
문제기업에 대한 국민연금의 적극적 주주활동 방안 모색 토론회

일시 | 2020년 1월 14일(화) 오후 2시

장소 | 국회의원회관 제7간담회실

주최 | 국회의원 이학영·국회의원 정춘숙·국회의원 채이배·

국회의원 윤소하·공적연금강화국민행동·민변 민생경제위원회·

민주노총 참여연대·한국노총

프로그램

14:00 사회 인사말

김남근 변호사 | 민변 부회장
국회의원 이학영·정춘숙·채이배·윤소하

14:15 발제

문제기업의 지배구조 개선을 위한 국민연금의 적극적 주주활동 필요성

정상영 변호사 | 참여연대 경제금융센터 실행위원

14:35 토론

원종현 국민연금연구원 부원장
노종화 변호사 | 경제개혁연대 연구위원
이동구 변호사 | 참여연대 경제금융센터 실행위원
홍원표 민주노총 정책국장
김정목 한국노총 정책차장
조우경 보건복지부 국민연금재정과 서기관

15:40 종합토론

16:00 폐회

목차

인사말	이학영 더불어민주당 국회의원	04
	정춘숙 더불어민주당 국회의원	06
	채이배 바른미래당 국회의원	08
	윤소하 정의당 국회의원	11
발제	문제기업의 지배구조 개선을 위한 국민연금의 적극적 주주활동 필요성	
	정상영 변호사 참여연대 경제금융센터 실행위원	14
토론1	원종현 국민연금연구원 부원장	35
토론2	노종화 변호사 경제개혁연대 연구위원	67
토론3	이동구 변호사 참여연대 경제금융센터 실행위원	71
토론4	홍원표 민주노총 정책국장	79
토론5	김정목 한국노총 정책차장	86
토론6	보건복지부 국민연금재정과	93

인사말



이학영 / 더불어민주당 국회의원(경기 군포시을), 국회 정무위원회

안녕하십니까.

더불어민주당 정무위원회 소속 국회의원 이학영입니다.

「문제기업에 대한 국민연금의 적극적 주주활동 방안 모색 토론회」에 오신 여러분 환영합니다.

오늘 이 자리를 마련해주신 참여연대와 민변 민생경제위원회, 공적연금강화국민행동, 민주노총, 한국노총, 그리고 함께 해주신 정춘숙 의원님, 채이배 의원님, 윤소하 의원님께 감사드립니다.

또한 발제와 토론을 통해 고견을 들려주실 전문가 여러분께도 깊은 감사의 인사를 전합니다.

기업은 실패할 수도 있고 불법을 저지를 수도 있지만, 그 피해는 종사자, 소비자 등 국민에게 미칩니다. 따라서 주주권은 기업의 이익과 함께 사회적 책임을 감안하여 국민경제에 도움이 되는 방향으로 행사되어야 합니다.

특히, 국민연금은 국민의 재산을 재원으로 하는 만큼 사주의 이익 실현보다는 국민의 이익 실현을 위해 균형자 역할을 충실히 수행해야 합니다.

스튜어드십 코드 도입과 5%룰 개정으로 국민연금 주주권 행사의 길이 열렸습니다. 배당요구나 불법을 저지른 임원의 해임요구 등의 기본적인 주주권 행사는 어려움 없이 가능해졌습니다. 아직 갈 길이 멀지만, 우리 사회가 한걸음을 내딛은 것입니다.

국민연금이 적절한 주주권 행사를 통해 스스로 확립한 수탁자 책임 원칙을 잘 지켜나가면, 기업을 더 건강하게 만들고 우리 국민의 노후자금을 더 안전하게 지켜 줄 것입니다.

국민연금 등 기관 투자자가 더 적극적으로 주주권을 행사할 수 있도록 국회에서도 노력하겠습니다.

다시 한 번 오늘 토론회에 와주신 여러분께 감사의 인사를 드립니다. 모두 건강하시고, 새해 복 많이 받으시길 바랍니다.

국회의원 이 학 영

인사말



정춘숙 / 더불어민주당 국회의원, 국회 보건복지위원회

안녕하십니까?

용인시 수지구에 살고 있는

국회 보건복지위원회 소속 더불어민주당 국회의원 정춘숙입니다.

추운 날씨에도 불구하고 국민연금의 올바른 사회적 책임투자를 논의하고자 하는 「문제기업에 대한 국민연금의 적극적 주주활동 방안 모색」 토론회에 참석해주신 여러분들께 진심으로 감사의 인사를 드립니다.

이렇게 의미 있는 토론회를 함께 공동주최하여 주시는 이학영 의원님, 채이배 의원님, 윤소하 의원님, 공적연금강화국민행동, 민변 민생경제위원회, 민주노총, 한국노총, 참여연대에게 깊은 감사의 인사를 드리며, 이 토론회를 처음부터 끝까지 준비하신 참여연대 여러분들께 한번 더 수고 많으셨다는 말씀 전합니다.

다들 아시다시피 보건복지부가 스튜어드십 코드라고 하는 ‘국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙’을 도입한지 1년 6개월 정도 지났습니다. 당시 기업가치의 심각한 훼손으로 국민의 노후자금인 국민연금에 피해를 입히는 기업에 대해서는 적극적으로 주주권을 행사할 것처럼 발표해 많은 국민연금 가입자들로부터 긍정적

인 평가를 받았지만, 이후 실제 주주권을 행사하려는 과정에서 많은 논란들이 있어오면서 도입 시 천명했던 국민연금 적극적 주주권 활동에 대한 의지를 확인하기는 어려운 상황이 되었습니다.

심지어 국민연금의 의결권·주주권행사 관련 주요 사항을 결정하는 수탁자책임 전문위원회는 2020년 주주총회에서 주주권행사를 준비하기 위한 활동에 있어 사실상의 손을 놓고 있는 상태입니다. 이에 주주가치에 악영향을 줄 우려가 있는 한국기업 사례를 분석하고, 문제기업 지배구조 개선을 위한 국민연금의 적극적 주주활동 필요성을 되짚어 보기 위한 오늘의 토론회는 매우 시의적절하지 않았나 생각됩니다.

오늘 토론회에서 논의되는 고견들을 수렴하여, 국민연금 기금운용 정책에 반영될 수 있도록 국회에서 적극적으로 노력하겠습니다.

다시 한번 「문제기업에 대한 국민연금의 적극적 주주활동 방안 모색」 토론회에 참석해주신 여러분들께 진심으로 감사드리며, 앞으로도 국민연금정책에 대해 꾸준한 관심 부탁드립니다.

감사합니다.

국회의원 정 춘 숙

인사말



채이배 / 바른미래당 국회의원, 국회 법제사법위원회

안녕하십니까?

바른미래당 국회의원 채이배입니다.

먼저 추운 날씨에도 불구하고 「문제기업에 대한 국민연금의 적극적 주주활동 방안 모색 토론회」에 함께 자리해 주신 내빈 여러분께 환영과 감사의 인사를 드립니다. 아울러 본격적인 주주총회 시즌을 앞두고 시의적절한 토론회를 공동주최하여 주신 윤소하 의원님, 이학영 의원님, 정춘숙 의원님과 공적연금강화국민행동, 민변 민생경제위원회, 민주노총, 참여연대 경제금융센터, 한국노총 관계자 여러분께도 감사의 말씀드립니다.

지난해 12월 27일 국민연금 스튜어드십 코드에서의 핵심내용 중 하나인 ‘적극적 주주활동 가이드라인’이 드디어 확정되었습니다. 2015년 스튜어드십 코드 도입 논의가 시작된 이후 4년이 되어서야 국민연금의 주주권 행사를 위한 절차·규정이 정해진 것은 다소 늦은 감이 있습니다. 또한 경영참가 목적 주주권행사의 범위 문제나 단기 매매 차익 반환 제도 개선 등 자본시장법 관련 규정을 개정해야 하는 과제도 남아 있습니다.

국민연금에 제대로 된 스튜어드십 코드 도입이 시급했던 것은 시장의 예측가능성

을 높여 주는 동시에 삼성물산·제일모직 합병 사례와 같이 정부·정권의 입김이나 의지에 따라 국민의 자산인 국민연금기금의 운용이 좌지우지되는 것을 막기 위함이었습니다. 또한 최대주주·경영진의 불법행위와 기업가치를 손상시키는 행위가 발생해도 주주로서 제 목소리를 내지 못하는 ‘주총 거수기’의 오명에서 벗어나게 하는 것도 시급했습니다.

배임·횡령, 사익 추구 등의 불법행위로 회사 가치를 훼손시킨 경영진에 대해 주주가 그 책임을 묻는 것은 당연한 일입니다. 따라서 공정거래위원회나 검찰과 같이 공신력있는 국가기관이 경영진의 불법행위를 적발했을 경우 국민연금은 이에 대해 경영진의 책임있는 설명을 요구하고 제대로 된 해명이 없을 경우 불법 행위를 한 경영진에 대한 경영책임을 물어야 합니다. 또한 불법행위에 대한 사법부에 최종판단이 있을 경우 불법행위자는 회사 경영에서 당연히 물러나게 하는 정관변경도 추진해야 합니다.

이러한 원칙 아래 횡령죄로 1심에서 징역 2년의 실형이 선고되고 공정거래법 위반으로 추가 기소된 효성그룹 조현준 회장이나 공정위로부터 13억원의 과징금을 부과받고 공정거래법 위반으로 기소된 대림산업 이해욱 회장에 대해 국민연금이 올해 주총에서 어떠한 결정을 내려야 할지는 명확합니다. 또한 가족간 분쟁으로 안정적인 회사 경영에 위협을 주는 대한항공 조원태 회장 연임에 대해서도 국민연금은 반대표를 행사해야 할 것입니다.

한편 국민연금이 지분을 보유한 상장 공기업에 전문성과 독립성이 없는 정부·정권의 낙하산 인사가 임원으로 임명되는 경우에도, 국민연금은 적극적으로 반대표결을 해야 합니다. 무능한 임원 선임으로 인한 기업의 가치 저하를 막을 수 있을 뿐 아니라, 국민연금이 정부·정권으로부터 독립되어 있다는 것을 시장에 확인시켜 스튜어드십 코드 도입에 대한 일각의 우려 또한 불식할 수 있기 때문입니다.

오늘 토론회는 주주가치에 악영향을 줄 우려가 있는 한국 기업 사례를 분석하고 다양한 해외 연기금의 주주권 행사 활동을 살펴보는 한편 그 동안 문제를 발생시켰던 기업의 지배구조 개선을 위해 국민연금이 적극적 주주활동을 제대로 했는지

되짚어 보기 위해 마련하였습니다. 또한 2020년 주주총회에서 국민연금의 적극적 주주권행사 방향에 대해서도 심도 있는 논의가 이루어질 것을 기대합니다.

마지막으로 이번 토론회의 좌장을 맡으신 민변 김남근 부회장님과 훌륭한 발제를 해 주신 참여연대 경제금융센터 정상영 실행위원님께 감사의 말씀을 드립니다. 아울러 토론자로 참석해주신 국민연금연구원 원종현 부원장님, 경제개혁연대 노종화 연구위원님, 참여연대 경제금융센터 이동구 실행위원님, 민주노총 홍원표 정책국장님, 한국노총 김정목 차장님, 보건복지부 국민연금재정과 조우경 서기관님께도 감사드립니다.

저도 국회의 일원으로서 오늘 제시해주신 소중한 의견들이 국민연금의 운영에 최대한 반영될 수 있도록 많은 소임을 다하겠습니다.

다시 한 번 오늘 토론회에 참석해 주신 모든 분들께 감사의 인사를 드립니다.
감사합니다.

국회의원 채 이 배

인사말



윤소하 / 정의당 국회의원(원내대표), 국회 보건복지위원회

안녕하세요?

정의당 원내대표 윤소하 의원입니다.

20대 국회에서 국민연금의 주주권 행사 관련 토론회와 기자회견을 여러 차례 주최했습니다. 그만큼 관심이 높았던 사안이 아닌가 싶습니다.

