성물산 합병의 관련 쟁점을 다룬 문헌으로 김건식, “삼성물산 합병 사례를 통해 본 우리 기업지배구조의 과제 - 법, 제도, 문화”, **BFL**, 제74호(서울대학교 금융법센터, 2015. 11), 83면; 김화진, “삼성물산과 제일모직의 합병”, **선진상사법률연구**, 제72호(법무부, 2005. 10), 179면; 노혁준, “합병비율의 불공정성과 소수주주 보호 - 유기적 제도설계를 향하여 -”, **경영법률**, 제26권 제2호(경영법률학회, 2016), 87면; 박준/김건식/김우진/노혁준/송옥렬/이상훈, “[좌담회] 삼성물산 합병의 회사법적 쟁점”, **BFL**, 제74호(서울대학교 금융법센터, 2015. 11), 67면; 이상훈, “삼성물산 합병을 통해 바라본 주주이익 보호의 문제점과 개선방향”, **상사법연구**, 제34권 제3호(통권 제88호)(상사법학회, 2015), 119면.

5) 박준 외(주 4), 76면 이하.

6) 본론에서 살펴보는 것처럼 영향력의 정도에 대해서 의견이 분분하지만, 영향력의 존재 자체는 일반적으로 인정되고 있다.

7) 미국에서 선구적인 연구로 Choi/Fisch(주 2), p.294; Stephen Choi/Jill E. Fisch/Marcel Kahan, “The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?”, 59 *Emory Law Journal* 869 (2010); Tamara C. Belinfanti, “The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry”, 14 *Stan. J. Law, Bus. & Fin.* 384 (2009); EU 지역의 연구로 Albert Verdam, “An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting” (December 2006) [SSRN: <http://ssrn.com/abstract=978835>]; Uwe H. Schneider/Heribert M. Anzinger, “Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung - “A quiet guru’s enormous clout””, *NZG* (2007), 88; Fleischer(주 2), S.2; Lars Klöhn/Philip Schwarz, “Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater”, *ZIP* (2012), 149.

8) 최초의 연구로 최문희, “기관투자자의 의결권 행사의 개선과 의결권 자문회사의 활용”, **경제법연구**, 제7권 제1호(경제법학회, 2008. 6), 152면; 기타 외국 규제를 소개하거나 외국 논문을 정리한 문헌들로는 장정애, “우리나라 기관투자자의 의결권 행사에 관한 소고”, **경영법률**, 제23권 제3호(경영법률학회, 2013), 71면; 안수현, “의결권행사 자문기관

가하면서 이들의 의결권 자문업무가 한층 중요해졌다는 점, 최근 기관투자자의 의결권 행사 개선과 관련하여 금융위원회에서 도입을 검토하고 있는 소위 ‘스튜어드십 코드(Stewardship Code)’⁹⁾에서 기관투자자의 의결권 행사시 의결권 자문회사 활용 여부를 중요한 요소로 파악하고 있다는 점, 의결권 자문회사에 관해서 다양한 의견이 개진되고 있다는 점을 두루 고려할 때, 이제 의결권 자문회사의 현황과 실제 이루어지는 의결권 권고에 대한 분석에 기초하여 그 문제점을 정확하게 진단한 후 규제 여부와 규제 방향 및 관련 쟁점을 본격적으로 논의할 필요가 있다.

2. 고려사항과 주요 쟁점

의결권 자문회사에 대한 규제 논의를 위해서는 다음 몇 가지 관점을 고려하여야 한다. 첫째, 의결권 자문회사의 순기능과 역기능을 두루 종합하여 검토할 필요가 있다. 의결권 자문회사는 한편으로 전문성 있는 의결권 자문서비스를 제공함으로써 기관투자자가 정보에 기초하여 의결권을 행사하도록 돕고, 궁극적으로 회사 지배 구조 개선에 이바지 할 수 있다. 다른 한편으로 본론에서 살펴보는 것처럼 의결권 자문회사의 독과점적 지위와 영향력, 국외 의결권 자문회사가 국내 회사법을 초월하는 수준을 요구하는 권고를 한다는 점, 대리비용과 이익상충, 자문보고서상 권고의 수준과 질에 대한 의문이 있다. 둘째, 의결권 자문회사에 대한 규제의 목적을 숙고하여야 한다. 의결권 자문서비스를 제공받는 기관투자자(및 그 수익자, 수급권자)와의 관계에서 의결권 자문회사의 역할뿐만 아니라 의결권 자문회사의 권고에 의해 영향을 받는 발행회사 및 그 주주총회의 기능 보호도 함께 고려할 필요가 있다. 전자의 목적과 관련해서는, 자문서비스 제공계약의 계약법상 문제로서 부실자문으로 인한 손해배상책임이 문제되고, 2차적으로 동 계약의 상대방이 연기금이나 자산운용사 등 기관투자자이고 연금 수급권자와 펀드의 투자자도 간접적 영향을 받기 때문에 금융감독·규제법도 문제된다. 후자는 회사법과 자본시장법적 쟁점(지분공시 및 감독규제)과 관련된다.

(Proxy Advisor Firm)에 대한 국제적인 규제움직임과 시사점”, **경영법률**, 제23권 제4호(경영법률학회, 2013), 1면; 염미경, “의결권행사자문회사의 문제점과 법적규제 동향”, **강원법학**, 제41권 제2호(강원대 비교법학연구소, 2014. 2), 687면; 곽관훈, “의결권행사자문회사의 육성 필요성 및 법적 과제”, **경제법연구**, 제13권 제1호(경제법학회, 2014. 4), 223면; 최근 연구로는 김순석, “의결권행사자문회사의 활용 및 규제”, **증권법연구**, 제16권 제2호(증권법학회, 2015. 8), 91면.

9) 금융위원회, 기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙(안)(2015. 12).

이 글에서는 이들 관점을 고려하여 의결권 자문회사에 관한 규제에 관한 입법과제와 법적 논점을 검토하고자 한다. 우선 기초적 논의로서 의결권 자문회사의 문제점을 파악하기 위해서 의결권 자문회사 및 이들이 수행하는 자문업무 및 이에 대한 수요 원인을 서술한 후(II.), 의결권 자문회사의 문제점과 그 해결방안 및 입법과제(III., IV.)를 검토하고, 마지막으로 향후 의결권 자문회사와 관련하여 발생할 수 있는 법적 쟁점으로서 손해배상책임과 지분공시 문제(V.)를 검토한다.

II. 의결권 자문회사와 의결권 자문업무에 관한 기초적 고찰

1. 의결권 자문회사의 의의와 의결권 자문업무

(1) 의결권 자문회사와 의결권 자문업무의 의의

의결권 자문회사(proxy advisor, proxy advisory firm; Stimmrechtsberater)는 자문료를 받고 특정 회사의 주주총회의 안건을 분석하여 특히 연기금이나 자산운용사 등의 기관투자자들에 대해서 의결권의 행사 방향에 대해 권고 또는 조언 업무를 수행하는 사적 회사이다. 영어나 독일의 용례에서 보는 것처럼 안건에 대한 찬성 또는 반대 권고나 조언을 하므로 자문회사나 조언회사라는 용어가 사용된다. ‘자문’의 사전적 의미는 “전문가에게 의견을 묻는 행위”를 의미하고 자문회사가 하는 일은 “자문에 응하여 조언하는 것”이므로 현재 우리나라에서 쓰이는 의결권 ‘자문’이라는 용어는 사전적 의미와는 차이가 있다. 현재는 자문회사라는 용어가 일반적으로 사용되고 있는데, 사전적 의미의 자문과의 차이를 피하기 위하여 이 글에서는 의결권 자문업무라는 용어를 사용하기로 한다. 우리나라의 한국기업지배구조원 처럼 회사 형태가 아닌 기관에서 취급하기도 하므로 의결권 자문기관 또는 의결권 자문업자라고 일컫기도 하나, 이 글에서는 의결권 자문회사라고 통칭한다.

(2) 의결권 자문회사의 의결권 관련 업무

의결권 자문회사마다 다소 차이가 있지만, 대체로 주주총회 안건 분석, 기관투자자의 의결권 행사 가이드라인 작성 자문, 의결권 행사 절차 처리, 주주총회 안건의 각 쟁점에 대한 의결권 자문업무이다.¹⁰⁾

1) 의결권 행사 가이드라인 작성

의결권 행사 가이드라인을 작성하여 의결권 권고의 기초자료로 이용한다. 세계 최대 의결권 자문회사인 ISS (Institutional Shareholder Service)의 가이드라인 작성 절차는 여러 단계를 거친다.¹¹⁾ 매년 의결권 행사 가이드라인에 대해서 투자자와 발행회사에 대한 질문, 사업자단체와의 회의를 통해서 개정안을 마련하고 공개 의견수렴 기간을 거쳐서 가이드라인을 확정한다. 다수 국가들의 법제상 차이를 고려하여 국가별 가이드라인을 마련하고 있다.¹²⁾ 미주 지역(미국, 캐나다, 브라질), 유럽·중동·아프리카 지역(영국, 프랑스, EU 등), 아시아·태평양 지역(한국, 일본, 중국, 홍콩, 싱가포르 등)으로 나누어 각국마다 의결권 행사 가이드라인을 두고, 주주총회의 안건 별로 구분하여 안건에 대한 찬성 또는 반대 요소를 적고 있다.¹³⁾ 국가별로 가이드라인을 둔 이유는 종래 ISS가 법제가 다른 국가의 회사법의 특수성을 고려하지 못하고 권고를 한다는 비판에 따른 것이다. 그러나 뒤에서 살펴보는 것처럼 가이드라인 자체가 외국법을 초월하는 수준을 요구하기 때문에 문제가 없지 않다.

2) 의결권 행사에 대한 권고 또는 조언

추상적인 의결권 행사 가이드라인의 찬성 및 반대 요소를 고려하여, 주주총회 안건을 분석한 후 자문보고서를 작성한다. 자문보고서상 권고는 의결권 행사 가이드라인에 기초하여 기계적이고 도식적으로 이루어지지만, 고객인 기관투자자가 독자

10) ISS의 홈페이지(<http://www.issgovernance.com/governance-solutions/>) 및 Glass Lewis 홈페이지(<http://www.glasslewis.com/solutions/> 2016. 3. 10. 방문). Choi/Fisch/Kahan(주 7), pp.870-871.

11) 상세는 David F. Larcker/Allan L. McCall/Brian Tayan, “And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations?”, *Stanford Closer Look Series* (2013. 2), p.1; Jan Wünschmann, *Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern*, Nomos (2015), S.47f.

12) 국가별 가이드라인과 더불어 공적 연기금, 사회적 책임 투자(Social Responsibility Investment: SRI), 지속가능성 관련 가이드라인(Sustainability Proxy Voting Guidelines) 등 일정한 주주 집단이나 투자 대상과 관련한 가이드라인도 마련되어 있다.

13) 우리나라의 주주총회에 관한 가이드라인은 정관변경, 이사 선임, 감사위원 선임, 이사 등의 보수, 분할, 자본금 감소, 합병·영업양도 지주회사 전환 등 회사조직의 변경, 주주 제안, 사회적·환경 쟁점 관련 안건으로 구분하여, 각 사항별로 안건에 대한 찬성/반대 요소를 적고 있다. 한국기업지배구조원의 ‘의결권 행사 가이드라인’(한국기업지배구조원, CGS 의결권 행사 가이드라인, 2014. 2)은 이사회·감사위원회·이사회 내 기타 위원회, 이사·감사, 임원보수·성과 보상, 재무제표·배당, 자본구조, 기업구조조정, 주주총회 및 주주의 권리, 기업내부통제로 나누어서 각 사항별 찬성 요소와 반대 요소를 규정한다.

적인 가이드라인을 갖고 있는 경우 기관투자자의 요구를 수용하여 그 가이드라인에 맞추거나, 개별 국가에서 회사지배구조 모범규준이 있는 경우 그 내용을 고려하기도 한다.¹⁴⁾

2. 의결권 자문보고서의 구성과 권고의 실제

의결권 자문회사의 문제점을 파악하는 데에는 실제 의결권 권고가 어떠한 절차와 과정으로 이루어지는지 파악할 필요가 있다. 국내에서 다수의 주주총회를 커버하는 ISS와 한국기업지배구조원이 국내 기관투자자를 위해 작성한 의결권 행사 자문 보고서¹⁵⁾를 기초로 검토한다.

(1) ISS의 경우

ISS의 보고서¹⁶⁾는 안전에 따라 다소 차이가 있지만, 다음과 같이 구성된다. 회사명, 해당 회사의 ISS의 기업지배구조등급 지수인 ISS QuickScore점수, 표로 작성된 각 안전 및 안전에 대한 찬반 권고 요약, 재무제표 승인 안전이 있는 경우 재무상태 요약, 회사지배구조 개요, 이사회(이사명, 사내/사외이사 구분, 이사의 보수 및 주식 소유 여부), 전년도 주주총회 안전에 대한 ISS의 자문 내용 및 공시된 결의 결과, 각 안전 및 주주제안의 내용 및 이에 대한 ISS의 찬반 권고 내용, 해당회사의 주주 현황, 기타 정보로 구성되어 있다.

가장 중요한 안전에 대한 찬반 권고 부분은, 안전의 개요, 안전의 바탕이 되는 관련 정보, 관련 의결권 행사 가이드라인 규정의 서술, 그리고 찬성 또는 반대 표기 및 분석을 하고 있다. 반대 권고의 경우 찬성 권고보다 그 이유가 상세하기는 하지만, 양자 모두 간단하게 기술되어 있다. 안전마다 다소 차이는 있지만, 개별 안전에 대한 분석은 한 페이지를 초과하지 않는다. 예컨대 감사위원 후보자에 대한

14) 필자가 국내 의결권자문회사 및 국민연금 관계자와 각각 인터뷰한 결과이다. 일본에 관해서는 上野直子, “2016年グラス・ルイス議決権行使助言方針と日本のコーポレート・ガバナンス改革”, *商事法務*, No. 2094 (2016. 3. 5), 28-29면.

15) 이들 보고서는 국내 기관투자자로부터 연구 목적으로 입수한 것으로서, 출처를 구체적으로 전거할 수 없음을 밝혀둔다.

16) 국내 고객에게 제출한 보고서는 미국 뉴욕증권거래소 상장회사의 주주총회의 경우 “ISS Proxy Analysis & Benchmark Policy Voting Recommendations”라는 이름으로 되어 있고, 국내 한국거래소 상장회사의 주주총회의 경우 “ISS Proxy Advisory Services”라는 이름이 붙어 있다. 미국 증권거래소에 상장된 회사에 투자한 국내 기관투자자를 위해 작성한 보고서의 내용도 대동소이하다.

반대 권고에서, 해당 후보자가 회사와 중요한 거래를 한 사례가 있기 때문에 독립성이 없다고 기술하고 있지만, 그 거래가 무엇인지 어떠한 이유에서 중요한지에 관해서 아무런 설명도 없다.¹⁷⁾ 이사의 보수 총액 승인 안전에 대한 반대 권고에서, 보수 총액한도가 회사의 전망에 비추어 과도하다는 점을 제시하지만, 어떠한 관점에서 과도한지에 대해서는 밝히지 않는다.¹⁸⁾

(2) 한국기업지배구조원의 경우

한국기업지배구조원의 보고서도 전체적으로 ISS의 보고서와 구성, 안전 분석의 수준이 대동소이하다. 추상적인 의결권 행사 가이드라인에 따라 작성된 자문보고서는, 안전에 따라 다소 차이가 있지만 다음과 같이 구성된다. 표지에는 분석 대상 주주총회와 의안분석보고서의 찬반 권고가 ‘CGS 의결권 행사 가이드라인’에 근거하여 이루어졌다는 점을 기술한다. 의안 및 권고안의 요약, 모든 보고서에는 회사에 대한 기본 정보(기업집단 여부, 주주구성, ESG 통합 등급), 재무에 관한 기본 정보(발행주식 총수, 시가, 자산, 부채, 매출액, 영업이익, 당기순이익, 배당총액, 주당순이익, 1주당 배당금), 각 안전별 찬반 권고 및 분석 내용을 담고 있다.

이사 선임 안전에 대해서는 해당 이사후보자의 배임죄 등 범죄 전과, 형사소추 사실 때문에 반대하고, 사외이사나 감사위원은 독립성이 없다거나 전문성의 부족을 이유로 제시한다.¹⁹⁾

이처럼 의결권 자문회사마다 보고서의 구성과 내용은 거의 유사하다.²⁰⁾ 미리 만든 안전 분석 틀(플랫폼)에 해당 회사의 기초 정보를 적용하여, 1차 자료 생성 후 내용을 추가하는 식으로 이루어진다. 정기주주총회 시즌에 검토하는 안전이 상당히 많기 때문에,²¹⁾ 시간 절약을 위하여 이러한 절차를 거치지만 그 과정에서 오류가 있을 수밖에 없고 심도 있는 분석을 하는 데 한계가 있다.

17) 예컨대 호텔신라의 모 감사위원 후보에 대한 반대 권고.

18) 예컨대 두산중공업의 이사 5인에 대한 150억 원의 보수총액 승인 안전에 대한 반대 권고.

19) 예컨대 효성의 사내이사 후보에 대한 반대 권고, CJ 헬로비전의 사외이사 후보에 대한 반대 권고.

20) 필자가 연구목적으로 입수한 ISS와 한국기업지배구조원의 보고서를 분석한 결과이다. 외국의 경우 Wünschmann(주 11), S.50.

21) 2016년 국내 정기주주총회 시즌에서 한국기업지배구조원은 340여 개의 주주총회를 커버하였고, 국내 최대 연기금에게 자문서비스를 제공하는 ISS는 연간 100개의 국내 주주총회를 커버한다.

3. 의결권 자문서비스를 필요로 하는 이유

(1) 기관투자자의 주식소유 양상

국내외에서 의결권 자문회사가 급성장하고 있는 이유는 우선 대규모 연기금 등 기관투자자의 다음과 같은 주식소유 양상의 변화에 기인한 자문 수요의 증가 때문이다.²²⁾

첫째, 국내외 기관투자자들의 주식소유 비중이 증가함에 따라 의결권 행사 건수가 증대되었다. OECD의 2011년 조사에 의하면 전 세계의 기관투자자들의 주식 및 채권 투자 비중은 과거 10년 대비 대폭 상승하고 있다.²³⁾ 2015년 현재 미국 상장회사에 대한 금융회사 등 기관투자자의 투자 비중은 70%를 상회하고 있고,²⁴⁾ 영국, 독일, 프랑스, 일본에서의 사정도 마찬가지이다.²⁵⁾

우리나라에서 의결권 자문회사의 잠재적 고객인 집합투자기구나 연기금 등 기관투자자와 외국인(개인과 법인 포함)의 최근 5년간 상장주식의 투자비중은 상당하다.²⁶⁾ ISS와 기업지배구조원으로부터 자문서비스를 받는 국민연금금은 2016년 3월말 기준 전체 자산 중에서 국내 주식에 97조 5천억 원을 투자하고 있는데, 국민연금이 5% 이상 보유한 회사는 2016년 1/4분기 말 기준으로 146개사(10% 이상은 32개사)이다.²⁷⁾ 이처럼 주식보유 비율이 높으면 의결권 행사 자체가 수급권자나 투자자

22) 이 문제는 최문희(주 8), 148면 이하에서 지적한 바 있다.

23) OECD, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, p.20 Figure 1.1; 미국, 영국, 프랑스, 호주, 독일, 일본을 조사하였다. 미국 기관투자자는 1965년에 미국 회사 주식의 16%를 소유하였지만, 2001년에는 61%를 소유하였고, 주식 소유 비중은 점차 증가하고 있다. Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.870.

24) *The Economist*, Oct. 24 2015, p.24. Bogle Financial Markets Research Center의 조사 통계.

25) 영국, 독일, 프랑스에 대해서는 Wunschmann(주 11), S.81f. 프랑스 회사의 의결권 중 90%는 기관투자자가 소유하고 있다. 프랑스와 일본에 관하여 Edouard Dubois, "Shareholders' General Meetings and The Role of Proxy Advisors in France and Japan", *Journal of International Studies*, 2012 Issue 4, Kyushu University, p.86.

26) 시가총액 기준으로 12.04~16.08%, 30.04~32.91%로 양자를 합치면 33~48%대에 이르고, 주식 수 기준으로 13% 내외이다. 유가증권 시장만 치면 기관투자자 17.08%, 외국인 35.23%로 코스닥 시장을 합친 수치보다 더 높다. 한국거래소 자본시장통계포털 통계간행물(<http://stats.krx.co.kr/>) 중 소유자별 주식소유 분포(2004, 2009-2013년)(단위: %). 기관투자자는 증권회사, 보험회사, 집합투자기구, 은행, 종금·저축은행, 기금공제회 지분을 합계한 것이다. 외국인(개인과 법인 합계) 지분은 2015년 10월말 시가총액 기준 29.77%, 주식 수 기준 12.3%이다.

27) 국민연금 기금운용본부(<http://fund.nps.or.kr/jspage/fund/mcs>).

에 대한 신인의무를 다하는 것이다. 실제로 국민연금의 의결권 행사 건수도 증가하였다.²⁸⁾

둘째, 연기금 등 기관투자자의 주식보유증대 외에도 분산투자의 확대와 국제적 주식소유에 따라 의결권을 행사할 회사가 많아지고, 특히 그 대상이 외국회사인 때에는 의결권을 행사하는 데 외국법과 외국의 사정에 대한 정보가 바탕이 되어야 하기 때문에 자문서비스가 필요해진다.²⁹⁾

이러한 주식소유 양상 때문에 기관투자자가 의결권을 행사하는 데 애로를 겪는다.³⁰⁾ 기관투자자는 여러 회사의 수많은 주주총회의 의안을 분석하기 위해서 시간, 역량, 비용이 필요하지만 스스로 의안을 분석할 인센티브가 부족하다면 직접 의결권을 행사하는 데 소극적일 수밖에 없다.³¹⁾ 매년 정기주주총회가 단기간에 집중되어 있고,³²⁾ 주주총회 의안이 점점 다양하고 복잡해진다는 점³³⁾은 이러한 문제를 심화시킨다. 따라서 기관투자자는 자신을 대신해서 의안을 분석할 의결권 자문회사를 필요로 한다. 의결권 자문서비스를 받는 것이 가장 적은 비용으로 효율적으로 의결권을 행사하는 방법이라는 입장도 있다.³⁴⁾

(2) 기관투자자의 의결권 행사와 관련된 법적 규제와 모범규준

기관투자자의 주식소유 양상의 변화에도 불구하고 과거 기관투자자의 소극적 태도³⁵⁾를 고려하면 자문서비스를 구매하면서까지 의결권을 행사해야 할 필요가 있는지 의문이 생길 수 있다. 그러나 각국마다 법적 의무이든 규제기관의 모범규준 또는 자율규제이든 규제 형식상 차이는 있지만, 기관투자자의 의결권 행사 자

²⁸⁾ 2010년의 2,153건에서 2015년에는 2,836건으로 증가하였다.

²⁹⁾ Wünschmann(주 11), S.87; 미국의 대규모 연기금은 5,000개 이상의 회사의 주식을 소유하고 있고, 영국의 연기금은 700개 이상의 영국 회사에 주식을 소유하고 있으며, 외국의 연기금들도 전 세계적으로 8,000개 이상의 회사에 투자하고 있다. Fleischer(주 2), S.2; ISS의 고객이 소유한 주식은 전 세계 시가총액의 절반을 차지한다는 보고도 있다. Paul Rose, “The Corporate Governance Industry”, 32 *J. CORP. L.* 103 (2007).

³⁰⁾ Fleischer(주 2), S.2.

³¹⁾ 기관투자자의 역할의 한계론에 대한 상세한 소개는 최문희(주 8), 139면 이하.

³²⁾ Fleischer(주 2), S.2.

³³⁾ Fleischer(주 2), S.2.

³⁴⁾ James F. Cotter/Alan R. Palmiter/Randall S. Thomas, “ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals”, 55 *Vill. L. Rev.* 56 (2010); Paul H. Edelman/Randall S. Thomas/Robert B. Thompson, “Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism”, 87 *Southern California L. Rev.* 1359, 1425 (2014).

³⁵⁾ 최문희(주 8), 140면 이하.

체에 관하여 규제가 가해지고 있다. 이러한 규제를 준수하기 위해서 기관투자자가 의결권 자문서비스를 필요로 한다.

