

# 상장 기업을 대상으로 하는 적극적 주주권 행사에 관한 실전 가이드



# 책임투자 6대 원칙

## 책임투자 6대 원칙 전문

기관투자자로서 우리는 수익자의 장기 이익을 극대화하기 위해 행동할 의무가 있습니다. 이러한 신인의무를 수행할 때, 우리는 (기업, 섹터, 지역, 자산군, 투자기간에 따라 정도는 다르지만) 환경, 사회, 지배구조 (ESG) 이슈가 투자 성과에 영향을 줄 수 있다고 생각합니다. 또한 책임투자 원칙을 적용함으로써 투자자의 이해관계와 광범위한 사회적 목표가 보다 잘 부합될 수 있다고 생각합니다. 따라서 우리는 신인의무를 다함에 있어 다음의 사항을 약속합니다.

- 1 투자분석 및 투자의사결정 과정에 ESG 이슈를 반영할 것이다.
- 2 '적극적 주주로서' 우리의 주주권 행사 정책과 실행에 ESG 이슈를 반영할 것이다.
- 3 우리가 투자하는 기관이 ESG 이슈에 대해 적절히 공시하도록 할 것이다.
- 4 투자업계에서 동 원칙이 수용되고 이행되도록 노력할 것이다.
- 5 동 원칙이 효과적으로 이행되도록 협력할 것이다.
- 6 동 원칙을 이행하면서 우리의 활동 내역과 진행 상황을 성실히 보고할 것이다.



## PRI의 사명

우리는 효율적이고 지속가능한 글로벌 금융시스템이 구축되어야만 장기적 가치가 창출될 수 있다고 믿습니다. 이러한 시스템은 장기 책임투자를 보상하며 환경과 사회 전체에 이득이 됩니다.

PRI는 1) 원칙을 채택하고 상호 협력하여 이 원칙을 이행할 것을 장려하며, 2) 좋은 지배구조와 진실성(integrity), 책임문화를 육성하고, 3) 지속 가능한 금융시스템을 구축하는 데 방해가 되는 시장 관행과 구조, 규제를 해결함으로써 지속가능한 글로벌 금융시스템을 구축할 수 있도록 노력할 것입니다.



PRI는 본 보고서의 한글판 번역을 도와준 한국기업지배구조원 (KCGS)에 감사의 뜻을 표합니다.

### PRI 법적 고지

본 보고서에 포함된 정보는 참고용으로 한정되며 투자, 법률, 세제 등에 대한 제언이나 투자를 포함한 기타 의사결정을 위한 근거자료로 사용되도록 의도한 바가 없다. 본 보고서에서 저자와 발행인은 법률, 경제, 투자 등의 전문 이슈 및 서비스와 관련한 제언을 하지 않는다. PRI 협회 (PRI Association)는 본 보고서에 언급되는 웹사이트와 정보자원의 내용에 대해 책임지지 않는다. 관련 웹사이트 접근경로나 정보자원을 제공한다고 해서 PRI 협회가 그 내용을 지지하는 것은 아니다. 명시적으로 달리 설명되지 않는다면 본 보고서에 포함된 의견과 권고, 결과물, 해석, 결론은 여러 기고자 개인의 것으로 반드시 PRI 협회나 PRI 가입기관의 시각을 대변하는 것은 아니다. 본 보고서에 기업 사례가 소개되어 있으나 이것이 반드시 PRI 협회나 가입기관이 어떤 식으로든 해당 기업을 지지한다는 뜻은 아니다. 본 보고서는 신뢰할 수 있는 최신 출처에서 자료를 입수하고자 노력하였으나 으레 변경되는 통계와 법률, 규칙, 규정의 성격 때문에 정보가 오래되고 누락되었거나 부정확할 수 있다. PRI 협회는 각종 오류나 누락, 본 보고서에 제공된 정보에 기초하여 내린 각종 의사결정이나 조치, 이러한 의사결정이나 조치로 발생하거나 초래되는 각종 손실이나 피해에 대해 책임지지 않는다. 본 보고서에 포함된 모든 정보는 "그 자체"로 제공되는 것이며, 완전성, 정확성, 시의성 또는 동 정보를 사용한 결과를 보장하지 않으며, 명시 또는 묵시의 어떠한 형태의 보증도 제공하지 않는다.

# 감사의 말씀

PRI는 본 간행물을 위한 인터뷰에 참여하고 피드백을 제공해주신 아래 분들에게 감사의 인사를 전합니다.

## 인터뷰 참가자

- Cambria Allen, Corporate Governance Director, UAW Retiree Medical Benefits Trust
- Matthias Beer, Director, Governance and Sustainable Investment, BMO Global Asset Management
- Katie Beith, Senior Investment Strategist, Responsible Investment, New Zealand Superannuation Fund
- Jeanett Bergan, Head of Responsible Investments, KLP
- Sasja Beslik, Head of Responsible Investment and Governance, Nordea
- Kelly Christodoulou, ESG Manager Investments, AustralianSuper
- Jennifer Coulson, Senior Manager, ESG Integration, British Columbia Investment Management Corporation
- Stu Dalheim, Vice President, Shareholder Advocacy Manager, Calvert Research and Management
- Ulrika Danielson, Head of Communications and HR/Coordinator of Corporate Governance, AP2
- Michelle de Cordova, Director, Corporate Engagement & Public Policy, NEI Investments
- Michelle Edkins, Managing Director, Global Head of Investment Stewardship, BlackRock
- Alison Ewings, Engagement Program Lead, Regnan
- Alison George, Head of Governance, Regnan
- Karin Halliday, Senior Manager, Corporate Governance, AMP Capital
- Ashley Hamilton Claxon, Head of Responsible Investment, Royal London Asset Management
- Bill Hartnett, Head of Sustainability, Local Government Superannuation Scheme
- Michael Herskovich, Head of Corporate Governance, BNP Paribas Asset Management
- Helen Hopkins, Responsible Investment Advisor, Universities Superannuation Scheme (USS)
- John Howchin, Secretary General, Council on Ethics of AP-funds
- Emma Jane Joyce, Senior manager, Strategy & Responsible investment, Ireland Strategic Investment Fund (ISIF)
- Leon Kamhi, Head of Responsibility, Hermes Investment Management
- Jonas D. Kron, Senior Vice President, Director of Shareholder Advocacy, Trillium Asset Management
- Rakhi Kumar, Managing Director, Head of ESG Investments and Asset Stewardship, State Street Global Advisors
- Gayle Muers, ESG Analyst - Engagement Lead, HSBC Global Asset Management
- Sara Nordbrand, Head of Sustainability and Corporate Engagement, The Church of Sweden
- Christina Olivecrona, Sustainability Analyst, AP2
- Susheela Peres da Costa, Deputy Managing Director, Regnan
- Jean Philippe Renaut, CEO, Aequo Shareholder Engagement Services
- Craig Rhines, Associate Investment Manager, Global Equity, CalPERS
- David Russell, Co-Head of Responsible Investment, Universities Superannuation Scheme (USS)
- Clare Scott, Chief Executive, Lothian Pension Fund
- David Sheasby, Head of Investment Governance and Sustainability, Martin Currie Investment Management
- Daniel Simard, General Director, Bâtirente
- Rogier Snijdewind, Senior Advisor Responsible Investment, PGGM
- Diandra Soobiah, Head of Responsible Investment, NEST
- Heidi Soumerai, CFA, Managing Director, Director of ESG Research, Boston Trust/Walden Asset Management
- Euan Stirling, Global Head of Stewardship and ESG Investment, Aberdeen Standard Investments
- Carola Van Lamoen, Head of Active Ownership, Robeco
- Mariela Vargova, Senior Vice President, Sustainability and Impact Investments, Rockefeller Asset Management
- Faith Ward, Chief Responsible Investment and Risk Officer, Environment Agency Pension Fund (EAPF)
- Talieh Williams, Manager of Governance and Sustainable Investment, UniSuper

## ESG 관여활동 자문위원회

- Ole Buhl, Head of ESG, Vice President, ATP
- Carlota Garcia-Manas, Deputy Head of Engagement, Church Commissioners and Pensions Board
- Daniela Jaramillo, Senior Investment Analyst – ESG, Hesta
- Caroline Le Meaux, Head of Delegated Management, Ircantec
- Bonnie Saynay, Global Head of Responsible Investment, Invesco
- Amandine Soulier, Head of SRI Relations, AXA Group

## 그 외 분들

- Annie Bersagel, Responsible Investments, KLP
- Alessia di Capua, Institutional Relations and Corporate Governance, Assogestioni
- Jean-Pascal Gond, Professor (Chair), Cass Business School (City, University of London)
- Lisa Hayles, Vice-President, Institutional Investment Services, Boston Common Asset Management
- Athanasia Karananou, Manager, Institutional Investors, Corporate Governance, Sustainalytics
- Valeria Piani, Director of Sustainable Investing, UBS Asset Management (formerly Associate Director, ESG Engagements, PRI)
- Georgina Marshall, Global Head of Research, Institutional Shareholder Services (ISS)
- Niamh O'Sullivan, Assistant Professor, Nottingham University Business School

PRI는 다음 기관에도 감사의 인사를 전합니다.

- Sustainalytics: 런던시티대학교 카스경영대학원 및 노팅엄대학교 경영대학원이 수행한 연구를 바탕으로 관여활동이 투자자에게 주는 가치에 대한 통찰력 있는 의견을 제공해주었습니다.
- ISS: 주주제안과 이사후보추천과정에 대한 표 9와 10의 내용을 제공해주었습니다.

**KCGS**

한국기업지배구조원

PRI는 본 보고서의 한글판 번역을 도와준 한국기업지배구조원 (KCGS)에 감사의 뜻을 표합니다.

# 목차

서문	6
핵심 요약	8
서론	11
적극적 주주권 행사의 정의	11
적극적 주주권 행사에 의한 부가가치 창출	13
법·제도적 환경	16
적극적 주주권 행사를 방해하는 요인	19
적극적 주주권 행사를 위한 정책 수립	21
투자 전략의 구성 요소로서 적극적 주주권 행사	21
적극적 주주권 행사 정책	22
이해관계 상충	28
주식 대여 시 유의할 점	28
관여활동 및 의결권 행사 관행	30
관여활동 실행을 위한 가이드라인	30
의결권 행사를 위한 가이드라인	41
투자이사결정으로의 통합 과정	51
외부 위탁 운용사 및 서비스기관에 대한 평가	54
선정과 계약 체결	54
점검 및 평가	56
공시의 중요성	58
결론	63
부록	64

# 서문

2006년 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)이 도입된 이후 적극적 주주권 행사(active ownership)는 투자자의 책임투자 정책과 가입기관에 제공되는 PRI 서비스의 핵심을 차지하게 되었습니다. PRI에 가입하는 자산소유자와 자산운용사는 원칙 2 즉, "적극적 주주로서 우리의 주주권 행사 정책과 실행에 ESG이슈를 반영할 것이다."고 약속합니다. 그 결과 지난 10년 간 많은 투자자들이 개별적으로나 다른 투자자와 협력하여 기업과 생산적으로 대화할 수 있는 선진적 관행을 발전시켰습니다. 한편, 많은 국가에서 스튜어드십 코드가 도입되어 금융 시장의 기준이 높아졌고, 정기주주총회에서 의결권이 행사되는 주식의 비율이 크게 증가하였습니다.

PRI Collaboration Platform(이전 명칭 Clearinghouse)에도 가입기관의 협력 프로젝트가 1,100건 이상 등록되었고, PRI ESG 관여활동(engagement)팀은 다양한 국가, 섹터 및 ESG 이슈에 대해 진행된 50여개의 협력적 관여활동을 조율해 왔습니다. 이 기간 중 PRI와 가입기관은 많은 교훈을 얻었으며 이번 보고서를 통해 적극적 주주(active owner)가 의미하는 바를 심층적으로 이해하고자 하는 다른 투자자에게 실질적인 조언과 권고를 하고자 합니다.

관여활동과 의결권 행사는 독립적인 목표가 될 수 없습니다. 분명한 목적과 준비, 일관적 메시지 전달이 없는 대화(dialogue)는 아무런 행동을 취하지 않는 것보다 더 큰 해를 끼칠 수 있습니다. 본 보고서는 투자자가 적극적 주주권 행사 정책과 관행을 개발할 때 고려해야 할 단계를 개괄적으로 소개함으로써 궁극적으로 기업의 ESG 위험과 기회를 이해하고 경영성과를 개선하기 위한 기대수준을 정의하며 상장주식시장의 수준을 높이고자 합니다. 우리의 목표는 모든 가입기관이 투자대상기업의 공동 소유자가 되어 필요한 변화를 촉진할 수 있도록 실질적인 조언과 기준을 제공하는 것입니다.

적극적 주주권 행사는 위험을 최소화하고 수익을 최대화할 수 있는 매우 효과적인 수단입니다. PRI가 최근 의뢰한 학문적 연구 결과를 보면 기업과의 대화가 성공적일 때 총자산수익률(ROA)이 높아질 뿐만 아니라 투자자와 기업 간 커뮤니케이션, 상호 이해 및 대내적 관계도 증진되었습니다.

적극적 주주권 행사는 대외적으로도 긍정적 영향을 가져올 수 있습니다. 수준 높은 관여활동과 의결권 행사는 PRI 원칙 전문에 언급된 "광범위한 사회적 목표" - 오늘날의 용어로는 유엔 지속가능개발목표(SDGs)와 상통하는 현실 사회에 영향을 주기 위한 목표- 달성에도 기여할 수 있습니다. PRI의 향후 10년 계획을 담은 [PRI Blueprint agenda](#)에는 "적극적 주주들로 구성된 커뮤니티를 구축"하고 "SDGs와 관련하여 실질적인 효과를 달성"하겠다는 구체적인 약속이 담겨 있습니다. 본 지침서는 전자를 달성하기 위한 매우 중요한 한 걸음이며, 2018년에는 적극적 주주권 행사와 SDGs 의제 간 연관성에 대한 연구를 더 진행할 예정입니다.



**Kris Douma**  
PRI  
투자실무 & 관여활동 국장

자산소유자들은 최근 몇몇 위탁 자산운용사의 의결권 행사 내역에 불만을 나타냈습니다. 한편, 자산운용사들 역시 적극적 주주권 행사 관행에 대한 고객의 요구가 부족하다는 점을 염려하고 있습니다. 우리는 자산소유자와 자산운용사, 서비스기관 모두 장기적 가치 창출을 위해 해야 할 일이 있다고 생각합니다. 이 발간물을 통해 우리는 주주 관여활동과 의결권 행사 활동을 효과적으로 수행, 요청 및 점검해야 하는 모든 행위자와 그 중에서도 특히 자산소유자에게 더욱 많은 지침을 제공할 수 있기를 희망합니다.

이에 우리는 조직의 투자 전략에 부합하는 건전한 주주권 행사 정책과 명확한 기대수준을 확립하고, 내부에서 이를 실행하거나 자산운용사 및 서비스기관에 실행을 위임한 후에, 달성한 결과를 투명하게 공개하는 방법을 소개하고자 합니다.

마지막으로, 우리가 본 발간물의 필요성을 절감한 근본적인 이유가 있습니다. 많은 스투어드십 코드와 업계 지침은 해당 지역의 투자자와 기업에 초점을 두고 있습니다. 관여활동 및 의결권 대리 행사 프로그램을 개발할 때 국내 규정과 관행을 반드시 고려해야 하지만 투자 포트폴리오와 ESG 이슈는 여러 국가에 걸쳐 있음을 기억해야 합니다. 최근 OECD 다국적기업 가이드라인(OECD Guidelines for multinational enterprises)이 투자자에 적용된 사례 또한 전 세계적으로 지리적 위치를 불문하고 적극적 주주권 행사 관행이 어떻게 적용되어야 하는지를 보여줍니다 (부록 참고). 본 지침서는 전 세계 모범사례를 바탕으로 적극적 주주권 행사를 돕기 위한 포괄적 틀을 제공합니다. 우리는 본 지침서가 초심자와 선두주자 공히 모든 가입기관에게 자극제가 되기를 희망합니다.



**Valeria Piani**  
PRI  
ESG 관여활동 부국장

# 핵심 요약

원칙 2는 PRI 가입기관이 적극적 주주로서 관여활동과 의결권 행사를 포함한 주주권 행사 정책과 관행에 ESG 이슈를 반영할 것을 장려하고 있다. 실제로 PRI에 가입한 몇몇 기관은 이를 실제로 이행하는 성숙한 관행을 보여 준다. 이행 방법은 내부 직접 이행, 자산운용사/서비스기관에 위탁, 또는 두 가지를 혼합한 방법으로 나뉜다.

일반적으로 적극적 주주권 행사는 소극적(passive), 적극적(active) 투자자를 불문하고 위험을 줄이고 수익을 최대화하며 사회와 환경에 긍정적 영향을 주는 매우 효과적인 기제로 인식된다. 대안적 방법인 투자회수만으로는 투자자가 의견을 표명할 수 없고 책임경영을 유도할 기회도 갖지 못한다. 적극적 주주권 행사의 가치는 최근의 학문적 연구 결과로도 뒷받침된다. 관여활동과 의결권 행사가 잘 이행되면 재무적 수익이 증대되고 커뮤니케이션이 개선되며 지식이 함양되고 내부 관계가 더욱 강력해지며 전략을 좀 더 통합적으로 수립할 수 있다. 반대로, 대화 수준이 낮고 빈약한 정보에 근거하여 의결권을 행사하게 되면 오히려 해가 될 수 있고 대상 기업의 냉소를 불러올 수 있다. 주주권을 적극적으로 잘 행사하려면 연구조사를 실시하고 우선순위와 목표를 수립한 뒤 결과를 추적하여 투자 의사결정에 통합하는 것이 필요하며 끈기와 일관성, 청취 능력도 요구된다.

본 보고서는 상장주식에 투자하여 장기적 가치를 창출할 수 있도록 적극적 주주권 행사라는 기제를 효과적으로 활용하기 위한 구체적 단계를 소개한다. 적극적 주주권 행사의 전부 또는 일부를 외부에 위임하는 자산소유자는 이 지침서를 토대로 기대수준을 설정하고 담당 외부기관을 선정하여 이들의 업무 활동을 점검할 수 있다. 주주활동을 막 시작하는 투자자는 본 문서에 소개되는 모든 분야를 상세히 다룰 수 없을 것이다. 그러나, 이들 역시 본 보고서에 소개되는 권고안과 예시를 바탕으로 적극적 주주권 행사 프로그램의 방향을 설정하고 미래의 리더가 될 수 있다.

## 적극적 주주권 행사를 위한 정책 수립

(전반적인 투자 정책에 포함되거나 별도의 문서로 작성된) 적극적 주주권 행사 정책을 수립하는 첫 단계는 조직이 추구하는 투자 정책 및 위험, 수익, 그리고 실물경제에 미치는 영향에 대한 조직의 기본 입장과 주주권 행사 정책을 연계(align)시키는 것이다

적극적 주주권 행사 정책은 주주권을 적극적으로 행사하기 위한 전반적인 접근법을 개괄하고 구체적으로는 스튜어디십 원칙 및 코드와의 연계성, 적용되는 자산, 기대수준과 목표, 조직구조와 전담팀, 이해상충 해결 방안을 다루어야 한다. 관여활동 부분에서는 관심을 갖고 있는 ESG 이슈의 개요와 실사 및 점검 프로세스, 우선순위, 관여 방법, 단계적 확대(escalation) 전략, 투명성에 대한 내용이 포함되어야 한다. 이후 의결권 행사를 다룬 부분도 비슷한 구조를 따르되 의사결정 과정, 해당 지역의 중요한 관행, 주주제안 방법, 의결권 행사 이전 또는 이후 기업과의 대화, 주식 대여와 관련한 사항, 끝으로 투명성에 관한 내용이 추가되어야 한다.

투자자가 적극적 주주권 행사 업무를 전문서비스기관 및 자산운용사에 위임하는 경우 적극적 주주권 행사 정책은 덜 상세한 수준이 될 것이나 여전히 중요한 정책으로서 관여활동과 의결권 행사의 가치를 개괄하고 선정된 외부기관과의 관계에 대한 지침을 제공해야 한다. 이 경우, 동 정책에 적극적 주주권 행사에 대한 기본적인 접근법을 서술하고 외부기관에 대한 기대수준, 비교 체계, 요구 정보 및 점검 시스템에 대해 명확하게 기술해야 한다.

## 관여활동 실행

관여활동의 대상을 파악하기 위한 첫 단계는 투자손실 위험이 있거나 장기적 재무성과를 높여주고 실물경제에 영향을 줄 가능성이 있는 ESG 이슈에 대해 정기적으로 투자대상기업을 점검하는 것이다. 이러한 실사 단계는 ESG 정보를 투자의사결정에 통합하기 위해 구축된 ESG 점검 시스템과 부분적으로 중복되거나 동시에 일어날 수 있다. ESG 점검 시스템을 통한 조사와 기업 실사를 통해 얻게 되는 통찰력은 상호 간에 정보 교류의 과정을 거치면서 끊임없이 통합된다.

관여활동 프로그램을 구성하는 다음 단계는 (보유지분, 시장, 섹터, ESG 기준, 주제 등에 따른) 우선순위를 설정하고 목표와 이정표를 수립한 뒤 결과를 추적하는 것이다. 투자자는 또한 다른 투자자와 협력할 수 있으나 참여할 협력 프로젝트를 선정하는 기준을 우선 수립해야 한다. 여러 투자자가 참여하는 협력적 관여활동이 성공하려면 공감대가 형성되고 효과적 조정(coordination)이 일어나며 명확성과 영향력이 존재해야 한다.

초기의 관여활동 노력이 성공적이지 않을 때 투자자는 이사회 접촉, 공개 성명서 발표, 의결권 행사, 주주제안, 법적 구제 조치 강구, 투자축소, 투자회수 등으로 이어지는 단계적 확대(escalation) 전략을 고려할 수 있다.

### 성공적인 관여활동 전략

- 준비된 자세로 임하고 피드백을 제공한다.
- 기업의 실적과 전략을 종합적으로 이해하고 있음을 보여준다.
- 기업 문화를 이해한다.
- 문화적 차이를 민감하게 인식한다.
- 사업 현장을 방문한다.
- 긍정적 관행을 칭찬한다.
- 해당 사업의 중요도에 집중한다.
- 일관적이고 통합된 메시지를 전달한다.
- 관계를 형성할 수 있는 접점들을 만든다.
- 가능한 국제 기준에 부합하는 요구를 한다.
- 정확한 타이밍에 요구 사항을 전달한다.
- 모범사례를 공유한다.
- 지속적이고 신뢰할 수 있는 관계를 구축하고 유지한다.



## 의결권 행사 실행

관여활동과 의결권 행사는 서로 연계되어 있어 상호 영향을 미친다. 투자 포트폴리오에는 수천 개 기업이 포함되어 있으므로 이러한 활동들을 의결권 자문기관에 위탁하는 것은 필수적이다. 그러나 책임있는 투자자라면 의결권 자문기관의 권고를 무조건적으로 수용하지 않고 다양한 출처에서 제공되는 정보를 검토한 후 의사결정을 내린다. 이러한 분석 작업은 시간과 자원을 필요로 하기 때문에 우선순위를 선정하는 기준이 수립되어야 한다. 투자자가 의사결정을 내릴 때 의결권 행사 정책을 참고할 수 있지만 의미 있는 의결권 행사를 위해서는 연구 조사와 자유재량이 반드시 필요하다. 선도적 투자자는 대내외 자원을 함께 활용하고 ESG 전문가를 포트폴리오 관리자만큼 많이 참여시킬 것이다. 정기주주총회에 제출되는 ESG 주주제안을 평가할 때 투자자는 주제, 리더십 참여, 증거자료, 현재 성과, 이전의 관여활동, 어조, 제안된 일정, 외부 압박 요인, 정보공개 요청 측면을 고려해야 한다.

연구조사를 수행하고 실제로 의결권을 행사하는 행위 외에도 의결권 행사를 위해서는 정기주주총회 전과 후 대상 기업과 소통해야 한다. 가능하다면 투자자는 반대의결권을 행사하거나 기권하기 전에 우려사항을 기업에 전달하여 대화를 시작하고 추가 정보를 받은 후에 기업의 경영 의사결정에 영향을 미치기 시작해야 한다. 이것이 현실적으로 불가능한 경우 투자자는 반대의결권을 행사하거나 기권하는 근거를 공개적으로 알리고 자발적으로 또는 기업의 요청에 따라 해당 기업에게 투자자로서의 관점을 설명해야 한다.

## 투자의사결정으로의 통합 과정

적극적 주주권 행사를 투자의사결정 과정으로 통합하는 것은 매우 어려운 작업이지만 투자 전략을 종합적으로 실행하기 위해서는 이 작업이 반드시 필요하다.

### 다음은 투자의사결정 과정에 적극적 주주권 행사를 연계시킨 모범 사례이다.

- 팀 간 정기 회의와 발표
- 접근 가능한 플랫폼을 통해 ESG팀과 투자팀이 적극적 주주권 행사와 관련한 자료를 공유
- 주주 관여활동 회의와 설명회에 ESG팀과 투자팀이 함께 참여할 것을 독려
- 기업과의 대화 업무를 포트폴리오 관리자에게 일부 위임
- 관여활동 프로그램을 정의하고 의결권 관련 의사결정을 내릴 때 포트폴리오 관리자가 참여
- 기업과의 소통 수준과 관여활동 및 의결권 행사의 결과에 따라 투자지분을 재조정하는 제도 도입
- 적극적 주주권 행사를 미래 투자기회를 평가하는 하나의 기제로 인식

## 외부 위탁 운용사 및 서비스기관에 대한 평가

투자자가 적극적 주주권 행사 활동을 전부 또는 부분적으로 외부 자산운용사나 전문서비스기관에 위임하기로 결정하는 경우 이들 외부기관을 선정하고 점검하는 기준을 정하는 것이 매우 중요하다. 검토 단계에서 투자자는 이러한 외부기관의 적극적 주주권 행사 정책, 역량과 지배구조, 관여활동 프로세스와 결과, 투자의사결정 프로세스, 보고 역량을 평가해야 한다. 자산운용사와 서비스기관의 적극적 주주권 행사 관행은 정기 보고, 회의 및 설문조사를 통해 평가할 수 있다. 이 때 특히 주목해야 할 것은 활용되는 대내외 ESG 리서치 자료의 깊이와 범위, 기업과의 대화에서 제기되었거나/제기 예정인 또는 주주총회 시즌 동안 고려된/고려 예정인 주요 ESG 주제와 쟁점사항, 기업과의 대화 및 의결권 의사결정의 근거, 투자자의 신념/전략과 미리 합의한 기준 정책과의 일치 또는 불일치 여부, 개별 관여활동들의 목표, 진행 상황, 결과, 후속 조치 등이다.

## 공시의 중요성

투자자는 ESG 정보와 관행을 평가하고 개선하기 위해 기업에 대해 관여활동을 수행하는 것만큼이나 자신의 관여활동과 의결권 행사 내역, 관련 결과를 고객과 수익자에게 보고해야 하는 책임도 지니고 있다. 이러한 정보는 접근이 용이하고 이해가 쉬워야 하며 정기적으로 (분기 또는 연간) 제공되어야 한다.

### 모범적인 관여활동 공시에는 다음과 같은 내용이 포함된다.

- 전반적인 관여활동 전략, 실사 및 점검 방법
- 관여활동 대상 선정에 관한 상세 내용과 관여활동의 목표
- 진행된 관여활동 건수
- 유형/주제 별 관여활동 내역
- 지역별 관여활동 내역
- 기 설정한 목표 대비 달성한 결과와 진척도 평가
- 개별 기업 관여활동 사례 (해당 정보가 민감하지 않거나 기밀 정보가 아닌 경우)
- 초기 대화가 성공적이지 않아 최종적으로 취한 확대 (escalation) 전략의 상세 내용 (주주제안, 성명서 발표, 반대표 행사, 투자회수 등)
- 제공되는 정보에 대해 외부 검증을 받았는지 여부

**의결권 행사 내역에 관한 양질의 보고서에는 다음 내용이 포함된다.**

- ESG 주주제안 포함 모든 안건에 대한 의결권 행사 내역
- 국가별 실제로 의결권을 행사한 주주총회 수와 행사된 의결권의 수, 의결권 행사가 가능한 전체 주주총회 및 의결권 대비 실제로 의결권을 행사한 비율
- 주주총회 시즌 중에 다뤄진 주제
- 행사된 의결권 중 찬성, 반대, 기권 비율
- 경영진 제안에 대한 반대의결권 행사 또는 기권 사유에 대한 설명
- 제공되는 정보에 대해 외부 검증을 받았는지 여부

본 보고서는 상장주식에 관련된 관행을 중심으로 작성되었지만, 정책 수립, 실행 및 정보 공개에 대한 여러 통찰과 권고는 회사채와 비상장 주식 등 다른 종류의 자산에도 동일하게 적용될 수 있다. 차이점에 대한 심층 분석과 주주 관여활동이 채권 수익에 미치는 함의는 PRI가 향후 발간 예정인 “채권투자자의 ESG 관여 전략: 위험관리와 수익개선(ESG Engagement for fixed income investors: managing risks, enhancing returns)”에서 다룰 예정이다.



# 서론

## 적극적 주주권 행사의 정의

유엔 책임투자원칙 (Principles for Responsible Investment) 가입기관은 동 원칙을 이행하겠다는 약속의 일환으로 적극적 주주권 행사 정책과 관행에 ESG 이슈를 반영하고(원칙 2), 10년 이상 피투자기업과 대화를 구축하기 위해 협력해야 한다(원칙 5).

적극적 주주권 행사는 전 세계 상장주식시장에서 매우 빠르게 성장하고 있는 책임투자 전략 중 하나이다. 최근 PRI 자료<sup>1</sup>에 따르면, 관여활동(engagement)이 투자자 사이에서 점차 보편화되어 ESG 이슈와 관련하여 투자하고 있는 상장기업과 한 차례도 대화를 실시한 적이 없다고 보고한 가입기관은 11%에 불과했다<sup>2</sup>. PRI Collaboration Platform (관여활동에 필요한 정보/자원을 공유하기 위한 비공개 PRI 포럼) 자료가 보여주듯 협력적 관여활동(collaborative engagement) 역시 보편화되고 있다. 즉, 2006년 말 PRI Collaboration Platform이 출범한 이후 600여개 이상의 PRI 가입기관이 적어도 하나 이상의 협력 프로젝트에 참여했고, 1,100개 이상의 협력 제안서가 등록되었다. 마찬가지로, 자산을 직접 운영하는 PRI 가입기관 중 약 73%, 자산관리를 외부에 위탁한 가입기관의 75%가 2017년 보유 주식 대다수에 대해 의결권을 행사했다.

일반적으로 적극적 주주권 행사는 소극적(passive), 적극적(active) 투자자를 불문하고 위험을 줄이고 수익을 최대화하며 사회와 환경에 긍정적 영향을 주는 매우 효과적인 기제로 인식된다. 대안적 방법인 투자회수만으로는 투자자<sup>3</sup>가 의견을 표명할 수 없고 책임경영을 유도할 기회도 갖지 못한다. 투자자들이 수 년 간 적극적 주주로 행동해왔지만 선도적 관행과 프로세스, 여러 시장의 성공사례에 대해 알려진 바가 거의 없다. 수준 낮은 주주관여와 빈약한 정보에 기반한 의결권 행사는 상당히 비생산적이며 대상기업의 불만을 초래할 수 있다. 적극적으로 주주권을 행사하여 장기적 가치를 창출하는 효과적인 방법에 대한 더 많은 지침이 필요한 시점이다. 본 지침서는 이러한 요구에 부응하고 투자대상기업과 생산적인 대화를 하고자 하는 투자자들이 실천에서 활용할 수 있는 현실적인 제안을 하고자 한다.

### 관여활동 및 의결권 행사의 정의<sup>4</sup>

적극적 주주권 행사(active ownership)는 주주의 권리와 지위를 사용하여 투자대상기업의 사업활동이나 경영에 영향을 주는 것을 뜻하며 자산군(asset class)에 따라 달리 적용될 수 있다. 상장주식에 대해 적극적으로 주주권을 행사하는 방법에는 관여활동을 수행하고 의결권을 행사하는 것이 포함된다.

주주 관여활동(shareholder engagement)은 ESG 관행 및/또는 ESG공시 수준을 개선하기 위해 (또는 ESG 관행에 대해 영향력을 행사할 필요가 있는지 파악하기 위해) ESG 이슈와 관련 전략에 대해 기존/잠재적 투자대상기업과 투자자 간 이뤄지는 각종 형태의 상호작용을 의미한다. 여기에는 대화, 지속적 모니터링을 포함한 구조적 프로세스가 수반된다. 기업과의 이러한 상호작용은 개별적으로 진행하거나 다른 투자자와 협력하여 이행할 수 있다.

협력적 관여활동(collaborative engagement)은 관여활동을 위해 정식 투자자 네트워크나 협회를 통하거나 이러한 기관의 개입 없이 여러 투자자가 협력하는 것을 말한다.