2016년 12월 한국기업지배구조원이 '기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙'을 제정한 이후, 2018년 7월 국민연금도 '국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙'을 의결하여 본격적으로 스튜어드십 코드를 도입하였습니다. 스튜어드십 코드에 따라 국민연금은 집안일을 맡아하는 집사(Steward)가 되어 가입자가 맡겨놓은 기금에 대한 수탁자 책임을 성실히 이행해야 합니다.

한진그룹은 적극적 주주권 행사가 적용된 첫 번째 사례라고 할 수 있습니다. 대한항공은 이른바 '땅콩회항' 사건을 시작으로, 사주 일가의 갑질, 밀수 등 불법행위로 국민들로부터 공분을 산 바 있습니다. 이는 주가에 영향을 미쳐 연기금에도 손실을 입혔습니다. 이에 국민연금은 대한항공 측에 세 차례의 비공개서한, 한 차례 공개서한을 발송하였고, 적극적 행동을 한 결과 결국 주주총회에서 이사 연임 안전이 부결된 바 있습니다. 그동안 대기업은 총수 1인 주도 체제였습니다. 하지

만, 앞으로는 대기업 총수라 할지라도 기업의 가치를 훼손하거나 주주권 침해 이력이 있다면 경영권을 박탈당할 수 있음을 보여준 것입니다. 하지만, 한진칼 주총에서 제안한 '이사가 회사에 관한 배임·횡령죄로 금고 이상의 형의 선고가 확정된 때에는 즉시 이사직을 상실한다'는 내용의 정관변경 안은 부결되고 말았습니다.

국민연금기금의 장기 수익성 제고 및 공적 연금의 사회적 책임 강화라는 측면에서도 스튜어드십 코드의 안착은 중요한 문제입니다.

스튜어드십 코드가 안착하기 위해서는 먼저, 연기금 운용에 있어서 '수익률 지상주의'를 벗어나야 합니다. 현행 법 상 최대 수익의 확보를 위하여 시장수익률을 넘는 수익을 내도록 규정하고 있습니다. 공격적 투자는 수익률을 높일 수도 있지만 손실의 위험도 큼니다. 사회책임투자자 '최대수익률'은 공존하기 어렵습니다. 목표 초과 수익률을 낮추거나 스튜어드십 코드를 적용해야 하는 상황에서는 예외적 규정을 두는 등 투자원칙에 변화가 필요합니다.

또한, 한진그룹에 대해 경영참여 주주권 행사 결정을 할 때에 대한항공은 제외하기로 했던 것은 아쉬운 결정이었습니다. 10% 이상 지분을 가진 대주주가 6개월 이내에 주식을 팔 경우 수익을 기업에 반환하도록 한 단기 매매 차익 반환금 제도가 국민연금에 부담이 될 수 있다는 것입니다. 국민연금은 장기투자자이기 때문에 단기매매는 최소화해야 합니다. 특히 위탁운용의 경우 목표 수익률을 달성하기 위해 단기매매를 많이 하고 있습니다. 위탁운용사들의 불필요한 단타(短打)매매를 줄일 방안을 마련해야 합니다.

지난 12월 27일 국민연금기금운용위원회 제9차 회의에서 '국민연금기금 적극적 주주활동 가이드라인'을 심의 의결하였는데, 적극적 주주활동 대상기업을 선정할 때에 '산업의 특성과 기업의 여건'을 종합적으로 고려하여 선정할 수 있도록 하였고, 주주제안의 내용은 상법·자본시장법에서 허용하는 범위 내에서 가장 적절한 내용을 기금운용위원회가 결정하여 추진하도록 하였습니다. 또, 수탁자책임 활동사안 중 'ESG평가 종합등급 하락 사안'을 '예상하지 못한 우려사안'에서 '중점관리사안'으로 변경하였습니다.

복지부는 불필요한 오해를 제거하고 경영계가 우려하는 불확실성이 해소될 수 있도록 하기 위해 변경한 것이라고 하지만, 적극적 주주활동을 하기도 전에 후퇴하고 있는 것은 아닌지 우려됩니다. 국민연금의 적극적 주주활동은 경영간섭이 아니라 감시·감독입니다. 수탁자로서 맡은 바 책임을 다하고자 하는 것입니다. 국민연금의 적극적 주주활동은 기업 가치를 높이고, 장기적으로 수익률에도 긍정적인 영향을 미치게 될 것입니다.

오늘 토론회에서 현황과 문제점, 적극적 주주권 행사 방안에 대해 심도 깊은 논의가 이루어지길 바랍니다.

사회를 맡아주신 김남근 변호사님, 발제를 맡아주신 정상영 변호사님, 토론자로 함께 해 주신 원종현 부원장님, 노종화 연구위원님, 홍원표 정책국장님, 김정목 정책차장님, 조우경 서기관님, 토론회를 준비해 주신 참여연대 경제금융센터 간사님들께 감사드립니다.

국회의원 윤 소 하

문제기업의 지배구조 개선을 위한 국민연금의 적극적 주주활동 필요성

정상영 / 변호사, 참여연대 경제금융센터 실행위원

I. 들어가며 : 주주총회 시즌과 국민연금의 주주권행사

- 기관투자자들이 정보력을 바탕으로 주식투자에서 적기에 매수, 매도하여 수익을 극대화하는 전략만으로는 목표 수익률을 달성하기 어려우므로 장기적으로 기업 가치를 높여 주가를 올리기 위한 적극적인 경영 관여의 필요성에서 기관투자자들의 주주 행동주의는 그 정당성을 인정받아 왔음.
- 투기자본들의 단기적인 기업사냥을 통한 투기적 이익 획득 전략과 기관투자자들의 주주가치 제고 및 장기적인 수익성 제고를 위한 주주권 활동을 구분할 필요가 있음.
- 스튜어드십 코드는 영국에서 2010년 규범화된 이래로, 2019년 3월 말 현재 영국의 스튜어드십 코드를 기반으로 캐나다, 이탈리아, 일본, 미국 등 총 12개국에서 시행 중임¹⁾.
- 우리나라는 2016. 12. 한국 스튜어드십 코드로 기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙을 제정하여 도입함.

1) 이양복, 국민연금 주주권 행사에 대한 논의와 개선방향, 2019.

- 국민연금기금은 2018. 7. 국민연금기금 수탁자책임에 관한 원칙을 도입하고, 국민연금기금 수탁자책임 활동에 관한 지침을 제정하여 시행하고 있음. 국민연금은 2019년 10월 말 기준 712.1조 원의 적립금을 보유한 유니버설 오퍼로서의 기관투자자임.
- 세계경제포럼이 발표한 2016-2017 국가경쟁력평가에서 기업 이사회의 유효성 순위에서 우리나라는 138개국 중 109위로 하위권을 나타내고 있으며, 이는 기업지배구조의 후진성에서 기인한 것으로 나타남²⁾.
- 아시아기업지배구조협회(ACGA)가 CLSA(Credit Lyonnais Securities Asia)와 공동으로 발간하는 「CG Watch 2018³⁾」에 의하면, 우리나라는 2016년과 마찬가지로 아시아 12개국 중 9위로 평가되어 2010년 이후 줄곧 하위권에 머물러 있음. CG Watch는 한국이 비록 순위는 낮지만 지난 2년 동안 규제 기관의 역할과 회계감사 분야에 성과를 내고 있고, 스튜어드십 코드가 도입되고, 국민연금도 2018. 7. 스튜어드십 코드에 가입한 사실을 평가함. 그럼에도 불구하고 한국의 기업지배구조는 여전히 취약하고, 기업의 책임성과 소수 주주의 권리 등 핵심 이슈와 관련하여 유의미한 변화를 만들어 내지 못하고 있다고 평가함⁴⁾.
- 국민연금은 국민연금의 수탁자책임에 관한 원칙에 따라 투자대상 기업 관련 중점관리 사안 및 예상하지 못한 우려에 대한 수탁자 책임활동을 통하여 주주 가치 제고 및 국민연금 기금의 장기적 수익성을 제고하겠다고 천명함.

2) 이양복, 위 글

3) CG는 Corporate Governance의 약자. CG Watch 보고서는 2001년에 최초로 발표되었고, 2010년부터 2년 주기로 정기 발간되고 있음.

4) 이승희, 「CG Watch 2018」에 나타난 한국의 기업지배구조, 2018.

II. 해외 연기금 사례

1. 캘리포니아 공무원 연금(CalPERS) 등 해외 연기금의 주주권행사

- CalPERS는 1932년 설립된 연기금으로 2017. 12. 31. 기준 운용자산(AUM) 규모는 3,500억 달러에 달함. CalPERS는 자체적인 주주활동 방침을 수립하여 주주활동을 수행하고 있으며, 외부 서비스 자문 기관을 이용하지 않고 주주활동 담당 부서에서 개별적으로 또는 여타 기관투자자와 협력적으로 주주활동을 수행함⁵⁾.

1) 일대일 접촉을 통한 비공개 대화

- CalPERS가 주주 행동주의의 전범처럼 이야기되고 있으나, CalPERS가 추구하는 지배구조 개선 요구 등은 절반 이상이 대상기업 이사회와의 비공개 대화 과정에서 해결되고 있다고 함.
- 이렇게 비공개 대화 과정에서 지배구조 개선 등의 요구가 해결되는 것은, 지배구조 개선 과제 자체가 정당한 요구이고, 해당 기업의 발전에도 도움이 되는 사안이기 때문에 적극적으로 수용하는 측면도 있지만, CalPERS의 요구를 수용하지 않으면 CalPERS가 공개중점관리 대상기업으로 선정하고 공격적인 주주권행사로 연계된다는 점이 널리 알려진 점도 있음.

2) 중점관리 대상기업 선정(Focus Listing)

- CalPERS는 1987년부터 매년 기업의 경영 성과와 주가, 지배구조 등을 평가해 ‘포커스 리스트(Focus List)’라고 하는 ‘집중 관리기업 리스트’를 발표해 지배구조 개선을 요구해 왔음. 다만, 2011년부터는 그 명단을 공개하지는 않고 있음.
- 처음에는 ‘Focus List’에 오른 기업 중 10% 미만의 기업만이 CalPERS가 제안한 정책을 수용했으나, 영향을 극대화하기 위한 연대전략을 추진한 결과 최근에는 ‘Focus List’에 오른 기업 중 80% 이상이 CalPERS의 요구를 받아들

5) 김선민, CalPERS의 주주활동과 의결권 행사 현황 및 실제사례, 2018

이고 있다고 함.

- 2014년 CalPERS는 'Focus List'의 대상기업 풀을 넓히고 영향력을 높이기 위해 「Enhanced Focus List」를 새로이 도입함. 절대적, 상대적 투자 규모를 고려하여 글로벌 포트폴리오에 포함된 기업을 1위부터 100위까지 선정함. 과거 'Focus List' 프로그램이 이사의 독립성, 과반수투표제, 시차임기제와 같은 지배구조 이슈에 중점을 둔 반면, Enhanced Focus List 프로그램은 글로벌 포트폴리오 기업을 대상으로 '투자자 권리, 이사회 질, 다양성, 임원 보수, 기업보고 이슈에 방점을 두고 주주활동을 수행함⁶⁾.

3) 이사 사임 등 적극적 주주권행사 사례

- 주주활동 시 개별 주주활동의 경우 지배구조 이슈(76%)를 주로 고려하고 ESG 통합 이슈(24%)도 고려함.
- CalPERS는 2004년 3월 월트디즈니의 주주총회에서 20년째 회사를 이끌어 오던 마이클 아이스너 회장에 대해 5~6년간 누적된 실적 부진의 책임을 물어 퇴진 요구를 하였고, 마이클 회장은 그 후 얼마 가지 않아 퇴임함.
- CalPERS는 2003년 뉴욕증권거래소(NYSE)의 리처드 그라소 회장을 퇴진시키는데 일조했고, 시티그룹과 코카콜라의 경영진 교체를 시도한 사례도 있음.
- CalPERS는 2011년에는 애플에 주주 과반수가 찬성해야 이사선임이 가능하도록 하는 다수 결의제를 도입하도록 하여 관철시키기도 하였음. CalPERS는 포트폴리오에 포함된 기업 가운데 2016. 6. 30. 기준 50개사의 과반수투표제 도입을 성공시킴. 2010년부터 CalPERS의 요구로 과반수투표제를 도입한 기업은 293개사에 달함.