1) 미국

미국에서 기관투자자는 정보를 바탕으로 의결권을 행사해야 하며, 의결권 행사 시 수익자의 최대 이익을 고려하여야 하고, 의결권 행사 정책에 관한 공시의무가 부과된다.³⁶⁾ 미국 투자회사법(Investment Companies Act)의 뮤추얼 펀드는 매년 그 의결권 행사에 관한 기록을 공시하여야 한다(SEC 2003년 Rule).³⁷⁾ 뮤추얼 펀드는 의결권을 고객의 최대 이익을 위하여 행사할 수 있도록 합리적으로 정한 의결권 행사 정책과 절차를 마련하여야 한다. 2003년 Rule의 도입 취지는 뮤추얼 펀드가 발행회사의 회사지배구조에 보다 적극적으로 관여하게 함으로써 궁극적으로는 펀드 투자자뿐만 아니라 모든 투자자의 이익을 제고하기 위한 것이었으나³⁸⁾ 공시의무를 부과하게 되자 의결권 자문서비스에 대한 수요가 증대되었다.³⁹⁾

2) EU

프랑스에서도 2005년 통화금융법(Code monétaire et financier) 개정에 따라 투자펀드회사의 의결권 행사에 관한 의무가 도입되었다. 투자펀드회사는 오로지 주주의 이익을 위해서 의결권을 행사할 의무가 있고,⁴⁰⁾ 이 의무의 상세 내용은 통화금융청(AMF; Autorité des Marchés Financiers)의 일반 규정(Règlement général)에 규정되는바, 의결권 행사 정책을 보고하여야 하고 의결권을 행사하지 않은 경우에는 그 이유를 주주들에게 설명하여야 한다.⁴¹⁾

영국에서는 법상의 의무 이외에 스튜어드십 코드(Stewardship Code)⁴²⁾라는 모범

³⁶⁾ 투자회사법(Investment Company Act)(17 CFR §270.30b1-4(Rule 30b1-4); 17 CFR §274.129) 과 투자자문업자법(Investment Advisors Act)(§17 CFR 275.206(4)-6)(Rule 206(4)-6). 미국의 사적 연기금에 대해서 29 CFR §2509.08-2.

³⁷⁾ SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies Voting Records By Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release No. 25922, 17 C.F.R. §239 (Jan. 31, 2003).

³⁸⁾ SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies Voting Records By Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release No. 25379, 17 C.F.R. §§239, 249, 274 (Sept. 20, 2002).

³⁹⁾ Belinfanti(주 7), p.392.

⁴⁰⁾ Article L. 533-22.

⁴¹⁾ 세부사항은 통화금융청의 일반규정 Art.314-101, Art.314-102.

기준에 의해서 기관투자자의 의결권행사가 규제된다. 2008년 이후 발생한 전 세계적 금융위기의 원인 중 하나로서 기관투자자가 회사지배구조에서 주주로서의 역할을 제대로 수행하지 못하였다는 점을 직시하고 스투어드십 코드를 마련하였다. 동 코드는 기관투자자가 발행회사에 대해 감시 역할을 하고 기관투자자의 수탁자의 책임을 다하여야 한다는 관점에서⁴³⁾ 기관투자자가 지켜야 할 원칙(principles)과 지침(guidelines)을 규정하고 있다. 기관투자자는 의결권 행사 및 그 정보공시에 대해 명확한 정책을 가져야 하고, 모든 보유주식에 대해 의결권을 행사하고, 의결권 행사 내용을 공시할 것을 정하고 있다(원칙 6과 그에 대한 세부지침). 여기서 기관투자자가 이러한 원칙을 준수하는 방향으로 의결권 자문서비스를 활용하는 것이다. 스투어드십 코드의 준수는 자율적으로 선택할 수 있지만, 준수하지 않는 경우에는 그 이유를 설명하고 준수 여부와 준수 방법을 공시하여야 하기 때문에(즉 ‘comply or explain’)⁴⁴⁾ 사실상 구속력이 있다.

3) 우리나라

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라고 함)상 집합투자 기구나 국민연금법상 국민연금 등 연기금이 각각 투자자나 연금 수급권자의 이익을 위해 행동해야 한다는 신인의무를 부담한다. 이러한 신인의무는 기관투자자가 의결권을 행사하는 데에도 적용된다. 집합투자업자 또는 투자회사 등은 선량한 관리자의 주의로 집합재산을 운용하고 투자자의 이익을 위해 해당 업무를 충실하게 수행할 의무(자본시장법도 제79조)에 따라 투자자의 이익을 위하여 의결권을 행사하여야 한다.⁴⁵⁾ 국가재정법상 기금관리주체도 기금 보유 주식의 의결권을 기금

42) UK Financial Reporting Council (FRC), UK Stewardship Code, 2010년 제정, 2012년 개정.

43) 영국에서는 2008년 이후 금융위기에 직면해 학자들과 규제기관 양쪽에서 발행회사에 대한 기관투자자의 참여(engagement)가 회사지배구조와 시장에 의한 규율에서 중요한 요소라고 인식되어 왔다. HM Treasury, David Walker Independent Review, A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, 2009, § 5.7 (U.K.)(소위 ‘Walker Review’); Christopher M. Bruner, “Corporate Governance Reform in a Time of Crisis”, 36 *J. Corp. L.* 309, 329 (2011); Christopher M. Bruner, “Conceptions of Corporate Purpose in Post-Crisis Financial Firms”, 36 *Seattle U. L. Rev.* 527, 552 (2013); John Kay, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report 9 (July 23, 2012).

44) Financial Conduct Authority (FCA), Conduct of Business Sourcebook 2.2.3R(Disclosure of Commitment to the Financial Reporting Council’s Stewardship Code).

45) 국민연금의 의결권 행사와 관련한 신인의무에 관해서 간략한 소개는 최문희, “공적연

의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사해야 하고(국가재정법 제64조), 국민연금기금 의결권 행사지침⁴⁶⁾(제3조)에 의해서도 기금은 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사하여야 한다.

의결권 행사에 관한 추상적 신인의무는 기관투자자의 의결권 행사 공시의무를 통해서 뒷받침된다.⁴⁷⁾ 국민연금은 연금 가입자 또는 수탁자에게 신인의무자의 지위에 있기 때문에 의결권 행사 지침에 따라 일정한 범위에서 의결권 행사 내역을 공시해야 한다(제10조 제1항). 이러한 법적 공시의무 이행을 위해서도 의결권 자문회사의 자문서비스를 필요로 한다. 자문서비스를 받아 의결권을 행사하는 것이 비용이 덜 들고 의무를 준수하였다는 하나의 징표가 되는 안전한 방법이기 때문이다.⁴⁸⁾

현재 집합투자기구나 국민연금 등 연기금은 지분비율이 일정한 규모에 달하는 경우에만 의결권 행사나 공시의무를 부담하지만, 금융위원회에서 검토 중인 ‘기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙(안)’⁴⁹⁾에 따르면 기관투자자 일반에 대하여 의결권 행사와 행사내역 공시를 원칙화(원칙 5)하고 있기 때문에 이 원칙(안)에 서명한 기관투자자는 의결권 자문서비스를 더욱 필요로 하게 된다.

(3) 기관투자자의 책임과 감독에 대한 예방적 조치

기관투자자가 의결권 행사와 관련하여 신인의무를 이행했는지 여부가 문제되는 경우에 대비해, 의결권 자문서비스를 받았다는 점을 신인의무 이행의 논거로 제시

기금의 의결권 행사 - 국민연금의 회사지배구조에서의 역할과 의결권 행사의 개선방안 -”, **상장**, Vol. 488(한국상장회사협의회, 2015. 8), 30면, 35면.

46) 2014년 국민연금기금 의결권 행사지침.

47) 김진식/정순섭, **자본시장법**, 제3판(두성사, 2013), 917면 이하. 자본시장법상 집합투자업자나 투자회사는 일정 비율이나 금액 이상을 보유하는 주식의 발행회사(의결권 공시 대상법인)에 대한 의결권 행사 여부 및 그 내용, 의결권 불행사의 경우 그 사유에 관한 기록을 유지해야 하고, 집합투자재산에 속하는 주식 중 주권상장법인이 발행한 주식에 대한 의결권 행사에 관한 사항을 공시해야 한다(자본시장법 제87조 제7항, 제8항, 제186조 제2항).

48) Choi/Fisch(주 2), p.296; Alexander Hellgardt/Andreas Hoyer, “Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte”, *ZGR* (2011), 38, 57ff.

49) 한국형 스톡허드십 코드 제정 T/F, 2015. 12. 당시 안. 공간자료로는 한국기업지배구조원/자본시장연구원, 스톡허드십 코드 도입 방안 공청회(2015. 12. 2), 54면 이하. 소개 문헌으로 안수현, “한국형 스톡허드십 코드인 ‘기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙(안)’”, **BFL**, 제77호(서울대학교 금융법센터, 2016. 5), 53면 이하.

할 수도 있다. 전문적 자문서비스를 받았다면 감독기관이나 펀드의 수익자, 연기금의 수급자가 기관투자자의 의결권 행사 방향에 대해 의문을 제기하기는 쉽지 않다는 입장도 있다.⁵⁰⁾ 이 때문에 의결권 자문서비스를 받아서 장래 손해배상책임을 추궁당할 위험과 감독기관으로부터 규제에 대비하여 보험을 구입한 것으로 파악하기도 한다.⁵¹⁾

(4) 주주행동주의와 기관투자자의 연합전술

근래에는 주주행동주의자(shareholder activist)들이 회사의 경영진의 행동이 마음에 들지 않으면 주식을 파는 것(이른바 ‘Wall Street Rule’)이 아니라 적극적으로 행동하는 경향이 있다. 지분이 많을수록 주식을 팔고 나가는 데 비용이 더 들고 팔더라도 절매해야 한다는 문제도 있다.⁵²⁾ 기관투자자들의 지분율이 높고 주식을 계속 보유하는 한 투자대상 회사의 지배구조개선 인센티브도 높아지고, 회사지배구조 개선을 위해서 적극적으로 의결권을 행사하게 된다.⁵³⁾

나아가 헤지펀드와 같은 주주행동주의자들은 의결권 자문회사를 통해서 제휴하여 경영진을 통제할 수도 있다. 의결권 자문회사는 동일 안전에 대해서 이해관계가 동일한 투자자들에게 동일한 권고를 한다. 따라서 기관투자자들이 의결권 행사 방향을 동일하게 하고 싶다면 만나서 협의할 필요 없이, 소위 늑대 전술(Wolf Pack tactic)에 의해 동일한 의결권 자문회사의 권고를 받는 것으로 제휴할 수 있다는 것이다.⁵⁴⁾

⁵⁰⁾ Fleischer(주 2), S.3.

⁵¹⁾ Choi/Fisch(주 2), p.296; Fleischer(주 2), S.3; Leo E. Strine, Jr., “The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face”, 30 *Del. J. Corp. L.* 673, 688 (2005); 김순석(주 8), 96면.

⁵²⁾ Bernard Black, “Shareholder Passivity Reexamined”, 89 *Mich. L. Rev.* 520, 522 (1990).

⁵³⁾ Klöhn/Schwarz(주 7), S.151.

⁵⁴⁾ 이 문제는 뒤에서 살펴보는 것처럼 기관투자자들의 지분공시의무와 관련된다. 과거 이사직을 놓고 다툰 13건의 위임장 경쟁에서 12건에서 경영진에 반대하는 측이 ISS의 지원을 받고 승리한 사례가 있다. 반대로 ISS의 지원을 받지 못한 사례에서는 승리하지 못한 바 있다. Thomas W. Briggs, “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism”, *J. of Corp. L.* (Summer 2007), p.698; Klöhn/Schwarz(주 7), S.151.

Ⅲ. 의결권 자문회사의 문제점

1. 서

의결권 자문회사는 기관투자자의 의결권 행사를 돕는다는 목적에서 출발하였지만 의결권 자문회사와 의결권 자문업무에 대해서는 여러 가지 문제점이 지적되고 있다. 독과점적 지위와 영향력 행사, 사기업에 의한 국제적 회사지배구조 규범의 창출, 대리문제와 이익상충의 문제, 부실자문의 문제, 소유 없이 지배하면서도 자문과 관련한 의무와 책임의 부재, 규제의 공백에 대한 비판이 그것이다.⁵⁵⁾

2. 독과점적 지위와 영향력

(1) 의결권 자문시장에서의 비중

1) 시장점유율

의결권 자문회사 중에서 미국계 회사들인 ISS 및 Glass Lewis (GL)가 세계 시장에서 차지하는 비중은 상당하다. 양사는 초기에 의결권 자문업을 개시하면서 손쉽게 시장을 확장하였고, 전 세계의 다른 의결권 자문회사를 인수하면서⁵⁶⁾ 미국뿐만 아니라⁵⁷⁾ 세계적으로 압도적 지위를 차지하고 있다. 영국, 호주, 독일, 일본의 자문회사와 제휴하고 있기 때문에 국제적 영향력이 적지 않다. ISS나 GL 이외에 자국

⁵⁵⁾ Stephen Choi/Jill E. Fisch/Marcel Kahan, “Director Elections and the Role of Proxy Advisors”, 82 *S. CAL. L. REV.* 649, 650 (2009); Fleischer(주 2), S.4; Klöhn/Schwarz(주 7), S.150f.; 최문희(주 8), 155면 이하; Tilmann Kuhla, *Regulierung institutioneller Stimmrechtberater*, Tectum Verlag (2014), S.66f.; Wünschmann(주 11), S.96f.

⁵⁶⁾ ISS는 2001년에 캐나다의 Fairvest Corporation과 당시 2대 자문회사였던 Proxy Monitor를 합병했고, 2005년에 호주와 뉴질랜드에서 활동하던 Proxy Australia, 유럽 지역을 근거지로 하는 벨기에 회사인 Deminor, 2009년에 Innovest Strategic Advisors (“Innovest”)와 KLD Research and Analytics, Inc. (“KLD”)를 인수하였다. GL도 2015년에 독일의 IVOX를 인수하였다.

⁵⁷⁾ 양사는 미국 시장에서 90% 이상의 점유율을 차지한다. 양사의 점유율이 97%에 이르는 보고로는 Examining the Market Power and Impact of Proxy Advisory Firms: Hearing Before the Subcomm. on Capital Mkts. & Gov’t Sponsored Enters. of the H. Comm. on Fin. Servs., 113th Cong. 2 (June 5, 2013)(<http://www.gpo.gov/>); Choi/Fisch/Kahan(주 55), p.650; Susanne Kalss, “Stimmrechtsberater ans Licht oder an die Kandare?”, *EuZW* (2014), 441; Wünschmann(주 11), S.120.

내 의결권 자문회사의 세계시장에서의 비중은 그다지 크지 않다.⁵⁸⁾

독일, 오스트리아, 프랑스, 영국 등 유럽지역과 다른 지역에서도 ISS와 GL, 그리고 자국 내 소수의 회사로 자문시장이 집중되어 있다.⁵⁹⁾ 우리나라 시장에서 활동하거나 우리나라 기관투자자들에 대해서는 ISS, 한국기업지배구조원과 서스틴베스트가 독과점하고 있다.

2) 관여하는 주주총회와 고객

의결권 자문회사의 고객 수, 관여하는 자본시장, 의안분석 대상 회사, 주주총회와 안건의 수도 상당한 규모이다. 이 규모는 자문업무의 질적 수준과도 관련된다. ISS는 2015년 11월 초 현재 전 세계 12개국에 17개 지점 등 사무소를 두고 115개 시장에서 활동하며 1,600개 사 이상의 기관투자자 고객이 있고, 매년 115개국의 38,000개 사의 의안분석 또는 의결권 관련 자문업무를 수행한다.⁶⁰⁾ ISS의 계약 상대방(주주)이 소유한 주식은 전 세계 시가총액의 절반을 차지하고 있다거나 이 정도 규모로 영향력을 행사한다는 보고도 있다.⁶¹⁾ GL은 100개 이상의 시장에서 18,000개 이상의 회사의 20,000개 이상의 주주총회를 커버하고 있다.⁶²⁾

(2) 의결권 자문시장의 독과점

ISS와 GL의 독과점적 지위⁶³⁾에 대해서는 우려를 표명하는 견해가 적지 않다. 더욱이 ISS는 줄곧 금융회사에 의해 지배받았기 때문에,⁶⁴⁾ 후술하는 바와 같이 다

⁵⁸⁾ Dubois(주 25), p.90.

⁵⁹⁾ Kalss(주 57), S.441.

⁶⁰⁾ 미국 GAO (U.S. Government Accountability Office)의 조사에 따르면 2007년 기준 ISS는 1,700 고객, GL은 300 고객을 갖고 있다. 매년 전 세계 100개국 이상에서 28,000개 이상의 상장회사에 대해 250,000개 이상의 주주총회 의안을 커버한다. 100대 뮤추얼 펀드 중 81개사, 25대 자산운용사 전부, 25대 공적 연기금 중 17개사가 고객이다. 통계는 다음 문헌을 간추린 것이다. Belinfanti(주 7), p.395(당시 ISS를 소유하고 있던 RiskMetrics사의 보고서에 의거); Dubois(주 25), p.83; Rose(주 29), p.103.

⁶¹⁾ Belinfanti(주 7), p.386; Dean Starkman, "A Proxy Adviser's Two Sides: Some Question Work of ISS for Companies It Scrutinizes", *Wash. Post* (Jan. 23, 2006), p.D1 (Dubois(주 25), p.83에서 재인용).

⁶²⁾ <http://www.glasslewis.com>.

⁶³⁾ Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.872; Holger Fleischer, "Zukunftsfragen der Corporate Governance", *ZGR* (2011), 155, 169; Schneider/Anzinger(주 7), S.95.

⁶⁴⁾ 2014. 4. 미국 뉴욕에 본점을 둔 Private Equity Firm인 Vestar Capital Partners에 인수되어 현재는 동사의 100% 자회사이다.

양한 이익상충의 문제가 발생한다.

자문시장의 독과점은 두 가지 문제를 야기한다. 독과점 때문에 ISS가 상당한 영향력을 행사할 수 있다는 점이다.⁶⁵⁾ 시장진입의 길이 열려있다면 이러한 문제는 완화될 수 있지만, 의결권 자문업무의 특성상 진입장벽이 존재하기 때문에 다른 조치가 없는 한 경쟁시장 구조로 변경되기는 쉽지 않다.

(3) 의결권 자문회사의 영향력

1) 영향력에 대한 입장

우리나라를 비롯한⁶⁶⁾ 여러 국가에서 의결권 자문시장이 집중되어 있다는 점에서 의결권 자문회사의 잠재적인 영향력이 크다고 볼 수 있다. 의결권 자문회사의 영향력은 그 고객인 기관투자자뿐만 아니라 발행회사에 대해서도 이루어진다. 현재 델라웨어주 대법원장인 Strine (Leo E. Strine, Jr.)의 비판은 ISS의 영향력에 대한 우려를 잘 보여준다. “영향력 있는 CEO들이 합병, 경영자 보수나 포이즌풀 도입과 같은 안건에 대해서 자신들의 의견을 ISS에 관철하고 설득하기 위해서 무릎을 꿇고 ISS를 찾아온다. 그 이유는 기관투자자들은 스스로 의안에 대해서 생각하기보다는 ISS의 자문을 따르기 때문이다.”⁶⁷⁾ ISS의 임원은 고객 중 20%는 ISS의 권고에 따라서 자동적으로 의결권을 행사한다고 밝힌 바도 있다.⁶⁸⁾

ISS가 영향력이 있다는 점은 EU,⁶⁹⁾ 독일,⁷⁰⁾ 미국,⁷¹⁾ 일본⁷²⁾ 등 국가를 막론하고

65) 예컨대 스톡옵션이나 임원의 보수 안건 등 새로운 제도의 도입에 관한 안건은 ISS의 찬성 지지 없이는 가결되지 못한 사례가 많다. Briggs(주 54), pp.692-693; Choi/Fisch(주 2), p.297.

66) 우리나라에 대해서 최문희(주 3), 39면.

67) Strine, Jr.(주 51), p.673.

68) Dean Starkman, “A Proxy Adviser’s Two Sides: Some Question Work of ISS for Companies It Scrutinizes”, *Wash. Post* (Jan. 23, 2006), p.D1 (Dubois(주 25), p.93에서 재인용).

69) European Commission, Green Paper – the EU Corporate Governance Framework, 2011; 네덜란드를 포함한 유럽 시장에 대해서 Verdam(주 7), p.3.

70) 독일 시장에 대해서는 Fleischer(주 2), S.4; Klöhn/Schwarz(주 7), S.149; Christoph F. Vaupel, “Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater”, *AG* (2011), 63f.

71) 미국 시장에 대해서는 Lucian A. Bebchuk/Assaf Hamdani, “The Elusive Quest for Global Governance Standards”, 157 *U. Pa. L. Rev.* 1263, 1274 (May, 2009); Belinfanti(주 7), p.386; Briggs(주 54), p.698; Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.881; 최근의 “say on pay” 의안에 대한 영향력이 상당하다는 실증연구로는, David F. Larcker, Allan L.

동의하는 견해가 많다. 기관투자자들은 오로지 ISS의 권고에 따를 것이라는 의견을 밝히기도 한다.⁷³⁾ 공적 연기금은 주로 투자자들의 주류적 흐름에 따라서 의결권을 행사하는 경향이 있는데,⁷⁴⁾ 특정 기관투자자의 의사를 따르는 투자자가 많다면 이 기관투자자에게 자문서비스를 제공하는 자문회사의 영향력이 클 수밖에 없다. 이 때문에 ISS의 지지 여부가 주주총회에서의 표대결에서 중요하고,⁷⁵⁾ 특히 중요한 안건을 다루는 주주총회를 목전에 두고 경영진 또는 이에 반대하는 주주행동주의자가 ISS에 로비를 하는 예도 적지 않다.⁷⁶⁾

영향력의 존재 자체에 대해서는 이견이 거의 없지만 이를 계량화하기는 어렵기 때문에 그 정도에 대해서는 입장이 갈린다. ISS의 영향력에 대해 비판적 견해가 지배적인 독일에서는 외국인 투자자들 중 80%가 ISS의 자문을 따른다는 입장도 있다.⁷⁷⁾ 영향력의 측정기준이 무엇인가에 따라 영향력에 대한 판단이 다르겠으나, 적어도 자문서비스를 받는 기관투자자들이 많고 ISS의 권고를 따르는 비율이 높을 수록 크다는 점은 부정할 수 없다.

2) 실증연구

가. 미국

의결권 자문회사의 영향력을 계량화하는 연구는 수년 전부터 이루어졌다. 기관 투자자가 ISS의 권고대로 의결권을 행사하는 비율을 13.6%로 보는 견해부터 40%에 이른다는 연구까지 다양한 입장이 있다.⁷⁸⁾ 영향력의 정도와 관련하여 무엇보다도 주목할 만한 연구는 스티븐 최(Stephen Choi) 교수 등의 실증연구이다.

McCal, Gaizka Ormazabal, “Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms”, 58 *Journal of Law & Economics* 173, 174 (February, 2015).

72) 일본 시장에 대해서 尾崎悠一, “機關投資家による議決權行使と議決權行使助言會社”, 岩原紳作・山下友信・神田秀樹(편집대표), **會社・金融・法[上卷]**(商事法務, 2013), 189-190면.

73) Chris Kettman, *A Shot Partners, Predicting and Impacting the Proxy Vote* (2005), p.3 [Briggs(주 54), p.693에서 재인용]; 최문희(주 8), 157면.

74) Klaus J. Hopt, “Europäisches Gesellschaftsrecht im Lichte des Aktionsplans der Europäischen Kommission vom Dezember 2012”, *ZGR* (2013), 165, 208.

75) Briggs(주 54), p.693.

76) Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.871.

77) Vaupel(주 70), S.64.

78) Briggs(주 54), p.692; Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.871.

