



의결권 자문산업의 발전과 주요 자본시장의 제도적 대응

20251231

대신경제연구소
거버넌스컨설팅센터

[목차]

- Executive Summary
- 본문
- 1. 서론
- 2. 의결권 자문사의 태동과 발전
- 3. 의결권 자문사를 둘러싼 글로벌
규제 환경 변화
- 4. 해외 주요 의결권 자문사의 최근
동향
- 5. 결론 및 시사점

※ 보고서 관련 문의

대신경제연구소
거버넌스컨설팅센터

장지은 책임연구위원
jieun.chang@daishin.com
02-2084-7824

김혜정 선임연구위원
hyejeong.kim@daishin.com

Executive Summary

최근 한국 자본시장에서는 주주권 행사 강화, 소액주주 권리 보호, 그리고 이른바 ‘코리아 디스카운트’ 해소를 둘러싼 논의가 확산되며 기업 지배구조 전반에 대한 관심이 높아지고 있다. 이러한 변화 속에서 의결권 행사는 기관투자자의 핵심 책임이자 기업 가치에 영향을 미치는 요소로 부각되고 있으나, 그 과정에서 중요한 역할을 수행하는 의결권 자문사에 대한 이해와 제도적 논의는 상대적으로 충분히 이루어지지 못했다.

이에 본 연구는 해외 자본시장의 핵심 인프라로 기능해 온 의결권 자문산업의 형성과 발전 과정을 살펴보고, 이미 논의가 축적된 미국, 영국, 일본의 사례를 통해 국내 시장에 필요한 시사점을 도출하고자 한다. 글로벌 제도 논의와 국내 실무 과제를 단계적으로 다루기 위해 본 보고서(Part 1)에서는 의결권 자문사의 흐름과 규율 논의를 중심으로 구조적 변화를 분석한다. 이어지는 후속 보고서(Part 2)에서는 논의를 확장하여 국내 시장 참여자들이 직면한 실질적 대응 과제를 제시할 예정이다. 본 보고서의 주요 분석 결과와 시사점은 다음과 같다.

첫째, 의결권 자문사에 대한 규율은 다양한 접근을 통해 전개되고 있다. 미국은 SEC 중심의 법적·행정적 규제를 시도했으나 사법적 제약에 직면하였고, 영국과 일본은 스튜어드십 코드를 중심으로 한 원칙 기반 접근을 통해 시장의 투명성과 책임성 제고를 유도하고 있다.

둘째, 의결권 자문산업은 투자자가 자체적인 투자 철학을 구현할 수 있도록 지원하는 맞춤형 모델로 전환되고 있다. 이는 의결권 자문사의 본래 기능이 단순 찬반 권고 제공이 아닌, 투자자가 스스로의 투자 원칙과 책임 하에 판단을 내리도록 지원하는 것이라는 메시지로 해석된다.

셋째, 최근 의결권 자문산업의 변화는 법적 규제와 연성규범, 그리고 시장 압력이 병존하는 환경 속에서 형성되고 있다. 이는 의결권 자문사와 투자자, 기업 모두가 제도 변화에 수동적으로 대응하기보다 각자의 책임과 역할을 재정의하며 상호작용하고 있음을 보여준다.

이러한 글로벌 논의와 책임 중심으로 변화하는 시장의 흐름을 종합적으로 고려할 때 한국 자본시장의 규율 체계 역시 법적 규제보다는 투명성과 검증 가능성을 중심으로 한 연성 규범 설계에 초점을 두고, 기업은 더욱 투명한 정보를, 기관투자자는 독자적인 의결권 정책 수립과 의결권 행사에 대한 구체적인 근거를 공시할 필요가 있다.

1. 서론

지난 수십 년간 글로벌 자본시장은 구조적인 변화를 경험해 왔다. 대형 기관투자자들이 다수의 상장회사¹에서 상당한 지분을 보유하게 되었고, 국경을 넘는 투자와 소유 구조는 주요 시장의 보편적인 특징으로 자리 잡았다. 동시에 비용 효율성과 기술 발전에 힘입어 지수 기반 투자 전략이 확산되면서, 소수의 대형 기관투자자에게 의결권이 집중되는 현상이 나타나고 있다. 이러한 의결권 집중은 자본시장의 효율성과 책임성을 제고할 잠재력을 갖는 동시에, 적절한 거버넌스 체계가 뒷받침되지 않을 경우 새로운 위험을 초래할 수 있다는 문제의식을 함께 제기한다. 특히 다수의 기업과 안건에 대한 의결권 판단이 반복적으로 요구되는 환경에서, 개별 기관투자자가 모든 사안을 독자적으로 분석하고 의결권을 행사하는 데에는 구조적 한계가 존재한다.

이러한 기관투자자의 분석 수요를 충족시키기 위해 해외에서는 의결권 자문(Proxy Advisory)업이 비교적 이른 시기에 독자적인 시장을 형성하였고, 글로벌 자본시장의 성장과 더불어 그 영향력을 꾸준히 확대해 왔다. Institutional Shareholder Services(이하 'ISS')(1985년 설립), Glass Lewis(2003년 설립) 등 주요 의결권 자문사는 기업의 지배구조 분석, 의결권 권고, 정책 연구를 제공하는 핵심 인프라로 기능해 왔으며, 이 과정에서 기업 경영에 미치는 실질적 영향력을 둘러싼 평가와 비판도 지속적으로 제기되어 왔다. 이러한 영향력의 확대는 각국 정부로 하여금 “의결권 자문사의 역할과 책임을 어디까지 인정할 것인가”라는 질문에 직면하게 했고, 미국, 영국, 일본 등에서는 의결권 자문사 규제 및 스튜어드십 제도의 개편을 추진하게 되었다.

한편 한국 자본시장에서는 시장 참여자 간 역할과 책임의 경계가 체계적으로 정립되지 않은 상태에서 의결권 자문사의 영향력이 점진적으로 확대되어 왔다. 그럼에도 의결권 자문사의 분석과 권고가 기업의 의사결정 과정이나 투자자의 의결권 행사 방향에 어떠한 방식으로 작용하고 있는지에 대한 분석과 논의는 아직 미흡하다. 특히 해외 투자자 비중이 높은 상장회사의 경우 해외 의결권 자문사의 변화 동향과 작동 메커니즘 파악이 필수적이지만 해당 정보와 분석 기반은 제한적이다.

이러한 환경에서는 의결권 자문사의 권고가 기관투자자의 판단 기준으로 어떻게 활용되고 있으며, 그 과정에서 책임과 역할이 어떤 방식으로 배분되고 있는지를 점검할 필요가 있다. 본 연구는 이와 같은 쟁점을 구조적으로 검토하고 해외 사례를 분석하여 국내 시장에 적용 가능한 시사점을 도출하는 것을 목적으로 한다. 특히 글로벌 규제 환경의 거시적 변화와 국내 시장 참여자의 실무 과제를 보다 체계적이고 심도 있게 고찰하기 위해 논의를 두 단계로 구성하였다.

본 보고서인 Part 1에서는 의결권 자문사의 태동 배경과 영향력 확대 과정, 미국, 영국, 일본에서 전개된 규율 구조의 형성 과정과 현황을 다룬다. 의결권 자문사의 발전 과정과 규제 논의, 그리고 최근 산업 재편 동향을 종합적으로 검토함으로써, 한국 시장이 보다 균형 잡힌 의사결정 구조와 책임 있는 스튜어드십 체계를 정립하기 위한 참고 틀을 제공하고자 한다. 이러한 논의를 바탕으로 후속 보고서(Part 2)에서는 국내 자본시장 참여자들의 실무적 대응 방향 및 과제를 다룬다.

¹ 본 보고서에서는 상장법인, 상장사, 상장기업, 상장회사를 모두 '상장회사'로 통칭한다. 또, 아래 SEC 원문에서의 'Issuer (발행인)'는 유가증권을 발행하는 모든 주체(비상장회사, 정부, 공공기관 등)를 포괄하는 광의의 개념이나, 본 연구의 분석 대상이 주로 제도권 시장 내 기업들에 국한됨을 고려하여 '상장회사'로 번역하였다.

2. 의결권 자문사의 태동과 발전

2.1 기관투자자의 부상과 의결권 자문사의 역할

1980년대 후반 이후 글로벌 자본시장은 기관투자자의 급격한 부상이라는 구조적 변화를 맞이했다. 연기금, 자산운용사 등 대형 기관이 상장회사 지분을 대규모로 보유하면서 주주총회에서 처리해야 할 의결권 행사 건수 역시 급증했다. 이에 따라 일관성과 전문성을 확보한 의결권 행사의 중요도가 높아졌지만 개별 기관이 수천 건에 달하는 안건을 일일이 분석하고 판단하기에는 현실적인 한계가 존재했다. 더구나 의결권 행사로부터 얻을 수 있는 경제적 실익이 크지 않았기 때문에 기관투자자들은 기업 지배구조와 관련된 의사결정에 상대적으로 소극적인 태도를 보였다.

