

---

# 삼성물산 합병사태로 본 국민연금 의결권 개선방안

- 정부·기업으로부터 독립과 가입자 권한 강화 -

---

2016. 12. 22.

## 삼성물산 합병사태로 본 국민연금 의결권 개선방안

- 정부기업으로부터 독립과 가입자 권한 강화 -

### 1. '박근혜-최순실-삼성 등 재벌'의 불법커넥션에 국민연금 동원?

- 삼성물산-제일모직의 합병 : 이재용 부회장의 순환출자구조 개편을 통한 직접적 지배력 강화
- 국민연금이 합병성사의 캐스팅보트 역할(국민연금은 삼성물산의 최대주주)

### 2. 국민연금 합병찬성에 대한 의혹 → 손해액 보다 더 중요한 손해는 국민연금 신뢰훼손.

#### 1) 불공정한 합병비율에도 찬성

- ISS, 글라스 루이스, 서스틴베스트, 한국기업지배구조원 등 의결권 자문회사들의 합병반대 권고. 기금운용본부 내부 검토에서도 손해발생 인지. 합병이후에도 공정성에 대한 비판적 입장 지속.
- 합병에 따른 시너지효과 기대? 합병을 통해 얻게 되는 손실은 명확. 그러나 시너지효과는 불확실한 삼성 측의 목표나 계획에만 의존해 판단(시너지효과 과장됐다는 주장도 다수 존재).

#### 2) 의도적인 주가하락 의혹과 국민연금의 비정상적인 투자행위

- 서울고등법원, 실적부진에 따른 주가하락 등이 의도되었다는 객관적 사실 존재한다고 판단.
- 국민연금은 합병공시 직전 다수주식 매도. 합병공시 직후부터 주주명부 폐쇄까지 다시 매수하는 비정상적인 투자행위에 주가하락 공모 등 의혹.

#### 3) 의사결정 과정의 문제

- SK와 SK C&C 합병 과정과 유사한 상황이었고, 오히려 사회적 쟁점이 되었던 사안이었음에도 의결권행사전문위원회로 안건을 부의하지 않고, 기금운용본부 투자위원회에서 표결로 합병찬성 결정.

### 3. 국민연금 국내주식투자 100조원 돌파. 5% 이상 지분을 보유기업은 290개 → 재발방지 뿐 아니라, 투명하고 민주적인 의사결정 구조개편 필요.

- 전체 자산 중 국내주식투자는 100조가 넘는 18.4% 차지. 이 중 절반이 국내 10대 대기업그룹에 투자.
- 특히 삼성은 10대 대기업 중에서도 최대 규모의 투자(삼성전자만 해도 16조 4,966억이 투자되며, 전체 국내주식투자의 16.7% 차지).
- 국민연금이 5% 이상 지분을 보유하고 있는 기업은 290개 기업.

#### 4. 국민연금 의결권 행사 : 정부와 기업의 영향력은 최소화하고, 가입자의 권한 강화

- 대리인은 기금운용본부에 위임된 권한은 가입자의 권리로부터 양도 받은 것. 이를 감시하고, 통제할 수 있는 의사결정체계 개편 필요.

##### 1) 국민연금 의결권 의사결정 지배구조 개편

(1) 의결권행사전문위원회의 개별투자기업 의결권 행사 권한 부여(3인 이상 요구 시)

(2) 의결권행사전문위원회의 위원 추천권 변경(정부 영향력 최소화)

- 총 9인은 그대로 유지(정부추천 2인→1인으로 축소하고 지역가입자 추천(2인) 및 연구기관 추천(1인)은 국회 여야동수 각 2인 추천으로 변경).

(3) 의결권행사전문위원회의 행위준칙 강화

- 의결권행사전문위원 중 일부는 국민연금이 투자한 기업에서 보수를 받으며 사외이사 및 감사 등 겸직. 위원 선임 과정에서 충실의무 및 주의의무 뿐 아니라, 공정성과 객관성 담보하기 위해 기금운용본부 임직원에 준하는 형태의 행위준칙 적용 필요.

(4) 공개적이고 독립적인 운영 보장 및 법적 기구로 전환.

##### 2) 국민연금기금의 사회적 책임과 기업지배구조 개선

① 의결권의 강화 및 주주권으로의 확대

- 기업가치 제고를 위해서라도 보다 적극적인 주주권으로의 확대 필요

② 사회책임투자를 고려한 의결권 및 주주권 행사 : 공공성강화와 기업지배구조 개선

- 국민연금기금은 단기적 이익이 아닌 장기적이고 지속가능한 수익, 재무적 성과만이 아닌 환경·사회·지배구조에 대한 고려 등 공적기금으로서의 사회적 책임과 공공성 강화하는 방식으로 운영되어야 함.
- 현재 책임투자에 대한 법·규정에도 불구하고, 의결권 행사의 경우 세부적인 행사범위나 기준 등 구체적인 사항이 마련되어 있지 않으며 행사지침에도 없음.
- 의결권 행사를 포함해 주주권 행사에 이르기까지 사회책임투자에 대한 세부적인 범위와 기준을 마련해 적용하고, 모니터링과 평가체계를 마련하는 등 체계적인 준비 및 강화 필요.

# 삼성물산 합병사태로 본 국민연금 의결권 개선방안

## - 정부·기업으로부터 독립과 가입자 권한강화 -

이 재 훈(사회공공연구원 연구위원/연금행동 정책위원)

이재용 삼성전자 부회장의 경영권 승계를 위한 삼성물산과 제일모직의 합병과정에서, 국민연금이 손해가 발생할 것으로 예상됨에도 합병에 찬성하면서 이를 둘러싼 많은 문제와 의혹들이 제기되고 있음. 특히 청와대와 최순실, 그리고 삼성 등 재벌간 불법커넥션과 연루되면서, 국민연금에 대한 신뢰가 크게 훼손됐을 뿐 아니라, 국민연금의 의결권 행사 결정과정이 얼마나 정치적 입력이나 자본의 요구로부터 취약한 지를 극단적으로 보여줬음.

이 보고서에서는 삼성물산 합병과정에서 국민연금의 의결권 행사의 의혹과 문제점을 살펴보면서, 국민연금이 정치권과 자본의 압력으로부터 벗어나 신의성실의 의무에 충실하게 관리·운영될 수 있도록 지배구조를 투명하고 민주적으로 개선하기 위한 방안을 다루고자 함.

## 1. 들어가며

### ○ 박근혜와 최순실, 그리고 삼성 등 재벌

- 최순실의 비선실세 국정농단 사태의 실체가 박근혜 대통령과 삼성 등 재벌 간의 거대한 비리 게이트라는 의혹과 정황들이 드러나고 있음.
- 박근혜 대통령이 안중범, 최순실, 이승철(전경련 부회장) 등과 미르재단, K스포츠재단을 설립해 재벌 대기업들로부터 거액의 금품을 수수했으며, 이를 대가로 ‘노동개약 법안’과 ‘서비스산업발전기본법’, ‘기업활력제고특별법(일명 원샷법)’ 등 각종 친자본 법안과 규제완화를 정부의 핵심정책으로 추진하는 한편, 국민연금을 통한 삼성의 경영권 승계확보, 이재현 CJ그룹 회장의 특별사면, 롯데와 SK그룹의 면세점 사업 특혜 등 각종 부정한 청탁에 연루됐다는 것임.
- 이미 검찰은 각종 비리와 특혜 과정에 박근혜 대통령이 공모·지시하면서 직·간접적으로 개입했다는 증거를 입수하고 피의자 신분으로 검찰조사를 받을 것을 요구했으나, 박근혜 대통령은 이를 거부하고 버티고 있음.

○ 국민연금의 불법커넥션 연루 의혹

- 특히 이재용 삼성전자 부회장의 경영권 승계를 위한 삼성물산과 제일모직의 합병과정에 삼성과 청와대의 교감 하에 국민연금이 동원됐다는 의혹을 받고 있음.
- 합병 주주총회 당시(2015년 7월 17일), 국민연금은 삼성물산의 최대주주로 11.2%의 지분을 소유하고 있었는데, 국민연금이 합병에 대해 반대 또는 기권 의사를 표했을 경우 합병은 무산될 수밖에 없었던 상황이었음. 사실상 국민연금이 (구)삼성물산과 제일모직 합병, 나아가 (합병)삼성물산<sup>1)</sup>을 통한 삼성전자의 지배구조 강화에 대한 캐스팅보트를 쥐고 있었던 것임.
- 당시 삼성물산의 합병비율이 낮게 책정돼 있어(1:0.35), 합병 시 손해가 발생하는 상황이었고, 세계 최대 의결권 자문사인 ISS와 한국기업지배구조원 등 많은 전문기관들이 합병 반대를 권고했음. 그러나 국민연금기금운용본부(이하 기금운용본부)는 주총을 불과 1주일 남긴 상황에서, 자체 투자위원회의 표결과정을 거쳐 합병에 찬성한 것임.
- 특히 기금운용본부장이 삼성 이재용 부회장을 면담한 직후에 이러한 결정이 이뤄졌고, SK와 SK C&C의 합병(2015년 6월 26일)은 ‘주식 의결권행사전문위원회’(이하 의결권행사전문위원회)의 논의를 통해 반대 의결기로 결정한 것과 달리, 기금운용본부 자체 표결을 통해 결정하면서 많은 의혹이 제기되고 있음. 검찰은 당시 국민연금의 합병 찬성 결정과정에 청와대와 문형표(당시 보건복지부 장관) 등 정부의 외압이나 뒷거래가 있었는지 조사하고 있음.

○ 100조가 넘는 국민연금의 국내주식투자. 권력과 자본의 영향력에서 벗어나야.

- 국민연금기금은 전체 자산 중 국내주식투자는 100조가 넘는 18.4%를 차지하고 있으며, 이 중 절반이 국내 10대 대기업그룹에 투자되고 있음. 특히 삼성은 10대 대기업 중에서도 최대 규모의 투자가 이뤄지고 있으며, 삼성전자만 해도 16조 4,966억이 투자되며, 전체 국내주식투자의 16.7%를 차지하고 있음.
- ‘박근혜-최순실-삼성 등 재벌’ 간의 검은 정경유착 과정에 국민이 노후를 위해 땀 흘려 낸 보험료로 조성된 국민연금기금이 동원됐다는 사실은 국민연금의 신뢰를 크게 훼손했을 뿐 아니라, 국민연금기금이 정치권력과 자본의 압력으로부터 얼마나 취약한 의사결정 구조를 지니고 있는지 단적으로 보여주고 있음. 이번 사태를 교훈삼아, 제대로 된 재발방지 대책을 마련하지 않으면 비슷한 문제가 반복될 수밖에 없음.
- 이 글에서는 지난 삼성물산 합병과정에서 국민연금 의결권 행사를 둘러싼 의혹과 문제점을 정리하면서, 국민연금 의결권 행사가 신의성실의 의무에 따라 투명하고 민주적인 의사결정이 이뤄지기 위한 개선방안을 제시하고자 함. 나아가 대기업 총수의 지배력을 강화하는 식으로 동원되는 것이 아니라, 불합리하고 불공정한 기업지배구조를 개선하는 등 공적기금으로서의 사회적 책임과 공공성을 이루기 위한 과제를 살펴보고자 함.