최 교수는 이미 2003년에 ISS의 문제점에 대해 우려하고 비판하는 선구적 연구를 한 바 있다.⁷⁹⁾ 그러나 2010년 ISS, GL을 포함한 4대 의결권 자문회사를 표본으로 한 실증연구에서는 ISS의 영향력이 실제로 알려진 것보다 낮다고 결론지었다.⁸⁰⁾ ISS의 영향력을 각각 13.6%~20.6%, 19%라고 본 다른 학자들의 실증연구들⁸¹⁾에 대해서, 최 교수 등은 다음 두 가지 결점을 지적하고 ISS의 영향력을 6~13%로 보았다. 첫째, 선행연구들은 ISS에만 초점을 맞추고 다른 의결권 자문회사가 함께 작용한 효과를 간과하였다는 점이다. 둘째, 의결권 자문회사의 영향력의 의미를 엄밀하게 파악하지 않고, 상관관계(correlation)와 인과관계(causation)를 구분하지 않은 오류가 있다는 것이다. 이들은 의결권 자문회사의 권고와 주주총회 결의와의 상관관계는 증명했지만, 그 기초가 되는 요소들 - 기업의 성과, 이사의 기여도 등 - 중 주주의 의결권 행사에 영향을 미칠 수 있는 다른 요소들을 고려하지 않았다는 것이다. 최 교수 등은 이러한 인과관계를 고려하면 ISS의 영향력은 크지 않다고 결론지었다. ISS가 GL보다는 영향력이 높은 것처럼 보이는 이유도 실상 ISS가 고객이 중요하다고 여기는 요소에 근거해서 권고하는 경향 때문인데, 고객이 그 권고를 따르는 것처럼 보이는 것이라고 지적하였다.

최 교수 등은 뮤추얼 펀드들의 의결권 행사 행태에 관한 2013년의 실증연구에서도 많은 뮤추얼 펀드들이 무조건적으로 ISS의 권고를 따른다는 주장을 반박하고, 오히려 대규모 뮤추얼 펀드(예컨대 Vanguard, American Funds, Fidelity)들은 ISS보다는 발행회사의 경영진 제안에 찬성하는 비율이 높다고 보았다.⁸²⁾

폴 에델만(Paul H. Edelman) 등⁸³⁾은 2014년 연구에서 자문회사의 영향력 자체는 인정하였지만, 그 규모는 크지 않다고 보았다. 다른 연구들에서는 ISS 자문의 의결권 행사에 대한 상관관계는 15~30% 정도로 보기도 하고, 뮤추얼 펀드들이 경영진의 입장에 따르는 것보다 ISS의 권고에 따르는 비율이 높다고 보았다.⁸⁴⁾ 그러나 에델만 등은 이러한 상관관계가 있다고 해서 주주의 의결권 행사의 결과와 ISS의 권고

79) Choi/Fisch(주 2), p.269.

80) Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.871.

81) 이들 실증연구들에 대한 소개는 Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.878.

82) Stephen Choi/Jill Fisch/Marcel Kahan, "Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections", 3 *Harv. Bus. Law. Rev.* 36 (2013), p.67. 뮤추얼 펀드의 의결권 행사 행태에 초점을 맞추어 경선이 아닌 단독 후보 이사 선임 안건에 대해서 연구한 것이다.

83) Edelman/Thomas/Thompson(주 34), p.1399.

84) Cotter/Palmiter/Thomas(주 34), p.2.

사이에 인과관계가 있는 것은 아니라고 보았다.⁸⁵⁾ 의결권 자문서비스를 받는 기관 투자자들 중에는 독자적 의결권 행사 가이드라인을 갖고 있는데,⁸⁶⁾ ISS의 영향력이 큰 것처럼 보이는 것은 이러한 가이드라인에 맞추어 권고하기 때문인 것이지 실제로 영향력이 큰 것은 아니라는 것이다.

나. 기타 국가

미국 이외의 시장에 대한 실증연구는 별로 없지만, 프랑스에서 ISS의 영향력을 가늠할 수 있는 연구가 있다. 위임장 권유 및 회사지배구조에 관한 자문회사인 HQB Partners가 프랑스 주가지수 CAC 40 (Cotation Assistée en Continu)에 속한 40개 회사의 2010년, 2011년 주주총회 결과에 관한 연구이다. 이 연구에 따르면 ISS가 반대 의견을 낸 주주총회 안건에 대해 각각 평균 72.3%, 78.8%의 주주가 동의하였다.⁸⁷⁾ 이 연구도 최 교수 등의 연구처럼 투자자들이 점점 더 정교한 의결권 가이드라인을 갖고 있고 무조건적으로 ISS의 권고에 따르는 것은 아니라는 점을 인정하였다. 따라서 프랑스에서 ISS의 영향력이 크지 않다고 평가할 수 있다고 보았다. 그러나 합병 등과 같이 가중된 결의요건이 요구되는 사안에서는 ISS가 반대하는 경우 부결될 위험이 없지 않다고 보고 있다.

독일과 일본에서도 실증연구는 없지만, 독일 DAX지수에 편입된 상장회사의 외국인 투자자의 지분이 55%에 이르는데, 이들은 평균 80% ISS의 권고에 따라 의결권을 행사한다고 보고된 바 있다.⁸⁸⁾ 일본에서는 미국이나 유럽처럼 의결권 자문회사의 활용이 높지 않다.⁸⁹⁾ 그러나 점점 더 많은 회사들이 ISS의 의결권 행사 지침을 얻기 위해서 ISS를 찾고 있고, ISS도 일본 시장에서 자신들의 권고가 의안의 부결에 영향을 미칠 수 있음을 밝힌 바 있다.

다. 우리나라

공간된 실증연구는 없지만, 자산운용사의 의결권 행사 현황에 의하면 의결권 자문회사가 일정한 유형의 기관투자자에 영향을 미침을 추측할 수 있다. 예컨대 2015년 1월부터 3월까지의 정기주주총회에 대한 자산운용사, 은행·보험 등 기타

⁸⁵⁾ Edelman/Thomas/Thompson(주 34), p.1400.

⁸⁶⁾ Edelman/Thomas/Thompson(주 34), p.1401.

⁸⁷⁾ Dubois(주 25), pp.94-95.

⁸⁸⁾ Fleischer(주 2), S.3; Vaupel(주 70), S.64.

⁸⁹⁾ 尾崎悠一(주 72), 191면.

금융기관, 국민연금의 의결권 행사 결과에 의하면,⁹⁰⁾ 총 61개 자산운용사 중에서 의결권 자문서비스를 받는 트러스트 등 9개 운용사의 반대비율이 그렇지 않은 자산운용사보다 상당히 높다. 공시건수를 기준으로 하면 전자는 28.6%, 후자는 3.1%이고, 안건을 기준으로 하면 각각 6.9%, 1.1%이었다. 국민연금의 반대비율은 공시건수 기준으로 35.6%, 안건 기준으로 9.1%로 자산운용사보다 더 높게 나타났다.

반대비율이 상대적으로 높은 국민연금은 ISS와 기업지배구조원, 서스틴베스트의 자문서비스를 받고 있고, 반대비율이 높은 외국계 자산운용사들도 자문서비스를 받는다. 이 점은 자문회사의 반대 권고가 주주총회의 결과에 결정적 영향을 미치는 않더라도 반대표를 증가시키는 요인이라고 추측해 볼 수 있다.⁹¹⁾

(4) 검토

ISS를 비롯한 의결권 자문회사의 독과점적 지위 또는 시장의 집중에 대해서는 이견이 없고, 후술하는 것처럼 의결권 자문 업무의 특수성에 비추어 진입장벽도 존재하는 것처럼 보인다.⁹²⁾

독과점적 지위로 인한 의결권 자문회사의 영향력이 어느 정도인지에 관하여 일반적으로 공유하는 견해는 없다. 영향력을 어떻게 정의하는가에 대해서도 의견이 분분하고, 영향력을 측정하는 데 여러 가지 요소를 고려할 수밖에 없기 때문일 것이다. 기관투자자가 다른 요소의 영향은 받지 않고 특정 의결권 자문회사의 권고에 영향을 받아서 - 안건에 대한 독자적 판단은 하지 않고 - 의결권을 행사하고, 그 기관투자자의 의결권이 결의 결과에 절대적인 영향을 미쳤다면 의결권 자문회사가 주주총회에 영향력을 미쳤다는 점은 의문이 없을 것이다. 그러나 이러한 사례는 드물 것이다. 국민연금처럼 복수의 의결권 자문회사로부터 자문서비스를 받는데 우연히 같은 내용의 권고를 받았거나, 다른 기관투자자들의 의결권 행사와 함께 작용하여 결의 결과에 영향을 미쳤거나, 의결권 자문회사의 권고와 무관하게 내린 기관투자자의 의사결정이 우연히 권고와 같았을 수도 있다.⁹³⁾ 요컨대 기관투

90) 금융감독원, (보도자료) 자산운용사의 의결권 행사 점검 결과(2015. 7. 7).

91) 물론 반대의견을 낸 자산운용사들이 원래 다른 계열사 자산운용사보다 원래 독립성이 있기 때문에 반대의견 비율이 높다고 볼 수도 있다.

92) 실제로 ISS의 평균 계약 갱신률이 80~90%에 이른다는 점은 새로운 자문회사의 출현의 어려움을 반증하는 것처럼 보인다.

93) 예컨대 기관투자자의 안건에 대한 의사결정의 바탕이 된 회사지배구조 문제에 대한

자자가 의결권을 행사하는 데 영향을 미친 요소가 많으므로 영향력을 측정하기는 어렵다.⁹⁴⁾

그러나 정도의 차이는 있지만 의결권 자문회사의 권고가 기관투자자의 의결권 행사에 영향력을 미친다는 점은 부정할 수 없다. 문제는 자문회사의 영향력의 존재가 바람직한가이다. 이 점은 자문회사의 권고가 전체적으로 회사지배구조의 개선에 긍정적인 영향을 미치는지 여부, 자문서비스의 질적 수준을 포함한 자문회사에 대한 신뢰도, 자문에 수반될 수 있는 부정적 효과에 대비한 장치의 존재 여부를 종합적으로 고려해서 판단할 문제이다.

3. 국제적 연성 회사법 규범의 생성자

(1) 의결권 자문회사의 의결권 행사 가이드라인의 수준

의결권 자문회사의 영향력을 우려하는 비판 중에는 ISS와 같은 영리회사가 각국의 연성 회사법(soft law)을 만들고 사실상 회사지배구조의 규제자의 역할을 한다는 입장이 있다. 특히 독일과 프랑스에서는 ISS와 같은 미국계 회사가 유럽 시장의 외국인 투자자에 대해서 자문을 하면서, 미국법과 다른 내용의 법제의 적용을 받는 유럽 회사의 주주총회에 영향을 미친다는 점을 거세게 비판한다.

ISS는 자신의 의결권 행사 가이드라인에 따라서 의결권 권고를 하고, ISS의 100% 자회사인 ISS Corporate Solution (ICS)는 독자적으로 개발한 기업지배구조 지수에 따라 회사들의 지배구조등급도 매긴다.⁹⁵⁾ 회사지배구조등급과 의결권 자문의 기초가 된 의결권 행사 가이드라인 사이에는 연관성이 있기 때문에 각국의 주주총회 안건은 의결권 행사 가이드라인과 ISS/ICS가 정한 기업지배구조 지수와 부합하는지 여부도 중요하게 된다.⁹⁶⁾ 이 때문에 사실상 ISS가 국제적으로 자본시장

시각이 자문회사와 같을 수도 있다.

⁹⁴⁾ Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.881.

⁹⁵⁾ ISS는 Corporate Governance Quotient (CGQ)라는 이름으로 기업지배구조등급을 매겼으나, 자문서비스와 지배구조 서비스의 겸업 문제가 제기되자 ICS를 완전자회사 형태로 설립하여 지배구조 서비스를 분사하였다. 현재는 “ISS Governance QuickScore 3.0”이라는 이름으로 지배구조등급을 매긴다. QuickScore 3.0은 개별 기업의 지배구조 리스크를 네 가지 요소(이사회 의 구조, 임원의 보수, 주주의 권리, 감사 및 감독)로 나누고 각 요소마다 세부 요소를 두고 등급을 매긴다.

⁹⁶⁾ 한국기업지배구조원도 환경경영(E), 사회책임경영(S), 지배구조(G)의 세 가지 항목에 대하여 발행회사의 등급을 매기고 있는데 발행회사에 대한 주주총회 자문보고서에 등

의 회사법 규범의 제정자가 되고 있다고 비판된다.⁹⁷⁾

(2) 몇 가지 사례

의결권 자문회사의 가이드라인이 회사법의 기준을 초월하는 수준을 요구하는 사례는 적지 않다. 예컨대 일본의 토요타 자동차의 2015년 정기주주총회에서 ISS는 신형 종류주식(Class AA) 도입에 관한 정관변경 안건에 관한 분석보고서⁹⁸⁾에서, 신형 종류주식의 주주가 보통주처럼 의결권을 가지는 것은 불공평할 뿐만 아니라, 안정 주주가 늘어나면 경영자에 대한 견제가 잘 이루어지지 않을 것이라는 이유 등으로 반대 권고를 하였다. 그러나 문제의 신형 주식은 일본 회사법상 종류주식으로 발행할 수 있다.

ISS가 회사법을 부당하게 침식한다는 의심을 보여주는 예도 있다. 단층이사회 구조(one-tier board of directors)에서는 의사결정 권한이 집중된다. 이러한 이사회 구조를 취하는 프랑스에서는 이사회 의장과 CEO의 겸직이 허용되고,⁹⁹⁾ 양자의 겸직이 혼한 일임에도 불구하고, ISS는 양자를 겸직하는 후보의 이사선임 안에 대해서는 반대 권고를 한다.¹⁰⁰⁾

(3) 검토

의결권 자문회사의 권고가 영향력이 있다면 주주총회 안건의 가결을 바라는 회

급을 표기한다.

⁹⁷⁾ Belinfanti(주 7), pp.421-422; Rose(주 29), p.28; Fleischer(주 63), S.195; Schneider/Anzinger(주 7), S.89.

⁹⁸⁾ 2015. 6. 16.에 개최된 토요타 자동차 정기주주총회에 관한 안건분석보고서. 토요타 자동차가 발행을 예정한 신형 종류주식(Class AA)의 내용은 다음과 같다. 앞의 보고서 21면 이하. 이사회 승인 없이 양도 불가능한 주식으로서 의결권이 있고, 발행가는 보통주 발행가의 120%이며, 발행 후 5년 후에 보통주로 전환 또는 회사에 대해 매수 청구할 수 있다. 이익배당은 발행연도에 발행가격의 0.5%, 발행 후 매년 0.5%씩 증가한다. 발행 후 5년째부터는 배당이 발행가격의 2.5%로 고정된다. 종류주식의 발행 목적은 장기주주의 수를 증가시켜 그 재원으로 차세대 기술을 위한 연구 개발자금으로 유연하게 이용하기 위함이다. 즉 상환전환이익배당 종류주식이지만 일정기간 양도만 불가능한 주식이다. 동 안건에 대한 주주들의 입장은 갈리었고, ISS는 반대 권고, GL은 찬성 권고를 하였다. 동 안건은 주주 3분의 2 이상의 찬성을 얻어 가결되었다.

⁹⁹⁾ 김건식 외(역), **회사법의 해부**, 소화출판사(2014), 101면(최문희 역)[원서는 Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 2nd edition, Oxford University Press (2009)].

¹⁰⁰⁾ Dubois(주 25), p.94.

사들은 국내 회사법과 모범규준 이외에 사실상 의결권 자문회사의 가이드라인의 내용도 신경 쓸 수밖에 없다. 동 가이드라인이 국내 회사법의 내용과 유사한 수준이고, 의결권 자문회사가 회사법 준수 여부만 판단하는 것이라면, 의결권 자문회사가 회사법 규범의 제정자라는 말은 옳지 않을 것이다.

그러나 의결권 자문회사의 가이드라인은 실정법의 내용보다 높은 수준을 요구한다. 한국기업지배구조원의 의결권 행사 가이드라인은 “법률이 규정하는 최소한의 기준을 충족하는 의안에 대해서도 찬성과 반대의 판단”을 함을 명시하므로, 법규정 준수 여부와 상관 없이 안전에 대한 당부를 판단하고, 법적 기준을 충족하는 의안에 대해서도 반대 권고의 가능성이 있다.¹⁰¹⁾ ISS나 GL은 각국마다 의결권 가이드라인을 마련하고 있지만, 기본적인 철학은 미국 회사법을 바탕으로 여러 국가에 두루 적용되는 사항을 적고 있다.¹⁰²⁾

이처럼 외국 회사지배구조에 대해서 의결권 자문회사의 간섭이 옳은지는 의문이 있다. ISS가 법률을 초월하는 기준의 충족을 요구하고, 각국의 회사지배구조에 관한 모범규준을 보충하기까지 하는 것은¹⁰³⁾ 타당하지 않다. 각국마다 회사법의 내용, 회사법의 바탕이 된 주식소유 구조 등 회사법의 근간을 이루는 제도와 문화가 다르다. 특정 국가에 적용되는 회사법 규범이 다른 국가의 현실에는 맞지 않고(예컨대 독일의 근로자의 공동결정제도), 이사회 구조, 자본금 제도, 배당 등 재무에 관한 규정, 합병 등 회사 조직변경, 특히 소수주주와 종업원 보호에 관한 규정¹⁰⁴⁾이 모든 국가에 동일하지 않다. 국제적 회사법의 수렴에도 한계가 있는 것이다. 이 때문에 사적 회사가 “모든 국가의 의결권 행사 자문에 두루 적용되는(one vote recommendation fits all)”¹⁰⁵⁾ 바와 같은, 지나치게 엄격하거나 상이한 회사지배구조 기준과 의결권 행사 가이드라인에 의거해 권고하는 것은 타당하지 않다.

101) 한국기업지배구조원, CGS 의결권 행사 가이드라인(2014. 2), iii [규정범위].

102) 이사회 구성에 관하여 사외이사의 독립성에 관한 기준이 그러하다. 일본에 적용되는 가이드라인을 소개한 上野直子(주 14), 26면.

103) Schneider/Anzinger(주 7), S.89f.에서는 ISS가 정한 지침이 독일회사기업지배기준(Deutsche Corporate Governance Kodex; DCGK)같이 법률을 보충하는 권고로 아주 중요하게 되어버렸다고 비판한다.

104) 대표적으로 소수주주 보호와 종업원 보호에 관하여 각국 회사법 규범은 차이가 있다. 상세는 김진식 외(역)(주 99), 175면, 182면(박준 역).

105) Dubois(주 25), p.96; Fleischer(주 2), S.171; Schneider/Anzinger(주 7), S.89.

4. 대리비용과 이익상충

(1) 의결권 자문회사와 대리비용

의결권 자문회사는 기관투자자로부터 자문 수수료를 받고 주주총회 안건에 관하여 찬반 권고를 하는데, 기관투자자는 그 권고가 자신의 이익을 위한 것인지 판단하기는 쉽지 않다. 기관투자자가 이러한 판단을 할 수 있다면 구태여 자문회사에게 자문서비스를 맡기지 않았을 것이기 때문이다. 이러한 상황에서 기관투자자와 의결권 자문회사 사이에는 대리비용의 문제가 발생한다.¹⁰⁶⁾

(2) 의결권 자문회사와 이익상충

1) 겸업을 영위하는 경우

의결권 자문회사의 겸업 영위는 이익상충을 발생시키는 중요한 원인이다.¹⁰⁷⁾ ISS의 100% 자회사인 ICS는 발행회사에 기업지배구조 자문서비스를 제공하고, 한국 기업지배구조원도 지배구조등급 서비스와 의결권 자문서비스를 비록 팀은 구분되어 있지만 동일 기관 내에서 수행한다.

발행회사의 주주총회와 관련해 기관투자자에게 의결권 자문서비스를 제공하는 자문회사가 동시에 발행회사의 지배구조 관련 서비스를 제공하면, 동 회사의 주주총회 안건에 관하여 발행회사 경영진이 희망하는 방향으로 권고를 할 가능성이 있다.¹⁰⁸⁾ 발행회사의 경영진의 입장과 반대 방향으로 권고하는 경우에는 기업지배구조개선 서비스의 판매가 어려워질 수 있기 때문이다.¹⁰⁹⁾ 이 때문에 양자의 겸업 수행은 이익상충 문제를 야기할 수 있다.

2) 의결권 자문회사 및 그 지배회사와 기관투자자가 사업관계가 있는 경우

의결권 자문회사가 자신 또는 모회사와 의결권 자문을 받는 기관투자자와의 사업관계를 유지하기 위하여 의결권 권고를 하는 경우에도 이익상충이 발생한다. 예컨대 사업관계가 있는 기관투자자가 제안한 주주제안에 대해서 다른 기관투자자

¹⁰⁶⁾ Belinfanti(주 7), p.403; Verdam(주 7), p.20.

¹⁰⁷⁾ Fleischer(주 63), S.171; OECD(주 23), p.61.

¹⁰⁸⁾ Fleischer(주 2), S.4; Klöhn/Schwarz(주 7), S.152f; Schneider/Anzinger(주 7), S.91.

¹⁰⁹⁾ Choi/Fisch(주 2), p.298.

에게 찬성 권고를 할 수 있기 때문이다. ISS, GL을 소유하는 회사가 금융회사이기 때문에¹¹⁰⁾ 이러한 상황은 드물지 않게 발생할 수 있다. 금융회사가 다양한 고객에게 다양한 업무를 제공하는 경우에는 이익상충이 발생할 가능성이 높다.

3) 의결권 자문회사나 그 소속 임직원 또는 지배회사가 발행회사의 주주인 경우

의결권 자문회사나 자문 담당 임직원 또는 그 지배회사가 발행회사의 주식을 소유한 경우에도 이익상충이 발생한다. 주주총회 안건이 - 전체 주주에게는 이익이 되는 경우이더라도 - 자신에게 불리할 때에는 반대 권고를 하려는 유인이 있기 때문이다.¹¹¹⁾ 따라서 의결권 권고가 고객인 기관투자자의 이익을 위해서가 아니라 의결권 자문회사나 그 지배회사 또는 그 임직원의 이익을 위해서 이루어질 우려가 있다.¹¹²⁾

ISS처럼 의결권 자문회사가 발행회사와 많은 거래관계를 유지하는 금융회사에 의해 지배되는 경우, 의결권 권고가 그 의결권 자문회사의 지배회사나 임직원의 이익을 위해서 이루어질 수 있다. 이 때문에 국내에서 증권회사 또는 그 소속 연구기관에 의한 의결권 자문업 영위의 당부는 깊이 숙고할 필요가 있다.

4) 고객이 복수인 경우

합병사례처럼 합병비율이 어느 한쪽 회사에 불리한 경우에, 의결권 자문회사가 어느 쪽으로 권고하든 간에 이익상충이 발생할 가능성이 있다. 합병비율의 불공정에 의해 이익을 입는 회사(A)의 주주에 대해서는 찬성 권고를 하고, 불이익을 입

¹¹⁰⁾ ISS의 모회사는 Private Equity Firm인 Vestar Capital Partners이다. GL은 Ontario Teachers' Pension Plan Board ("OTPP")와 Alberta Investment Management Corp. ("AIMCo")에 의해 공동소유하고 있다. 전자가 100% 소유하고 있다가 2013년 8월 20%를 후자에게 팔았다. 전자의 웹사이트(<http://www.otpp.com/news/article/-/article/697097>). 우리나라의 서스틴베스트도 마찬가지이다. 다만 한국기업지배구조원은 한국거래소, 금융투자협회, 상장회사협의회, 코스닥협회가 사원인 비영리사단법인이므로 보통의 영리 금융회사와는 다른 특징이 있다.

¹¹¹⁾ ISS는 이사회가 독립된 주주에 대한 자문회사를 고용하는 안에 대해서는 반대하라는 자문을 한 바 있다. Choi/Fisch(주 2), p.297.

¹¹²⁾ 2002년 휴렛 팩커드와 킴팩 합병 사례(상세는 뒤의 주 185와 그 본문 참조)에서 ISS는 휴렛 팩커드 주주에 대해 찬성 권고를 했는데, 다음과 같은 이익상충의 문제가 있었다. SEC에 제출된 자료에 의하면 당시 ISS 지분 중 상당비율을 벤처캐피털 회사인 Warburg Pincus가 소유하고 있었고, 동사의 파트너가 ISS의 이사로 재직 중이었다. Warburg Pincus는 동시에 휴렛 팩커드와 많은 사업상 관계를 맺고 있었으며, ISS의 직원이 휴렛 팩커드의 주식을 소유하고 있었다. Choi/Fisch(주 2), p.297.

는 회사(B)의 주주에 대해서는 반대 권고를 해야 하는가? B회사 주주에 대해서 찬성 권고를 할 수 없을 것이다. A회사와의 합병에 의해 시너지 효과가 발생할 수 있기 때문에 B회사 주주에게도 찬성 권고를 할 수 있다는 입장도 있겠으나, 합병조건 결정 당시를 기준으로 한다면 이러한 입장은 타당하지 못하다.