4) 다른 기관투자자들과의 연대

- CalPERS는 'Focus List'에 오른 기업에 대해 개별적 주주활동뿐만 아니라 협력적 주주활동도 많이 진행하는데 협력적 주주활동의 경우 ESG 통합 이슈

6) 김선민, 위 논문

(98%)가 가장 많이 고려되는 이슈이고, 지배구조 이슈(2%)는 상대적으로 그 비중이 낮음⁷⁾.

- 특히 CalPERS와 연대하고 있는 기관투자자들도 ‘집중관찰 리스트’에 오른 기업들의 주주총회에서 CalPERS와 같은 주주권행사를 함으로써 그 영향력을 극대화하고 있음. 주주활동을 시도한 기업들로부터 성공적인 ESG 관행 개선을 이끌어 냄.

5) 주주대표소송과 입법청원 운동

- 그 밖에도 각종 집단 주주대표소송을 제기하고, 정부를 상대로 지배구조 개선과 관련한 입법청원 운동을 벌이기도 하였음.
- 2014년에는 우리 법무부에 경영권 방어수단인 포이즌 필 채택에 반대하는 서한을 전달한 바도 있음.

6) 의결권 행사

- CalPERS는 외부 서비스 기관의 도움 없이 의결권 행사 전담 조직인 Corporate Governance Team이 자체적인 의결권 행사 지침 기준에 따라 직접 의결권을 행사함. CalPERS는 주주총회 개최일 3~5주 전에 의안분석 기관으로부터 주주총회 안건에 대한 자문을 받고, 내부 협의를 통해 의결권을 행사함. CalPERS는 주주총회 개최 이전에 홈페이지를 통해 의결권 행사내역을 사전 공시함⁸⁾.

7) 소위 ‘CalPERS 효과’에 대한 평가

- CalPERS의 적극적인 주주권행사로 해당 기업의 주식 가치가 상승하고 CalPERS가 높은 수익률을 올리자, 주주 행동주의의 긍정적 효과에 대한 용어로서 ‘CalPERS 효과’라는 용어가 생겨났음.

7) 김선민, 위 논문

8) 김선민, 위 논문

- 미국의 다른 기관투자자들은 주주 행동주의에 신중한 태도를 취하는 경우가 많았고, 미국의 기관투자자 협회(CII : Council of Institutional Investors)나 미국 주주협회(USA : United Shareholders Association)는 ‘CalPERS 효과’는 존재하지 않거나 매우 미미하다고 보고한 경우도 있음.
- Wilshire Associates는 2001년과 2007년 두 차례에 걸쳐 CalPERS에 대해 연구하였는데, 2001년 보고서에서는 1987년과 2000년 사이 CalPERS의 공격대상 기업에 대한 주주 행동주의의 결과를 분석해 본 결과, 공격대상 기업으로 선정되기 전 과거 5년 동안 기업들 평균 대비 96% 이하의 저조한 실적을 올렸던 대상기업의 실적이 공격대상으로 선정된 후 5년 동안 평균 일반 기업들 평균보다 14% 이상 올라간 것으로 나타났음
- Wilshire Associates의 2007년 보고서에서는 CalPERS의 공격대상으로 선정된 이후에 일반 기업들의 평균적인 실적 대비 12.2% 정도로 과거 실적에 비해 낮추어졌지만, 2000년대 미국의 IT 경제 버블 소멸 후 다른 기업들의 실적이 나빠질 때 주주가치의 급격한 하락을 막는 역할을 한 것으로 평가됨.
- 동 보고서는 주주 행동주의가 기업지배권 관련된 기술적인 이슈로부터 장기적인 기업 실적에 대한 관심을 높이는 역할을 해 기업 수익성의 증가를 통한 주가 수익 개선에 기여한 것으로 평가함).

2. 미국의 다른 연기금과 기관투자자 연합

- 미국 교직원연금보험(TIAA-CREF)은 5000억 달러(약 536조 원) 이상의 기금 규모를 가지고 있는데, 기업의 지배구조 개선이나 사회적 책임투자를 강조하며 적극적으로 주주권을 행사하고 있음. 지배구조에 문제가 있다고 판단된 기업에 대해 “일차적으로 대화 시도” → 효과가 없으면 “주주제안권”을 행사해 기업의 개선 노력을 촉구함.
- 남동부 펜실베이니아 운송기금(Southeastern Pennsylvanian Transportation Authority)은 Facebook 주커버그 대표가 지배권 강화를 위해 1주 10표의 의

9) 이상복, “외국에서의 주주행동주의의 한계와 개선과제 - 영국과 미국의 기관투자자 행동주의를 중심으로” 2007.

결권 주를 발행하려 하자, 주주대표 소송으로 주주 평등의 원칙에 어긋나는 이러한 의결권 주 발행결의의 무효확인을 구하는 소를 제기하였음.

3. 캐나다의 국민연금운영위원회(CPPIB)

- CPPIB는 내부규정에 맞지 않게 스톡옵션을 발행하거나 주주권리를 변경하는 경우, 보통주의 증가, 합리적 이유 없이 출석률이 75%에 못 미치는 이사의 재신임에 대해 반대의견을 내는 비율이 높음. 2009년 해당 기업 경영진이 제안한 29,238개 안건 중 15% 반대, 2010년 30,475개 안건 중 11%의 반대의견을 냈다고 함.
- 특히 주식매수선택권의 도입 또는 변경에 관련된 2009년, 2010년 1,241건의 안건 중 473건에 대해 반대표를 행사하여 반대비율이 39%에 달하였음. 경영진 보상에 관한 안건 등 다른 주주가 제안한 788건의 안건에 대해서도 반대 의견을 표명하였음.
- 이같이 CPPIB는 이사의 과도한 보수 문제 등에 관심을 두고 엄격한 대응을 하고 있다는 점을 알 수 있음. CPPIB는 의결권 행사 한 두 달 전에 의결 안건에 관한 찬반 여부와 그 이유를 홈페이지를 통해 사전에 공시하는 정책을 펴고 있는데, 다른 주주들의 연대를 이끌어 내려는 목적도 있는 것으로 보임.

4. 네덜란드의 공적연금(APG)과 노르웨이 연기금(GPFG)

- 네덜란드 공적연금의 자금을 운용하는 APG는 “사회적 책임투자 원칙(ESG)”에 따른 의결권 행사를 강조하여 대상기업의 중요 의사결정을 철회하도록 한 바 있는데 2012년 SK텔레콤이 하이닉스를 인수하려 할 때 반대표를 던진 바 있음.
- 네덜란드 사회보장기금(PGGM)은 CalPERS의 ‘포커스 리스트(Focus List)’와 유사하게 지배구조 개선 등이 필요한 기업들에 대해 ‘워치 리스트(Watch List)’를 발표하고 있음.
- 노르웨이 연기금(GPFG)을 운용하는 노르웨이 투자관리청(NBIM)도 “사회적

책임투자 원칙(ESG)”를 고려하여 투자를 결정하는 것으로 알려져 있음.

5. 일본 연기금의 소극적 주주권 행사와 변화

- 주주권행사에 소극적인 대표 사례는 일본의 공적연금(GPIF)인데, 미국이나 유럽 연기금의 적극적인 주주 행동주의와 달리 GPIF는 연금 적립금을 민간 운용기관에 위탁하여 운용하는 것을 원칙으로 하고, 직접적인 주주권행사에 소극적인 태도를 보여옴.
- 아베 정권은 일본기업의 불투명한 지배구조로 인하여 일본기업의 주식 가치가 저평가되고, 해외의 자본 유입도 되지 않고 있다고 판단하고 스튜어드십 코드 제정 등 일본 공적연금의 적극적 주주권행사를 지향하고 있음.
- 일본에서 ‘Comply or Explain’ 원칙은 생소한 것이었음. 일본에서도 ‘회사법 일부를 개정하는 법률’에 유가증권보고서 제출회사 등 일정한 요건을 충족한 회사의 이사는 사업연도 말까지 사외이사를 선임하지 않으면 정당한 이유를 사업연도에 관한 정기주주총회에서 설명하여야 한다는 규정이 신설됨(일본 회사법 327조의 2). 기업 지배구조 분야에서 EU법 및 그 회원국 중심으로 전 세계적으로 확산되고 있는 이 규범을 도입함으로써 기업지배구조 등에 관한 최소한의 규범을 제시함과 동시에 Best Practice의 발전 가능성을 넓히고, 설명 및 공개와 그에 대한 평가를 통해 발전시켜 나갈 것으로 기대함¹⁰⁾.
- 일본 스튜어드십 코드가 2017년 개정되면서, 스튜어드십 활동에 있어 코드를 채용한 기업의 지배구조 체제나 이해 상충에 대한 실효적인 관리를 강조하고, 자산소유자와 자산운용자에 대한 역할을 세부적으로 구분 명시하였다는 점에서 상당한 변경이 있었음. 특히 개정 전 코드에서는 구체적으로 다루어지지 않았던 자산소유자의 스튜어드십 활동이 강조되었고, 패시브 운용의 경우나 의결권 행사 결과의 개별공시 나아가 그동안 문제점으로 지적되었던 집단적 관여에 대한 항목이 새롭게 제시되었다는 점에서 중요한 의미가 있음¹¹⁾.

10) 간사꾸 히로유키, 일본판 스튜어드십 코드와 자본시장, 2016.

11) 김영주, 2017년 개정 일본 스튜어드십 코드와 운용상의 쟁점, 2017.

III. 2019년도 주주총회에서 구현된 국민연금의 수탁자책임 활동의 성과와 한계

1. 의결권 행사 내역

- 2019년 1월부터 10월까지 총 724회의 주주총회에 참석하여 3,201건의 상정안에 대하여 의결권을 행사함. 찬성 2,575건(80.4%), 반대 622건(19.4%), 중립/기권 4건(0.1%).
- 2019년 1월부터 10월까지 총 622건의 반대 사유는 이사 및 감사 선임(248건, 39.9%), 정관 변경(95건, 15.3%), 보수 한도 승인(242건, 38.9%), 기타(37건, 5.9%)임.

<표 1> 최근 5년간 국민연금 의결권 행사 내역(단위 : 건, %)

연도	전체 안건	찬성	반대	중립/기권
2019	3,201	80.4	19.4	0.1
2018	2,864	80.6	18.8	0.6
2017	2,899	86.9	12.9	0.2
2016	3,010	89.4	10.1	0.5
2015	2,836	86.9	12.9	0.2

- 이사 및 감사 선임 반대 사유는 10년 이상 장기 연임(52건, 21%), 당해 회사 · 계열회사 · 중요한 지분, 거래, 경쟁 관계에 있는 회사의 최근 5년 이내 상근 임직원(55건, 22.2%), 이사회 참석률 저조(15건, 6.0%), 과도한 겸임(34건, 13.7%), 감시의무 소홀(16건, 6.5%), 기타(76건, 30.6%)임.
- 기타 사유로는 자문계약 등 이해관계로 인해 독립성이 취약한 경우, 기업가치 훼손 내지 주주권익의 침해 이력이 있는 경우, 퇴직공직자의 공직자 윤리위원회 사전취업승인 미취득 등이 있음.
- 한편, 2019년 1월~10월 중 국민연금이 반대 의결권을 행사하고 부결된 총 21건은 이사 선임(6건, 28.6%), 감사 선임(9건, 42.9%), 정관 변경(4건, 19.0%), 기타(2건, 9.5%)임.