기관투자자의 소극적 의결권 행사에 대응하여, 미국 정부는 이를 법적 의무의 일부로 편입하기 시작했다. 1974년 미국 정부는 근로자퇴직소득보장법(Employee Retirement Income Security Act, ERISA)의 제정을 통해 연기금 및 퇴직연금 등 자산을 운용하는 수탁자가 참여자 및 수익자의 이익을 위해 신중하고 충실하게 업무를 수행해야 한다는 신인의무(fiduciary duty) 원칙을 명문화하였다. 이는 주로 자산의 투자 및 운용 행위에 한정된 의무로, 의결권 행사와 같은 주주권리의 활용은 직접적인 규율 대상이 아니었다.

그러나 1988년 노동부는 Avon Letter를 통해 이러한 해석의 범위를 “투자 운용 행위”에서 “주주권리 행사(특히 의결권 행사)”로 확대하였다. 노동부는 이 서한에서 의결권이 기초자산의 가치에 영향을 미치는 경제적 요소이므로, 그 행사 여부와 방식 또한 연금자산 운용의 신인의무에 포함된다고 명시하였다. 즉, 단순히 자산을 운용하는 것뿐만 아니라, 보유주식에 부수된 권리(의결권, 주주제안 등)를 어떻게 관리하고 행사하는가 역시 수탁자의 책임 범위로 확장된 것이다. 이러한 해석 범위의 확대는 미국에서 수탁행위와 의결권 자문에 대한 제도적 수요가 본격적으로 형성되는 전환점이 되었다.

변화의 흐름 속에서 ISS가 가장 먼저 시장의 공백²을 메웠다. ISS는 1985년 설립되어 대형 연기금과 자산운용사를 중심으로 고객 기반을 확장하며, 기업의 주주총회 안건을 분석하고 투표 방향을 권고하는 서비스를 체계화하였다. 이후 2003년 말 Glass Lewis가 설립되고 북미와 유럽 시장을 중심으로 빠르게 성장하면서 두 회사는 글로벌 의결권 자문시장의 양대 축으로 자리잡았다. ISS와 Glass Lewis의 서비스는 단순히 투표 방향만을 제시하는 데 그치지 않고, 핵심 의결 사안의 쟁점 분석이 포함된 주주총회 안건분석 보고서를 통해 기관투자자가 합리적인 판단을 내릴 수 있도록 지원하였다. 다수의 기관투자자들은 두 의결권 자문사의 보고서를 적극적으로 참고하거나 내부 의결권 행사 지침에 반영하는 등, 이들의 보고서와 의결권 행사 권고를 실질적인 표준 의사결정 기준처럼 활용하였다. 이러한 방식은 대규모 포트폴리오를 보유한 투자자들에게 투표의 효율성과 일관성을 확보할 수 있는 가장 실용적인 대안이 되었으며, ISS와 Glass Lewis는 단순한 정보 제공자를 넘어 의결권 행사 과정에서 실질적인 영향력을 갖는 의사결정 행위자로 부상하였다.

² ISS가 설립되기 전에도 의결권 대리행사 및 처리 서비스를 제공하는 기관들은 존재했으나, 현대적 의미에서 독립적인 분석과 권고를 제공하는 ‘proxy advisory firm’은 ISS가 사실상 최초로 간주된다.

2.2 의결권 자문사의 영향력 확대

의결권 자문사가 기관투자자의 의결권 행사 과정에서 핵심적인 이해관계자로 자리잡게 되면서 그 영향력은 시장 전반으로 확산되었다. 특히 북미 및 유럽 시장에서는 의결권 자문사의 권고 방향에 따라 이사 선임 결과나 이사 보수안건 등의 찬성율이 낮아진 사례가 반복적으로 관찰³되었고, 이러한 현상은 의결권 자문사의 시장 영향력을 가능하게 했다. 이러한 권고의 영향은 단순히 찬반 결과를 넘어 시장에 특정 메시지를 전달하는 형태로 투자자의 집단적 의사결정 방향을 보여주기도 했다.

2010년대 후반부터 ESG 투자가 본격화되면서 의결권 자문사의 역할은 의결권 권고를 넘어 기업의 비재무 리스크 평가 및 ESG 정보 분석 영역까지 확대되기 시작했다. 지배구조 영역을 중심으로 서비스를 제공하던 ISS는 ESG 데이터 및 평가 서비스를 강화하기 위해 ISS ESG 부서를 신설하여 서비스 영역을 확장하였고, Glass Lewis 또한 기후 정책 항목의 평가 비중을 확대하고 기후 리스크와 지속가능성 등 ESG 관련 항목의 분석 가중치를 강화하였다. 이로써 두 회사는 일반 자문기관을 넘어 기관투자자의 지속가능한 투자전략을 지원하는 데이터 및 리서치 공급자로 발전하였다.

이러한 영향력의 확대는 의결권 자문사가 기관투자자의 수탁자 책임 이행을 지원하고, 대규모 포트폴리오를 효율적으로 관리할 수 있도록 돕는 역할을 수행해 왔다는 점에서 대체로 긍정적인 반응을 얻었다. 특히 복잡한 주주총회 안건을 일정한 기준에 따라 검토함으로써 투표의 일관성과 투명성을 높이고, 결과적으로 기업의 지배구조 개선과 책임경영 확산에 기여했다는 평가를 받았다. 또한 비영어권 기업의 공시자료를 번역하고 분석하여 투자자가 언어 장벽 없이 주요 의결권 정보를 검토할 수 있도록 지원하는 역할을 통해 접근성을 높인 것 역시 시장 접근성과 정보 투명성을 제고한 성과로 꼽힌다.

그러나 의결권 자문사에 대한 비판도 꾸준히 이어졌다. 가장 큰 쟁점은 의결권 자문사가 획일적 권고모델(one-size-fits-all)에 의존한다는 점이다. ISS와 Glass Lewis는 국가별 규제 환경의 차이를 충분히 고려하지 않고 사실상 동일한 권고 기준을 적용했으며, 이로 인해 다양한 투자자의 의견과 시장별 특수성은 제대로 반영되지 않았다. 예컨대 동일한 자산운용사 내에서도 펀드의 투자 목적과 전략이 서로 다름에도 불구하고 의결권 자문사는 이러한 차이를 고려하지 않은 채 일률적인 권고를 제시해왔다.

이 같은 문제 의식은 의결권 자문사 권고가 단순한 참고자료의 수준을 넘어 시장의 준규범으로 기능하게 되면서 더욱 부각되었다. 특히 글로벌 대형 기관투자자들이 의결권 자문사 권고를 거의 자동적으로 수용하는 ‘로보보팅’⁴ (Robo-voting) 관행이 확산되면서, 개별 투자자의 판단이 제약되고, 기업의 의사결정이 외부 자문기관의 논리에 의해 좌우될 수 있다는 우려가 커졌다. 이러한 구조적 맥락에서 의결권 자문사의 영향력이 주주민주주의를 강화하기보다 오히려 투자자 자율성을 제약하는 방향으로 작용했다는 평가가 뒤따랐고, 이는 의결권 자문사 투명성과 책임성 확보를 위한 제도적 논의로 이어지게 되었다.

³ 특히 ISS의 Say-on-Pay 안건에서의 찬성률을 약 25% 가량 낮출 수 있다고 추정한다(Washington, 2025).

⁴ 기관투자자가 의결권 자문사의 권고를 내부적인 독립적 검토 없이 기계적으로 수용하여 투표하는 관행을 의미한다. 2008~2021년 사이의 뮤추얼 펀드 투표 데이터를 분석한 연구에 따르면, 2021년 기준 조사 대상 펀드의 약 33%가 로보보팅을 하는 것으로 나타났다. 비록 이들이 조사 대상 기업의 전체 발행주식수 중 실제 보유한 지분 비중(Share Ownership)은 평균 1.5% 수준으로 추산되어 실질적 영향력에 대해서는 견해가 갈리지만, 의결권 자문사의 권고가 다수 투자자의 표심을 결정짓는 일종의 표준 가이드라인으로 작동한다는 것을 시사한다(Matsusaka & Shu, 2024).

3. 의결권 자문사를 둘러싼 글로벌 규제 환경 변화

3.1 개요

앞에서 살펴본 바와 같이, 의결권 자문사의 영향력이 확대되면서 이들의 투명성과 책임성을 확보해야 한다는 요구가 높아졌고, 주요국 정부와 규제기관은 이에 대한 제도적 보완을 공통 과제로 인식하게 되었다. 그 결과 미국과 영국을 중심으로 의결권 자문사 규제와 감독 체계에 관한 논의가 본격화되었고, 일본 등 다른 국가들도 자국 상황에 맞는 규율 구조를 모색하였다.