---

1) 제일모직은 삼성물산을 흡수합병한 후, 회사명을 삼성물산으로 변경하였음. 이 글에서는 회사명 혼동을 줄이기 위해 합병이전의 삼성물산은 (구)삼성물산으로, 합병 이후 제일모직이 회사명을 변경한 ‘삼성물산’은 (합병)삼성물산으로 표기함.

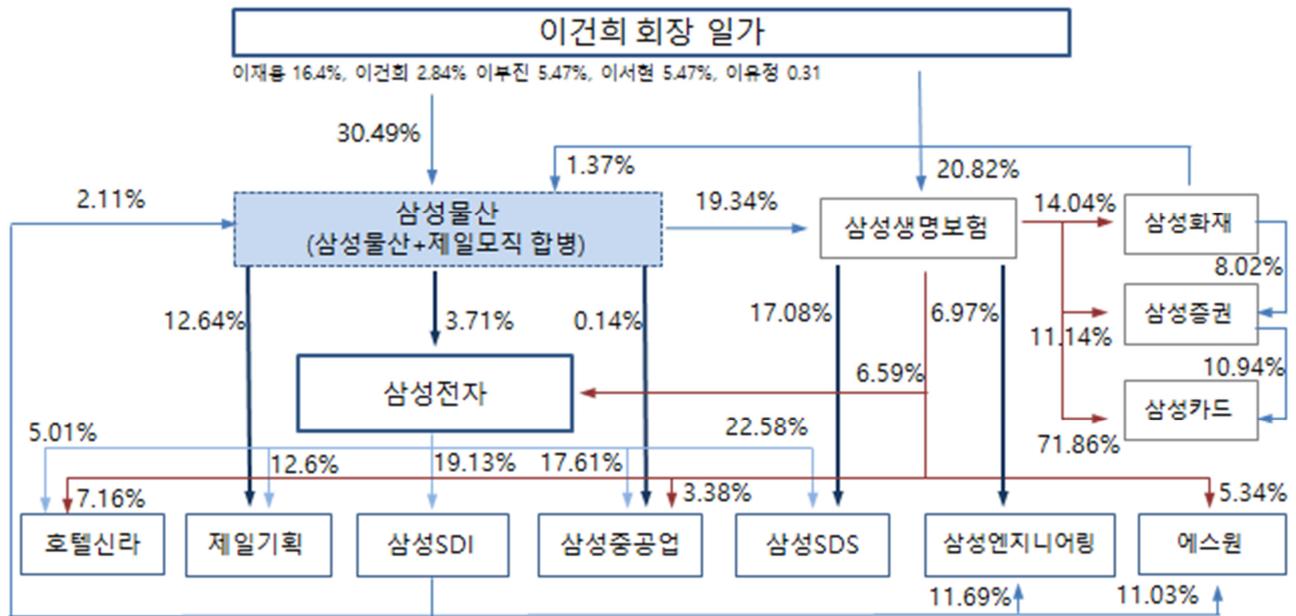
## 2. 국민연금 합병찬성을 둘러싼 의혹과 문제점

### 1) 삼성에게 삼성물산과 제일모직 합병이 중요했던 이유

○ 순환출자구조 개편을 통한 총수일가의 직접적인 지배력 강화

- 그동안 국내 재벌들은 순환출자구조를 통해 총수 일가의 지배력을 강화해왔음. 순환출자란 흔히 한 그룹 내에서 계열사끼리 ‘A기업→B기업→C기업→A기업’ 등 고리형태로 출자해 자본을 늘리는 투자방식을 의미하는데, A기업의 최대주주가 되면 이러한 순환출자구조를 통해 사실상 나머지 계열사에 대한 지배력을 가지게 되는 것임.
- 삼성그룹의 경우, 삼성물산과 제일모직 합병 이전에는 ‘제일모직→삼성생명→삼성전자→SDI→(구)삼성물산→제일모직’으로 이어지는 복잡한 순환출자의 고리를 지녔음<sup>2)</sup>. 제일모직의 상장, 그리고 (구)삼성물산과의 합병을 통해 순환출자구조는 ‘(합병)삼성물산→삼성전자→삼성생명’으로 단순한 지배구조가 형성됨.

[그림-1] 삼성그룹의 지배구조(2016년 11월 30일 그룹 내 상장기업 기준)



\* 지분은 공정위, '기업집단현황공시' 자료를 기준으로 작성함(2016년 11월 30일 기준).

\* 삼성그룹 내 비상장기업은 제외된 것이며, 1% 이하 지분은 생략했음.

- 제일모직은 순환출자구조의 정점에 있는 회사였고 이재용 부회장과 계열사 등 최대주주 지분이 52.4%였으나, 이재용 부회장이 직접 보유한 삼성전자의 지분은 0.57%에 불과했음. 합병을 통해 삼성물산에 대한 총수일가의 지분총합은 약간 줄어들지만, 30%의 지분으로 지배력을 그대로

2) 헤럴드경제(2014. 7. 17), 이투데이(2015. 7. 17), 비즈니스포스트(2014. 10. 31) 등 기사 참고.

유지하면서 (구)삼성물산이 가지고 있었던 삼성전자의 4.06% 지분을 확보하게 됨.

- 즉, 이재용 부회장은 삼성물산 합병을 통해 삼성전자와 삼성생명보험을 양측으로 삼성그룹에 대한 지배력을 더욱 강화하게 된 것임.

#### ○ 국민연금이 합병성사의 '캐스팅보트'

- 국민연금은 합병이전 삼성물산의 제1대 최대주주로 주주명부가 확정된 작년 6월11일 기준으로 삼성물산 주식 1천751만6천490주(지분을 11.21%, 시가평가액 1조2천209억), 제일모직 주식 653만5천240주(4.84%, 1조1천763억)를 보유하고 있었음<sup>3)</sup>.
- 합병안과 같은 특별 결의안건은 주주총회 참석 주주의 2/3(66.67%) 이상이 참석해야 하는데, 이재용 등 총수일가의 지분 13.82%, (구)삼성물산이 KCC에 처분한 자사주 5.96% 등 확실하게 찬성 입장인 지분은 20% 수준에 불과했고, 국민연금의 입장에 따라 합병성사의 향방을 가른다는 분위기가 지배적이었음.
- 실제로도 합병 당일 임시주주총회 참석률은 84.73%이고, 참석 주주 중 69.53%의 찬성률로 안건 승인율을 2.87% 간신히 넘기며 합병이 가결됐음. 만약 국민연금이 반대했다면, 합병은 무산됐을 것임.

## 2) 불공정한 합병비율에도 찬성

- 제일모직과 삼성물산은 2015년 5월 26일 이사회를 통해 합병결의 및 합병계약을 체결했으며, 제시된 합병비율은 "1 : 0.3500885"였음.
- 합병비율은 회사 A와 회사 B가 흡수·합병할 경우, B회사의 주식을 A회사의 주식으로 바꾸는데, 회사의 가치를 얼마나 인정할 것인지를 보여주는 비율로, (구)삼성물산의 주식 1주당 제일모직 주식 0.35주로 바뀌 받을 수 있다는 의미임(제일모직 159,294원, 삼성물산 55,767원).
- 즉, 합병비율의 공정성 여부는 국민연금의 손익 뿐 아니라(합병비율이 높을수록 국민연금의 지분을 상승), 합병 찬반 의사를 결정하는 중요한 판단 기준이기도 함.

#### ○ 합병비율의 공정성에 대한 문제제기

- 당시 '1 : 0.35'의 합병비율이 낮게 평가됐다는 문제제기가 많았음. 먼저, (구)삼성물산의 7.12% 지분을 보유하고 있었던 미국계 헤지펀드사인 엘리엇(Elliott Associates L.P)은 (구)삼성물산의 가치가 현저하게 저평가된 '명백하게 불공정한' 합병이라고 반대하면서 주주총회 소집통지 및 결의금지 등 가치분소송을 제기하는 한편, 공정가치 합병비율은 '1 : 1.6'이라고 제시함<sup>4)</sup>.

3) 삼성물산의 자산(26조1,556억원)은 제일모직(8조 1,833억원)보다 많지만, 현행 국내법에서는 기업 합병비율을 정할 때 자산이 아닌 시가(기준주가)를 기준으로 하도록 규정하고 있음.

4) 엘리엇이 주장한 합병비율은 '한영회계법인'에 의뢰해 작성된 기업가치분석보고서에 근거한 것임. 그러나 해당 보고서는 법인 내 최종 승인되지 않은 초안이었으며, 인수합병 용도가 아닌 투자 참고용으로 작성된 것이

- 국민연금을 포함해 세계 기관투자자들과 의결권 자문계약을 가장 많이 맺고 있는 ISS는 “삼성물산은 저평가되고, 제일모직은 고평가돼 삼성물산 주주가치가 훼손됐다”며 합병 반대를 권고하고(한겨레, 2015. 7. 3), 적정 합병비율로 ‘1 : 0.9530’을 제시함<sup>5)</sup>.
- 세계 2위 의결권자문사인 ‘글라스 루이스(Glass Lewis & Co)’, 국내 사회책임투자 컨설팅업체인 ‘서스틴베스트’ 역시 삼성물산 주주들에게 같은 이유로 합병 반대를 권고했으며<sup>6)</sup>, ‘한국기업지배구조원(CGIS)’ 또한 합병 반대 의견을 제시하며, 적정 합병비율로 ‘1 : 0.43’을 제시함.
- 기금운용본부 내부 검토과정에서도 “양사의 적정 가치에 기초하여 합병비율을 구해보면 ‘1 : 0.4634’이며, 따라서 합병비율에 있어서는 삼성물산이 다소 불리”하다는 검토의견이 제시됐음<sup>7)</sup>.
- 핵심은 합병비율의 공정성에 대해 많은 전문기관의 반대권고가 있었고 기금운용본부 자체적으로도 삼성 측이 제시한 합병비율이 낮게 산정돼 국민연금의 손해가 발생할 것임을 인지했음에도(아래 표-1 참고), 왜 국민연금이 합병비율 그대로 인정하며 합병에 찬성했는가 하는 점임.

[표-1] 합병비율에 따른 국민연금 보유평가금액 변동(억원, %)

합병비율	기금포트폴리오		합병 후			
	기금 시가평가액	합병비율 대비 손익	최대주주, 특수관계인		국민연금	
			지분율	증감	지분율	증감
0.25	19,646	-3,153	42.3	+2.4	6.2	-0.4
0.30	21,222	-1,576	41.1	+1.2	6.5	-0.2
0.35	22,799	-	39.9	-	6.7	-
0.45	25,952	+3,153	37.9	-2.0	7.0	+0.3
0.50	27,528	+4,729	37.0	-3.0	7.1	+0.5

\* 자료 : 국민연금기금운용본부 투자위원회. 제윤경 의원실(2016년 11월 15일) 보도 자료에서 재인용.

