

2025년 5월 소달리앤코 서울 뉴스레터:

미국 하원 의결권자문사 관련 청문회 주요 내용 및 시사점

청문회 배경

지난 2020년, SEC는 의안분석 회사의 이해상충 공시 강화, 분석대상 기업의 반론권 보장 등을 담은 [규칙을 도입](#)했으나, 업계 반발과 소송으로 2022년 [해당 규칙을 완회](#)하는 등 현재까지도 실제 시행이 지연되고 있는 상황입니다.

이러한 제도적 공백을 해소하고 보다 강력한 규제를 도입하기 위한 [법안](#)이 잇따라 발의되는 가운데, 지난 2025년 4월 29일 미국 하원 금융서비스위원회 산하 자본시장 소위원회는 “**Exposing the Proxy Advisory Cartel: How ISS & Glass Lewis Influence Markets**”라는 주제로 [청문회](#)를 개최했습니다.

미국 상장사 의안분석 시장을 사실상 독점하고 있는 ISS와 Glass Lewis의 시장 영향력과 구조적 문제, 그리고 이에 대한 규제의 필요성이 집중적으로 논의된 이번 청문회에는 Charles Crain(미국 제조업협회), Paul Rose(Case Western Reserve University 로스쿨), Paul Washington(미국 기업지배구조협회), Nell Minow(ValueEdge Advisors, 전 ISS 사장), Elizabeth Ising(Gibson Dunn & Crutcher LLP) 등 업계·학계·법조계 대표 증인들이 참석해 다양한 의견을 밝혔습니다.

청문회 주요 내용

미국 의안분석 시장은 ISS와 Glass Lewis가 약 97%를 점유하고 있으며, 이들의 권고는 단순한 참고 수준을 넘어 실제 표결 결과에 큰 영향을 미치고 있습니다. 실제로 일부 기관투자자들은 ISS나 Glass Lewis의 권고를 별도의 독립적 분석 없이 자동으로 따르는 ‘로보보팅(robo-voting)’ 관행을 보이고 있으며, 2024년 6월까지 1년간 S&P500 기업 주주총회에서 이들 자문사의 반대 권고가 있는 경우 주주 찬성률이 최대 36%p까지 낮아지는 등 그 영향력이 수치로도 입증되고 있습니다.

청문회 증인으로 출석한 Charles Crane 미국 제조업협회 부회장은, 미국 의안분석 시장의 대부분을 차지하는 ISS와 Glass Lewis가 일률적이고 경직된 기준을 적용해 실질적으로 기업 경영과 주주총회 표결에 큰 영향을 미친다고 비판했습니다. 특히 ISS는 의안분석 대상인 상장사에 컨설팅 서비스를 제공함에 따라 “컨설팅을 받지 않으면 부정적 권고를 받을 수 있다”는 인식이 기업들 사이에 확산되고 있고, Glass Lewis 역시 행동주의 투자자를 대상으로 한 서비스를 운영하고 있어 유사한 논란이 있다고 지적했습니다. 그는 두 자문사의 불투명한 권고 기준과 분석 방법, 그리고 기업이 권고 초안 검토나 오류 정정을 요청할 공식적 절차가 부재하다는 점을 지적하며, 강력한 규제와 감독의 필요성을 강조했습니다. Paul Rose 교수는 오늘날 ISS와 Glass Lewis가 미국 상장사 지배구조의 ‘사실

상의 규제자(de facto gatekeepers)' 역할을 하게 된 것은 투자자들의 수요에 기인한 자연스러운 현상이 아니라, 2003년 SEC가 투자자문업자에 의결권 행사 의무를 부과하면서 외부 자문사 권고를 활용할 경우 해당 의무를 충족한 것으로 인정한다고 해석(No-action letter)한 제도적 요인에 기인한 것이라고 지적했습니다. 이에 따라 기관투자자들은 비용 절감과 규제 준수를 위해 자문사에 의존하게 되었고, 2020년에는 100개가 넘는 기관투자자들이 자문사의 권고를 기계적으로 따르는 대규모 robo-voting 현상까지 나타나게 되었다고 지적했습니다. 이러한 문제의식에 따라 이번 청문회에서는 자문사 등록 의무화, 기업의 반론권 보장, 이해상충 방지, 로보보팅 제한, 자문사의 투명성·책임성 강화 등 다양한 입법안이 논의되었습니다.

한편, 자문사 규제 강화에 대한 반대 의견도 제기되었습니다. 위원회 간사인 민주당의 Brad Sherman 의원은 “자문사 권고는 투자자의 선택지 중 하나일 뿐이고, 실제로 투표는 투자자가 한다. ISS는 2024년 전체 안건의 96%에서 경영진과 같은 입장을 권고했고, 실제 표결 결과도 대부분 경영진 제안이 통과됐다”며, ISS와 Glass Lewis의 영향력이 부풀려져 있다고 지적했습니다. 증인으로 출석한 Nell Minow는, 자문사가 독립적 분석이 담긴 ‘보고서’를 제공할 뿐이므로, 정부의 규제가 표현의 자유(the First Amendment)를 침해하지 않도록 신중해야 하며 새로운 규제는 시장 진입 장벽을 높여 오히려 경쟁을 저해할 수 있다고 주장했습니다.

시사점

이번 청문회에서는 미국 의안분석 시장의 독과점 구조, 자문사의 과도한 영향력, 이해상충 및 투명성 부족, 기업 반론 기회 제공 미흡 등이 문제로 제기된 한편, 시장 자율성과 투자자 선택권 제한, 과도한 규제의 부작용을 우려하는 목소리도 함께 논의되었습니다.

경험적으로 볼 때, 우리 기업들도 외국인 기관투자자들의 경우 ISS와 Glass Lewis의 영향을 많이 받고 있습니다. 특히 우리 기업들은 소집공고 시점이 주주총회일과 멀지 않아 의안분석 보고서의 발간 시점이 주주총회일과 아주 가까운데다, 외국인 기관투자자의 경우 주주총회일보다 짧게는 일주일, 길게는 열흘 정도 앞서 표결을 마쳐야 하므로, 자문사의 분석에 더욱 의존하게 될 여지가 크고, 기업 입장에서 자문사의 부정적인 권고나 심지어 사실관계 오류에도 적절한 대응을 할 충분한 시간을 확보하기 어렵습니다.

이번 청문회가 기업 반론 기회 제공 등 규제 강화로 이어질 지 예단할 수는 없으나, 향후 제도 도입이 현실화될 경우 우리 기업들의 자문사 대응 전략이나 투자자 소통 방식에 변화가 필요할 수 있으므로 관련 제도 변화와 논의 동향을 면밀히 주시할 필요가 있습니다.