의결권 행사(voting)는 경영진 및/또는 주주의 제안에 대해 의결권을 행사함으로써 정식으로 승인 (또는 거절) 의견을 표명하는 것을 가리킨다. 여기에는 경영진이 제기하는 안건에 대해 의결권이 행사되는 방식을 책임지는 것과 주주제안을 제출하여 다른 주주의 지지를 얻는 것 (이것이 사법적으로 허용된 지역에서만)이 포함된다. 의결권은 정기주주총회(AGM)에서 직접 행사하거나 대리인을 통해 행사할 수 있다.

모든 안건이 환경, 사회 이슈와 밀접하게 관련되는 것은 아니며 재무성과, 위험관리, 전략 및 기업지배구조 안건도 존재한다<sup>5</sup>.

의결권 행사와 관여활동은 서로 연계되어 있으며 상호 영향을 미친다. 하나가 시발점이 되면 다른 하나는 보완적 도구가 되는 것이다. 적극적 주주권 행사는 기업과의 양방향 대화를 내포한다.

“진정한 적극적 투자관리자는 스스로를 단순한 주주가 아닌 사업주로 인식합니다. 책임투자의 기본 정신은 관여활동을 통해 변화를 유도함으로써 지속가능한 방법으로 고객의 투자수익을 증대시킬 수 있는 가능성을 키우는 것입니다.”

Bonnie Saynay, Global Head of Responsible Investment, Invesco, Investment Manager, US

1 2017 PRI Reporting Framework 제출 자료

2 2017 PRI Reporting Framework의 LEA 모듈에 제출된 자료. 동 모듈에 응답한 가입기관 총수 대비 비율을 계산

3 본 보고서 전반에서 언급되는 '투자자' 또는 '기관투자자'라는 용어는 문맥에 따라 자산소유자 또는 자산운용자 또는 둘 다를 지칭

4 PRI Reporting Framework definitions 참고

5 그러나 환경, 사회적 위험과 기회에 대한 관리감독은 이사회와 산하 위원회에 책임이 있다. 따라서 의결권 대리 행사는 기업의 전반적 ESG 성과에 영향을 줄 수 있는 효과적인 도구이다.

이는 기업을 세부적으로 통제하려는 것이 아니며 연 1회 기업 경영진에 대해 찬성의결권을 행사하는 것을 의미하는 것은 더욱 아니다. 적극적 주주권 행사는 무엇보다 의사소통을 통해 영향력을 행사하는 것을 말한다. 투자자의 입장에서 기업경영의 일반적인 면과 특히 ESG 위험과 기회를 관리하는 측면에 대한 기대수준을 설명하고 장기적 가치 보존을 위한 조치를 장려하며 좀 더 많은 정보에 근거하여 투자사결정을 내릴 수 있는 기회를 가지게 된다. 기업의 입장에서는 ESG 요소, 사업모델, 재무성과 간 관계와 자사 전략을 명확히 설명하고 잠재적 위험에 대한 사전 주의와 모범사례를 전달받을 수 있다.

적극적 주주권 행사는 지속가능성에 초점을 둔 책임투자

**“적극적 주주권 행사는 실제로 기업을 모니터링하거나 변화를 이끌어 내기 위하여 자신의 목소리와 의결권을 사용하는 것을 포괄합니다. ‘목소리’는 관여활동을, ‘의결권’은 의결권 행사를 의미하므로, 적극적으로 주주권을 행사한다는 것은 두 가지 모두를 아우르는 개념입니다.”**

Rakhi Kumar, Managing Director, Head of ESG Investments and Asset Stewardship, State Street Global Advisors, Investment Manager, US

전략이지만 반드시 ESG 이슈와 관련한 대화에 국한될 필요는 없다. 사실 적극적 주주권 행사는 해당 기업과 (잠재적) 주주 간 관계에 관한 것으로 전반적인 사업 전략, 자본 배분, 미래의 사업 방향, 투자자 커뮤니케이션의 적절성 등 광범위한 주제의 대화로 이어질 수 있다. 적극적 주주권 행사는 스투어드십 (stewardship) 즉, “최종 수익자의 자산가치를 보호하고 증대시키는 방법으로 기업의 장기적 성공을 도모하고자 하는 행위<sup>6)</sup>”로도 정의될 수 있다. 영국 Kay Review의 주장과도 같이, 다양한 활동과 이슈에 대한 스투어드십 행위는 주식시장의 핵심 기능으로 기업의 운영 및 재무 성과 개선을 유도할 수 있으며 이것이 주는 이익은 수년에 걸쳐 축적된다. 더 넓은 맥락에서 스투어드십은 금융 시장 전반의 안정과 경제 성장을 돕는다.

주주권을 적극적으로 행사하기 위한 여러 가지 실천 방법이

**“적극적 주주가 되는 것은 기업과 건설적 관계를 형성함으로써 이 기업이 타사보다 더 번창하여 투자수익을 내도록 돕는 것입니다.”**

Faith Ward, Chief Responsible Investment and Risk Officer, Environment Agency Pension Fund (EAPF), Asset Owner, UK

있으며, 여러 PRI 가입기관에서 모범적이고 성숙한 관행이 이행되고 있다. 직접 이행하거나 자산운용사/서비스기관에 위임하는 방식, 또는 직접 이행과 위탁 방식을 혼용하는 방식이 가능하다. 직접 이행하는 투자자는 관여활동 및 의결권 행사 프로그램을 수립하고 목표를 정한 뒤 직접 기업과 대화하고 의결권을 행사해야 한다. 이러한 업무를 외부에 위탁하는 투자자는 관여 및 의결권 행사 활동에 대한 자신의 기대수준을 정의하고 외부기관을 선정하고 점검하는 과정에서 이 기관의 역량과 성과를 평가하는 기준을 고려해야 한다. 외부 위탁 수준도 상당히 다를 수 있다. 투자자가 관련 활동에 깊숙이 개입하는 것에서부터 (기업에 발송하는 서한에 서명하거나 기업 미팅에 참석하는 등) 적극적 주주권 행사 활동을 자산운용사/서비스기관에 전적으로 위임하는 것에 이르기까지 다양하다.

본 보고서는 상장주식에 관련된 관행을 중심으로

**“적극적 주주권 행사는 단순히 이사회 의장과 담소를 나누는 행위가 아니라 경영 방식과 의사결정에 영향을 주는 것이어야 합니다.”**

Susheela Peres da Costa, Deputy Managing Director, Regnan, Service Provider, Australia

작성되었지만, 정책 수립, 실행 및 정보 공개에 대한 여러 통찰과 권고는 회사채와 비상장주식 등 다른 종류의 자산에도 동일하게 적용될 수 있다. 차이점에 대한 심층 분석과 주주 관여활동이 채권 수익에 미치는 함의는 PRI가 향후 발간 예정인 “채권투자자의 ESG 관여 전략: 위험관리와 수익개선 (ESG Engagement for fixed income investors: managing risks, enhancing returns)”에서 다룰 예정이다. ESG 및 책임투자 관련 현행법이나 예정된 법안에 대해 정책

6 [BIS Research: Exploring the Intermediated Shareholding Model.](#)

“적극적 주주권 행사는 상장기업의 주주가 선량한 관리자가 되어 사업 위험, 전략, 문화, ESG 이슈 등의 성과를 점검하는 주주 신인의무를 의미합니다.”

Sara Nordbrand, Head of Sustainability and Corporate Engagement, The Church of Sweden, Asset Owner, Sweden

입안자와 대화함으로써 투자자의 적극적 주주권 행사 활동을 보완할 수 있다. 투자자가 기업과 소통하는 과정에서 획득하게 되는 통찰은 정부 지침이나 규정을 개선하기 위한 자료로 활용될 수 있으며 지속 가능한 경영 환경을 조성하는 데에도 일조한다. PRI는 “투자자의 공공정책 관여활동(The case for investor engagement in public policy)”이라는 제목의 발간물에서 이와 관련한 상세한 투자자 행동지침을 제공한 바 있다.

“우리는 현재 환경, 사회, 지배구조 (ESG) 이슈로 인해 주주가치가 위협받고 있지만 향후 성과 개선이 가능한 기업에 대해 사전적으로 관여활동을 수행합니다.”

Stu Dalheim, Vice President, Shareholder Advocacy Manager, Calvert Research and Management, Investment Manager, US

마지막으로 이 보고서에 PRI Reporting Framework 지표를 함께 언급함으로써 PRI 가입기관의 보고의무 이행을 돕고자 하였다.

## 적극적 주주권 행사에 의한 부가가치 창출

최근 PRI는 관여활동을 수행함으로써 투자자와 기업 모두의 지식과 경제적 가치가 증대되는 구조적 요인을 밝혀내기 위한 연구 용역을 의뢰했다.

“관여활동은 반드시 변화를 강제하려는 것이 아니며 관여활동을 통해 이해의 폭을 넓힐 수 있습니다.”

David Sheasby, Head of Investment Governance and Sustainability, Martin Currie Investment Management, Investment Manager, UK

영국시티대학교 카스경영대학원과 노팅엄대학교 경영대학원이 36개 기업과 66개 투자자 면담을 토대로 실시한 정성적 연구에서 주주 관여활동에 관련된 의사소통적 측면, 학습적 측면, 관계적 측면이 밝혀졌다 (자세한 내용은 표1 참고).

- **의사소통적 측면:** 관여활동은 기업과 투자자 간 정보흐름과 이해를 증진한다. 투자자는 관여활동을 통해 ESG 관행과 업무에 대한 좀 더 상세하고 정확한 정보를 구할 수 있다. 이렇게 함으로써 투자자는 ESG와 관련한 의사소통 역량을 제고하고 고객, 규제당국 및 표준 제정기관에 대한 책임성을 높일 수 있다. 한편, 기업은 관여활동을 통해 ESG 이슈와 관련한 투자자의 기대를 더욱 잘 파악하게 되어 이 분야에 대한 기업의 책임성을 개선할 수 있다. 기업은 또한 대화를 통한 논의 과정에서 오히려 자사의 이미지를 개선하거나 사업모델과 관련하여 충분히 알려지지 않은 부분을 외부에 알릴 수 있다.
- **학습적 측면:** 관여활동은 ESG 이슈와 향후 동향, 현재의 관행이 가진 한계점과 관련한 지식을 생산하고 공유하는 방편이 될 수 있다. 구체적 사안에 대한 이해를 높임으로써 투자자는 해당 기업 및/또는 연관 업종과 관련하여 더욱 많은 정보에 기반하여 투자 의사결정을 내릴 수 있다. 마찬가지로 기업은 관여활동을 활용하여 자사의 ESG 성과에 관해 투자자의 피드백을 구하거나 업계 내 지속가능성 지위를 가늠해볼 수 있다.
- **관계적 측면:** 투자자와 기업은 상호작용을 통해 관계적 이득을 누릴 수 있다. 투자자 측면에서는 관여활동을 통해 ESG와 비 ESG 애널리스트 간 더욱 긴밀한 협업을 촉진하거나 신인의무(fiduciary duty)를 다하고 있음을 고객들에게 확인해주는 방법으로 ESG 통합 과정을 개선할 수 있다. 기업 측면에서는 투자자의 ESG 관련 요청을 토대로 운영 부서와 지원부서 간 내부 관계를 발전시키는 한편, ESG이슈에 대한 이사회 차원의 인식을 제고하고 관련 업무 담당자를 확보하거나 이들의 역량 개발을 도울 수 있다.

표 1 - 관여활동이 기업과 투자자를 위한 가치를 창출하는 구조적 요인. 출처: Gond, JP. (2017); O’Sullivan, N. & Gond, JP. (2016)<sup>7</sup>

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

적극적인 주주권 행사가 ESG 요소와 재무성과에 미치는 영향을 측정하는 것은 언제나 어려운 일이다. 관여활동의 효과는 보통 장기적으로 드러나고 이익 개선에 기여하는 여러 요소에서 ESG 요소만을 구분해 내기 어렵기 때문이다. 그럼에도 불구하고 최근 들어 적극적 주주권 행사로 인해 창출되는 이익을 계량화하는 연구가 진행되고 있다 (자세한 내용은 표2 참고).

캠브리지대학교와 런던정치경제대학교가 PRI를 통한 30개 이상의 협력적 관여활동(225개 기관투자자와 964개 투자대상기업을 포함)을 정량적으로 분석한 연구에서 성공적 관여활동의 재무적 영향이 밝혀졌다<sup>8</sup>. 연구 결과 대상 기업의 수익성(총자산수익률로 측정)이 개선되었으며 다른 투자자들을 대표하여 기업과 대화를 진행한 대표 투자자의 보유지분이 증가하였다. 관여활동이 성공적이지 않은 경우 자산수익률이나 주식보유지분에서 변화가 없었다.

“우리는 AMP Capital의 투자 이사결정 과정과 주주권 행사 관행에 ESG 요소를 반영함으로써, 고객을 대신하여 투자한 기업의 가치, 성과 (위험 및/또는 투자수익) 및 평판에 영향을 미치는 잠재적 위험과 기회를 더욱 많이 알게 될 수 있다고 믿습니다.”

Karin Halliday, Senior Manager, Corporate Governance, AMP Capital, Investment manager, Australia

7 Gond, Jean-Pascal. (2017). *RI Quarterly - How ESG engagement creates value: bringing the corporate perspective to the fore*; O’Sullivan, Niamh & Gond, Jean-Pascal. (2016). *Engagement: unlocking the black box of value creation*.

8 각 투자자 그룹이 구체적 이슈 (기후변화, 인권, 물부족) 별로 평가표를 만들어 대화 초기와 종료 시점에 대상기업의 성과를 평가했다. 이 연구에서는 투자자와 대화 종료된 이후 기업의 점수가 일정 비율 상승했을 때 해당 관여활동이 성공한 것으로 보았다.

표 2 - 적극적 주주권 행사의 재무적 영향

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

“투자자가 우려하는 바를 기업에 전달하는 것은 영향력을 가집니다. 즉, 어려운 정치적 의사결정을 강화하기도 하고, 진심으로 염려되어 내부에서 변화를 주도하는 직원들의 행동을 정당화해주기도 합니다.”

Jean Philippe Renaut, CEO, Aequo Shareholder Engagement Services, Service Provider, Canada

“우리는 기업이 경영 책임을 다하도록 하고, 깊이 있는 정보를 얻는 한편 ESG 측면의 변화를 유도하기 위해 관여활동을 수행합니다. 그러나 우리는 투자의사결정 과정에 ESG 요소가 반영되기 위해서도 적극적 주주권 행사가 반드시 필요하다고 생각합니다.”

Matthias Beer, Director, Governance and Sustainable Investment, BMO Global Asset Management, Investment Manager, Canada

**Box 1 - PRI 결과 보고서**

PRI ESG 관여활동팀은 다양한 ESG 이슈에 대한 지난 10년 간의 협력적 관여활동의 결과와 교훈을 담은 일련의 결과 보고서를 발간했다. 다음은 가장 최근의 발간물이다.

- **수리학적 파쇄 (Hydraulic Fracturing)**  
본 지침에는 (흔히 시추 작업시 사용되는) 수압파쇄법과 관련한 사례 연구와 협력적 관여활동의 결과가 담겨 있다. 또한 관여활동을 행하는 투자자를 위한 질문과 미래 관여활동을 위한 권고가 포함되어 있다.
- **농업 공급사슬 내 노동 관행 (LABOUR PRACTICES IN AGRICULTURAL SUPPLY CHAINS)**  
본 보고서에는 2013-2015년 PRI가 지원한 협력적 관여활동의 결과가 집약되어 있고 관여활동에 도움이 되는 유용한 자료와 투자자의 기대요건이 제공되어 있다.
- **반 부패 및 뇌물수수에 대한 관여활동 (ENGAGING ON ANTI-BRIBERY AND CORRUPTION)**  
유엔 글로벌 콤팩트와 공동으로 발간한 본 보고서에는 2013-2015년 PRI가 지원한 관여활동의 결과, 투자자 의견, 기업 피드백이 담겨 있다.

## “적극적 주주권 행사는 장기적 가치를 높이고 모범 관행을 발굴하며 이러한 관행이 광범위하게 채택되도록 장려하는 활동입니다.”

Michelle Edkins, Managing Director, Global Head of BlackRock Investment Stewardship, BlackRock, Investment Manager, US

### 법·제도적 환경

신인의무(또는 이와 동등한 의무)는 타인의 자산을 관리하는 자가 자신의 이익이 아닌 수익자의 이익을 위해 행동하도록 하기 위해 존재한다. 다음은 이러한 신인의무에서 가장 중요한 요소이다.

- **충실의무(loyalty)**. 수탁자는 자신 또는 제3자의 이익을 위해 행동하지 않아야 하며 수익자의 이익을 위하여 성실하게 행동하고 여러 수익자의 이해가 상충할 때 공정한 균형을 도모하고 이해상충을 방지해야 한다.
- **주의의무(prudence)**. 수탁자는 주의의무를 다하는 자가 그러하듯 투자에 임함에 있어 적절한 주의 노력과 기술적 능력을 갖추어 성실하게 행동해야 한다.

기관투자자가 신인의무를 다했는지 평가할 때 달성한 결과와 함께 결과를 달성하기 위해 따른 프로세스도 매우 중요한 평가 요소이다. 장기적 투자 가치의 증대 요인 - ESG 이슈가 포함될 수 있음 - 을 고려하지 않고 투자행위를 하는 것은 신인의무에 반하는 행동이다. 따라서 투자의사결정 과정의 일부로 주주권을 적극적으로 행사하고 관여활동과 의결권 행사 과정에 ESG 이슈를 고려하는 것은 투자자의 신인의무로 간주될 수 있다. 예를 들어, 미국과 캐나다의 증권 및 연금 규제당국은 주주권은 연금제도의 자산이며 수탁자는 수익자의 이익을 극대화할 수 있도록 주주권을 사용하고 감독해야 함을 확고히 했다. PRI는 PRI 수탁자 의무 증진 프로그램을 통해 다른 국가의 정책 입안자와 규제당국도 이와 유사한 정의를 내려줄 것을 권장했다 (예: “21세기의 신인의무 - 영국 로드맵(Fiduciary Duty in the 21st Century - UK roadmap)” 권고사항 참고).

또한 2016년에 개정된 EU 주주권 지침(European Union Shareholder Rights Directive (2007/36/EC))은 주주들이 장기적 가치를 창출하고 ESG 이슈에 집중할 기회를 희생하면서 투자대상기업에 단기적 압력을 행사할 수도 있다는 점을 인식하고 있다<sup>9</sup>. 동 지침은 자산소유자와 자산운용사 모두의 적극적 주주권 행사에 대한 기대수준과 요건을 강화함으로써 이를 완화하고자 한다. 요컨대, 동 지침은 다음을 요구한다.

- 자산소유자<sup>10</sup>는 관여활동과 의결권 행사를 위한 정책을 수립하여 공개하고 매년 이행 결과를 보고할 것 (원칙을 준수하지 않는 경우 이유를 설명하는 comply or explain 방식)
- 자산운용사는 관여활동과 의결권 행사를 위한 정책을 수립하여 공개하고 매년 이행 결과를 보고할 것 (comply or explain 방식)
- (의결권) 자문기관은 회원국이 정하는 행동강령을 준수하는지 여부, 연구·자문 준비 및 의결권 가이드라인 개발 방법의 핵심 요소를 공개할 것 (comply or explain 방식)
- 기업 이사는 기업의 장기적 이익과 지속가능성에 부합하는 명확한 보수 정책을 수립하고 최소한 4년마다 동 정책을 표결에 부칠 것. 회원국은 이 표결에 구속력을 부여하거나 권고안으로 정할 수 있음 (의무 시행)

이외 도입된 다른 규제와 기준도 투자자가 투자대상기업을 적극적으로 모니터링하고 영향력을 미칠 것을 요구하고 있다. 예를 들어, 18개국 금융당국과 투자협회는 ESG 이슈에 대한 언급을 확대하며 국가 차원의 스튜어드십 코드를 도입했다 (표 3 참고). 2016년에는 국제기업지배구조네트워크(ICGN)도 ICGN 스튜어드십 원칙(Stewardship Principles)을 채택하고 미래 스튜어드십 코드의 기준을 제시했다 (Box 2 참고).

## “적극적 주주권 행사는 사업 위험, 기업 문화, 전략, ESG 이슈와 관련하여 상장기업의 성과를 점검하는 신인의무의 한 축입니다.”

Mariela Vargova, Senior Vice President, Sustainability and Impact Investments, Rockefeller Asset Management

9 PRI Policy briefing - European Union Shareholder Rights Directive.

10 The directive refers to institutional investors defined as Institutions for Occupational Retirement Provision (IORPs) and those providing life assurance.



대부분의 스튜어드십 코드는 적극적 주주권 행사 정책을 공개하고 이해상충을 관리하며 고객과 수익자에게 보고할 것을 장려한다.

많은 국가에서 ESG 요소를 스튜어드십 코드에 명시적으로 언급하고 있지만, 장기적으로 지속가능한 가치를 창출한다는 좀 더 일반적인 개념을 포함시킨 국가도 있다.

표 3 - 국가별 스튜어드십 코드와 가이드라인. 출처: [PRI regulatory map](#)

국가	담당 기관	명칭
호주	The Financial Services Council (FSC)	<a href="#">The FSC Internal Governance and Asset Stewardship Standard</a>
벨기에	The Belgian Asset Managers Association (BEAMA)	<a href="#">Code of Conduct</a>
브라질	AMEC	<a href="#">AMEC Stewardship Code</a>
캐나다	Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)	<a href="#">Stewardship Principles</a>
덴마크	Committee for Good Corporate Governance at the initiative of the Minister of Business and Growth	<a href="#">Stewardship Code for Danish institutional investors</a>
독일	German Working Group on Corporate Governance for Asset Managers	<a href="#">Corporate Governance Code for Asset Management Companies</a>
홍콩	Securities and Futures Commission	<a href="#">Principles of Responsible Ownership</a>
이탈리아	Il Consiglio direttivo di Assogestioni	<a href="#">Italian Stewardship Principles</a>
일본	FSA	<a href="#">Principles for Responsible Institutional Investors</a>
말레이시아	Securities Commission Malaysia	<a href="#">Malaysian Code for Institutional Investors</a>
네덜란드 <sup>11</sup>	Eumedion (Dutch corporate governance forum)	<a href="#">Best Practices for Engaged Ownership</a>
싱가포르	Stewardship Asia	<a href="#">Singapore Stewardship Principles (SSP) for Responsible Investors</a>
남아프리카공화국	Institute of Directors in Southern Africa	<a href="#">Code for Responsible Investing in South Africa (CRISA)</a>
대한민국	FSC Korea (금융위원회)	<a href="#">Korea Stewardship Code (한국 스튜어드십 코드)</a>
스위스	ASIP, Swiss Association of Pension Fund Providers, Swiss Federal Social Security Funds OAI/II/IC, economieuisse, Swiss Business Federation, Ethos – Swiss Foundation for Sustainable Development, Swiss Bankers Association (SwissBanking), SwissHoldings, Federation of Industrial and Service Groups in Switzerland	<a href="#">Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies</a>
태국	Securities and Exchange Commission of Thailand	<a href="#">Investment Governance Code (I Code)</a>
영국	Financial Reporting Council	<a href="#">The UK Stewardship Code</a>
미국	Investor Stewardship Group (ISG)	<a href="#">Stewardship Framework for Institutional Investors</a>
국제 기준	OECD	<a href="#">Responsible Business Conduct for Institutional Investors</a>

11 네덜란드 스튜어드십 코드는 현재 개정과 협의가 진행되고 있다.

“적극적 주주권 행사는 우리가 고객 자산의 선량한 관리자로 행동함에 있어 중요한 역할을 합니다. 우리는 투자대상기업의 지배구조 기준이 엄격하기를 기대하며 수준 낮은 ESG 관행으로 주주가치가 위협에 처해 있는 경우 직접적인 관여활동을 통해 변화를 일으키고자 합니다.”

Richard Lacaille, Global Chief Investment Officer, State Street Global Advisors

마지막으로, G20/OECD 기업지배구조원칙<sup>12</sup>이 관여활동을 통해 주주권과 소유권을 행사하는 것이 투자자의 책임임을 인식한 이후 OECD는 최근 기관투자자를 위한 책임경영 수칙<sup>13</sup>을 발간했다. 동 보고서에는 OECD 다국적기업가이드라인<sup>14</sup>이 요구하는 실사를 위한 주요 고려사항이 포함되어 있다. 이에 따르면 투자자-투자대상기업의 관계는 구매 기업-공급사 관계와 다르지만 투자자는 적극적 주주권 행사를 통해 투자대상기업의 책임경영에 영향력을 주고자 할 수 있다. 소액주주도 투자대상기업이 야기하거나 기여하는 부정적인 사회·환경적 영향과 직접적으로 관련될 수 있다. 따라서 투자자는 ESG<sup>15</sup> 위험에 기반한 실사를 하고 투자 과정에서 ESG 위험을 고려하며 투자자가 기업에 미치는 영향력을 활용하여, 부정적 영향을 예방하거나 경감할 수 있도록 투자대상기업을 도와야 한다.

**Box 2 – ICGN 글로벌 스투어드십 원칙. 출처: ICGN**

**내부 지배구조: 효과적 스투어드십의 토대**

원칙 1: 투자자는 자사 지배구조 관행이 국내 요건과 ICGN 글로벌 스투어드십 원칙이 추구하는 목표와 일치하는지, 자사가 수익자나 고객의 충실한 대리인 역할을 수행할 능력을 갖추고 있는지 지속적으로 검토해야 한다.

스튜어드십 정책의 수립과 이행

원칙 2: 투자자는 자사 책임투자 관행의 범위를 개괄하는 스투어드십 정책을 수립하여 이행을 약속하고 이에 전념해야 한다.

**투자대상기업의 점검과 평가**

원칙 3: 투자자는 기존의 투자대상기업을 점검하고 새로운 투자대상기업을 평가함에 있어 성실히 임해야 한다.

**기업 관여활동과 투자자 간 협력**

원칙 4: 투자자는 기업가치를 보존·제고할 수 있도록 수익자 또는 고객을 대신하여 투자대상기업에 대해 관여활동을 수행하고, 우려되는 사안을 전달하기 위해 다른 투자자와 협력할 태세를 갖추어야 한다.

**의결권 행사**

원칙 5: 의결권을 보유한 투자자는 보유주식에 대해 의결권을 행사하도록 노력하고 모든 보유 종목에 대해 수익자 또는 고객의 이익을 보호하는 데 필요한 주의의무를 다하여 성실하게 판단하고 정보에 입각하여 독립적으로 의결권을 행사해야 한다.

**장기적 가치 창출과 ESG 요소 통합을 추구**

원칙 6: 투자자는 기업이 장기적으로 성과를 내고 지속가능한 성공을 거둘 수 있도록 장려하고 중요한 ESG 요소를 책임투자 활동에 통합해야 한다.

**투명성, 공시, 보고 개선**

원칙 7: 투자자는 수익자 또는 고객에게 자사의 책임투자 정책과 활동 내역을 공개하고 동 정책이 어떻게 이행되었는지 보고함으로써 신인의무를 효과적으로 이행하는 데 대해 완전한 책임을 져야 한다.

12 [G20/OECD Principles of corporate governance.](#)

13 [OECD Responsible Business Conduct for Institutional Investors.](#)

14 [OECD Guidelines for Multinational Enterprises.](#)

15 ESG 위험은 비단 투자자 자신이나 투자대상기업의 위험 요소일 뿐 아니라 사회와 환경에 미치는 영향으로 구분되어야 할 것이나 동 OECD 가이드라인은 책임경영 수칙(RBC)을 ESG 위험과 동의어로 언급하고 있다.

## 적극적 주주권 행사를 방해하는 요인

상장주식에 대한 관여활동과 의결권 행사가 전 세계 시장에서 광범위하게 행해지고 있지만 투자자가 적극적으로 주주권을 행사하기 위해 책임과 의무를 다하는 것을 어렵게 하는 문화적, 규제적, 현실적 장애요인이 여전히 존재한다.

다음은 적극적 주주권 행사의 방해 요소로 가장 많이 언급되고 인식되는 요소이다.

- **비용:** 기업과 대화를 구축하고 정보에 기반하여 의결권을 행사하는 것은 자원과 시간이 소모되는 일이다. ESG 이슈에 관여하고 의결권을 행사할 수 있는 자원을 보유한 투자자들도 상당수는 투자이익보다 비용이 더 클 수 있다고 생각한다. 기업의 변화가 어떤 특정 요인에 기인한 것이라 단정짓기 힘들고 책임투자자는 많은 경우 장기 전략이기 때문에 투자이익이 특정 자산운용담당자의 운용기간을 넘어선다.
- **무임승차:** 비용을 부담하여 적극적으로 주주권을 행사하는 투자자는 소수지만 일단 기업이 경영관행을 개선하게 되면 잠재적으로 많은 투자자가 혜택을 볼 수 있다. 비슷한 맥락에서, 투자자들이 협력하여 관여활동을 하는 경우 더욱 적극적인 투자자가 있고 그렇지 않은 투자자가 있으나 기업과의 대화가 성공하면 협력에 참여한 모든 투자자가 이익을 볼 것이다.
- **포트폴리오 다변화:** 선관주의와 관련한 법규들로 인해 분산투자 요건이 높은 수준으로 강화됨에 따라 한 기업에 투자하는 자산 규모가 제한되면서 관여활동을 수행하는 주주의 재무적 힘과 영향력이 감소하였으며 모든 보유 종목에 대해 정보에 기반하여 관여활동을 수행하고 의결권을 행사하는 것이 불가능해졌다.
- **소극적, 간접적 투자:** 지수를 추종하거나 투자의사결정 시 사람이 개입하지 않고 룰에 기반하는 투자 전략과 스마트베타 전략을 사용하는 투자자 또는 상장지수펀드(ETF) 투자자가 주주권을 적극적으로 행사함으로써 어떤 이익을 누릴 수 있는지에 대한 증거가 충분하지 않다. 투자의사결정을 내릴 때 관여활동 결과에 따라 상대적인 투자 비중을 조정하는 것이 쉽지 않기 때문이다.
- **주식 소유권의 사슬 구조:** (수탁자, 컨설턴트, 재간접펀드, 투자관리자로 이어지는) 긴 중개 구조로 인해 관여활동의 주체와 최종 대상 (즉, 투자대상기업) 간 강력한 관계가 구축되기 어렵고 관여활동으로 얻은 정보를 활용하여 투자의사결정을 내리는 것이 힘들 수 있다.
- **이해상충:** 특히 자산운용사가 다양한 수익자 그룹을 대신하여 관여활동을 수행하거나 관여활동의 대상이 되는 기업과 상업적 계약 관계가 있는 투자기관에 속해 있을 때 이해상충 문제가 발생할 우려가 있다.

- **기업의 대응:** ESG 이슈에 대해 일관성, 비교 가능성 및 개연성을 갖추어 적기에 행해지는 기업 보고가 여전히 부재하다. 이에 대해 투자자는 기업들이 ESG 이슈에 관심이 없으며, 따라서 관여활동을 위한 대화와 기타 요청에 응할 가능성이 낮을 것이라 생각할 수 있다.
- **투자 사슬(investment chain)의 투명성:** 자산소유자의 투자 위임사항과 투자 신념에 적극적 주주권 행사의 개념이 반영되어 있는 경우가 드물고 적극적 주주권 행사를 염두에 두고 투자 자문 가이드라인이 작성되지 않는다. 자산소유자는 자산운용사의 적극적 주주권 행사 활동에 관한 정보를 거의 갖고 있지 않다. 그리고 관여활동과 의결권 행사 업무를 위탁 받은 자산운용사와 서비스기관에 대한 자산소유자의 모니터링이 제한적이다.
- **불투명한 규제:** 일부 시장에서는 EGS 이슈에 대한 적극적 주주권 행사가 신인의무의 정의에 명확하게 포함되어 있지 않다. 또한 관련법과 업계 기준이 강력하게 이행, 감독, 시행되지 않고 있다.
- **현지 법규:** 특히 미국의 대형 투자자들은 협력적 관여활동이 미국 증권거래위원회(SEC) 규정 13D, 즉 공동보유 및 주식 대량보유 공시요건에 위배될 수 있다고 우려한다. 한편, 관여활동을 함으로써 투자자가 시장질서 교란행위에 해당하는 내부자 정보에 노출될 수 있다는 주장도 있다.

구체적으로 의결권 사슬(voting chain)에 관련된 제약도 있다<sup>16</sup>:

- **주주총회 시즌:** 전 세계적으로 매우 짧은 기간(3월~6월)에 수천 개 기업의 정기주주총회가 개최된다<sup>17</sup>. 각 주주총회에서는 통상 20-30개의 의사결정이 이뤄진다<sup>18</sup>. 투자 포트폴리오 규모가 큰 기관투자자의 경우 단기간에 집중적으로 의결권 행사와 관련한 의사결정을 내리는 것이 어렵다.
- **차등의결권 주식:** 차등의결권 제도 하에서는 주식의 종류가 2개 이상 존재하여 의결권과 배당금이 차등적으로 부여된다. 창립자나 가족, 기타 내부자들이 보통 가장 상위의 주식을 보유하고 하위 주식 보유자들에 비해 의결권을 훨씬 더 많이 부여 받는다 (예: 1주 당 1개의 의결권이 아닌 보통 1주 당 10개의 의결권). 어떤 주식에는 의결권이 아예 부여되지 않는다. 이러한 관행은 "1주 1의결권"이라는 기업지배구조 원칙을 따르지 않으며 기업에 책임을 물을 수 있는 기관투자자의 힘을 약화시킨다.