- 합병 이후에도, 합병비율의 공정성에 대해 의구심을 제기하는 비판적 입장들이 계속되고 있음. 서울고등법원은 지난 2월 주식매수가격 결정 청구 판결에서 1주당 매수가격을 (구)삼성물산이 정한 57,234원보다 약 16.36% 높은 66,062원(합병비율 1 : 0.403)으로 결정했으며, 이를 토대로 참여연대 등은 합병비율을 ‘1 : 0.5675’로 재산정함.<sup>8)</sup>
- 더 나아가, 뉴스타파는 흥순택 회계사와 함께 2015년 7월 기금운용본부가 산출한 합병비율(1 : 0.4634) 분석을 통해 오류를 지적하면서 제대로 평가했다면 적정합병비율은 1:1에 가깝게 산출됐을 것이라고 비판함<sup>9)</sup>.

아니어서 ‘한영회계법인’으로부터 강한 항의를 받았음. 자세한 내용은 한국경제 기사(2015. 6. 19) 참고.

- 5) ISS는 제일모직에 대해서는 찬성 입장 제시. 합병비율은 기금운용본부 투자위원회 회의록(2015. 7. 10) 참고.
- 6) 자세한 내용은 머니투데이 “삼성물산 저평가 여부가 합병 찬반 갈랐다”(2015년 7월 6일), 연합뉴스(2016년 7월 8일) 등 관련 기사 참고.
- 7) 국민연금기금운용본부 2015년 39차 투자위원회 회의록.
- 8) 참여연대, 연금행동 등이 제기한 ‘국민연금 손해배상청구소송 청원서’(2016. 12. 1).
- 9) 자세한 내용은 뉴스타파 보도, “국민연금, 삼성물산 ‘적정 합병 비율 1:0.46’ 도 엉터리”(2016. 12. 6) 기사 (<http://newstapa.org/36346>) 참고하기 바람.

○ 합병에 따른 시너지 효과 기대?

- 불리한 합병비율에도 불구하고, 국민연금이 합병에 찬성한 이유에 대해 기금운용본부는 보도설명자료(2016.11.23.)를 통해 “합병에 따른 시너지 효과 및 주식 가치의 상승 여지 등을 재무적 투자자 입장에서 종합적으로 검토한 데에 따른 것”이라고 설명했다. 삼성바이오의 최대주주로서의 이익창출이나 신사업 진출기반 확대 등 장기적 관점에서 합병비율의 불리함을 상쇄할 수 있다는 것임.
- 이는 삼성 측이 기업설명회를 통해 밝힌 합병 기대효과를 그대로 수용한 것으로, 당시 삼성은 “건설/상사 등 B2B 분야에서의 사업영역 확대를 통한 안정적 성장, 패션/식품사업의 해외시장 확대 및 바이오 사업 등 신규 사업기회창출을 통해 2020년 매출 60조원, 세전이익 4조원을 달성한다는 성장목표를 발표했다(제일모직, 2015. 6).
- 합병을 통해 얻게 되는 손실은 명확한데 반해, 합병을 통한 시너지 효과의 미래가치는 불확실성에 기초한 삼성 측의 목표나 계획에 의한 것일 뿐, 합병 전후 재무사항 변화 등에 대한 구체적이고 충분한 근거 및 합리적 판단 하에 이뤄졌다고 보기 어려움<sup>10)</sup>.

### 3) 의도적인 주가하락 의혹과 국민연금의 매도

○ 의도적인 주가하락 의혹

- 현행 자본시장법령에는 합병 시, ‘합병을 위한 이사회 결의일과 합병 체결 일 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 하여 1개월, 1주일, 당일을 기준으로 종가를 산술 평균한 가액을 기준’으로 하고 있음. 즉, 매우 단기간의 주식가치와 주가변동이 손익에 큰 영향을 미치는 것임.
- 그런데 여러 언론 등을 통해 (구)삼성물산이 의도적인 실적 부진(신규분량 물량 축소 및 수주물량을 삼성엔지니어링으로 빼돌리기 등)으로 주가하락을 유도해 가치를 낮췄으며, 합병 결정시기 역시 주식이 가장 낮을 때 이뤄진 것에 대해서도 의혹이 제기됨. (구)삼성물산의 주식가치가 낮아짐에 따라 결과적으로 제일모직보다 (구)삼성물산의 주식을 더 많이 보유하고 있었던 국민연금에게는 상당한 손실이 발생하는 반면, 제일모직의 지분이 40%가 넘었던 이재용 부회장 일가의 이익은 커지게 됐음.
- 당시 국내 증권사 가운데 유일하게 합병에 반대했던 보고서를 낸(2015. 7. 8) 한화투자증권 주진형 전 사장은 한겨레와의 인터뷰에서 “삼성물산의 실적을 일부러 나쁘게 해서 주가를 떨어뜨렸다. 당시 다른 건설사들의 주가는 연초 이후 평균 30% 정도 올랐는데, 유독 삼성물산만 10% 내렸다”며 삼성물산의 주가를 인위적으로 낮췄다는 주장을 제시하며 “삼성물산 이사회가 제일

---

10) 예를 들어 경제개혁연대는 바이오산업을 예로 들며, 제일모직은 2014년 말 상장(IPO) 당시에는 바이오부문의 사업에 대해 위험이 많아 자금조달을 확신하기도 어렵다고 기재하였으나(상장을 위한 증권보고서에는 2014년 3분기말 154억 적자를 시현하였으며 투자손익 역시 -187억 원을 인식하고 있다고 기술), 불과 6개월 후인 삼성물산과의 합병 당시에는 그 가치를 크게 과장하는 등 오락가락하는 행보를 보였음에도, 국민연금은 이 부분에 대해 면밀한 검토를 하지 않았다고 비판함.

모직과의 합병을 승인한 것은 최악의 행위”라고 강하게 비판함.

“...삼성물산의 실적을 일부러 나쁘게 해서 주가를 떨어뜨렸다. 당시 다른 건설사들의 주가는 연초 이후 평균 30% 정도 올랐는데, 유독 삼성물산만 10% 내렸다. 반면 이재용 부회장 일가의 지분이 40%가 넘는 제일모직은 어떤 식으로든 합병을 유리하게 추진할 것이라는 기대 때문에 주가가 실제 가치보다 훨씬 높았다. 그런 상황에서 삼성물산 이사회가 제일모직과의 합병을 승인한 것은 최악의 행위다...”(한겨레, 11/22)

- 실제로 합병 결의 직전인 5월 22일 현대건설 17.2%, GS건설 33.0%, 대우건설 31.5%, 대림산업 29.6% 등 다른 주요 건설사들의 주가는 크게 올랐지만, 삼성물산은 오히려 8.9% 하락했음 (한겨레, 2016. 6. 1).
- 이러한 의혹과 주장들에 대해, 지난 2월 서울고등법원은 실적부진에 따른 주가하락 등이 의도되었다는 의혹에 부합하는 객관적인 사실들도 일부 존재하며, 이러한 의심이 합리적인 이유가 있다고 판단하였음(아래 [표-2]참고).

[표-2] 구 삼성물산의 의도적 실적 부진에 서울고등법원의 판결

**“삼성” 차원에서 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 의도되었을 수 있다는 의혹을 제기하였고, 위와 같은 의혹에 부합하는 객관적인 사실들도 일부 존재한다.”**

“여기에 이 사건 합병의 특수한 사정, 즉 구 삼성물산(주) 주가가 낮게 형성될수록 이견희 등의 이익이 커지고, 이견희 등이 구 삼성물산(주)의 경영에 지배적인 영향력을 행사할 수 있는 지위에 있었다는 점과 기업집단을 지배하는 동일인에 의한 기업집단 내 회사의 사업내용에 대한 사실상 지배는 그 성질상 구체적인 지배력 행사 과정 등에 대한 뚜렷한 흔적이 남기 어렵다는 점까지 보태어 보면, **구 삼성물산(주)의 실적 부진이 이견희 등의 이익을 위하여 누군가에 의해 의도되었을 수도 있다는 의심에는 합리적인 이유가 있다.**”

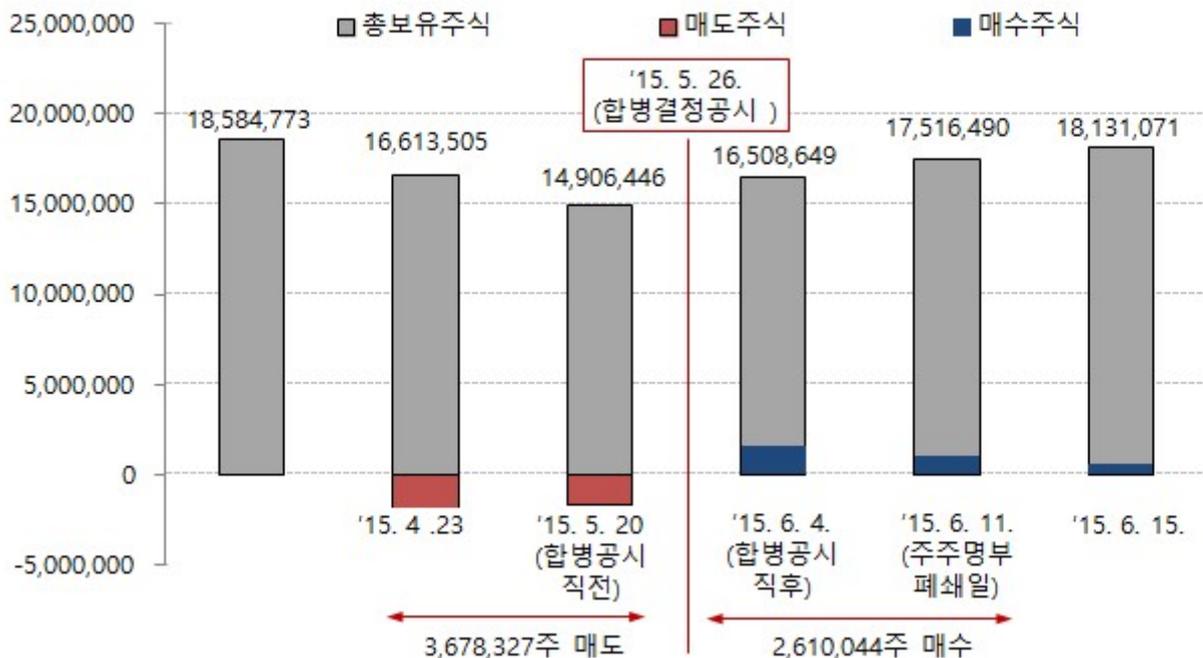
\* 자료 : 서울고등법원 2016라20178, 20190 (병합)결정문, 참여연대 등 청원서 p.29에서 재인용.