A회사 주주에 대해서는 찬성 권고를 했지만, B회사 주주에게 반대 권고를 한 것이 A회사의 주주인 고객에 대한 의무 위반에 해당한다는 주장도 있을 수 있다. B회사 주주에 대해 반대 권고를 하였고 이 권고가 부결에 영향을 미쳤다면 A회사도 합병을 할 수 없기 때문에, B회사 주주에 대한 반대 권고가 A회사 주주의 이익에 반하는 것으로서 고객에 대한 의무위반에 해당한다는 것이다.

삼성물산과 제일모직의 합병에서 국민연금처럼 합병 당사회사에 모두 지분을 가진 보유한 기관투자자에 대해서는 어떠한 권고를 해야 하는지 문제이다. ISS는 국민 연금에 대해서 삼성물산 주주총회에서는 반대 권고, 제일모직 주주총회에서는 찬성 권고를 한 바 있다. 합병에서는 개별 회사를 기준으로 찬반 권고를 해야 한다는 입장이 있겠으나, 합병 당사 회사의 주식을 모두 보유한 고객에 대해서는 개별 주주총회를 기준으로 분석한 권고 이외에 합병에 따른 시너지 효과를 고려한 분석도 제공하여야 한다는 주장도 있을 것이다. 그러나 실제로 개별 발행회사를 기준으로 자문보고서가 작성되는 상황에서 따로 요구가 없는 한 자문회사가 합병으로 인한 시너지 효과를 고려하여 양사의 주주들에 대해 종합적인 자문을 하기를 기대하기는 어렵다.

5. 의결권 자문의 질과 정확성에 대한 의문

의결권 자문업무의 품질과 부정확성도¹¹³⁾도 문제이다. 자문보고서 작성의 기초가 된 정보와 자문보고서의 오류는 국내 기관투자자들도 지적하고 있고, 외국에서도 이러한 사례가 발견된다.¹¹⁴⁾ 의결권 자문보고서의 오류는 다음 사실에 기인한다.

113) Center On Executive Compensation, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo – The Case for Greater Accountability and Oversight (2011), p.55; Dubois (주 25), 72면; Fleischer(주 2), S.4; Vaupel(주 70), S.63; Verdam(주 7), p.8.

114) 모 국내 기관투자자의 미공개자료에 의거한 것이다. 미국에서 오류 사례에 대한 보고는 Examining the Market Power and Impact of Proxy Advisory Firms: Hearing Before the Subcomm. on Capital Mkts. & Gov't Sponsored Enters. of the H. Comm. on Fin. Servs., 113th Cong. 2 (June 5, 2013) (<http://www.gpo.gov/>), p.10. 의결권 자문 회사에 대한 규제 반대론에서도 의결권 자문회사의 자문에 오류가 있다고 인정한다. George W. Dent, Jr., “A Defense of Prozy Advisors”, 2014 *Mich. St. L. Rev.* 1287,

첫째, 의결권 자문회사마다 차이가 있으나, 수많은 주주총회의 안전을 다루는 의결권 자문회사가 안전 분석을 위한 인적 자원이 부족하고, 더구나 주주총회가 단기간에 집중되어 있기 때문에 짧은 시간에 많은 의안을 분석해야 하기 때문이다.

둘째, 안전 분석을 위한 인적 자원의 자질과 역량의 문제이다. 의결권 권고는 정기주주총회 시즌에 집중되어 있는데, 이 때문에 회사법에 숙련되지 못한 인력이 안전 분석을 담당하는 문제도 있다.¹¹⁵⁾

셋째, 권고가 기계적이고 도식적으로 이루어진다는 문제이다. 자문보고서 작성 시 발행회사의 구체적 사정에 대한 충분한 조사나 특수성에 대한 고려 없이 의결권 행사 가이드라인에 따라서 도식적으로 권고가 이루어진다. 실제로 한국기업지배구조원이나 ISS의 의안 분석은 미리 만든 분석 틀(플랫폼)에 해당 회사의 안전을 입력하여 기초 분석을 하는 식으로 이루어진다. 양사 모두 정기주주총회에서 커버하는 안전이 상당히 많기 때문에,¹¹⁶⁾ 시간 절약을 위하여 이러한 절차를 거치지만, 그 과정에서 오류가 있을 수밖에 없다.

넷째, 외국 의결권 자문회사인 ISS가 만든 의결권 행사가이드라인은 수많은 국가의 회사지배구조의 문제를 충분히 구체적으로 고려한 것이 아니기 때문에 어느 국가에는 타당하지 않은 면이 있다.¹¹⁷⁾

6. 의결권 권고에 관한 투명성 부족

기관투자자를 비롯한 자본시장의 주체들이 의결권 자문회사의 보고서 작성 절차

1313 (2014).

- ¹¹⁵⁾ Belinfanti(주 7), p.402. 심지어 ISS가 지배구조에서 당시 유행하는 흐름과 기호에 따라서, 자문을 할 뿐이고 좋은 기업지배구조에 대한 인식이 없다는 비판도 있다. 예컨대 시차임 기제와 경영권 방어에 대한 입장은 극단적이고, 경영권 방어가 주가에 미치는 영향에 관한 한쪽의 연구만 신뢰하고, 보다 장기적 관점에서 경영권 방어가 주가를 상승시키는 점을 무시한다고 비판한다. Lynn A. Stout, “Why Should ISS Be The New Master Of The Corporate Governance Universe?”, *CORPORATE GOVERNANCE* (Dow Jones Financial Information Services, New York, N.Y.)(Jan. 4, 2006), pp.14-15 (Belinfanti(주 7), pp.402-403에서 재인용)
- ¹¹⁶⁾ 2016년 정기주주총회 시즌에서 한국기업지배구조원은 340여 개의 주주총회를 커버하였고, 국내 최대 연기금을 고객을 갖고 있는 ISS도 연간 100개의 국내 주주총회를 커버한다.
- ¹¹⁷⁾ Gregor Bachmann, “Der „Europäische Corporate Governance-Rahmen“ – Zum Grünbuch 2011 der Europäischen Kommission –”, *WM* (2011), 1301, 1307; Fleischer(주 63), S.171; Schneider/Anzinger(주 7), S.89ff; Klöhn/Schwarz(주 7), S.153; 최문희(주 8), 158면.

에 관하여 아무런 정보를 갖고 있지 않다는 문제이다.¹¹⁸⁾ 이에 대해서 의결권 행사 자문의 근거가 된 의결권 가이드라인이 매년 공포된다는 반론도 있지만,¹¹⁹⁾ 가이드라인을 통해서 권고 절차와 방법론을 평가하기란 쉽지 않고 심지어 자문보고서를 살펴보아도 그러하다.¹²⁰⁾ ISS의 자문보고서의 안전 분석에서는 “과도한”, “문제점이 있는”, 또는 “상당한” 등과 같이 막연한 단어를 쓰고 있을 뿐이고 분석이 정치하지 않다. 의결권 자문회사의 구체적인 의사결정 절차는 알려져 있지 않기 때문에 시장에 의한 감독도 효과적일 수 없다.¹²¹⁾

7. 소유 없는 지배, 책임의 부재, 규제의 공백

(1) 소유 없는 지배

의결권 자문회사의 권고가 기관투자자의 의결권 행사에 영향을 미치게 되므로, 의결권 자문회사는 소유 없이 발행회사를 지배하는 문제가 생긴다.¹²²⁾ 주주의는 달리 자본의 투입 없이 주주로서의 위험을 부담하지도 않으면서 의결권을 행사하는 셈이 된다.¹²³⁾ 위험 부담 없이 의결권을 행사하는 경우에 발생하는 “empty voting”의 문제가 발생한다.¹²⁴⁾

(2) 책임과 규제의 부재

의결권 자문회사는 의결권 권고를 통해서 발행회사에 영향을 미치면서도 양자 사이에 직접적으로 아무런 계약관계가 없기 때문에, 발행회사의 경영자와 달리 발행회사에 대해 신인의무를 부담하지 않는다.¹²⁵⁾ 또한 그 고객인 기관투자자와 단

¹¹⁸⁾ Belinfanti(주 7), p.419; Klöhn/Schwarz(주 7), S.153.

¹¹⁹⁾ Dent, Jr.(주 114), p.1310.

¹²⁰⁾ 최근에 ISS는 자문서비스를 제공한 자문보고서 샘플을 웹사이트상에 공개하고 있어서 자문의 내용을 일부 확인할 수 있다. 필자가 기관투자자로부터 연구목적으로 입수한 자문보고서도 샘플보고서와 다르지 않다.

¹²¹⁾ Belinfanti(주 7), p.421.

¹²²⁾ Belinfanti(주 7), p.422; Fleischer(주 63), S.171f; Leo E. Strine, Jr., “Toward A True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk’s Solution For Improving Corporate America”, 119 *Harv. L. Rev.* 1759, 1765 (2006).

¹²³⁾ Choi/Fisch/Kahan(주 7), p.872; 그리고 Choi/Fisch/Kahan(주 57), p.650.

¹²⁴⁾ Fleischer(주 2), S.4.

¹²⁵⁾ Strine, Jr.(주 122), p.1765.

순히 자문계약을 체결한 데 지나지 않기 때문에, 기관투자자에 대해서도 신인의무를 부담한다고 보기는 어렵다.¹²⁶⁾ 따라서 기관투자자가 권고에 따라 의결권을 행사한 결과 회사나 전체주주에 불이익한 것으로 입증되더라도¹²⁷⁾ 책임을 부담하지 않는다. 이처럼 사실상 발행회사의 의사결정에 영향을 미침에도 불구하고 감독이나 규제를 받지 않는다는 문제가 있다.¹²⁸⁾

8. 소결

의결권 자문회사의 문제점이 있지만, 의결권 자문회사에 대한 평가는 자문서비스의 순기능과 역기능을 모두 고려하여 이루어져야 한다. 의결권 자문회사는 기관투자자의 의결권 행사를 돕고 이를 통해서 회사가치의 극대화에 이바지하는 순기능이 있다. 우리나라에서 국민연금이나 기관투자자 등이 합병 등 중요한 사안에서 제대로 기능을 못한다는 측면에서 의결권 자문회사의 기업지배구조 개선 역할을 기대하는 입장도 있다. 앞에서 설명한 여러 가지 문제점을 억제하면서 의결권 자문회사의 순기능을 유지하는 방향으로 문제를 접근할 필요가 있다.

IV. 의결권 자문회사에 대한 규제방안

1. 규제의 개관

의결권 자문회사의 문제가 크지 않거나, 설령 문제가 있더라도 시장의 힘에 의해 자연스럽게 규제할 수 있다는 입론도 가능하다.¹²⁹⁾ 규제를 가하는 경우 오히려 역효과가 발생하기 때문에 규제에 소극적인 입장도 있을 것이다.

그러나 규제의 구체적 방향에 대해서는 이견이 있지만, 의결권 자문회사의 발행회사 및 기관투자자에 대한 영향, 그리고 궁극적으로 자본시장에 미치는 영향을 고려할 때 규제의 필요성에 대해서는 공감하고 있다.

규제방안은 크게 규제수단을 기준으로 자율규제와 공적규제, 규제 대상이 누구

126) 의결권 행사 방향에 대해 자문보고서를 작성하여 조언을 하는 업무이므로 신인의무자의 지위를 인정하기는 어렵다.

127) 물론 후술하는 것처럼 이러한 입증도 매우 어렵다.

128) Fleischer(주 2), S.4; Schneider/Anzinger(주 7), S.89.

129) 박준 외(주 4), 77면(김건식 발언)은 시장에 의한 통제 가능성을 언급한다.

인가에 따라서 의결권 자문회사에 대한 직접 규제와 의결권 자문회사의 자문을 받는 연기금 등 기관투자자와 시장을 통한 간접규제를 생각해 볼 수 있다. 의결권 자문서비스를 이용하는 연기금 등 기관투자자의 의결권 자문회사의 선정과 통제, 자문보고서에 대한 검토, 의결권 자문회사 활용에 관한 공시 등 기관투자자에 대한 간접규제는 필자의 선행 연구를 참조하기로 하고,¹³⁰⁾ 이 글에서는 III.에서 살펴본 문제점별로 그에 대응한 직접규제만 살펴본다. 문제점에 대해 제시된 규제 방안들을 소개하고 우리나라에서 바람직한 규제방안을 모색한다.

2. 독과점과 영향력 행사의 문제와 그 대책

(1) 독과점의 문제

우리나라에서는 아직 의결권 행사 자문시장이 활성화 되어 있지 않고, 독과점 문제는 본격적으로 표출되지 않았다. 그러나 외국인 투자자의 비중이 적지 않고, 외국계 자산운용사들이 ISS와 같은 외국 의결권 자문회사의 자문을 받고 있다. 점차 ISS와 자문계약을 체결하는 회사도 늘어날 것으로 전망된다. 그 경우 독일 등 유럽에서 제기되는 문제가 두드러질 수 있다.

극소수 의결권 자문회사만 활동하고 있다면 독과점의 폐단이 발생할 수 있지만, 현재 의결권 자문시장은 다음과 같은 이유 때문에 사실상 새로운 의결권 자문업체의 출현을 제약하는 요소가 적지 않다.¹³¹⁾ 첫째, 시장 진입을 위한 비용이 소요되기 때문이다. 다수 국가의 시장의 수많은 회사의 주주총회 의안분석을 위해서는 각국의 회사법, 시장 여건, 회사에 대한 정보 수집과 분석을 위한 비용이 든다.¹³²⁾

둘째, 규모에 대한 수확체증(increasing returns to scale)으로 인하여 시장 진입이 제한될 수 있다.¹³³⁾ 의결권 자문업에서는 자문서비스의 추가생산에 드는 비용, 즉 한계비용(marginal cost)이 감소하는 ‘수확체증의 법칙’이 작용할 수 있다.¹³⁴⁾ 따라

¹³⁰⁾ 최문희(주 3), 43면 이하, 특히 45면 이하.

¹³¹⁾ Klöhn/Schwarz(주 7), S.150; Philip Schwarz, *Institutionelle Stimmrechtsberatung*, Duncker & Humblot (2013), S.222f.; Wünschmann(주 11), S.120f.

¹³²⁾ Klöhn/Schwarz(주 7), S.150.

¹³³⁾ Klöhn/Schwarz(주 7), S.150.

¹³⁴⁾ 자문회사는 어느 주주총회에 관하여 한 번 생산한 동일한 정보를 많은 고객에게 그대로 또는 다소 수정하여 제공하기 때문에 추가 고객에 대한 서비스 제공의 한계비용이 영(0)이 되기 때문이다.

서 다른 자문회사가 등장하더라도 기존에 독점적 지위를 누리던 자문회사는 보다 낮은 비용으로 자문서비스를 제공할 수 있기 때문에 진입 장벽이 있다.

셋째, ISS와 같은 세계 최대 의결권 자문회사는 경제학에서 말하는 퍼스트무버(first mover), 즉 선도기업의 이점¹³⁵⁾을 누리고 있다. 선도기업은 네트워크 효과(network effect)¹³⁶⁾와 전환비용(switching cost)¹³⁷⁾의 이점을 누린다. 네트워크 효과를 의결권 자문서비스에 적용해 보자. 많은 기관투자자들이 ISS 같은 선도기업으로부터 서비스를 제공받기 때문에 다른 기관투자자들도 ISS의 권고의 질을 신뢰하고 따르게 되고, 특정 의결권 자문회사로터 서비스를 받는 회사가 많을수록 다른 기관투자자들도 동일한 자문회사를 찾게 된다.¹³⁸⁾ 만일 기관투자자가 자문회사를 변경하려면 새로운 자문회사의 선정에서부터 권고의 평가, 기존 자문회사와의 비교, 새로운 자문회사의 절차 및 가이드라인에 익숙해져야 한다.¹³⁹⁾ 합리적인 투자자라면 이러한 전환비용을 무릅쓰면서까지 신규 자문회사를 찾지는 않을 것이다.¹⁴⁰⁾

우리나라 주주총회에 대한 자문서비스를 제공하는 회사로는 ISS 이외에 국내 자생의 자문회사가 존재하나, 외국인 기관투자자들은 ISS의 자문서비스를 선호할 가능성이 높다.¹⁴¹⁾ 앞에서 설명한 문제가 생길 수 있다. 독과점의 문제에 대해서는 경쟁업체의 신설이나 육성으로 대처해야 한다는 입장도 있을 수 있다. 그러나 현재 국내 자문회사가 받는 자문수수료 수준을 고려할 때 새로운 자문회사의 신설이 옳은지는 신중하게 검토해야 한다.¹⁴²⁾ ISS 등 외국 의결권 자문회사가 야기하는 문제에 대처하기 위해서는 우리나라 회사법에 대한 정확한 이해를 바탕으로 한 국내 자문회사가 그 역할을 키우고 성장할 수 있는 인프라가 전제되어야 한다.

¹³⁵⁾ Marvin B. Liebermann, "Did First-Mover Advantage Survive the Dot-com Crash?", Dec. 2007, 8 (http://www.anderson.ucla.edu/faculty/marvin.lieberman/docs/Lieberman_IFMA.pdf)에서 접근 가능).

¹³⁶⁾ 네트워크 효과란 어느 재화나 용역에 대한 수요는 다른 수요자의 수를 늘린다는 것이다. 컴퓨터 자판의 "QWERTY" 배열이 표준이 되고 있다는 것이 하나의 예이다.

¹³⁷⁾ 전환비용이란 소비자가 종래 사용하던 상품을 다른 것으로 전환하는 데 소요되는 물리적·심리적 비용이다. 소비자는 전환비용 때문에 상품을 바꾸려고 하지 않기 때문에, 퍼스트무버가 이점을 누린다. Liebermann(주 135), p.7.

¹³⁸⁾ Strine, Jr.(주 51), p.688.

¹³⁹⁾ Klöhn/Schwarz(주 7), S.151.

¹⁴⁰⁾ Belinfanti(주 7), p.413.

¹⁴¹⁾ ISS의 임원은 국내 시장에서 한국기업지배구조원과 같은 자생 의결권 자문기관의 존재에 대해서 의문을 제기하기도 한다.

¹⁴²⁾ 현재 국내 모 의결권 자문회사는 주주총회 당 10만 원 정도의 자문수수료를 받는다.

한편 최근 우리나라에서 한국판 스투어드십 코드 도입을 앞두고 국내 금융투자협회, 보험협회와 회원사들이 한국기관투자자자문원(가칭)이라는 친기업 성향의 의결권 자문회사의 설립을 추진하고 있다.¹⁴³⁾ 독과점의 폐단 때문에 의결권 자문회사의 경쟁은 바람직하지만 중장기적 주주가치 제고 방향으로 의결권 권고를 한다는 의결권 자문회사의 취지에 부합하는지는 의문이다.

(2) 영향력 행사의 문제

의결권 자문회사의 영향력의 존재에 대해서 비판이 있지만, 원론적으로 영향력의 존재가 문제인지 여부는 검토할 필요가 있다. 이 점은 자문회사의 업무가 회사 지배구조의 개선에 긍정적 영향을 미치는지 여부, 자문업무의 질적 수준을 포함한 자문회사에 대한 신뢰도를 종합적으로 고려하여 평가해야 한다.

현재 기관투자자들의 의결권 행사 행태에 대한 시각은 엇갈리지만, 외국 기관투자자들이 무조건 의결권 자문회사의 의견을 따르는지 여부는 확실하지 않다. 의결권 자문회사의 의견을 따르는 것보다 국내 재벌기업에 속한 자산운용사들은 경영자들의 의견을 따르는 경우의 문제가 더 심각하다고 생각할 수 있다.¹⁴⁴⁾ 실제로 기관투자자들은 의결권 권고 내용을 추가적인 판단자료로 사용하는 데 불과하다는 보고도 있다.¹⁴⁵⁾

나아가 설령 영향력이 있더라도 자문서비스의 정확성과 질적 수준, 주주를 위한 자문이라는 점을 신뢰할 수 있고, 궁극적으로 권고에 따른 의결권 행사가 회사 지배구조 개선에 도움이 된다면 영향력 행사 자체를 금지할 이유는 없다고 본다. 이때 자문서비스의 정확성과 질은 의결권 자문회사의 의안분석을 위한 역량과 이익상충의 부재라는 두 가지 관점에서 평가할 수 있다. 좋은 자문은 경영자의 대리

143) 매일경제, 2016년 5월 31일자, “친기업 성향 의결권 자문사 만든다”, A24면.

144) 미국의 경우 최 교수 등(2013)의 연구에 의하면 경제적 중요성의 관점에서 ISS의 권고를 그대로 따르는 뮤추얼펀드의 비율이 경영자의 안을 그대로 따르는 경우보다 적정할 만한 수준이 아니라고 한다. Choi/Fisch/Kahan(주 82), p.54. 이 논문의 전신인 working paper에서는 예컨대 기관투자자 중 3~8%만 무조건적으로 ISS의 권고를 따르는 반면, 36%는 그 권고를 검토한다고 보았다. Choi/Fisch/Kahan, “Voting Through Agents: How Mutual Funds Vote on Director Elections”, NYU Law and Economics Research Paper No. 11-29, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912772## (2015. 10. 31. 방문).

145) The Altmann Group, Proxy Advisory Firms: The Debate Over Changing the Regulatory Framework (2011), p.25 (Klöhn/Schwarz(주 7), S.152에서 재인용).

비용을 감소시키고 회사가치를 증진시키지만, 반대의 경우에는 오히려 새로운 대리 비용을 발생시키고 회사가치를 감소시키게 된다. 결국 영향력 행사의 문제는 의결권 자문회사의 이익상충의 억제와 자문회사 및 자문업무 담당 인력의 역량 확충 여하에 따라 판단해야 한다.

3. 회사법 규범의 창출 문제와 그 대책

의결권 자문회사가 사실상 회사법 규범을 창출하는 것은 바람직하지 않다. 특히 전 세계적으로 통용되는 회사법의 강행규정에 관한 사항이 아니라, 각국의 회사법마다 특유한 제도를 두고 있는 경우 어느 제도가 더 바람직한지에 대해 통일적 의견이 없다. 그럼에도 불구하고 의결권 자문회사가 특정 국가의 법에 맞추어 의결권 행사 가이드라인을 작성하고 이에 기초하여 권고하는 것은 타당하지 않다.

이러한 문제는 의결권 자문회사가 가이드라인을 제정하고, 투자자가 그 자문서비스를 받는 이상 해소하기는 어렵다. 그러나 가이드라인을 작성하는 데 국내 회사법과 회사지배구조, 자본시장에 대한 이해는 필수적이다. 이를 위해서 의결권 자문회사가 발행회사, 기관투자자들과 지속적인 논의를 하고, 국내 회사법에 대한 전문지식을 겸비한 전문인력이 가이드라인의 작성과 의결권 권고를 하도록 할 필요가 있다. 구체적으로 우리나라에서도 의결권 자문회사가 매년 주주총회 시즌 이전에 그 가이드라인을 재검토하여 수정하고 그 내용과 취지를 밝히는 과정이 필요하다.¹⁴⁶⁾

4. 이익상충과 규제공백의 문제와 그 대책

이익상충과 대리문제에 대한 규제에 관하여 소극적 입장도 있지만,¹⁴⁷⁾ 규제 필요성을 부정하는 입장은 극소수이다. 규제 찬성론은 크게 자율규제, 감독기관에 의한 규제(준 구속적; Quasi-binding), 구속적 입법 조치가 필요하다는 입장으로 나뉜다.

146) 일본의 경우 上野直子(주 14), 26면; 石田猛行, “2016年ISS議決權行使助言方針 - 背景にある考え方 -”, *商事法務*, No. 2093 (2016. 2. 25).

147) 의결권 자문회사와 기관투자자의 관계는 계약에 의해 규율하면 되며, 기관투자자와 같은 전문투자자 보호를 위한 규제의 도입은 불필요하며 의결권 자문회사에 비용만 부담시킨다는 이유로 규제에 반대하는 입장도 있다. Hans-Ulrich Wilsing, “Corporate Governance in Deutschland und Europa”, *ZGR* (2012), 291, 304ff.

(1) 자율규제

의결권 자문회사에 대한 신뢰를 바탕으로 투자자와 시장의 선택에 의해 의결권 자문회사의 질은 담보된다는 전제 하에, 법령이나 감독기관에 의한 규제를 가하지 않고, 의결권 자문회사의 자율규제에 맡기는 방식이다. 의결권 자문회사의 행위 기준(code of professional ethics or code of conduct)에 의한 규제이다.