16 BIS 연구: [Exploring the intermediated shareholding model \(중개기관을 통한 지분보유 모형 연구\)](#).

17 일본, 호주, 캐나다, 독일, 영국, 미국, 홍콩은 예외

18 Invesco: [Proxy voting: the hallmark of active ownership \(의결권 대리 행사: 적극적 주주권 행사의 정수\)](#).

- **최종 소유자 파악의 문제:** 지분 보유의 사슬구조 현황이 불명확한 점, 수탁자가 통합계좌를 운영하는 점으로 인해 기업은 투자자가 누구인지 투자자를 대리하여 의결권을 행사하는 자가 누구인지 알 수 없다. 마찬가지로 투자자는 같은 기업에 투자한 다른 투자자를 파악할 수 없기 때문에 주주제안을 공동으로 제출할 잠재적 파트너를 찾을 수 없다.
- **기준일:** 의결권 부여 기준일이 통상 주주총회 48시간 전이기 때문에 절차가 지연되고 의결권이 한꺼번에 일괄적으로 행사된다. 투자자는 보통 의결권이 있을 것으로 예상되는 종목에 대해 의결권을 행사하고, 의결권 대리인은 기준일에 실제 보유 주식 수가 확정되고 난 후에 시스템 상 의결권 대리 행사가 필요한 경우를 조정해야 한다. 이는 짧은 기간에 수행하기 복잡한 프로세스이다.
- **주주총회 안내서류:** 기업들이 매우 짧은 통지 기간을 주고 번역문 없이 안내서류를 발송한다. 기업이 주주총회 전에 주주의 의결권 행사 방향을 알게 되면 주주총회 당일 질문과 안건이 바뀌기도 한다.
- **관리:** 온라인 플랫폼을 통해 전자투표를 실시하는 기업이 여전히 드물다. 회의 안건과 투표 용지를 인쇄하여 우편으로 발송하는 기업이 여전히 많아 비효율적이다.
- **의결권 행사 확인:** 의결권 행사 사슬(voting chain)에는 보통 의결권 행사 대리인에서부터 수탁기관과 하위 수탁기관에 이르는 다양한 행위자가 존재한다. 이러한 구조적 복잡성으로 인해 기관투자자는 자신의 의결권이 해당 기업에 실제 행사되었다는 것을 최종 확인하기 어렵다.
- **주주총회 전 주식거래 금지:** 어떤 국가에서는 주주가 의결권을 행사하려면 보유 주식을 지정된 기관에 위탁해야 하고 정기주주총회 전 며칠 동안 이 주식을 거래할 수 없다. 이 때문에 소극적 투자자는 의결권을 행사할 수 없게 되는데, 이들의 주식은 항상 지수에 포함되어 있어야 하기 때문이다.
- **주식 재등록:** 어떤 국가에서는 주주 이름으로 등록된 주식에 대해서만 의결권을 행사할 수 있다. 이 때문에 의결권 행사 후 주주가 주식을 거래하려면 해당 주식이 수탁기관 명의로 재등록되어야 한다.
- **위임장:** 의결권을 행사하려면 위임장을 제출하거나 심지어 직접 출석해야 하는 국가가 있다.
- **정식 확인의 부재:** 영미법 하 기업의 의장은 의결권이 행사되었음을 반드시 확인해야 하지만 모든 의결권 대리 행사 지시서를 정식으로 표결에 포함시키지 않을 수 있다. 상황에 따라 어떤 국가에서는 단순히 회의장 내 거수만 요청할 수 있다.
- **주식 대여:** 대여 주식이 회수되기 전에는 일시적 소유자인 차입자에게 의결권이 귀속되므로 주식 대여 시에는 주주 관여활동과 의결권 행사 간 연결고리가 깨진다.
- **의결권 자문기관:** 의결권 자문기관의 경우 시장 집중도가 높아 기관투자자의 의결권 자문서비스 선택지가 제한적이다.

위와 같은 장애요인이 존재하고 몇몇의 경우 문제해결을 위해서는 법규 개정이 필요하겠지만<sup>19</sup>, 투자자의 적극적 주주권 행사를 어렵게 만드는 이러한 장애요인을 극복할 수 있는 선도적 관행이 존재한다. 몇몇 장애요인은 실제적 장애물이라기보다는 인식의 문제이기도 하다. 이어지는 장에서는 상장주식을 중심으로 이와 관련한 선도적 관행을 일부 소개하고자 한다.

19 PRI는 "지속가능한 금융시스템(Sustainable Financial System, SFS)" 프로젝트를 통해 본 장에 소개된 몇몇 장애요인을 해결하고 있다. 자세한 내용은 [www.unpri.org/sfs](http://www.unpri.org/sfs) 참고.

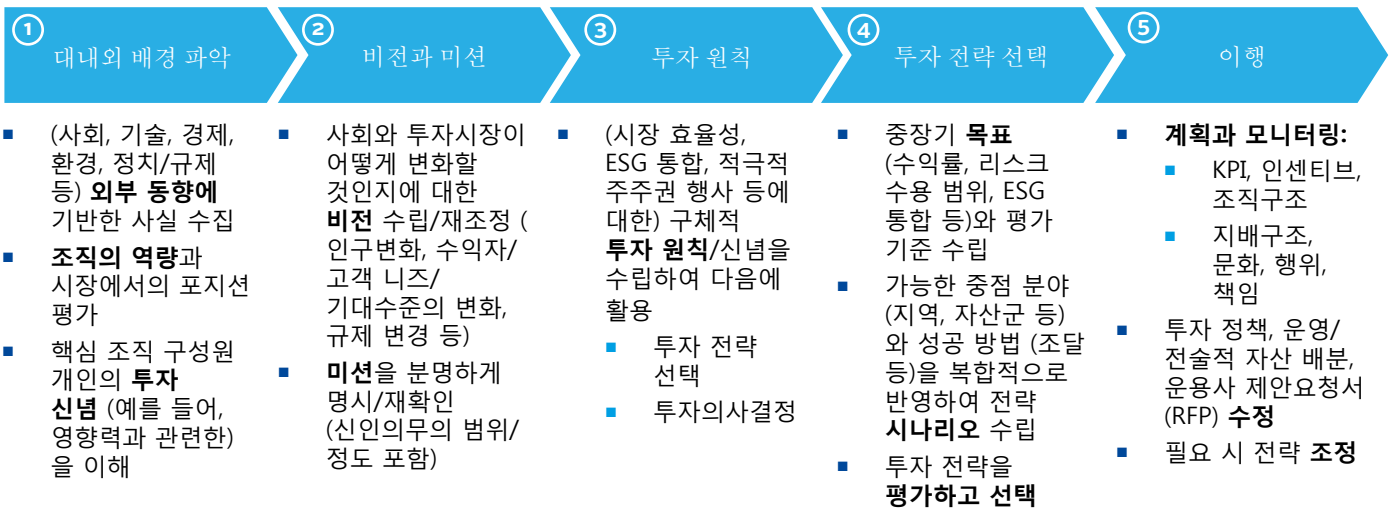
# 적극적 주주권 행사를 위한 정책 수립

## 투자 전략의 구성 요소로서 적극적 주주권 행사

적극적 주주권 행사를 실천하기 위한 첫 단계는 비전, 미션, 투자 원칙을 포함한 전반적인 투자 전략을 검토하는 것이다.

PRI가 발간한 "투자 전략 수립 - 자산소유자를 위한 프로세스 가이드(Crafting an Investment Strategy - A Process Guidance for Asset Owners)"에 소개된 바와 같이 최적의 투자 전략을 수립하려면 투자 환경의 기저 추세를 파악하고, 자신의 비전, 미션, 투자 원칙에 대해 자문해야 한다. (아래 그림 1 참고).

그림 1 - 투자 전략 수립 5단계



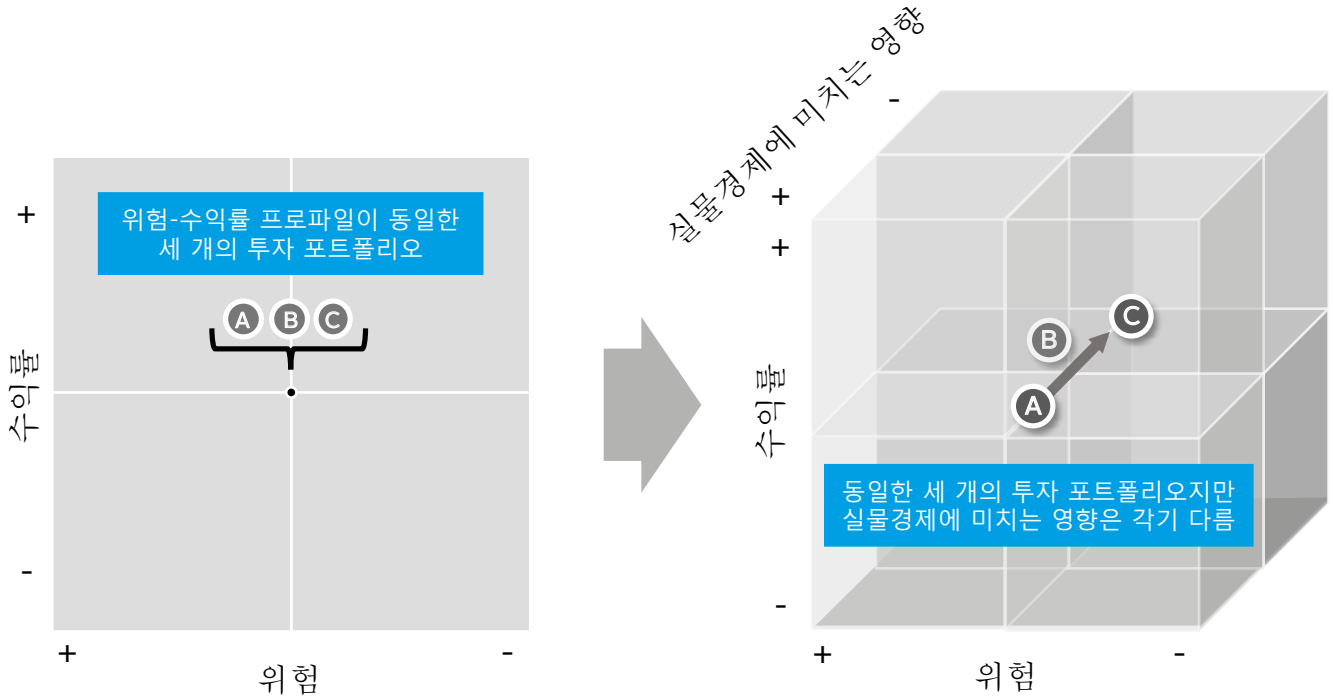
> 매우 반복적인 단계

## 커뮤니케이션

대부분의 투자자는 투자를 수익률과 위험으로 구성되는 2차원의 차트로 인식한다. 점차 많은 투자자들이 중대한 영향력을 가지는 ESG 요소를 이러한 2차원적 관점으로 통합하는 과정에서 수익률과 위험을 적절히 조정해 나가고 있다. 그러나 실물경제에 미치는 영향(REI - 그림 2에서와 같이 투자가 실물경제에 미치는 긍정적 또는 부정적 영향의

정도)을 제3의 축으로 추가하는 새로운 관점이 대두되고 있다. 리스크와 수익, 실물경제에 미치는 영향 측면에서 선택된 우선순위가 관여활동과 의결권 대리 행사의 목표에 그대로 반영될 것이기 때문에 이들 차원에 대한 투자자의 관점은 적극적 주주권 행사 정책에 큰 영향을 미칠 것이다.

그림 2. 실물경제 영향(REI)에 따른 투자 대상의 차별화. 출처: PRI SDG Investment Case



투자 전략을 수립할 때 투자자는 “중점 분야”(즉, 자산군, 펀드 유형, 투자기간, 업종, 지리적 위치)와 “달성 방법”(즉, 자체 수행 또는 외부 위임, 적극적/소극적 관리, 적극적 주주권 행사 여부)을 조합하여 투자 시나리오를 선택하고 외부 요인(시장에서의 기대, ESG 동향 등)과 내부 요인(즉, 가용 역량)을 기반으로 이를 테스트해야 한다. 이 과정이 끝나면 투자자는 자신이 어떤 유형의 적극적 주주가 되고 싶은지, 이를 위해서는 어떤 것이 요구되는지 명확히 알게 될 것이다.

## 적극적 주주권 행사 정책

### Reporting Framework 참고:

#### Listed Equity Active Ownership (LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사)

- 01 - Engagement policy and approach (관여활동 정책과 방법론)
- 15 - Voting policy and approach (의결권 행사 정책과 방법론)

투자 전략을 수립했다면 투자 정책을 수립해야 한다<sup>20</sup>. 투자자는 조직의 적극적 주주권 행사 방법을 투자 정책에 직접 반영할 수 있다. 이렇게 하면 주주권을 적극적으로 행사하는 행위가 독립적인 행위가 아니라 투자의사결정

과정을 개선하고 투자 목표를 실행하기 위한 수단이라는 것을 시사하게 될 것이다. 아니면 별도의 책임투자 정책이나 관여활동/의결권 행사 정책을 작성하여 적극적 주주권 행사에 대한 조직의 접근법과 이것이 전반적 투자 정책과 어떤 관계를 갖고 있는지 설명할 수도 있다. 이러한 정책들을 회사 홈페이지에 게시하여 수익자와 고객, 일반 투자자가 알 수 있도록 해야 한다.

선진 투자자들은 또한 기업에 대한 요구 사항을 개발하여 기존 정책에 포함시키거나 별도의 문서로 만들어 기업과 커뮤니케이션한다. 이를 통해 기업들은 투자자가 높은 가치를 두는 ESG 관행과 투자자의 요구를 충족시킬 수 있는 공시 유형, 주주와의 대화를 준비할 때 중점을 두어야 할 부분, 장기 투자하는 적극적 주주에게 어떤 것을 기대할 수 있는지에 대해 이해를 높일 수 있다.

정책과 요구 사항을 정기적으로 (매년) 검토하여 적극적 주주권 행사 과정에서 얻게 되는 교훈, 늘어나고 변화하는 고객/수익자의 기대수준, 그리고 새로운 ESG 동향을 반영해야 한다. 대부분의 투자자는 주로 내부에서 정책을 개발하지만, 특히 우려스러운 ESG 이슈에 대해서는 수익자와 고객 등 외부의 피드백과 의견을 구할 수 있다. 이러한 정책에 대해서는 조직의 책임투자 관련 최상위 관리자(이사회나 수탁 관리자 등)의 승인(endorsement)도 받아야 한다. 내부에서 자산을 운용하고 적극적 주주권 행사 업무도 내부에서 담당하고 있다면 투자위원회가 주주권 행사 정책을 담당하는 여러 팀의 이행 경과를 점검해야 한다.

20 더 자세한 내용은 PRI가 발간한 [Investment policy: process & practice \(투자 정책: 절차 & 실행\)](#) 참고

적극적 주주권 행사 정책을 별도의 문서로 작성하거나 투자 정책에 반영할 수 있으나 두 가지 경우 모두 아래 언급된 사항을 일부 또는 전부 언급해야 한다.

### 기본 방침

- **스튜어드십 원칙 · 코드와의 연계성:** 자사 방침이 국내외 원칙 및 코드(PRI, 각국 스튜어드십 코드, ICGN 글로벌 스튜어드십 원칙 등)와 어떻게 연계되어 있는지 설명.
- **대상 자산:** 해당 정책이 전체 자산에 적용되는지 특정 자산군이나 펀드, 계약 형태에만 적용되는지, 현재 보유 중인 종목에 국한하여 관여활동을 수행하는지, 또는 미보유 종목에 대해서도 수행하는지 여부.
- **기대와 목표:** 조직이 선택한 투자 전략의 범위 내에서 관여활동과 의결권 행사의 목표를 개괄하되, 활동들 간의 관련성, 이러한 활동들과 투자의사결정 간의 상관관계에 대한 내용을 포함. 자산운용은 외부에 위탁하지만 주주권 행사 업무는 내부에서 수행하는 자산소유자는 관여활동과 의결권 행사 과정에서 획득한 정보를 외부 자산운용사와 공유할 수 있는 방법을 투자 정책에 기술.
- **전담 조직과 인원:** 관여활동과 의결권 행사 담당자 (예: 내부 ESG 전담팀, 포트폴리오 운용팀 또는 둘 다)를 기술하고, 이들 담당자가 필요한 역량과 경험을 갖추도록 하는 방법(예: 인력, 시간 및 연수)을 설명.
- **이해상충:** 이해상충을 방지하고 파악 · 관리하는 방법 - 잠재적인 이해상충 요소와 이를 경감하기 위한 조치에 대해 고객이나 수익자와 논의하는 절차 포함.

### 관여활동

- **ESG 이슈:** 투자자가 관여하고자 하는 핵심 이슈 (기후변화, 인권, 임원 보상 등)와 투자대상기업에 기대하는 국제 기준(UN 글로벌컴팩트, OECD 다국적기업 가이드라인 등)을 기술.
- **실사 및 모니터링 프로세스:** 관여활동의 대상 주제를 선정하기 위해 투자대상기업의 ESG 관행과 성과를 점검하는 프로세스를 설명 - 수익자, 고객, 기타 이해관계자(노동조합, NGO, 전문가 등)가 제공하는 정보가 어떻게 반영되는지에 대한 설명 포함.
- **관여활동의 우선순위 설정:** 수익자와 고객을 비롯한 기타 이해관계자의 견해가 반영되는 방법을 포함하여 관여활동을 선정하는 기준을 설명하고, ESG 위험을 방지하기 위한 사전적 관여활동인지 또는 이미 발생했을 가능성이 있는 이슈를 해결하기 위한 사후적 관여활동인지 설명.
- **관여 방법:** 관여활동을 위해 기업 및 기업의 대표자 (이사회 대표, 의장, CEO, CSR/IR 매니저 등)와 소통하는 표준적인 절차(서한, 이메일, 대면 회의, 원격 회의, 현장 방문 등)와 협력적 관여활동에 대한 기본 입장 설명 (선정 기준, 기대, 대표 투자자 또는 지원 투자자로서 시간과 자원을 얼마나 할애할지 등).

- **내부 정보:** 관여활동 담당자가 의도치 않게 비공개 중요 정보를 습득했을 때의 관리 절차.
- **단계적 확대 전략(escalation):** 관여활동이 실패했을 때 대응 방법 (공개 성명서, 투자 비중 확대/축소, 주주제안, 담당 이사 재선출에 대한 반대결권 행사, 투자회수, 소송 등).
- **투명성:** 관여활동을 위한 회의 및 기타 교류 활동의 내역을 추적하고 점검하는 방법, 고객/수익자 및 일반 투자자에 대한 투명성 약속 - 공개 정보의 유형과 빈도 (매분기 또는 매년 등) 포함.

### 의결권 행사

- **SG 이슈:** 의결권 행사와 관련한 의사결정을 내릴 때 고려하는 요소나 특정 이슈(이사회 구성, 임원 보상, 기후변화 등)에 대한 의결권 행사 방향. 조직이 참고하는 기업지배구조 가이드라인 (ICGN 가이드라인, OECD 기업지배구조원칙 등).
- **의사결정 프로세스:** 의결권 자문기관 및 내부 리서치 활용 여부를 포함하여 의결권 행사와 관련한 의사결정 내용을 통지하는 프로세스와 전반적 정책(의결권 자문기관이나 투자자의 정책에 부합하여 의결권이 행사되었는지 점검하는 프로세스를 설명).
- **의결권 행사 활동의 우선순위와 범위:** 의결권을 행사하지 않는 경우를 설명 (보유주식 수가 일정 기준 이하, 주주총회 전 주식거래 금지, 위임장 부재 등).
- **방법:** 대리인을 통하여 의결권을 행사하는지 주주총회에 직접 출석하는지 여부 (아니면 두 가지 방법을 혼용하는지).
- **지역별 의결권 관행:** 시장 별로 의결권 행사 방법이 다르다면 어떻게 다른지, 해당 지역의 규제나 기타 요건이 조직의 의결권 행사 방침에 영향을 주는지, 준다면 어떤 방식으로 영향을 주는지 설명. 투자자는 해당 지역의 모범규준과 상장요건, 규제요건을 반영하여 지역별로 의결권 행사 정책을 달리 정할 수 있다.
- **단독 또는 공동 주주제안:** 단독/공동 ESG 주주제안에 대한 방침과 다른 투자자가 제안한 ESG 안건에 대한 의결권 행사 방침.
- **의결권 행사 전/후 기업과의 대화:** 의결권 행사 전/후 기업과의 대화에서 우선순위를 선정하는 기준.
- **주식 대여 프로세스:** 주식 대여 방침, 의결권 행사를 위하여 대여 주식을 회수하는지 또는 어떤 경우에 회수하는지 설명. 주식을 대여하지 않는 사유도 포함 가능.
- **투명성:** 의결권 행사 내역과 관련 결과 기록을 보존/유지하는 방법, 고객/수익자 및 일반 투자자에 대한 투명성 약속 - 공개 정보의 유형과 빈도 포함 (의결권 행사 전/후, 매분기 또는 매년 등)

적극적 주주권 행사 업무를 전문서비스기관이나 자산운용사에 위임하는 투자자의 적극적 주주권 행사 정책은 상대적으로 덜 상세한 수준이 될 것이다. 그러나 관여활동과 의결권 행사가 지니는 가치와 선정된 외부기관과 어떤 관계를 맺고 있는지 설명하는 것은 여전히 중요할 것이다. 이 경우 적극적 주주권 행사와 관련한 기본 방침과 함께 다음의 내용이 기술되어야 할 것이다.

- **기대수준:** 투자자가 적극적 주주권 행사 정책을 이행하는 데 있어 제3의 외부기관이 어떤 역할을 하는지 설명 (외부로 위임된 활동에 대해 내부의 지원 노력이 병행되고 고객의 의견이 반영될 수 있음 또는 모든 업무가 외부에 위탁되어 있고 고객은 전혀 개입할 수 없거나 제한적으로만 개입할 수 있음). 외부기관 선정 시 고려사항과 서비스/투자관리 약정서에 포함되는 의무사항.
- **참고 기준:** 외부기관이 준수하기를 기대하는 ESG 의결권 행사 및 관여활동 관련 중요 기준.
- **정보 요건:** 외부기관의 실적을 정기적으로 모니터링하고 재무적 의사결정을 위해 정보를 사용하고자 할 때를 대비하여 외부기관으로부터 받고자 하는 정보의 수준과 제공 빈도.
- **모니터링:** 외부기관 모니터링 방법에 대한 설명(설문지, 정보 분석, 정기 회의 등) - 선정된 의결권 행사 정책 (맞춤형 정책 또는 해당 서비스기관/자산운용사가 제공하는 정책)에 따라 의결권이 행사되도록 하기 위한 방법 포함.

기존의 적극적 주주권 행사 정책은 정기주주총회에서나 기업과의 대화에서 고려될 수 있는 대부분의 항목이 포함된 매우 상세한 정책에서부터 관여활동 및 의결권 행사와 관련한 광범위한 기준을 제시한 좀 더 일반적인 문서에 이르기까지 다양하다. 전자의 경우 투자자의 기대수준을 기업에 분명하게 전달할 수 있는 반면, 후자는 관여활동과 의결권 행사 방법 측면에서 유연성이 더욱 크다. 어느 경우든 수익자/고객의 재무이익을 최우선적으로 고려해야 하는 기관투자자에게 있어 각자의 재량에 따라 정책을 적용할 수 있는 것이 중요하다. 표 4와 5에 예시를 소개한다.



표 4 - 의결권 행사 정책의 예

투자자	주요 내용
Calvert Research and Management, 자산운용사, 미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 의결권 행사를 통한 장기 가치 창출 전략에 대한 기본적 지지를 표명하고 지속가능한 사업 영역에 대한 비전을 설명</li> <li>■ 책임성을 부여하고 이를 강화하는 조직구조를 지지하고 그렇지 않은 조직구조를 반대</li> <li>■ 가이드라인에 제시되지 않은 경우의 행사 방침 또는 가이드라인에 따라 의결권을 행사하지 않아도 되는 경우를 설명</li> <li>■ 이해상충 관리 방법 소개</li> <li>■ 주주 이익을 위해 각 사안별로 의사결정을 해야 하는 상황을 제시</li> <li>■ 국제 기준과 현지 법규 준수에 대한 설명</li> <li>■ 의결권 행사 내역에 접근할 수 있는 경로를 명시</li> <li>■ 이사회 독립성, 이사회 및 지배구조 이슈, 임원 보상, 기업합병/분할/기타 구조조정, 지속가능성 보고, 환경, 근무환경 이슈, 인권, 토착민 권리, 상품 안전과 영향, 무기 계약, 지역사회, 정치적 행동에 대한 구체적인 의결권 행사 기준을 제시</li> </ul>
NEI Investments, 자산운용사, 캐나다	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 책임투자자의 핵심 의무인 의결권 행사의 역할, 기업 관여활동 전략의 핵심 요소를 설명</li> <li>■ 기업에 피드백을 제공할 것이며 NEI Investments가 의결권을 행사하는 각 안건을 면밀히 검토하겠다는 약속</li> <li>■ 의결권 행사 내역, 의결권 의사결정 내용, 근거에 대한 완전한 투명성을 약속</li> <li>■ 의결권 관련 공개 정보를 매일 업데이트하겠다는 약속</li> <li>■ 주주제안 활용 방안, 상세한 철회 기준 및 주주제안에 대한 찬성/반대의결권 행사 기준을 설명</li> <li>■ 경영진 및 주주 제안에 포함된 ESG 이슈에 대한 구체적 방침 설명</li> </ul>
NEST, 자산소유자, 영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ NEST, 고객, 투자대상기업(영국 상장사)을 전반적으로 설명</li> <li>■ 대상 독자를 정의: 투자대상기업, 펀드 매니저, 투자업계 이해관계자</li> <li>■ 언제나 수익자의 이익을 위하여, 자사의 기업지배구조 기준과 의결권 정책에 따라 의결권을 행사하겠다는 약속</li> <li>■ 의결권을 행사할 때 모든 사안에 단일한 기준을 적용하지 않고 이사의 성과와 위험 수용도, 적합성, 행위, 구조 전반을 고려한다는 설명</li> <li>■ 의결권 행사 책임이 있는 펀드 매니저와 협력하겠다는 약속</li> <li>■ 펀드 매니저가 의결권을 행사할 때 문서화된 자체 의결권 행사 정책에 따라 책임 있게 의결권을 행사할 것을 기대한다는 설명. 현재 NEST가 직접 의결권을 행사하는 것은 아니지만 자체 정책을 운용함으로써 기업이 어떻게 기능해야 하는지에 관한 자사의 관점과 기대를 펀드 매니저에게 전달할 수 있음</li> <li>■ 자사를 대신하여 의결권을 행사하는 펀드 매니저에게 NEST가 기대하는 바를 정의하고, 책임투자자의 목적과 원칙에 따라 일부 분야(감사, 이사회 다양성, 임원 보수)에는 접근법을 달리함을 고지</li> <li>■ 기업지배구조 관련 논의가 진전되거나 투자 전략이 개선되고 수익자가 가진 우려와 관점에 대한 정보가 늘어나는 경우 정책을 개정하겠다는 약속</li> <li>■ 문서 전반에 색상을 달리한 텍스트 상자를 배치하여 높은 수준의 기업지배구조에 대한 신념을 소개하고 각 주황색 텍스트 상자에 원칙과 의결권 가이드라인을 제시</li> <li>■ 경영진, 이사회역의 역할과 구조, 책임성과 보고, 감사, 보수, 자본 구조에 대한 구체적 의결권 행사 지침을 제시</li> </ul>

표 5 - 관여활동 정책의 예

투자자	주요 내용
Hermes Investment Management, 자산운용사 <sup>21</sup> , 영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 스튜어드십의 역할과 중요성</li> <li>■ 모든 이해관계자를 고려</li> <li>■ 다음과 관련한 상장기업에 대한 기대                         <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 공시</li> <li>■ 기업 문화</li> <li>■ 전략, 성과, 투자, 재무구조</li> <li>■ 이해관계자와의 관계, 환경/사회 이슈의 관리</li> <li>■ 의사결정, 이사회 구성, 보수</li> </ul> </li> <li>■ 관여활동 접근법                         <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 이사회 차원, 협력적 관여활동, 기타 이해관계자</li> <li>■ 정보에 기반하여 건설적으로 관여활동을 수행하고 때에 따라 공개적으로 진행</li> <li>■ 사업 목적과 전략을 고려한 종합적이고 장기적인 관여활동</li> <li>■ 여러 분야를 아우르는 다국적 팀 구성</li> </ul> </li> </ul>
PGGM, 자산운용사, 네덜란드	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 관여활동 정책과 자사 투자 신념과의 관계를 설명 - 고객과 긴밀히 협의하여 공동의 비전과 목표를 반영하여 작성됨</li> <li>■ 정책이 적용되는 펀드를 명시</li> <li>■ 투명성 및 보증 약속: PGGM은 책임투자 이행체계 (Responsible Investment Implementation Framework) 가이드라인 준수 여부를 분기와 연 단위로 보고함. PGGM은 또한 독립적으로 검증 받은 연례 책임투자 보고서를 자사 웹사이트에 게시.</li> <li>■ 정책을 개정하고 수정하는 방법과 빈도</li> <li>■ 투자정책위원회, 투자위원회, 고객-참여자 회의, 책임투자자문회의, 책임투자부서를 포함하는 책임투자 이행체계 수립과 관련한 여러 기구의 역할과 책임을 소개</li> <li>■ 적극적 주주권 행사 및 이와 관련한 권한과 책임을 정의하고 주주권을 적극적으로 행사함으로써 달성하고자 하는 목표를 소개</li> <li>■ PGGM이 따르고 지지하는 일반 원칙 소개 (PRI, OECD, UNGC 등)</li> <li>■ 이해상충 관리 방법 소개</li> <li>■ 관여활동의 정의와 목표, 단계적 확대(escalation)가 필요한 경우 소개 (관여활동 후 투자 배제 등). 긍정적 관여활동을 위한 중점 분야, 중점 분야 선정 방법을 명시 (고객/수익자와의 개연성, 투자자로서 PGGM이 수행할 수 있는 역할, PGGM의 영향력, 장기 가치 창출에 대한 예상 기여도 등). 관여활동의 목적과 기간, 협력적 관여활동을 수행하는 경우, 전문서비스기관을 활용하는 경우에 대한 설명</li> <li>■ 소송의 정의와 목표, 정보 습득 방법 설명, 소송 관련 의사결정 기준과 관련한 선호도, 소극적 주주 소송과의 차별점 설명</li> </ul>

21 [Hermes Responsible Ownership Principles \(헤르메스 책임투자원칙\)](#).

투자자	주요 내용
Robeco, 자산운용사, 네덜란드	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 지속가능투자 연구원과 관여활동 담당자 간 관계와 통합 프로세스를 설명</li> <li>■ 적용 대상이 되는 자산 명시</li> <li>■ 관여활동의 다양한 형태 설명</li> <li>■ 관여 주제와 대상 기업의 우선순위를 정하는 방법과 이 과정에 고객을 참여시키는 방법 설명</li> <li>■ 관여활동의 요구 사항을 정의할 때 참고하는 국제 기준과 코드 목록 (OECD, UNGC, SDGs, ICGN, 기업과 인권 이행에 대한 UN 원칙 등)</li> <li>■ 어떻게 지속가능성이 (재무지표, 시장 모멘텀과 함께) 투자 프로세스에서 가치를 창출하는 요인이 되는지에 대한 설명</li> <li>■ 기업에 대한 명확한 기대요건 수립 - 섹터별 차이점 인식</li> <li>■ 관여활동을 단계적으로 확대하는 경우와 어떤 전략을 고려하는지에 대한 설명</li> <li>■ 선정된 기업에 대해 다양한 수단을 활용하여 집중적으로 관여활동을 실시한다는 설명</li> <li>■ 주제별 관여활동의 목표와 관여활동의 진행 경과를 관리하는 방안, 성공 여부를 판단하는 기준 명시</li> <li>■ 기업 측 관여활동 대상자에 대한 설명</li> <li>■ 관여활동에 참여하는 담당 인력에 대한 설명 (다국적, 다언어 팀, 애널리스트도 함께 참여)</li> <li>■ 협력적 관여활동에 대한 방침 소개 - 언제 협력적 관여활동에 참여하는지, 어떤 플랫폼을 사용하는지에 대한 설명 포함</li> <li>■ 내/외부 감사 프로세스 설명</li> <li>■ 정보공개 및 고객 보고에 대한 약속, 보고 경로와 보고 내용 소개</li> <li>■ 지속가능 전략, 지속가능 경영성과, 중요도 평가, 지속가능경영 보고서, 환경 이슈, 인권, 보건과 안전, 노동권, 인적 자본 관리, R&amp;D, 상품 관리 및 기업지배구조(부패, 위험 관리, 보수 포함)와 관련하여 기업에 구체적으로 기대하는 바를 설명</li> </ul>
State Street Global Advisors, 자산운용사, 미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 주주행동주의자(activist)에 대응하고 장기 가치 창출을 보전하기 위한 자사 전략을 소개</li> <li>■ 원하는 대화 상대자를 설명</li> <li>■ 연간 관여활동 전략을 수립하고 우선순위를 정하는 프로세스를 소개</li> <li>■ 권유(solicitation) 요청을 거절할 가능성이 있는 경우를 설명</li> <li>■ 정책의 범위를 명시 (정책이 적용되지 않는 주식과 상품)</li> <li>■ 기업지배구조 이슈와 관련하여 기업에 구체적으로 기대하는 바를 소개</li> </ul>
Universities Superannuation Scheme (USS), 자산소유자, 영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 기업과의 대화 및 관계에서 기대하는 바를 정의</li> <li>■ 협력적 관여활동을 지지</li> <li>■ 관여활동과 의결권 행사 방침을 소개</li> <li>■ 기업이 USS의 적극적 주주권 행사 방침을 알 수 있도록 스튜어드십 원칙을 소개 - 먼저 정보를 제공받아 기업을 이해한 뒤 회의에 참석하고 USS의 의결권 의사결정 내용을 전달할 것이라는 내용 포함</li> <li>■ 기업지배구조 이슈와 관련하여 기업에 구체적으로 기대하는 바를 부록에 포함</li> </ul>

## 이해관계 상충

투자자는 적극적 주주권 행사 활동을 수행할 때 발생 가능한 이해상충에 특별한 주의를 기울여야 한다. 관여활동이나 의결권 행사의 대상이 되는 기업과 투자회사가 사업적 관계에 있을 때 이해상충 소지가 발생한다. 관여활동이나 의결권 행사 대상으로 선정된 기업이 투자회사의 모기업 또는 자회사와 계약관계에 있을 수도 있다. 고객이나 수익자의 이익이 서로 다를 때에도 이해상충이 발생할 수 있다. 마지막으로, 직원이 개인적으로 또는 업무적으로 의결권 행사 또는 관여활동 대상 기업과 연관이 있을 수 있다. 실제로 발생한, 잠재적으로 발생 가능한, 또는 인지된 이해상충이 있다면 공개하는 것이 바람직하다. 더불어 이러한 이해상충을 관리하는 상세한 프로세스를 공개함으로써 고객이자 의결권 행사의 대상인 기업에서 의결권이 어떻게 행사되었는지에 대해 다른 고객들이 항상 이해할 수 있어야 한다. 이러한 절차를 돕으로써 조직의 브랜드 가치와 평판을 보호하고, 벌금이나 소송 같은 불이익을 예방할 수 있다<sup>22</sup>.