이러한 논의 전개 과정에서 상이한 접근 방식이 나타났다. 일부 국가는 의결권 자문사의 행위 기준을 명확히 하고 감독 체계를 강화하는 행정·규제 중심의 규범형 접근을 선택한 반면, 다른 국가는 기관투자자의 책임 있는 의결권 행사와 시장 자율성을 중심에 둔 스튜어드십 코드 기반의 원칙 기반 접근을 채택하였다. 전자는 의결권 자문사의 활동을 직접적인 법령 및 행정 규제의 대상으로 삼는 방식이며, 후자는 정부와 감독당국이 직접 개입을 최소화하면서 원칙과 행동 기준을 제시하고, 시장 참여자의 자율 규율과 '준수 또는 설명(Comply or Explain)' 방식을 통해 책임성과 투명성을 확보하려는 접근이다.

미국은 규범형 접근의 대표 사례로, 의결권 자문사의 행위를 법적 규제 대상에 명확히 포함시키려는 시도를 이어왔다. 반면 영국과 일본은 스튜어드십 코드를 중심으로 기관투자자와 서비스 제공기관(의결권 자문사 포함)의 역할과 책임을 법적인 강제성을 지니지 않는 원칙 중심으로 규율해 왔다. 한국이 향후 의결권 자문사 관련 규율 체계와 스튜어드십 코드를 개편하는 과정에서 두 접근 방식의 장·단점을 비교하고 국내 시장의 특수성을 고려한 균형점을 모색하는 것이 중요하다.

표 1. 의결권 자문사 관련 규율 체계 비교

구분	규범형 접근	원칙 기반 접근
정의	- 의결권 자문사의 활동을 법령·행정규제로 직접 규율하는 방식 - 법적 의무 및 공적 감독체계 강화	- 의결권 자문사의 책임을 시장의 신뢰와 자율적 규율에 기반하여 관리하는 방식 - 법적 강제 없이 소통을 통한 장기 가치 제고
적용 국가	미국	영국, 일본
제정 및 개정 흐름	2010 SEC Proxy System 개편 논의 2018 Proxy Roundtable – 자문사 영향력 문제 본격화 2019 해석지침(Proxy Voting Advice = Solicitation) 2020 의결권 자문사 규제 공식 명문화(보고·검토절차 강화) 2022 규제 일부 완화(사전열람의무 삭제 등) 2024 Chevron 폐기 → 행정해석 권한 약화 2025 텍사스 SB2337 등 주 단위 규제로 확산	영국 2009 워커보고서 – 기관투자자 책임 강화 제안 2010 UK Stewardship Code 최초 제정 2012 1차 개정(운영상 보완) 2019/2020 2차 개정: "Apply and Explain", ESG 통합 2025(2026 적용) 3차 개정: 서비스 제공기관(의결권 자문사) 명확한 편입·보고 강화 일본 2014 스튜어드십 코드 제정 2017 1차 개정: 의결권 자문사 역할 및 책임 첫 반영 (이해상충, 역량, 공시 등) 2020 2차 개정: 원칙 8 신설을 통한 자문사 별도 규율체계 구축 2025 3차 개정: 협력 관여 및 투명성 강화

의결권 자문사 규제	- 권고가 아니라 권유로 규정(2019 SEC 지침) - 기업에 사전 검토 기회를 제공하며, 의결권 자문사의 독립성과 분석 신속성 저해 가능성 있음 - 규제 강화, 자문사의 의결권 행사에 대한 법적 의무 부여	- 강제 없이 권고 중심으로 소통을 중시 - 스튜어드십 코드에 따른 자율적 준수, '준수 또는 설명(Comply or Explain)' 방식 - 의결권 자문사의 독립성과 투명성을 자율적으로 확보 (영국 2026)
---------------------------	--	--

3.2 규범형 접근

규범형 접근은 의결권 자문사의 역할과 책임을 공적 감독체계 내에서 제도적으로 관리하는 방식으로, 주로 미국 정부와 금융감독당국이 주도한다. 의결권 자문사가 기업의 주요 의사결정 과정에 실질적인 영향을 미치게 되면서 이들 기관은 의결권 자문사의 행위를 법적·행정적으로 정의하고 공시, 이해상충 방지, 권고 절차 등을 강화하는 방향으로 규제기준을 구체화하였다.

(1) 제도적 출발점

2010년대 후반 일부 기업과 경제단체는 의결권 자문사의 분석 오류와 이해상충 문제가 기업 경영의 자율성을 침해하고 있다는 문제를 집중적으로 제기하였다. SEC는 이미 2010년 'Concept Release on the U.S. Proxy System'에서 의결권 자문사 문제를 언급했으나, 당시에는 의결권 자문사의 행위를 증권거래법상 의결권 권유(proxy solicitation)로 직접 규율하지는 않았다. 2014년 발표된 'Staff Legal Bulletin No.20' 역시 기관투자자가 의결권 자문사의 권고를 활용할 때 분석의 객관성과 독립성을 확인해야 한다고 명시하였을 뿐, 의결권 자문사를 직접 규제 대상으로 삼는 수준에는 이르지 않았다.

그러나 시장 자율 규율만으로는 의결권 자문사의 영향력을 충분히 통제하기 어렵다는 인식이 확산되자, SEC는 2018년 11월 'Proxy Process Roundtable'을 개최하여 의결권 자문사의 투명성, 분석 오류, 이해상충 문제 등에 대해 공개적으로 논의하였다. 이 과정에서 의결권 자문사 권고가 단순한 참고자료가 아니라 주주총회 결과에 실질적으로 영향을 미치는 행위라는 점이 부각되었다.

이를 토대로 SEC는 2019년 8월 'Commission Interpretation and Guidance Regarding Proxy Voting Advice'를 발표하여, 의결권 자문사가 투자자에게 제공하는 의결권 행사 자문이 일정한 요건을 충족할 경우 증권거래법상 의결권 권유에 해당할 수 있다고 해석하였다. 이 지침은 의결권 자문기관이 주주에게 특정 결과를 제시하고, 이것이 의결권 행사에 영향을 미칠 의도를 가진 경우 해당 행위를 의결권 권유로 보아 위임장 규칙의 적용 대상으로 본다고 명시하였다.⁵ 이는 의결권 자문사가 시장에서 수행하는 역할의 법적 성격을 재정의한 것으로 의결권 자문사 행위를 규제 대상에 포함시킬 수 있는 근거를 마련한 조치였다.

⁵ 이에 따라, 만약 의결권 행사가 권유행위로 간주될 경우 의결권 자문사가 방법론과 정보 출처 등 엄격한 규제를 준수해야 하므로 자문에 대한 책임 범위가 확대된다. 반면 단순 자문에 그칠 경우, 책임의 범위는 상대적으로 제한되어, 의결권 자문사는 여전히 규제의 적용을 받지 않는 자율적 행위자로 남게 된다.

(2) 규제의 심화와 법적 논쟁

해석 지침 발표 이후, 의결권 자문사의 권고 행위를 투자자문으로 볼 것인지, 규제 대상인 의결권 권유로 볼 것인지에 대한 법적 논쟁이 본격화되었다. ISS는 자사 입장문에서 자신들의 서비스가 주주의 투표를 직접 설득 및 유도하는 권유 행위가 아니라 독립적인 분석에 기반한 의견 제공에 해당한다고 주장하며, SEC의 해석이 행정재량의 한계를 넘어서는 것이라 비판하였다. 2019년 제기된 'ISS v. SEC' 소송은 SEC가 행정해석을 통해 의결권 자문사의 행위를 규제 대상으로 확대한 조치의 적법성을 둘러싼 대표적 분쟁으로, 의결권 자문사 규제의 법적 정당성에 대한 논의를 촉발하였다.

이러한 논란 속에서 SEC는 2020년 'Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice'를 채택하고 의결권 자문사의 이해상충 공시, 보고서 제공 절차, 상장회사에 대한 검토 기회 제공 등을 의무화하였다. 이 규정은 의결권 자문사의 권고 행위를 공식적으로 의결권 권유 범주에 포함시킨 최초의 명문화된 규제였다.