1) ESMA (2013)

유럽증권시장감독청(European Securities and Markets Authority; ESMA)은 2013년 의결권 자문업의 역할에 관한 설문조사 보고서에서 자율규제를 제안하였다.¹⁴⁸⁾ ESMA는 2012년에 발간한 의결권 자문업의 역할에 관한 설문조사 및 대처방안에 관한 보고서¹⁴⁹⁾에서, 의결권 자문업의 추가 규제 필요성에 관하여 ESMA 증권시장 관계자 그룹(ESMA Securities and Markets Stakeholder Group; SMSG)의 조인과 증권 시장 관계자, 시장 참여자들에 대한 의견 조회 결과, 의결권 자문회사와 투자자 및 발행회사와의 관계에 관하여 뚜렷한 시장 실패의 징후는 없다고 보고 구속적 조치는 옳지 않다고 보았다. 대신 의결권 자문회사의 행위규준(Code of Conduct)이 마련될 필요가 있다고 보았다.

행위규준에서는 몇 가지 원칙(Principles)을 밝히고 있다.¹⁵⁰⁾ 첫째, 이익상충의 확인, 공시, 관리이다. 특히 의결권 자문회사가 투자자와 발행회사의 양자에 서비스를 제공하는 경우와 의결권 자문회사가 자문을 제공하는 기관투자자 또는 상장회사에 의해 소유되는 경우에는 잠재적 이익상충에 대한 우려가 있기 때문이다. 둘째, 자문의 정확성과 신뢰의 문제와 관련하여, 자문회사는 그 자문회사는 그 권고를 형성하는 데 사용된 절차, 특히 의결권 행사가이드라인 및 방법론의 공시,¹⁵¹⁾ EU 지역시장별 여건에 대한 고려¹⁵²⁾ 및 발행회사와의 대화에 관한 정보 제공¹⁵³⁾이 필

148) ESMA, Final Report and Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry, (Feb. 19, 2013). <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf>, p.6.

149) ESMA, “An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options”, ref. ESMA/2012/212, <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-212.pdf>.

150) ESMA (2013), p.8.

151) 이러한 정보는 공시되어야 할 뿐만 아니라 고객 투자자에게 제공되어야 한다고 본다. 투자자와 발행회사가 자문서비스의 정확성과 신뢰성에 대해서 보다 잘 평가할 수 있도록 하기 위해서 자문에 사용된 방법론(methodology)과 의결권 행사 지침을 알 수 있어야 한다는 것이다.

요하다고 보았다.

2) BPPG (2014)

ESMA의 요청에 따라 2014년에 전 세계 시장에서 활동하는 2개의 자문회사, EU 시장에서 활동하는 4개의 자문회사는 Best Practice Principles Group (BPPG)을 발표하였다.¹⁵⁴⁾ 여기서도 이익상충, 자문서비스의 질, 그리고 발행회사 및 일반 대중과의 의사소통의 문제에 관하여 상세한 지침과 원칙(Principles)을 구체적으로 적고 있다. “준수 또는 설명(comply or explain)”원칙에 의해 집행하도록 하고 있다.¹⁵⁵⁾

3) EU 주주권 지침 개정안 (2014)과 유럽의회의 법무위원회 보고서 (2015)

EU의 2014년 주주권 지침 개정안¹⁵⁶⁾은 EU 회원국들이 의결권 자문회사의 권고의 정확성과 신뢰를 보증할 수 있는 적절한 조치를 취할 것을 요구한다(Art.3i). 이 개정안에 대한 유럽의회의 법무위원회 보고서¹⁵⁷⁾는 의결권 자문회사의 권고뿐만 아니라 조사(research)도 같은 규제를 받으며 권고와 조사의 정확성과 신뢰성을 최

152) 의결권 자문회사는 발행회사가 속한 시장과 발행회사에 적용되는 법 및 규제를 숙지해야 하고, 이러한 법/규제를 의결권 행사 자문시에 고려하였는지 여부 및 어떻게 고려하였는지를 공시해야 한다는 것이다. 의결권 자문회사는 상이한 법에 대한 숙지 필요로 하는 국경을 넘나드는(cross-border) 자문을 하기 때문에, 정확한 의결권 행사 지침과 적절한 자문을 위해서는 국가 및 지역에 대한 숙지가 요구된다는 것이다. ESMA (2013), p.9.

153) 의결권 자문회사의 발행회사와의 접촉 여부는 선택할 수 있지만, 접촉을 한 경우 투자자에게 접촉의 성질, 접촉의 결과 등 접촉에 관한 정보가 제공되어야 한다는 것이다. ESMA (2013), p.10.

154) 당시 ISS, GL, Manifest, PIRC, Proxinvest, IVOX가 참여하였다. <http://bppgrp.info/> (Jan. 15, 2014).

155) BPPG의 행위규준에 관해 상세는 Dirk Zetzsche/Christina Preiner, “Der Verhaltenskodex für Stimmbereiter zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht”, *AG* (2014), 685, 686ff.

156) The European Parliament and the Council(주 1). 상세는 Wünschmann(주 11), S.335f.

157) 유럽의회의 법무위원회는 주주권 지침안의 수정안 보고서를 발간하였다. 보고자인 Sergio Gaetano Cofferati의 이름을 따서 ‘Cofferati Report’라고 불린다. European Parliament, Report of the Committee of Legal Affairs on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (COM(2014)0213 - C7 0147/2014 - 2014/0121 (COD). European Parliament 2014-2019, P8_TAPROV (May 12, 2015).

선의 노력을 다하여 보장할 수 있도록 적절한 조치를 취하도록 문구를 다소 수정하였다. 의결권 자문회사는 입수가 가능한 모든 정보를 주의깊게 심사한 후 권고할 수 있도록 적절한 조치를 취하여야 한다(Art.3i(1)). 또한 권고를 하는 데 관련된 일정한 핵심 정보를 그 고객과 상장회사에 공시해야 하는데, 권고에 사용된 방법론과 모델, 정보의 출처, 국내 시장의 상황 및 법령상 규제, 직원의 수, 매년 수행하는 총 자문의 수를 의결권 자문회사의 웹사이트에 공시해야 한다(Art.3i(2)). 잠재적인 이익상충, 사실상 이익상충의 공시 및 자문회사가 이익상충 제거 또는 완화를 위해서 취한 조치를 공시해야 한다(Art.3i(3)). 이 개정안은 회원국이 공시의무에 관하여 법에 규정해야 하는지 자율규제로 충분한지는 명시하고 있지 않다.

유럽의회의 법무위원회 보고서는 2014년 주주권 지침 개정안이 의결권 자문회사에도 적용됨을 주의적으로 명시(Art.1(3b))하는 등 의결권 자문회사와 관련된 사항(rules)들을 추가하고 있다. 동 보고서는 의결권 자문회사가 적용한 행위규준, 매년 행위규준의 적용 상황을 보고하고 행위규준의 적용 이유 및 대안, 그 연차보고서를 웹사이트에 무료로 최소 3년간 공시할 것을 요구한다(Art.3i(1a)).

(2) 등록규제

자율규제보다 강화된 규제에 의결권 자문회사가 감독기관의 규제를 받도록 하는 방안이다.¹⁵⁸⁾ 의결권 자문회사는 투자자의 자산을 직접 수탁하지 않기 때문에 인허가가 아니라 “등록”을 검토할 필요가 있다. 현재 의결권 자문회사가 증권업으로서 의무적 등록규제를 받는 입법례는 없는 것으로 보인다.¹⁵⁹⁾ EU 위원회(European Commission)와 미국 SEC에서 논의한 바 있지만 등록규제가 도입되지는 않았다.

1) EU

EU 위원회는 2011년 4월 발표한 녹색서(Green Paper)에서 의결권 자문회사의 이익상충문제를 인정하고,¹⁶⁰⁾ EU지역에서 금융회사, 감독기관, 의결권 자문회사, 개인 및 법인 투자자, 거래소를 상대로 의견조회를 실시하였다. 총 409건의 회신 중 상당수가 이익상충의 문제에 대한 규제 필요성과 등록규제와 감독기관의 감독을 받

¹⁵⁸⁾ Bachmann(주 117), S.1307; Belinfanti(주 7), p.431; 반대 Schneider/Anzinger(주 7), S.96.

¹⁵⁹⁾ 독일의 경우 Bachmann(주 117), S.1307; Kuhla(주 55), S.145.

¹⁶⁰⁾ European Commission, GREEN PAPER on The EU Corporate Governance Framework (April 5, 2011), 2.5.

아야 한다고 응답하였다.¹⁶¹⁾

2) 미국

SEC는 의결권 자문회사가 잠재적 이익상충의 존재에 대한 공시의무 필요 여부¹⁶²⁾ 및 1940년 투자자문업자법의 투자자문업자(investment advisers)로 등록 가능성을 시사한 바 있다.¹⁶³⁾ 그러나 아직까지 일반적인 의결권 자문회사는 고객의 자산을 관리하지 않기 때문에 투자자문업자로 등록이 강제되지는 않는다.

한편 미국의 일부 의결권 자문회사는 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)상 투자자문업자(Investment Advisers)로 등록하였다.¹⁶⁴⁾ 동법상 투자자문업자는 “보수를 받고 증권에 대한 투자, 매수 또는 매도의 적정성 등에 관하여 직접 또는 출판물이나 저작물을 통하여 타인에게 자문하는 업무에 종사하는 자, 또는 보수를 받고 정규적 영업의 일부로서 증권에 대한 분석(analysis)이나 보고서를 발간하거나 배포하는 자”로 정의되어 있는바, 은행, 변호사, 회계사, 변호사 등 일정한 자는 명시적으로 투자자문업자에서 제외되어 있다(Section 202(a)(11)).¹⁶⁵⁾

의결권 자문회사의 자문을 제공받음으로써 기관투자자는 그 주식 가치의 증가를 기대한다. SEC는 의결권 자문회사가 증권에 대한 분석(analysis concerning securities)을 한다는 점에서 투자자문업자의 정의를 충족한다고 본다.¹⁶⁶⁾ 다만 관리자산이 2천 5백만 달러 이하인 자는 투자자문업자로서 등록이 금지된다.¹⁶⁷⁾ 의결권 자문회사는 통상 자산의 관리업무를 하지 않고 자문업무만 수행하기 때문에 등록 금지의 적용을 받는다고 볼 수도 있다.¹⁶⁸⁾ 그러나 SEC는 등록 금지의 불공정성 등 일정한 사유가 있는 경우 등록 금지를 면제할 수도 있다.¹⁶⁹⁾ 동법상 투자자문업자가

¹⁶¹⁾ European Commission, Feedback Statement To the Commission-GREEN PAPER on The EU Corporate Governance Framework (November 15, 2011), Question 18, p.14.

¹⁶²⁾ SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System, Exchange Act Release No. 34-62495, 17 C.F.R. §§240, 270, 274, 275 (July 14, 2010), p.120.

¹⁶³⁾ SEC, 위 자료, § 1.

¹⁶⁴⁾ ISS (SEC File No. 801-55092)나 PGI는 투자자문업자로 등록하였다.

¹⁶⁵⁾ 15 U.S.C. 80b-2(a)(11).

¹⁶⁶⁾ SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System (July 14, 2010), p.109 이하.

¹⁶⁷⁾ Investment Advisers Act Section 203A [15 U.S.C. 80b-3(a)]. 이는 SEC와 주정부 사이의 규제관할의 명확성을 위해서 1996년 연방의회에서 신설되었다. National Securities Markets Improvement Act of 1996, Pub. L. No. 104-290, 110 Stat. 3416.

¹⁶⁸⁾ SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System (July 14, 2010), p.112.

종업원퇴직연금법(Employee Retirement Income Security Act of 1974; ERISA)¹⁷⁰⁾의 종업원 퇴직연금(Section 3(3)), 정부연금(Section 3(32)) 또는 교회연금(Section 3(33))에 대한 투자자문을 하는 경우 연금에 대한 컨설턴트(pension consultant)이고, SEC는 의결권 자문회사로부터 자문서비스를 받는 연금고객의 자산이 5천만 달러를 초과하는 경우 동 의결권 자문회사는 “pension consultant”¹⁷¹⁾로 등록금지의 면제를 받을 수 있다.¹⁷²⁾ 현재 우리나라 국민연금 등에 자문서비스를 제공하는 ISS는 투자자문업자로 등록되어 있다.

3) 우리나라에서의 규제 방안

가. 투자자문업 등록 의무 여부

우리나라 주주총회에 대해 의결권 자문서비스를 제공하는 회사들은 금융위원회에 등록되어 있지 않다. 그런데 의결권 자문회사가 투자자문업자로서 등록 없이 영업을 하는 경우 자본시장법상 미등록 영업행위의 금지(제17조)에 해당하는지, ISS는 우리나라의 기관투자자들에게 의결권 자문을 하기 때문에 자본시장법상 역외투자자문업자의 규정이 적용되는지 문제될 수 있다.

자본시장법상 투자자문업을 영위하기 위해서는 금융위원회에 등록하여야 하고(제18조 제1항), 등록 없이 투자자문업을 영위할 수 없으며(제17조), 위반 시에는 벌금 등의 형사제재가 가해진다(제445조 제1호).

현행법상 의결권 자문회사가 투자자문업 등록의무를 부담한다고 하기 위해서는 의결권 자문업무가 자본시장법상 투자자문에 해당하여야 한다. 자본시장법상 투자자문은 “금융투자상품 등의 가치 또는 금융투자상품 등에 대한 투자판단에 관한 자문”을 의미한다. 얼핏 보기에 의결권 자문업무는 의결권의 행사 방향에 관해 권고하는 것이므로, “금융투자상품 등”의 가치 또는 투자판단에 관한 자문은 아닌

169) Investment Advisers Act Section 203A(c) [15 U.S.C. 80b-3(c)].

170) 29 U.S.C. 1002(3).

171) Investment Advisers Act Rule 203A-2(b) [17 CFR 275.203A-2(b)].

172) SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System, July 14, 2010, p.113. § 275.203A-2 (Exemptions from prohibition on Commission registration). 이 조항의 해석과 관련하여, “의결권 자문회사의 등록이 강제되며, 5천만 달러 이상 연기금에게 자문하는 경우 등록이 면제되는 것”으로 해석하는 입장이 있다. 안수현(주 8), 20면. 그러나 동 조항의 적용 면제가 등록 강제 면제가 아니라 2천 5백만 달러 미만의 업자의 등록금지 규정의 면제라는 점을 오해하지 않도록 유의해야 한다.

것으로 보이기는 하다. 그런데 의결권 자문회사는 의결권 행사 및 주주제안, 중요한 주주총회 안건을 분석하여 의결권 행사 방향을 권고한다. 이처럼 의결권에 대한 권고는, 기관투자자가 의결권 행사를 통해서 보유주식의 투자가치를 극대화하기 위한 방법에 관한 자문이라고 볼 수 있기 때문에 기관투자자가 의결권 행사를 통해서 투자목적 달성을 데 도움을 준다고 할 수 있다. 이러한 측면을 고려하면 의결권 자문회사는 넓은 의미에서 금융투자상품 등의 투자판단에 관한 자문을 하는 자라고 볼 여지도 있다. 이와 같이 파악하면 자본시장법 제18조의 등록 요건을 충족하여 등록이 요구되며, 외국 투자자문업자도 국내 주식회사 또는 금융기관 요건 또는 투자자문업 수행에 필요한 지점 기타 영업소를 설치하여야 할 것이다 (제18조 제2항).

그러나 결론적으로 자본시장법상 투자자문업 규정이 의결권 자문회사의 의결권 행사 방향에 관한 자문업무도 포함하는 취지인지는 의문이다. 명확성을 위해서는 의결권 행사 방향에 관한 자문업무가 이에 해당하여 등록이 필요한지, 아니면 다른 업의 영위로서 등록 규제를 도입할지 검토해야 할 것이다.

이처럼 자본시장법상 투자자문에 속하는지 논란이 있을 수 있는데, 투자자문에 관해서 여러 가지 감독규제가 적용되는 점을 고려할 때 신중한 접근이 필요하다. 다만 외국에서 투자자문업자로 활동하는 회사가 우리나라에서 아무런 규제도 받지 않는 상태를 방치하는 것은 의문이다. 미국에서 자산이 5천만 달러 이상인 연금에 대해 자문을 하는 경우 “pension consultant”로서 투자자문업 등록을 허용하는 취지를 생각할 필요도 있다. 의결권 자문회사의 자문을 받는 국민연금의 지분율이 높고, 국민연금의 의결권 행사는 연금 수급권자의 이익에 영향을 미친다는 점을 고려할 때 우리나라에서도 같은 규제를 하는 것도 생각해 볼 수 있다.¹⁷³⁾ 뒤에서 설명하는 여러 가지 공시의무 부과와 그 준수 여부를 점검하기 위해서는 감독기관의 규제를 받도록 할 필요가 있다.

나. 스튜어드십 코드의 의결권 자문회사에 대한 적용

현재 금융위원회에서 도입 논의 중인 한국판 스튜어드십 코드 ‘기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙(안)’¹⁷⁴⁾은 그 적용대상에 의결권 자문회사도 포함시키고 있다.

¹⁷³⁾ 투자자문업자로서 등록을 긍정하는 입장이 있고(尾崎悠一(주 72), 209면), 명의개서대행회사와 같은 금융투자업관계기관으로 등록을 제안하는 입장도 있다(곽관훈(주 7), 238면).

이 경우 국내 회사인지 불문하고 국내 주주총회에서 의결권 행사에 관해 권고하는 의결권 자문회사가 금융위원회의 규제를 받게 된다.

(3) 겸업규제

기관투자자에 대한 의결권 자문서비스와 발행회사에 대한 기업지배구조 자문서비스의 겸업영위로 발생하는 이익상충 문제에 대해서는 세 가지 방안을 고려해 볼 수 있다. 원칙적 겸업금지, 이익상충의 공시, 그리고 이익상충방지를 위한 내부통제 구축이다.

1) 겸업금지

제1안은 원칙적 겸업금지이다.¹⁷⁵⁾ 조금 더 강화된 형태는 의결권 자문회사뿐만 아니라 그 자회사 등 계열사에 의한 겸업도 금지하는 것이다.¹⁷⁶⁾ EU 위원회(European Commission)의 2011년 4월 녹색서(Green Paper)¹⁷⁷⁾에 의하면 이익상충 문제에 대한 의견조치 시에 의결권 자문회사의 발행회사에 대한 컨설팅 서비스 제공을 금지해야 한다는 입장이 이익상충의 공시에 의해야 한다는 방법보다 많았다.¹⁷⁸⁾

2) 겸업에 수반되는 이익상충 공시

제2안은 겸업 영위는 허용하되 이익상충 사실을 공시하게 하는 것이다. 의결권 자문회사의 특정 발행회사의 주주총회에 대한 의결권 자문 시에, 동 발행회사로부터 컨설팅 서비스 관련 보수를 받았다는 사실 및 그 액수를 공개하게 하는 것이다. EU의 2014년 주주권 지침 개정안¹⁷⁹⁾ 의결권 자문회사의 투명성 항목에서 의결권 자문회사의 실제 또는 잠재적 이익상충을 지체 없이 파악할 수 있는 조치를 취하도록 제안하고 있다(Art.3i(3)).

174) 한국형 스톱워드십 코드 제정 T/F (2015. 12), 한국기업지배구조원/자본시장연구원(주 49), 54면 이하.

175) Verdam(주 7), p.15; Ulrich Seibert, "Corporate Governance: The Next Phase", *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag* (2013), S.1115.

176) Schneider/Anzinger(주 7), S.95f.

177) European Commission(주 160).

178) European Commission(주 161), Questions 18 & 19, pp.14-15. 겸업금지에 반대하는 의견은 자율규제, 모범규준, 이익상충의 공시에 의한 해결을 고려하였다.

179) The European Parliament and the Council(주 1).

3) 내부통제 구축

제3안은 이익상충방지를 위한 내부통제를 구축하는 것이다. 지배구조서비스와 의결권 자문 서비스의 겸업은 허용하되 양자 사이에 방화벽(chinese wall)을 두고,¹⁸⁰⁾ 내부통제시스템을 갖추는 것이다. 자문서비스 직원과 기업지배구조 서비스 직원을 분리하는 “chinese wall”을 두고, 양 부서의 근무 빌딩을 다르게 하고, 사무실 설비를 따로 사용하며, 정보 데이터베이스도 분리하는 것이다.

4) 우리나라에서의 규제 방안

제3안의 효과에 관해서는 의문이 있다. ISS의 의결권 권고 내용은 언론에 보도되기 때문에 회사지배구조 컨설팅 서비스부와 자문서비스부가 물리적으로 분리되어 있더라도 회사에 대한 컨설팅 서비스에 의해 의결권 자문서비스가 영향을 받을 수 있다. 의결권 권고를 받은 고객을 회사지배구조 자문 서비스부에서 알 수밖에 없다. 방화벽이 얼마나 기능할지는 의문이다.

의결권 자문회사가 겸업을 영위하는 경우에는, 지배구조서비스와 의결권 자문서비스 상호간에 영향을 받을 가능성이 높다. ISS와 한국기업지배구조원의 의결권 자문보고서에는 각각 해당 발행회사의 지배구조등급과 ESG등급이 명시되어 있는데, 지배구조등급 자체가 안건의 찬반 권고에 영향을 미칠 수 있다. 또한 발행회사는 우호적인 의결권 권고를 얻기 위해서 지배구조 컨설팅서비스 구매의 압력을 받을 수 있다. 의결권 자문회사는 발행회사에 대해 지배구조 컨설팅에 대한 보수를 받으면서 발행회사의 안건에 대해서 반대 권고를 하기 어렵고, 발행회사가 기업지배구조컨설팅을 구매하면 발행회사 경영진의 입김이 작용할 수밖에 없다. 이 때문에 제1안의 겸업의 원칙적 금지도 생각해 볼 수 있다. 그러나 겸업으로 인한 폐단이 어느 수준인지 밝혀진 바 없는 상황에서 과도한 규제가 될 수 있다.¹⁸¹⁾

따라서 겸업수행 사실에 대한 공시의무를 고려해 볼 수 있다.¹⁸²⁾ 겸업을 원칙적으로 금지하기보다는 의결권 권고시에 다른 서비스 제공사실을 공시하고, 감독기

180) 같은 취지: Edelman/Thomas/Thompson(주 34), p.1404. ISS는 방화벽 설치로 이익상충 문제에 효과적으로 대처하고 있다는 입장으로 Sullivan & Cromwell (2007. 11. 29), p.3. 효과에 대해 회의적인 입장으로는 Verdam(주 7), p.15.

181) 현재 우리나라에서 활동하는 의결권 자문회사가 지배구조서비스를 제공하는 예는 드문 것 같고, 기업지배구조원은 발행회사로부터 보수는 받지 않고 일반적으로 지배구조 등급을 매기고, 극히 일부 회사에 대해서만 지배구조서비스를 제공하고 있다.

182) Bundesregierung, Stellungnahme, S.14.

관의 규제에서는 겸업업무의 수행에 대해 신고하고, 양 서비스로부터 받는 보수를 알 수 있도록 하는 방안도 생각해 볼 수 있다.

이와 함께 의결권 자문서비스를 받는 기관투자자를 통해서 이익상충을 통제하는 간접규제 방식도 생각해 볼 수 있다.¹⁸³⁾ 예컨대 기관투자자의 이사 또는 관리자가 충실의무를 다하였는지라는 관점에서, 이익상충 유무를 조사하였는지 여부, 이익상충이 있음에도 불구하고 권고를 따른 경우 충실의무를 이행하지 않은 것으로 보는 것이다.

(4) 특수관계 있는 발행회사와 관련한 의결권 권고에 대한 대책

의결권 자문회사, 그 계열사 또는 양사의 임직원이 발행회사의 주식을 소유하거나 사업관계가 있는 경우에는 의결권 자문회사의 자문업무 수행이 영향을 받을 우려가 있다. 의결권 자문회사가 공정한 권고를 할지 의문이 있고, 다른 주주들에 대한 권고를 통해서 자신의 의결권의 힘이 강화될 가능성도 있다. 미국과 유럽에서 논란을 불러일으켰던 2001년 휴렛팩커드(Hewlett Packard; HP)와 컴팩(Compaq)의 합병 사례¹⁸⁴⁾는 이 점을 잘 보여준다. ISS의 직원이 HP의 주식을 보유하고 있었는데, HP의 주식 23%를 보유한 기관투자자에게 찬성 권고를 하였으며 기관투자자는 합병에 찬성하였다.¹⁸⁵⁾

의결권 자문회사의 임직원이 발행회사의 지분을 갖고 있거나, 발행회사에 취직

183) 최문희(주 3), 45면에서 상세히 논의하고 있다.