이해상충을 관리하는 모범 관행에는 다음이 포함된다.

- 고객의 이익을 극대화하는 방향으로 보유주식의 장기적 가치를 보호하고 제고하기 위하여 관여활동을 수행하고 의결권을 행사하고 있음을 적극적 주주권 행사 정책에 명시
- 지역별/글로벌 위원회가 의결권 의사결정과 관여활동 내역을 정기적으로 검토하는 감독 구조를 채택
- 이해상충 가능성이 있는 분야와 각각에 대한 경감조치를 종합적으로 파악하고 이를 정기적으로 검토
- 예상하지 못한 이해상충이 발생하는 경우 최고 경영진 (CIO, CEO, 준법감시인 등)까지 보고되도록 함
- 고객이 접근할 수 있는 데이터베이스에 실제 사건과 잠재적 이해상충 건을 보고
- 적극적 주주권 행사 담당 부서와 기업 고객에게 컨설팅 및 자산운용 서비스를 제공하는 부서, 또는 영업 담당 부서 간 정보교류차단장치(Chinese wall)를 설치하거나 보고 라인을 달리하여 중립성과 독립성을 확보
- 관여활동 담당자와 의결권 분석 담당자를 위한 행동강령을 마련하고 그 밖에 다른 업무관계가 있는 직원들은 준법감시부에 신고하도록 함
- 상당한 금전적 이익이 존재하는 기업체 및 독립적인 신탁자에 대해 의결권을 행사하는 경우 이해상충의 여지가 없는 독립적인 외부기관에 의결권 의사결정을 위임
- 외부 서비스기관 계약서와 투자 관리 약정서에 이해상충 취급과 관련된 조항을 포함

## 주식 대여 시 유의할 점

### Reporting Framework 기준:

[Listed Equity Active Ownership \(LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사\)](#)

- 19: Securities lending programme (주식 대여 제도)

주식 대여는 주식이 대여자에게서 차입자로 일시적으로 양도되는 것을 의미하며, 차입자는 상호 합의한 때에 주식을 대여자에게 반환하고 대여 수수료를 지급할 것을 약정한다. 여기에는 보통 중개기관이 개입하므로 주식 대여자와 차입자 간의 관계는 직접적이지 않은 경우가 많다. 주식 대여자가 해당 주식을 회수하지 않는 한 의결권은 주식 차입자에게 이전된다. 이렇게 주주권이 투자자의사결정과 분리되어 이전되기 때문에 어떤 투자자는 주식 대여 프로그램을 아예 운영하지 않거나 최대로 대여할 수 있는 주식의 수를 정하여 최소한의 의결권이 보장될 수 있도록 할 것이다. 마찬가지로, 의결권을 행사할 목적으로 주식을 차입하지 않음을 투자자가 공식적으로 약속하는 것이 바람직하다.

주식 대여 제도를 계속 운영/개시하고자 하는 투자자가 의결권을 행사하기 위해 주식을 회수하는 시점을 정할 때 고려해야 할 중요한 요소가 있다. 주식을 전량 회수했을 때 고객이나 수익자에게 초래되는 재무적 손실이 의결권을 행사하지 않는 데서 오는 부정적 영향보다 더 클 수 있기 때문에 (예를 들어, 찬반이 양립하는 의결 안건이 없는 경우) 대여 주식을 전량 회수하는 경우는 보통 드물다. 그럼에도 불구하고 이 조건을 수탁 계약 조항으로 포함시킨 투자자들이 있다. 현재 관행에 대한 일부 사례를 표 6에 소개한다.

가장 일반적인 주식 회수 기준은 우선순위를 정하는 것이다.

- 국내 주식
- 보유지분이 상당할 때
- ESG 이슈 관련 안건에 대해 찬반이 양립하거나 관련 회의에 이목이 집중되었을 때
- M&A 및 중요한 재무적 거래에 대한 의결
- 관여활동 대상이 되는 기업의 주식
- 비용-편익 분석 결과 중요한 의결이고 해당 기업의 장기적 성과에 영향을 미칠 때

책임 있는 의결권 행사를 방해하지 않는 선에서 주식 대여 제도를 운영하고자 하는 투자자는 ICGN 주식 대여 모범규준 (ICGN Securities Lending Code of Best Practice)을 추가로 참고하기 바란다.

22 50/50 Climate Project, Proxy Voting Conflicts.

표6 - 주식 대여 방침의 예

기관	방침
AP2, 자산소유자, 스웨덴	AP2는 예외적인 경우에 스웨덴 상장주식을 대여하며, 개별 스웨덴 기업 또는 해외 기업 보유지분의 90%를 초과하여 대여하지 않는다. 스웨덴 주식을 대여한 경우 주주총회 전에 회수하며 대여 가액에 상한을 두고 있다.
BlackRock, 자산운용사, 미국	BlackRock은 고객의 경제적 이익을 기준으로 한다. 대여한 주식을 회수하는 것이 경제적으로 바람직한지 평가할 때 대여 수수료 수입과 의결권 행사로 인해 얻을 수 있는 경제적 가치를 비교한다. BlackRock은 보통의 경우, 의결권을 최대한 행사하여 얻을 수 있는 경제적 가치보다 주식 대여 수입이 크다고 생각한다. 그 이유는 해당 의결에 따른 경제적 영향이 크지 않거나 BlackRock이 대여 주식을 회수하여 의결권을 행사하더라도 의결 결과에 영향을 미치지 않을 것이기 때문이다. 또한 BlackRock은 재량에 따라 주식 회수로 소실되는 수익보다 의결권을 행사하여 얻을 수 있는 가치가 더 클 것이라 판단할 수 있다. 따라서 이 경우 주식을 회수하여 의결권을 행사한다.
BNP Paribas Asset Management, 자산운용사, 프랑스	BNP Paribas Asset Management는 의결권을 행사하기 전에 대여 주식의 수를 점검한다. 이 때 너무 많은 주식에 대여 중이거나 특정 안건이 해당 기업에 중요하다고 판단되면 보유 포지션의 대다수(약 90%)에 대해 의결권을 행사할 수 있도록 주식 회수를 지시하거나 주식 대여를 제한한다. 최근 주식 대여에 관한 규제가 도입되어 정기주주총회에 가까운 시점에 상당 비율의 주식을 대여하는 경우가 거의 없으며 SRI 종목은 대여하지 않는다.
British Columbia Investment Management Corporation, 자산운용사, 캐나다	수탁 계약서에 명시된 예외적인 경우가 아니라면 대여 중인 주식을 모두 회수하여 의결권을 행사한다. 주식을 대여할 수 있지만 기준일까지 반드시 회수될 수 있어야 한다. 수탁기관은 의결권 행사를 위해 모든 주식을 회수해야 하고 예외가 발생하면 반드시 보고해야 한다.
PGGM, 자산운용사, 네덜란드	<p>PGGM은 다음에 해당하는 기업에 대한 내부 명단을 작성하고 이 기업의 주식을 대여하지 않으며, 어떠한 경우에도 보유 주식의 90%를 초과하여 대여하지 않는다.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 투자 비중이 가장 큰 종목</li> <li>■ 관여활동이 진행 중인 주식 및/또는</li> <li>■ 중요한 의결 사항이 있는 주식</li> </ul>
State Street Global Advisors, 자산운용사, 미국	SSGA가 관리하고 있는 펀드의 경우 특정 안건이 해당 펀드에 중요한 영향을 미칠 것이라 판단되면 주식을 회수할 수 있다. 여기에는 여러 고려사항이 있다. 우선, SSGA가 적절한 시점에 의결 통지를 받아 기준일 당일이나 기준일 전에 주식을 회수할 수 있어야 한다. 적기에 통지를 받지 못하여 기준일이나 그 전에 주식을 회수할 수 없는 경우가 많다. 둘째, 해당 주식에 대해 의결권을 행사하는 데서 오는 이익이 주식 대여 수입보다 크다고 판단될 때 SSGA가 재량으로 주식을 회수할 수 있다. 이 때 SSGA는 해당 시점에 가용한 정보를 토대로 계량화가 어려운 사건이나 결과에 대한 판단을 내려야 한다.
UniSuper, 자산소유자, 호주	UniSuper는 모든 국내 주식을 회수하여 의결권을 행사하며 수탁기관에도 동일한 지침이 전달되어 있다. 전 세계적으로 대여 주식의 회수는 비용/편익 이슈로 귀결된다 (각기 다른 시장에서 주식을 회수해야 하는 데서 오는 복잡성도 염두에 둔다). 치명적이라 판단되는 이슈가 있다면 해당 주식을 회수하려 하겠지만 아직 그러한 예가 발생하지 않았다.
Universities Superannuation Scheme (USS), 자산소유자, 영국	USS는 주주총회 정보와 보유 상황을 하나의 엑셀 파일에 작성하여 대여 주식 회수와 관련한 최종 의사결정에 활용한다. USS 보유지분이 3%를 넘는 경우 해당 기업의 주식을 예외 없이 회수하여 주주총회 당일 보유지분 전량에 대해 의결권을 행사한다. 0.5%~3%를 보유한 경우 포트폴리오 매니저와 협의하여 동 종목의 대여를 제한할 중대한 필요성이 있는지 결정한다. 임시주주총회인 경우 상업적 이익을 고려하여 그때그때 결정한다. USS는 정기주주총회 의결사항이 일상적 및/또는 논란이 없는 안건인 경우 전량 회수해야 할 경제적 이유가 없다고 생각한다.

# 관여활동 및 의결권 행사 관행

## 관여활동 실행을 위한 가이드라인

### 리서치와 우선순위 설정

#### Reporting Framework 참고:

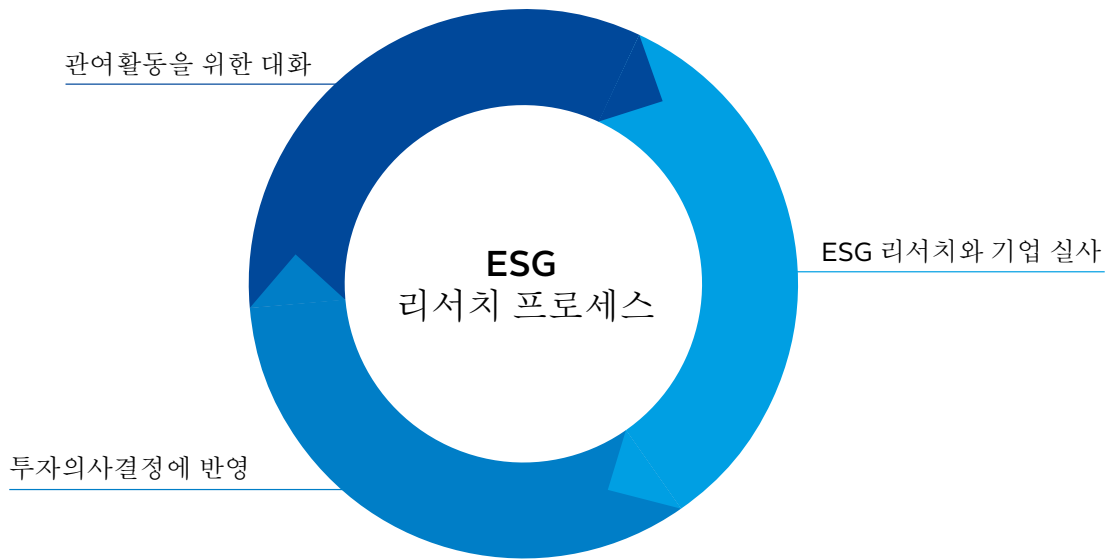
[Listed Equity Active Ownership \(LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사\)](#)

- Process for identifying and prioritising individual engagement activities (개별 관여활동 선정 및 우선순위 설정 프로세스)

관여활동의 대상 선정하기 위한 첫 단계는 투자손실 위험이 있거나 장기 재무성과가 개선될 기회가 있고 실물경제에 영향을 주는 ESG 이슈에 대해 투자대상기업을 정기적으로

점검하는 것이다. 기업과 관련한 기초 데이터에 대해 내부 조사를 진행하고 ESG 리서치 전문기관/중개기관이 제공하는 정보와 점수를 토대로 이러한 실사 (due diligence)를 진행할 수 있다. 투자자는 그 밖의 다른 자료를 활용하여 논란 가능성이 있는 이슈를 검증할 수 있다 (국가당국 보고서, NGO, 언론보도, 국가별연락사무소(National Contact Points)<sup>23</sup> 발표문 등 - 자세한 내용은 Box 3 참고). 구체적 ESG 이슈와 관련한 복합 이해관계자 포럼에 참여하는 것도 리서치 방법론과 평가 작업을 개선하는 데 도움이 될 수 있다. 이러한 리서치 단계는 ESG 통합 전략(특정 종목 배제/포함, 재무정보와 통합적 의사결정, 테마 투자 등)을 지원하기 위해 구축되는 ESG 점검 시스템과 일부 중첩될 수 있다. 관여활동 대상을 선정할 때 사용되는 리서치 결과와 기업과의 대화를 통해 얻게 되는 정보가 끊임없이 통합되어 선형이 아닌 순환형의 프로세스가 만들어질 것이다 (아래 그림 3 참고)

그림 3 - ESG 리서치 순환 프로세스



“지수 투자자인 우리는 우선순위를 정할 수 밖에 없습니다. 우리는 동일한 노력을 되풀이하고 싶지 않습니다. 따라서 우리는 다른 투자자의 관여활동에 대해 문의하고 이들이 주도하는 이슈에 협력할지 고민합니다. 우리는 의식적으로 관심을 거의 받지 못하는 섹터와 테마에 주목합니다.”

Diandra Soobia, Head of Responsible Investment, NEST, Asset Owner, UK

<sup>23</sup> OECD 다국적기업 가이드라인 준수 국가는 홍보 활동을 수행하고 각종 문의에 응대하며 동 가이드라인을 준수하지 않아 발생할 수 있는 이슈를 해결함으로써 동 가이드라인의 효과를 높이는 역할을 수행하는 '국가별연락사무소(National Contact Point, NCP)'를 설치해야 한다. 국가별연락사무소는 기업과 관련 이해관계자들이 적절한 조치를 취함으로써 동 가이드라인을 준수할 수 있도록 돕는 한편, 동 가이드라인 이행 시 발생할 수 있는 현실적인 문제를 해결할 수 있도록 중재 및 조정의 장을 제공한다.

기관투자자는 보통 수천 개 종목에 투자하고 있기 때문에 의미 있는 관여활동은 소수의 기업에 대해서만 가능할 것이다. 따라서, 우선순위 설정 기준을 반드시 정해야 한다. 우선순위를 정함으로써 기업 실사에 필요한 자원을 어떻게 배분할지 정할 수 있는데, 이는 모든 ESG 위험과 기회를 파악하고 대처할 수 없기 때문이다.

추가 분석을 위한 우선순위를 정하는 기준은 보통 다음과 같다.

- 투자 비중이 가장 큰 종목 - 포트폴리오 성과에 가장 큰 위험이 될 수 있기 때문
- 특히 ESG와 관련한 위험과 기회에 노출되어 있다고 판단되는 시장 또는 투자자에게 좀 더 친숙하고 투자 경험이 더 많은 현지 시장
- ESG와 관련한 위험과 기회에 특별히 노출되어 있다고 판단되는 산업 분야
- 위험을 최대한 경감할 수 있도록 다수 ESG 기준에서 최하위를 기록하는 기업을 선정
- 업계 기준을 높이기 위해 다수 ESG 기준에서 최고를 기록하는 기업을 선정
- 국제 규범 위반 기업 (협약이나 UNGC 원칙)
- 외부 정보 자원을 토대로, 중장기에 걸쳐 특정 ESG 이슈와 관련하여 논란에 휩싸인 기업을 선정
- 투자손실 위험이나 잠재적 영향이 매우 높은 특정 ESG 테마
- 고객과 수익자의 의견을 토대로 투자자가 중요하다고 판단하는 특정 이슈

“우리 회사 중점관리기업 명단(focus list)에는 기업 지속가능성 분야에서 혁신을 일으킬 수 있는 섹터 리더와 개선이 필요한 후발주자가 모두 포함되어 있습니다.”

Michelle de Cordova, Director, Corporate Engagement & Public Policy, NEI Investments, Investment Manager, Canada

조직의 방침에 따라 이러한 우선순위 설정 프로세스를 ESG 팀에 집중화하거나 독립적인 각 투자팀에 분산시킬 수 있다. 후자의 경우 시너지 효과를 내고 일관성을 도모하려면 상호 의사소통과 업무 조율이 필수이다.

**Box 3 – 이해관계자를 대상으로 한 관여활동. 출처: OECD**

OECD는 기관투자자를 위한 책임경영 수칙 (Responsible Business Conduct for Institutional Investors) 보고서에서 실사 단계에서는 영향의 심각성을 평가하기 위해, 대화 단계에서는 적절한 대응책 개발을 위해, 기관투자자로 하여금 주요 이해관계자와 협의할 것을 장려한다. 누가 협의 대상이 될 것인가는 문제가 되는 부정적 영향에 따라 다를 것이다. 예를 들어, 전 세계 노동조합연맹과 이에 소속된 각 개별 노동조합은 영향을 받는 노동자의 시각을 대변하고 노동과 인권에 관련한 사안에 대해 전문적인 식견을 제공할 수 있을 것이다. 시민단체 역시 현장과 지역사회에 미치는 영향에 대한 해안을 제공할 수 있다. 국가별연락사무소(National Contact Points)와 국가 당국이 제공하는 정보도 유용하다. 자산소유자와 자산운용사 모두 이해관계자가 투자 포트폴리오에 실재하거나 잠재하는 부정적 영향을 자산소유자와 자산운용사에 알릴 수 있는 경로를 마련할 수 있다. 투자자는 내부 업무 경로나 외부 신고 제도를 통해 우려를 표명하는 당사자와 협력할 것이 권장된다. 투자자는 또한 이렇게 신고되는 민원의 신빙성 평가를 위한 공개적이고 간편한 기준을 개발해야 한다.

투자자는 해당 사안이 주는 심각성과 기회, 가용한 자원과 전문성으로 변화를 일으킬 수 있는 가능성, 과거의 교류 이력, 시간적 제약, 장기적 주주가치에 미치는 영향, 다른 투자자가 기존에 진행 중인 노력을 추가로 조사·평가해야 할 것이다. 이는 궁극적으로 비용-편익 분석이 될 것이며 관여활동을 하지 않겠다는 의사결정을 내리게 될 수도 있다. 이러한 분석 작업은 포트폴리오 운용 담당자와 ESG팀이 협업해서 수행해야 한다.

관여활동은 대개 다음의 두 가지 유형으로 분류된다.

- **능동(사전)적(proactive)** 관여활동: 투자자가 중요 ESG 이슈와 메가트렌드에 대한 예방적 분석을 실시하고 이를 토대로 우선순위로 선정된 기업과 대화를 시도
- **수동(사후)적(reactive)** 관여활동: 투자자가 재무적, 평판 위험이 수반되는 논란이나 스캔들에 대응하기 위해 해당 기업과 대화를 시작

## 목표 수립과 결과 추적

### Reporting Framework 기준:

#### Listed Equity Active Ownership (LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사)

- 04: Objectives for individual engagement activities (개별적 관여활동의 목표)
- 06: Objectives for collaborative engagement activities (협력적 관여활동의 목표)
- 10: Tracking number of engagements (관여활동 건수 관리)
- 11: Number of companies engaged with, intensity of engagement and effort (관여 기업 수, 관여활동과 노력의 강도)
- 13: Companies changing practices/behaviour following engagement (관여활동 이후 관행/행동 양식에 변화가 있는 기업)
- 14: Examples of ESG engagements (ESG 관여활동의 예시)

대상 기업 명단이 작성되었다면, 성과를 평가하고 다음 단계를 추진하기 위해 목표를 설정하고 결과를 추적/관리할 필요가 있다. ESG팀은 투자운용팀과 협의를 통해 목표를 설정함으로써 기업에 전달되는 의견의 견고함과 일관성을 확보해야 한다. 관여활동 목표에는 다음과 같은 사항들이 포함된다.

- 인권 보호를 위한 정책 개발
- 내부 신고 모니터링 제도 마련
- 배출 감소 목표 기준 설정
- 이사회 내 전문성 균형 도모
- 특정 이슈에 대처하기 위한 다수 이해관계자 주도의 공조 협의체에 참여 및/또는
- ESG 사안과 관련하여 시장에 제공되는 정보량 제고

특정 ESG 성과 지표와 점수를 측정하여 성공 여부를 판단할 수도 있다.

관여활동을 개시하는 시점에 중요한 이정표와 일정을 수립해 두면 도움이 될 것이다. 물론 여러 해 동안 대상 기업과 대화하는 동안 대내외적으로 변화하는 상황을 반영하기 위해서는 이정표와 일정을 끊임없이 재검토해야 할 것이다.

정보 관리 시스템을 운영하면 기업과의 소통 (서한/이메일/회의/현장방문), 기업 대표와의 회의, 수령한 정보/문서, 경영진의 약속, ESG 성과의 정기적 평가와 관련한 진행 상황을 기록·유지하는 데 도움이 될 것이다. 이러한 정보는 보통 내부 기밀 정보로 취급되지만 관여활동의 진행 경과를 고객 및 일반 투자자에게 보고해야 할 때 유용하게 사용될 수 있다.

기업과의 대화는 ESG 분석담당자에서부터 포트폴리오 운용담당자까지 조직 구성원 전체가 접근할 수 있고 가급적이면 클라우드에 기반한 맞춤형 IT 시스템이나 고객 관리(CRM) 시스템을 통해 추적하는 것이 바람직하다. (예시는 표 7 참고)

중요 이정표를 수립하면 목표 달성 여부를 평가하는 데 도움이 되겠지만, 각 관여활동 및 대화마다 이정표를 세우는 것이 가능하지 않을 수 있으며 성공 여부는 언제나 전체 맥락 속에서 평가되어야 한다. 이정표에 포함된 모든 단계를 시도했다고 해서 해당 기업과의 대화가 개선될 수 없다는 의미는 아니다. 반면 이정표를 놓치게 되면 실패로 인식될 수 있고 진척되는 과정이 확실하지 않거나 측정 불가능한 이슈일 경우 투자자는 추가 진행을 꺼리게 될 수 있다. 사실 ESG 통합 측면에서는 실패 사례를 상세히 기록하면 매우 유용한 정보가 될 수 있다. 투자자는 또한 기업의 문제 해결 방식에 대해 열린 자세를 가져야 하며 경영진은 투자자만큼 또는 그보다 더 해결책을 찾는 데 목소리를 내야 한다.

“우리는 두 가지 유형의 관여활동을 실시하고 있습니다. 가치 관여활동은 지속가능 경영과 기업지배구조 개선을 통해 주주가치를 증진하는 것을 목표로 합니다. 강화된 관여활동은 유엔 글로벌 콤팩트(UN Global Compact) 원칙 즉, 노동, 인권, 환경, 반부패에 관한 국제 원칙을 위반한 사례들을 다룹니다. 후자의 경우 위반 사건이 종결/해결된 것이 확인되고 재발을 방지하기 위한 경영 프로세스의 개선이 있을 시에 바람직한 결과가 도출된 것으로 봅니다.”

Carola Van Lamoen, Head of Active Ownership, Robeco, Investment Manager, Netherlands



표 7 - 관여활동 결과에 대한 점검 시스템의 예

기관	점검 시스템의 개요
<p>Æquo Shareholder Engagement Services, 서비스기관, 캐나다</p>	<p>Æquo는 모든 관여활동을 시작할 때 측정 가능한 목표를 수립한다. 하나의 이슈/주제를 해결하기 위해 다양한 목표를 설정할 수 있으며 기업과의 대화가 진행 중일 때도 목표를 설정할 수 있다. 목표에는 구체적 공시나 정책, 내부 프로세스 및 구체적이며 측정할 수 있고 합의에 기반한 것으로 현실적이고 기한이 정해진 SMART (specific/measurable/agreed upon/realistic/time-based) 목표점을 채택하는 것이 포함된다. 엄격한 추적/관리 시스템을 사용하여 관여활동 대상 기업이 약속하고 실현한 변화를 측정한다. 이 시스템은 각 관여활동 (개별적/협력적 관여활동 여부와 관계없이)의 목표에 기반하여 "0"(목표가 아직 공유되지 않음)에서 "4"(목표 달성)까지의 척도로 진행 상황을 평가한다. 이러한 공식적인 목표와 함께 다른 평가지표(대화의 전반적 수준, 경영진의 질적 수준, 기타 측정이 힘든 측면 등)를 사용하여 변화를 점검한다.</p>
<p>BMO Global Asset Management, 자산운용사, 캐나다</p>	<p>BMO는 관여활동의 모든 측면에 대해 이정표를 관리한다. BMO는 또한 기업이 진전을 이뤄낸 부분이 있다면 이것의 중요도와 영향을 평가한다 (별 개수로 표시). 이에 더해, 관여활동의 진행 과정과 이 과정에서 얻게 된 정보를 계량화하여 문서로 남기는 사례가 늘고 있다. 지속가능개발 목표(SDGs)도 구체적 결과를 분류하고 정의할 수 있는 또 다른 기준이 될 수 있다. 현재는 우선 기준의 관여활동을 SDG에 따라 분류해 둔 상태이다.</p>
<p>Boston Trust/Walden Asset Management, 자산운용사, 미국</p>	<p>Boston Trust/Walden은 관여활동의 대상 기업을 데이터베이스화하고 이를 매 분기 업데이트한다. 매년 말, 모든 관여활동의 진행 상황을 평가하고 고객 및 컨설턴트에게 제공할 보고서를 준비한다. 진행 상황을 평가하기 위해 다음과 같이 정기적으로 기업 관여활동을 평가한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 진전이 있었던 경우             <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 관여활동 결과 신규 정책이 발표되거나 관련 정책이 개정됨</li> <li>■ 관여활동 결과 경영 관행의 지속가능성이 개선됨 및/또는</li> <li>■ 관여활동 결과 투명성과 책임성이 개선됨</li> </ul> </li> <li>2) 유의미한 진전이 없으나 관여활동이 진행 중인 경우</li> <li>3) 후속 조치에 대한 추가 계획이 없는 경우</li> </ol>
<p>British Columbia Investment Management Corporation, 자산운용사, 캐나다</p>	<p>British Columbia Investment Management Corporation(bcIMC)은 관여활동의 전반적 진행 상황을 추적/관리하기 위해 각 테마 별 성과지표를 개발했다. 이 지표를 통해 5년 이상 진척도를 측정하며, 동 성과지표는 개별/협력적 관여활동, 의결권 행사, 주주제안, 시장 차원의 광범위한 변화 유도를 위한 공격적인 정책 제안 등 각 투자 테마별로 bcIMC가 기여해 온 많은 접근법과 연계되어 있다.</p>
<p>Hermes EOS, 서비스기관, 영국</p>	<p>Hermes EOS는 독자 개발한 이정표 시스템을 사용하여 관여활동 전/후에 수립된 목표 대비 진척도를 추적/관리한다. 진척도 측정에 사용되는 이정표는 각 사안과 해당 목표에 따라 다르다. 이정표는 대개 다음과 같이 정의된다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 기업에 우려 사안을 제기하는 단계</li> <li>2) 기업이 해당 이슈를 인지하는 단계</li> <li>3) 해당 사안을 해결하기 위한 신뢰할 수 있는 전략이 수립되는 단계</li> <li>4) 해당 사안을 해결하기 위한 전략이나 조치가 이행되는 단계</li> </ol> <p>추가적으로, Hermes는 관여활동의 목표가 실패하거나 더 이상 쓸모가 없어져 중단된 시점을 관리한다. Hermes EOS는 매년 관여활동의 대상 기업의 수, 제기한 이슈와 목표의 수, 각 주제(E, S, G 및 전략/위험)에 해당하는 관여활동의 이정표 달성 경과를 보고한다.</p>
<p>PGGM, 자산운용사, 네덜란드</p>	<p>PGGM은 책임투자팀과 투자운용팀이 수행하는 관여활동과 관련한 문서와 동 활동의 진척도를 관리하는 데이터베이스를 운영한다. 이 시스템에는 관여활동의 결과에 기여한 모든 활동이 포함되어 있다. 책임투자팀 내에 설치된 위원회에서 서로 의문을 제기하며 평가를 진행하고 실제적으로 기여한 바가 있는지 평가한다. 이후 책임투자팀장이 해당 과정을 검토하고 의견을 추가한다. 마지막으로, 동 결과보고 가능한지 여부를 감사가 결정한다.</p>
<p>Regnan, 서비스기관, 호주</p>	<p>Regnan은 우선 해당 기업의 개별 위험을 상세히 분석한다. Regnan은 이 분석 자료를 기반으로 우선순위를 정하고 문제해결에 필요한 변화 목표를 수립한다. 관여활동의 성공 여부는 목표한 변화가 발생했는지와 이에 대한 관여활동의 기여 정도를 측정하여 판단한다.</p>

**성공적 대화의 핵심 요소**

**Reporting Framework 기준:**

[Listed Equity Active Ownership \(LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사\)](#)

- 12: Engagement Methods (관여활동 방법)

결과를 달성하기 위해서는 관여활동의 양보다 질이 중요함이 입증되었다. 수준 높은 관여활동에는 시간과 자원이 투입되어야 하므로 최대의 효과를 달성하려면 중점 분야를 정해야 한다.

최근 PRI는 기업과 투자자가 생각하는 수준 높은 대화의 장애요인과 촉진 요인을 분석하는 연구용역을 의뢰했다 (자세한 내용은 표 8 참고).

**표 8. 성공적 관여활동의 장애요인과 촉진요인에 대한 기업과 투자자 간 인식 차이. 출처: Gond, JP. (2017); O'Sullivan, N. & Gond, JP. (2016)<sup>24</sup>**

요인	기업의 인식	
	촉진요인	장애요인
관계 측면	<ul style="list-style-type: none"> <li>대화가 양방향으로 이뤄짐</li> <li>정직하고 투명하게 대화에 참여하며 개방적이고 객관적인 논의를 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>언어 장벽과 커뮤니케이션 이슈</li> <li>관계의 연속성 결여</li> </ul>
기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>투자자의 요청에 대한 대응도(예를 들어 대응속도)와 의지</li> <li>적절한 내부 전문가를 선정</li> <li>투자자가 누구인지 알고, 대화에 앞서 과거의 모든 대화/논의 내용 열람</li> <li>투자자와의 교류 내용을 체계적으로 기록/유지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>내부 관행의 변화 및/또는 (신규) 관행의 외부 보고를 가로막는 기업 내 관료주의</li> <li>투자자의 구체적 요구를 충족할 수 있는 자원의 결여 및/또는 지식/전문성 부족</li> <li>대외적으로 보고할 수 있는 ESG 정책, 관행 및/또는 신뢰할 수 있는 내부 결과가 결여</li> </ul>
투자자	<ul style="list-style-type: none"> <li>청취하고 이해하고 수용할 수 있는 능력</li> <li>여러 언어로 의사소통하려는 노력</li> <li>대화를 위한 정확한 정보가 준비될 수 있도록 사전에 질문지 제공</li> <li>수준 높은 대화를 위해 기업의 ESG 성과와 준비사항을 사전에 파악</li> <li>기업의 ESG 이슈 관리 (및 그 개선)에 대한 실질적인 관심</li> <li>ESG 관련 당면 과제를 해결하는 기업의 역량을 이해하고 인내하는 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>준비 부족과 너무 일반적인 질문/요청</li> <li>대상 기업, 사업모델, ESG 정책 및/또는 경쟁사 대비 성과에 대한 투자자의 이해 부족</li> <li>관여활동에 따른 요청사항이 충족되었는지 판단할 수 있는 추적 프로세스가 미비</li> <li>기간이 경과함에 따라 관여활동의 목표와 대상이 변화</li> </ul>

<sup>24</sup> Gond, Jean-Pascal. (2017). RI Quarterly - [How ESG engagement creates value: bringing the corporate perspective to the fore](#); O'Sullivan, Niamh & Gond, Jean-Pascal. (2016). Engagement: unlocking the black box of value creation.