#### ○ 국민연금의 비정상적인 투자행태

- (구)삼성물산의 의도적 주가하락 의혹은 단순히 국민연금이 투자한 주식에 손해가 발생했다는 점 뿐 아니라, 국민연금이 이러한 의도적 주가하락에 동조했다는 의혹까지 제기되고 있음. 이는 합병 전후 국민연금의 비정상적인 투자행태를 근거로 함.
- 국민연금은 지난 2014년 10월 제일모직 상장 전 13.75%를 보유하고 있었으나, 4~5월 2개월간 약 368만주를 매도하는 등 지속적인 매도를 통해 합병 전 마지막 거래일에는 국민연금 지분율이 9.54%로 6개월 사이 4.21%를(6,573,913주) 매도했음. 그리고 합병 결의 이후에는 다시 약 260만주를 다시 매입해 보유비중을 11.61%까지 늘렸음. 즉, 합병공시 이전까지 보유주식의 대량매도를 통해 주가가치를 낮췄다가<sup>11)</sup>, 합병 비율이 정해진 이후 다시 (구)삼성물산의 주식이 상승하자 다시 이를 매수한 것임.

11) 서울고등법원은 국민연금의 2개월 간 지속적인 매도가 주가하락에 영향을 미쳤을 것이라 판단했음. 제윤경 의원실 보도자료(2016.11.15).

[그림-2] 합병공시 전후의 국민연금 삼성물산 보유주식 변화(단위 : 주)



\* 자료 : 금융위원회 전자공시시스템(국민연금의 주식 등 대량보유상황보고서), 경제개혁연대(2015)를 토대로 재정리.

- 만약 합병이 성사될 것을 가정했다면, 합병 발표 이후 오히려 제일모직 주식을 매입하고, 삼성물산의 주식을 매도하는 것이 상식적인데, 국민연금은 오히려 반대로 투자한 것임<sup>12)</sup>. 합병이 성사되면 국민연금은 삼성물산 주식을 고가에 매입해(6월 10일 종가기준 삼성물산은 75,000원) 낮은 합병비율에 따라(합병가액 55,767원) 그만큼 손해규모가 커지는 상황이었음에도 오히려 합병에 찬성하는 이해하기 힘든 의사결정을 한 것임.

#### 4) 의사결정 과정의 문제점

- 국민연금 의결권 행사 대상과 결정과정은 아래 [표-3]과 같음.
- 삼성물산 합병 건은 보유 지분율이 30% 이상에 해당되며, 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사해야 함. 다만, 핵심은 ‘찬성 또는 반대하기 곤란한 안건’에 해당하는지의 여부이며, 이에 따라 적법한 의사결정 과정인지, 투자위원회의 월권인지 판단할 수 있음.
- 제일모직과 삼성물산 합병 시나리오는 이미 제일모직 상장 직후인 2014년 12월부터 증권업계나 언론 등에서 유력하게 제기돼오던 이슈였고,<sup>13)</sup> “한국에서 자본시장이 만들어진 이래 가장

12) 이러한 이유를 근거로, 참여연대와 양대노총, 연금행동 등은 2016년 6월 16일 특정경제범죄가중처벌등에관한법률(업무상 배임) 위반, 자본시장과금융투자업에관한법률 위반으로 이재용 부회장 등을 고발함.

13) 매일경제, “내달 제일모직 상장..삼성지배구조개편 시나리오 본격가동”(2014. 11.25). 연합뉴스, “제일모직, 다음은 삼성물산과 합병?..가능성 솔솔”(2015. 1. 6). 경향, “제일모직과 삼성물산 합병설 모락모락”(2015. 1. 6). 비즈니스포스트, “이재용 승계 시나리오, 제일모직과 삼성물산 합병”(2015. 1. 6) 등.

많은 관심을 모았던 이벤트”(강정민·이은정, 2015)라고 할 정도로 많은 관심과 시선이 집중된 사안이었음. 특히 앞서 언급했던 것처럼, 국민연금의 의결권 행사가 합병 여부, 더 나아가 삼성 재벌 이재용 부회장의 경영권 승계와도 관련돼 있었기 때문에 매우 민감한 사안이었음.

[표-3] 국민연금 의결권 행사 관련 규정

<p>&lt;국민연금기금운용규정 시행규칙&gt; 제40조(의결권 행사 대상 및 의사결정) ① 기금은 기금 이름으로 보유하고 있는 주식에 대하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 제외하고는 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 의결권을 행사한다. 1. 보유지분율이 1,000분의 10 이상 1,000분의 30 미만이고, 주식 보유비중이 1,000분의 5 미만인 종목. 이 경우 본부장이 의결권을 행사한다. (생략) ② 제1항에도 불구하고 투자위원회, 본부장 또는 행사담당부서장이 찬성 또는 반대의 판단을 결정하기 곤란한 안건은 이사장에게 보고하며, 이사장은 국민연금기금운용위원회(이하 “기금운용위원회”라 한다)에 이에 관한 결정을 요청할 수 있다.</p> <p>&lt;국민연금기금보유주식 의결권행사지침 제3장 행사방법&gt; 제8조(의사결정의 주체 등) ① 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단(이하 “공단”이라 한다)이 기금운용본부(이하 “기금운용본부”라 한다)에 설치한 투자위원회(이하 “투자위원회”라 한다)의 심의·의결을 거쳐 행사한다. 다만, 보유지분율이 1000분의 30 미만이고 보유비중이 국내주식의 경우 국내주식전체 대비 1000분의 5 미만이거나 해외주식의 경우 해외주식전체 대비 1000분의 5 미만인 주식의 의결권 행사에 대하여는 「국민연금기금운용규정」에서 다르게 정할 수 있다. ② 기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건은 주식 의결권행사 전문위원회(이하 “전문위원회”라 한다)에 결정을 요청할 수 있다. ③ 의결권 행사시 외부 의결권 전문기관의 자문을 받을 수 있다.</p>
--

- 국민연금기금운용위원회(2015. 6.9, 이하 기금운용위원회)에서도 양대 노총 가입자 위원은 국민연금이 대량보유하고 있는 삼성물산의 주식이 저평가된 상태에서 ‘너무 과하게 불이익’하기 때문에 반대해야한다는 의견제시와 함께, 최소한 의결권행사전문위원회를 통해 논의할 것을 요구함.

[표-4] 2015년 2차 국민연금기금운용위원회(6.9) 회의록 중 삼성물산 합병 관련 가입자대표 발언

<p>김경자 위원 : 기금운용위원회 역할과 관련해서 이견이 있을 수 있습니다만 어쨌든 저는 국민들이 내고 있는 이 기금을 잘 운용해야 하는 것들이 저희의 역할이라고 생각하기 때문에 관련해서 이야기를 드립니다. 실제로 저희 국민연금이 갖고 있는 ○○ 관련한 주식을 보면 사실 최소 한 2~30%는 더 상향해서 사실은 합병이 돼도 돼야한다고 저희 전문가들이 봤을 때 이야기되고 있고 그런 측면에서 보면 <b>◎◎은 과대평가 되고 다음에 과소평가는 ○○ 바로 그 시점에서 사실은 합병을 논의하는 과정 관련해서</b> 저희는 상당히 저희 국민들의 기금을 통해서 운영하는 입장에서 보면 <b>이런 합병 관련해서는 반대해야 되는 것 아니냐는 의견을 말씀을 드리면서</b> 사실은 기사화된 것을 보면 관련해서 의결권행사전문위원회를 열어서 사실은 이야기한다고 하는데 이게 실제로 그럴 것인지 관련해서 말씀드리면서 여기서 깊은 논의를 할 수 없기 때문에 의견을 말씀드리면 <b>최소한 의결권행사전문위원회를 열어서 관련한 논의를 해 줄 것을 요청 드립니다.</b></p>
---

- 삼성물산 합병 이전인 2015년 6월 SK와 SK C&C 합병(2015년 6월 26일)에서의 의결권 판단은 투자위원회가 아닌 의결권행사전문위원회에서 다뤄졌음. 기금운용본부는 “SK주식회사와 SK C&C간의 합병비율에 관하여는 적법절차를 거쳤으나 최대주주가 유리한 방향으로 합병비율이

정해졌다는 논란이 있어 기업가치 훼손 여부를 판단하기 곤란하여 의결권행사전문위원회에 부의”했으며, 의결권행사전문위원회는 ‘주주가치 훼손’(34조)을 근거로 합병에 반대 표결했음<sup>14)</sup>.

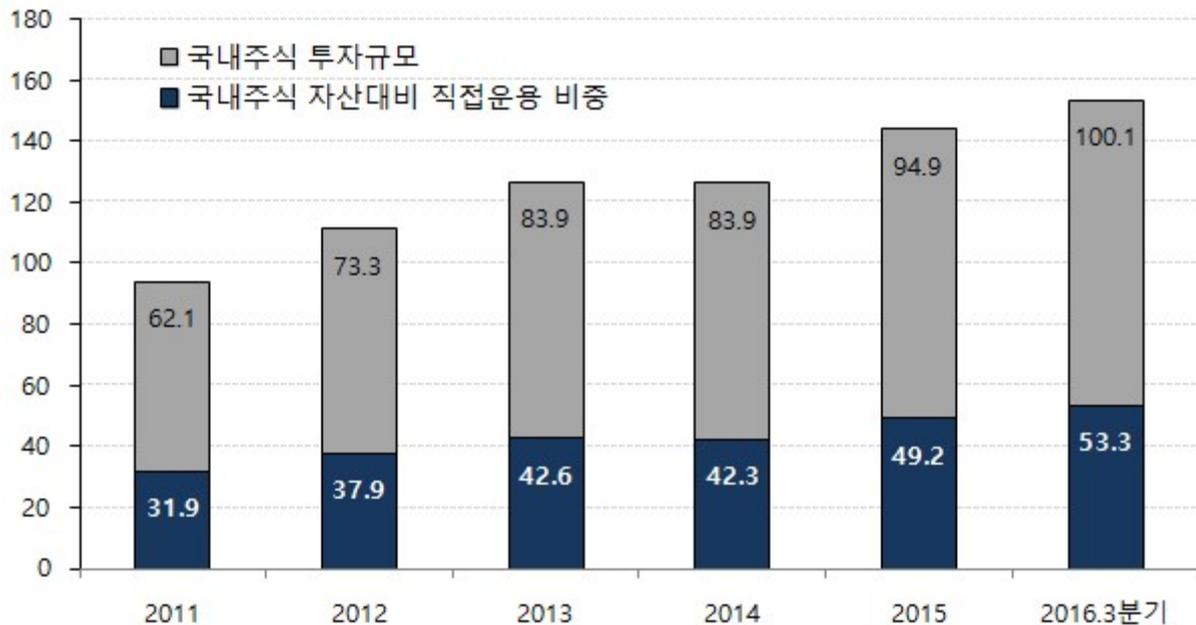
- 즉, 삼성물산 합병의 경우 SK와 SK C&C 합병 당시와 마찬가지로, 최대주주에게는 유리하고 국민연금에게는 불리하게 합병비율이 정해져 많은 논란이 있었고, 많은 전문자문기관들 또한 반대의견을 제시했으며, 기금운용위원회에서도 일부 위원들이 반대의견과 함께 의결권행사전문위원회에서 다룰 것을 제안했음에도 불구하고, 투자위원회에서 표결로 결정한 것은 SK와 SK C&C 합병 전례를 보더라도 일관성, 형평성에 어긋나는 의사결정이었음.
- 또한 투자위원회 표결 일주일 전에 투자위원으로 들어가는 대체투자실장이 인사 교체된 문제(한겨레 2015. 11.20) 역시 의혹을 더하고 있음.