184) 상세는 *Hewlett v. Hewlett-Packard Co.* (Del. Ch. Apr. 8, 2002). 이 합병과 관련하여 HP사의 이사이자 창업자의 아들인 Walter B. Hewlett 외 1인의 주주가 HP의 합병승인 주주총회 결의의 효력을 다투는 소송을 제기하였다. 합병에 반대하는 원고들과 찬성하는 HP의 경영진은 위임장 경쟁을 벌였는데, 합병 안건이 아슬아슬하게 가결되자, 원고 측은 다음 두 가지 이유로 합병결의의 무효를 주장하는 소송을 제기하였다. 첫째, 경영진이 HP사의 주주이면서 사업관계를 갖고 있는 도이체방크(Deutsche Bank)를 부적절하게 유인하고 강요하는 방법으로 의결권 매수(vote buying)를 했는데, 도이체방크의 지분이 합병 안건의 가결에 결정적이었다는 점이다. 둘째, 경영진이 양사의 합병 교섭에 관한 절차와 관련하여 고의로 부실표시를 함으로써 찬성 위임장을 확보하였다는 것이다. 델라웨어주 형평법원은 원고의 주장을 인용하였다(동 판결에서 의결권 매수의 적법 요건에 관해서 상세히 실시하고 있음은 주목할 만하나, 본고의 논점이 아니므로 소개하지 않는다).

185) 당시 메릴린치(Merrill Lynch & Co.)의 애널리스트에 의하면 ISS가 반대 권고를 하고 기관투자자가 반대했다라면 합병은 성사되지 않았을 것이다. Peter Burrows/Andrew Park, "Compaq and HP: What's an Investor to Do?", *Business Week* (Mar. 18, 2002), p.62. Belinfanti(주 7), p.386 & Fn.13.

하는 경우가 있다. 또한 현재 ISS의 100% 모회사는 투자회사이므로 투자대상인 발행회사가 많을 수 있다. 이러한 상황에서 발행회사에 대해서 불공정한 권고 의견을 낼 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 다음과 같은 규제를 생각해 볼 수 있다. 첫째, 의결권 자문회사, 그 모회사 등 계열사 또는 임직원의 주식 소유를 금지하거나, 주식을 소유한 발행회사에 대한 의결권 권고는 제한¹⁸⁶⁾하는 것이다. 여기서 규제 대상 범위를 정하기 위해서 의결권 자문회사의 관계회사의 범위를 정할 필요가 있다. 둘째, 첫째보다는 완화된 형태로 의결권 권고에 대한 제한은 가하지 않더라도 발행회사에 대한 지분소유관계를 의결권 권고 시에 밝히도록 하는 것이다. 의결권 자문회사 및 자문서비스를 받은 기관투자자 양쪽에 지분소유관계를 공시하도록 할 필요가 있다.

외국에서는 둘째의 방법이 이미 제안되고 있다. SEC 실무는 이익상충을 발생시킬 수 있는 중요한 관계(significant relationships) 또는 중대한 이해(material interests)에 대한 공시를 권장한다.¹⁸⁷⁾ EU의 주주권 지침 개정안¹⁸⁸⁾도 의결권 행사 자문 회사의 독립성과 자문 서비스의 객관성 및 신뢰성에 영향을 미칠 수 있는, 발행회사에 대한 서비스 제공의 문제점을 보고하고, 과도한 부담을 지우지 않는 한도에서 이익상충의 공시를 제안한다.

(5) 자문서비스의 품질, 정확성 제고 방안

의결권 자문회사와 투자자 사이에 위에서 살펴본 바와 같은 명백한 이익상충의 우려가 없는 경우에도 의결권 자문서비스의 품질과 정확성을 담보하기 위한 조치가 필요하다. 다음 방안을 생각해 볼 수 있다.

¹⁸⁶⁾ 필자의 제안과 유사한 규제는 공인회계사/회계법인과 신용평가회사에서 찾아 볼 수 있다. 공인회계사나 회계법인 소속 회계사의 본인 및 배우자가 현재 또는 과거 1년간 임원직에 있었던 회사에 대해 그 공인회계사나 회계법인은 감사업무를 수행할 수 없다(공인회계사법 제21조 제1항 제1호, 제33조 제1항). 회계법인은 주식을 소유하고 있는 회사에 대한 감사업무를 수행할 수 없다(제33조 제1항). 신용평가회사도 이해상충 방지를 위해 일정한 행위를 할 수 없다. 예컨대 신용평가회사와 5% 이상의 출자 관계에 있는 자, 계열회사 관계에 있는 법인에 대한 신용평가는 금지된다(자본시장법 제335조의11 제7항). 신용평가회사의 이익상충 문제에 관해서는 박환일, “신용평가회사 이해상충 문제의 해결방안”, **증권법연구**, 제12권 제1호(증권법학회, 2011).

¹⁸⁷⁾ SEC, Division of Investment Management, Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF) (June 30, 2014). <http://www.sec.gov/interps/legal/cfs1b20.htm>.

¹⁸⁸⁾ The European Parliament and the Council(주 1), Art.3i(3).

1) 의결권 권고의 방법론 등 공시

의결권 권고에 사용한 알고리즘이나 데이터 등 자문서비스의 품질 평가를 위해서 권고의 방법론의 공시의무를 인정할 필요가 있다.¹⁸⁹⁾ 권고의 기초가 된 정보, 사용한 방법론(의결권 행사 권고를 위한 안전 평가방법)에 관한 보고서 작성·제출·공시·기록을 보존하도록 함으로써 투자자 및 독립된 제3자가 평가할 수 있도록 하는 것이다.¹⁹⁰⁾ EU 주주권 지침 개정안¹⁹¹⁾의 제안과 같다(Art.3i(2)(a), (b), (c)).

2) 의결권 권고 실적 및 담당 인력에 대한 공시

EU의 2014년 주주권 지침 개정안처럼 직전 연도에 제공한 의결권 자문서비스의 수¹⁹²⁾나 매년 영업보고서 형태로 실적의 공시의무를 인정하는 것이다.¹⁹³⁾ 동 개정안은 의안 분석 및 권고를 위한 역량이 있는 인력이 충분히 동원되었는지 파악하기 위해서 의결권 권고의 준비에 사용된 전체 직원의 수를 공시하도록 한다(Art.3i(2)(e)). 담당 인력의 역량을 파악할 수 있도록 동 인력의 자격 등도 공시하는 것도 생각해 볼 수 있다.

신용평가회사에 대해서는 EU¹⁹⁴⁾를 비롯해 각국 입법, 우리나라에 유사한 규제가 있다. 신용평가회사의 신용평가의 독립성, 공정성, 충실성을 위해서 신용평가의 내용의 적정성을 확인하기 위해서 신용평가서 등을 작성하고, 금융위원회와 거래소에 제출해야 하고, 금융위원회와 거래소가 신용평가서 등을 공시하도록 한다(자본시장법 제335조의9, 제335조의12).

펀드매니저의 조사분석보고서에서 해당 펀드매니저의 성명을 기재하는 것처럼, 조사분석을 담당하는 임직원의 성명과 담당하는 주주총회의 숫자를 공시하는 것도 고려해 볼 수 있다. 현재 기업지배구조원의 보고서는 작성 주체인 기업지배구조원

189) 이에 대해서는 자문서비스는 특허와 비슷한 성질이 있기 때문에 이에 대해 공시를 요구하는 것은 영업비밀의 공개 요구라는 점에서 반대하는 입장도 있다. Dent, Jr.(주 114), p.1312.

190) Belinfanti(주 7), p.434; Edelman/Thomas/Thompson(주 34), p.1404; Rose(주 29), p.66; SEC, Concept Release, p.122; Klöhn/Schwarz(주 7), S.155.

191) The European Parliament and the Council(주 1).

192) The European Parliament and the Council(주 1).

193) Belinfanti(주 7), p.435.

194) REGULATION (EC) No 1060/2009 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 September 2009 on credit rating agencies, Art.8(1).

만 기재되어 있고 실제 담당자의 성명은 기재하지 않는다. ISS는 국내 주주총회에 대한 보고서에서는 보고서 관련 연락 담당자의 성명을 기재하기도 하고 아니하기도 하는 등 일관성이 없다. 자문실적과 담당자를 공개하면 질적 수준을 높이는 데 기여할 수 있을 것이다.

3) 발행회사와의 의사소통

의결권 권고가 국내 회사법이나 발행회사에 대한 정확한 이해에 기초하였는지 점검하기 위해서 권고 이전에 발행회사의 의견 개진 및 수정 기회를 부여하는 방안도 주장된다.

EU의 2014년 주주권 지침 개정안¹⁹⁵⁾은 국내 시장, 법령 등 규제, 발행회사의 특수 상황, 발행회사와의 의견교환 여부, 의견교환의 내용 및 성질의 공시를 제안한다 (Art.3i(2)(d)). 프랑스의 통화금융청(AMF: Autorité des Marchés Financiers)의 권고도 마찬가지이다.¹⁹⁶⁾ 이익상충의 공시가 불완전한 방안이므로 추가로 이 방안을 제시하는 입장도 있다.¹⁹⁷⁾

발행회사와의 의사소통은 의결권 권고 이전에 오류를 바로 잡고, 잘못된 권고에 의거한 의결권 행사방향의 오도를 방지하는 장점이 있다. 그러나 주주총회 준비에 소요되는 기간, 의사소통에 소요되는 시간 및 의결권 자문회사 및 발행회사의 소요비용, 그리고 오용될 경우 발행회사의 사전 영향력 행사 가능성 문제도 감안하지 않을 수 없다.¹⁹⁸⁾ 특히 발행회사가 그 권고에 대해 의견을 표명할 기회가 있었다면 추후 의결권 자문회사의 권고가 부실자문으로 드러난 경우 자문회사는 책임을 면하기 쉬운 반면에, 발행회사의 경영진이 책임을 져야 할 가능성도 있다.

¹⁹⁵⁾ The European Parliament and the Council(주 1).

¹⁹⁶⁾ AMF, Recommendation No.2011-2006 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011. Holger Fleischer, “Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies”, *European Company Law*, Vol. 9, Issue 1 (2012), p.12, 13 및 Fleischer(주 2), S.5에서 재인용. 이는 2012년 주주총회부터 적용되었다. 주요 내용은 가) 의결권 자문회사가 자문의 초안을 회사에 제출할 것, 나) 24시간 내에 회사의 코멘트 제출이 허용될 것, 다) 회사의 요청이 있으면 의결권 자문회사는 투자자에 대한 의결권 행사 자문 보고서에 그 코멘트를 포함할 것이다.

¹⁹⁷⁾ Klöhn/Schwarz(주 7), S.156.

¹⁹⁸⁾ 같은 취지 Dubois(주 25), p.73; Fleischer(주 2), S.9.

(6) 자문서비스를 받는 기관투자자에 의한 공시

자문서비스를 받는 기관투자자에 대해 올바른 자문회사의 선정 및 통제, 의결권 자문회사 활용에 관해 공시의무를 부과하는 방법도 생각해 볼 수 있다.¹⁹⁹⁾ 금융위원회의 ‘기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙(안)’²⁰⁰⁾은 기관투자자에 관한 원칙이 본문의 세부 원칙과 관련하여 의결권 자문회사에도 적용됨을 명시하고 있다.

비교적 높은 수준의 공시로서 의결권 자문회사의 주주총회에 대한 영향력을 가늠하기 위해서 의결권 자문서비스를 이용하는 기관투자자의 발행회사에 대한 지분 비율을 공시하는 방법도 생각해 볼 수 있다.²⁰¹⁾

5. 소결

자문회사의 영향력의 정도와 폐해의 수준이 밝혀지지 않은 상태에서 엄격한 규제는 시기상조라는 입장이 있을 수 있다. 현재로는 자율규제가 바람직하다는 입장이 있을 것이다. 자율규제는 사안에 대해서 잘 알고 전문성이 있는 규제를 할 수 있다는 점이다. 공적 규제와는 달리 풍부한 실전 경험을 통해서 관련 문제를 잘 인식하고 있다는 장점과 규제의 유연성을 기할 수 있고, 공적 규제가 경직적이고 규제를 위해서 장기간이 소요될 수 있는 반면에 신속하게 규제를 할 수 있다.²⁰²⁾

그러나 자율규제만으로 앞에서 살펴본 여러 가지 이익상충과 부실자문의 문제를 효과적으로 대처할 수 있는지는 의문이다. 자율규제만으로는 투명성을 기하기 어렵다는 문제 이외에, 특히 의결권 자문회사의 경우에는 관련 이해관계자 집단을 두루 충분히 고려하기 어렵다는 문제가 있다. 앞에서 살펴본 자율규제를 담당하는 BPPG는 오로지 자문회사로만 구성되어 있기 때문에 기관투자자나 발행회사의 이익을 대변하기는 어렵다. 둘째, 자율규제는 구속력이 없기 때문에 규제를 준수하지 않았을 경우에 실효성 있는 제재를 가하기 어렵다. 공시의무는 그 위반시 어떠한 제재를 가할 수 있는가가 실효성을 좌우하는데, 효과적인 행정제재가 아닌 한 실효성을 기대하기 어렵다.

199) 상세는 최문희(주 3), 47면, 50면 이하.

200) 금융위원회, 한국형 스투어드십 코드 제정 T/F (2015. 12), 한국기업지배구조원/자본시장연구원(주 49), 54면 이하.

201) Klöhn/Schwarz(주 7), S.156. 기업지배구조원은 자문 대상 기관투자자의 발행회사에 대한 지분율에 관한 정보는 기관투자자로부터 받지 못한다고 한다.

202) ESMA, 전계 Final Report, ESMA/2013/84, 2013, p.2.

따라서 자율규제 이외에 본문에서 살펴본 바와 같이 감독기관에의 등록규제 및 법적 공시의무 및 공시의무 위반 시의 제재를 생각해 볼 수 있다.

V. 의결권 자문회사에 관한 법적 쟁점

1. 개관

의결권 자문회사에 대한 법적 규제 이외에도 앞에서 살펴본 것처럼 실제로 의결권 권고에 관한 문제점과 관련하여 분쟁이 발생할 소지가 있는 쟁점을 검토할 필요가 있다. 우리나라에서는 특히 외국계 의결권 자문회사의 권고 내용이 발표되면 외국인 투자자들이 그 권고를 따르는 경향이 있고, 심지어 그 권고를 따라야 한다는 주장도 있다는 점에서 의결권 자문회사의 영향력에 대해 우려하는 입장이 있다. 이와 관련하여 동일한 의결권 자문회사를 통해서 기관투자자들이 의결권을 동일한 방향으로 행사하는 경우 자본시장법상 대량보유보고의무를 부담하는지 검토할 필요가 있다. 자문회사 또는 자문회사를 이용한 기관투자자들이 제휴하여 대량보유보고의무를 회피하는 문제에 대한 규제이다.

또한 의결권 자문회사가 부정확한 정보에 기초하거나 이익상충으로 인하여 부실자문을 한 경우 자문회사의 사적 손해배상책임을 검토할 필요가 있다. 손해배상책임이 가능하다면 간접적으로 자문회사의 부실자문을 방지하는 기능을 할 수 있다.

2. 지분공시 규제

(1) 문제의 제기

국내외를 막론하고 다수의 기관투자자들이 한국기업지배구조원이나 ISS 같은 동일한 의결권 자문회사의 자문서비스를 받는 경우가 적지 않다. 앞에서 논의한 바와 같이 의결권 자문회사로부터 자문서비스를 받은 기관투자자의 지분율을 공시하거나 기관투자자가 자문받은 사실을 공시하더라도, 의결권 자문회사의 영향력을 알 수 없다. 외형적으로 독립성이 있는 기관투자자들 상호간에 명시적으로나 암묵적으로 투자나 행동을 같이 하는 사례들이 적지 않고, ISS와 같은 의결권 자문회사의 모회사가 금융회사라는 점을 고려할 때, 기관투자자들이 발행회사에 영향을 미치기 위해서 연합을 하는 방편으로 의결권 자문회사를 활용하는 상황도 상정해 볼 수 있다.

의결권 자문회사가 그 고객에 대해 동일한 의결권 권고를 함으로써 고객의 의결권을 결집할 수 있고, 그 주주들의 의결권이 결의에 영향을 미칠 수 있다.²⁰³⁾

다수의 기관투자자가 동일한 의결권 자문회사의 자문서비스를 받고 동일한 방향으로 의결권을 행사하는 경우, 의결권 자문회사의 영향력에 대한 투명성을 기하기 위하여 자본시장법상 지분공시의 적용을 받는지 문제된다.²⁰⁴⁾

복수의 기관투자자가 단순히 동일한 의결권 자문회사의 자문서비스를 받고 의결권 행사방향이 같았다는 점만으로 대량보유보고의무나 공개매수규제의 공동보유자에 해당한다고 보기는 어려울 것이다. 문제는 의결권 자문회사의 권고를 따르겠다고 미리 표명한 때에는 검토의 여지가 있다.²⁰⁵⁾ 과거에는 이처럼 의결권 자문회사의 자문을 원칙적으로 따르겠다고 발표한 예가 드물지 않았다.²⁰⁶⁾²⁰⁷⁾

아래에서는 이 문제에 관해서 많은 논의가 이루어진 독일의 논의를 참조하여 살펴본다. 기관투자자 A와 기관투자자 B가 각각 의결권 자문회사 P와 자문서비스 제공계약을 체결한 경우를 상정하여 A 또는 B 또는 P가 보고의무를 부담하는지 검토한다.

(2) 독일의 논의

1) 독일 증권거래법상 보고의무²⁰⁸⁾

일정 비율²⁰⁹⁾ 이상의 의결권 있는 주식을 취득하거나 보유 지분율이 변동된 경우 독일 증권거래법(WpHG)에 따라 4일 내에 그 사항을 보고하여야 한다(제21조

²⁰³⁾ Hellgardt/Hoger(주 48), S.58.

²⁰⁴⁾ 기업인수와 관련하여 공개매수 규제의 적용 여부도 문제될 것이다.

²⁰⁵⁾ 이 문제를 제기한 문헌으로 Schneider/Anzinger(주 7); 국내문헌으로 최문희(주 8).

²⁰⁶⁾ 예컨대 Sarasin & Cie은행은 원칙적으로 ISS의 제안을 따르겠다고 발표한 바 있고 (Schneider/Anzinger(주 7), S.92), HP와 Compaq의 합병에서 HP 주주들은 오로지 ISS의 제안에 의거하여 의결권을 행사하였다는 사실을 밝힌 바 있다. *Wall Street Journal* (Jan. 15, 2002), p. C.14.

²⁰⁷⁾ 2006년 당시 미국의 기관투자자들이 투자한 발행회사들이 기관투자자들과 주주총회에서의 의결권 행사와 관련하여 의사소통을 희망했으나, 많은 기관투자자들이 의결권 자문회사에 이미 위임했기 때문에 접촉을 피한다는 보고도 있었다. Business Roundtable (USA), Detailed Comments of Business Roundtable on The "Proposed Election Contest Rules" of the U.S. Securities and Exchange Commission, p.2 (Schneider/Anzinger(주 7)에서 재인용).

²⁰⁸⁾ 상세는 Wünschmann(주 11), S.310f.

²⁰⁹⁾ 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% 또는 75%로 구분된다.

제1항, 제22조 제1항·제2항). 보고의무자가 직접 소유하지 않은 제3자의 지분에 대해서도 일정한 행위가 있는 경우 “공동행위(Acting in Concert)”로서 의결권이 귀속되어 합산하여 보고의무를 부담한다(동법 제22조 제2항).

의결권이 귀속되는 일정한 행위는 다음과 같이 정의되어 있다. 보고의무자 또는 그 자회사가 “일정한 합의 또는 기타 방법으로” 타인과 함께 발행회사에 대한 의결권 행사를 위한 행동에 관해 합의한 경우 그 타인의 의결권은 보고의무자의 의결권으로 귀속시켜 지분을 합산한다(동법 제22조 제2항). 여기서 의결권 행사에 관한 행동의 합의(abgestimmtes Verhalten)란 의결권 행사에 관한 양해 또는 기타 방법으로 발행회사의 경영정책에 대하여 지속적이고 중대한 변경을 꾀할 목적으로 협력(Zusammenwirken)하는 것이다(동법 제22조 제2항 제2문).

합의란 의결권 구속 계약, 이익보존계약 등 민법의 모든 유형의 계약이 포함된다.²¹⁰⁾ 기관투자자들의 신사협정과 같은 약속의 경우에는 사례별로 파악할 수 있는바, 다음과 같은 경우 공동행위라고 본다. 즉 기관투자자가 명시적으로 또는 전통적으로 합의를 고수하고 있는 경우이다. 예컨대 금융관련회사의 협회와 공적 연금 기금 협회가 집단적 의견을 개진하기 위해서 정기적으로 만나서 forum을 형성하여 함께 행동하는 경우를 생각해 보자. 이 경우 단순 의견의 교환인가 상호 자문 또는 합의인가가 문제된다. 다른 주주들과 의안에 관해서 의견 교환만 하고 자신의 판단을 유보하는 경우나 주주총회에서 독자적인 판단에 근거하여 의결권을 행사하는 경우는 공동행위에 해당한다고 보기 어렵다. 그런데 참가자들이 상호간의 기대에 근거하여 확실히 의결권 행사와 관련하여 구속(eine gewisse Bindung)이 있는 경우에는 공동행위가 존재한다. 만일 바로 다음 주주총회와 관련하여 의결권 구속 계약이나 위임계약이 체결되었다면 공동행위가 존재한다.²¹¹⁾

제22조 제2항의 요건은 “인식 있는 실제의 협력”이다.²¹²⁾ 인식 없이 동일한 방향의 의결권 행사로는 충분하지 않고, 적어도 의결권을 행사하는 2인 이상의 자들 사이에 의사 연락 과정(kommunikativer Vorgang)이 있어야 한다.²¹³⁾ 제22조 제2항의

210) Uwe H. Schneider, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz*, 4. Aufl., Verlag Dr. Otto Schmidt (2006), § 22 Rn.141.

211) Walter Bayer, in: Wulf Goette/Mathias Habersack/Susanne Kalss (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 4. Aufl., C.H.Beck (2016), § 22 Anhang. Mitteilungspflichten nach WpHG, Rn.46.

212) Schneider/Anzinger(주 7), S.94.

213) Schneider/Anzinger(주 7), S.94; Katja Langenbucher, “Stimmrechtsberater”, *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag* (2013), S.739; Wünschmann(주 11), S.315.

의결권의 귀속을 위해서 보고의무자가 반드시 주주일 것을 요구하는 것은 아니다. 의결권 행사 과정에서 주주들이 직접적으로 협의하거나 의사연락을 할 것이 요구되지 않는다. 예컨대 대리자와 같은 제3의 중개자를 통해서도 할 수 있다고 한다.²¹⁴⁾

2) 동일한 의결권 자문회사의 권고를 받은 경우

다수의 주주가 동일한 의결권 자문회사의 권고를 받았다면 A 또는 B 또는 P가 제22조 제2항의 보고의무를 부담하는가?²¹⁵⁾ 자문회사가 그 고객을 위하여 하나의 안전이 아니라, 다수의 주주총회의 여러 가지 안전에 대해서 권고를 하는 경우가 있기 때문에 보고의무 여부가 문제된다.

일반적으로 주주가 스스로의 판단에 따라 의결권 자문회사에 권고를 구하였다면 인식있는 협력은 존재하지 않는다.²¹⁶⁾ A와 B가 P를 통해 의사연락을 한 것이라고 볼 수 있는가? 의사연락은 중개자를 통해서도 할 수 있고, P가 중개자의 역할을 한다고 볼 수도 있을 것이다. 그러나 보통의 상황에서는 의결권 자문회사는 권고를 할 뿐이고 피자문 주주 사이에 의결권 공동행사에 관한 합의는 없다.²¹⁷⁾ A와 B는 단순히 동일한 권고를 받은 것뿐이고, P와 권고를 받은 A와 B 사이에 의결권 행사에 관한 양해가 있다고 보기는 어렵다. 의결권 권고 시 구속적인 지시를 하는 것도 아니고, 의결권 행사에 관한 공동행위도 없다.

독일법의 해석으로는 동일한 의결권 권고를 따른 경우 의결권 자문회사에 “사실상 구속”된 것이라고 보며 보고의무를 인정하는 소수설이 있지만,²¹⁸⁾ 압도적 다수의 입장은 부정한다.²¹⁹⁾ 주주는 일반적으로 동일한 자문회사로부터 권고를 받은 다른 주주의 지분을 알 수 없다.