“성공적 관여활동은 기업과 열린 자세로 대화하고 기업의 설명을 주의 깊게 듣고, 독단적이 되거나 기업의 경영 방식을 안다고 생각하지 않으며, 유연하고 실용적으로 접근하고, 장기적 가치를 창출할 수 있는 변화를 만들 수 있도록 기업을 지원하는 것입니다. 투자자는 기업과 갈등 관계가 아닌 협업 관계를 유지해야 합니다.”

Michelle Edkins, Managing Director, Global Head of Investment Stewardship, BlackRock

요인	투자자의 인식	
	촉진요인	장애요인
관계 측면	<ul style="list-style-type: none"> <li>양측 모두 구체적 목표를 달성하고자 하는 강한 의지</li> <li>문제가 되는 사안과 관여활동 과정에 대한 상호 이해</li> <li>양측의 우수한 의사소통 능력과 이해력</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>진정한 대화를 방해할 수 있는 언어장벽</li> <li>직접적 논의나 질문을 피하는 문화적 차이로 인해 대화의 질이 저해됨</li> </ul>
기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>투자자의 요청에 대한 기업의 대응력</li> <li>대상 기업의 이사회에 대한 접근성 (목표 달성을 촉진함)</li> <li>현재 ESG 관리 및 성과 정보를 갖고 있는 기업 내 전문가에 접근 가능</li> <li>기업 내 핵심 인사들과의 장기적 관계</li> <li>관여활동의 목표가 달성되었을 때 기업이 이를 투자자에게 능동적으로 통지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>최고 임원진이 ESG 이슈에 대한 관여활동의 대상이 되거나 이에 대해 의사소통하는 것을 거부</li> <li>지원부서/지속가능성 관리자가 ESG 관련 이슈나 요청사항을 내부적으로 진행하는 것을 힘겨워 함</li> <li>기업 내 관련 인사들로부터 충분한 이목을 끌기에는 투자자의 보유지분이 너무 적음</li> <li>(지속적으로) 목표를 달성할 수 있는 기업의 능력 부족</li> </ul>
투자자	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 이슈를 고려해 달라는 고객과 수익자의 요청</li> <li>ESG 관련 투자활동을 최고 경영진이 지원</li> <li>경험이 풍부하고 충분한 인원을 갖춘 ESG팀이 재무분석팀과 긴밀히 협업</li> <li>관여활동을 위한 분명한 목표(이정표) 수립</li> <li>관여활동의 진척도와 성공 여부를 점검하고 평가하는 내부 관리 시스템이 존재</li> <li>관련 프로세스를 장기간 지원할 수 있도록 협력적 관여활동을 통해 자원을 공유</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 관련 투자 활동에 대한 고객 및/또는 최고 경영진의 인식 부족</li> <li>재무분석 담당자들도 거절할 정도로 ESG팀의 규모가 작고 자원 상황이 열악</li> <li>명확한 관여활동 정책, 목표, 점검 시스템이 결여</li> <li>기업의 핵심 인사와 관계 형성 미비</li> <li>관여활동의 중요도 (관여활동의 결과로 개선되는 부분)를 입증하기 어려움</li> <li>(관심있는) 자산소유자: 외부 자산운용사가 관여활동을 성공적으로 이행하도록 하는 기제가 충분치 않음</li> </ul>

연구분석 결과와 PRI 가입기관을 면담한 결과에 따르면, 관여활동으로부터 긍정적인 결과를 창출하기 위해 투자자는 다음을 할 수 있다.

- **준비된 자세로 임하고 피드백을 제공한다.** 투자자는 명확한 안건을 가지고 재무 성과와 지속가능성 성과 정보를 심층적으로 검토하고 전문가와 논의한 후 관여활동에 임해야 한다. 문제 해결 방법에 대한 아이디어와 전문적 식견을 제공하는 것은 해당 기업에 가치를 더해준다. 회의 후 투자자와 기업 경영진은 회의 내용과 약속한 바를 요약한 기밀 문서를 공동 승인해야 한다. 투자자는 또한 회의의 질적 수준에 대한 피드백을 구하고 피드백 내용에 따라 개선해야 한다.
- **기업의 실적과 전략을 종합적으로 이해하고 있음을 보여준다.** 투자자는 기업의 사업 운영 방식을 이해해야 한다. 종합적 평가가 이뤄지면 기업과 투자자가 유사한 목적을 달성하기 위해 어떻게 집중하고 있는지 분명히 알 수 있다.
- **기업 문화를 이해한다.** 투자자는 높은 이직률, 이사 및 실무 직원과의 대화, 직원 설문 결과, 고객 만족도, 벌금과 벌칙, 인센티브/보수와 같이 변화의 신호가 되는 일련의 위험신호/지표를 고려함으로써 기업 문화와 직원의 역학관계를 파악할 수 있다.
- **문화적 차이를 민감하게 인식한다.** 의사소통과 관여활동을 위한 전략은 현지 시장에 맞게 조정되어야 한다. 가능하다면 현지 언어를 구사하는 것이 유리하다.
- **현장 방문을 실시한다.** 기업 현장 방문은 투자자가 해당 기업의 운영상황을 더 깊이 이해할 수 있는 계기가 되며, 이는 관여활동을 보완할 수 있다. 현장 방문을 통해 투자자는 현지 전문가, 정부 대표 및 기타 이해관계자로부터 피드백을 수집할 수 있다.
- **긍정적 관행을 칭찬한다.** 긍정적 관여활동은 프로세스를 재차 시작할 필요 없이 유지시켜준다는 측면에서 비용 편익이 매우 높다.
- **해당 사업의 중요도에 집중한다.** ESG 전략을 반영함으로써 경제적 기회가 증가하고 경쟁력이 제고되고 투자회사의 장기 전망이 개선된다면, 투자운용담당자가 ESG 전략을 고려할 유인이 더욱 커질 것이다. 기업의 이해관계자와 특별히 관련이 있는 ESG 이슈는 중요도가 높을 수 있다. 중요도를 고려함으로써 충분히 대처하지 않으면 기업의 핵심 역량에 영향을 줄 수 있는 이슈에 집중하여 대화할 수 있다. 최근의 학문적 연구에 따르면 중요도가 높은 ESG 이슈의 성과가 좋았으나 중요도가 낮은 ESG 이슈의 성과는 부진했던 기업의 운영 성과가 가장 좋은 것으로 나타났다<sup>25</sup>.

- **일관적이고 통합된 메시지를 전달한다.** 기업은 회의에 참석하는 ESG 분석담당자와 포트폴리오 매니저에게서 일관적이고 통합된 메시지를 듣고 싶어 한다. 이것이 가능하지 않은 경우라면 정보를 공유하고 상호 조정(alignment)하는 것이 매우 중요하다. 대화에서 수집되는 정보가 투자자의사결정 과정에 어떻게 사용될 것인지 기업을 이해시키는 것도 도움이 될 것이다.
- **관계를 형성할 수 있는 접점들을 만든다.** 기업은 보통 유사한 이슈에 대해 수많은 투자자와 투자자 그룹에게서 동시에 연락을 받게 된다. 투자자는 이미 알고 있는 다른 투자자의 노력을 참고하고 자신의 대화 목적에 부합하는 다른 투자자의 요청에 지지를 표명해야 한다. 투자자는 또한 자사의 관여활동을 집중하고 있는 분야를 다른 투자자들과 공유해야 한다.
- **가능한 국제 기준에 부합하는 요구를 한다.** 요청 사항을 단순화하고 지속가능성과 관련한 국제 기준을 언급하면 ESG 전문가들이 다양하고 상세한 질문을 할 것이라는 기업의 염려를 덜어줄 수 있다.
- **정확한 타이밍에 요구 사항을 전달한다.** 투자자는 해당 기업의 현재 사업 주기와 중점 분야를 염두에 두고 요청 내용을 정의해야 한다.

“관여활동에 따른 요청 사항이 대단히 중요하고 기업 내부의 재무적 모형에 통합될 수 있음을 증명할 수 있으면, 지속가능성에 중점을 둔 대화에서 시장/투자자 관계에 바탕을 둔 더욱 광범위한 대화로 발전됩니다.”

Matthias Beer, Director, Governance and Sustainable Investment, BMO Global Asset Management

25 Khan, Mozaffar and Serafeim, George and Yoon, Aaron S., Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality (2016). The Accounting Review, Vol. 91, No. 6, pp. 1697-1724.

- **모범 사례를 공유한다.** 투자자는 선도 기업과 대화함으로써 참고할 만한 모범 사례를 파악하고 이를 뒤처진 기업들과 공유할 수 있다.
- **지속적이고 신뢰할 수 있는 관계를 구축하고 유지한다.** 관여활동을 장기간 이어가고 기업 경영진과 생산적인 관계를 유지해야 유익한 대화가 가능하다. 기업과의 대화는 일회성 회의가 아니라 투자자가 끈기와 일관성을 가지고 접근하며 기업과 합의한 기밀/공개 수준을 존중하는 장기적인 프로세스이다. 관여활동은 또한 단지 질문하고 점검하는 차원을 넘어 경영진의 말을 주의 깊게 열린 태도로 듣는 것이다.

“위기가 발생한 이후 관여활동을 수행한다면 건설적인 해결 방안을 제시해야 합니다. 훨씬 더 좋은 것은 기업과 신뢰관계를 구축함으로써 어떤 사안이 문제로 발전되기 전에 이를 사전적으로 해결할 수 있도록 기업을 돕는 것입니다.”

Alison Ewings, Engagement Program Lead, Regnan

투자홍보담당자(IR), CSR/지속가능성 부서, 부서장(공급망관리(SCM)팀 또는 인사부 등), 총무부/법률 고문, 이사회(CEO, 의장, 독립 비상임 이사 또는 선임 사외 이사) 등 주제에 따라 주주가 대화하고 싶은 기업의 담당자를 각기 다를 것이다. 실무 담당자와 대화하면 구체적인 환경, 사회 이슈에 대한 이해도를 높일 수 있는 반면, 기업의 전략적 방향을 이해하고 경영진, 이사회 구성과 경영성과, 승계 계획과 같은 이슈를 다루기 위해서는 이사회와의 회의가 필수적이다. IR 또는 지속가능성 부서와 우선 대화하여 해결되지 않는 우려 사안이나 질문이 있다면 단계적 확대 전략으로 이사회와 접촉해 볼 수 있다.

## 단계적 확대 전략

### Reporting Framework 기준:

[Listed Equity Active Ownership \(LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사\)](#)

- 12: Engagement Methods (관여활동 방법)

기업과의 대화 후 일정 기간이 경과한 후에도 기대한 결과가 도출되지 않는 경우 투자자는 기업의 대응을 촉발할 수 있는 다양한 확대 전략을 고려할 수 있다. 전략을 이행하는 순서는 기업이 속한 사법권역에 따라 달라질 수 있다.

관여활동이 성공적이지 않을 때 취할 수 있는 후속 단계에는 다음이 포함된다.

- **이사회와의 커뮤니케이션:** 기업 대표자 또는 비상임 이사에 직접적으로 또는 주주총회에서 우려를 표명
- **다른 투자자와 협력함으로써** 관여활동의 영향력을 강화
- **공개 성명서를 발표**하고 언론 캠페인을 조직
- 우려가 되는 **ESG 이슈와** 관련한 **주주제안**
- 관여활동의 쟁점에 책임이 있는 **이사의 재선임을 반대하는 의결권 행사** (즉, 리스크 및 감사위원회 위원)
- 이사회 제안 안건이나 연례 재무보고서에 대한 **반대의결권 행사**
- 이사 후보자 1인 이상 추천
- 법적 구제나 중재를 모색, 그리고
- 투자지분을 축소하거나 투자 철회 의사를 전달

소송은 보통 집단소송 형태로 진행되며 금전적 보상을 받거나 구제 조치를 받을 수 있는 최후의 수단으로 여겨진다. 일각에서는 소송을 진행하면 (소송을 주도하지 않은) 다른 주주와 변호사에게 많은 보상금이 돌아가게 된다고 주장하지만, 소송이 고객의 금융자원을 회수하고 새로운 지배구조를 포함하여 기업에 필요한 변화를 제도화하는 것을 돕는다는 측면에서 투자자의 신인의무로 볼 수도 있다.

여러 차례 노력에도 불구하고 대화가 긍정적으로 진행되지 않을 때 투자자는 일시적으로나 영구적으로 해당 기업에 대한 보유지분을 축소하거나 투자를 회수하는 것을 고려할 수 있다. 투자자의사결정에서 고려할 수 있는 범위는 투자자의 계약사항과 투자 전략(적극적 vs. 소극적)에 따라 다를 것이다. 적극적 투자자는 지분을 축소하거나 매각하는 것을 자유롭게 결정할 수 있는 반면 소극적 투자자는 추종 지수에서 탈퇴하거나 맞춤형 지수의 지분을 조정하는 것이 아닌 이상 지분 축소나 투자 회수가 불가능할 것이다.

### 협력적 관여활동

#### Reporting Framework 기준:

#### Listed Equity Active Ownership (LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사)

- Process for identifying and prioritising collaborative engagement (협력적 관여활동을 선정하고 우선순위를 정하는 프로세스)

PRI 원칙 5를 비롯한 기존의 많은 스투어드십 코드는 기업과 대화할 때 투자자들이 서로 협력할 것을 권장한다. 협력적 관여활동을 통해 다수의 투자자가 동일 기업에 관여할 수 있다. 또한 투자자가 합심하여 동일한 이슈에 대해 여러 기업을 대상으로 관여활동을 진행할 수 있는데, 이 때 해당 이니셔티브와 각 기업과의 대화는 1개 투자자가 대표로 진행한다.

다른 기관투자자와 협력하는 것은 기업 경영진에 영향력을 행사하고 이들의 이목을 끄는 활동을 수행하는 데 필요한 지식과 정보를 공유하고 비용과 위험을 분담하는 효과적인 방법이 될 수 있다. 복잡한 시장 차원의 변화 역시 단일 기관(큰 기관이라 할지라도)이 단독으로 행동하기보다는 여러 투자자가 함께 행동할 때 목표 달성 가능성이 커진다.

“협력적 관여활동을 하겠다는 의사결정은 무엇보다도 해당 이슈의 성격, 단독으로 행동하는 것 대비 기대되는 효과 및 다른 투자자들의 동기에 영향을 받습니다. 여기서 우리는 항상, 중요한 이슈이고 따라서 장기적 주주가치에 영향을 줄 수 있는 이슈에 집중할 것입니다.”

David Sheasby, Head of Investment Governance and Sustainability, Martin Currie Investment Management, Investment Manager, UK

“어떤 상황에서는 협력적 관여활동이 가장 효과적이라고 생각합니다. 좀 더 광범위한 경제적 압박 요인이 있거나 기업이 대화를 완전히 거부할 때가 그런 경우에 해당합니다.”

Michael Herskovich, Head of Corporate Governance, BNP Paribas Asset Management, BNP Paribas Asset Management, Investment Manager, France

기업 경영진과 대화할 때 투자자들이 통일된 의사를 전달하면 우려 사안을 좀 더 효과적으로 전달할 수 있다. 그 결과 더 많은 정보에 기반한 더욱 건설적인 대화가 가능해진다. 협력적 관여활동은 투자자에게 상당한 도움이 되지만 일련의 어려움도 수반될 수 있다.

“우리는 다양한 ESG 이슈를 다루는 협력적 관여활동에 참여합니다. 협력적 관여활동은 투자자 입장에서는 기업에 더 큰 영향력을 발휘하고 기업 입장에서는 중요한 주제에 대해 투자자의 통일된 목소리를 들을 수 있는 기회가 됩니다.”

Gayle Muers, ESG Analyst - Engagement Lead, HSBC Global Asset Management, Investment Manager, UK

협력적 관여활동의 이점은 보통 다음과 같다.

- **지식과 전문성 함양:** 매우 복잡한 이슈에 대해 관여하거나 운영상황이 어려운 기업을 대상으로 관여활동을 할 때 집단적 전문성이 특히 유용할 수 있다. 이런 상황에서는 투자자의 정보 접근이 더 어려울 수 있기 때문이다. 협력적 관여활동을 함께 수행하는 그룹에 지리적, 문화적 다양성이 존재하는 경우에도 현지 정보와 연락 담당자를 서로 공유하고 경제, 규제, 문화적으로 민감한 이슈에 대해 각 시장에 맞게 좀 더 현지화된 방법을 채택할 수 있다는 점에서 도움이 된다. 특정 주제와 관련한 자원과 경험이 부족한 투자자들도 더 많은 전문성을 갖춘 다른 투자자들과 협력하고 이들로부터 배울 수 있다는 이점이 있다.
- **효율성:** 협력적 관여활동에 참여하면 각 투자자들의 관여활동이 중복되는 것을 방지할 수 있고 우려 사안을 체계적이고 일관적으로 전달할 수 있다. 여러 투자자가 협력함으로써 각자의 보유지분과 전문성, 지리적 위치에 따라 리서치 비용과 역할 및 책임을 분담할 수 있으며, 자원이 제한적인 소규모 투자자도 이름과 보유주식을 빌려줌으로써 참여할 수 있다.
- **힘과 정당성이 강화됨<sup>26</sup>:** 투자자 그룹에 서로 다른 유형의 기관투자자(투자사슬에서 맡고 있는 역할, 지분, 투자 전략이 각기 다른 자산소유자와 자산운용사, 서비스기관)가 포함되면 견실한 관여활동 전략을 수립하고 변화를 일으킬 수 있는 가능성이 더 커질 것이다. 협력적 관여활동에 참여하는 구성원의 집단적 평판, 규모, 무게로 인해 기업은 관여활동에 대한 대응 요청을 무시하기 힘들 것이다. 협력적 관여활동은 투자자들이 개별적으로 대화를 요구했을 때 반응이 없던 기업 경영진에 접근할 때 특히 유용할 수 있다.

협력적 관여활동의 어려움은 보통 다음과 같다.

- **조율 비용:** 조율 비용에는 해당 그룹의 활동을 조율하고 공감대와 공통된 입장을 구축하며 관여활동 전반에 걸쳐 각 구성원에게 충분한 정보를 전달하는 데 드는 시간이 포함될 수 있다. 이러한 비용은 협력적 관여활동을 주도하는 투자자나 협력 프로젝트의 조정자 역할을 하는 제3자(PRI 등)가 부담할 수 있다.
- **합의 도출:** 관여활동 방법에 대하여 그룹에 속한 개별 투자자의 관점과 목표가 서로 다를 수 있다. 타협안이 마련되지 못한다면 가장 달성하기 쉬운 목표에 대해서만 합의가 가능할 것이다. 이 때 좀 더 원대한 목표를 가진 투자자는 불만을 느낄 수 있다.

- **규제 장벽:** 투자자는 공정거래법 등 협력적 관여활동을 가로막는 규제장벽에 직면할 수 있다. 가령 ESG 이슈에 관한 기업과의 대화를 촉진하기 위해 투자자들이 서로 협력하는 것이 위법이 아니라는 구체적 조항이 없는 자본시장에서 협력적 관여활동을 수행하는 경우가 이에 해당된다.
- **집단 행동 시 문제점:** 많은 투자자가 협력 프로젝트에 서명할 수 있지만 일부는 큰 기여를 하지 않고 소수의 헌신적인 투자자가 모든 일을 떠맡게 될 수 있다.

최근 PRI는 개별적 관여활동과 협력적 관여활동을 바라보는 기업의 시각에 대한 연구용역<sup>27</sup>을 의뢰했다. 연구 결과 각각 한계는 있지만 두 가지 관여활동 모두 잠재적으로 유용하고 가치를 창출하는 것으로 나타난다.

개별적 관여활동의 이점:

- 여러 투자자가 협력하는 경우보다 개별 투자자의 ESG 이해관계와 수요를 파악하는 것이 기업 입장에서 더 쉬울 수 있다. 투자자의 지식과 전문성 수준에 따라 내부 전문가(보건과 안전, 기후변화 등)도 관여활동에 참여할 수 있다.
- 1:1로 진행되고 이상적으로는 직접 만나 대화하는 경우 기업이 각 ESG 이슈가 어떻게 서로 연관되는지 기업의 전략과는 어떤 관계가 있는지 설명할 수 있다는 점에서 좀 더 생산적일 수 있고, 기관투자자와 장기적 관계를 형성하는 데도 도움이 될 수 있다.

개별적 관여활동의 단점:

- 특히 논란이 있는 사건에 대해 개별 투자자의 동일한 요청이 늘어나는 경우 관여활동은 비용이 많이 들고 중복적이며 격렬해질 수 있다.

협력적 관여활동의 이점:

- 투자자들이 협력하여 관여활동을 하면 중복적인 관여활동을 개별 투자자와 반복하지 않아도 된다는 점에서 시간과 비용을 절약할 수 있다.
- 협력적 관여활동이 보통 운용자산 전체에 적용된다는 점을 감안하면, 기업과의 협의에서 정치적 혜택이 발생하고 기업 내 ESG 이슈에 대한 추진력을 높여줄 가능성이 크다.
- 협력을 통해 ESG 이슈에 대한 투자자의 지식 수준이 높아질 것이다.

26 Gond, JP. and Piani, V. (2012). *Enabling Institutional Investors' Collective Action: The Role of the Principles for Responsible Investment Initiative*. *Business & Society*. 52(1), 64-104.

27 Gond, Jean-Pascal. (2017). *RI Quarterly - How ESG engagement creates value: bringing the corporate perspective to the fore*.

협력적 관여활동의 단점:

- 협력적 관여활동에 참여하는 모든 투자자가 대상 기업에 대해 동일한 이해관계를 갖고 있지 않을 뿐만 아니라 보유 지분량도 다르기 때문에 대상 기업과 이 기업이 직면한 구체적 ESG 이슈를 진정으로 이해하려는 의지가 부족한 투자자가 있을 수 있다.
- 협력적 관여활동은 특정 ESG 이슈에 집중되는 경우가 많기 때문에 대상 기업의 전반적 ESG 성과 및 사업모델과 연계시키는 것이 힘들 수 있다.
- 기업은 실시간 진행되는 대면 회의에 높은 가치를 매기지만, 협력적 관여활동에는 참여 투자자 간 조율 작업이 개입되기 때문에 이것이 어려울 수 있다.

투자자들이 효과적으로 협력하는 방법은 PRI가 발간한 “협력적 관여활동 입문서(PRI’s Introductory guide to collaborative engagement)”에 더 자세히 소개되어 있다. 요컨대, 협력적 관여활동의 성공 요소는 다음과 같다.

- **공통성(commonality):** 당면한 ESG 이슈와 이에 대해서도 협력하여 대응하는 이유를 참여자 모두가 분명하게 이해하고 있으면 활동 전개 시 참여자 간 의견 불일치를 피할 수 있다. 해당 이슈가 염려되는 이유와 기업에 기대하는 바를 명시한 투자자 공개 성명서를 발표하면 협력적 관여활동을 시작하면서 대화의 방향을 규정짓는 좋은 방법이 될 수 있다<sup>28</sup>.
- **효과적 조정(coordination):** 협력 프로젝트의 규모에 맞게 참여자의 자원을 배분해야 한다. 제3의 기관이 조정자 역할을 수행하면 협력 활동이 수월할 수 있다.
- **명확성(clarity):** 공개 가능한 정보의 종류와 같은 기본 규칙을 모든 참여 투자자가 분명히 이해하고 있으면 신뢰를 구축하고 오해를 피하는 데 도움이 된다.
- **영향력(clout):** 참여 투자자를 대표하여 기업을 상대하는데 전념할 수 있는 주도적 투자자들의 전문성에 이 프로젝트가 지지하는 많은 투자자의 주식이 보태질 때 영향력이 발생한다.

최근 진행된 두 건의 학문적 연구에서 협력적 관여활동의 영향과 프로세스가 더욱 자세히 조명되었다.

- **Dimson, E., Karakas, O. and Li, X. (2015)<sup>29</sup>:** 1999년 ~2009년 미국 기업을 대상으로 관여활동을 펼친 한 대형 투자자의 활동 내역을 분석한 결과 환경, 사회적 이슈에 대한 관여활동의 성공률을 높이는 데 있어 협력적 관여활동이 중요한 역할을 했다.

- **Dimson, E., Karakas, O. and Li, X. (2017)<sup>30</sup>:** 협력적 관여활동에서 기업과 대화를 주도하는 대표 투자자가 존재할 때 성공률이 **약 30% 가량** 높아졌다. 이 대표 투자자가 대상 기업과 같은 지역에 존재할 때 성공률이 더 높아졌다. 투자자의 영향력 또한 중요했다. 참여 투자자가 더 많고 이들의 운용자산 규모가 더 크고 대상 기업에 대한 보유지분이 더 많을수록 성공률이 증가했다. 이러한 결과는 국제적으로 관여활동을 하는 투자자들에게 특히 중요한 의미가 있었다.

**BOX 4- The PRI Collaboration Platform**

**PRI Collaboration Platform** (협력적 관여활동을 돕기 위한 플랫폼으로 이전 명칭은 Clearinghouse)은 PRI 가입기관들이 ESG 이슈와 관련한 자원과 정보를 공유함으로써 해당 이슈에 대한 영향력을 높일 수 있도록 하는 비공개 포럼이다. 이 플랫폼은 협력적 관여활동을 위한 여러 글로벌 협의체를 조성하는데, 여기에는 상장기업과 대화를 추구하는 기관투자자, 정책 입안자 및 투자자사에서 각자의 역할을 수행하는 기관들이 참여하고 있다.

이 플랫폼에는 다음과 같은 게시물이 등록되어 있다.

- 기업에 발송하는 공동 서한에 서명할 것을 촉구하는 게시물
- ESG 주제에 대한 투자자-기업 간 관여활동에 참여하도록 독려하는 게시물
- 투자자 성명서를 지지해줄 것을 요청하는 게시물
- 정책 입안자와의 대화에 함께 해달라는 요청
- 곧 있을 주주제안을 지지해줄 것을 요청하는 게시물

2006년 말 이 플랫폼이 출범한 이래 600개 이상의 PRI 가입기관이 최소한 하나의 협력 이니셔티브에 참여했으며 1,100개 이상의 협력 제안서가 게시되었다. PRI도 200개 이상의 투자자가 참여한 **많은 협력적 관여활동을 직접 조율**했으며, 여기에서 다룬 ESG 이슈는 기후변화에서부터 물부족, 인권, 반부패와 반뇌물수수에 이르기까지 다양했다.

28 투자자 공개 성명서 예시: [the investor expectations on corporate climate lobbying \(기업의 기후변화 로비 활동에 대한 투자자의 기대\)](#).

29 Dimson, E., Karakas, O. and Li, X. (2015). Active Ownership. The Review of Financial Studies, 28(12), pp. 3225-3268.

30 RI Quarterly - [Local leads, backed by global scale: the drivers of successful engagement](#).



## 의결권 행사를 위한 가이드라인

### Reporting Framework 기준:

Listed Equity Active Ownership (LEA, [상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사](#))

- 18: Confirmation of votes (행사한 의결권의 확인)

관여활동과 의결권 행사는 서로 연관이 있으며 서로 영향을 준다. 투자자는 보수나 이사회 구조, 주주권과 관련하여 특별히 논란이 되는 안건에 대해 주주총회 시즌을 앞두고 기업과 대화를 시작하고 이후에 요구되는 기업지배구조의 변화를 일으키기 위해 좀 더 심층적인 관여활동을 시작할 수 있다. 관여활동 역량이 보다 제한적인 일부 시장에서는 의결권을 행사하는 것이 기업과 소통하고 우려를 제기할 수 있는 유일한 경로일 수 있다. 다른 한편으로 투자자는 ESG 이슈에 대한 관여활동이 성공적이지 못할 때의 단계적 확대(escalation) 전략으로서 경영진이 제안하는 안건에 반대의결권을 행사하고 불만을 표시할 수 있다. 더 일반적으로는 관여활동을 기회로 의결권 행사를 위한 의사결정 과정에 시의적절하고 세밀한 요소를 적용할 수 있다. 이는 많은 경우 관여활동과 의결권 행사 정책의 연관성이 높거나 두 가지 정책이 하나의 문서에 통합되어 있는 이유이기도하다.

“우리는 의결권을 행사하는 것이 자산운용사에게 주어진 책임의 핵심이라고 생각합니다. 우리의 의결권 행사 방향과 의결권 가이드라인을 통해 고객의 기호와 염려를 효과적으로 기업에 전달할 수 있다고 생각합니다. 우리는 고객이 선호하는 바와 염려하는 바를 당사 ‘의결권 행사 가이드라인’ 원칙에 명확히 설명하고 이에 따라 우리에게 위임된 의결권을 행사하고자 합니다. 우리는 의결권 대리 행사를 통해 많은 이슈를 직접적으로 해결할 수 있으며, 이해관계자로서 기업 내부로부터 발전이 일어나도록 유도하는 것이 반드시 필요한 곳에 영향력을 행사하는 중요한 방법이라고 믿습니다.”

Mariela Vargova, Senior Vice President, Sustainability and Impact Investments, Rockefeller Asset Management, Investment Manager, US

의결권을 행사하는 것은 투자자가 의견을 표출할 수 있는 핵심적 수단이며, 책임 있는 주주라면 의결권을 널리 행사해야 하지만 의결권을 행사하는 것이 항상 가능하지는 않을 수 있다. 앞서 적극적 주주권 행사를 방해하는 장애요인을 소개할 때 설명한 바와 같이(서론 부분 참고), 주주총회 전 거래 금지 조항이나 위임장 요건, 복잡한 행정절차 때문에 투자자는 보유한 모든 의결권부 주식에 대해 의결권을 행사하지 못할 수 있다. 이 경우 투자자는 비용-편익 분석을 통해 의결권 행사 여부를 결정할 것이다. 장기적 가치를 창출하기 위해 의결권 행사라는 단기적 비용을 부담하는 것을 선호하는 투자자가 많다.

“KLP와 KLP 펀드의 책임은 KLP가 관리하는 펀드에서 장기적 가치를 창출하는 것입니다. 책임 있는 투자자와 주주가 되기 위해서는 명확히 공유된 가이드라인을 토대로 의결권을 행사하는 것이 중요합니다.”

Jeanett Bergan, Head of Responsible Investments, KLP, Asset Owner, Norway

발행기업이 의결권이 행사되었음을 직접 확인해주지 않는 이상 투자자 역시 자신이 행사한 의결권이 실제 접수되었는지 확인할 수 없다. 여러 투자자들은 이를 투자 업계와 책임투자 분야의 우려 사안으로 인식하고, 지분을 보유한 주요 자본시장에서 표가 분실되는 근본 원인을 파악하기 위한 프로젝트(Box 4 참고)를 시범적으로 수행하였다. 이상적으로 각 투자자는 주주총회 시즌 종료 후 소량의 주식 샘플을 분석하고 문제 발생 빈도를 확인한 후 의결권 행사를 위한 일련의 과정에 참여하는 다양한 기관들(의결권대리행사기관, 수탁기관, 하위 수탁기관, 증권등록기관 등)과 분석작업을 할 것이다.

“주주총회에서 의결권을 행사하는 것은 우리가 고객을 대신하여 투자한 기업과 지속적으로 진행하는 대화의 핵심 구성요소이며 BNPP AM의 투자의사결정에 필수적인 요소입니다.”

Michael Herskovich, Head of Corporate Governance, BNP Paribas Asset Management, Investment Manager, France

## Box 5 – 의결권 행사 여부를 확인하기 위한 협의체 소개

2015년 네덜란드와 영국에 소재한 9개 PRI 가입기관은 자신들이 4개 기업 주주총회에 제출한 의결권이 정상적으로 접수, 집계되었는지 확인하는 시범 프로젝트를 진행했다. 동 프로젝트에는 의결권 행사 프로세스에 관여하는 모든 중개기관 (수탁기관, 하위 수탁기관, 의결권대리행사기관, 증권등록기관)도 참여했다. 한 기관에서 다른 기관으로 이동한 정보를 추적하는 데 많은 시간이 소요되는 어려움이 있었지만, 이는 동 프로젝트가 수작업으로 진행되었고 참여자의 선한 의지에 기댄 프로젝트였기 때문이었다. 이 과정이 완전히 자동화 될 수 있다면 많은 시간이 소요되는 문제는 해결될 것이다.