### 3. 국민연금의 국내 주식투자 및 의결권 행사 현황

○ 국민연금 국내주식 투자규모 100조원 돌파.

- 기금운용본부에 따르면 국민연금기금은 2016년 9월 말 기준 국내주식에 18.4%, 국내채권 52.5%(286.1조), 국내대체 4.0%(21.8조), 해외주식 13.7%(74.4조), 해외채권 4.1%(22.3조), 해외대체 6.3%(34.6조)에 투자해 운용하고 있음.

[그림-3] 국민연금기금의 국내주식 투자현황 (단위 : 억원)



\* 자료 : 국민연금기금운용본부 홈페이지(2016년 12월 13일 방문).

- 이 가운데, 국민연금기금의 국내주식투자 규모는 매년 증가해 100.1조원을 넘어섰으며(2015년

14) 뉴스웬(2016. 11. 28) 기사 및 국민연금 의결권 행사내역 조회 참고.

말 기준 94.9조억원), 전체 자산에서 국내주식 투자가 차지하는 비중은 18.4%임. 이 가운데, 국내주식 자산대비 직접 운용하는 비중 역시 53.3%에 이르고 있음.

○ 국민연금기금 국내주식투자의 절반이 10대 재벌대기업에 투자. 이중 삼성이 최고(22.9%)

- 국민연금기금의 국내주식투자 가운데 국내 10대 대기업그룹이 차지하는 비중은 2015년 말 기준으로 48조 1,835억 원(보통주, 5% 이상 보유기준)으로, 전체 국내주식투자 비중의 절반 수준인 50.3%에 이를 정도로 매우 높은 비중을 차지하고 있음.
- 특히 삼성은 10대 대기업 중에서도 최대 규모의 국민연금이 투자되고 있는데, 삼성 내 9개 상장계열사에 투자되는 국민연금기금은 21조 5,790억으로 전체 국내주식투자 비중의 22.9%를 차지하고 있음. 그 뒤를 이어 현대자동차 8.5%(7조 9,427억), LG 7.5%(6조 9,801억), SK 7%(6조 4,398억), 롯데 1.6%(2조 6,679억) 등의 순임([표-5]참고).

[표-5] 10대 그룹 상장사 국민연금 지분 현황(단위 : 억원, %, 보통주, 2015년 말 기준)

구분	계열사	평가액 (억 원)	자산군 내 비중	지분 율	구분	계열사	평가액 (억 원)	자산군 내 비중	지분 율	
삼성	삼성전자	164,966	17.6	8.9	SK	SK	14,406	1.6	8.6	
	호텔신라	4,039	0.4	13.4		SK하이닉스	18,407	2	8.2	
	삼성증권	2,802	0.3	8.8		SK네트웍	760	0.1	5.6	
	삼성SDI	6,934	0.7	8.8		SKC	1,626	0.2	13.1	
	삼성전기	4,065	0.4	8.7		SK케미칼	2,108	0.2	11.9	
	삼성화재	12,346	1.3	8.5		SK이노베이션	11,577	1.2	9.6	
	삼성물산	15,349	1.6	5.8		SK가스	590	0.1	9.1	
	제일기획	2,698	0.3	11.3		SK텔레콤	14,924	1.6	8.6	
	에스원	2,591	0.3	6.8		롯데푸드	1,739	0.2	13.4	
현대 자동차	현대차	24,384	2.6	7.7	롯데	롯데칠성	3,387	0.4	12.3	
	기아차	15,973	1.7	7.5		롯데하이마트	1,545	0.2	11	
	현대제철	4,165	0.5	6.3		롯데케미칼	5,935	0.6	7.1	
	현대모비스	18,844	2	7.8		롯데제과	1,727	0.2	5.5	
	현대글로벌비스	9,817	1	13.5		롯데정밀화학 (구 삼성정밀)	12,346	0.1	5.3	
	현대위아	3,654	0.4	12		GS	GS	4,116	0.4	8.7
	현대건설	2,590	0.3	8.1			GS리테일	2,872	0.3	6.8
LG	LG	8,441	0.9	6.9	현대 중공업	현대미포조선	561	0.1	5.4	
	LG전자	6,239	0.7	7		현대중공업	3,554	0.4	5.3	
	LG화학	21,716	2.3	10	한진	한진	389	0	7	
	LG유플러스	3,415	0.4	7.5		한진칼	1258	0.1	12.2	
	LG하우시스	1,926	0.2	14.7		한국공항	46	0	5	
	LG생활건강	14,648	1.6	8.9	한화	한화	3,317	0.4	11.2	
	LG생활과학	1,225	0.1	12.2		한화테크윈	2,499	0.3	13.1	
	LG상사	1,766	0.2	13.5		한화케미칼	5,344	0.6	12	
	LG디스플레이	7,365	0.8	8.4	두산	두산중공업	1,784	0.2	8.1	
	LG이노텍	2,963	0.3	12.7		10대 그룹 평가액 소계		481,835		
	지투알	97	0	6.7						

\* 계열사는 금융공시자료 2015년 사업보고서를 참고했으며, 지분현황은 기금운용본부의 국내주식 투자종목 내역을 근거로 정리한 것임(지분율 5% 보유이상이며, 우선주는 제외하고 보통주 기준).

○ 국민연금이 5% 이상 지분율을 보유하고 있는 기업은 290개.

- 국민연금이 5% 이상의 지분율을 보유하고 있는 기업은 2015년 말 기준 290개 기업임. 그 중 국민연금이 가장 많은 금액을 투자한 곳은 삼성전자로, 전체 국내주식 투자의 17.6%를 차지하고 있으며, 평가액으로는 약 16조 4,966억으로 압도적으로 가장 높음.
- 삼성전자에 이어 현대차(2조 4,384억), 네이버(2조 4,178억), 한국전력(2조 2,873억), LG화학(2조 1,716억), 아모레퍼시픽(2조 695억), 현대모비스(1조 8,844억) 등의 순임.

[표-6] 국민연금기금 국내주식 상위 10 투자종목(단위 : 억원, %, 2015년 말 기준)

순위	구분	평가액(억원)	비중(%)	지분율(%)
1	삼성전자	164,966	17.6	8.9
2	현대차	24,384	2.6	7.4
3	NAVER	24,178	2.6	11.1
4	한국전력	22,873	2.4	7.1
5	LG화학	21,716	2.3	10.0
6	아모레퍼시픽	20,695	2.2	8.5
7	현대모비스	18,844	2.0	7.8
8	SK하이닉스	18,407	2.0	8.2
9	신한지주	17,322	1.9	9.3
10	기아차	15,973	1.7	7.5

\* 자료 : 국민연금기금운용본부 홈페이지(2016년 12월 13일 방문).

○ 2015년 국민연금 2,836건 의결권 행사. 반대율은 14.78%.

- 국민연금은 보유하고 있는 모든 주식<sup>15)</sup>에 대해 의결권을 행사하고 있음.
- 한국기업지배구조에 따르면, 국민연금은 2015년 2,836개 안건에 대해 의결권을 행사했으며, 반대율<sup>16)</sup>은 14.78%였음. 89개 기관투자자 가운데 ‘트러스트자산운용’이 16.15%로 가장 반대율이 높고, 그 다음이 국민연금이 두 번째로 높음. 다른 공적연금인 공무원연금은 3.14%, 사학연금공단은 1.79%임.
- 2016년은 11월까지 658회의 주총에서 의결권을 행사했으며, 이 중 재무제표(이익배당)보고가 33.33%로 반대율이 가장 높았고, 감사선임 31.58%, 기타 비상무이사 26.32%, 사내이사선임 24.04%, 사외이사선임 22.34% 등임.

15) 보유지분율이 1%미만이고, 보유비중이 주식전체 대비 0.5%미만인 경우 행사하지 않을 수 있음.

16) 반대율은 정기주총에서 경영진이 제안한 안건에 대한 반대한 비율을 의미함(주주안건 제외, 묶인 인간의 경우 개별적으로 간주).

[표-7] 국민연금 의결권 행사의 연도별 및 안건별 반대율 (단위 : %)

안건유형	2011	2012	2013	2014	2015	2016. 11.
재무제표(이익배당)승인	1.97	0.6	1.24	1.8	1.93	1.67
재무제표(이익배당)보고	0	0	16.67	20	0	33.33
정관변경안건	6.08	78.08	30.06	7.78	20.59	17.24
사내이사선임	16.67	20	28.81	23.06	21.98	24.04
사외이사선임	18.33	24.6	30.39	28.87	27.67	22.34
기타 비상무이사 선임	29.63	23.68	43.64	24.44	21.67	26.32
감사위원선임	12.56	16.79	16.42	17.15	16.88	16.78
감사선임	32.69	33.33	33.33	40.32	43.75	31.58
이사보수한도	1.35	1.84	0.3	0.58	0.79	2.39
감사보수한도	1.35	0	0.65	0.63	0	0.61
주식매수선택권	6.67	0	6.25	0	0	0
임원퇴직금지규정	0	10.34	6.67	8.82	14.29	6.67
회사 또는 사업의 양수 및 양도	0	0	0	0	0	0
회장 또는 대표이사 선임	0	0	0	0	0	0

\* 자료 : 한국기업지배구조원 자료를 재정리.

#### 4. 국민연금 의결권 행사 개선방안

- 그동안 재벌개혁을 중심으로 한 경제민주화가 주요 정책으로 부상되면서 기업지배구조 개선을 위한 국민연금기금의 주주권 활용과 역할이 중요한 대안 중 하나로 제기되기도 했으며, 이를 위한 법제도개선 논의가 다양하게 이뤄지기도 했음.
- 그러나 삼성물산 합병과정을 통해 드러난 현실은 오히려 국민이 낸 보험료로 조성된 국민연금 기금이 손해를 감수하면서까지 재벌의 지배구조를 강화하는데 동원될 정도로 외부의 압력에 취약한 의사결정과 지배구조를 지니고 있다는 것임.
- 국민연금의 삼성물산 합병 찬성이 ‘청와대-최순실-삼성’ 간 불법커넥션에 대가성으로 동원된 것인지의 여부는 특별검사 조사를 통해 명백하게 밝혀져야 할 것임. 또한 이번 논란을 교훈삼아 국민의 노후자금이 정치적 압력이나 자본의 요구로부터 벗어나 신의성실의 의무에 충실하게 관리·운영할 수 있도록 기금지배구조를 투명하고 민주적으로 개편하는 계기로 삼아야 함.