표 2. SEC의 의결권 자문사 의무 사항 규제 내용

구분	주요 내용
(1) 이해상충 공시	의결권 자문사는 고객(투자자)에게 자문 과정에서의 이해상충 여부를 공시해야 함
(2) 사전 검토 절차	자문보고서 초안을 상장회사에 사전 제공하고 의견 제출 기회를 부여
(3) 반론 전달 메커니즘	상장회사의 반론이 투자자에게 전달될 수 있도록 절차 마련

출처: Securities and Exchange Commission. (2020). Exemptions From the Proxy Rules for Proxy Voting Advice.
<https://www.sec.gov/rules-regulations/2020/07/exemptions-proxy-rules-proxy-voting-advice>

시장의 반응은 엇갈렸다. 기업 측과 일부 투자자 단체는 해당 조치를 환영하며 의결권 자문사의 권고 오류나 분석 편향이 상장회사에 미치는 영향을 완화할 수 있을 것이라고 평가했다. 반면 의결권 자문사와 기관투자자들은 이 규제가 사실상 상장회사의 영향력을 확대하고 의결권 자문사의 독립성을 침해한다고 반발했다. 특히 상장회사가 의결권 자문사 보고서를 사전에 열람하고 의견을 제시할 수 있는 절차는 기업이 의결권 자문사에 압력을 행사할 가능성을 높인다는 지적이 나왔다. 의결권 자문사들은 이러한 제도가 자신들의 전문적 판단과 분석의 신속성을 저해하고, 결과적으로 투자자 의사결정의 효율성을 떨어뜨릴 것이라고 주장했다.

이처럼 규제의 실효성과 의결권 자문사의 독립성 사이의 균형 문제가 부각되고 정책 영역으로도 논쟁이 확산되자 SEC는 의결권 자문사 규제의 타당성과 효과를 재검토하기 시작하였다. 논의 끝에 2022년 7월 SEC는 'Amendments to Proxy Voting Advice Rules'을 통해 2020년 규정 중 일부 조항을 철회하며 규제 방향을 조정하였다. 개정 규정은 의결권 자문사가 상장회사에 보고서 초안을 사전에 제공하고 수렴한 의견을 공시하도록 한 의무를 삭제하는 대신, 이해상충 방지와 내부 통제 체계를 유지하는 조건 아래 의결권 자문사가 권고 보고서를 보다 독립적이고 신속하게 제공할 수 있도록 허용하였다. 규제 강도는 완화하되, 투명성과 책임성 확보라는 기본 목표는 유지하는 방향으로 조정된 것이다.

표 3. 의결권 행사 자문기관 규제를 위한 개정 위임장 규칙 주요 변경 사항

2020년 개정 규칙	2022년 개정 규칙
자문기관은 고객(투자자)에게 자문을 제공하기 전 또는 동시에 상장회사에 해당 자문을 제공해야 함.	삭제
자문기관은 고객이 상장회사의 서면 의견 또는 반론을 인지할 수 있도록 합리적인 절차를 마련해야 함.	삭제
Rule 14a-9에 Note (e) 추가 의결권 행사 자문기관이 주주총회 의안 찬반 여부 평가 방법론, 정보 출처, 이해상충 업무(컨설팅 등) 수행 여부 같은 중요 정보 미공시 시 중요 정보 오기재 또는 누락으로 인한 책임 부담 명문화	Rule 14a-9 Note (e) 삭제 적용 범위에 혼선을 초래할 우려가 있다는 이유에서 삭제, 허위·누락 진술에 대한 일반 규정은 유지
2020년 규칙 채택 직후 ISS는 의결권 자문사의 독립성과 신속성이 훼손되며 소송을 제기함. SEC는 규칙의 효력을 잠정 중단하고 재검토를 진행함.	SEC는 2021년 말 재검토 결과를 바탕으로 2022년 7월 일부 규정(14a-2(b)(9)(ii), Note e) 철회

출처: SEC(2020, July 22). Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice (Release No. 34-89372) 및 SEC(2022, July 13). Proxy Voting Advice – Final Rule (Release No. 34-95266)

(3) 연방 규제 기반의 약화와 행정해석 중심 규제의 한계

SEC가 의결권 자문사에 대한 규제를 일부 완화하는 조치를 취한 가운데, 의결권 자문사에 대한 논의는 단순한 행정규제 차원을 넘어 연방 행정기관의 해석 권한과 사법적 통제 범위를 둘러싼 구조적 쟁점으로 확장되었다. 특히 2024년 6월, 미 연방대법원이 지난 40여 년간 행정규제의 법적 토대가 되었던 '셰브론 원칙(Chevron Doctrine)'을 공식 폐기하는 판결을 내리면서⁶, 연방 규제기관들이 행정해석을 통해 규제 영역을 확장하거나 유지하던 기존의 관행에 근본적인 제동이 걸리게 되었다.

이러한 사법 환경의 변화는 같은 해 7월에 내려진 *ISS v. SEC* 판결에도 결정적인 영향을 미쳤다. 연방지방법원은 SEC가 명확한 법률적 위임 없이 '권유(solicitation)'의 개념을 확장하여 의결권 자문사를 규제하려 한 시도는 위법하다고 보았다. 법원은 "일반적 의미의 권유는 타인의 투표를 직접 설득하거나 유도하는 행위"라고 정의하며, 수수료 기반의 분석 및 권고 제공은 이에 해당하지 않는다고 판시했다.

이 판결은 연방정부의 해석 중심 규제 방식이 갖는 한계를 드러냄과 동시에, 의결권 자문사를 규제 대상이 아닌 독립적인 연구·자문기관으로 보는 법적 지위를 재확인한 전환점이 되었다. 결과적으로 연방 차원의 강력한 규제 동력이 상실되면서, 규제의 무게중심은 새로운 국면을 맞이하게 되었다.

(4) 규제 중심축의 이동: 주(州) 단위 입법 시도

연방 규제 기반이 약화된 이후에도 의결권 자문사의 투명성과 책임성에 대한 요구는 지속되었고, 그 무게중심은 점차 주(州) 단위로 이동하기 시작하였다. 그 대표적 사례가 텍사스주의 2025년 'Senate Bill 2337(SB 2337)'으로, 이는 의결권 자문기관을 직접 규율한 최초의 주(州) 입법이다.

⁶ *Loper Bright Enterprises v. Raimondo* (2024). 셰브론 원칙은 법률 내용이 모호할 때 법원의 판단보다 전문성을 가진 행정기관의 합리적 해석을 존중해야 한다는 원칙(1984년 확립)으로, 그동안 SEC를 비롯한 연방 규제기관이 권한을 확대하는 주요 법적 근거로 기능해 왔다. 대법원은 해당 판결을 통해 행정기관의 법률 해석이 사법적 판단을 대체할 수 없음을 명확히 하였다.

표 4. 텍사스의 Senate Bill 2337(2025.05) 주요 내용

조항	핵심 내용
Section 101. Disclosure of Non-Financial Proxy Voting Advice	- ESG, DEI, 사회적 신용 등 비재무적 요소를 고려한 권고 제공 시: ① 해당 권고가 비재무적 요소를 포함함을 고객에게 고지 ② 그 사유 및 근거를 상세 설명 ③ 동일 내용을 상장회사에 통지 및 웹사이트에 공개 ④ 필요 시 정량적 경제 분석 추가 제공
Section 102. Disclosure of Conflicting Proxy Voting Advice	- 동일 안건에 상충되는 권고를 제공할 경우: ① 주주·상장회사·텍사스 법무장관에 통보 ② 어떤 권고가 재무적 분석에 근거했는지 명시 ③ 경제 분석 결과 첨부 ④ 비재무적 권고의 경우 Section 101의 요건 충족 필수

출처: Texas Legislature. (2025). Senate Bill 2337: Relating to proxy voting advice.

이 법은 의결권 자문사가 상장회사 관련 권고를 제공할 때 또는 상장회사의 권고와 상반되는 의견을 제시할 경우 비재무적 요소의 사용 여부, 그 사유, 관련 분석 등 일정 정보를 의무적으로 공개하도록 규정했다. 텍사스 주의회는 이를 통해 ESG·DEI 등 비재무적·사회정치적 요소가 투자 의사결정에 과도하게 개입하는 것을 억제하고, 경제적 근거 기반의 의결권 행사를 유도하겠다는 목적을 밝혔다.⁷

이에 대해 ISS와 Glass Lewis는 SB2337이 의결권 자문사의 헌법상 표현의 자유와 연방법(ERISA)의 선행효력을 침해한다고 주장하며 소송을 제기했다. 텍사스 연방지방법원은 2025년 8월 의결권 자문사 측 주장을 일부 인정해 법률 집행을 일시 중지하는 예비적 금지명령을 내렸고, 본안 소송은 현재 진행 중이다. 만약 원고인 의결권 자문사들의 의견이 받아들여져 위헌 판단이 내려질 경우 SB2337은 사실상 무력화될 가능성이 높지만, 법안이 유지될 경우 의결권 자문기관들은 텍사스 기업에 대한 권고 기준과 공세 체계를 전면적으로 조정해야 할 것으로 보인다.