프로젝트에 참여한 투자자와 각 기관들은 주주총회가 개최되기 전에 주주 명부와 의결권 행사 자격에 관한 정보를 확인하기로 했다. 주주총회가 끝난 후 투자자는 의결권대리행사기관이나 수탁 기관에게서 받은 확인서를 검토하고 이 확인서를 관련 의결권 행사 플랫폼을 통해 제출된 의결권과 비교하였다. 상대적으로 작은 규모에 한정된 것이긴 하지만 이 프로젝트는 발행기업/증권등록기관에서부터 투자자에 이르는 중개기관 사슬을 따라 의결권 행사 정보가 되돌아올 수 있음을 입증했으며, 심지어 통합계좌에 대해서도 지시된 바에 따라 주주총회에서 의결권이 행사되었다는 수기 확인서가 제공되었다. 보유하고 있고 의결권 지시를 내린 주식이라고 생각하고 있던 주식과 실제 보유하고 의결권이 행사된 주식 수에 약간의 차이만 있었다. 그러나, 의결권 행사 확인 프로세스를 광범위하게 시행하고 시스템 무결성을 증명하기 위해서는 선결되어야 할 과제가 많을 것이다.

현재 파악된 어려움은 다음과 같다.

- 의결권 행사를 확인하는 절차가 원활하게 수행되기 위해서는 반드시 적용 양식을 표준화해야 한다. 또한 자동화를 위해서는 모든 당사자가 그들의 시스템에 적합한 적용 양식이 무엇인지 합의해야 할 것이다.
- 의결권 행사와 관련하여 수탁기관과 정보를 교환하기란 대체로 매우 힘들다. 의결권이 실제로 행사되는 시장과 다른 국가에 소재한 지점에서 의결권 업무를 수행하는 글로벌 조직의 경우에 특히 그렇다. 어떤 투자자는 이 프로세스에 수 개월이 소요되었는데 이는 이상적인 것과는 거리가 멀다. 참여하지 않은 수탁기관들도 있어 이 시범 프로젝트의 규모가 축소되는 요인이 되었다.
- 영국 증권등록기관은 확인서를 전달하기 전에 각 명의개서대리인에 대한 위임장을 요구했는데 이는 관리 계좌 수량이 많고 이들 계좌가 지속적으로 변경된다는 점에서 수탁기관에게 매우 힘든 일이었다.
- 계좌 내역을 확인하고 의결권 행사 여부를 확인해주는 시기가 분명치 않았다. 또한, 한 참여자가 즉각 대응하지 않는 경우 이 확인 프로세스는 사실상 중단되었다.
- 명목계좌라는 점 자체가 의결권 관리를 어렵게 만든다. 통합계좌로 관리되는 주식에 대해 의결권 확인서를 제공하는 것 역시 시간이 많이 걸리고 어려운 일이다. 통합계좌에는 보통 각각에 대해 내역 확인이 필요한 개별 투자자/수탁기관 계좌가 많이 포함되어 있기 때문이다.
- 기준일(국내의 경우 주주명부 기준일)이 수탁기관의 의결권 행사 기준일보다 늦은 시장에서는 해당 계좌의 보유지분이 수탁기관 기준일 이후 변경될 가능성이 있다. 이 경우 투자자가 보고하는 보유지분과 주주총회 이후 행사 내역이 확인된 의결권 간에 불일치가 일부 발생했다.

“당사는 의결권 행사 전담 팀을 운영하고 있습니다. 이 팀은 매주 회의를 여는데 주주총회 시즌이 아닌 때에는 절차를 논의하고 주주총회 시즌 중에는 좀 더 많은 생각을 필요로 하거나 찬반이 명확히 나뉘지 않는 구체적인 안건을 논의합니다. 이 때 관련 섹터의 ESG 분석담당자를 초청할 수 있고 포트폴리오 매니저와 협의할 수 있습니다. 우리는 또한 각 기업과 진행 중인 대화의 진척 상황을 논의하고 의결권을 행사할 때 이를 반영할 필요가 있는지 고려합니다(기업이 해당 이슈와 관련하여 바람직한 방향으로 움직이지 않을 때 이사에 대해 반대의결권을 행사하거나, 반대로 적절한 대응이 있었던 경우에는 참작하는 등). 따라서 의결권을 행사하는 것은 전체 관여활동 프로그램의 한 축을 이룹니다.”

Michelle de Cordova, Director, Corporate Engagement & Public Policy, NEI Investments, Investment Manager, Canada

### 다양한 의결권 행사 모델

기관투자자는 매년 매우 집중적인 기간에 수천 개 기업에 대해 의결권을 행사해야 할 책임과 권리가 있다. 따라서 외부 연구기관 및 서비스기관의 도움이 거의 필수적이다. 의안분석 담당자는 주주총회에 상정된 안건을 분석하는 한편, 의결권 자문기관은 의결권 행사에 관한 권고 사항을 제시하고 때때로 투자자를 대신하여 의결권을 행사하기도 한다. 이들 자문기관과 계약할 때 책임 있는 투자자는 이들의 자문 내용을 그대로 따르지 않고 내부 리서치와 관여활동을 포함한 다양한 출처에서 생산되는 정보를 토대로 의사결정을 내린다. 이러한 분석에는 시간과 자원이 요구되므로 투자자는 우선순위 기준을 수립해야 한다 (국내 시장, 논란이 되거나 중요한 주제, 높은 투자 비중, 현재 관여활동이 진행 중인 기업 등). 의결권 자문기관과 협의하고 설문조사, 설문지 또는 1:1 회의를 통해 이들의 분석/권고 내용에 대해 피드백을 제공하는 것 또한 적극적 주주의 역할이다.

자산소유자와 자산운용사는 여러 방법으로 의결권을 행사할 수 있다. 내부 수행, 외부 위임 및 중앙집중형 vs. 분산형 의사결정의 혼합, 그리고 맞춤형 서비스 vs. 표준 서비스와 같이 다양한 옵션이 존재한다.

분리계좌(segregated account)<sup>31</sup>를 보유한 자산소유자는 다음과 같이 할 수 있다.

- 자산의 전체 또는 일부를 외부에 위탁하여 관리하지만 **의결권 행사 업무는 집중화하여 내부에서 수행**. 의결권 자문기관과 계약하여 맞춤형 의결권 정책이나 기 합의한 표준 정책을 토대로 자문을 받고 자산운용사에게도 자문을 구할 수 있다. 내부의 담당 직원은 미리 정의된 기준에 따라 이러한 외부기관의 권고안을 검토할 것이다. 이 방법을 따르면 의결권 행사 과정을 완전히 통제할 수 있으며, 모든 보유 주식에 대해 투자자는 투자 신념에 따라 정의된 일관된 방식으로 의결권을 행사할 수 있다.
- 가능한 맞춤형 의결권 정책에 따르도록 **자산운용사에 의결권 행사를 위임**. 이 방법은 일관성을 보장해준다. 그러나 자산소유자는 자산운용사가 여러 펀드에 대해 자산소유자의 정책을 정확하고 일관되게 따르도록 해야 할 것이다.
- **자산운용사와 서비스기관이 자체 정책에 따라 의결권을 행사하도록 위임**. 이 방법을 채택하는 자산소유자는 외부기관 선정과정에서 심층적인 실사 작업을 실시하여 외부기관의 의결권 행사 정책이 자신의 투자 신념과 책임투자 전략에 부합하는지 확인해야 한다. 각 계약별로 각기 다른 정책을 따를 가능성이 있으므로 일관성 확보는 좀 더 어려울 수 있다.

모집펀드(pooled funds)에 투자한 자산소유자는 다음과 같이 할 수 있다.

- 자산운용사의 의결권 행사 정책과 의결권 행사 내역에 만족할 수 있도록 **자산운용사 선정 과정에 의결권 행사에 대한 고려를 반드시 포함시킨다**.
- 자산운용사가 의결권 행사 정책을 수립/검토하고 의결권 행사와 관련한 의사결정을 내리는 데 영향을 미칠 수 있도록 **우선시 하는 ESG 이슈나 우려 사안에 대한 리서치 결과를 자산운용사에 제공한다**. 그럼에도 최종 의사결정 권한은 전적으로 자산운용사에게 있다.
- 각 자산소유자를 위한 맞춤형 의결권 행사 정책에 따라 **각자가 보유한 지분만큼 의결권을 행사하도록(pro-rata voting)** 합의하고 유사한 시각을 가진 다른 자산소유자의 지지를 확보하기 위해 노력한다. 하지만 모집된 펀드가 통합계좌로 관리될 경우 이 방법이 실현 불가능하다고 생각하는 자산운용사가 많다.

자산운용사는 다음과 같이 할 수 있다.

- 맞춤형 또는 표준화된 의결권 행사 정책에 따라 외부의 자문서비스 제공 기관에 **모든 의결권 행사 업무를 위임**하되 선정과 점검의 정도에 있어 차이를 둔다. 이는 다른 방법에 비해 많은 자원을 필요로 하지 않지만 의결권 행사 과정에 대한 통제력과 주도성이 줄어들 것이다.
- **의결권 행사 업무를 내부에서 수행하고 각 포트폴리오 매니저로 하여금 의결권을 행사하도록 하되** 내부 전문가와 외부기관의 리서치 결과를 지원한다. 이 경우 포트폴리오 매니저가 더 큰 유연성을 갖고 고객의 경제적 이익과 리스크 수용 범위를 고려할 수 있게 되는 한편 동일 종목에 대한 동일 기관의 의결권 행사 결과에 일관성이 결여될 위험이 크다. 이 같은 일관성 결여는 내부 의사소통을 견고히 하는 방법으로도 예방할 수 있다.
- **의결권 행사 업무를 내부에 두고 ESG/의결권행사팀에 이 업무를 집중시킴**으로써 의결권 행사에 관한 책임을 부여한다. 이 경우 의결권 자문기관의 권고안을 활용하지만 내부 직원이 이를 검토 후 최종적으로 의사결정을 내린다. 이 방법은 일관성을 확보해준다. 그러나 의사결정 과정에 포트폴리오 매니저를 참여시키려는 노력을 해야 할 것이다.

31 통합계좌나 모집펀드계좌에는 여러 투자자의 자산이 한 데 묶여 있지만 분리계좌에는 특정 기관투자자의 자산만 포함된다.

## 의결권 행사에 관한 의사결정 방법

### Reporting Framework 기준:

[Listed Equity Active Ownership \(LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사\)](#)

- 16: Typical approach to (proxy) voting decisions (의결권 (대리) 행사를 위한 전형적인 의사결정 방법)

선도적 투자자는 대내외 자원을 혼용하고 포트폴리오 매니저와 ESG 전문가를 동등하게 참여시킬 것이다.

또한 적극적인 기관투자자는 다른 기관투자자의 의결권 행사 결정을 참고함으로써 업계의 새로운 동향과 진보적 관점을 파악할 것이다. 아래 그림은 자산소유자와 자산운용사가 각각 최종적으로 의결권을 행사하기 위해 취하는 단계적 과정에 대한 모범사례이다.

의결권 행사 정책이 투자자 의사결정 프로세스의 길잡이가 될 수 있지만 유의미한 의결권 행사를 위해서는 연구조사와 재량적 판단이 항상 필요할 것이다.

그림 4 - UniSuper의 의결권 행사 방법. 출처: [Responsible investment update](#)

우리는 관여활동을 이행하는 자산소유자이며 적극적으로 의결권 행사와 관련한 의사결정을 내린다.

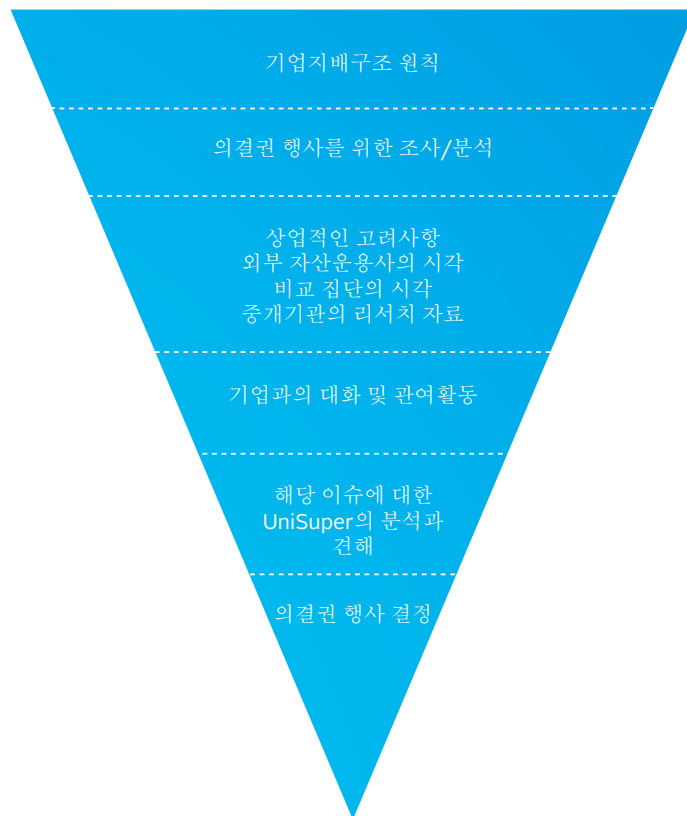
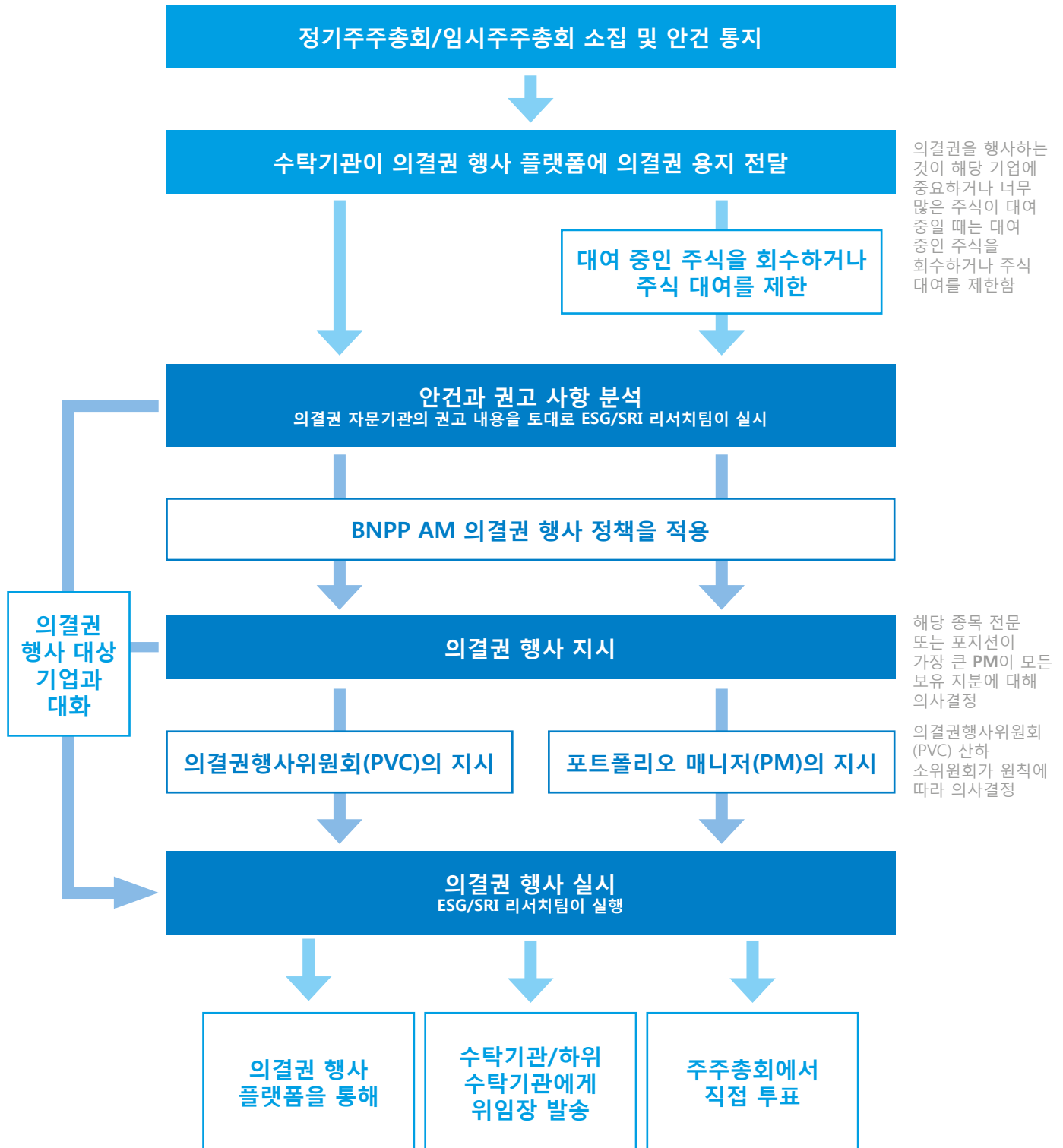


그림 5 - BNP Paribas Asset Management. 출처: BNP Paribas Asset Management – 지배구조와 의결권 행사 정책



## ESG 관련 주주제안과 의결권 행사

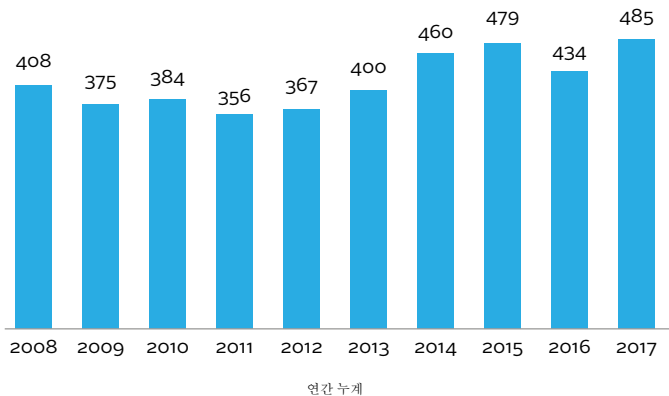
### Reporting Framework 기준:

#### Listed Equity Active Ownership (LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사)

- 23: Shareholder resolutions (주주 제안)

주주의 권리를 행사하는 한 가지 방법은 ESG 이슈에 관한 주주제안을 정기주주총회 안건으로 제출하는 것이다. 국가에 따라 주주제안이 좀 더 흔히 발생하기도 하며(미국 등), 주주제안을 이사회에 접촉하고 논의를 시작할 수 있는 방법으로 여기기도 한다. 경영진이 초반에 열린 자세로 민감하게 대응하는 경우 주주제안이 철회되기도 한다. 특히 주주제안이 주주들로부터 유의미한 지지를 얻는 경우 표결 이후 기업과의 대화가 계속될 것이다.

그래프 1 - 2008년~2017년 미국의 환경 및 사회 이슈 관련 주주제안 제출 현황 (2017년 8월 28일 기준 자료). 출처: ISS, Voting Analytics, 미국



주주제안 절차가 비교적 복잡하고 표결 결과가 자문 성격이 아니라 구속력을 지니는 국가에서는 주주제안은 비공개 대화가 실패할 때 드물게 취하는 전략으로 인식되는 것이 대부분이다. 접근방법에 관계 없이 최근 ESG 주주제안 건수가 특히 미국에서 증가했으며 이들 주주제안에 대한 자산운용사의 의결권 행사 내역에 대한 자산소유자들의 관심도 증가했다. (그래프 1 및 2 참조)

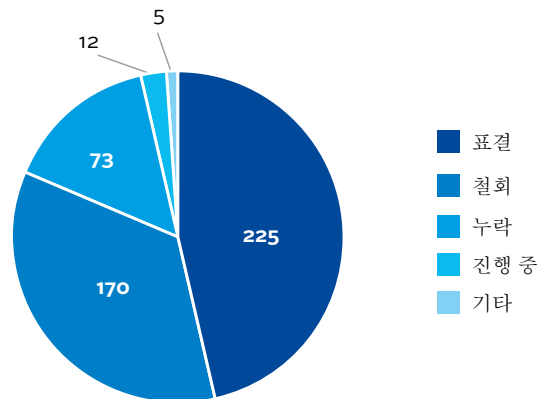
투자자는 단독으로나 공동으로 직접 주주제안을 제출하기로 결정하거나 (국가별 규칙과 기준은 표 9 참고) 단순히 다른 투자자의 ESG 주주제안에 대한 의결권 행사 방향을 고려할 수 있을 것이다. 전자는 후자만큼 광범위한 관행은 아니다.

ESG 주주제안에 대한 찬반 의사결정을 내릴 때 투자자의 개별 의결권 행사 정책이 우선 고려될 것이다.

그러나 투자자는 ESG 주주제안의 질적 수준을 평가할 때 다음과 같은 다른 유용한 기준을 활용할 수 있다.

- 주제:** 우수한 주주제안은 해당 이슈가 기업의 장기적 재무성과 면에서 중요함을 보여주고, 손실이 동반되지 않는 변화를 요구한다.
- 리더십:** 주주제안은 보통 규모가 큰 기업에 제출되는데 이는 이들 기업의 투자손실 위험이 가장 크기 때문이다. 동일한 섹터에 속하면서 유사한 위험을 가진 소규모 기업은 주주제안 대상에 포함되지 않을 수 있다. 대상 기업이 업계 리더가 되는 것을 목적으로 주주제안을 제출하되 경영진에게는 특별히 지목되었다는 인상을 주지 않는 것이 효과적이다.
- 증거:** 주주제안이 목적하는 바를 뒷받침하는 충분한 조사 결과와 근거 서류가 있어야 한다.

그래프 2 - 2017년 미국에서 제출된 환경 및 사회 이슈 관련 주주제안의 진행 현황. 출처: ISS, Voting Analytics, 미국



- 현재 성과:** 우수한 주주제안은 기업이 현재 잘하고 있는 분야와 개선이 필요한 분야에 대한 확실한 이해를 바탕으로 한다.
- 과거의 관여활동:** 주주제안에는 대상 기업에 대한 관여활동이 이미 진행되었지만 현재까지 아무런 소득이 없다는 증거가 담겨 있어야 한다.
- 어조:** 주주제안은 구체적인 요구 사항을 지시하는 형태가 되어서는 안되며 투자자가 해당기업의 세세한 점까지 관리한다는 인상을 주지 않으면서 경영진이 해결방안을 제시하도록 맡겨두는 것이어야 한다. 보통 매우 상세하고 구체적인 요청보다 좀 더 일반적인 제안 내용이 찬성표를 얻기 쉽다.
- 일정 제안:** 주주제안은 현실적이어야 하고 경영진이 대응할 수 있는 충분한 시간을 주어야 한다 (달성하기 힘든 시한을 제시하지 않아야 한다).
- 외부 압력:** 효과적인 주주제안은 다른 주주의 입장, 규제, 이해관계자의 압박을 토대로 행동을 촉구한다.
- 공시:** 관심 사안에 대해 더 많은 정보와 투명성을 요구하는 제안은 대체로 많은 기관투자자의 책임투자 전략과 같은 맥락이다.

표 9 - 국가별 주주제안 제출 방법. 출처: Institutional Shareholder Services (ISS)

국가	관련 규정
호주	주주총회가 소집되기 전 최소 3개월 동안 해당 기업의 자본금을 최소 5% 보유한 주주(정관으로 더 낮은 기준 설정 가능)는 주주제안을 안건으로 제출할 수 있다.
캐나다 <sup>32</sup>	주주제안을 제출하는 개인은 주주제안 제출 직전일까지 최소 6개월 동안 해당 기업이 발행한 총 의결권부 주식의 1% 또는 공정 시장가치로 환산했을 때 최소 2,000달러에 상응하는 의결권부 주식을 보유한 것으로 주주명부에 등록된 자 또는 수익주주여야 한다 (또는 발의자 포함 여부와 관계없이 주주제안에 참여하는 주주의 보유 요건을 모두 합산했을 때 이와 동등한 자격이 갖춰지는 경우에도 주주제안이 가능하다).
프랑스	시가총액을 기준으로, 자본금의 0.5%~5%를 보유하고 있는 주주는 주주총회 소집 공고일로부터 최대 20일 이후 또는 주주총회일 25일 전에 안건을 제출할 수 있다. 동 기준은 소집 통지가 주주총회일에 앞서 45일 전 또는 후에 공고되었는지 여부에 따라 달리 적용된다.
일본	자본금의 최소 1% 또는 300 단위 주식(단위 주식은 각 기업이 정하며 한 단위는 1,000주 또는 100 주이다)을 6개월 간 보유하고 주주명부에 등록된 주주는 주주제안서를 제출할 수 있다. 주주제안은 주주총회일로부터 적어도 8주 전에 서면으로 제출되어야 한다.
북유럽	스웨덴, 핀란드, 노르웨이, 덴마크에서는 단 한 주만 보유한 경우에도 정기주주총회 안건으로 주주제안을 제출할 수 있고 주주제안에 대해 미국에서와 같은 감독 규제가 없다.
영국	다음 중 하나에 해당하는 주주는 정기주주총회 전에 주주제안이 가능하다. <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 총 의결권부 주식의 5%를 최소한 보유하고 있거나,</li> <li>■ 최소 평균 100파운드의 납입자본금을 보유한 주주 100명 이상으로 구성되고 이들 모두 제출되는 주주제안에 대해 정기주주총회에서 의결권을 행사할 자격을 갖춘 주주일 때</li> </ul>
미국	주주제안을 제출하고자 하는 주주는 우선 다음의 소유 요건을 충족해야 한다. 즉, 주주제안 제출 전 최소 1년 간 최소 2,000달러에 상응하는 해당 기업의 주식을 지속적으로 보유해야 한다. 이 주주는 또한 주주총회일까지 최소 2,000달러의 주식을 계속 보유해야 한다. 이러한 소유 요건 외에 다음과 같은 요건도 존재한다. <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 제안서 길이는 500 단어 이하여야 한다.</li> <li>■ 주주 1인은 매 주주총회마다 하나의 주주제안서만 제출할 수 있다.</li> <li>■ 주주제안서는 보통 정기주주총회일로부터 수 개월 전인 주주제안 제출기한 내에 해당 기업의 총무부에 제출되어야 한다.</li> </ul> 이외에도, 해당 주주제안에서 다루는 주제가 적격하지 않다고 판단되면 실제 안건에서 배제될 수 있다. 미국 증권관리위원회(SEC)는 주주제안 주제의 적격 및 부적격 기준을 담은 Rule 14a-8을 이행해왔다. 일반적으로 말해 Rule 14a-8 조항의 취지는 주주제안을 정책적 중요도가 충분한 이슈로 제한하기 위한 것이다.

32 캐나다 연방기업법 (Canada Business Corporations Act, CBCA) 규정에 의거, 캐나다의 경우 주주제안 제출 요건은 14개 사법권역의 기업 법규를 따른다.

2016년 PRI는 PRI 가입기관이 제출한 ESG 주주제안에 대한 인식을 제고하고 정보를 공유하기 위해 투자자들이 동 주주제안에 대한 의결권 행사 방향을 공개할 수 있는 시스템을 시범적으로 운영했다.

### Box 6 – PRI의 의결권 행사 방향 사전 공개 시스템

**PRI Vote Declaration System** (PRI 의결권 공개 시스템)은 2017년 주주총회 시즌에 처음 도입되었다. PRI Collaboration Platform 내부에 설치된 이 시스템을 통해 투자자들은 PRI 가입기관이 제출한 144개 ESG 주주제안에 대한 의결권 행사 방향을 사전 신고했다. 이후 신고 내역은 PRI 웹사이트를 통해 일반 대중에게 공개되었다. 이 시범 프로젝트와 관련한 통계수치는 다음과 같다.

- 19개 기관투자자가 31회 작성 완료했고, 이들 투자자의 총 운용자산 규모(AUM)는 약 USD 2.7조이다.
- 양식을 작성한 19개 기관투자자 중 52%(10개사)는 유럽, 42%(8개사)는 미국, 한 투자자는 호주 투자자였다.
- 환경 이슈에 관련된 주주제안 1건 당 평균 1.95 개의 기관투자자가 의결권 행사 방향을 선 공개했고 사회적 책임과 관련한 주주제안에 대해서는 평균 1.07개의 기관투자자가 공개했다. 지배구조 관련 주주제안이 가장 인기가 높았는데 평균 2.33개 기관투자자가 의결권 행사 방향을 공개했다.
- ESG 이슈별로 구체적으로 살펴보면, 로비/정치적 기부 관련 주주제안이 건당 평균 3.5개의 기관투자자가 의결권 행사 방향을 공개해 가장 높은 관심을 받았고 뒤이어 지속가능성 보고서 (2.28개 투자자), 배출 감소 (2.27개 투자자), 주주권익/주주의 이사 후보 추천권 (2.24개 투자자) 순이었다.
- 시스템에 등록된 주주제안의 66%에 대해 최소 1 개 이상의 기관투자자가 의결권 행사 방향을 공개하였으며, 주주제안이 철회되었거나 주주총회에 상정되지 않은 경우를 제외하면 수치는 더 높아졌다 (90%).

### 이사 후보 추천

OECD 기업지배구조원칙(OECD Principles of Corporate Governance)<sup>33</sup>에 명시된 바와 같이 가장 기본적인 소유권은 주주가 주주총회에서 의결권을 행사하고 이사회 임원을 선출, 해임할 수 있는 능력이다. 이사 후보 추천 방법과 관련한 구체적인 지배구조 규범은 국가에 따라 다르겠지만, 최소한 주요 시장에서는 주주가 이사 후보 추천 프로세스에 참여하고 영향을 미칠 수 있어야 한다는 것이 통념으로 받아들여지고 있다<sup>34</sup>.

특정 이사 후보를 추천하기 위해서는 리서치와 자원이 요구되는데 투자 포트폴리오가 큰 경우 연구조사 인력과 자원을 모든 피투자기업에 할당할 수 없다. 그러나, 기업과 조직의 장기적 성공에 필요한 스킬, 역량, 배경을 가진 후보군을 추천하지 못했을 때 투자자가 후보 추천 과정에 참여할 수 있다면 이사회 구성에 적극적으로 기여할 수 있게 된다. (브라질, 이탈리아 등) 일부 국가는 소액주주의 후보 추천권을 인정하고 있다.

표 10은 국가별 주주의 이사 후보 추천권과 관련한 규정과 절차의 차이를 보여준다.

33 [G20/OECD Principles of corporate governance](#).

34 [Director nomination process: discussion paper; PART 1: an engagement framework 참고](#).



표 10 - 국가별 이사 후보 추천 방법

국가	관련 규정
브라질	브라질 기업법 제141조 제4항은 보통주 소액주주와 우선주 주주가 별도의 선출 과정을 통해 이사 1인을 각각 임명할 수 있도록 하고 있다. 보통주 소액주주들이 별도의 선출 과정을 유지하기 위해서는 이들이 보유한 주식의 합이 전체 의결권의 15%가 되어야 한다. 우선주 주주들이 그들을 대표하는 이사를 선출하려면 보유 주식의 합계액이 자본금의 10% 이상이어야 한다. 보통주 소액주주 또는 우선주 주주가 각각의 최소 정족 요건을 충족하지 못하는 경우 이들 두 집단이 보유한 주식의 합이 자본금의 10% 이상이라면 두 집단이 공동으로 1인의 이사를 선출할 수 있다. 소액주주는 주주총회일까지 자신이 지명하는 후보 이름을 제출할 수 있다.
이탈리아	Voto Di Lista 제도 <sup>35</sup> 를 통해 단일 주주 또는 주주 집단이 소수이사 후보 명단을 제출할 수 있으며, 최소 1인의 이사와 법정 감사위원회 의장이 이 명단에서 선출되도록 하고 있다. 소수이사를 추천할 수 있는 최소 기준은 기업 총 주식자본의 0.5%에서 4.5%까지 다양하다. 주주가 연대하여 소수이사 후보를 추천하는 행위는 그 자체로 "공동 행위"로 간주되지 않는다. 이탈리아의 국내 투자회사와 외국인 기관투자자는 투자운용위원회(Investment Manager's Committee, IMC) <sup>36</sup> 를 통해 상장기업의 소수 독립이사 후보를 추천하고 선출해왔다. 추천된 후보들은 관련 법규, 자가 규제, IMC의 후보 선정 원칙을 모두 준수해야 하기 때문에 독립적이다. 이는 곧 후보자들이 자신을 추천한 주주들로부터도 독립적이어야 한다는 것을 의미한다. 기관투자자가 선출하는 소수 독립이사는 지속적으로 회사 내부 사정을 감시하고 다른 이사들과 건설적 관계를 유지한다.
북유럽	모든 북유럽 국가의 모든 주주는 보유주식 수와 관계 없이 주주총회에 이사 후보를 추천할 수 있는 권리를 갖는다. 스웨덴 기업은 보통 최대주주 대표 3~5인으로 구성된 후보추천위원회를 운영하는데, 이사회 의장이 위원에 포함될 수 있고 드물게는 소액주주 대표도 포함될 수 있다. 정기주주총회에서는 통상 후보추천위원회 위원을 선출하지 않고 대신 위원 임명 절차를 승인한다. 주주총회에 최종 후보 명단을 제출하기 앞서 후보추천위원회는 위원회가 고려할 만한 이사 후보를 추천해줄 것을 다른 주주들에게 요청한다. 약간의 변형을 거친 이 모델은 노르웨이와 핀란드 기업에서 점차 많이 채택되고 있다.
영국	기업법(Companies Act 2006)에 의거, 기업의 이사를 임명하는 방법은 크게 두 가지로 나뉜다. 이사회에 의한 임명과 주주의 일반 결의에 의한 임명(행사된 의결권 기준 50% 이상 득표해야 함)이 그것이다. 그러나 최소 납입자본금 (의결권부 주식)의 5% 이상을 보유한 주주만이 주주총회 개최를 요구하고 주주제안을 상정할 수 있다 (자세한 내용은 표 9 참조). 이들은 먼저 자신을 대신하여 주주총회를 소집해줄 것을 이사들에게 요청해야 한다. 기업법에서 정한 기한 내에 이사들이 아무런 조치를 취하지 않으면 주주가 직접 주주총회를 소집할 수 있다. 추가적으로, 주주는 주주총회에 앞서 상정이 예정되어 있는 안건에 대한 서면 설명서를 이사들이 회람해 줄 것을 기업에 요청할 수 있다.
미국	미국에서는 주주들이 보통 이사 자질을 갖추었다고 생각되는 자를 위임장권유신고서(proxy statement)에 직접 작성하거나 (가능한 경우) 표준적인 주주 추천 절차를 통해 이사 후보로 추천할 수 있다. 표준 절차를 따르는 주주는 통상 정기주주총회일 여러 달 전에 사전 서면통지서(보통 추천을 받는 자의 일정한 이력 정보와 추천 수락 의향이 포함됨)를 해당 기업에 제출해야 한다. 주주가 후보를 추천하면 이사회가 후보 검증을 시작한다. 이는 보통 이사회 내 후보추천위원회 또는 기업지배구조위원회가 주도한다. 이러한 위원회는 추천된 후보가 기업에 도움이 되는 자질을 갖추었는지 평가한다. 주주가 추천하는 후보가 반드시 이사로 임명되어야 할 필요는 없으며 해당 위원회는 추천 후보가 부적격하다고 판단할 수 있다. 내부 지배구조 규정에서 proxy access를 허용하는 기업의 경우에 주식보유 및 기타 요건을 충족하는 개별 주주나 주주 집단이 제한된 수의 이사 후보를 위임장 용지에 직접 기입할 수 있다. 모든 후보는 독립성 요건을 포함한 일정 요건을 우선적으로 충족해야 한다. 그러나, 후보의 자격요건은 후보추천위원회에 의해 반드시 평가받거나 거부당할 필요가 없다. 이 방식으로 추천되는 이사 후보는 기업이 추천하는 이사 후보와 함께 이사 선출 용지에 직접 기재된다.