의결권 자문회사의 권고는 단지 의결권 행사 방향에 대한 제안이기 때문에 의사

²¹⁴⁾ Mathias Casper, “Acting in Concert, Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes”, *ZIP* (2003), 1469 (1475); Andreas Pentz, “Acting in Concert, Ausgewählte Einzelprobleme zur Zurechnung und zu den Rechtsfolgen”, *ZIP* (2003), 1478 (1486).

²¹⁵⁾ 독일 기업인수법(WpÜG) 제30조 제2항의 공개매수 규제의 적용 여부도 문제되지만, 같은 쟁점이므로 여기서는 대량보유보고의무 논의에 대해서만 서술한다.

²¹⁶⁾ Langenbucher(주 213), S.739f.

²¹⁷⁾ Dirk Kocher/Julia Heydel, “Kein Abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater”, *AG* (2011), 543, 544; Langenbucher(주 213), S.740.

²¹⁸⁾ Vaupel(주 70), S.75.

²¹⁹⁾ Schneider/Anzinger(주 7), S.94; Langenbucher(주 213), S.740.

연락 과정이 없고,²²⁰⁾ 권고에 따를지 여부는 주주가 독자적으로 판단하게 되므로, 주주는 어느 경우에도 의결권 자문회사의 권고에 구속되지 않는다. 의결권 자문회사도 자신의 권고에 따라 주주가 의결권을 행사할지 알 수 없다. 자문회사는 자문계약에 따라 권고를 하는 것뿐이므로 그 권고를 구속적으로 하는 경우는 생각하기 어렵다. 요컨대 독일에서는 “공동행위(Acting in Concert)”에 해당하지 않는다는 입장이 일반적이다.²²¹⁾

한편 다수설 중에는 위 사례에서 기관투자자 A가 자문회사의 권고를 언제나 또는 원칙적으로 따르겠다고 공표한 때에는 의결권 행사의 공동행위라고 보는 입장이 있다.²²²⁾ 이 경우에는 다른 주주들이 권고를 받은 주주와 의결권 자문회사 간에 의결권 행사에 관한 양해가 있다는 사실을 알 수 있다는 점, 의결권 행사공동의 징표로서 분명한 청구권이나 기타 권리나 의무까지 요구되지는 않는다는 점을 논거로 한다.²²³⁾ 의결권 권고를 따라야 할 법적 구속은 없지만, 주주가 그 권고를 따를 것이라는 사실을 전제할 수 있고, 의결권 귀속 요건이 충족된 것으로 볼 수 있다는 것이다. 이 입장은 위 사례에서 동일한 P로부터 의결권 권고를 받은 A와 B 사이에 의결권 행사 공동행위를 인정할 수 있는지의 문제에 관해서도, “계속하여 혹은 의결권 권고의 공표 이전에 이미 다른 주주를 위하여 의결권 권고를 그대로 (blindly) 따를 것을 공표한 경우”에는 공동행위의 존재를 인정한다.²²⁴⁾

(3) 우리나라의 경우

1) 대량보유보고의무자

자본시장법상 의결권 있는 주식 5% 이상을 보유하는 자는 대량보유보고자로서 보고의무를 부담한다(제147조 제1항). 이 경우 본인뿐만 아니라 특수관계인과 공동보유자의 지분도 합산한다. 의결권 자문회사 P로부터 동일한 자문을 받는 기관투자자 A와 B의 경우 본인과 합의 또는 계약 등에 의하여 공동으로 일정한 행위를

²²⁰⁾ Kocher/Heydel(주 217), S.543; Schwarz(주 131), S.261, 264; Wünschmann(주 11), S.316.

²²¹⁾ Schneider/Anzinger(주 7), S.94; Langenbucher(주 213), S.740.

²²²⁾ Schneider/Anzinger(주 7); Schneider, ZGR (2012), 518, 531. 같은 취지로 Kuhla(주 55), S.151; 반대 Wünschmann(주 11), S.317.

²²³⁾ 반대견해로는 Fleischer(주 2), S.6; 연방금융감독청(BaFin)도 부정한다. Jurschus, *Börsen-Zeitung*, v. 7. 2. 2007, S.11 (Fleischer(주 2), S.6에서 재인용).

²²⁴⁾ Schneider/Anzinger(주 7), S.95.

합의한 자인 공동보유자가 문제될 것이다. 그 중에서도 주식 처분, 상호 양도 또는 양수(시행령 제141조 제2항)가 없다고 가정하는 경우 “의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함)을 공동으로 행사하는 행위”에 포함되는지 문제된다.²²⁵⁾

2) 검토

일반적인 사례에서 단순히 A와 B가 동일한 의결권 자문회사 P로부터 동일한 권고를 받아 동일한 방향으로 의결권을 행사하였다고 하더라도 공동보유관계를 인정하기는 어려울 것이다. 다만 앞의 사례처럼 기관투자자 A와 B가 모두 P의 권고에 따라 의결권을 행사할 것을 미리 공표한 경우에(이들은 모두 발행회사의 주식을 소유하고 있다고 가정) “의결권을 공동으로 행사하는 행위”에 해당한다고 볼 수 있다. P의 경우도 공동보유자에 해당할 수 있다. 이들간에 합의 또는 계약이 있다고 볼 수 있는지 문제되지만, 합의는 서면으로 할 필요는 없고, 의사의 합치만으로도 가능하며, 이러한 의사는 정황증거로써 입증 가능하다는 하급심 판례에 의하면,²²⁶⁾ A와 P 사이, 그리고 B와 P 사이의 합의는 추정된다고 본다.

P가 주식을 보유하지 않은 경우에 A와 B 사이의 합의를 추정하여 양자 사이의 공동보유관계를 인정할 수 있는가? A와 B 사이에는 직접 합의가 없고, A와 B 중 어느 하나가 다른 자에 대하여 P를 통해서 의결권 행사를 지시할 권한도 없는 상황에서 A와 B의 합의를 추정하기는 어렵다. 계속하여 여러 주주총회에 걸쳐서 동일한 P로부터 의결권 자문서비스를 받고 그 권고대로 의결권을 행사한 경우에는 어떠한가? P나 A와 B는 - 기관투자자의 지분비율 공시의무가 없는 상황에서도 - 거래소를 통해서 P의 권고를 받는 주주의 지분율을 알 수 있는 경우가 있다. 주주총회일 이후 기관투자자들의 의결권 행사 내역이 공시된 후 P의 권고를 받은 주주의 실제 의결권 행사 방향을 대강 짐작할 수 있고, 권고와 일치하여 의결권이 행사된 주식 지분을 추산하는 것이 불가능한 것은 아니다.

그러나 이러한 일치가 합의를 추정하는 정황증거라고 하기는 어렵다.²²⁷⁾ 설령 위 사례에서 A와 B 사이의 합의를 추정하고 공동보유관계가 인정되는 것으로 해석하더라도, 사실상 보고의무를 이행하기는 어렵다. 주주총회 이전에 다른 주주의

225) 동일한 P로부터 권고를 받은 A와 B가 의결권 행사 이전에 이를 무조건적으로 따를 것을 공표하였다면 공동보유자로 볼 수 있다는 입장으로 최문희(주 8), 158면. 같은 취지로 임재원, **자본시장법**, 2015년판, 박영사(2015), 569면.

226) 서울지법 2003. 10. 20.자 2003카합3224 결정.

227) Schneider/Anzinger(주 7), S.94; Langenbucher(주 213), S.740.

지분비율을 알기가 어렵기 때문이다.

기관투자자가 의결권 자문회사의 권고에 따르겠다고 사전에 공표한 후 실제 같은 방향으로 의결권을 행사한다면 기관투자자가 그 수익자, 수급권자의 이익을 위해 의결권을 행사하는 데 주의의무를 이행하지 않은 것으로 판단될 가능성도 있다. 물론 이러한 사례가 있다면 P에게 의결권 행사 지시권이 있다고 인정해야 하고, 이러한 기관투자자의 비율이 5%를 초과하면 보고의무를 이행해야 할 것이다.

3) 보고의무의 입법론

실제로 기관투자자들이 암묵적으로 공동행위를 하는 예는 적지 않다. 예컨대 외국의 연기금은 회사지배구조가 낮은 기업의 목록을 작성하고 그에 해당하는 회사에 대해서 연합하여 의결권을 행사하는 예가 없지 않다. 의결권 자문회사의 권고를 따랐다는 형식으로 사실상 의결권을 공동으로 행사하는 사례도 생각해 볼 수 있다. 이에 대처하기 위해서는 보다 널리 공동보유관계를 인정하는 식으로 해석하거나 입법적 조치가 필요하다는 입론도 생각해 볼 수 있다.

그러나 대량보유보고의무 위반 시에 의결권 행사 제한, 금융위원회의 처분명령권(자본시장법 제150조, 시행령 제157조, 제158조), 보고의무 및 처분명령 위반 시 형사제재(제446조, 제444조 제18호) 등 강한 제재가 가해지는 현행법이 존재하는 한 이러한 방향의 입법은 신중을 기할 필요가 있다.

나아가 현실적으로 보고의무를 이행하지 않은 상태에서 주식에 대해 의결권을 행사한 경우 주주총회 결의가 취소될 우려가 있고, 발행회사의 경영에 지장을 초래할 수 있다는 점도 고려해야 한다.

3. 의결권 자문회사의 손해배상책임

(1) 서

의결권 자문회사에 대한 규제의 실효성은 손해배상책임을 통해서 담보된다. 이에 대해서 아무런 규정이 없기 때문에 의결권 자문회사가 부실자문을 한 경우에는 일반 민법상 법리에 의해 해결할 수밖에 없다. 부실자문을 한 경우 손해배상책임은 부실자문에 의거해 의결권을 행사한 기관투자자에 대한 손해배상책임과 발행회사에 대한 그것으로 구분하여 살펴보아야 한다.

(2) 기관투자자에 대한 손해배상책임

1) 일반 민법상 책임

가. 계약상 책임

(가) 적용 법률, 자문계약의 성질

기관투자자와 의결권 자문회사 사이에 자문계약이 체결되었으므로 자문계약에 기한 손해배상책임을 추궁할 수 있다. 만일 국내 의결권 자문회사가 문제되는 경우에는 민법에 의해 파악하면 된다. 이에 대해 ISS와 같이 외국 회사의 경우에는 국제사법에 의해 계약에 적용되는 준거법을 결정해야 하는 문제가 발생한다. 물론 추후에 ISS도 우리나라에 자문업자로 등록하는 경우에는 역외자문업자로서 국내 법이 적용되게 될 것이다(자본시장법 제100조 제3항). 국제사법에 의하면 당사자의 선택(국제사법 제25조), 이러한 합의가 없으면 제26조에 따라 자문계약과 가장 밀접한 관련이 있는 국가의 법에 의한다. 자문계약이 용역제공 계약이라고 본다면 자문회사의 상거소가 가장 밀접한 관련이 있는 법이라고 추정된다(제26조 제1항, 제2항 제3호). 이 경우 미국 계약법이 적용된다고 볼 수도 있지만, ISS가 국내 기관투자자를 상대로 국내 회사의 주주총회와 관련하여 자문하는 것이므로 국내법이 가장 밀접한 관련이 있는 법이라고 볼 수도 있을 것이다. 아래에서는 국내 민법이 적용되는 경우를 전제로 검토한다.

손해배상책임을 논하기 전에 의결권 자문계약의 성질을 논할 필요가 있다. 어느 경우든 채무불이행 책임이 성립할 수 있음은 물론이지만 계약의 성질에 따라 민법 소정의 특별한 담보책임이나 손해배상 규정이 적용될 수도 있기 때문이다. 의결권 자문계약은 의결권 자문회사가 의안에 대한 분석을 통해서 의결권 권고를 완성할 것을 약정하고 상대방인 기관투자자가 그 일의 결과에 대하여 보수를 지급할 것을 약정함으로써 성립한다. 위임, 고용 등 노무제공계약 중에서 안전 분석을 토대로 의결권 행사방향에 대한 권고의 “완성”을 목적으로 하므로 도급계약으로 볼 수 있을 것이다(민법 제664조).²²⁸⁾

228) 독일에서는 신용평가회사와 발행회사와의 계약관계에 관한 입장은 도급계약(독일 민법 제631조), 유상의 사무처리계약(독일 민법 제675조), 비전형계약으로 갈리고 있으나 도급 계약이라는 입장이 다수설로 보인다. 대표적으로 Mathias Habersack, “Rechtsfragen des Emittenten-Ratings”, *ZHR* 169 (2005), 185, 203; Schwarz(주 131), S.287.

(나) 계약상 손해배상책임의 성립

첫째, 자문회사의 의무위반, 즉 부실자문이 있어야 할 것이다. 국내 회사법이나 발행회사에 대한 상황을 잘못 파악하여 부실 자문을 한 경우, 이미 주주총회가 완료되었다면 하자보수는 가능하지 않고 채무불이행에 의거한 손해배상책임만 고려된다(민법 제390조). 손해배상청구를 위해서는 자문회사의 의무위반에 의한 부실자문이 있어야 하나, 어느 경우에 부실자문으로 볼 수 있는가 문제된다.

자문계약은 기관투자자와 체결하는 것이고 기관투자자를 위해서 자문하는 것이므로, 기관투자자의 이익에 반하는 자문은 부실자문이다. 따라서 자문은 오로지 기관투자자 - 발행회사의 주주 - 이익을 위해서 발행회사가 속한 회사법, 발행회사에 관한 정확한 정보에 입각하여 전문적, 중립적으로 행해져야 한다. 자문이 중립적이어야 한다는 것은 자문 시에 자문회사 자신의 이익, 국민경제나 제3자의 이익 등 다른 관점은 고려하지 않고 기관투자자의 재무적 이익에 초점을 맞추어야 한다. 기관투자자의 이익은 흔히 발행회사의 이익을 고려하여 중립적으로 정할 수 있다. 이 관점을 적용하면 두 회사 사이의 합병에서 합병조건이 불공정한 경우에 자문방향이 정해진다. 예컨대 삼성물산과 제일모직 합병사건에서 두 회사의 합병조건이 불공정하다고 가정하는 경우, 자문회사는 각 회사의 주주에게 당해 합병조건이 경제적으로 이익인지 여부에 따라서 권고해야 한다. 합병조건이 유리한 회사의 주주에게는 찬성, 불리한 회사의 주주에게는 반대 권고를 할 수밖에 없다. 여기서 자문회사가 양쪽 합병 당사회사의 주주에게 모두 자문을 하면서 어느 한쪽에는 찬성, 다른 쪽에는 반대 권고를 하였다면, 다른 회사 주주에게 반대 방향의 권고를 한 것이 신인의무 위반에 해당하지 않는가라는 의문이 생긴다. 삼성물산 합병 사건에서 ISS는 삼성물산 쪽에는 반대, 제일모직 쪽에는 찬성 권고를 하였는데, 삼성물산 주주에게 반대 권고를 한 것은 삼성물산 주주의 경제적 이익을 고려한 것으로 부실자문이 아니므로, 다른 상황이 없는 한 의무위반이 아니다. 제일모직 주주측에도 제일모직의 경제적 이익을 고려한다면 찬성 권고를 한 것이 의무위반이 아니다. 삼성물산 주주관점에서는 합병을 저지하기 위해서는 양쪽 회사에서 같은 방향으로 반대해야 하는 것이므로, 제일모직 주주측에 찬성 권고를 한 것이 삼성물산 주주에 대한 의무위반이라는 입장도 생각해 볼 수 있다. 그러나 개별 주주의 개별 회사에서의 재무적 이익을 고려하여 권고하였다면 부실자문이라고 보기 어려울 것이다. 마찬가지로 국민연금처럼 합병에서 양쪽 회사의 주식을 모두 보유하고 있는 주주에 대한 권고도 각각의 주식을 기준으로 하면, 각각 찬성 및 반대 권고를 할 수밖에

없다. 이러한 경우 국민연금은 전체적으로 합병으로 인한 총 재무적 이익을 고려하여 의결권을 행사할 수도 있을 것이므로,²²⁹⁾ 반드시 합병 당사회사 주식 각각의 재무적 이익에 따라서 의결권을 행사하지 않고, 같은 방향으로 의결권을 행사할 수도 있다. 이 문제는 자문회사가 아무런 제약 없이 이익상충 상황에서도 자문서비스를 제공하는 것이 허용되는 한 언제나 발생할 수 있다.

둘째, 손해배상청구를 위해서는 거래인과관계, 손해인과관계, 손해가 인정되어야 한다. ① 기관투자자가 부실자문에 의거하여 부실자문대로 의결권을 행사하였고(거래인과관계), ② 부실자문에 의거하여 의결권을 행사한 것이 주주총회 결의의 결과에 영향을 미쳤고(예컨대 불공정한 조건의 합병인데 부실자문하여 합병에 찬성하였고 합병이 가결된 경우), ③ 기관투자자가 손해를 입었어야 한다.

실제로 인과관계나 손해의 입증은 매우 어려울 것이다. 자문회사의 권고는 “자문”에 불과하기 때문에 주주가 이에 따라야 할 의무가 없으며, 기관투자자는 권고에 의거해 스스로 판단할 의무가 있기 때문에, 그 의결권 행사가 이 권고에 따른 것임을 입증하기는 어렵다. 주주의 의결권 행사가 권고에 따른 것임이 확정되더라도, 그 주주의 의결권 행사가 주주총회결의의 결과에 영향을 미쳤다고 하기 위해서는 당해 주주의 지분이 결의를 가결시킬 정도로 상당히 높아야 할 것이다. 그렇지 않은 경우에는 다른 주주들의 의결권 행사와 공동으로 결의의 결과에 영향을 미친 것이기 때문에 인과관계가 단절되게 된다.

손해의 확정은 더욱 어렵다. 주주총회 결의 후 발행회사의 주가가 하락한 경우에 손해를 상정해 볼 수 있다. 그러나 위 ①과 ②가 입증되어 부실자문에 의거한 주주의 의결권 행사가 결의에 영향을 미친 경우에도, 그 주주총회 결의 때문에 주주가 손해를 입었어야 한다는 사정이 있어야 한다. 손해액의 산정 시기도 문제이다. 주주총회 결의 후 주가가 하락한 경우 어느 시점의 주가를 기준으로 해야 하는지이다.

나. 불법행위책임

우리나라에서는 다른 투자자 소송에서처럼 불법행위책임을 활용할 가능성이 높다. 불법행위책임의 경우에도 인과관계, 손해의 확정 문제 등이 있다. 나아가 부실자문이 ‘위법성’을 충족하여야 하는데, 이 요건이 충족되기는 쉽지 않을 것이다.

일반 민법상 손해배상책임에 의해 손해전보를 받기가 어렵기 때문에 손해배상책

229) 합병 시 당사 회사 모두에 투자하고 있는 기관투자자나 국민연금의 의결권 행사 방향에 관하여 다양한 논의는 박준 외(주 4), 76-78면.

입의 특칙을 두자는 입장도 생각해 볼 수 있지만, 특칙의 도입은 신중히 판단해야 한다. 권고란 주주총회 안건에 대한 자문회사의 의견이다. 의무위반에 해당할 소지가 있는 여러 가지 요소(권고가 회사법 등 정보에 기초하지 않았다는 사실, 권고에 이익상충이 개재되어 있다는 사실)를 고려할 수 있기는 하다. 그러나 손해배상책임의 특칙을 두기 위해서는 의무위반, 즉 부실자문에 해당하지 않기 위해서 자문회사가 준수해야 할 행위기준을 구체적으로 정립할 수 있어야 하는데, 이를 사전적으로 정할 수 있는지는 매우 의문이다.

의결권 자문회사의 손해배상책임은 신용평가회사의 손해배상책임과 유사한 방향으로 논의하는 것도 생각해 볼 수 있다. 그러나 양자 사이에는 다음과 같은 차이가 있다. 신용평가회사의 신용평가는 이용자가 불특정되고, 공적 기능을 담당하기 때문에, 자본시장의 문지기로서의 기능과 역할 및 이러한 역할을 제대로 수행하지 못한 경우의 손해배상책임의 특칙을 두어야 한다는 주장이 설득력이 있다. 이에 반하여 의결권 자문회사는 계약에 따라 특정인에게 권고를 하기 때문에 – 물론 발행회사의 기관투자자가 다수이고 중요한 주주총회 안건에 대해서는 이들을 통해서 권고 내용이 시장에 전달되기 때문에 이에 간접적으로 영향을 받는 주주가 다수라는 점은 동일하다 – 문지기로서의 역할에 상응하는 손해배상책임의 문제가 두드러지지 않는다. 또한 신용평가회사는 증권에 대한 평가/회사에 대한 평가가 잘못되었는데 나중에 회사가 도산한 경우 신용평가회사의 의무위반을 파악하기가 어렵지 않다. 그러나 의결권 권고의 경우, 자문회사가 발행회사가 속한 곳의 법령을 위반하거나 기관투자자의 의결권 행사 지침에 반하는 권고를 하였거나 이익상충이 개재되지 않는 한 부실자문 여부를 파악하기는 매우 어렵다.

2) 신인의무자로서의 책임 여부

의결권 자문회사가 그 권고를 받는 기관투자자에게 신인의무를 부담하는지 문제될 수 있다. 이러한 의무가 인정된다면 기관투자자와 이익충돌이 있는 업무는 수행할 수 없고, 만일 이를 수행하여 기관투자자가 손해를 입은 경우 손해배상책임이 인정될 것이다. 전술한 것처럼 의결권 자문회사의 자문서비스를 제공받는 기관투자자가 늘고 있고, 의결권 권고는 비록 계량화할 수는 없지만 기관투자자에게 영향력을 미치고 있다. 이 때문에 투자자문업자와 같은 신인의무(fiduciary duty)를 인정할 수 있는지 문제된다.

미국에서는 투자자문업자가 의결권 행사를 포함하여 고객의 이익을 위해서 수행

하는 모든 업무에 관하여 충실의무와 신인의무(duties of care and loyalty)를 부담하는 신인의무자(fiduciary)로 인정된다.²³⁰⁾ 이러한 신인의무를 준수하기 위하여 투자자문업자는 고객의 이익을 위하여 의결권을 행사하여야 하고, 자신의 이익을 위하여 행사하여서는 아니된다. ISS는 미국 투자자문업자로 등록되어 있기 때문에 이러한 의무를 부담한다고 할 수 있다.

투자자문업자로 등록되지 않은 다른 의결권 자문회사도 마찬가지로 신인의무를 부담하는가가 문제된다. 이 문제는 본격적으로 논의되고 있지 않지만, 의결권 자문회사는 회사의 경영자와는 달리 신인의무를 부담하지 않는다고 보고 있다.²³¹⁾ 영미에서는 전통적으로, 그리고 2008년 이후 글로벌 금융위기를 계기로 자본시장의 신뢰 회복과 이익상충 문제에 대응하기 위해서 신인관계의 범위를 확장하려는 연구가 있어 왔다.²³²⁾ 이 문제는 본고에서는 상세히 다룰 수 없지만, 신인관계의 주요 특징으로 신인의무자의 재량과 권한, 신뢰와 신임 및 상대방에 대한 보호 필요성을 특징으로 한다.²³³⁾ 그리고 신인의무 법리가 적용되는 경우에는 신인의무자에게 이익상충금지의무가 부과된다. 그런데 의결권 자문회사가 기관투자자에 대해서 신인의무자와 같은 재량과 권한이 인정되는지는 의문이 있고, 의결권 권고에 터잡아 기관투자자가 스스로 의결권을 행사한다는 점에서 신인관계가 성립되는 것으로 보기는 어렵다. 연기금 등 기관투자자가 의결권 자문회사의 권고를 그대로 수용하는 것이 아니라 자신의 독자적 판단을 하는 데 판단 자료로 사용하고 있는 경우에 그러하다. 나아가 권고를 그대로 따르는 경우 오히려 기관투자자 자신의 그 수익자에 대한 의무위반이 될 수 있다.

3) 손해배상책임의 실효성을 위한 제도 확충

결론적으로 현 상황에서 민법상 손해배상책임에 의거할 수밖에 없다. 따라서 손해배상책임을 보다 실효성 있게 추궁할 수 있는 방안을 고려할 필요가 있다. 자문회사가 부실자문을 하였는지 여부는 그 자문이 전문성, 객관성, 중립성을 충족하였는지 여부에 따라 좌우된다. 그러나 이들 요소의 충족 여부는 모두 전술한 자문회

230) Section 206 of the Advisers Act [15 U.S.C. 80b-6]). SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 194 (1963).