본 사례는 연방차원의 규제가 약화된 이후 주정부가 의결권 자문사의 행위를 직접 규제 대상으로 삼은 가장 대표적인 사례로, 텍사스 외에도 미주리주와 플로리다주 등 일부 주정부도 의결권 자문사 행위의 영향력을 문제 삼으며 유사한 규제 도입 가능성을 검토하고 있다. 이와 같은 움직임은 연방 규제 당국이 의결권 자문사 감독을 적극적으로 수행하기 어려워진 환경 속에서, 주별로 상이한 기준과 접근법을 적용하는 방향으로의 전환 가능성을 보여준다. 이 경우, 규제 체계가 분절적으로 운영되는 상황이 심화될 수 있고, 기업과 의결권 자문사 모두 보다 복잡한 준법환경에 직면할 수 있다.

(5) 트럼프의 행정부의 행정명령과 의결권 자문사 논의의 재부상

이러한 연방 차원의 규제 환경 제약 속에서도, 의결권 자문사를 둘러싼 논의는 최근 다시 쟁점으로 부상하고 있다. 2025년 12월, 미국 백악관은 일부 의결권 자문사의 소유 구조와 정책 및 사회적 이슈에 대한 관여 방식이 미국 자본시장과 투자자 보호에 미칠 수 있는 영향을 점검할 필요가 있다는 문제의식을 제기하며

⁷ 이는 비재무적 판단이 개입된 권고는 강화된 공시 의무와 제재를 부과함으로써 경제적 근거 기반의 의결권 행사를 유도하려는 것이었다. 이는 Loper Bright 판결 이후 강화된 행정기관 해석권의 제한 흐름과 맞물려 의결권 자문사에 대한 규제 권한이 연방 수준의 행정 해석에서 주 단위의 직접 입법 통제 모델로 전환되고 있음을 보여준다.

행정명령을 발표하였다. 해당 행정명령은 SEC, 연방거래위원회(Federal Trade Commission, FTC) 노동부(Secretary of Labor, DOL) 등 관계 기관에 대해 의결권 자문사의 활동과 시장 내 영향력을 검토하고, 투자자 보호 관점에서 필요한 정책적 대응을 검토하도록 지시하는 내용을 담고 있다.

이러한 의결권 자문사 관련 논의는 행정부의 정책 기조에 국한되지 않고, 주요 기업 경영진과 금융시장 내 이해관계자들의 문제 제기가 결합된 형태로 확산되고 있다. 일부 대형 상장회사 경영진과 금융권 인사들은 의결권 자문사가 기업 전략, 최고경영진 보상 체계, ESG 관련 의사결정에 과도한 영향력을 행사하고 있다는 우려를 공개적으로 제기해 왔으며, 이러한 문제의식은 행정부의 정책적 대응과 맞물려 논의 확산을 촉진하는 요인으로 작용하고 있다. 특히 의결권 자문사의 권고가 최고경영진 보상, 이사회 구성, ESG 관련 안전에 실질적인 영향을 미친 사례들이 누적되면서, 자문사의 역할 범위와 책임에 대한 비판은 단순한 규제 논의를 넘어 기업 지배구조 전반의 권한 배분 문제로 확장되고 있다. 경영계 일각에서는 의결권 자문사가 직접적인 주주가 아님에도 불구하고, 기업의 전략적 의사결정에 간접적으로 관여하는 구조에 대한 문제를 지속적으로 제기해 왔다.

이와 함께 트럼프 행정부는 의결권 자문사의 소유 구조 역시 논의의 범주에 포함시키고 있다. 백악관은 ISS가 독일 도이체보르세(Deutsche Börse)를 주요 주주로 두고 있고, Glass Lewis 역시 캐나다 사모펀드가 소유하고 있다는 점을 언급하며, 외국 소유 의결권 자문사의 권고가 미국 기업의 의사결정에 영향을 미치는 것이 적절한지에 대한 문제를 제기하였다. 이러한 접근은 투자자 보호 논리를 넘어, 국가안보 및 시장 주권 논의와 결합되는 양상을 보인다.

전반적으로 이번 조치는 의결권 자문사를 직접 규제하는 새로운 법적 기준을 도입했다기보다 명확한 연방 규제 근거가 부족한 상황에서 행정부가 우회적으로 문제를 제기한 사례로 해석된다. 이는 행정기관의 해석 재량이 축소된 환경에서도, 의결권 자문사 규제를 둘러싼 제도적 불확실성이 여전히 존재하는 것을 보여준다.

이에 대해 ISS는 공식 입장을 통해 의결권 자문사는 독립적인 분석과 정보 제공을 통해 투자자의 판단을 지원하는 역할을 수행해 왔으며, 특정 방향으로 의결권 행사를 유도하거나 투자자의 결정을 대체하는 주체가 아니라는 점을 강조하였다. 이는 의결권 자문사의 법적 성격과 역할 범위를 둘러싼 해석 차이가 여전히 해소되지 않은 상태임을 보여준다.

3.3 원칙 기반 접근

원칙 기반 접근은 기관투자자와 의결권 자문사의 역할과 책임을 법적 강제나 규제 중심의 통제 방식이 아닌, 시장의 신뢰와 자율적 책임 이행을 통해 확보하려는 방식이다. 정부와 감독당국은 직접 개입을 최소화하고 권고 및 행동기준을 제시하는 역할에 집중하며, 기관투자자의 의사결정과 의결권 행사는 시장의 자율적 책임, 투명한 보고, 내부 관리체계를 통해 감독된다. 이러한 접근은 고객의 재산을 관리하는 수탁자의 책임을 명확히 하는 스튜어드십 코드를 중심으로 정착되어 왔다.

(1) 스튜어드십 코드의 제도적 기원

스튜어드십 코드의 제도적 기원은 영국으로, 책임투자과 기업지배구조 개선을 위한 각국 논의의 출발점이 되었다.⁸ 영국은 2000년대 후반 금융위기와 기업지배구조 실패를 계기로 기관투자자의 수탁자 책임을 법률이 아닌 원칙 기반 규범으로 구현하는 방식을 채택하였다. 이는 글로벌 금융위기 이후 투자자의 단기성과 추구가 기업지배구조를 왜곡했다는 비판에 대한 대응이었다. 2009년 발표된 워커보고서(Walker Report)는 금융회사의 지배구조 실패를 위기의 핵심 원인으로 지적하며, 기관투자자가 단순한 자금 제공자를 넘어 기업의 장기 가치 창출을 위한 적극적 감시자 역할을 수행해야 한다고 제안했다.

이에 따라 2010년 영국의 재무보고평의회(Financial Reporting Council, 이하 FRC)는 기관투자자의 수탁자 책임을 제도적으로 명확히 하기 위해 '영국 스튜어드십 코드(UK Stewardship Code)'를 제정하였다. 이는 기업과의 지속적 관여, 투명한 공시, 책임 있는 투자 원칙을 제시했지만 법적 의무는 없었다. 대신 '준수 또는 설명(Comply or Explain)' 방식으로 시장의 자율성을 존중하면서도 스스로 원칙을 준수하도록 하는 규범적 압력은 유지하는 절충형 구조를 만들었다. 이처럼 영국형 모델은 정부 규제 확대 대신 시장 중심의 자율적 규율과 투명성 확보를 통해 책임 투자 관행을 정착시키는 데 기여했다. 이러한 접근은 이후 일본 등 다른 국가의 스튜어드십 코드 도입에도 중요한 영향을 미쳤다.

(2) 2026 영국 스튜어드십 코드 개정과 의결권 자문사에 대한 영향

영국 스튜어드십 코드는 2010년 처음 제정된 이후, 2012년과 2019⁹년에 개정을 거치며 점진적으로 정교화되어 왔다. 2012년 개정은 코드의 기본 구조와 원칙을 유지한 채 일부 설명요건과 운영상의 세부사항을 보완하는 수준에 그쳐, 전체적인 방향성에는 큰 변화가 없었다. 2차(2020년) 개정에서는 원칙 적용 수준을 '준수 또는 예외 설명'에서 '적용 및 설명(Apply and Explain)'으로 강화하고, ESG·기후변화 등 중요 이슈를 스튜어드십 활동에 통합하였다. 이후 2025년 발표된 세 번째 개정은 코드의 실효성을 높이고, 의결권 자문사를 스튜어드십 체계 속에서 명확히 규명했다는 점에서 중요한 전환점으로 평가된다.

2026년 개정의 중심에는 보고 체계와 모니터링 체계의 고도화가 있다. 이는 의결권 자문사를 새로운 규제 대상으로 편입하려는 접근이 아니라, 스튜어드십 생태계의 구성원으로 명확히 위치시키고 이들의 역할과 책임을 자율적으로 구조화하려는 조정 작업에 가깝다. 이번 개정으로 자산운용사 및 소유자뿐 아니라 서비스 제공기관으로서 의결권 자문사가 공식적으로 코드 적용 범위에 포함되었고, 이에 따라 의결권 자문사가 수행해야 할 설명 책임과 내부 통제 기준이 보다 구체적으로 제시되었다.