35 이 제도는 예금보호 및 금융시장 규제 조항을 다룬 Law 262/2005와 통합금융법(Consolidated Law on Finance)에 포함되어 있다.

36 이탈리아 투자운용협회인 Assogestioni가 IMC 감사 역할을 맡고 있다.

## 기업과의 의사소통

### Reporting Framework 기준:

#### Listed Equity Active Ownership (LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사)

- 20: Informing companies of the rationale of abstaining/voting against management (기권 또는 반대의결권 행사 근거를 기업에 고지하기)

리서치를 하고 실제로 의결권을 행사하는 것 외에도 정기주주총회 전과 후 대상 기업과의 의사소통도 의결권 행사 과정에 포함된다.

가능한 경우 투자자는 반대의결권을 행사하거나 기권하기 전에 해당 기업에 우려를 표명하여 대화를 시작하고 추가적 정보를 받은 뒤에 경영방식의 변화를 유도하기 시작해야 한다. 현실적으로 이것이 불가능한 경우 투자자는 경영진 제안에 반대표를 행사하거나 기권하는 이유를 공개하고, 자발적으로 또는 해당 기업의 요청에 따라, 관심 기업에 대한 견해를 직접 설명해야 한다 (표 11의 예시 참조).

표 11 - 의결권 행사와 관련한 의사소통

기관투자자	의사소통 방법 및 절차
AMP Capital, 자산운용사, 호주	국내 시장에서 AMP Capital은 기업 측 제안에 대해 반대의결권을 행사하거나 기권하게 되는 경우 해당 기업과 만나거나 전화, 서면을 통해 이러한 의사결정의 이유를 알린다. 해당 이슈가 예년과 동일한 경우 관여활동을 반복하지 않을 수 있다. 주주총회가 집중되는 기간에는 시간상 제약으로 인해 의결권을 행사하기 전에 기업과 의사소통하는 것이 항상 가능하지는 않다. 보유지분이 상대적으로 크거나 (기권보다는) 반대의결권을 행사한 경우에는 기업과 의사소통하려는 유인이 더 크다. AMP Capital은 또한 주주총회 전과 후 해당 기업이 의결권 행사 내역을 요청할 경우 이에 응한다. 보유지분이 적은 해외 시장에서는 국내와 동일한 수준으로 의사소통하지 않는다. 외부 위탁 자산운용사가 특정 경영진 제안에 대해 반대의결권을 행사한 경우 해당 운용사로 하여금 직접 의사소통하도록 한다.
AustralianSuper, 자산소유자, 호주	AustralianSuper는 의결권 행사 업무를 ACSI라는 외부기관에 위탁하고 있다. ACSI는 서비스 제공 범위에 속한 모든 기업에 대해 주주총회에 가까운 시기에 실제 미팅이나 전화 회의를 통해 의사소통하거나, 반대 권고가 있는 경우 근거와 우려 사안을 각 기업에 서면으로 통지한다. 반대의결권을 행사할 때는 대부분 지배구조팀 담당자가 해당 기업의 담당자에게 전화를 걸어 반대의결권을 행사할 예정임을 사전에 알린다. AustralianSuper 또한 모든 반대의결권에 대해 행사 의사를 기업에게 직접 유선으로 전달한다.
Boston Trust/Walden Asset Management, 자산운용사, 미국	Boston Trust/Walden은 2015년에도 지속적으로 이사회 내 성별 및 인종 다양성이 상대적으로 부족한 기업에게 후보추천위원으로 재임 중인 이사들에 대한 지지를 철회하는 서한을 전달하였다. 주된 이유는 명확하게 찬반이 구분되는 대부분의 다른 안건과 대조적으로 설명이 없을 경우 경영진의 입장에서는 반대의결권을 행사한 이유를 파악할 수 없기 때문이다. 이렇게 기업에 서한을 보내고 뒤이어 대화를 진행한 결과 2개 기업이 지배구조 문서를 개정하고 다양한 배경의 후보를 선출하려는 노력을 강화하게 되었다. Boston Trust/Walden은 또한 매년 (보유지분이 상당한 기업은 좀 더 자주) 상당수의 포트폴리오 구성 기업과 의사소통하고 있다. 그러한 의사소통을 기회로 Boston Trust/Walden은 다양한 주주총회 안건에 대해 경영진에 반대하는 입장을 설명할 수 있다. 마지막으로 좀 더 공식적인 의사소통이 필요하다고 판단되는 경우 그때마다 의결권 행사에 관한 결정 사항을 서한으로 발송한다.
Hermes EOS, 서비스기관, 영국	관여활동의 일환으로 경영진 제안에 대해 반대 또는 기권 권고를 고려하거나, 경영진이 반대하는 주주제안에 대해 지지 권고를 고려하는 경우, Hermes EOS의 관여활동 담당자는 가능하다면 주주총회 전에 해당 기업에 연락하여 우려 사안을 기업과 논의한다. 이렇게 함으로써 충분한 정보에 기반하여 의사결정을 할 수 있게 되고 이사회에 영향을 줄 수 있는 기회를 갖게 된다. 경영진의 제안에 반대 의견을 내는 경우 주주총회 이후 고객을 대표하여 해당 기업에 반대 의사결정을 내린 사실과 그 이유를 알리고자 할 것이다. 이러한 의사소통은 의결권 행사, 나아가 해당 기업을 대상으로 한 관여활동의 목적과 관련한 논의를 강화하기 위한 것이다.
HSBC Global Asset Management, 자산운용사, 영국	영국에서는, 예를 들어 HSBC Global Asset Management는 주주총회 안건에 반대의결권을 행사하거나 기권할 의사가 있는 모든 기업을 대상으로 사전에 관여활동을 진행한다. 의결권 행사 지시에 앞서 의결권 행사 사유를 설명하고 기업이 대응할 기회를 제공하는 것이다. 어떤 경우에는 이 대화로 인해 의결권 행사 방향이 바뀌거나 향후 해당 기업 이사회의 경영방식이 개선되기도 한다.

기관투자자	의사소통 방법 및 절차
RLAM, 자산운용사, 영국	RLAM은 적극적 전략으로 운용되는 영국 펀드에 포함된 기업에 대해, 경영진 제안에 반대하거나 기권하는 경우 또는 주주제안을 지지하는 경우 해당 기업에 서한을 보낸다. 그 결과 RLAM이 제기하는 우려 사안에 대해 관여활동을 진행하거나 사실 관계의 오류를 수정하게 될 수 있다. RLAM은 또한 의결권을 행사한 내역을 매달 자사 웹사이트에 게시하는데 여기에는 기권과 반대의결권을 행사한 이유가 포함된다.
Robeco, 자산운용사, 네덜란드	다음 세 가지에 해당하는 기업에 반대의결권을 행사한 사유를 통지한다. - 적극적 주주권 행사 팀이 관여활동을 진행하고 있는 기업 - Robeco가 발행주식의 1%가 넘는 주식을 보유하고 있는 기업 - 모든 네덜란드 회사

## 투자의사결정으로의 통합 과정

### Reporting Framework 기준:

- [Listed Equity Active Ownership \(LEA, 상장주식에 대한 적극적 주주권 행사\)](#)  
 09: Share insights from engagements with internal/external managers. (관여활동으로 얻은 정보를 내/외부 투자운용담당자와 공유하기)
- [Listed Equity Incorporation \(LEI, 상장주식 통합\)](#)  
 03: Information from engagement and/or voting used in investment decision-making (투자의사결정에 활용되는 관여활동 및/또는 의결권 행사 정보)

적극적 주주권 행사를 투자의사결정에 통합하는 것은 종합적인 투자 전략을 성공적으로 수행하는 데 있어 가장 어려우면서도 꼭 필요한 작업 중 하나이다. 어려움 중의 하나는 많은 경우 투자 프로세스에 대한 책임이 없는 자산운용사나 ESG팀, 서비스기관이 관여활동을 수행하거나 의결권을 행사한다는 점이다. 그러나, 선진 투자자는 적극적 주주권 행사 활동을 통해 얻게 되는 정보와 통찰을 투자의사결정 과정에 반영하는 방법을 개발했다<sup>37</sup>.

모범적인 관행은 다음과 같은 사항을 포함한다.

- 정기적인 팀 간 회의와 발표
- ESG 및 투자팀 모두 접근가능한 플랫폼을 통해 적극적 주주권 행사 자료를 공유
- 관여활동 회의와 설명회에 ESG팀과 투자팀이 함께 참여하도록 독려
- 관여활동을 위한 대화를 포트폴리오 매니저에게 일부 위임
- 관여활동 프로그램을 수립하고 의결권과 관련한 의사결정을 내릴 때 포트폴리오 매니저가 참여
- 기업과의 소통 수준 및 관여활동과 의결권 행사 결과에 따라 투자지분을 조정하는 제도적 장치 마련
- 적극적 주주권 행사를 미래의 투자기회를 평가하는 하나의 기제로 인식

“훌륭한 펀드 매니저는 관여활동에 대한 기업의 대응 방식에서 많은 정보를 얻을 수 있습니다. 관여활동은 그 자체로 중요할 뿐만 아니라 제대로 진행된다면 보고서에서 발견되는 ESG등의 위험에 현실성을 부여하고 이에 대해 현재와 미래에 기업이 어떻게 대응하는지 평가하는 데 도움이 됩니다. 리서치 서비스기관이 제공하는 ESG 자료는 그 성격상 과거지향적이지만 기업과의 대화와 소통은 미래를 향하고 있습니다. 적극적으로 주주권을 행사하고 이를 반영하는 것은 별개의 행위가 아닙니다. 이들은 서로 영향을 주는 행위입니다.”

Leon Kamhi, Head of Responsibility, Hermes Investment Management, Investment Manager, UK

37 O'Sullivan, Niamh & Gond, Jean-Pascal. (2016). Engagement: unlocking the black box of value creation.

표 12는 PRI 가입기관의 선진 관행을 요약한 것이다. ESG 통합 프로세스와 적극적 주주권 행사 간 관계에 대한 더욱 깊이 있는 분석과 사례연구는 PRI가 발간한 “주식투자를 위한 ESG 통합 가이드 ([A practical guide to ESG integration for equity investing](#))”에 소개되어 있다.

표 12 - 통합 접근법의 예시

기관투자자	모범사례
AMP Capital, 자산운용사, 호주	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 독자 개발한 ESG 데이터베이스에 기초하여 지속가능성, 환경 및 사회 책임경영, 기업지배구조 지표를 기준으로 ESG팀이 기업 순위를 매긴다. ESG 리서치 결과를 모든 투자팀과 공유하여 기업가치(또는 목표 가격)와 확실한 매수 의견(call conviction)을 판단할 때 고려하도록 한다. 투자확신, 가치산정, ESG 및 모멘텀 의견을 주식평가모형에 반영하여 투자 후보군의 순위를 산출한다. 여기서 산출되는 점수와 순위를 토대로 투자 종목을 선택하게 된다. AMP Capital의 모든 투자 관리팀이 ESG 점수를 고려하여 종목을 선택하지만 어느 점수를 중점적으로 반영할 것인지는 각 펀드의 구체적 계약사항에 따라 달라진다. 예를 들어, ESG 점수가 최하위인 기업은 지속가능 펀드(Sustainable Funds)에서 제외되는 반면 다른 펀드에서는 위험등급 조정 후 계속 보유될 수 있다. AMP Capital의 ESG팀은 시스템과 데이터베이스를 통해 모든 ESG 관여활동과 의결권 행사 업무를 관리하며 이 정보를 활용하여 ESG 리서치를 수행한다. 리서치 결과는 이후 투자팀이 접근하고 공유할 수 있다.</li> <li>■ 애널리스트, 포트폴리오 매니저를 포함한 AMP Capital의 투자 전문가들은 ESG 전문가에게 지도를 받는다. 투자 전략 회의에서의 발표, 투자팀 주간 브리핑, ESG 분석보고서, ESG 지식 포럼(공급망 위험, 기후 변화, 기업 관여활동 등), 일상적 업무 대화 등을 통해 ESG 주제가 공유된다. 이때 주로 논의되는 것은 ESG와 투자성과 간 연관성이다. AMP Capital ESG팀이 생산하고 AMP Capital 웹사이트를 통해 연재되는 ESG 발간물을 통해서도 정보가 더욱 광범위하게 배포된다.</li> </ul>
Boston Trust/Walden Asset Management, 자산운용사, 미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 투자의사결정 시 활용할 수 있도록 쉽게 접근할 수 있는 회사 폴더(컴퓨터망)에 리서치 및 관여활동과 관련한 파일을 보관한다.</li> <li>■ 매 분기 ESG팀이 (내/외부용) 리서치 및 관여활동 브리핑 자료를 작성하여 의미 있는 ESG 관여활동 결과를 공유한다.</li> <li>■ ESG 전문가, 포트폴리오 매니저, 일반 애널리스트가 참여하는 리서치 및 관여활동 위원회를 매달 개최하여 현재 진행하고 있는 관여활동과 의결권 행사 업무를 논의할 수 있는 장을 제공한다.</li> <li>■ 투자 정책을 논의, 개발하는 주간 투자위원회 회의에 ESG 관련 최신 정보가 제공된다.</li> <li>■ 모든 보유지분에 대해, 각 기업 담당 애널리스트에게 의결권 행사와 관련한 리서치 결과가 배포된다.</li> </ul>
Hermes Investment Management, 자산운용사, 영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 관여활동과 진행 현황, 논란이 되는 이슈 및 ESG 이슈에 대한 자료가 게시되는 회사 게시판에 펀드 매니저가 접근할 수 있다.</li> <li>■ 중대한 이슈라면 펀드 매니저와 관여활동 담당자가 독자적으로 핵심 분석을 수행한다. 이 때 손쉽게 사용할 수 있는 틀을 개발하고 있는 중이다.</li> <li>■ 관여활동 담당자와 펀드 매니저가 특정 종목에 대해 자주 논의하고 각자의 관점을 공유한다.</li> <li>■ 해당 이슈의 개연성과 해결 가능성을 판단할 때 표준적인 ESG 연구결과보다 기업과의 회의에서 더욱 미래 지향적인 정보를 얻을 수 있다.</li> <li>■ 관여활동이 성공했을 때 위험을 경감할 수 있고 가치 창출의 계기가 된다는 점이 중요하다.</li> </ul>

기관투자자	모범사례
Robeco, 자산운용사, 네덜란드	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 발간물과 고객 보고서를 발간하는 것 외에도 적극적 주주권 행사와 관련하여 고객과 애널리스트, 포트폴리오 매니저를 위한 회의를 적어도 연 2회 개최하고 기존에 진행 중인 관여활동의 진행 경과와 새로운 관여활동 주제를 논의한다.</li> <li>■ 적극적 주주권 행사 팀이 매년 특정한 관여활동 주제에 대해 내부 또는 외부기관의 리서치 결과를 보고서로 발간한다. 이 보고서에는 주요 동향과 기업 평가 정보가 담겨 있는데, 이 정보는 투자팀과 공유되고 추후 관여활동을 시작하는 계기가 된다.</li> <li>■ Robeco 관여활동 전문가와 RobecoSAM 지속가능성 리서치 애널리스트, Robeco 재무 분석담당자가 사업모델에서 가장 중요한 ESG 요소가 무엇인지, 관여활동이 기업에 어떤 가치를 줄 수 있는지 판단한다. 이를 토대로 특정 기업에 어떤 관여활동이 가장 필요할지 정하고 이를 관리한다.</li> <li>■ 관여활동을 위해 관여활동 전문가, 포트폴리오 매니저, 지속가능성 분석담당자가 긴밀히 협업한다.</li> <li>■ 이들은 자신이 수행한 관여활동과 의견결 행사 내역을 체계적으로 투자팀에 보고한다. 적극적 주주권 행사 팀과 투자팀이 자주 회의와 발표 시간을 갖고 서로 부족한 부분을 보완하고 정보를 교환한다.</li> </ul>
Heritage - Standard Life Investments, 자산운용사, 영국 <sup>38</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 관여활동의 결과를 재무 분석담당자 및 펀드 매니저와 체계적으로 논의하고 리서치 플랫폼을 통해 공유한다.</li> <li>■ 주식 및 여신 분석담당자는 중요한 ESG 이슈에 대한 분석 의견도 함께 제공해야 하며 ESG팀과 투자팀 간에 커뮤니케이션이 되도록 해야 한다.</li> <li>■ 책임투자팀과 투자팀이 파견 등의 형태로 서로 팀을 옮겨 근무함으로써 각 팀에서 수행되는 분석 업무의 결과와 이것이 투자 의사결정에 반영되는 방법에 대한 이해도를 높인다.</li> <li>■ 투자 포트폴리오에 포함되어 있는 글로벌 주식과 주식 발행기업에 대한 책임투자 등급, 리서치 및 지배구조 건전성 경고 지표가 내부 플랫폼을 통해 모든 펀드매니저에게 배포된다.</li> <li>■ 투자 회의 (아침 회의, 지역별 데스크 회의, 종목 선정 회의 등)에서 환경 및 사회 요소와 관련한 기업 뉴스와 규제 변경사항을 다룬다.</li> <li>■ 관여활동 전과 후에 Standard Life Investments의 각 섹터별 애널리스트에게 책임투자의 위험과 기회에 관한 정보가 전달된다.</li> <li>■ 주요 애널리스트와 함께 관여활동을 수행한다. 모든 관여활동은 관련 애널리스트의 사전 의견을 받은 뒤 진행된다.</li> <li>■ 투자수익 전망을 강화하거나 변경하고자 하는 포트폴리오 매니저의 요청에 따라 책임투자와 지배구조, 스튜어드십 애널리스트가 관여활동을 실시할 수 있다. 해당 기업이 ESG 위험을 충분히 관리하지 않는다고 판단되면 SRI 등급이 하향조정되고 해당 포트폴리오 매니저는 이 기업 지분을 축소할 수 있다.</li> <li>■ 책임투자팀의 주제별 리서치 결과를 내부의 모든 포트폴리오 매니저에게 회람한다. 모든 분석 자료는 기존 또는 잠재적 투자대상기업에 대한 통찰을 제공하는 관여활동을 바탕으로 생산된다.</li> </ul>

38 Standard Life Investments는 현재 Aberdeen Standard Investments에 속해 있으며 위 예시는 Heritage 사업에 대한 것이다.

# 외부 위탁 운용사 및 서비스기관에 대한 평가

투자자가 적극적 주주권 행사 업무의 전부 또는 일부를 자산운용사나 전문서비스기관에 위탁하기로 결정했다면 이러한 외부기관의 선정 기준, 계약 요건, 점검 기준을 확립하는 것이 중요하다. 자원의 제약이 있는 소규모 기관이나 투자 포트폴리오가 상당히 다변화되어 있는 기관투자자라면 관여활동과 의결권 행사 업무를 외부에 위임하는 것이 유일한 대안일 수 있다. 어떤 국가에서는 대형 자산소유자의 보유지분이 국가 경제에서 큰 부분을 차지하여 시장 전체에 영향을 줄 수 있기 때문에 이들이 직접 관여활동을 수행하는 것이 법으로 금지되어 있다.

적극적 주주권 행사와 자산 관리 업무를 동일 기관에 위탁하는 투자자는 관여활동/의결권 행사와 투자의사결정 간의 관계에 상당한 주의를 기울여야 한다. 투자의사결정에 관여하지 않는 외부기관에 주주권 행사 업무를 위임하는 경우 적극적 주주권 행사로 얻은 정보를 반드시 포트폴리오 운용담당자와 공유해야 한다. 마지막으로 관여활동 및 의결권 행사 업무를 1개 이상 기관에 위임하는 경우 투자대상기업에 일관적인 메시지를 전달할 수 있도록 외부기관들이 참고해야 할 요구 사항과 이행 체계를 명확하게 정의한 주주권 행사 정책을 수립하여 제공하는 것이 중요하다.

## 선정과 계약 체결

### Reporting Framework 기준:

#### [Selection, Appointment and Monitoring of Investment managers \(SAM, 자산운용사의 선정, 계약 체결, 점검\)](#)

- 03: evaluating engagement and voting practices in manager selection (자산운용사 선정 시 관여활동과 의결권 행사 관행 평가하기)
- 04: appointment process (계약 체결 프로세스)

“우리는 외부자산운용사(소극적, 적극적 포트폴리오 모두 포함)와 의사소통할 때 내부 또는 서비스기관을 통해 관여활동을 진행 중인 기업과 주제에 대해 동일하게 관여활동을 수행해줄 것을 요청합니다. 이는 일관적이고 영향력 있는 메시지를 전달하기 위한 것입니다. 우리의 외부 위탁 자산운용사들은 이러한 요청에 매우 잘 대응해 왔습니다.”

Kelly Christodoulou, ESG Manager Investments, AustralianSuper, Asset Owner, Australia

“우리의 제안요청서에는 의결권 행사 내역을 관리하는 방법과 의결권 행사 내역이 투자의사결정에 반영되는 방법에 대한 질문이 포함되어 있습니다. 우리는 의결권 행사에 관한 결정사항이 투자의사결정에 반영되는 방법을 이해하고자 합니다. 다시 말해, 이 두 가지가 긴 선형이 아닌 순환 과정이 되기를 바랍니다. 저희는 또한 적극적 주주권 행사와 관련한 심층적인 정보를 담은 PRI 투명성 & 평가보고서(PRI Transparency and Assessment Reports)를 제출해 줄 것을 각 자산운용사에게 주문합니다. 이 정보는 이후 자산운용사 최종 후보를 면접할 때 사용됩니다.”

Faith Ward, Chief Responsible Investment and Risk Officer, Environment Agency Pension Fund (EAPF), Asset Owner, UK

자산운용사와 서비스기관을 선정할 때 투자자는 다음의 경로를 통해 적극적 주주권 행사와 관련한 이들의 현재 및 과거 성과를 파악할 수 있다.

- 정식 제안요청서(RfP)에 대한 답변서
- PRI 웹사이트나 PRI Data Portal을 통해 제공 되는 PRI Reporting Framework 답변서 (Box 7 참고)
- PRI Data Portal을 통해 제공되는 PRI 평가보고서
- 국가별 스튜어드십 코드에 참여하겠다는 공개 성명서 또는 보고서, 그리고 이에 대한 이용 가능한 평가 자료<sup>39</sup>
- 공개된 책임투자/관여활동/의결권 행사 보고서
- 검토 대상 자산운용사/서비스기관의 담당자(포트폴리오 매니저, ESG 전문가 등)와 회의 또는 방문
- 비교군에 해당하는 다른 투자자와 면담

39 예를 들어, 영국의 재무보고위원회(FRC)는 영국 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자를 참여성명서의 질적 수준을 평가한 등급으로 분류하고 있다.

“우리는 외부 자산운용사를 추가재무위험관리위원회(RI 위원회)에 초청하기 시작했습니다. 이들이 어떻게 ESG 정보를 통합하고 있는지, ESG 자료를 외부기관에게서 제공받는지, 투자 종목을 구성하는 단계에서 ESG 이슈를 어떻게 고려하는지에 대해 설명을 듣기 위한 것이었습니다. 이렇게 함으로써 우리는 외부 자산운용사에게 ESG 이슈와 관련하여 기업과 더 많은 대화를 하도록 강하게 요구합니다. 우리는 또한 외부 자산운용사들이 우리의 의결권 행사 정책에 명시된 기대수준을 충족하는 기업을 선정하고, 그렇지 않을 경우 우리에게 알려주기를 기대합니다.”

Daniel Simard, General Director, Bâtirente, Asset Owner, Canada

이러한 검토 단계에서 투자자는 다음 항목에 대해 외부 위탁운용사를 평가할 필요가 있다.

- **적극적 주주권 행사 정책:** 우수한 적극적 주주권 행사 정책은 1장에서 다룬 요소가 잘 담겨 있고 내부 정책에 부합하는 것이다. 원한다면 특정 고객의 정책에 따라 업무를 수행할 수 있는지 여부를 평가해볼 수 있다.
- **역량과 지배구조:** 관여활동, 의결권 행사 업무를 수행하기 위해 충분한 자원과 전문적인 기술, 상부의 감독/의지가 요구된다.
- **관여활동 절차와 결과:** 주주권을 적극적으로 행사하여 최종적으로 달성한 재무 성과와 ESG 성과에 대한 정보가 존재하고 조사/분석을 실시하고 관여활동의 우선순위를 선정하기 위한 탄탄한 프로세스가 마련되어 있다는 것이 확인되어야 한다.
- **투자의사결정 과정:** 적극적인 주주권 행사 활동이 투자의사결정 과정에 반영되는 방법이 설명되어야 한다. (자산운용사에만 해당)
- **보고 역량:** 기대되는 보고 양식, 보고 내용의 질적 수준, 빈도에 맞추어 적극적 주주권 행사와 관련한 정보를 제공할 수 있는 능력을 입증해야 한다.

자산운용사 또는 서비스기관을 선정할 후 투자자는 적극적 주주권 행사와 관련한 구체적 요건을 계약서에 포함시킬 수 있다. 통상 적극적 주주권 행사의 목적과 보고 요건이 포함된다. 의결권을 계속 유지하고 관련 조항을 계약서에 반영하는 투자자도 있을 것이다. 투자 및 서비스기관과의 계약서에 구체적인 조항을 포함시키면 점검이 용이해지고 서비스 수준에 대해 외부기관에 책임을 물을 수 있다. 투자운용을 위탁하기 위한 계약서에 부속 서신을 추가하는 것도 방법이 될 수 있다. 이 부속 서신은 양 당사자가 이해하고 있는 바를 법적으로 집행할 수 있는 근거가 되는 동시에 고객의 요구 사항과 자산운용사가 이를 준수하겠다는 의향을 담은 공식 문서가 되기 때문이다.

계약서와 부속 서신에 요건을 반영하는 것 외에도 철저한 선정 및 점검 과정을 따르는 것도 외부기관이 적극적 주주권 행사 업무를 건전하게 수행하도록 하는 효과적인 방법이다.

“자산운용사가 우리를 대신하여 관여활동이나 의결권 행사 활동을 하는 것이 아니라 우리가 외부 자산운용사를 대상으로 이들이 적극적 주주로서의 역할을 개선하도록 관여활동을 수행하고 있습니다. 우리는 외부 자산운용사와 연계하여 이들의 고객으로서 외부 자산운용사 역시 책임투자자가 될 수 있도록 영향을 주고 싶습니다. 이 때문에 우리는 외부 자산운용사와 수탁기관이 책임투자와 관련한 과제를 어떻게 수행하는지 평가하고 등급을 부여하고 있습니다. 이 등급 결과는 자산운용사 선정 과정에서 중요한 역할을 하는데 이는 우리가 일반적으로 책임투자에 대한 신념을 명확히 밝히고 투자 과정에 ESG 요소를 반영하고 있음을 입증할 수 있는 외부 자산운용사를 선호하기 때문입니다.”

Rogier Snijdwind, Senior Advisor Responsible Investment, PGGM, Investment Manager, Netherlands

“외부기관이 관리하고 있는 지분과 관련하여 언론에 이슈가 대두되면 (또는 다른 경로로 관심 사안을 인지하게 되면) 외부 자산운용사에게 이슈를 제기하고 해당 사안에 대해 어떤 관여활동을 하고 대응하고 있는지 질문합니다. 우리가 직접 기업에 제기하고 있는 우려 사항이 있을 경우 사전에 외부 자산운용사에 해당 사실을 알리고 함께 문제를 제기해 줄 것을 요청합니다.”

Talieh Williams, Manager of Governance and Sustainable Investment, UniSuper, Asset Owner, Australia

“우리는 의결권 행사에 대한 외부 자산운용사의 결정을 당사의 의결권 행사 정책과 비교하여 검토하고 NEST라면 어떤 의사결정을 했을지 차이를 비교합니다. 우리는 바로 이 차이점에 중점을 두고 정기주주총회 전에 외부 자산운용사를 대상으로 관여활동을 수행합니다. 우리가 직접 의결권을 행사하지 않지만 경우에 따라 외부 글로벌 자산운용사의 의결권 행사 내용을 무효화할 수 있습니다.”

Diandra Soobiah, Head of Responsible Investment, NEST, Asset Owner, UK

### Box 7 – PRI의 포탈 정보 시스템 (The PRI Data Portal)

2017년 PRI는 PRI Reporting Framework를 통해 기관투자자가 제출한 자료를 PRI 가입기관이 검색, 열람, 분석할 수 있는 웹 기반 플랫폼인 PRI Data Portal을 개설했다. 이 포탈 사용자는 다른 가입기관이 제출한 비공개 보고서 (PRI 비공개 투명성 및 평가 보고서) 열람을 요청할 수 있다. 추후 사용자가 원하는 방식으로 답변을 출력하고 데이터를 정렬하는 서비스도 제공될 예정이다.

PRI Data Portal의 목적은 다음과 같다.

- 보고된 자료를 쉽게 열람하고 비교할 수 있도록 함으로써 외부 자산운용사를 대상으로 한 자산소유자의 관여활동을 지원
- 가입기관이 서로의 보고서를 쉽게 열람할 수 있게 함으로써 모범사례와 지식을 공유하도록 함
- 검색 빈도가 가장 높은 분야를 파악하여 향후 PRI 업무 분야 선정 시 참고하고자 함
- 가입기관들이 서로 협력함으로써 정보에 기반한 의사결정을 내리도록 돕기 위함
- 책임투자 동향을 파악할 때 PRI 자료를 더 많이 활용하도록 하기 위함

장기적으로는 Data Portal을 통해 PRI의 투자 관행 지침과 Reporting Framework상의 지표들을 연계시킴으로써 특히 자산소유자가 자산운용사를 선정하는 프로세스를 지원할 예정이다.

PRI 웹사이트에서와 동일한 자격으로 Data Portal에 접속하려면 클릭: [여기](#)

### 점검 및 평가

#### Reporting Framework 기준:

#### [Listed Equity Active Ownership \(LEA, 상장주식에 대한 적극적인 주주권 행사\)](#)

- 08: monitoring/discussing service provider information (서비스기관이 제공하는 정보에 대한 점검/논의)

#### [Selection, Appointment and Monitoring of Investment managers \(SAM, 자산운용사의 선정, 계약 체결, 점검\)](#)

- 06: monitoring on active ownership (적극적 주주권 행사에 대한 점검)
- 07: percentage of votes cast/companies engaged with (행사된 의결권/ 관여활동 대상 기업의 %비율)

정기적인 보고, 회의 및 설문조사/설문지를 통해 자산운용사와 서비스기관의 적극적 주주권 행사 관행을 평가할 수 있다. 외부기관에 위탁한 포트폴리오의 ESG 성과를 측정하는 것도 한 방법이다. 예를 들어, 몇몇 투자자는 외부에 위임한 포트폴리오의 온실가스 배출량 기록을 토대로 기후 변화와 관련한 관여활동 프로그램과 의결권 행사에 대해 외부 자산운용사와 논의했다. 외부기관과의 정기 회의를 통해 외부 위탁 중인 관여 프로그램이나 의결권 행사 업무를 투자자 내부의 관여/의결권 정책에 맞게 조정할 수도 있다.