##### 1) 국민연금 의결권 의사결정 지배구조개선

- 국민연금 의결권행사 지침이나 기금운용 시행규칙에서(앞의 [표-3]), 의결권행사에 대한 의사결정은 기본적으로 기금운용본부가 수행하되, 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건은 기금운용본부가 의결권행사전문위원회에 요청할 수 있도록 규정하고 있음. 그러나 의결권행사전문위원회에 안건을 부의할지 여부가 기금운용본부의 투자위원회만 판단하도록 돼 있고, 기금운용위원회나 의결권행사전문위원회는 아무런 권한도 가지지 못하고 있음.
- 국민연금기금은 국민이 낸 보험료로 조성된 것으로, 대리인인 기금운용본부에 위임된 권한은 가입자의 권리로부터 양도받은 것이기 때문에 필요에 따라 가입자가 의결권에 대한 직접적인

행사가 가능하도록 개선하는 것이 국민연금기금 특성에 부합하는 의사결정체계임.

(1) 의결권행사전문위원회에 개별투자기업 의결권행사 권한부여

- 의결권행사전문위원회는 기금운용위원회 산하에 국민연금기금이 보유한 주식에 대한 의결권 행사를 위해 설치한 전문위원회로 정부, 근로자 및 사용자 단체, 지역가입자 단체 대표 추천(각 2인)과 연구기관 추천 1인 등 총 9명으로 구성됨.
- 현재는 기금운용본부가 판단하기 곤란한 안건을 부의할 경우에만 개별 투자기업에 대한 의결권 행사를 결정하는데, 9명 중 3명의 전문위원 이상이 요구하면 투자위원회가 해당 안건을 의결권행사전문위원회에 의무적으로 부여할 수 있도록 하고, 기금운용본부에 대한 자료 요청권을 보장하는 등 기금운용본부의 의결권 행사 권한에 대한 일정 정도의 통제장치를 마련할 필요가 있음.
- 이미 작년 10월 27일 의결권행사전문위원회는 ‘국민연금 의결권 행사지침 개정 의견’을 복지부에 제출했으나, 복지부는 방치하고 있음. 의결권 행사지침 개정은 기금운용위원회의 심의의결을 거쳐 시행가능하기 때문에, 복지부는 빠른 시일 내에 관련 지침이 개선될 수 있도록 해야 함.

(2) 의결권행사전문위원회 위원 추천권 변경 : 정부 영향력 최소화

- 의결권행사전문위원회가 개별 투자기업에 대한 의결권 권한을 갖기 위해서는 정부영향력을 최소화해 독립적 역할을 강화할 필요가 있음. 이를 위해 기금운용위원회의 의결로 구성·운영 중인 의결권행사전문위원회를 법제화하고, 위원 선임의 추천권한을 개편할 필요가 있음.
- 현재의 총 9인의 위원 수는 그대로 유지하되, 정부 추천 위원을 2인에서 1인으로 축소하는 한편, 지역가입자 추천 2인과 연구기관 추천 1인 등 총 4인은 국민의 대표기관인 국회(여야 각 2인) 추천으로 전환하도록 함(또는 정부 위원 및 연구기관 2인에 대해 국회가 공익위원 추천)
- 지역가입자대표 추천의 경우, 기금운용위원회의 자영자대표가 공적인 것을 보더라도 대표성을 지닌 단체를 찾기 어려우며(실무평가위원회도 마찬가지), 오히려 수협과 농협이 농·어업인을 대표하고 있는 실정임<sup>17)</sup>. 또한 연구기관 추천 역시 국책연구기관은 정부의 영향력에서 자유롭지 못하고, 민간연구기관은 추천권한을 갖는 근거가 취약함.

[표-8] 의결권행사전문위원회 추천권한 변경

현행		개선	비고
근로자 대표 추천 2인	→ 현행 유지	근로자 대표 추천 2인	민주노총, 한국노총 각 1인
사용자 대표 추천 2인		사용자 대표 추천 2인	경총, 중소기업중앙회 각 1인
정부 추천 2인	→ 1인 축소	정부추천(1인)	보건복지부 추천 1인
지역 가입자대표 추천 2인	→ 추천 전환	국회 추천(4인) 또는	여야 각 2인 공익위원 추천
연구기관 추천 1인		지역가입자(2) + 국회추천(2인)	여야 각 1인 공익위원 추천

17) 이는 현행 기금운용위원회와 실무평가위원회가 지닌 문제와 맞물리는 문제이며, 이에 대한 위원구성을 진정한 가입자대표 중심으로 개편하는 것 또한 매우 중요한 과제임.

(3) 의결권행사전문위원회의 행위준칙 강화

- 의결권행사전문위원회의 역할과 권한을 강화하는 만큼, 그에 따라 공정하고 객관적인 직무수행을 위해 행위준칙을 강화하는 등 책임성을 높일 필요가 있음.
- 예컨대, 현재 의결권행사전문위원회 위원 가운데 일부는 국민연금이 투자하고 있는 기업이나 거래기관에서 현직 사외이사로 활동하고 있음. 먼저 황인태 위원장은 국민연금의 지분율이 5.01%(1,126,393주)인 ‘서연’그룹의 사외이사이자, 국내 주식 및 채권 거래사인 동부증권의 사외이사이기도 함. 정부가 추천한 신현한 위원(연세대 교수) 또한 국민연금의 지분율이 약 10%인 LG이노텍의 사외이사 및 감사위원장을 맡고 있으며 본인 역시 1천주를 보유하고 있음. 사용자 단체가 추천한 조영길 위원(INS법무법인 변호사) 역시 국민연금이 18,237주를 보유하고 있는 KSS 해운 사외이사임.
- 의결권행사의 원칙과 기준을 정하고, 개별 투자기업에 대한 의결권행사까지 판단하는 의결권행사전문위원이 국민연금이 투자하거나 관계되는 기업의 사외이사로 재직하며 4천만 원에서 9천만 원까지의 보수를 지급받거나, 관련 주식을 보유하고 있는 것은 객관적인 공정성을 담보하기 어려울 수 있음.

[표-9] 의결권행사전문위원회 위원의 사외이사 참여 현황

성명	소속·직위	사외이사(임기)	국민연금 관련	비고
김재철	자본시장연구원 선임연구위원	한국투자신탁운용(주) (2011.5.26.~2015)	국내주식, 채권, 대체투자, 위탁운용사	정부추천
		한국투자밸류자산운용 (2015. 3.25~2016.3.25.)		
신현한	연세대 학교 교수	엘지이노텍 사외이사/감사위원장 (2014.3.14.~2017.3.14.) 보수 : 4천4백.	국민연금 지분율9.94% (2,352,012주). 본인 1,000주 보유	
조영길	INS법무법인 변호사	KSS해운 사외이사 (2011.3.18.~2017. 3.28) 보수 : 6천 733만	국민연금 18,237주 보유.	사용자 대표 추천
황인태 (위원장)	중앙대학교 교수	동부증권 사외이사 2014.03.14~ 2017.03.25. 보수 : 9천 4백.	국내주식, 채권거래증권사 국내채권 직접거래운용기관 국내 단기자금 거래기관	지역가입자 대표 추천
		서연 사외이사 2015.03.27.~2017. 03.26 보수 : 2천만.		

\* 자료 : 금융감독원 전자공시시스템의 최근 사업보고서 자료를 토대로 정리함.

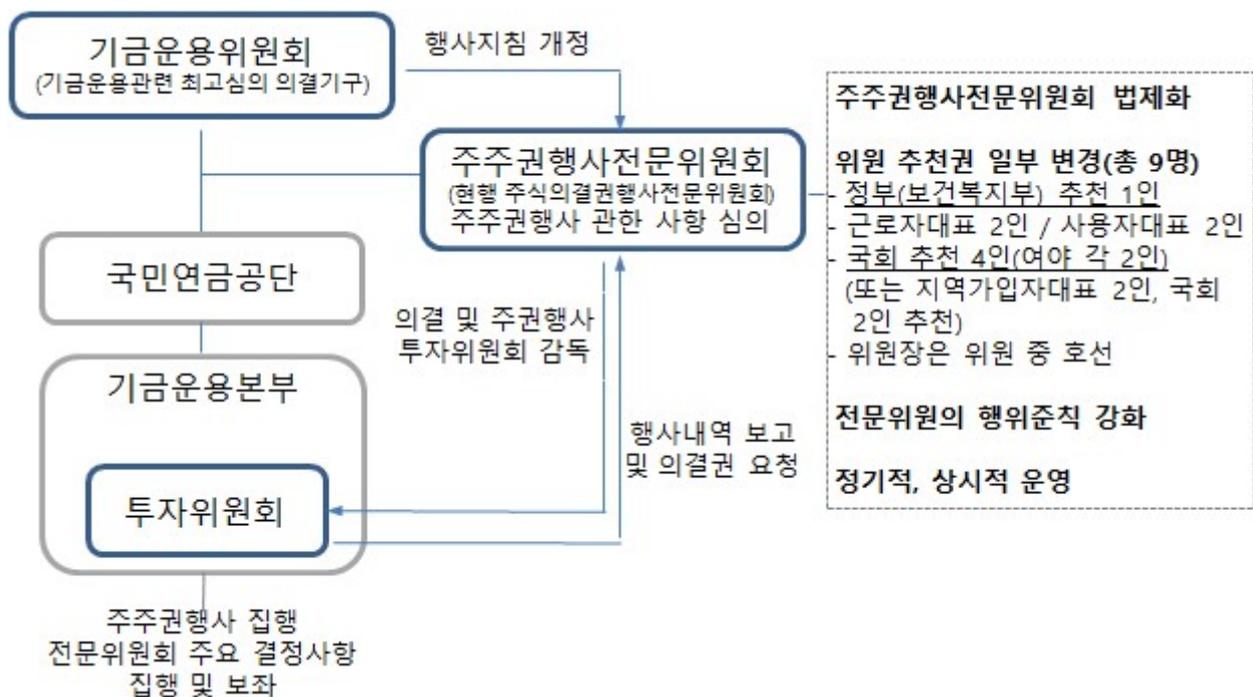
- ‘행정기관 소속 위원회 설치·운영지침’에서는 “이해당사자가 부당하게 의사결정 과정에 개입하지 않도록 위원 선정에 공정성을 기하”도록 규정하고 있음. 특히, 국민연금기금운용에 관련된 자는 국민연금 가입자와 수급자의 재산을 관리하는 수탁자로서의 충실의무와 선량한 관리자의 주의의무를 지님. 따라서 위원 선임 시, ▷영리가 동반한 겸직 금지 ▷이해상충 행위금지 ▷직

무관련 다양한 수혜 금지 ▷전관예우 금지 ▷주식 등 개인투자 제한 등 기금운용자에게 적용하고 있는 행위준칙을 강화해나갈 필요가 있음<sup>18)</sup>.

(4) 공개적이고 독립적인 운영 보장

- 국민연금 의결권 행사는 임원(회장이나 대표이사, 이사 등) 선임이나 인수합병에 대한 찬반 등 민감한 사안을 결정하며, 그만큼 객관적이고 독립적인 의사결정이 이뤄져야함. 국민연금은 주식시장의 큰손이라고 불릴 정도로 기업지배구조나 주식 및 금융시장에 많은 영향력을 미칠 수 있으며, 특히 의결권 행사를 넘어 주주권까지의 확대를 고려한다면 의사결정과정을 더욱 투명하고, 공개적으로 운영할 필요가 있음.
- 투자위원회의 회의결과를 공개하고, 행사 내역과 근거를 보다 구체적으로 수시·공시하고, 의결권행사전문위원회에 보고하도록 함. 이와 함께, 기금운용위원회 및 전문위원회의 안건 발의권, 자료 요구권 등을 부여하는 등 관리·감독 권한을 강화해야 함.