특히 중요한 변화는 서비스 제공기관 유형별 원칙을 도입했다는 점이다. 기존에는 모든 서비스 제공기관에 동일한 기준이 적용됐지만, 2026년 개정은 의결권 자문사의 독립적 분석 기능과 시장 영향력을 고려해 별도의 원칙을 마련했다. 이는 의결권 자문사를 규제하기 위한 장치라기보다는 의결권 자문사가 수행하는 분석 및 권고가 기관투자자의 의사결정에 미치는 실질적 영향을 고려한 역할 구분의 정교화로 이해할 수 있다.

⁸ 영국 스튜어드십 코드 전반에 관한 내용은 대신경제연구소 리포트 "[2026년 영국 스튜어드십 코드 주요 개정사항 및 시사점\(2025.08\)](#)" 참고.

⁹ 영국 스튜어드십 코드 2차 개정은 2019년 10월 발표되었으며, 2020년에 발효되었다. 3차 개정은 2025년 6월 발표되었으며, 2026년에 발효될 예정이다. 이에 본 보고서는 각 개정안을 2020(2차), 2026(3차)으로 칭한다.

또한 개정안은 의결권 자문사의 분석 방법론, 데이터 출처, 판단 기준 등에 대한 투명한 설명과 권고의 신뢰성 입증을 요구하는 원칙을 신설했다. 이는 의결권 자문사 권고가 단순한 참고자료가 아니라 기업 의사결정과 주주 투표 결과에 실질적 영향을 미친다는 점을 반영한 조치다. 그러나 이는 법적 의무를 강화하는 방식이 아니라, 시장 신뢰를 유지하기 위해 의결권 자문사 스스로 권고 품질을 입증해야 한다는 자율적 책임을 강화한 방향이었다.

더불어 자산운용사와 자산소유자의 의결권 자문사 활용에 관한 책임도 강화되었다. 이들은 의결권 자문사의 권고 품질과 판단 근거를 정기적으로 검토하고, 의결권 자문사의 서비스가 스튜어드십 목표 달성에 어떤 기여를 하는지, 해당 서비스가 적절성과 전문성을 갖추고 있는지를 정기적으로 점검해야 한다. 이는 기관투자자가 의결권 자문사 활용을 스스로 검증하는 내부 통제 책임을 강화한 것으로, 외부 규제를 확대하기보다 시장 참여자 간의 자율적 점검과 상호 견제 구조를 강화하는 방향으로 설계되었다.

결과적으로 2026년 개정은 자율규범형 스튜어드십의 기본 철학을 유지하면서도, 각 기관의 역할과 책임을 보다 정교하게 분리하고 설명 책임을 강화하여 자율규율 체계의 실효성을 높인 개편으로 평가된다. 이는 법적 규제 강화를 중심으로 움직이는 미국의 규범형 접근과는 명확히 대비되는 흐름이다. 영국은 책임과 신뢰에 기반한 시장 중심의 규범 구조를 유지함으로써, 기관투자자와 자문기관의 투명성을 높이고 의결권 자문사의 독립적 분석 기능을 제도적으로 인정하는 방향으로 변화하고 있다.

(3) 일본 스튜어드십 코드 개정과 의결권 자문사에 대한 영향

영국이 최초로 스튜어드십 코드를 제정하여 기관투자자의 수탁자 책임을 제도화한 이후, 일본은 자국의 기업 지배구조 환경에 부합하는 형태로 이를 도입하였다. 2014년 일본금융청(Financial Services Agency, 이하 FSA)은 ‘책임 있는 기관투자자의 제원칙(Principles for Responsible Institutional Investors)’을 제정하며, 기관투자자가 기업과의 지속적이고 건설적 대화를 통해 장기적 기업가치를 제고해야 한다는 원칙을 명확히 제시했다. 이는 기관투자자의 수탁자 책임을 단순한 자산운용을 넘어 기업지배구조 개선의 주체로 확장한 조치였다.

일본의 스튜어드십 코드는 2014년 제정 이후 2017년과 2020년에 개정을 거치며 기관투자자의 스튜어드십 활동과 더불어 의결권 자문사의 역할과 책임에 관한 규율을 점차 구체화해왔다. 이러한 개정의 방향성은 일본이 기업지배구조 개혁을 실질적인 문제로 인식하고, 기업과 투자자, 서비스 제공기관이 함께 책임을 분담하는 상호적 스튜어드십 체계를 확립하려는 노력으로 해석된다.

2017년 첫 번째 개정은 일본 스튜어드십 코드가 의결권 자문사의 역할을 본격적으로 제도권 내에 편입한 중요한 단계였다. 당시 FSA는 스튜어드십 활동이 형식적 단계에 머무르고 있다고 지적하며, 기관투자자의 내부 통제와 이해상충 관리, 의결권 행사 과정의 투명성을 강화할 필요가 있다고 판단했다. 이러한 개선 방향 속에서 스튜어드십 코드 개정은 의결권 자문사의 역할을 기관투자자의 의사결정에 실질적 영향을 미치는 핵심 참여자로 명확히 규정하였으며, 자문사가 수행해야 할 서비스 공시, 전문 인력 및 분석 역량 확보, 이해상충 관리 등 기본적 책무를 제시하였다. 첫번째로 진행되었던 본 개정은 스튜어드십 코드의 이해상충 관리 원칙을 의결권 자문사에 직접 적용하고, 의결권 자문사의 분석과 권고가 기관투자자의 의사결정 과정에서 미치는 영향력을 투명하게 관리하도록 했다는 점에서 의의가 크다. 이는 당시 ISS와 Glass Lewis 등 해외 의결권

자문사들이 일본 시장에서 빠르게 영향력을 확대하던 상황에서 의결권 자문사의 신뢰성과 독립성 담보를 위한 조치가 자발적으로 형성되도록 도모하기 위함으로 해석된다. 즉, 이는 규제를 부과하기 위한 조치보다는 의결권 자문사의 신뢰성과 독립성을 확보하기 위한 자율적 기준 수립에 가까운 원칙 기반 접근이었다.

이후 2020년 2차 개정에서는 영국과 유사하게 서비스 제공기관에 대한 독립된 원칙이 신설되었다. 금융청은 스튜어드십 코드에 서비스 제공기관의 역할 원칙 8(Principle 8)을 신설하여, 의결권 자문사가 단순한 외부 분석기관이 아니라 투자자 의사결정 체계의 한 축으로 기능한다는 점을 명문화하였다. 이러한 조항은 의결권 자문사가 분석 과정에서 기업과 일정한 피드백 구조를 구축하도록 유도하면서도, 권고의 독립성과 신속성을 훼손하지 않는 절충적 모델로 설계되었다. 2020년 개정은 의결권 자문사의 투명성, 정확성, 이해상충 관리 체계를 제도적으로 구체화함으로써 스튜어드십 이행의 실질성을 강화했다는 점에서 의미가 있다.

표 5. 일본 스튜어드십 코드(2020) 서비스 제공기관 관련 신설 원칙 및 지침

구분	내용
원칙 8	기관투자자 서비스 제공기관은 기관투자자가 수탁자 책임을 이행할 수 있도록 적절한 서비스를 제공함으로써 전체 투자자금 흐름(investment chain)의 기능을 향상시키는데 기여하도록 노력해야 한다.
지침 8-1	기관투자자 대상 서비스 제공자(의결권 자문사, 연금 투자 자문사 포함)는 이해상충이 발생할 수 있는 구체적인 상황을 식별하고, 이를 효과적으로 관리하기 위한 명확한 정책을 수립하며, 이해상충 관리 체계를 구축하고, 그러한 조치를 공시해야 한다.
지침 8-2	의결권 자문사는 특정 기업에 대한 정확한 정보를 바탕으로, 자산운용사에 의결권 자문을 제공하기 위해 일본 내 사업 거점을 설치함으로써 기업을 포함한 이해관계자와의 의사소통을 실효적으로 수행하는데 충분하고 적절한 인적·조직적 자원을 확보해야 하며, 투명성을 확보하기 위해 의결권 권고 프로세스를 구체적으로 공시해야 한다.
지침 8-3	의결권 자문사는 기업의 공개된 정보에 근거하여, 필요에 따라 기업과 적극적으로 의견을 교환하면서 자문을 수행해야 한다. 의결권 권고 대상 기업이 요청하는 경우, 의결권 자문사는 기업에 해당 정보의 정확성 여부를 확인할 기회를 제공하고, 해당 기업이 제출한 의견을 권고와 함께 고객에게 제공함으로써 해당 권고의 근거가 되는 정보의 정확성과 투명성을 확보하는 것이 바람직하다.