좀 더 일반적으로, 점검을 위한 정보 요청은 선정 과정과 매우 유사할 수 있다. 물론 외부기관과의 대화는 적극적 주주권 행사 활동이 ESG 성과와 재무적 의사결정에 어떤 영향을 미쳤는지 평가하는 데 더 집중될 것이다.



정기 점검 회의에서는 다음 사항에 중점을 두어야 한다.

- 선정 당시의 정책이나 투입 자원, 업무 과정에 대한 변경 사항
- 포트폴리오의 ESG 위험과 기회가 상당 수준 변경된 사실이 있는지 파악
- 활용되는 대내외 ESG 리서치 자료의 깊이와 범위
- 직원의 ESG 역량 증진을 위해 현재 제공되는 연수 과정
- 기업과의 대화에서 제기된/제기 예정인 또는 주주총회 기간 중에 고려된/고려 예정인 중요하거나 문제가 되는 ESG 주제
- 관여활동의 논의 사항 및 의결권 행사에 관한 의사결정의 근거, 투자자의 투자 신념/전략 및 기 합의한 기준 정책과의 일치 또는 불일치 여부
- 관여활동 대상으로 선정된 기업
- 기업과 상호교류의 빈도/강도/질적 수준
- 구체적 관여활동의 목적, 진행 경과, 결과 및 후속 조치
- 협력적 관여활동에 참여
- 일부 관여활동에 대한 투자자의 직접적 참여 또는 투자자 내부적으로 진행하는 대화와 자산운용사/서비스기관이 진행하는 대화 간의 일관성
- 중요 이해상충에 대처한 사례
- 내부에서 의결권 의사결정을 검토하는 비율과 의결권이 실제 행사되는 포트폴리오의 비율
- 의도한대로 의결권이 행사되고 해당 기업에 전달되었는지 검사한 결과
- 적극적 주주권 행사가 투자의사결정에 주는 함의와 투자 포트폴리오의 위험 수준이나 수익률에 끼치는 영향

투자자는 계약한 자산운용사 및 서비스기관과 정기적으로 만나 보고서를 통해 전달받은 정보를 확인하고 관리할 수 있다. 외부기관에 자산운용을 위탁한 경우 정기 재무성과 회의를 활용할 수 있을 것이다. 투자자의 ESG/책임투자팀과 투자팀이 한 목소리로 의사소통하고 중복하여 문의하는 것을 피하는 것이 바람직하다.

설문지 및 설문조사를 활용하여 자산운용사와 서비스기관을 평가하고 점수를 매김으로써 투자자는 이들 외부기관에게 정기적으로 건설적인 피드백을 제공하고 계약을 유지할 것인지 위탁자산을 조정할 것인지에 대한 의사결정 결과를 전달할 수 있다.

# 공시의 중요성

## Reporting Framework 기준:

[Strategy and governance \(SG, 전략과 지배구조\)](#)

- 19 – communication (의사소통)

투명성은 적극적 주주권 행사의 핵심 요소로 많은 스톡홀름 코드와 원칙(ICGN 글로벌 스톡홀름 원칙 6, OECD 기관투자자의 책임경영, 여러 국가의 스톡홀름 코드 등)에 포함되어 있다. 투자자가 기업의 ESG 정보와 관행을 파악하고 이를 개선하기 위해 관여활동을 수행하는 만큼, 관여활동과 의결권 행사 내역 및 그에 따른 결과를 고객과 수익자에게 보고할 책임도 있다. 이러한 정보는 쉽게 접근하고 이해할 수 있어야 하며 정기적으로 (분기 또는 연간) 제공되어야 한다. 또한 고객과 수익자에게는 다른 이해관계자를 대상으로 한 공시보다 더 상세한 수준의 정보를 공개하는 편이 낫다. 보고 관행도 정기적으로 검토하여 의사소통을 끊임없이 개선해야 한다.

“우리는 다양한 이해관계자에 대해 책임을 져야 하지만 수익자와 직원에 대한 책임이 가장 큽니다. 그러나 우리는 공공분야 연기금이기 때문에 우리의 활동과 투자에 대한 관심은 좀 더 광범위합니다. 그래서 우리의 접근 방식과 보고 내용을 투명하게 공개하여 공유하는 것이 중요합니다.”

Clare Scott, Chief Executive, Lothian Pension Fund, Asset Owner, UK

적극적 주주권 행사 활동의 긍정적 결과가 실현되기까지 오랜 시간이 걸리기 때문에 투자자는 너무 많은 정보를 공개하는 것을 꺼릴 수 있다. 또한 기업은 동시에 여러 측면의 관행을 바꾸기 때문에 관여활동의 기여도를 증명하는 것이 쉽지 않을 수 있다. 상호 신뢰를 구축하고 기업 경영진의 솔직한 발언을 독려하기 위해 기업과의 대화를 비공개로 진행하는 경우가 많다. 따라서 정보 공개를 기업과의 관계 형성을 가로막는 방해요인으로 인식하는 투자자도 있다.

“앞으로 우리는 수익자들이 어떤 정보에 관심을 갖고 있는지 파악하려고 합니다. 우리는 수익자 관여활동의 일환으로 당사의 책임투자 이슈와 보고서에 대해 수익자들에게 피드백을 요청할 것입니다.”

Diandra Soobiah, Head of Responsible Investment, NEST, Asset Owner, UK

그럼에도 불구하고, 정보 공개의 이점이 발생 가능한 단점보다 크다는 것은 분명하다. 자산소유자가 스톡홀름 책임에 큰 관심을 두는 시장에서는 정보가 많을수록 적극적 주주권 행사 내역을 검증하는 것이 쉬워지고 사업 기회가 창출된다. 적극적 주주권 행사 업무와 자산 운용이 별도의 기관에서 수행되는 경우 대화의 세부 진행 상황을 공유하면 관여활동과 의결권 행사에 관한 정보를 투자의사결정 과정에서 더욱 잘 고려할 수 있다. 투자자는 더 많은 정보를 공개함으로써 기대사항을 기업에 전달하는 방법을 개선하고 ESG 관행과 관련한 긍정적인 대화와 경과를 보상할 수 있게 된다. 마지막으로 정보를 공개함으로써 고객, 수익자, 규제당국, 기준 제정기관 및 여타 이해관계자에 의한 점검이 더욱 견고해지고 이들에 대한 책임성도 높일 수 있다.

바람직한 관여활동 공시에는 다음 내용이 포함된다.

- 전반적 관여활동 전략, 실사 및 점검 방법
- 관여활동 대상 선정과 관련한 상세한 정보와 목표
- 진행된 관여활동 건수
- 유형/주제별 관여활동 내역
- 지역별 관여활동 내역
- 기 설정한 목표 대비 달성한 결과와 진척도 평가
- 개별 관여활동 사례 (해당 정보가 민감 정보이거나 기밀 정보가 아닌 경우)
- 초기 대화가 실패 후 최종적으로 취한 확대 전략에 관한 세부 내용 (즉, 주주제안, 성명서 발표, 반대의결권 행사, 투자회수 등)
- 제공되는 정보에 대해 외부 검증을 받았는지 여부

“우리는 고객들이 당사의 활동 내역을 생동감 있게 그들의 수익자에게 전달할 수 있도록 사례를 제공합니다. 고객은 이를 토대로 적극적 주주권 행사 내역과 관여활동의 중요성을 현실감 있게 전달할 수 있습니다.”

Susheela Peres da Costa, Deputy Managing Director, Regnan, Service Provider, Australia

의결권 행사 내역에 관한 양질의 보고서에는 다음 내용이 포함된다.

- ESG 주주제안 포함 모든 안건에 대한 의결권 행사 내역
- 행사한 의결권과 의결권이 행사된 각국 주주총회의 수, 그리고 행사 가능한 총 의결권 대비 비율
- 주주총회 시즌 중에 다뤄진 주제
- 행사된 의결권 중 찬성, 반대, 기권 비율
- 경영진 제안에 대한 반대의결권 행사 또는 기권 사유에 대한 설명
- 제공되는 정보에 대해 외부 검증을 받았는지 여부

“우리는 각 펀드별로 지속가능성과 관련한 업무 활동을 분류합니다. 분류 기준은 의결권 행사, 관여활동, ESG 정보 통합, 투자 배제입니다. 이러한 분류 덕분에 고객은 특정 펀드의 투자의사결정 과정에 ESG 요소가 어떻게 반영되는지 한눈에 파악할 수 있습니다.”

Carola Van Lamoen, Head of Active Ownership, Robeco, Investment Manager, Netherlands

표 13 - 적극적 주주권 행사에 관한 공시의 예

기관투자자	보고서 유형	주요 내용
BNP Paribas Asset Management, 자산운용사, 프랑스	의결권 행사 연례보고서	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 의결권 행사 정책의 개요</li> <li>■ 최근의 정책 개정 내역</li> <li>■ 지역별 의결권 수 총계</li> <li>■ 경영진 제안에 대한 찬성 및 반대의결권 행사 비율</li> <li>■ 지역별 반대의결권을 행사한 주된 사유</li> <li>■ 각 사유별 경영진 제안에 반대한 의결권 수를 표시한 표</li> <li>■ 올해 관여활동을 진행 중인 기업 수와 관여활동 정보, 작년 수치와 비교</li> <li>■ 성공적 관여활동 건수와 사례 소개 (새로운 장기 보수지급 전략 수립 등)</li> <li>■ BNP Paribas가 참여한 협력적 관여활동 목록</li> <li>■ BNP Paribas가 참여한 ESG 이니셔티브와 워크숍 목록</li> </ul>
BMO Global Asset Management, 자산운용사, 캐나다	책임투자 연례보고서	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 주요 주제에 대한 관여활동 개요</li> <li>■ 국내외 찬성/반대/기권/보류 의결권 수와 지역별 경영진 제안에 대한 반대의결권 수</li> <li>■ 다양한 시장에서의 의결권 행사 내역</li> <li>■ 환경, 사회, 기업지배구조 요소별 관여활동 내역과 성공 사례</li> <li>■ 이슈와 지역별 관여활동 건수 및 진행 현황</li> <li>■ 배경, 조치, 결과(후속 조치 포함)별 관여활동 분류</li> <li>■ 관여활동과 관련 지속가능개발목표(SDGs)를 대비하는 표, 집계된 관여활동과 관련 SDG를 표시한 그래프</li> </ul>
Council on Ethics of AP-funds, 자산소유자, 스웨덴	관여활동 연례보고서	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 관여활동에 대한 접근방식과 관여활동 유형 (수동적 vs. 능동적)에 대한 개요</li> <li>■ 진행경과/지역/섹터/이슈별 기업 대화 총계를 파이 차트로 제공</li> <li>■ 리서치, 우선순위, 목표 설정, 대화 실시, 성과 수준(또는 성과 미비)으로 이어지는 관여활동의 진행 과정</li> <li>■ 주제/섹터별 관여활동 사례와 성과 요약(광산업 또는 코코아산업에서 뇌물수수 및 아동 노동 등)</li> <li>■ 이슈, 기업명과 함께 대화 사례 제공. 성공 사례, 여전히 모니터링 중이거나 기업에 강력한 권고를 한 경우 등 다양한 사례 포함</li> <li>■ 투자회수를 권고한 사례</li> <li>■ 다른 기관투자자와 협력하거나 여러 이해관계자가 참여한 이니셔티브에 대한 상세 정보와 함께 관련된 이슈나 우려 사안을 광범위하게 소개</li> <li>■ 특정 국가에 소재한 기업 방문 사례 (멕시코, 한국)</li> <li>■ 관여활동 담당부서를 사진과 함께 소개</li> </ul>

기관투자자	보고서 유형	주요 내용
Heritage- Standard Life Investments, 자산운용사, 영국 <sup>40</sup>	관여활동 분기보고서	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 관여활동에 대한 기본 접근법 소개</li> <li>■ 관여활동 담당자 소개</li> <li>■ 영국 스투어드십 코드 언급</li> <li>■ 관여활동 수와 소통 방식 취합 (서한, 1:1 미팅, 보수에 관한 협의, 의결권 행사와 관련한 관여활동, 협력적 관여활동 등)</li> <li>■ 관여활동 대상 기업 명단과 주제별 이슈 (보수, 소유권, 전략, 감사 등)</li> </ul>
NEI Investments, 자산운용사, 캐나다	관여활동 분기보고서	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 대화를 진행한 모든 기업에 대한 관여활동 경과 보고</li> <li>■ 대상 기업명, 간략한 기업 소개, 당면한 ESG 이슈, 진척도/성과/대화 및 보유지분/해당하는 펀드를 명시한 표</li> <li>■ 개별 또는 협력적 관여활동 여부를 명시</li> <li>■ 참여한 협력적 관여활동 목록</li> <li>■ ESG 주제와 관련한 공공정책에 대해 수행한 관여활동 정보</li> </ul>
PGGM, 자산운용사, 네덜란드	책임투자 연례보고서	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 관여활동과 의결권 행사 방법/활용한 데이터, 서비스기관 개괄</li> <li>■ 해당 분야/주제</li> <li>■ 관여활동 대상 기업 수와 성과 내역</li> <li>■ 행사한 의결권 수, 해당하는 정기주주총회 수</li> <li>■ 특정 기업(기업명 공개) 관여활동 결과를 세계 지도에 표시하여 제공</li> <li>■ 각 중점 분야에 대한 PGGM의 입장과 기업에 요구하는 바를 개괄하고 구체적인 정보와 사례 제시</li> <li>■ 공개된 정보는 외부 검증을 거친 정보임을 밝힘</li> </ul>
State Street Global Advisors, 자산운용사, 미국	관여활동 연례보고서	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 섹터 및 이슈 정보와 함께 당해 연도에 우선적으로 추진한 관여활동을 개괄</li> <li>■ 행동주의 투자자(activist investor)에 대한 의결권 행사 정책 소개</li> <li>■ 의결권을 행사한 주주총회 수, 포함된 기업, 주주제안, 경영진 제안에 대한 찬성/반대의결권, 지역별 의결권 행사 내역 요약</li> <li>■ 완료된 관여활동 총 건수를 언급하고 관여활동의 우선순위, 목표, 대상 기업 수를 설명. SSGA 관점과 성공 사례 (관련 있는 경우) 소개. 지역/연도별 관여활동 내역을 표로 제공</li> <li>■ 주제/지역별 모든 관여활동 대상 기업 명단</li> <li>■ 특정 지역 (호주, 신흥시장 등) 주주총회 기간 중에 얻게 된 핵심 교훈 소개</li> <li>■ 의결권 행사 및 관여활동 성공 사례와 지역별 주목할 점 소개 (지배구조, 보상, 환경, 사회 문제 등)</li> <li>■ 의결권 행사 및 관여활동의 효과를 개선하기 위해 현지 투자 전문가의 의견을 활용한 예를 표로 제공</li> </ul>

40 Standard Life Investments는 현재 Aberdeen Standard Investments에 속해있으며 위 예시는 Heritage 사업에 대한 것이다.

기관투자자	보고서 유형	주요 내용
Trillium Asset Management, 자산운용사, 미국	연례 임팩트 보고서	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 경영진 제안에 대한 반대의결권, ESG 주주제안 찬성, 임원 보수에 대한 반대의결권 행사 비율 소개 (다른 주요 대기업 및 회사 전체 수치와의 비교 포함)</li> <li>■ 각 주주제안의 주제, 결과, 기업이 약속한 내용에 대한 코멘트, 공동 제출자와 주 제출자를 표로 소개</li> <li>■ S&amp;P 500 기업 대비 보유 포트폴리오의 온실가스 배출 기록 (scope 1, 총 배출량, 탄소 배출 집중도) 소개</li> <li>■ 여성 이사 20% 초과, 독립이사 80% 초과, 독립적 CEO/의장, CDP 참여자, CEO 연평균 총 보상액이 수백만 달러인 기업의 포트폴리오 내 비율을 소개하고 각 지표별로 S&amp;P 500 기업과 비교</li> </ul>
UAW Retiree Medical Benefits Trust, 자산소유자, 미국	웹사이트와 언론보도	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 관여활동의 우선순위와 목표에 대한 상세한 설명</li> <li>■ UAW가 수행한 관여활동 이력</li> <li>■ 관여활동 현황 평가</li> <li>■ 관여활동을 통해 달성한 성과에 대한 상세한 설명</li> <li>■ 매년 행사한 의결권 내역 - 특정 안건에 대해 의결권을 행사하지 않거나 주주총회에 참석하지 않기로 결정한 사유 포함</li> <li>■ 다음의 경우 사유 공개: 특정 시장에서 행사한 의결권, 특정 이슈에 대해 행사한 의결권 (모든 시장), 보유지분이 상당한 기업에 행사한 의결권 (모든 시장), 관여활동을 실시한 기업에 행사한 의결권</li> </ul>

## 결론

상장주식에 대한 적극적 주주권 행사가 점차 보편화되고 있으며 투자자는 최근 10년 간 기업 경영방식의 변화를 유도하기 위해 이러한 활동의 질적 수준과 효과를 개선해왔다. 그럼에도 불구하고 여전히 초기 단계에 있는 투자자들이 있다. 선두 주자들이 초심자에게 길을 안내하고 영감을 줄 수 있다. 본 문서는 이런 목표를 염두에 두고 작성되었다.

이 안내서는 “목적에 부합하고” 투자의사결정 과정에 도움을 줄 수 있는 적극적 주주권 행사 계획을 수립하는 데 필요한 실질적인 내용을 제안하였다. 영향력 있는 적극적 주주가 되기 위해 밟아야 할 단계들을 특히 프로세스와 관행을 중심으로 소개했다.

적극적 주주권 행사를 통해 ESG 위험을 경감하고 수익을 개선시킬 수 있다는 강력한 증거가 확보된 한편, 이러한 관행이 사회와 환경에 긍정적인 영향을 주는지에 대해서는 더 많은 연구가 필요하다. PRI는 2018년 이 주제에 대해 연구를 더 진행하고 투자자의 SDGs 기여도를 높이기 위한 의제와 연계시킬 계획이다.



# 부록

## 기관투자자를 위한 책임경영 수칙 (RESPONSIBLE BUSINESS CONDUCT FOR INSTITUTIONAL INVESTORS)- OECD 다국적기업 가이드라인 (OECD GUIDELINES FOR MULTINATIONAL ENTERPRISES)을 투자기업에 적용한 것 (PRI 가입기관 대상 브리핑 자료)

2017년 3월 OECD는 투자자를 위한 지침서 - “기관투자자를 위한 책임경영 수칙 (Responsible Business Conduct for Institutional Investors)”<sup>41</sup>를 발표했는데, 이 지침서는 “OECD 다국적기업 가이드라인(OECD Guidelines for Multinational Enterprises)”을 투자자에 적용하는 방법론을 담고 있습니다. 동 문서는 기관투자자가 환경 및 사회 위험을 파악하고 이에 대응하기 위해 실사를 수행할 때 고려해야 할 점을 강조합니다.

이 브리핑 문서를 통해 상기 지침서의 주요 내용을 PRI 가입기관에게 소개하고 PRI와의 시너지를 설명하고자 합니다.

### OECD 다국적기업 가이드라인은 어떤 문서인가요?

이 가이드라인은 40여 년 전 처음 도입되었으며 전 세계에서 유일하게 다자간 합의가 이루어진 포괄적인 기업 책임경영 원칙으로 정부 차원에서 홍보를 지원하고 있습니다. 이 가이드라인은 48개 OECD 이행국가에서 사업을 영위하거나 동 국가에 본사를 둔 기업에 적용되며 인권, 노동, 환경 이슈는 물론 뇌물수수 및 부패 문제를 다룹니다. 이 가이드라인에는 UN의 “기업활동과 인권에 관한 지도 원칙 (UN Guiding Principles on Business and Human Rights)”의 내용도 반영되어 있습니다.

이 가이드라인의 차별점은 OECD 국가별연락사무소(National Contact Points, NCPs)를 통한 정식 진정 접수 절차가 있다는 점입니다. 이 제도를 통해 이해관계자들은 기업이나 기타 관련기관이 동 가이드라인을 준수하지 않는다는 의심이 들 때 이를 신고할 수 있습니다.

### PRI 가입기관들에게 이 가이드라인이 왜 중요한가요?

환경/사회적 위험과 영향이 심각한 경우 재무적으로도 영향이 큰 경우가 많으며 이를 해결하는 것이 곧 신인의무를 다하는 것입니다. 연성규범 체계를 준수하고 이행하는 것 또한 신인의무에 부합하며, 투자자는 연성규범을 채택함으로써 재무, 평판 위험을 피하고 고객과 수익자를 비롯한 기타 이해관계자의 기대에 부응할 수 있습니다. PRI는 가입기관이 국제 수준에 부합하는 책임투자를 이행함에 있어 본 가이드라인을 참고 자료로 사용하기를 권장합니다.

### 이 가이드라인은 기관투자자에게 어떻게 적용되나요? 소액주주에게도 적용되나요?

이 가이드라인은 다국적 기업은 물론이고 금융기관과 소액주주에게도 적용됩니다. OECD는 별도의 문서를 통해 투자자-투자대상기업 간 관계를 이 가이드라인에 따른 사업 관계로 간주할 수 있다고 결론 내린 바 있습니다<sup>42</sup>. 따라서 소수주주를 포함하여 모든 투자자는 피투자기업의 주식을 소유하거나 투자자산으로 운용한 결과로 해당 기업이 초래하거나 기여하는 부정적 영향에 직접적으로 결부될 수 있습니다. 한 기업이 타 기업이 초래한 부정적 영향을 해결할 수 없을지라도 그러한 부정적 영향을 방지하거나 경감하도록 타 기업에 영향을 미치거나 권유할 책임이 있습니다. 또한, 다국적 기관투자자의 경우 투자 운용뿐만 아니라 조직 운영 측면에도 동 가이드라인이 적용됩니다.

### 이 가이드라인에서 실사(DUE DILIGENCE)는 무엇을 의미하나요?

가이드라인에 언급된 실사(due diligence)는 환경/사회 이슈에 대한 부정적 영향을 파악, 예방, 경감, 설명하는 절차를 말합니다. 이 절차는 체계적이어야 하고 초기 단계뿐만 아니라 전체 투자 기간 동안 지속적으로 실시되어야 합니다. 이해관계자를 대상으로 한 관여활동은 실사를 효과적으로 수행하는 데 도움이 됩니다.

### 국가별연락사무소(NCP)는 어떻게 운영되나요?

이해관계자들은 가이드라인이 준수되지 않은 사례를 각 OECD 가이드라인 이행 국가에 소재한 연락사무소에 신고할 수 있습니다. 국가별연락사무소의 역할은 신고된 미준수 건과 관련한 대화를 돕고 각 대화가 결론이 나면 결과문을 발표하는 것입니다. OECD는 특정 사례 등 신고된 정보를 데이터베이스 43로 관리하고 있으며 OECD 워치 (OECD Watch)<sup>44</sup> 등 다른 포럼을 통해서도 신고 정보를 관리하고 있습니다. 이들 데이터베이스는 포트폴리오에 포함된 기업과 관련한 부정적 영향을 파악하고자 하는 가입기관에게 유용할 것입니다.

41 <http://mneguidelines.oecd.org/rbc-financial-sector.htm>.

42 <http://mneguidelines.oecd.org/global-forum/gfrcbc-2014-financial-sector-document-2.pdf>.

43 <http://mneguidelines.oecd.org/database/>.

44 <https://www.oecdwatch.org/cases>.



### 이 가이드라인이 제시하는 접근법이 PRI 원칙에 어떻게 부합되나요?

이 가이드라인에 제시된 높은 수준의 실사 업무는 다음과 같은 중요한 내용을 포함하기 때문에 PRI 원칙을 보완할 수 있습니다.

- 관련 정책과 경영 시스템에 책임경영 요소를 반영할 것
- 현재 투자하고 있는 기업과 잠재적인 투자대상기업이 현재 당면하고 있거나 향후 당면하게 될 환경 위험과 영향을 파악할 것
  - ESG 위험을 파악하여 이를 투자 과정에 반영하는 것은 PRI 원칙 1에 부합
- 부정적 영향을 방지하고 경감하며, 부정적 영향을 초래하고 있는 투자대상기업에 영향력을 발휘하여 이를 해결. 이는 기업 관여활동과 다른 투자자와의 협력, 관여활동의 단계적 확대(주주제안 또는 최후 수단으로 투자회수 등)를 통해 가능. 위험의 심각성에 따라 투자 포트폴리오 내에서 우선순위를 정할 수 있음.
  - ESG 위험을 투자 과정에 반영하는 것은 PRI 원칙 1에 부합
  - 영향력을 행사하기 위해 관여활동을 하는 것은 PRI 원칙 2 "적극적 주주로서 우리의 주주권 행사 정책과 실행에 ESG 이슈를 반영할 것이다"에 부합
  - 다른 투자자와 협력하는 것은 영향력을 행사할 수 있는 중요한 방법으로, PRI 원칙 5 "동 원칙이 효과적으로 이행되도록 협력할 것이다"에 부합
- 투자자가 위험과 영향을 관리한 성과를 기록하고 결과를 전달함으로써 부정적 영향이 어떻게 해결되고 있는지 설명할 것
  - 경과를 보고하는 것은 PRI 원칙 6 "동 원칙을 이행하면서 우리의 활동 내역과 진행 상황을 성실히 보고할 것이다"에 부합
- 투자자가 부정적 영향을 초래했거나 이에 기여한 경우 해결할 수 있도록 하는 프로세스를 마련할 것

좀 더 상세한 권고안은 가이드라인 원문을 참고 바랍니다. 가이드라인에 제시된 권고안은 원칙 2에 대한 PRI 해설서의 내용과 대체로 맥을 같이 합니다.

상기의 단계를 따르려면 양질의 ESG 공시가 뒷받침되어야 합니다. 피투자기업의 정보 공개 수준을 개선하려는 노력은 PRI 원칙 3 "우리가 투자하는 기관이 ESG 이슈에 대해 적절히 공시하도록 할 것이다"에 해당합니다.

### 대규모 포트폴리오를 보유한 소액주주는 어떻게 환경/사회 영향을 파악하고 우선순위를 정할 수 있나요?

위험 평가를 통해 위험이 가장 큰 일반 분야를 파악하고 포트폴리오 중 관련된 부분의 우선순위를 정해 추가 평가를 진행하도록 가이드라인은 권고하고 있습니다. 위험 평가의 시작 단계에서는 투자자에게 미치는 위험보다는 영향의 심각성에 중점을 두어야 합니다. 심각성은 세 가지 요인 즉, 영향력을 뜻하는 규모(scale), 영향을 받는 사람의 수나 환경에 미치는 피해 정도를 뜻하는 범위(scope), 영향의 돌이킬 수 없는(irremediable) 성질로 결정됩니다. 그러나 동 가이드라인은 영향이 심각하면 재무적 중요도도 높은 경우가 많다고 인식하고 있습니다. 우선순위를 정할 때 투자자는 섹터, 운용 지역, 업무 성격, 우선시 되는 이슈와 같은 요인을 고려해야 합니다. 우선순위를 정하는 방법을 관련 투자 정책서에 기술할 수 있으며 우선순위 선정 기준을 수립하는 과정에서 이해관계자와 적극적으로 대화할 것을 권고합니다. 피투자기업의 상대적 중요도와 투자자가 행사할 수 있는 영향력의 한계도 고려할 수 있습니다. 더 상세한 정보는 18, 25, 27쪽을 참고 바랍니다.

### 투자자가 부정적 영향에 대한 해결책을 제공해야 하나요?

투자자 자신이 부정적 영향을 초래했거나 부정적 영향이 발생하는 데 기여한 경우 이에 대한 해결책을 제공하는 프로세스를 갖추어야 합니다. 예를 들어 합명회사(general partnership) 형태로 상당한 경영권을 보유하고 있는 투자자라면 부정적 영향에 기여하게 될 수 있습니다. 더 자세한 내용은 20 쪽을 참고 바랍니다.

그러나 소액주주가 부정적 영향에 직접적으로 결부되는 것은 피투자기업과의 사업 관계를 통한 것이 대부분일 것입니다. 부정적 영향을 초래하거나 이에 기여한 피투자기업의 책임이 투자자에게 전가될 수 없습니다. 그러나 투자자는 실사를 충분히 진행했다는 것을 입증할 책임이 있습니다. 더 자세한 정보는 35쪽을 참고하기 바랍니다.

### 이 가이드라인을 제정하는 과정에서 PRI는 어떤 역할을 했나요?

여러 이해관계자로 구성된 제정 자문단에 참여했습니다 (노동기관, 투자자, 정부, 국제기구, NGO와 함께 참여). PRI는 OECD가 주최한 런던, 뉴욕 워크숍과 가이드라인 제정을 위한 온라인 회의(webinar)에 가입기관이 참여하도록 독려했습니다.

## PRI는 어떤 (다른) 방법으로 가입기관을 지원하고 있나요?

2018년 초 원칙 2에 대한 해설서를 발표하면서 이 OECD 가이드라인을 부록으로 첨부했습니다. 이외에 다음과 같은 활동도 하고 있습니다.

- **관여활동** - PRI는 아비바 그룹과 함께 협력적 관여활동을 지원하고 있습니다. 이를 통해 가입기관은 OECD 국가별연락사무소에 심각한 영향이 있는 것으로 신고된 기업에 대해 관여활동을 수행할 수 있습니다. 아비바그룹은 1년 간 이 프로젝트의 연구 자금을 지원할 것입니다.
- **PRI Collaboration Platform** - ESG 영향과 관련한 관여활동을 수행할 때 영향력을 확대하기 위해서는 투자자가 서로 협력하는 것이 중요합니다. 가입기관이 PRI Collaboration Platform을 통해 다른 투자자와 협력하여 관여활동을 수행하면 영향력을 행사하고 확대하는 데 도움이 됩니다.

## 발행 책임자

저자:  
Valeria Piani

공동 저자:  
Kris Douma and Anna Georgieva

면담 진행자:  
Athanasia Karanou, Valeria Piani, Vaishnavi Ravishankar,  
Justin Sloggett, Bhaarat Verma, Olivia Watson

편집:  
Eliane Chavagnon

디자인:  
Alessandro Boaretto

## 책임투자원칙 (PRI)

PRI는 전 세계 가입기관과 협력하여 책임투자 6대 원칙을 이행하고 있습니다. PRI의 목표는 환경, 사회, 지배구조 (ESG) 이슈가 투자 부문에서 가지는 함의를 이해하고 가입기관이 투자 및 주주권 행사와 관련한 의사결정을 할 때 ESG 이슈를 반영하도록 지원하는 것입니다. PRI는 장기적 관점에서 가입기관, 가입기관이 운영되는 금융 시장과 국가, 궁극적으로는 환경과 사회 전체의 이익을 위해 행동합니다.

책임투자 6대 원칙은 자발적이고 미래 지향적인 투자 원칙으로서 ESG 이슈를 투자 과정에 통합하는 방법론을 제시합니다. 책임투자 원칙은 투자자에 의해, 투자자를 위해 개발되었습니다. 가입기관은 원칙을 이행함으로써 더욱 지속가능한 글로벌 금융 시스템을 구축하는 데 기여합니다.

더 상세한 정보는 [www.unpri.org](http://www.unpri.org) 참고



## PRI는 유엔환경계획 금융이니셔티브(UNEP Finance Initiative) 및 유엔 글로벌 콤팩트(UN Global Compact)와 협력 관계를 맺고 있는 투자자 협의체입니다.

### 유엔환경계획 금융이니셔티브 (UNEP FI)

UNEP FI는 유엔환경계획(UNEP)과 글로벌 금융 부문 간 독특한 파트너십입니다. UNEP FI는 지속가능성과 재무성과 간 연결고리를 개발, 홍보하기 위해 "지속가능개발에 대한 UNEP FI 성명서(UNEP FI Statement on Sustainable Development)"에 가입한 금융기관 200여곳과 기타 여러 제휴기관과 긴밀히 협력합니다. UNEP FI는 관계기관 네트워크와 연구조사, 연수를 통해 금융기관 운영의 전 과정에서 채택할 수 있는 모범적인 환경/지속가능성 관행을 발굴하여 홍보하고 이를 현실화하는 임무를 수행하고 있습니다.

더 상세한 정보는 [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)참고



### 유엔 글로벌 콤팩트

유엔 글로벌 콤팩트는 기업의 운영 방식 및 전략을 인권, 노동, 환경, 반부패 분야에서 널리 수용되는 10대 원칙에 부합하도록, 그리고 지속가능개발목표(SDG)에 포함된 유엔의 목표와 이슈에 발맞추어 행동하도록 요청합니다. 유엔 글로벌 콤팩트는 책임경영 관행의 개발, 이행, 공시를 지원하는 리더십 플랫폼입니다. 2000년에 출범한 유엔 글로벌 콤팩트는 기업의 지속가능경영에 대해 논의하는 이니셔티브로 전 세계에서 규모가 가장 크며, 160여개국에 소재한 8,800개 이상의 기업과 4,000개 비영리 가입기관, 그리고 80개가 넘는 로컬 네트워크를 보유하고 있습니다.

더 상세한 정보는 [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org) 참고