2. 수탁자 책임활동 내역

- 2019년 1월 내지 10월 중 투자대상 기업에 대하여 중점관리 사안 및 예상치 못한 사안에 대한 수탁자 책임활동을 수행함. 동기간 신규로 비공개대화 대상 기업을 선정하였으며, 공개중점 관리기업을 대상기업에서 해제함. 그 외, 비공개 서한 발송 및 수령, 비공개 면담, 공개서한 발송, 주주제안 등의 활동을 수행함.
- 또한, 인명사고, 환경피해 등 예상하지 못한 사안에 대한 기업 현황 모니터링 등을 비롯하여 소 제기 등의 수탁자 책임활동을 수행하였고, 한진칼에 대하여 이사 자격을 제한하는 정관변경을 주주 제안함.

3. 2019년도 국민연금의 수탁자책임 활동의 성과와 한계

- 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입하고, 비공개대화 등 수탁자책임 활동을 시작하는 것만으로도 기업들의 자발적인 배당이 일부 개선되고, 지배구조의 취약성이 보완되는 긍정적인 모습들이 나타나고 있음. 그러나 해외 연기금에 비해 적극적 주주활동이 미흡함.

1) 대한항공에 대한 경영 참여 주주권행사 포기 과정의 문제점¹²⁾

- 2019년 주주총회 당시 사내이사 조양호에 대한 이사 연임 안건은 조양호 회장이 대한항공 납품업체들로부터 항공기 장비·기내면세품 매수 시 트리온 무역 등 명의로 196억 원 상당의 중개수수료를 챙겨 대한항공에 손해를 끼치는 등 횡령·배임·사기 등 혐의로 기소되었고, 국민연금은 3년 전 대한항공 주주총회에서도 과다점직으로 조양호 사내이사에 재선임 안건에 반대의결권을 행사했고, 과다점직이 해소되지 않은 상태였음.
- 국민연금은 횡령·배임 등으로 회사에 손해를 입힌 사실이 객관적으로 명백한 경우에는 1심 판결 전에도 이사선임 반대의결권을 행사할 수 있고, 이사회 의 비위행위 조사와 책임부과 대상으로 이해충돌의 우려도 명백하므로 수탁자 책임 전문위원회의 자문 없이 반대의결권 행사를 사전에 공개하여 의결권 행사 방향을 공표할 수 있었던 사안임. 국민연금은 2019년도 주주총회에서 결

12) 김남근, 2019 주총에서 구현된 국민연금 주주권행사 평가, 2019

정을 보류한 채 ‘찬성 또는 반대를 결정하기 곤란한 안건’으로 수탁자책임 전문위원회에 안건을 회부하였음.

- 국민연금은 대한항공에 대해서는 경영참가 주주권행사를 하지 않고, 한진칼에 대해서만 횡령·배임으로 손해를 입힌 임원의 이사 자격 제한 정관 변경 등 경영참가 주주권을 행사함.
- 수탁자책임 전문위원회 논의에서 보건복지부가 경영참가 주주권행사를 하는 경우 마치 소급하여 과거 6개월간 단기매매차익 102억 원을 반환해야 하는 것처럼 설명한 것이 수탁자책임 전문위원회가 대한항공에 대해 경영참가 주주권행사를 하지 않고, 한진칼에 대해서만 경영참가 주주권행사를 하게 된 것으로 알려져 있음.
- 자본시장법은 10% 이상의 지분을 가진 주주 등이 6개월 내 단기매매차익을 얻은 경우 차익을 회사에 반환하도록 하고 있는데, 국민연금은 장기투자를 원칙으로 경영참가형 주주권행사를 선언한 후 내부정보를 이용해 단기매매차익을 챙기고 주식을 처분하는 것은 상상하기 어렵고, 단기매매차익을 반환할 경우가 발생하더라도 이는 국민연금이 향후 6개월간 얻은 단기 매매차익에 대한 문제가 될 뿐 과거 6개월 치 단기매매차익 문제가 전혀 아니었음에도 수탁자책임 전문위원들에게 102억 반환 우려라는 수치를 제시함¹³⁾.
- 수탁자책임 전문위원회는 국민연금이 주식 10% 이상을 보유하거나 국내 주식 포트폴리오 비중이 1% 이상인 상장회사에 대하여 의결권 행사내역을 사전공시하기로 하였고, 대한항공도 이에 해당하므로 의결권 행사내역을 사전공시하기 위해서는 적어도 1주일 전 수탁자책임 전문위원회에서 논의가 되어야 함.
- 수탁자책임 전문위원회에서는 사전 공시 대상인 대한항공 안건에 대해 5일 전 미리 사전공시하지 못하고, 주주총회 2일 전에도 의결권 행사 방향을 결정하지 못하다가, 대한항공 주주총회 하루 전 저녁에야 회의를 거듭하며 조양호 이사 연임 반대의결권 행사 방향을 정함.

13) 김남근, 위 발제문

2) 수탁자책임 전문위원회 의결권 행사 위임 기준의 불명확

- 국민연금은 많은 경우 기금운용본부 투자위원회에서 주주총회 안전에 대한 의결권 행사 방향을 결정하였는데, 현대엘리베이터 현정은 이사의 연임 안전과 대한항공 조양호 이사의 연임 안전 등 몇몇 안전에 대해서만 수탁자책임 전문위원회에 의결권 행사 자문을 구함.
- 정치적으로 부담이 되는 의결권 행사 결정을 수탁자책임 전문위원회에 넘겨 기권처리를 유도하려 한 것은 아닌지 의문임. 국민연금 내부기관에서 의결권 행사를 결정하는 사안과 수탁자책임 전문위원회에 의결권 행사 자문을 맡기는 사안의 위임 기준이 불명확함.

3) 의결권 행사 기준의 모호함

- 현대엘리베이터 현정은 회장은 현대엘리베이터가 2006년 현대상선에 대한 최대주주 지위를 잃은 후, 현대상선 주식을 기초로 파생상품계약을 다수 체결하여 현대엘리베이터에 큰 손실을 입힌 바 있어, 기업 가치 훼손의 이력이 있는 자에 해당함. 국민연금은 2016년 현대그룹 내 다수의 계열사에 과도한 겸직을 이유로 사내이사 선임을 반대한 바 있고, 공정거래위원회에 상호출자제한 기업집단 지정과 관련하여 장기간 허위자료 제출로 검찰에 고발된 바도 있었음.
- 국민연금기금운용본부 투자위원회는 사내이사 재선임 안전을 ‘찬성 또는 반대 결정이 곤란한 안전’으로 지정하여 수탁자책임 전문위원회로 회부하였고, 수탁자책임 전문위원회는 의결권 행사 방향을 결정하지 못하였음.
- 현대엘리베이터 현정은 이사선임에 대해서는 ‘기권’으로 의결권 행사를 하고, 대한항공에 대한 의결권 행사 논의과정에서도 일부 수탁자책임 전문위원이 ‘기권’ 의결권 행사를 했다고 하는데, 책임투자의 원칙에 따라 지배구조개선 요구에 응하지 않는 투자대상 기업에 대해 ‘기권’의 의결권 행사를 하는 것은 무책임하다고 평가될 수 있음.

4) 국민연금 기금 수탁자책임 원칙에 따른 활동의 소극적 이행

- 국민연금은 2018. 7. ‘국민연금 수탁자책임에 관한 원칙’을 도입하면서, 기금 자산 가치를 심각하게 훼손할 우려가 있는 기업에 대해서는 문제를 적극 해소할 수 있도록 우선 경영 참여에 해당하지 않는 범위 내에서 모든 효과적인 수단을 강구하고 적극 이행한다고 천명하였음¹⁴⁾. 그 내용으로 기업명 공개, 공개서한 발송, 타 주주의 주주제안 및 기업에서 상정하는 관련 안건에 대한 의결권 행사와 연계, 의결권 행사 사전 공시를 하겠다고 하였음에도 현재까지 공개서한 발송을 하였다는 회사는 대한항공 정도이고, 배당 관련 중점관리기업 공개는 2018년도 남양유업과 현대그린푸드 이외에는 없는 등 주주권을 지나치게 소극적으로 행사함.
- 국민연금은 국민연금 수탁자책임 활동에 관한 지침을 도입하면서 제10조 제2호 내지 제4호 규정은 2019. 1. 1.부터, 제26조는 2020. 1. 1.부터 시행한다고 규정하였음(부칙 제2조).
- 지침 제10조 제2호 내지 제4호는 중점관리사안으로 임원 보수 한도의 적정성(2호), 법령상 위반 우려로 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 수 있는 사안(3호), 지속적으로 반대의결권을 행사하였으나, 개선이 없는 사항(제4호), 그 밖에 기금운용위원회 위원장이 필요하다고 인정하는 사항(제5호)임.
- 기금운용본부는 공개중점관리기업명, 공개서한 등 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 발생 기업에 대한 수탁자책임 활동 내역을 공시(지침 제25조 제1항)하도록 하되, 단서에서 기금 운용업무의 공정한 수행에 지장을 초래하거나 금융시장 안정에 영향을 미칠 우려가 있다고 판단하는 경우 공개하지 않기로 결정하거나 공개시기를 조정할 수 있다(지침 제25조 제1항 단서)고 규정하고 있음.
- 국민연금은 2019년도 국민연금이 중점관리 사안 및 예상치 못한 사안에 대한 수탁자 책임활동을 수행하였다고만 이야기할 뿐 이사진이나 경영진과 면담을 진행하고 있는 건이 몇 건인지, 비공개 서한을 보낸 사안은 몇 건인지, 비공개 대화를 거부하거나 지속적인 비공개 대화에도 불구하고 개선이 없는 경우

14) 보건복지부 보도자료, 2018. 7. 30. 국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 선언

가 있는지, 예상하지 못한 우려 발생 기업에 대한 수탁자책임 활동 내역 등에 대한 보고가 구체적으로 드러난 바가 없음. 국민연금의 홈페이지상 2019년도에는 공개중점관리기업 선정이나 공개서한 발송 등의 경우가 전혀 나타나지 않고 있는바 투자대상의 기업지배구조 등이 2019년도에 급격히 개선되어 문제기업이 없게 된 것이 아니라면 지침 제25조 제1항 단서 규정을 지나치게 확대하여 사실상 국민연금의 수탁자책임 활동의 공시의무를 크게 위축시키고 있는 것은 아닌지 우려됨.

- 기금운용본부는 의결권 행사, 주주참여 활동, 관련 통계 등을 수탁자 책임활동 보고서에 포함하여 연간 단위로 작성하여 공개하도록 하였음에도 위 규정을 2020. 1. 1.부터 시행하도록 지침을 제정함으로써 한국형 스튜어드십 코드가 적극적으로 행사될 기회가 늦추어진 결과를 초래함.
- 국민연금이 한진칼 지분보유 목적을 ‘경영 참여’로 변경할 경우 ①이사 후보 제안, ②정관의 변경(이사의 책임감경 규정 삭제, 집중투표제 청구, 내부거래 위원회 설치, 재무제표 주총 승인 등), ③의결권대리행사 권유, ④조양호 이사 해임(임시주총) 등 추진이 가능하나, 이중 이사 자격을 제한하는 정관 변경 주주제안만 추진하기로 함.
- 만일 이사회 구성에 문제가 있다고 판단했다면, 주주 과반의 동의가 필요한 회사추천 이사선임에 반대하거나 주주 추천 이사의 선임을 위해 노력하는 것이 효과적이나, 2/3 이상 동의를 얻어야 하는 정관 변경 주주제안을 추진한 것은 현실성이 떨어짐.
- 해외 주요 연기금의 사례에서 보듯 적극적 주주권행사에 대한 별도의 가이드라인 없이도 적극적 주주권행사에 문제가 없음에도 국민연금의 경우 수탁자 책임활동에 관한 지침에 관련 규정이 있음에도 주주권을 지나치게 소극적으로 행사함.
- 국민연금은 2019년도에는 횡령, 배임, 경영진 일가의 사익편취 행위 등을 중점관리 사안으로 정하고, 해당 기업과 비공개 대화를 추진하고, 통상 1년간 비공개 대화를 진행함이 원칙이나 개선여지가 없을 경우 수탁자책임위 의결을 거쳐 즉각 기업명 공개, 공개서한 발송, 의결권 행사 연계조치를 취할 수 있

도록 한다고 천명하였음¹⁵⁾).