[그림-4] 국민연금 의결권 행사 의사결정구조 개편체계



18) 이는 의결권행사전문위원회 뿐 아니라 다른 전문위원회도 마찬가지로 적용되어야 함. 투자정책전문위원회 위원 가운데 일부 역시 에스에프에이(국민연금 5.73% 보유, 1,028,207주), 신한금융투자주식회사(최대주주 9.25%), 현대미포조선(5.35%, 1,069,743주)을 포함해 신도리코, 나이스정보통신, 하나자산신탁 등에 사외이사로 활동하고 있음.

## 2) 국민연금기금의 사회적 책임과 기업지배구조 개선

### (1) 의결권의 강화, 그리고 주주권으로의 확대

- 일반적으로 주주권은 주주가 회사에 대해 갖는 권리로, 주주의 경제적 이익을 목적으로 하는 권리뿐 아니라, 지배주주의 전횡이나 대리인에 대한 감시와 견제, 보호를 위한 법적 수단을 보장하는 것을 의미함. 법률적 의미의 주주권은 의결권(주주가 주주총회에 참여하여 보유주식에 비례해 갖는 일종의 투표권), 주주제안, 주주대표소송 등이 있음. 더 나아가 주주권을 좀 더 넓은 의미로 해석하여, 주주가 회사의 경영에 대한 감시와 제안을 통해서 기업 가치를 높이고 대리인 위험을 낮추는 모든 활동으로 이해하면, 캐나다 연기금인 CalPERS의 Focus List<sup>19)</sup>와 같은 기업지배구조 개선을 위한 적극적 관여(engagement), 지배구조펀드의 육성 및 투자, 투자자 연대를 통한 영향력 확대, 입법운동 등을 포함함(김순호, 2013).
- 그러나 국민연금의 경우 아직 소극적 주주권의 의미인 의결권 행사에 국한돼 있는데, 오히려 기업가치 제고를 위해서라도 보다 적극적인 주주권 활용의 의미로 확대할 필요가 있음(원종현). 이에 따라 ‘의결권행사전문위원회’는 ‘주주권행사전문위원회’로 확대하고, 의결권행사지침 역시 주주권행사지침으로 변경해 개정될 필요가 있음.

[표-10] 세계 주요 연기금의 주주권 행사 비교

구분		CalPERS (미국)	CPPIB (캐나다)	GPIF (일본)	SuperAnnuation (호주)	국민연금 (한국)
자국 주식시장 내 비중		약 0.3%	약 0.1%	약 5%	약 20%	약 6.4%
연금수혜자		캘리포니아 공무원	미국 내 사립대 임직원	전 국민	전 국민	전 국민
소극적 주주권	의결권 행사	○	○	○	○	○
	비통일적 행사	×	×	○	○	△
능동적 주주권	주주관여	○	○	×	펀드매니저에 따라 상이	×
	중점감시목록	○	×	×		×
	주주제안	○	○	×		×
	사외이사추천	×	○	×		×
	투자자연대	○	○	×		×
	주주소송	○	○	×		×
	입법소송	○	○	×		×

\* 자료: 국민연금실무평가위원회, 한국경제연구원 등. 우리금융경영연구소(2014)에서 재인용.

### (2) 사회책임투자를 고려한 의결권 및 주주권 행사 : 공공성 강화와 기업지배구조 개선

- 사회책임투자(Social Responsibility Investment)는 재무적 요소뿐 아니라, 환경·사회·지배구조 요소를 통합적으로 고려해 장기적 수익과 안정성, 공공성을 확보하는 투자임. 이미 세계 주요 연기금 등 기관투자자가 당연하게 받아들이고 있는 핵심 철학이자 정책방향으로, UN에서도 ‘유엔

19) 기업지배구조가 좋지 않은 기업을 선정하여 관여(engagement)와 개입 정책을 통해 기업지배구조를 개선시키고 기업 가치를 상승시키는 전략임(김승호, 2013).

책임투자원칙(UN Principals for Responsible Investment)’를 통해 이를 지지하고, 장려하고 있음. 또한 영국, 독일, 프랑스, 스웨덴 등에도 윤리, 사회, 환경적 측면을 고려해 투자하는지 여부를 의무적으로 공개하도록 법적 근거가 마련돼 있음<sup>20</sup>).

- 사회책임투자 분석의 요소인 환경, 사회, 기업지배구조의 구체적인 범위는 환경(작업환경, 안전, 공해물질배출, 환경사고 가능성, 지구환경 및 지역환경 기여), 사회는 노동(고용, 노사관계, 교육훈련, 고용평등), 인권(차별철폐, 아동노동, 강제노동, 고충처리, 토착주민관리), 지역사회(부패방지, 정치적 기여, 독점규제 및 공정경쟁), 기업지배구조(기업투명성, 기업지배구조) 등으로 구분할 수 있음.
- 국민연금공단은 2009년 7월 1일 ‘유엔 책임투자원칙’에 가입하였고, 이를 반영해 국민연금기금의결권 행사지침에서 “장기적이고 안정적인 수익률 제고를 위하여 환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자요소를 고려하여 의결권을 행사한다.”(제4조의2 책임투자)고 규정하고 있으며, 2015년 1월 관련 내용이 국민연금법 개정(제6장 7조 4항)을 통해 신설됐고 국민연금기금운용지침에서도 관련 사항을 규정하고 있음(제17조 책임투자).
- 그러나 책임투자에 대한 명시적인 법·규정상의 근거에도 불구하고, 의결권행사의 경우 세부적인 행사범위나 기준 등 구체적 사항이 행사지침에 반영되어 있지 않은 상태임. 책임투자 자체가 아래 [표-12]에서 보듯이, 일부 내용만 선택적으로 반영해 위탁·운용하고 있을 뿐임.<sup>21)</sup>

[표-11] 현재 국민연금의 책임투자 평가지표

사회책임투자 요소	이슈	평가 지표
환경	기후변화	온실가스 관리시스템, 탄소 배출량, 에너지 소비량
	청정생산	청정생산 관리시스템, 용수 사용량, 화학물질 사용량, 대기오염물질 배출량, 폐기물배출량
	친환경제품 개발	친환경제품 개발활동, 친환경 특허, 친환경 제품 인증, 제품환경성 개선
사회 (노동)	인적자원관리	1인당 급여, 1인당 복리후생비, 조직 문화, 근속연수, 인권, 노동관행
	산업안전	보건안전 시스템, 안전보건 경영시스템 외부인증, 산재다발사업장 지정
	하도급 거래	거래대상 선정 프로세스, 공정거래 자율준수 프로그램, 협력업체 지원활동, 하도급법 위반사례
기업 지배구조	공정경쟁	내부거래위원회 설치, 공정거래 저해행위, 정보보호시스템 인증, 매출액 대비 기부금
	주주의 권리	경영권 보호 장치, 주주의견 수렴 장치, 주주총회 공시시기
	이사회구성과 활동	CEO와 이사회 의장의 분리, 이사회 구조의 독립성, 이사회의 활동, 이사보수정책
	감사제도	감사위원회 사외이사 비율, 장기재직 감사 또는 감사위원 비중, 감사용역 비용 대비 비감사용역 비용
	관계사 위험	순자산 대비 관계사 우발채무 비중, 관계사 매출 거래 비중, 관계사 매입 거래 비중
	배당	주주가치 환원을, 최근 3년 내 배당 지급 여부, 과소 배당

\* 자료: 기금운용본부에서 재정리. 현재 ESG평가결과는 ESG요소를 고려한 운용이 성과에 미치는 영향을 심층 분석하기 위한 책임투자 기상편드운용(14.8월 출범)에만 활용되고 있음.

20) 주요국가의 연기금 사회책임투자에 대한 자세한 내용은 권순원(2012)를 참고하길 바람.

21) 기금운용본부에 따르면 2015년 말 기준, 국민연금기금의 책임투자를 반영한 자산군의 투자비중은 약 6조 8,838억 원이며, 직접투자는 없고 위탁운용사를 지정해 SRI펀드 형태로 투자하고 있음.

- 국민연금기금은 단기적인 이익이 아닌 장기적이고 지속가능한 수익, 그리고 재무적 성과만이 아닌 환경·사회·지배구조에 대한 고려 등 공적기금으로서의 사회적 책임과 공공성을 강화하는 방식으로 운용해야 함.
- 국민연금의 관련 법 규정 등이 ‘사회’를 삭제하고 ‘책임투자’로만 규정하면서, 사회책임투자를 ‘다른 방식의 투자기법’으로만 인식하는 경향이 있는데, 수익률만이 아니라 사회책임투자를 통해 얻게 되는 공공성이 공적연금에 대한 신뢰 뿐 아니라 연기금의 주인인 가입자의 실질적 수혜와도 연관된다는 점을 상기할 필요가 있음<sup>22)</sup>.
- 이를 위해 의결권 행사를 포함해 주주권 행사까지 사회책임투자에 대한 세부적인 범위와 기준을 마련해 적용하고, 모니터링과 평가체계를 마련하는 등 체계적으로 정비하고 더욱 강화해나가야 함.<sup>23)</sup>