출처: The Council of Experts on the Stewardship Code. (2020). Principles for Responsible Institutional Investors «Japan's Stewardship Code» / 대신경제연구소. (2025). 일본 스튜어드십 코드 3차 개정사항과 시사점

한편, 2025년 3차 개정은 실질주주의 투명성 강화와 협력적 관여활동 촉진을 핵심으로 하며, 의결권 자문사 관련 규정은 별도로 포함되지 않았다. 이는 기존의 원칙 8이 이미 시장 내에서 일정 수준 정착되었다는 판단에 따른 것으로, 의결권 자문사의 투명성과 책임성에 관한 기본 구조는 2020년 개정의 틀 안에서 유지되고 있다. 다만, 이번 개정으로 기관투자자 간 협력적 관여활동이 강화되고, 기업과의 대화가 보다 구조화됨에 따라 의결권 자문사의 역할 역시 이러한 변화된 소통 구조 속에서 재조정이 불가피할 것으로 예상된다. 다시 말해, 2025년 개정은 의결권 자문사에 대한 추가 규제를 도입하지는 않았지만, 투자자 간 협력 구조와 정보공개 강화 흐름 속에서 의결권 자문사의 책임이 더욱 중대해졌다는 점을 시사한다.

종합하면 일본의 스튜어드십 코드 개정 과정은 2017년 의결권 자문사 책임 부과를 통해 제도적 기반을 마련하고, 2020년 서비스 제공기관 원칙을 신설해 자율규범 체계를 정교화하였으며, 2025년에는 그 틀을 유지한 채 시장 기반의 신뢰 구조를 강화하는 방향으로 고도화해 왔다. 이러한 변화는 일본이 의결권 자문사를 단순한 기술적 지원주체가 아닌 책임 있는 스튜어드십 생태계의 한 축으로 인식하고, 이를 법적 강제가 아닌 시장의 자율과 신뢰 중심의 투명성 및 책임성 확보를 위한 선택으로서 인식하고 있음을 보여준다.

4. 해외 주요 의결권 자문사의 최근 동향

앞서 살펴본 규제 환경 변화는 의결권 자문 산업의 사업구조와 역할에도 유의미한 변화를 가져왔다. 본래 의결권 자문사는 기관투자자의 수탁자 책임 이행을 지원하기 위해 기업의 주주총회 안건을 분석하고 의결권 행사에 관한 권고를 제공하는 역할에 주력해왔다. 그러나 미국과 영국을 비롯한 주요국에서 규제 논의가 확산되고 각국의 스튜어드십코드 개정과 투자자 책임 강화 흐름이 맞물리면서 의결권 자문사 산업 전반의 구조적 변화가 촉발되었다. 이에 따라 의결권 자문사들은 전통적인 의결권 권고 및 리서치 제공 중심 모델에서 벗어나 투자자의 스튜어드십 실행을 실질적으로 지원하는 방향으로 기능을 확장하고 있다.

4.1 Institutional Shareholder Services(ISS STOXX)의 신규 서비스

ISS는 2025년 9월과 10월에 걸쳐 기관투자자들의 자체적 스튜어드십 운영을 실질적으로 지원하기 위한 신규 서비스를 연이어 발표하였다.

9월에는 기관투자자들이 주주참여 활동을 체계적으로 공개하고 글로벌 공시 규제 및 모범 기준에 부합하도록 지원하는 솔루션인 'Engagement Disclosure Solution'을 출시하였다. 이 서비스는 투자 스타일에 맞춘 참여 결과를 웹사이트에 공개하거나 내부 보고용으로 활용할 수 있도록 설계되었으며, 데이터 업로드부터 산출물 생성까지 자동화해 공시 과정에서 발생하는 부담과 오류 가능성을 줄였다. 또한 이 서비스를 통해 투자자는 규제 준수뿐 아니라 감독당국, 기업, 이해관계자에게 참여 활동을 구조적으로 보고할 수 있는 처리 프로세스를 관리할 수 있게 되었다. 이런 전방위적 참여 관리 기능은 ISS가 신규 서비스와 기존에 제공하던 의결권 행사 관련 솔루션을 유기적으로 연계하는 구조를 강화할 수 있게 하였다.

연이어 10월에는 투자자의 의결권 판단 역량과 스튜어드십 실행을 강화하기 위한 'Gov360'과 'Custom Lens'가 도입되었다. 'Gov360'은 기존의 찬반 권고 제공을 넘어 기업의 주주총회 안건과 관련된 핵심 데이터, 비교 분석 정보, 정성 평가 요소 등을 제공함으로써 투자자가 자체 정책에 따라 독립적 판단을 내릴 수 있도록 돕는 서비스이다. 이와 함께 'Custom Lens'는 투자기관이 보유한 내부 의결권 정책을 ISS의 내부 시스템에 연동하여 기관 및 정책별로 맞춤형 보고서를 생성할 수 있는 기능을 제공한다. 이러한 기능은 기관투자자가 내부 기준에 따라 의결권 행사를 보다 효율적으로 수행할 수 있도록 지원하며, ISS는 이를 통해 데이터 기반 정책 실행을 뒷받침하는 분석 및 자문 인프라 제공자로서의 역할을 강화하고 있다.

4.2 Glass Lewis의 보고서 제공 구조 개편 발표

Glass Lewis는 2025년 10월 발표한 입장문에서 향후 2년간 의결권 정책 적용방식과 보고서 제공 구조를 단계적으로 개편할 계획이라고 밝혔다. 이에 따라 그동안 단일적인 의결권 자문사의 의결권 행사 기준에 따라 권고를 제시해온 기존의 체계를 폐지하고, 2027년부터는 투자자 및 정책별로 상이한 관점을 반영하는 다중 시각기반 자문 체계로 전환될 예정이다.

새로운 모델 하에서는 의결권 자문을 받는 고객이 경영진 중심, 거버넌스 중심, 지속가능성 중심 등 다양한 분석 관점 중 일부 또는 복수의 프레임워크를 선택하여 각 투자자별 투자철학과 스튜어드십 목표에 부합하는 방향으로 의결권을 행사할 수 있게 된다.

5. 결론 및 시사점

본 연구는 의결권 자문산업의 태동부터 최근 규제 변화까지의 흐름을 분석하였으며, 핵심 결론은 다음과 같다.

첫째, SEC를 중심으로 한 미국의 규범형 규제는 사법부의 견제와 행정해석 권한 축소에도 불구하고, 주(州) 단위 입법이나 행정명령 같은 우회 수단을 통해 의결권 자문사의 역할을 한정하려는 시도를 지속하고 있다. 이는 직접 규제의 실효성에는 한계가 있으나 의결권 자문사 산업을 둘러싼 정책적 관심과 압력이 구조적으로 소멸된 것은 아님을 의미한다.

둘째, 영국과 일본의 사례는 의결권 자문사를 법적 규제 대상에 직접 포함하기보다는 스튜어드십 코드를 매개로 기관투자자의 책임과 설명 의무를 강화하는 연성 규범을 통해 시장 규율을 설계해 온 접근방식을 보여준다. 이러한 접근은 의결권 자문사의 권고를 직접 통제하는 것이 아니라 자문 서비스를 활용하는 투자자에게 판단 책임을 귀속시키는 방식으로 규율 구조를 재구성했다는 점에서 의의를 갖는다.

셋째, ISS와 Glass Lewis의 최근 사업 모델 변화는 미국의 지속적인 규제 시도 압력과 영국, 일본의 연성 규범 환경이 결합된 결과로 해석할 수 있다. 이는 투자자가 스스로의 투자 원칙과 책임 하에 판단을 내릴 수 있도록 지원하는 의결권 자문사의 본질적 역할에 명확히 초점을 맞추며 그 기능을 정교화하고 있음을 보여준다.

결론적으로, 미국은 사법적 판단과 시장 반응이 법적·행정적 규제 범위와 방식에 영향을 미쳐 온 반면, 영국과 일본은 스튜어드십 코드를 중심으로 한 원칙 기반 접근을 통해 자율과 책임의 관계를 점진적으로 조정해 왔다. 이처럼 의결권 자문사를 둘러싼 최근의 논의는 단순히 규제 강화 또는 완화의 문제를 넘어, 시장 내 책임 구조를 어떻게 재배치할 것인가라는 근본적인 질문으로 수렴되고 있다.