- 효성의 대표이사 회장 조현준에 대해서는 2018. 1. 개인자금으로 구매한 미술품 38점을 효성 ‘아트펀드’에서 비싸게 사들이도록 해 12억 원의 차익을 얻는 외에 허위 직원을 두고 약 16억 여원의 급여를 지급하는 등 횡령죄로 기소되었다가 2019. 9. 1심에서 징역 2년의 실형이 선고됨, 공정위는 2018. 4.경 효성그룹이 총수익스와프(TRS)를 활용, 계열사 갤럭시아일렉트로닉스를 부당 지원한 혐의로 과징금 30억 원을 부과하고 검찰 고발하였는데, 검찰은 2019. 12. 조현준에 대해 공정거래법 위반으로 기소함.
- 공정위는 2019. 5.경 대림산업 이해욱 회장에 대해서는 공정위가 이해욱 가족의 개인회사가 보유한 상표권에 대해 대림산업 자회사 글래드호텔앤리조트가 브랜드 사용료를 내도록 해 대주주 일가에게 부당하게 사업기회를 제공했다고 하여 13억 원의 과징금을 부과하고, 검찰 고발하였고, 검찰은 2019. 12. 공정거래법 위반 혐의로 기소함.
- 삼성중공업의 경우, 해외에서의 뇌물공여 혐의로 2019. 11. 미국 연방검찰에 의해 미국 재무부 및 브라질 정부에 대한 890여억 원 벌금 납부결정이 내려졌으며, 이와 관련해 2019. 5. 영국 중재재판부에서 2,200여억 원의 손해배상 명령을 받았음. 2007년 삼성중공업 미국 직원들은 브라질 시추선 수주 과정에서 인도 계약을 성사시키기 위해 브라질 페트로브라스 인사에게 뇌물을 공여했으며, 이는 미국 「외국부정행위법」을 위반한 것임. 이에 대해 미국 연방검찰은 삼성중공업이 뇌물죄에 대한 벌금을 내는 조건으로 기소유예에 합의함. 한편 페트로브라스는 뇌물로 인해 계약이 비싸게 체결되었다며 삼성중공업이 선박을 인도한 미국 선사 엔스코와의 용선계약을 취소했으며, 영국 중재재판부는 이와 관련한 엔스코의 중재 신청에 대해 삼성중공업의 책임을 인정하여 손해배상을 명령함.
- 최근 박근혜-최순실 게이트 국정농단 연루자들에 대한 재판 과정에서 2015년 (구)삼성물산과 제일모직의 회사합병 당시 합병 비율이 이재용 삼성전자 부회장의 승계 작업을 위한 것이었음이 입증되고 있음. 당시 제일모직과 (구)삼성물산의 합병 비율은 1:0.35로, 제일모직의 가치가 삼성물산의 무려 3배에

15) 보건복지부 위 보도자료

가깝게 평가됨. 2019. 8. 대법원은 박근혜 전 대통령, 최서원, 이재용 삼성전
 자 부회장 국정농단 사건에서 삼성의 승계 작업 존재 및 뇌물제공의 대가성을
 인정함. (구)삼성물산과 제일모직의 불공정한 합병비율 및 삼바 회계사기는
 모두 이재용 부회장의 승계비용을 줄이기 위한 작업의 일환으로, 회사의 중요
 한 경영결정에서 대주주의 사익이 회사의 이익보다 우선했음을 보여줌. 2015.
 7. 17. 합병 결의를 위한 (구)삼성물산 주주총회 당시 국민연금의 (구)삼성물
 산 지분율은 11.21%였으며, 제일모직과 (구)삼성물산의 적정 합병비율은
 1:1.0~1:1.36으로, 불공정한 합병비율로 인한 국민연금의 손실은 무려
 5,200~6,750억 원에 달한다는 보고도 있음.

- 국민연금은 대주주 일가의 횡령, 배임, 사익 편취 행위에 대해 공정위 과징금
 부과, 검찰 기소가 이루어지고, 판결이 선고되는 사례가 계속해서 드러남에도
 해당 기업들에 대해 비공개대화가 진행되고 있는지 있었다면 이후 비공개중점
 관리 기업으로 선정하였거나 선정 후에도 개선이 없거나 예상치 못한 기업가
 치 훼손이 발생하거나 주주권익의 침해 사안이 중대하다고 판단될 경우 즉시
 기업명을 공개하고 공개서한을 발송하는 등의 조치를 취하여야 함. 그런데 비
 공개대화 이후 개선 여지가 없는지 여부 등을 확인하기 위한 수탁자책임 전문
 위원회가 소집되었다는 이야기는 없고, 관련 기업명이 공개되거나 공개서한이
 발송되었다는 공시가 전혀 없고, 주주대표소송을 진행하거나 손해배상소송을
 진행하고 있다는 공시가 없는 점으로 미루어 수탁자 책임활동을 방기하고 있
 는 것은 아닌지 하는 우려가 있음.
- 국민연금 수탁자책임 전문위원회는 2020년 주주총회 시즌을 앞두고 사실상
 개점 휴업 상태로 있으며 국민연금은 기존 수탁자책임 전문위원회를 해산하고
 새로 구성한다고 하는데 주주총회 직전 수탁자책임 전문위원회가 새로 구성되
 어 활동을 시작한다면 수탁자책임 활동이 위축될 우려가 제기됨.

IV. 국민연금기금의 적극적 주주활동 강화 모색

1. 경영참가 목적 주주권 행사 범위의 축소 및 적극적 주주권 행사

- 금융위원회는 2017년 스튜어드십 코드 관련 법령해석집¹⁶⁾에서 경영 참여 주주권 행사에 대한 유권해석을 내 놓았는데, 자본시장법상 ‘경영권에 영향을 주기 위한 목적’(경영참가 목적)(자본시장법 제147조 제1항, 시행령 제154조 제1항)이란 임원의 선임·해임 또는 직무정지 등 ‘회사나 그 임원에 대한 사실상의 영향력을 행사하는 것’ 등 경영참가 목적의 범위가 광범위하고, 명확하게 경영참여에 해당하지 않는 행위를 제외한 나머지 행위에 대해서는 경영참여 목적으로 분류될 수 있는 해석상 문제로 기관투자자들이 주주권 행사의 어려움이 있을 수 있음.
- 자본시장법 시행령 개정안이 입법예고되고 있는데, 공적 연기금의 경우 사전에 공개한 원칙에 따라 지배구조 개선을 위한 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관 변경의 주주제안을 추진할 경우 경영참가 목적에 해당하지 않을 수 있음. 다만, 그러한 경우에도 정관변경이 특정기업의 지배구조 개편을 겨냥하거나, 특정임원의 선임 해임에 즉각적인 영향을 주는 경우에는 규제 특례대상이 아닐 수 있음.
- 시행령 개정안이 입법되기 전이라도 위법한 임원 해임 청구권 등은 상법상 이미 보장된 주주의 권리로써 해석상 경영 참가 목적 범위에서 제외되어 있음.
- 2019. 12. 27. 국민연금기금 운용위원회는 ‘기업가치 제고 및 투명하고 공정한 주주활동’을 위해 「국민연금기금 적극적 주주활동 가이드라인」을 의결함.
- 국민연금은 향후 법령상 위반, 지속적으로 반대의결권 행사한 사안 등을 중점 관리사안으로 선정하고, 문제기업의 지배구조 개선을 위해 노력해야 함. 2020년 3월 정기주주총회가 얼마 남지 않은 지금, 국민 노후자금의 충실한 수탁자로서 국민연금이 구체적으로 어떠한 준비와 활동을 진행하고 있는지는 여전히 드러나지 않고 있음. 횡령·배임·사익편취 등 행위로 회사에 손해를 끼친 효성·대림산업 등 이사들에 대한 사법기관의 수사 및 처벌이 진행되고 있으며, 삼

16) 금융위원회, 스튜어드십 코드 관련 법령해석집, 2017.

성중공업의 뇌물공여, 삼성물산의 부당합병 비율 등의 문제가 속속 드러나고 있음. 국민연금은 대표적 문제기업인 효성, 대림산업, 삼성중공업, 삼성물산 관련 ▲횡령·배임·사익편취 등 행위로 회사에 손해를 끼친 이사의 자격 제한 정관 변경, ▲독립이사 추천 주주제안 ▲주주 대표소송·손해배상소송 등 적극적 주주활동에 속히 돌입해야 함.

- 현행 경영참가 목적으로 열거한 사유 중 실제 경영권에 영향을 주기 어려운 사유를 경영참가 목적에서 제외(예를 들면 지배주주가 아닌 주주가 임원 중 1인을 선임하는 경우, 임원의 위법행위유지청구권 행사, 회사의 자본금 변경 및 배당과 관련된 사항)하는 것이 바람직함.¹⁷⁾

2. 단기매매 차익 반환 제도 개선

- 자본시장법상 단기매매차익 반환 제도는 상장법인의 임원, 지분 10%이상 소유 주주 등이 6개월 내 단기매매차익을 얻은 경우 차익을 회사에 반환하도록 하는 제도(자본시장법 제172조)인데, 내부자가 다른 투자자들은 알지 못하는 미공개정보를 이용해 이익을 얻는 것을 원천적으로 방지하기 위한 제도임.
- 국민연금의 주주활동이 증가할 경우 주주활동 부서와 주식 운용부서 사이에 엄격한 차이니즈월(미공개 중요정보의 부당한 유통 · 이용을 방지하기 위한 정보교류 차단장치) 요건을 두는 것을 전제로 국민연금이 ‘경영권에 영향을 주기 위한 것’이 아닌, 배당정책이나 지배구조 개선을 위한 정관 변경 등을 단기매매차익 반환의무를 면제할 필요가 있음.
- 현재 시행령이 입법 예고되고 시행예정 중에 있으나 그동안도 공적 연기금이 기금의 관리 운용을 위한 매매를 할 경우 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 것으로 규정하여 단기매매차익 반환 의무를 면제하는 금융위원회 규정은 있었음.
- 법원도 현행 법령과 증권선물위원회 규정에 적용제외사유로 열거되어 있지 않은 경우에도 내부정보 이용가능성이 전혀 없는 경우에는 단기매매차익 반환 제도가 적용되어서는 안된다는 입장임¹⁸⁾.

17) 강정민, 국민연금 등 기관투자자의 적극적 주주권행사를 가로 막는 법 · 제도상 제약과 그 개선방안

18) 대법원 2008. 3. 13. 선고 2006다73218 판결

3. 다른 기관투자자들과의 연대 및 지지 요청 - 의결권 공동행사 관련 공동 보유자 요건 완화 및 적극적 주주권 행사

- 자본시장법상 주식 등의 대량보유신고에 있어 공동보유자가 있는 경우 지분을 합산하여 보고해야 하며, 주식 등의 공동보유자 개념에 본인과 합의 또는 계약을 통해 의결권을 공동으로 행사하는 경우가 해당하며, 의결권 공동행사에는 의결권 행사를 지시할 수 있는 권한도 포함됨(시행령 제141조 제2항)
- 해당 규정을 개정하여 ‘경영권에 영향을 미칠 목적으로 의결권을 공동행사하거나, 계속적·반복적으로 의결권을 공동으로 행사하는 행위’로 공동보유자를 제한할 필요가 있음.
- 국민연금의 지분만을 가지고 반대의결권을 행사하여서는 목표를 달성하기 어려움. 국민연금이 수탁자책임에 따른 주주권 행사를 제대로 하기 위해서는 적절하게 의결권 행사 방향을 공표하고, 다른 기관투자자들과의 연대나 설득이 필요함.
- 수탁자책임에 관한 원칙이 집단적 관여를 구체화하지 못하고 있어 이의 개선이 필요함. ‘기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙’에 따르면 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추도록 하고 있는데, 실효성 있는 수탁자 책임활동을 위해 기관투자자는 논의와 토론을 활성화하고 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 성공적인 주주활동 사례 등에 대한 경험과 의견을 나누고 학습하도록 하는 등 지침을 적극적으로 해석할 필요가 있음.