231) Belinfanti(주 7), p.422.

232) 상세는 김정연, 자본시장에서의 이익충돌에 관한 연구, 서울대학교 법학전문박사학위 논문(2016), 32면 이하.

233) 김정연(주 232), 32면, 49면 이하.

사의 이익상충 방지를 위한 여러가지 제도들(이익상충의 공시 또는 금지, 지분비율의 공시, 자문에 관한 방법론 공시 등)의 확충 없이는 판단하기 어렵다. 이러한 제도의 도입이 전제되지 않고서는 손해배상책임은 실효성이 없을 것이다.

(3) 발행회사 및 기타 주주에 대한 손해배상책임

의결권 자문회사와 자문계약을 체결하는 자는 발행회사의 주주이지만, 의결권 권고에 따라 실제로 영향을 받는 자로는 발행회사와 다른 주주도 포함된다. 이 때 문에 발행회사 및 기타 주주에 대한 손해배상책임 여부도 문제된다.

1) 기관투자자의 손해배상책임

의결권 자문회사의 권고를 받아 의결권을 행사한 기관투자자를 상대로 하는 발행회사의 손해배상청구를 생각해 볼 수 있으나, 손해배상책임이 성립되기는 어렵다. 우리나라에서 주주의 의결권 행사가 소수주주의 이익을 침해하는 다수결 남용에 해당하는 경우 결의하자사유가 인정되지만,²³⁴⁾ 주주가 회사나 다른 주주에 대하여 충실의무를 부담하지 않기 때문에²³⁵⁾ 기관투자자가 의결권 행사에 의해 회사나 다른 주주에게 손해배상책임을 부담하는 경우는 생각하기 어렵다.

2) 의결권 자문회사의 손해배상책임

가. 불법행위책임

의결권 자문회사의 권고를 받아 의결권이 행사된 주주총회의 결의는 직·간접적으로 그 권고에 영향을 받을 수 있다. 예컨대 합병 안전이 부결되었거나, 신주의 제3자 배정 결의가 부결되어 합병이 진행되지 못하거나 신주발행을 진행하지 못한 경우를 생각해 볼 수 있다.

발행회사는 의결권 자문회사와는 아무런 계약 관계가 없기 때문에 계약상 책임

²³⁴⁾ 무효원인이라는 견해: 권기범, **현대회사법론**, 제4판, 삼지원(2012), 659면; 김건식/노혁준/천경훈, **회사법**, 제2판, 박영사(2015), 321면; 이철송, **회사법강의**, 제24판, 박영사(2016), 603면. 취소원인이라는 견해: 정동윤, **상법(상)**, 제6판, 법문사(2012), 578면. 다수결 남용이 결의하자사유에 해당한다는 주장은 실정법에 근거를 두지 않았다는 이유로 신중해야 한다는 견해로 한국상사법학회, **주식회사법대계 II (기관)**, 법문사(2013), 293면(최준선 집필 부분).

²³⁵⁾ 우리나라 통설.

을 추궁할 수 없고, 불법행위책임에 의할 수밖에 없다. 그러나 불법행위책임은 여러 가지 측면에서 배상청구자 입장에서는 불리하다. 손해배상의 청구권자인 피해자가 책임성립의 요건을 주장·입증해야 하고, ‘위법성’요건 충족이 어려우며, 채무불이행에 의한 손해배상채권 10년보다 단기 시효(3년, 10년)가 규정되어 있으며,²³⁶⁾ 사용자배상책임의 성립도 계약관계에서 이행보조자를 사용한 경우의 책임²³⁷⁾보다 어렵다. 이처럼 불법행위책임의 성립이 어렵기 때문에 실제로 의결권 자문회사에 대한 손해배상청구는 현실적으로 어려울 수밖에 없다.

나. 계약의 제3자 보호효

독일에서는 위와 같은 한계 이외에도 불법행위법에 의해 보호되는 범위가 협소하다는 문제도 있다. 불법행위법에 의하여 보호되는 법익은 원칙적으로 ‘기존의 확립된 재산권’에 한정되기 때문에 계약책임보다 협소하고,²³⁸⁾ 독일의 불법행위법은 불완전하다고 평가된다. 우리 민법 제750조와 같은 일반조항 대신에 불법행위의 개별 유형을 한정적으로 열거함으로써(독일 민법 제823조, 제826조) 새로운 불법행위적 사태에 대한 대응이 여의치 못하다.²³⁹⁾

계약관계에 기하여 제3자가 손해를 입은 경우에 민법 제539조의 제3자를 위한 계약(제3자의 수익을 위한 계약의 의미이다)이 성립하는 경우를 제외하고, 그 제3자에게 채무불이행으로 인한 손해배상청구권이 귀속될 수 없다. 그러나 독일의 판례는 위와 같은 불법행위책임의 한계 때문에 “계약의 제3자 보호효(Drittschutzes von Verträgen)” 또는 “제3자 보호효 있는 계약”법리로 문제를 해결하려고 시도해 왔다.²⁴⁰⁾

의결권 자문회사의 책임에 관해서도 발행회사 및 다른 주주의 보호를 도모하기 위해서 이러한 접근을 하고 있다.²⁴¹⁾ 의결권 자문회사가 주의의무를 위반하여 권

²³⁶⁾ 독일에서는 2002년 민법 개정에서 양자의 시효를 동일하게 규정하였다.

²³⁷⁾ 계약상 채무자의 이행보조자에 대한 책임은 채무자가 이행보조자의 행위에 대하여 담보책임을 지는 것으로서 자신의 선임·감독 등의 감독의무의 위반을 요건으로 하지 않는다(제391조). 채무자는 이행보조자의 채무불이행에 대해서 면책될 가능성이 없다. 이에 대해 불법행위법상의 사용자 책임에서 사용자는 피용자의 타인에 대한 불법행위에 대하여 무조건 책임을 지는 것이 아니라, 자신이 고용한 피용자에 대한 선임·감독상 주의의무를 위반한 경우에 책임을 지고, 선임·감독의 주의의무를 다 하였음을 입증하여 면책될 수 있다(제756조 제1항 단서).

²³⁸⁾ Karl Larenz, *Lehrbuch des Schuldrechts Band I Allgemeiner Teil (SR AT)*, 14 Aufl., C.H.Beck (1987) § 9 I, S.106, 107.

²³⁹⁾ 양창수, “계약제결상의 과실”, *민법연구*, 제1권, 박영사(1991), 390면.

²⁴⁰⁾ *Soergel/Hadding*, BGB, 13. Aufl. (2010), AAh. § 328, Rn.1; Schwarz(주 131), S.296.

고하고 그 권고가 자문계약 외부의 제3자 - 발행회사와 다른 주주 - 에게 영향을 미치기 때문이다.

독일에서 논의되는 제3자 보호에 있는 계약이란, 계약책임을 확대하여 계약 자체에 가담하지 않았지만 채무자의 급부행위에의 근접성(Leistungsnähe)(예컨대 임대차계약에서 계약 당사자는 아니지만 동거 가족에 대한 임대인의 의무)과 채권자에 대한 관계(Gläubignähe)에 기하여 채무자와 유사하게 보호할 가치가 있는 제3자에게 ‘계약상의’ 보호의무 위반을 이유로 한 청구권을 인정하는 계약이다.²⁴²⁾

우리나라에서 이를 도입하자는 논의가 있으나,²⁴³⁾ 계약의 제3자 보호에 의한 계약책임을 확대에는 소극적 견해가 적지 않다.²⁴⁴⁾ 독일 민법상 불법행위법의 불완전성, 사용자책임에서 사용자의 면책주장을 허용하지 않는 불법행위책임을 한계에 기하여 인정된 법리라는 점을 고려할 필요가 있다.

나아가 독일에서도 자문계약과 관련하여 발행회사와 다른 주주에 대한 제3자 보호에 있는 계약 책임의 성립을 위한 요건 충족을 부정하는 입장이 많다.²⁴⁵⁾ 예컨대 피자문 주주와 발행회사에게 바람직한 급부의무는 동일하지 않아서 급부의 근접성 요건을 충족하지 않는다는 것이다. 피자문 주주인 기관투자자는 개별적으로 의결권 행사 지침을 갖고 있고, 투자기간, 지분율의 측면에서 발행회사의 다른 주주와 다른 입장에 있기 때문에 급부행위의 근접성을 충족하지 못하기 때문이다.

VI. 맺음말

의결권 자문회사는 주주의 의결권 행사와 회사지배구조에서 중요한 역할을 수행하고 있다. 의결권 자문회사의 영향력의 정도에 대해서는 의견이 분분할 수 있으나, 우리나라 회사법과 자본시장에서도 이들의 존재의 중요성은 크게 부각된 상태이다. 이미 중요한 안건이 있는 주주총회에서 기관투자자와 외국인 투자자들의 의결권 행사 방향과 의결권 자문회사의 권고 의견에 귀추가 주목된 사례가 적지 않고, 기관투자자가 권고를 받아 의결권을 행사하였는지 여부나 권고 의견을

241) Vaupel(주 70), S.65; Langenbucher(주 213), S.735.

242) 지원림, **민법강의**, 제8판, 홍문사(2009), 1354면.

243) 송덕수, “제3자보호 효력있는 계약”, **민법학 논총(곽윤직 화갑기념)**, 박영사(1985).

244) 지원림(주 242), 1354면.

245) Langenbucher(주 213), S.736.

수용하였는지 여부를 의결권 행사방향의 당부 판단의 기준으로 삼는 분위기도 있다. 외국계 의결권 자문회사에 대항하여 친 경영자적 의결권 자문기관의 설립이 추진 중이기도 하다. 이러한 사실들은 설령 의결권 자문회사의 권고가 주주총회의 결의에 절대적인 영향을 미치지 않는더라도, 이들의 존재 자체가 경영자의 행태와 주주총회의 의사결정, 회사지배구조에 중요함을 보여준다.

의결권 자문회사는 주주총회 안건 관련 정보 분석의 전문성을 바탕으로 기관 투자자의 의결권 행사 방향에 자문서비스를 제공함으로써 의결권 행사를 돕고 궁극적으로 회사지배구조 개선에 순기능을 할 수 있다. 그러나 이들의 영향력과 자문서비스의 정확성과 질에 대한 우려도 없지 않다. “quis custodiet ipsos custodes?” (감시자·관리자는 누가 감시·관리할 것인가)²⁴⁶⁾ 라는 말²⁴⁷⁾ 의결권 자문회사에게도 적용하는²⁴⁸⁾ 입장은 의결권 자문회사가 회사지배구조와 자본시장의 중요한 정보전달자이지만 그 자체가 문제를 야기하는 주체라는 생각을 바탕으로 한다.

이제 우리나라에서도 의결권 자문회사의 독과점적 지위와 영향력 행사, 이익상충의 우려 및 의결권 자문서비스의 질적 수준의 문제에 비추어 볼 때 의결권 자문회사에 대해 규제 방향을 정리해야 할 것이다. 필자가 본문에서 제시한 규제 방안을 정리하면서 이 글을 맺는다. 첫째, 의결권 자문회사에 대해 등록 규제를 가할 필요가 있다. 의결권 자문회사가 투자자 자산의 관리업무를 수행하지는 않지만, 의결권 자문서비스 제공을 통해 주주의 의결권 행사 방향에 대해 권고함으로써 간접적으로 주식 가치에 영향을 미칠 수 있다는 점, 의결권 자문회사가 야기하거나 야기할 가능성이 있는 문제가 간과할 수 없을 정도라는 점, 여러 가지 공시 의무 부과 전제가 된다는 점에서 그러하다. 현재 금융위원회에서 도입을 검토하고 있는 스튜어드십 코드에서 동 코드의 수범자로 의결권 자문회사도 포함하고

246) 고대 로마의 풍자 시인인 데키무스 유니우스 유베날리스(Decimus Iunius Iuvenalis), *Satire VI*, lines 347-8에서 쓴 말이다.

247) 감시자·관리자들의 본연의 역할 수행에 대한 의문을 표현한 말이다. 회계법인, 증권분석가, 인수인, 신용평가회사와 같이 자본시장의 문지기(Gatekeeper)들의 행태를 빗대어서 말할 때 인용되기도 한다. 발행회사의 부실공시 등 위법행위의 감시·통제 기능이나 역할이 기대되는 이들에 대해서는 이들이 오히려 적극적으로 발행회사의 위법행위에 가담하거나 부실한 업무를 수행하거나 고객의 이익의 희생 하에 사익을 위하여 행동한다는 점을 일컫는다.

248) John C. Coffee, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press (2006), p.5 이하, p.16 이하; Klaus J. Hopt, “Europäisches Übernahmerecht oder nur mehr Aktionärsschutz? Ein Plädoyer für mehr Mut bei der externen Corporate Governance”, *EuZW* (2014), 401.

있는바, 동 코드의 준수 상황을 파악하기 위해서 등록규제를 전제로 할 필요가 있다. 둘째, 겸업 규제에 대한 감독기관에 대한 겸업수행 사실의 신고 및 의결권 권고 시에 겸업수행 사실에 대해 공시하도록 하는 것이다. 셋째, 이익상충 우려에 대한 규제에 의결권 자문회사의 지분을 소유하고 있는 관계회사의 범위를 정하고, 의결권 자문회사 또는 그 관계회사가 주식을 보유한 회사의 주주총회에 대한 의결권 권고 시에는 그 사실을 공시하도록 해야 할 것이다. 넷째, 자문서비스의 정확성과 품질을 담보하기 위해서 의결권 권고의 방법론과 과거 의결권 권고 실적 및 의결권 권고 담당 인력에 대해서 일정한 사항을 공시해야 할 것이다.

투고일 2016. 4. 20	심사완료일 2016. 5. 13	계재확정일 2016. 5. 20
-----------------	-------------------	-------------------

참고문헌

- 곽관훈, “의결권행사 자문회사의 육성 필요성 및 법적 과제”, **경제법연구**, 제13권 제1호(경제법학회, 2014. 4).
- 권기범, **현대회사법론**(삼지원, 2012).
- 김건식, “삼성물산 합병 사례를 통해 본 우리 기업지배구조의 과제 - 법, 제도, 문화”, **BFL**, 제74호(서울대학교 금융법센터, 2015. 11).
- 김건식/노혁준/박 준/송옥렬/안수현/윤영신/천경훈/최문희(역), **회사법의 해부**(소화, 2014) [원서는 Kraakman, Reinier/Armour, John/Davies, Paul/Enriques, Luca/Hansmann, Henry/Hertig, Gerard/Hopt, Klaus/Kanda, Hideki/Rock, Edward, *The Anatomy of Corporate Law*, 2nd edition, Oxford University Press (2009)].
- 김건식/노혁준/천경훈, **회사법**(박영사, 2016).
- 김건식/정순섭, **자본시장법**(두성사, 2013).
- 김순석, “의결권행사 자문회사의 활용 및 규제”, **증권법연구**, 제16권 제2호(증권법학회, 2015. 8).
- 김정연, 자본시장에서의 이익충돌에 관한 연구, 서울대학교 법학전문박사학위논문 (2016).
- 김화진, “삼성물산과 제일모직의 합병”, **선진상사법률연구**, 제72호(법무부, 2005. 10).
- 노혁준, “합병비율의 불공정성과 소수주주 보호 - 유기적 제도설계를 향하여 -”, **경영법률**, 제26권 제2호(경영법률학회, 2016).
- 박 준/김건식/김우진/노혁준/송옥렬/이상훈, “[좌담회] 삼성물산 합병의 회사법적 쟁점”, **BFL**, 제74호(서울대학교 금융법센터, 2015. 11).
- 박환일, “신용평가회사 이해상충 문제의 해결방안”, **증권법연구**, 제12권 제1호(증권법학회, 2011).
- 안수현, “의결권행사 자문기관(Proxy Advisor Firm)에 대한 국제적인 규제움직임과 시사점”, **경영법률**, 제23권 제4호(경영법률학회, 2013).
- 염미경, “의결권행사자문회사의 문제점과 법적규제 동향”, **강원법학** 제41권 제2호(강원대 비교법학연구소, 2014. 2).
- 이상훈, “삼성물산 합병을 통해 바라본 주주이익 보호의 문제점과 개선방향”, **상사법연구**, 제34권 제3호(통권 제88호)(2015).
- 이철송, **회사법강의**(박영사, 2016).

- 임재연, **자본시장법**(박영사, 2015).
- 장정애, “우리나라 기관투자자의 의결권 행사에 관한 소고”, **경영법률**, 제23권 제3호 (경영법률학회, 2013).
- 최문희, “기관투자자의 의결권 행사의 개선과 의결권 자문회사의 활용”, **경제법연구**, 제7권 제1호(경제법학회, 2008. 6).
- _____, “연기금 등 기관투자자의 의결권 자문서비스 이용과 관련된 법적 쟁점”, **BFL**, 제77호(서울대학교 금융법센터, 2016. 5).
- 한국상사법학회, **주식회사법대계 II (기관)**(법문사, 2013).
- 尾崎悠一, “機關投資家による議決權行使と議決權行使助言會社”, 岩原紳作/山下友信/神田秀樹(편집대표), **會社・金融・法[上卷]**(商事法務, 2013).
- 上野直子, “2016年グラス・ルイス議決權行使助言方針と日本のコーポレート・ガバナンス改革”, **商事法務**, No. 2094 (2016. 3. 5).
- 石田猛行, “2016年ISS議決權行使助言方針 - 背景にある考え方 -”, **商事法務**, No. 2093 (2016. 2. 25).
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H. (Hrsg), *Wertpapierhandelsgesetz*, 4. Aufl., Verlag Dr. Otto Schmidt (2006).
- Bachmann, Gregor, “Der „Europäische Corporate Governance-Rahmen“ - Zum Grünbuch 2011 der Europäischen Kommission -”, *WM* (2011), 1301.
- Belinfanti, Tamara C., “The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry”, 14 *Stan. J. Law, Bus. & Fin.* 384 (2009).
- Briggs, Thomas W., “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism”, *J. of Corp. L.* (Summer 2007).
- Bruner, Christopher M., “Corporate Governance Reform in a Time of Crisis”, 36 *J. Corp. L.* 309 (2011).
- _____, “Conceptions of Corporate Purpose in Post-Crisis Financial Firms”, 36 *Seattle U. L. Rev.* 527 (2013).
- Casper, Mathias, “Acting in Concert, Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes”, *ZIP* (2003), 1469.
- Choi, Stephen J./Fisch, Jill E., “How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries”, 113 *Yale Law Journal* 269 (November, 2003).

- Choi, Stephen J./Fisch, Jill E./Kahan, Marcel, “Director Elections and the Role of Proxy Advisors”, 82 *S. CAL. L. REV.* 649 (2009).
- _____, “The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?”, 59 *Emory Law Journal* 869 (2010).
- Choi, Stephen/Fisch, Jill E./Kahan, Marcel, “Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections”, 3 *Harv. Bus. Law. Rev.* 36 (2013).
- Dent, Jr., George W., “A Defense of Prozy Advisors”, 2014 *Mich. St. L. Rev.* 1287 (2014).
- Dubois, Edouard, “Shareholders’ General Meetings and The Role of Proxy Advisors in France and Japan”, *Journal of International Studies*, 2012 Issue 4, Kyushu University.
- Edelman, Paul H., Randall S. Thomas & Robert B. Thompson, “Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism”, 87 *Southern California L. Rev.* 1359 (2014).
- ESMA, Final Report and Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry (Feb. 19, 2013).
- European Commission, Green Paper – the EU Corporate Governance Framework (2011).
- European Parliament and the Council, Proposal for a DIRECTIVE amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement. COM/2014/0213 final-2014/0121 (COD).
- Fleischer, Holger, “Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies”, *European Company Law*, Vol. 9, Issue 1 (2012).
- _____, “Zukunftsfragen der Corporate Governance”, *ZGR* (2011), 155.
- _____, “Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapiatalrecht”, *AG* (2012), 2.
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 4. Aufl., C.H.Beck (2016).
- Habersack, Mathias, “Rechtsfragen des Emittenten-Ratings”, *ZHR* 169 (2005), 185.

- Hellgardt, Alexander/Hoger, Andreas, “Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte”, *ZGR* (2011), 38.
- Hopt, Klaus J., “Europäisches Gesellschaftsrecht im Lichte des Aktionsplans der Europäischen Kommission vom Dezember 2012”, *ZGR* (2013), 165.
- _____, “Europäisches Übernahmerecht oder nur mehr Aktionärschutz? Ein Plädoyer für mehr Mut bei der externen Corporate Governance”, *Europäisches Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (EuZW)* (2014), 401.
- Kalss, Susanne, “Stimmrechtsberater ans Licht oder an die Kandare?“, *EuZW* (2014).
- Kay, John, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report* (July 23, 2012).
- Klöhn, Lars/Schwarz, Philip, “Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater”, *ZIP* (2012), 149.
- Kocher, Dirk/Heydel, Julia, “Kein Abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater”, *AG* (2011), 543.
- Kuhla, Tilmann, *Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater*, Tectum Verlag (2014).
- Langenbucher, Katja, “Stimmrechtsberater”, *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag* (2013).
- Larcker, David F./McCall, Allan L./Tayan, Brian, “And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations?“, *Stanford Closer Look Series* (2013).
- Larcker, David F./McCall, Allan L./Ormazabal, Gaizka, “Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms”, 58 *Journal of Law & Economics* 173 (February, 2015).
- OECD, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011.
- _____, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Nov. 2015, OECD Publishing.
- Pentz, Andreas, “Acting in Concert, Ausgewählte Einzelprobleme zur Zurechnung und zu den Rechtsfolgen”, *ZIP* (2003), 1478.

- Rose, James F./Palmiter, Alan R./Thomas, Randall S., “ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals”, 55 *Vill. L. Rev.* 56 (2010).
- Rose, Paul, “The Corporate Governance Industry”, 32 *J. CORP. L.* 103 (2007).
- Schneider, Uwe H./Anzinger, Heribert M., “Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – “A quiet guru’s enormous clout””, *NZG* (2007), 88.
- Schwarz, Philip, *Institutionelle Stimmrechtsberatung*, Duncker & Humblot (2013).
- Seibert, Ulrich, “Corporate Governance: The Next Phase”, *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag* (2013).
- Strine, Jr., Leo E., “The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face”, 30 *Del. J. Corp. L.* 673 (2005).
- _____, “Toward A True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk’s Solution For Improving Corporate America”, 119 *Harv. L. Rev.* 1759 (2006).
- U.S. Government Accountability Office (GAO), Report to Congressional Requesters – Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting (2007).
- Vaupel, Christoph F., “Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater”, *AG* (2011), 63.
- Verdam, Albert, “An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting” (December 2006) [SSRN: <http://ssrn.com/abstract=978835>].
- Wilsing, Hans-Ulrich, “Corporate Governance in Deutschland und Europa”, *ZGR* (2012), 291.
- Wünschmann, Jan, *Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern*, Nomos (2015).
- Zetzsche, Dirk/Preiner, Christina, “Der Verhaltenskodex für Stimmerater zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht”, *AG* (2014), 685.

<Abstract>

The Role and the Regulation of Proxy Advisors

Choi, Moon Hee*

Proxy advisors such as US Institutional Shareholder Service (ISS) and Korean Corporate Governance Service (CGS) provide purportedly independent proxy research and voting advice to pensions and other institutional investors. They have been powerful players in corporate governance world and play an increasingly important role in shareholders' meetings, since many institutional investors employ the services of proxy advisors to analyze and make voting recommendations in exercising their voting rights. The rise of proxy advisors has attracted the attention of corporate academics and regulators.

This paper proceeds as follows. Part II. analyses the reason for growing importance of the proxy advisors, and overviews the market for proxy advisory industry. Part III. then considers criticism and concerns about the proxy advisors including the problem from an agency theory perspective, conflict of interests, proxy advisors' potential influence on proxy vote, poor responsibility to their clients, and regulatory vacuum. Part IV. discusses whether and how to regulate the proxy advisors focusing on recent international reform proposals in European Union, Germany, and US, and reviewing various approaches to possible regulation. Finally, Part V. examines two important issues: proxy advisors' potential liability for false voting recommendations, and whether the proxy advisor and its co-clients are required to disclose their shareholdings (5% rule).

Keywords: proxy advisors, Institutional Shareholder Service (ISS), institutional investors, conflict of interests, fiduciary duty, 5% rule, Stewardship Code, EU Shareholder Rights Directive

* Professor, Kangwon National University School of Law.