동일한 질문이 한국 자본시장에도 제기되고 있다. 한국은 의결권 자문 산업에 대한 명확한 규제나 가이드라인 없이 의결권 자문사의 영향력은 확대되는 반면, 기관투자자와 의결권 자문사 간 역할과 책임의 경계가 불분명한 상태가 지속되고 있다. 향후 한국 자본시장은 의결권 자문사에 대한 규제 도입이나 강도에 대한 논의 외에도, 투자자의 책임 있는 의결권 행사, 정보 투명성 및 자문서비스의 실효성 제고 등을 종합적으로 고려해야 한다. 또한, 참여자간 역할 조율에 초점을 두고 시장 신뢰를 제고하는 방향으로 제도를 설계할 필요가 있다.

독자성과 책임이 강조되는 이러한 흐름 속에서 기관투자자는 의결권 자문사의 권고를 참고하는 수준을 넘어, 자체적인 의결권 정책을 정립하고 의결권 행사에 대한 판단 근거를 명확하게 설명하는 등 책임 있는 의결권 행사를 강화할 것이 요구된다. 아울러 기업은 투자자를 비롯한 외부 이해관계자가 합리적이고 정확한 분석을 수행할 수 있도록 보다 투명하고 구체적인 정보를 제공할 것으로 기대된다.

이와 같은 문제의식을 바탕으로, 후속 보고서(Part 2)에서는 의결권 자문사의 영향력을 검토하고, 변화하는 의결권 행사 환경 하에서 국내 상장회사, 기관투자자, 정책 당국이 각각 고려해야 할 실질적인 대응 방향을 구체적으로 살펴보고자 한다.

참고 문헌

<국내자료>

- 김순석. (2016). *스튜어드십 코드 제정과 기업의 대응*. 한국상장회사협의회.
- 김현철. (2025.10.19). [초점] ISS “머스크 1 조달러 보상안 반대”...테슬라 이사회 압박 커져. 글로벌이코노믹.
https://www.g-enews.com/view.php?ud=2025101901282142329a1f309431_1.
- 이민경. (2022). 의결권자문의 법적 지위와 과제 - 미국의 규제동향을 중심으로. *기업법연구*, 36(2), 113-144.
- 대신경제연구소. (2025.08.29). *2026년 영국 스튜어드십 코드 주요 개정사항 및 시사점*.
- 대신경제연구소. (2025.12.01). *일본 스튜어드십 코드 3차 개정사항과 시사점*.

<해외자료>

- Avon Products, Inc. (1988, February 23). Letter to Helmuth Fandl, Chairman of the Retirement Board. Westlaw, 1988 WL 897696.
- Choi, S. J., Fisch, J. E., & Kahan, M. (2010). The power of proxy advisors: Myth or reality? *Emory Law Journal*, 59, 871-918. <https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj/vol59/iss4/2>
- Coffee, J. C. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review*, 91(6), 1277-1328.
- Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code. (2014, February 26). Principles for responsible institutional investors: Japan's stewardship code—To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue. Financial Services Agency of Japan.
- Council of Experts on the Stewardship Code. (2017, May 29). Principles for responsible institutional investors: Japan's stewardship code—To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue. Financial Services Agency of Japan.
- Council of Institutional Investors. (2020). Leading investor group dismayed by SEC proxy advice rules. https://www.cii.org/july22_sec_proxy_advice_rules
- Council of Institutional Investors. (2025). Proxy advisors and institutional investors: Facts and clarifications.
- Crain, C. (2025, May 6). Testimony in House hearing: “Exposing the proxy advisory cartel: How ISS & Glass Lewis influence markets”. National Association of Manufacturers.
- European Securities and Markets Authority. (2013). An overview of the proxy advisory industry: Considerations on possible policy options. ESMA.
- Financial Reporting Council. (2012, September). The UK stewardship code. Financial Reporting Council.
- Financial Reporting Council. (2020). The UK stewardship code 2020. Financial Reporting Council.
- Financial Reporting Council. (2020). UK stewardship code archive. <https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/stewardship/archive>
- Financial Reporting Council. (2025, June). The UK stewardship code 2026 (Effective January 1, 2026). Financial Reporting Council.
- Glass Lewis. (2023). 2023 policy guidelines: ESG initiatives.
- Glass Lewis. About us. <https://www.glasslewis.com/about-us>
- Glass Lewis. (2025, October 15). Glass Lewis leads change in proxy voting practices: Evolving client preferences and technology advancements at the center of modernization [Press release].
<https://www.glasslewis.com/news-release/glass-lewis-leads-change-in-proxy-voting-practices>

- Goswami, R. (2025, March 13). 'Incompetent': Jamie Dimon unloads on proxy advisor ISS. Semafor.
<https://www.semafor.com/article/03/12/2025/incompetent-jamie-dimon-unloads-on-proxy-advisor-iss>
- ISS. Sustainability solutions. <https://www.issgovernance.com/sustainability/>
- Institutional Shareholder Services. (2019, October 31). Litigation to prevent the chill of proxy advisers' protected speech [Press release]. <https://www.issgovernance.com/iss-files-suit-over-august-sec-guidance/>
- Institutional Shareholder Services. (2025, September 24). ISS launches engagement disclosure solution [Press release]. <https://insights.issgovernance.com/posts/iss-launches-engagement-disclosure-solution/>
- Institutional Shareholder Services Inc. v. Securities and Exchange Commission, Case No. 1:19-cv-03275 (D.D.C. filed Oct. 31, 2019).
- ISS STOXX. (2025, October 7). ISS STOXX introduces new research services to support investors' proprietary stewardship programs [Press release]. <https://insights.issgovernance.com/posts/iss-stoxx-introduces-new-research-services-to-support-investors-proprietary-stewardship-programs/>
- Matsusaka, J. G., & Shu, C. (2024). Robo-voting: Does delegated proxy voting pose a challenge for shareholder democracy? *Seattle University Law Review*, 47, 605–643.
- Missouri Attorney General's Office. (2025). Attorney General Bailey leads fight against hidden ESG and DEI agendas in corporate America. <https://ago.mo.gov/attorney-general-bailey-leads-fight-against-hidden-esg-and-dei-agendas-in-corporate-america/>
- OECD. (2025). Institutional investor engagement and stewardship. OECD Publishing.
<https://doi.org/10.1787/a4902cee-en>
- Securities and Exchange Commission. (2019). Commission interpretation and guidance regarding the applicability of the proxy rules.
- Securities and Exchange Commission. (2020, July 22). Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice (Release No. 34-89372). <https://www.sec.gov/files/rules/final/2020/34-89372.pdf>
- Securities and Exchange Commission (2022, July 13). Proxy Voting Advice – Final Rule (Release No. 34-95266). <https://www.sec.gov/files/rules/final/2022/34-95266.pdf>
- State Street Global Advisors. (2025). Global proxy voting and engagement policy.
- Spatt, C. (2019, June 25). Proxy advisory firms, governance, failure, and regulation. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/25/proxy-advisory-firms-governance-failure-and-regulation>
- Texas Legislature. (2025). Texas Senate Bill 2337, 89th Legislature (2025–2026). Texas Legislature Online.
- U.S. Department of Labor. (1974). Employee Retirement Income Security Act of 1974, 29 U.S.C. § 1104(a)(1)(A), § 1103(a)(1)(B).
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2010). Concept release on the U.S. proxy system (Release No. 34-62495; IA-3052; IC-29340; File No. S7-14-10). *Federal Register*, 75(138).
<https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2014). Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF).
<https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2022). SEC adopts amendments to proxy rules governing proxy voting advice. <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-120>
- Walker, D. (2009, November 26). A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations. HM Treasury.

Webb, D. (2025, September 9). Florida SBA warns of 'patchwork' regulation for proxy advisers. Responsible Investor. <https://www.responsible-investor.com/florida-sba-warns-of-patchwork-regulation-for-proxy-advisers/>

White, A. (2025, October 15). Glass Lewis to end benchmark voting recommendations on proxy issues. Financial Times. <https://www.ft.com/content/7860f94c-7b1c-49c9-9f4c-a561ee39ee31>

The White House. (2025, December 11). Protecting American investors from foreign-owned and politically-motivated proxy advisers. <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/12/protecting-american-investors-from-foreign-owned-and-politically-motivated-proxy-advisors/>

Financial Services Agency. (2025, June 26). Finalisation of Japan's Stewardship Code (Third revision). <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20250626.html>

Compliance Notice

본 보고서는 신뢰할 만한 자료와 정보를 사용하여 작성한 보고서로 단순 참고용으로 제공됩니다.

본 보고서의 내용은 특정한 투자상담, 권유, 또는 광고를 포함하고 있지 않으며 당 연구소는 본 보고서에서 제공된 분석, 전망을 포함한 모든 내용에 관하여 그 정확성 또는 예측의 실현여부 등을 보장하지 않습니다. 누구든지 본 보고서를 분쟁 등에서 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용할 수 없으며, 당 연구소의 동의 없이 이의 내용을 무단으로 복제/전송/인용/배포하는 행위를 금지합니다.