4. 독립이사 인력풀의 마련

- 2019년 대한항공 주주총회에서 사외이사 추천 등의 주주제안을 할 것인가에 대한 기금운용위원회 논의에서 국민연금공단과 보건복지부는 사외이사 인력풀의 준비 등이 되지 않아 사외이사 추천이 어렵다는 설명을 한 바가 있음.
- 2019년에 사외이사 추천 인력풀을 육성하기 위한 계획이 있는지, 그 계획에

따라 인력풀을 확보하고, 이사회 지배구조 개선을 위해 사외이사를 추천할 중점대상기업의 선정 등 구체적인 준비를 하고 있는지에 대해 점검이 필요함.

- 대주주 일가의 ‘거수기’에서 벗어나 실질적으로 경영에 대한 감시, 견제 업무를 수행할 수 있는 독립이사들의 추천되어 기금의 장기수익 및 주주가치 제고에 도움이 될 수 있도록 이사회 지배구조 개선방안에 대한 주주제안이 필요함.

5. 국민연금 운영방식의 개선

- 적극적 주주활동은 우선적으로 기업에 대한 경영참가를 목적으로 하는 것이 아니라 수탁자책임 활동 사안인 중점관리사안 또는 예상치 못한 우려 사안에 해당하는 기업에 대해 대화하고 논의하여 개선 방안을 만들어, 해당 기업과 주주의 가치를 더욱 높이기 위한 것임. 공개 중점관리기업 중 기금운용본부가 기업과의 대화 등 수탁자책임 활동을 추진하였음에도 불구하고 개선이 없거나 기업과의 대화 자체를 거부하는 등 개선의지가 없다고 판단되는 경우 경영참여 목적의 주주권 행사 대상으로 선정하도록 하고 있음.
- 적극적 주주활동을 자의적으로 행사하지 않고, 공개된 원칙과 지침에 따라 투명하고 공정하게 적극적 주주활동 여부 및 내용을 결정하는 것도 중요하나 국민연금은 이미 국민연금의 수탁자 책임활동에 관한 원칙과 지침에 따라 충분히 적극적 주주활동을 할 수 있음에도 불구하고 지나치게 소극적으로 주주권을 행사하려 함.
- 문재인 대통령은 2020. 1. 7. 신년사를 통해서도 ‘스튜어드십 코드를 정착시키고 대기업의 건전한 경영을 유도할 수 있는 기반을 마련하겠다’고 천명하고 있는데, 기관투자자로서 이를 구체적으로 뒷받침할 국민연금은 지나치게 소극적인 활동으로 스튜어드십 코드의 정착과 확산에 소극적인 것이 아닌지 하는 우려가 있음.

V. 결론

- 국민연금이 적극적인 주주권을 보다 원활하게 행사하기 위하여는 경영참가 주주권 행사의 범위에 대한 축소 등 법령 정비가 필요한 것으로 보임. 그러나 국민연금 수탁자 책임 원칙과 수탁자 책임 활동에 관한 지침 이외에 더 자세한 구체적인 가이드라인이 없어서 적극적인 주주권을 행사하지 못하는 것은 아님. 국민연금의 적극적인 운용의지와 선량한 관리자로서의 의무를 얼마나 충실하게 수행하느냐가 관건임. 이를 위해 투명하고 공정한 주주권 행사의 기준을 마련하고, 그 기준에 따른 실행과 전반적인 수탁자 책임 이행 내역을 충실하게 공시해야 할 필요성이 큼.

국민연금의 적극적 주주활동 방안 모색

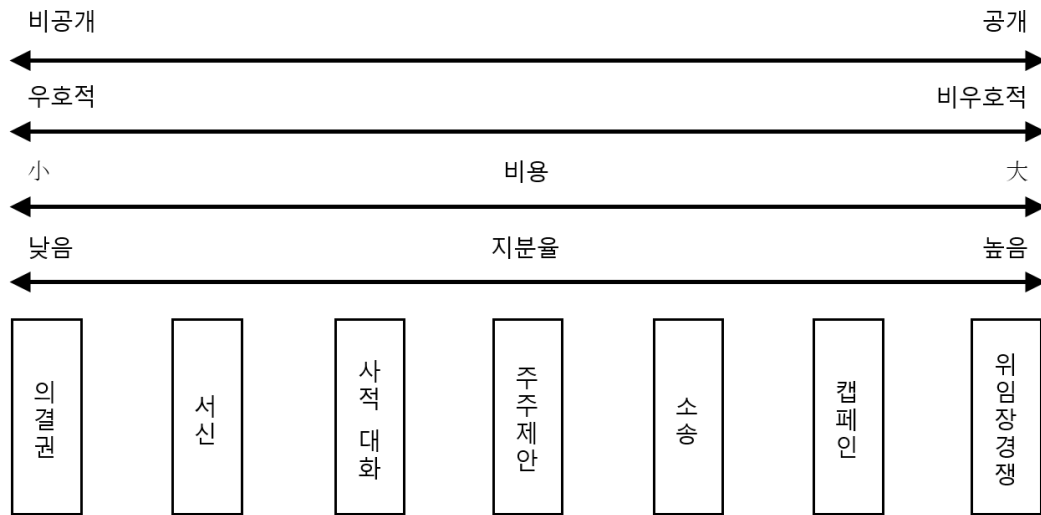
원종현 / 국민연금연구원 부원장

이미 많은 국가들은 세계경제의 저성장이 지속되면서 이를 극복하기 위해 투자회사에 대한 주주와 기관투자자의 적극적인 역할에 주목해 왔습니다. 또한, 지난 2008년 금융위기 상황에서 보여주었던 기업들의 지배구조 및 경영상 문제점들을 개선하기 위한 주주책임론과 함께 기관투자자의 경영감시 기능이 강조되는 추세이기도 합니다. 이러한 배경에서 이미 해외 주요국들의 경우 기관투자자의 수탁자 책임을 강화하여야 한다는 인식이 높아졌으며, 이를 위한 제도적 방안들을 마련해 왔습니다.

한 예로 미국 퇴직연금의 경우 「Conflict of Interest Rule」을 제정하여 수수료의 책정에 있어서까지도 기관투자자로 하여금 합리적 설명을 하도록 하는 사례까지도 마련되는 상황입니다.

물론 우리나라도 국민연금의 2018년 7월 기금 운용에 있어 스튜어드십 코드 도입과 함께 이의 충실한 이행을 위한 경영참여 주주권행사를 선언하였으며, 이어 많은 기관투자자들이 스튜어드십 코드에 참여하고 있습니다. 스튜어드십 코드에는 경영참여 주주권행사의 대상, 방식 및 절차를 명확하게 규정한 지침을 수립하고 그 결과를 투명하게 공개함으로써 국민연금의 주주권행사에 대한 비판적 주장에 대응하고 사회적 수용성을 제고하고자 하였습니다. 국민연금은 이러한 경영참여 주주권행사 기준이 지난 12월 기금운용위원회에서 최종 의결되었습니다.

<그림 1> 주주권행사 방식의 스펙트럼



하지만 실제 주주권은 상당한 폭의 스펙트럼을 갖는 개념입니다. 그리고 주주권을 행사한다는 것이 굳이 공개적인 수단이나 총회에서의 표 대결만을 의미하지는 않습니다. 실제 대부분 기관투자자들은 적극적인 주주권을 행사할 때 법률적 절차인 주주제안보다 사적대화 및 미팅을 선호합니다. 그리고 이렇게 주주제안과 같은 상위 단계의 주주권행사는 기업과의 대화와 같은 이전 단계의 주주관여 성공률을 높일 수 있는 지렛대 역할을 할 수 있다는 것이 많은 연구를 통해 밝혀진 바입니다(Levit, 2019).

실제 미국과 유럽 기관투자자 118개사 기준, 투자철회(exit)를 제외한 실행 의사가 있는 주주관여 전략 중, ‘경영진 및 이사회와의 대화’가 가장 큰 비중을 차지하고 있습니다(McCahery 외, 2016). 2005년~2014년 기간 중 영국 기관투자자의 682사에 대한 주주관여(engagement) 활동을 분석한 결과, 총 2,927건의 주주권(의결권 행사 제외) 행사 중, 약 82%가 투자 회사와의 사적 미팅 및 전화였고, 그 외 15% 정도는 메일 및 서신으로 파악되었습니다.

물론 아직도 기관투자자의 주주행동과 기업가치의 관련성에 대해서는 상반된 견해 및 증거가 존재하기도 합니다만, 수익률 문제는 차치하고서라도 주주권 도입의 또 다른 목적, 금융위기 상황에서 보여주었던 기업들의 지배구조 및 경영상 문제점들을 개선하기 위한 주주 책임론과 함께 기관투자자의 경영감시 기능까지 위배되는 것은 아님이 분명합니다.

특히, 우리나라의 경우 최근 여러 기업들의 부도덕한 행위들과 기업가치 하락의 행동들로 인하여 주주들은 물론 기관투자자의 손실이 확대되면서 기관투자자에 투자한 투자자들의 손실로 연결되는 많은 사례를 경험한 바 있습니다. 그럼에도 불구하고 우리나라의 주요 기관투자자들의 경우 적극적 주주권(의결권)을 발현할 충분한 권리가 있음에도 불구하고 많은 경우 소극적이니 태도를 나타내고 있어 여전히 다수의 주주 혹은 투자자들의 권리는 기업의 경영진에 의해 무시되거나 약자로 보이고 있습니다. 사실 그동안 기업에게 기관투자자란 “그저 자금은 조달 하되, 기업에는 간섭하지 않는” 인식이 높았던 것도 사실입니다.

뿐만 아니라 외국인 투자자의 경우도 국내 기업의 가치를 낮추는 주요 요인으로 이러한 이사진 혹은 국내기업의 지배구조의 문제점을 들고 있습니다. 여전히 주주총회 실적만 보아도 경영진의 제안 안전에 대해서 자산운용사중 과반이, 보험사는 대부분 아무런 반대도 한 바가 없다는 점은 여러 가지로 생각해볼 여지가 있을 것입니다.

실제 기관투자자는 타인의 자산을 운용하는 수탁자로서의 의무와 동시에 운용주식을 소유함으로써 발생하는 주주의 권리를 가지고 있는 입장으로, 주주로서 투자대상회사의 가치를 높여 고객의 이익을 도모하는 책임을 가진 상황에서 기관투자자로서의 지위와 역할 등에 대한 선언적 의미의 기준이 지금까지 마련되지 못하였다는 점이 오히려 문제로 지적되어야 하는 것이라 생각합니다.

<그림 2> 자본주의 발전의 5단계

	Actor	Object	
1단계	창업자	사적기업	창업자가 사적기업 운영
2단계	관리자	상장회사	전문경영인이 창업자의 역할 대신해서 운영, 상장회사의 개념 탄생(1930s)
3단계	포트폴리오 매니저	금융중개사	금융 중개자의 등장과 함께 포트폴리오 매니저 영향력 높아져
4단계	수익자	Professional Savings Function	수익자들의 영향력 강화, 저축 기능의 전문화(1970s-1980s) 연금사회주의 개념 탄생. 분산화된 주주권리, 메커니즘 본격화되지 못했음
5단계	기관투자자	피투자회사	연금회사가 소극적 다수의 수익자를 대표해서 주주권 행사

자료; 메리츠증권증권 리서치 센터(2019), Gordon L., Clark(2014) 인용

실제 기관투자자에 의한 적극적 주주권의 행사는 자본주의의 가장 발달한 형태로 나타나는 현상이라는 것이 정설로 되어 있습니다. 소수의 이념적 논리인 연금사회주의와는 완전 반대쪽이라는 의미이기도 합니다. 실제 미국의 경우 연금펀드 중심의 자본시장 발달로 개별 주거나 산업 성장보다 장기적인 주주가치 제고를 가장 중요하게 인식하고 있습니다. 이 과정에서 기관투자자 역할의 확대는 불가피한 것으로 지속 가능한 발전을 위해 기업에 대한 경영 관여를 시작하게 되었습니다. 그리고 행동주의 투자는 간접투자 시장에서 발생할 수 있는 ‘대리인 비용’을 낮추는 방향으로 진행되는 일종의 선순환의 매개체로 작용해 왔습니다.