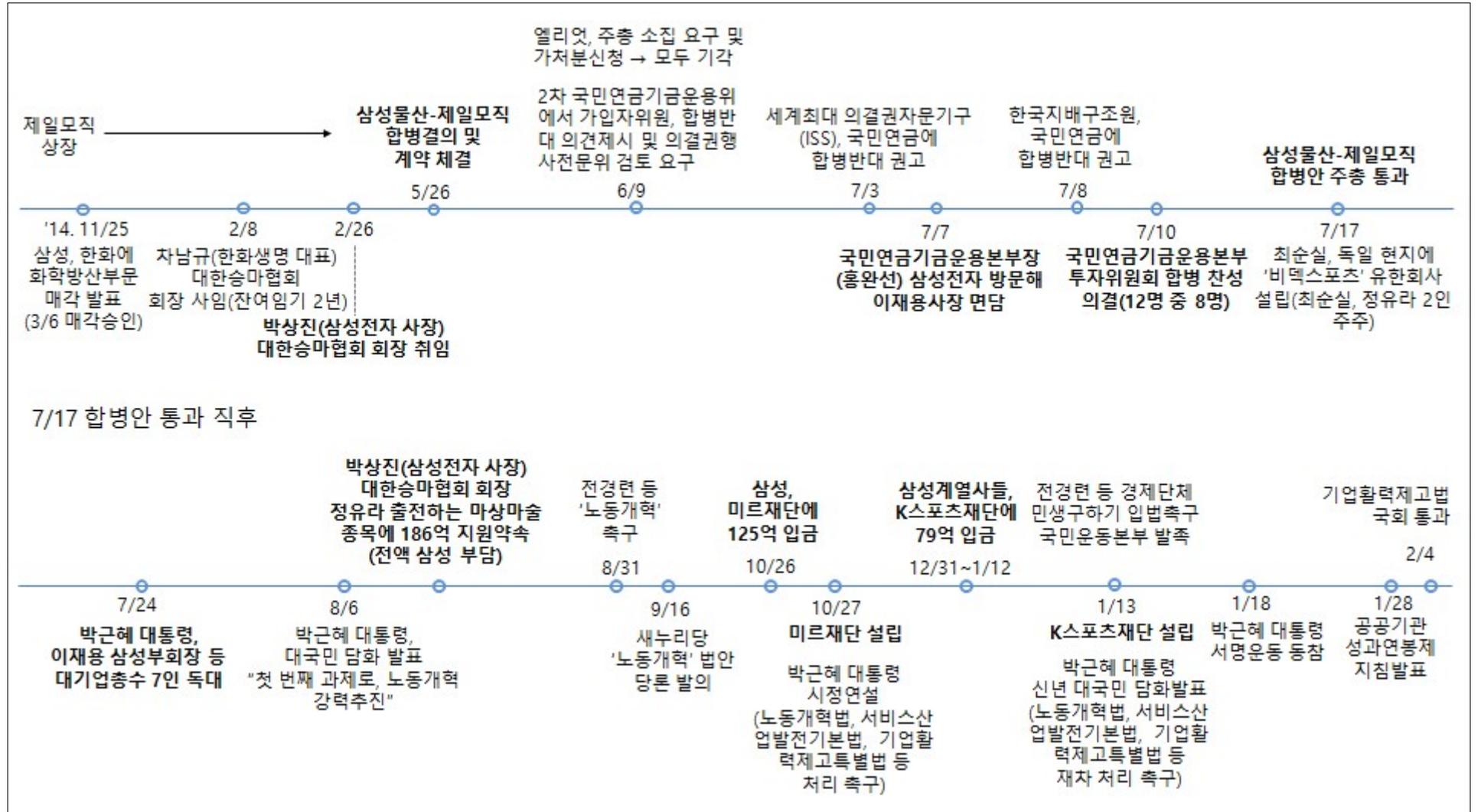
## 5. 마치며

- 정권과 재벌의 불법적인 정경유착 과정에 국민연금이 대가성으로 합병에 찬성했는지 여부는 검찰조사를 통해 명백하게 밝혀져야 할 것임.
- 그러나 정치적 개입여부를 고려하지 않더라도, 이번 사건을 계기로 유념해야 할 것은 국민연금이 소수 전문가들의 재무적 이익에 대한 판단에 따라 재벌총수의 경영권 승계를 위해 동원될 수 있다는 사실임. 국민연금의 손해액이 얼마인지가 문제의 핵심이 아니며, 기금운용본부의 해명처럼 장기적으로 더 많은 수익을 내면 과연 아무런 문제도 없는 것인지 진지하게 성찰할 필요가 있음.
- 이는 곧 의사결정구조 뿐 아니라, 의결권 행사의 역할과 기준의 문제이기도 하며, 나아가 공공성을 무시한 수익률 중심의 기금운용 방식에 대한 정책 전환이 필요함을 의미함. 그런 의미에서 이번 사건을 교훈삼아 의결권 행사의 의사결정구조를 투명하고 민주적으로 재편하는 것 뿐 아니라, 기업지배구조 개선과 사회적 책임을 위해 의결권 행사 기준과 내용을 보다 강화하고 사회책임투자 요소를 반영하는 제도개선의 계기로 만들 필요가 있음. 이것이 크게 훼손된 국민연금의 사회적 신뢰를 회복할 수 있는 지름길임.

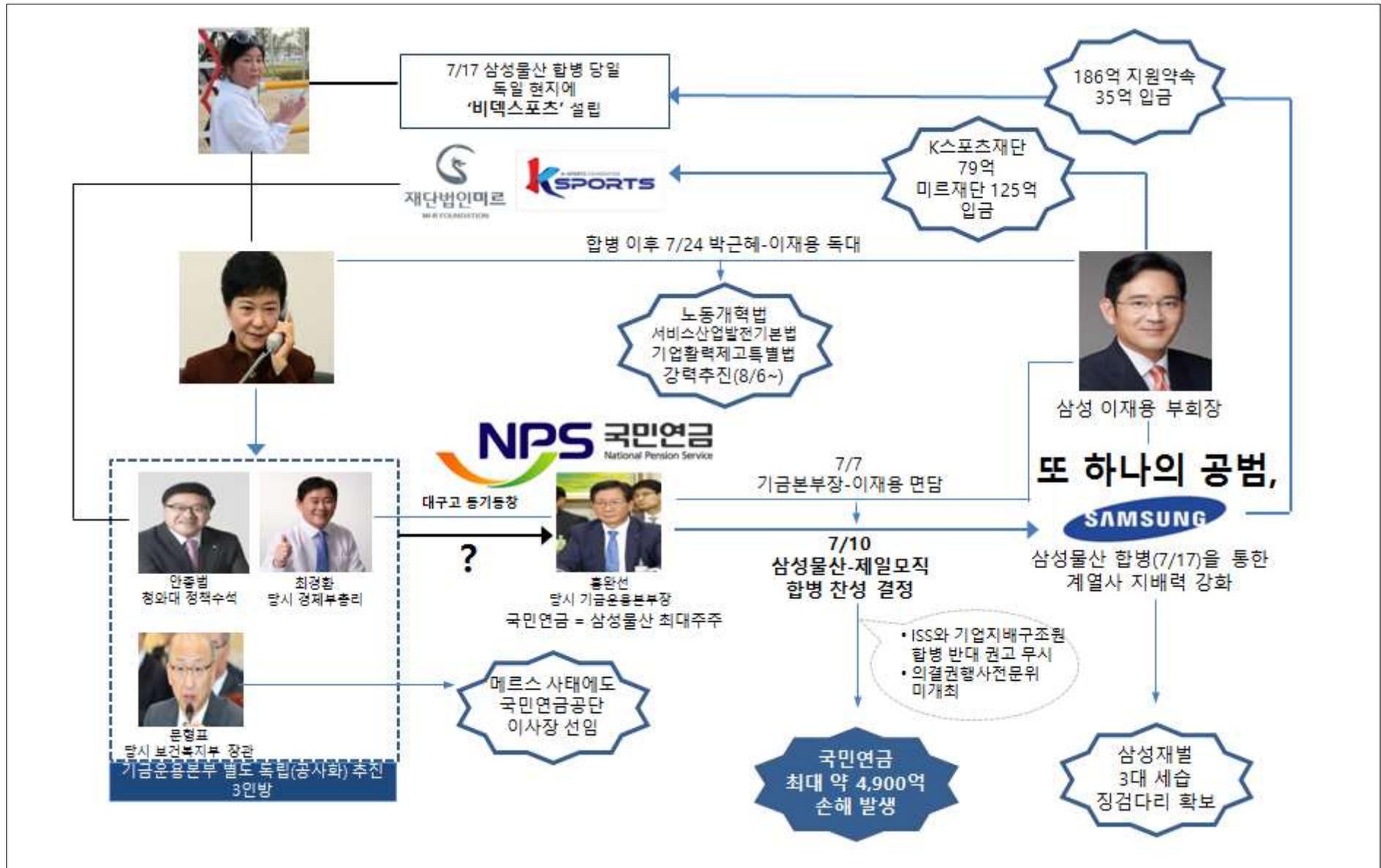
22) 우선적으로 사회책임투자 요소를 국민연금기금 핵심적인 투자 원칙으로 고려해야함. 예컨대 지난 옥시사태처럼 국민의 생명과 안전을 위협하는 반윤리적이고, 환경건전성을 위배하는 기업이나, 확산탄처럼 비인도적인 대량살상무기를 생산하는 기업 등 사회적으로 문제가 되는 기업에 대한 투자 철회 등 사회책임을 고려한 ‘사회적 선별투자’(social screening)의 원칙과 가이드라인을 만들어 적용할 필요가 있음.

23) 예컨대, 근로기준법이나 최저임금 준수여부, 부당노동행위나 불법과건 여부, 작업장 안전이나 산업재해, 인위적 구조조정 그리고 횡령·배임 및 불법탈세 등 비위 임원선임 문제, 기업의 정치자금, 각종 불공정거래나 부당내부거래 및 부당행위 등 다양한 사회적 이슈가 포함될 수 있음.

[부록-1] 삼성물산과 제일모직 합병 전후 과정을 둘러싼 주요 상황과 경과



[부록-2] <박근혜-최순실-삼성>의 불법 커넥션과 국민연금 동원 의혹에 대한 관계도 (언론보도를 토대로 구성)



## 참고자료

- 경제개혁연대. 2016. “삼성물산 합병 결정에 문제없다는 국민연금의 해명을 끝이곧대로 믿을 국민이 얼마나 되겠는가?” 보도자료, 2016. 11. 24.
- \_\_\_\_\_. 2015. “삼성물산 합병 건에 대한 국민연금 의결권행사의 문제점”, 경제개혁이슈, 2015-7호.
- 공정거래위원회. 2016. 기업집단 정보포털, 2016. 11. 30일 기준.
- 국민연금공단. 2016. “국민연금기금 운용규정 시행규칙”, 2015. 7. 30. 개정 기준.
- 국민연금기금운용본부. 2015. “2015년 39차 투자위원회 회의록”, 기금운용본부 전략기획실, 2015. 7. 10.
- \_\_\_\_\_. 2015. “제일모직/삼성물산 적정가치 산출보고서”, 기금운용본부 리서치팀, 2015. 7. 10.
- 김승호. 2013. “시장영향력을 고려한 기금운용방안 : 주주권행사를 중심으로”, 국민연금연구원, 정책보고서 2013-07.
- 보건복지부. 2014. “국민연금기금 의결권 행사지침”, 2014. 2.
- \_\_\_\_\_. 2016. “국민연금기금운용지침 : 국민연금기금 투자정책서”, 2016. 4. 8.
- 삼성 제일모직. 2015. “IR Presentation”, 2015. 6.
- 원종현. 2011. “기업지배구조와 국민연금의 주주권 행사”, 국회입법조사처, 이슈와 논점 235호. 2011. 5. 13.
- 우리금융경영연구소. 2014. “국민연금의 주주권 행사 강화를 위한 주요 이슈 및 과제”, 주간 금융경제동향, 2014-18.
- 제윤경 국회의원실 보도자료. 2016. “삼성물산 합병 관련 국민연금 의혹, 검찰 철저히 조사해야”, 2016. 11. 15.
- 참여연대, 연금행동 등. 2016. “국민연금 손해배상청구소송 청원서”, 2016. 12. 1.

### <참고 홈페이지>

금융감독원. 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr/>)

국민연금공단 기금운용본부(<http://fund.nps.or.kr>)

한국기업지배구조원(<http://vip.cgs.or.kr>)