한편, 스튜어드십 코드를 포함하여 국민연금 주주권의 행사에 대해서 그간 몇몇 오해들을 이번 기회에 말씀드리자면 다음과 같습니다. 우선 국민연금 주주권 행사를 재벌개혁의 한 수단으로 인식하는 시각입니다. 실제 스튜어드십 투자, 주주권의 행사는 Practical 투자전략에 불과합니다. 유니버설 오너(Universal Owner)인 경우, 매매(Trading)보다 관여(Engagement)를 통한 투자수익 제고에 유효한 수단인 것입니다. 그러므로 국민연금의 주주권 행사를 바라보는데 있어서 이념이나 정책을 반영한다는 거대담론적 차원에서 접근하기 보다는 실무적 입장에서 정상적 기금운용의 하나로 보아주시기 바랍니다. 그리고 이를 위해 우선 스튜어드(Steward)인 자산운용역들이 주주권 행사를 하는데 있어서 부담이 되지 않는 여건을 조성하는 것이 가장 먼저 필요할 것입니다(e.g. 장기성과 평가, 인프라 제공 etc.).

두 번째로 국민연금이 경영참여 주주권 행사를 통해 경영간섭을 하고자 할 것이라는 것에 대한 의구심입니다. 앞에서 잠깐 언급했듯이 주주권 행사를 통한 파트너십 투자를 추구합니다. 투자자 측의 합리적 문제제기 및 대안 제시, 비공개 및 우호적 대화, 장기적 관점에서 문제 해결 모색을 통해 Win-win을 추구하고자 하는 것입니다. 결국, 기관투자자의 경영참여 주주권의 문제는 경영권이라는 Micro-manage보다는 보다 넓은 차원에서 Macro-manage가 유효하기에 자본구조, 장기전략, 지배구조, ESG 이슈 등에 한해 관여하는 것이 보편적인 모습입니다. 그리고 기업 측에서도 이를 규제나 참견으로 인식하기 보다는 IR 전략 차원에서 접근하는 것이 바람직하지 않을까 합니다.

다음은 연금사회주의 혹은 관치 논란에 대한 문제입니다. 이 문제는 언급할 가치가 없어 넘어가도록 하겠습니다.

또 다른 관점은 배당률 제고가 주주권 혹은 스튜어드십 코드의 기본이라 생각하는 입장입니다. 물론 주주권 행사 강화를 통한 한국기업들의 배당성향 제고에 대한 필요성은 존재합니다¹⁹⁾. 그러나, 스튜어드십 코드가 배당성향 제고를 주요 목적으로 하지는 않습니다. 배당정책을 포함하여 ESG 등 기업의 지속 가능한 성장을 위한 정책 및 전략을 모두 포함하는 것으로 어찌보면 투자수익만을 추종하며 이를 극대화하는 것과는 다소 거리가 있는 것이라 생각하셔도 무방하실 것입니다. 즉, 외부주주의 적극적 주주권 행사라 하여도 기업의 재무구성에 무리를 준다면, 장기적 성장을 저해하는 행동은 바람직하지 않다는 것을 그간 많은 경험을 통해 인식하고 있습니다. 오히려 이러한 적극적 주주권이 장기기업 가치 제고에 우호적이라는 다양한 연구결과들이 발표된바 있습니다. 소수의 지배구조 문제기업들 선정하여 지배구조 개선을 위해 여러 engage를 시도하여 이사회 운영 및 다양성을 공시하도록 함으로써, 기업의 투명성을 높이고 소수주주권을 보장하는 환경을 구축함과 동시에 사회 이슈에 대한 위험관리 및 임원 보상 이슈 등 다양한 분야의 기업의 책임성을 근거한 내용들에 대해서 우호적 입장에서 비공개 대화로 전환하는 추세입니다.

한편, 기관투자자의 주주권을 재벌개혁의 한 수단으로 보고 있는 시선입니다. 실제 국민연금의 주주권 이슈는 현 정부의 국정운영 5개년 계획에 포함되어 있으며, 대통령의 2018년 연두기자회견, 공정경쟁 전략회의 등에서 직접 언급되기도 하였습니다. 물론 기업의 입장에서는 주주권이 국내에서 거대 담론화가 되어 지배구조 개혁의 한 수단으로 활용될 것에 대해서 경계하는 것은 당연합니다. 그러나 많은 경우 낮은 지배주주 지분율에 대한 방어기제로 작용되는 듯한 인상을 지을 수가 없습니다. 특히 이러한 방어기제로 인하여 국민연금의 강화경영참여 주주권 행사를 통한 경영간섭을 마치 기업사냥꾼(Corporate Raiders)과 같은 전통적 주주행동주의와 동일시하는 것에 대해서는 국민연금 직원의 입장, 그리고 국민연금 가입자의 입장에서 큰 유감으로 생각됩니다. 혹자는 국민연금 기금운용위원회의 거버넌스 상, 정부 입김으로 부터 자유로울 수 없는 구조라 하지만 저는 이러한 거버넌스로 인하여 정부 및 기업으로부터 독립적 의견을 제시할 수 있다고 생각합니다.

19) 한국 상장기업들의 배당수익률은 주요 비교대상 국가들 중 가장 낮음. 지난 7년간('12년 1월 ~ '18년 12월) 주요 시장의 누적배당 수익률(Bloomberg)한국 13%, 중국 21%, 필리핀 25%, 인도네시아 25%, 인도 26%, 싱가포르 30%, 미국 31%, 일본 33%, 영국 37%, 태국 38%, 대만 39%

국민연금의 주주권 행사는 일반 재무적 투자관점에서 바라보는 수익률의 획득 외에 기업의 구조개선을 넘어서는 영역으로까지 발전시키는 유인을 요구받는 이유이기도 하며, 동시에 많은 논란을 만드는 부분이기도 합니다.

물론 국민연금의 경우 주주권을 적용함에 있어서 그 내용과 범위에 있어서 기존 기관투자자와는 다소 차이가 있어야 한다고 생각합니다. 국민연금은 연금 가입자의 범위가 현행 연금보험료 납부자 외에 연금 수령자 및 미래 연금가입자까지도 포괄되어야 하는 문제로, 가입자의 이익을 극대화하는 부문에서 현재의 수익성 외에 보다 넓은 범위의 책임성이 수반되는 기금이기 때문입니다. 더구나 국민연금 기금의 투자 대상을 보면 그들 역시 국민연금의 가입자이며, 투자대상에 의해 상대적으로 불이익을 받는 그룹 역시 동일한 가입자로서의 권리를 가지고 있다는 특성이 있습니다. 이러한 성격으로 국민연금 기금은 일반 자산운용사들과 차별되는 투자지평을 가지고 주주권 행사 기준을 마련할 수 있어 사회경제적으로 순기능을 발휘할 수 있는 면이 부각되고 있습니다. 국민연금기금은 절대적인 수익률을 추구하기 보다는 ‘공공성’의 원칙을 포함시키고 있으며, 실제로 기금의 운용은 수익률 추구라는 절대원칙을 ‘추종’하면서도 이를 보완하기 위한 여러 방향에서의 대책들을 마련하고 있습니다. 그러나 현실적으로 이러한 보완적인 방안에는 한계가 있어 왔으며, 국민연금기금이 금융부문에 집중할 수밖에 없는 이유도 어쩔 수 없는 차선의 방법이 아닌가 생각하게 됩니다.

국민연금의 주주권 행사는 일개 기관투자자가 자신의 장기적 수익성을 제고하기 위한 일련의 투자 행위를 넘어서, 국민연금의 “주인”인 국민을 대리한 스튜어드로서의 국민연금이 수행하는 투자 행위라는 점을 다시 한번 강조하고자 합니다. 감사합니다.

〈별첨〉 해외 주요 연기금의 주주권행사 사례²⁰⁾

- 해외 연기금들은 공통적으로 주주권행사를 책임투자 과정의 중요한 전략이자 하나의 요소로 인식
 - 주주권행사에 대한 가이드라인은 책임투자 가이드라인 안에 포함되어 있으며, 주주권행사는 책임투자의 이행 전략
 - 책임투자는 장기적인 가치 제고를 목표로 하기 때문에, 주주권행사 프로세스는 역시 장기적인 관점에서 진행
- 해외 연기금들의 주된 주주관여(engagement)는 의결권 행사(Voting)와 모니터링 및 대화(dialogue)로 진행되지만, 다양한 주제에 대해 주주제안(shareholder proposal) 등의 방법으로 주주권을 행사하기도 함
 - 지배구조 관련 주주제안의 경우, 주로 정관 변경을 제안
 - 필요 시 중요한 안전에 대해서는 협력적 주주제안을 실시
 - 주주권행사의 주된 의제는 지배구조 관련 사안 외에도 환경 및 사회적 이슈에 대한 내용이 다수
 - 반부패 정책, 환경 및 사회적 이슈에 대한 회사의 전략
- ProxyMonitor 자료(2006년~2019년, Fortune 상위 250개 글로벌 기업 주주제안 정리)에 따르면, 연평균 500건의 주주제안(기업 당 연 평균 2건) 중 평균 76건의 주주제안이 연기금에 의한 것으로 나타남
 - 전체 주주제안에서 경영진 보상이 50% 정도를 차지한 반면, 연기금의 주주제안(1,067건)에서는 사회·환경적 이슈(370건)가 가장 큰 비중을 차지
 - 연기금은 주로 정치적 지출 및 로비활동에 대한 공개와 환경 이슈에 대한 주주제안을 실시

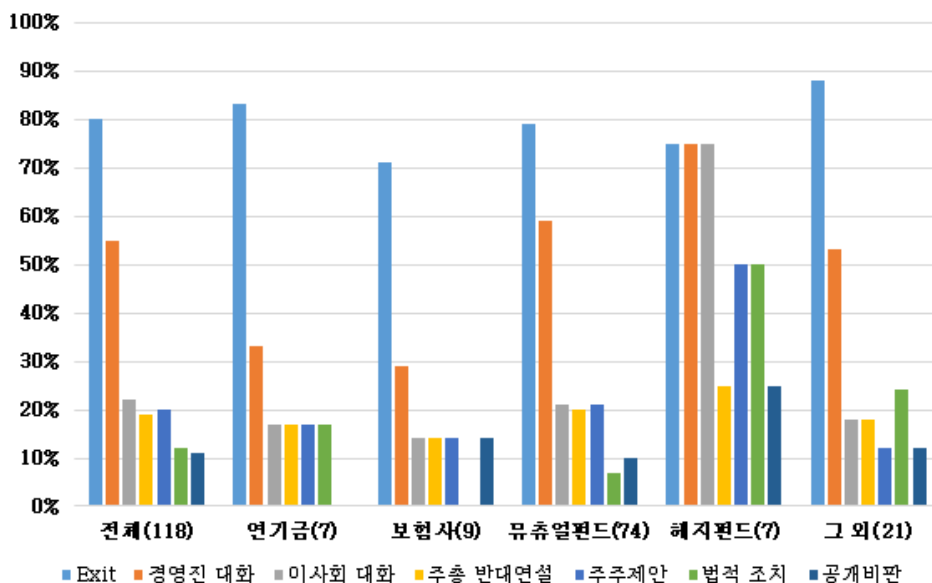
20) 자본시장연구원, “국민연금기금 경영참여 주주권행사 등을 위한 가이드라인 연구”, 국민연금 용역 보고서 2019-01.에서 해외 사례부문 발췌한 것임

□ 해외 연기금들 대부분은 여러 국제적 표준과 원칙, 각 나라별 스튜어드십 코드와 지배구조 코드를 준수하는 것으로 나타났으며, 수탁자 책임 활동 이행을 위한 자체 가이드라인을 갖추고 있음

○ 여러 기관의 표준 및 원칙을 기반으로 자체적인 책임투자 및 주주권행사 가이드라인을 구축하고 있으나 구체적이고 기계적인 가이드라인은 없음

○ 주주권행사 관련 가이드라인은 대부분 수탁자 책임 활동에 대한 기본 원칙과 개략적인 이행 방법을 다룸

<그림 3> 미국·유럽 기관투자자 주주관여 전략 서베이 결과²¹⁾



자료; McCahery 외(2016)의 원본 자료를 추출하여 재구성

□ 주주관여 대상은 ESG(환경, 사회, 지배구조) 관련 요소에 대한 이슈, 연기금의 주주관여 역량, 장기적인 가치 창출 기대효과 등을 종합적으로 고려하여 선정하며 장기적인 관점에서 단계별 주주관여 전략을 실시

○ 주주관여는 주로 ESG 위험이 높은 기업에 집중되고, 주로 대화를 시작으로 장기적으로 관여 활동이 이루어짐

○ 대화로 해결이 안 될 경우, 주주제안과 같은 상위 단계의 주주권행사를 실시

21) 118개의 기관투자자를 대상으로 각각의 주주 관여 전략 중 이행 의사가 있는 지 여부를 복수 응답으로 서베이한 결과

- 주주관여 결과 개선이 없을 시 일반적으로 투자를 배제(exclusion)하며, 투자 기업의 위법 또는 ESG 관련 특정 이슈로 투자금의 손실 발생 시 주주소송을 통해 피해보상을 청구하기도 함

□ 해외 연기금은 대체로 각국의 스튜어드십 코드와 지배구조 코드를 포함한 여러 국제적 표준과 원칙을 준수하고, 수탁자 책임 활동을 이행하기 위한 대략적인 원칙 중심의 가이드라인을 갖추고 있음

- 여러 표준 및 원칙을 기반으로 자체적인 주주권 행사 가이드라인을 구축하고 있지만, 구체적이고 기계적인 가이드라인의 형태가 아님
- 주로 원칙과 개략적인 이행방법 중심의 가이드라인이며, 주주관여 활동을 수행함에 있어 상황에 따라 유연하게 대처하는 것으로 판단됨
- 이와 관련하여 국민연금의 주주권 행사의 대상과 판단기준이 지나치게 기계적으로 설계되면, 설정된 가이드라인의 사각지대로 회피하는 사례가 발생할 수 있기에 유연하게 대응할 수 있는 옵션이 반드시 필요할 것으로 사료됨
- 국민연금의 주주권 행사를 위한 가이드라인의 작성에 있어서도 중요한 원칙을 사전적으로 확립한다는 의미를 강하게 부여할 필요가 있음

□ 해외 연기금의 주주권 행사는 책임투자 과정의 중요한 전략이자 하나의 요소이며, 주주권 행사에 대한 주제도 환경, 사회, 지배구조에 대한 전반적인 이슈들을 다룸

- 해외 연기금의 주주권 행사에 대한 가이드라인은 책임투자 가이드라인 안에 포함되는 형태이며, 주주권 행사는 책임투자의 이행 전략 중 하나로 인식해야 함
 - 국민연금의 적극적 주주권 행사는 현재 기업지배구조를 중심으로 설계되어 있고, 책임투자 가이드라인과 주주권 행사 가이드라인이 분리된 형태로 보일 수 있기 때문에 주주권 행사에 대한 부정적인 시선이 불가피한 것으로 보임
 - 따라서 향후 주주권 행사에 대한 가이드라인은 책임투자의 범위 안에서 설계되어야 할 필요가 있으며 주주권 행사에 대한 주제도 환경과 사회적 이슈를 포함해야 함

- 해외 연기금의 책임투자는 장기적인 가치 창출을 목표로 삼기 때문에, 주주권 행사 프로세스는 역시 장기적인 관점에서 단계별 주주관여 전략을 실시
 - 장기적으로 진행되는 주주관여의 정해진 기한은 없지만, 개선의 여지가 지속적으로 없을 때 해당 회사에 대한 투자를 배제하기도 함
- 해외 연기금의 주된 주주관여는 의결권 행사와 모니터링 및 회사와의 대화로 진행되고, 주주제안 및 주주소송과 같은 법률적 주주권 행사도 실시함
 - 대화로 해결이 안 될 경우, 주주제안과 같은 상위 단계의 주주권 행사를 실시하며, 투자기업의 위법 또는 ESG 관련 특정 이슈로 투자금의 손실이 발생했을 경우 주주소송을 통해 피해보상을 청구하기도 함
 - 협력적 주주제안도 적극적으로 활용하며, 지배구조 외에 다양한 이슈에 대한 주주권 행사도 다수 실시함
- 주주권 행사 과정에서 법적인 분쟁이 발생할 가능성이 있으므로 해외 연기금은 주주권 행사의 중요 과정에서 법률적인 검토를 충실히 수행한 후 최종적인 주주권 행사로 연결하고 있음
- 법적 소송으로 가는 상황이 아니더라도 주주관여 및 주주제안 등의 단계에 있어서도 법률적 타당성이 확보되고 있는지, 그리고 절차상의 문제점이 없는지를 충실히 검토하고 있음
- 국내의 경우 국민연금의 주주권 행사가 상법 및 자본시장법상의 규정과 충돌이 발생할 가능성이 없는지를 사전적으로 충실히 검토하는 업무절차가 필요하다고 볼 수 있음
- 공통적으로 적용되는 법률적 검토를 위한 업무절차를 마련

1. 네덜란드 ABP & APG

□ 기관 개요 및 투자 의사결정 체계

- Stichting Pensioenfonds ABP(ABP)는 네덜란드 공공 및 교육부문 근로자 등에 대한 6개 연기금을 통합하여 관리하는 기관
 - 2017년 기준, 대략 4,090억 유로의 자산규모와 약 298만 명의 가입자를 보유

한 네덜란드 최대 공적 연금

- APG는 ABP의 수탁자위원회가 구축한 수탁자 책임 정책을 보다 구체화하여, 고유의 전문성을 갖춘 수탁자 책임 정책을 구축하고 있음
- APG 자산운용은 자체 수탁자 및 책임투자 전문가 집단인 Global Responsible Investment and Governance(GRIG) 팀을 두고 있고, 운용을 담당하는 포트폴리오 매니저와 함께 ABP 자산의 장기적 수익 창출을 위한 스튜어드십 직무를 수행함
- APG는 다양한 외부 소스 및 시스템을 활용하여 자체적인 방법론을 개발하고, 수탁자 책임 활동의 핵심 영역을 우선순위를 매기고 이행하며 진행상황 및 결과를 감시함

□ APG의 수탁자 책임 지침 및 이행 현황

- APG는 ICGN 글로벌 스튜어드십 원칙(Global Stewardship Principles)을 따르고, 네덜란드 스튜어드십 코드(Dutch Stewardship Code)를 준수
- APG의 주주권행사 정책은 다음의 세 가지 방법으로 분류됨: (1)의결권행사(Voting), (2)감독 및 관여(Monitoring and engagement), (3)주주소송(Shareholder litigation)
- APG의 투자회사에 대한 감시 대상은 기업의 장기적인 가치 창출 능력에 영향을 줄 수 있는 모든 측면을 고려
 - 감시영역: 전략, 재무성과, 자본구조, 기업지배구조, 지속가능성, 위험
 - 정보가 불충분하거나 우려사항이 있는 경우, 회사와 대화하여 명확한 설명이나 의견을 수렴
- APG의 의결권 행사 결정은 APG AM Global Corporate Governance Framework를 기반으로 하고, 가능한 모든 곳에서 투자하는 회사에 의결권을 행사
 - APG 책임투자 기초 원칙: (1) 장기 가치 향상(Enhancement of long-term value), (2) 이사의 책임(Accountability) 및 주주보호, (3) 지속 가능성

(Sustainability), (4) 투명성(Transparency)

- 의결권 행사 과정에서 여러 이행상충 및 해당 시장상황, 규제환경을 고려하여 유연하게 의결권을 행사하며, 의결권 행사 내역은 이 후에 공개됨
 - 전 세계적으로 투자한 기업에 대해 전자투표 방식(electronic voting system)을 활용하여 GRIG팀이 의결권을 행사
 - GRIG팀은 포트폴리오 매니저의 의견을 수렴하고 의결권 행사를 감독하고 조정함
 - 의결권 의사 결정시 APG는 다른 나라의 기업 지배구조 코드 및 표준과 현지 법률 및 규정에 명시된 조항과 같이 회사가 운영되는 특정 상황 및 시장을 고려함
 - 외부에 위탁한 포트폴리오 또한 동일한 기준으로 의결권을 행사하고, APG가 큰 지분을 보유하고 있거나 특별한 주의가 필요하거나 자본의 상당한 배정이 필요한 회사의 경우 APG는 회사, 투자자 및 기타 이해 관계자와 적절하게 상의함
 - 필요시 외부 전문가의 의견을 구하기도 하고, ISS 등과 같은 의결권 행사 서비스 업체의 연구 결과와 함께 규제 및 시장의 발전에 비추어 의결권 행사 지침을 지속적으로 검토함
 - 모든 의결권 행사는 주주총회 직후 웹사이트에 자세하게 공개하며 의결권 행사를 위한 목적으로 주식을 빌리거나 빌려주지 않음
- APG의 주주관여(shareholder engagement) 목적은 투자회사가 모범 지배구조 및 지속 가능성 표준을 지키도록 장려하는 것이며, 주주관여에 필요한 여러 정보를 활용
 - 투자팀과 GRIG팀과의 협력 활동으로 주주관여가 이루어짐
 - 주주관여 과정에서 우리는 사내(In-house) 전문지식, 기업 공개 자료, 연구원이 제공하는 회사별 데이터, 브로커, NGO, 투자자 네트워크와 같은 기타 외부 소스를 활용하며, 필요에 따라 투자회사와 관련된 다른 이해관계자와 의견을 나눔
- APG의 주주관여 프로세스는 책임투자 정책의 중요한 전략으로 활용되며 주로 장기적인 관점에서 진행됨

- APG의 책임 투자는 크게 4가지(수익, 위험, 비용, 지속가능성)를 기준으로 투자 대상을 평가하여 ‘개선 가능성’이 있는 기업에 투자하여 주주관여를 실시
 - 주로 기업과의 ‘대화’를 실시하며 APG가 원하는 개선 사항에 대해 논의하고 개선 과정을 면밀하게 모니터링
 - 이러한 주주관여 프로세스는 장기적으로 실행되며 몇 년 내에 뚜렷한 결과가 없거나 부재할 경우 회사에 대한 투자 철회가 가능
- 주주관여를 통해 주주제안(shareholder proposal)을 하고자 할 때, 주주총회에 참석하여 주주결의안에 대한 APG의 의도를 충분히 설명함
- 매년 발행되는 책임투자 보고서(Responsible Investing Report)에 따르면, 주주제안의 주된 의제는 환경(environment) 이슈 및 사회적 정책(social policy)임
- 사내 중앙지식관리시스템(Centralized Knowledge Management System, CKMS)을 개발·운영하여 기업에 대한 주주관여 기록, 기타 관련 연구, 재무 및 ESG 정보를 축적
- 투자를 관리하는 모든 팀과 GRIG팀은 이 시스템을 통해 효과적인 정보 공유를 보장함
 - 각 주주관여에 대해 회사의 이름, 주주관여 이슈(issue), 명확히 설정된 목표, 충족 여부 또는 진행 상황을 문서화함
 - 다른 투자자와의 협업뿐만 아니라 회사나 이해 관계자와의 대화, 회의, 서면 교환 및 후속 조치에 대해서도 문서화
- (Collaborative Engagement) 주주관여 과정에서 필요 시, 다른 주주들과 소통하고 협력하여 주주권행사를 시행함
- (투자 배제 리스트) ESG 기반의 장기적인 책임투자 원칙에 위반되는 기업에 투자하지 않음
- 2018년부터 무기 제조사, 담배 및 핵무기 제조업체에 투자 배제
 - 인권, 노동조건, 환경 및 반부패에 대한 UN Global Compact 원칙을 따르지 않은 기업은 투자 배제

- 투자 제외 기업수는 19개사(2016년), 22개사(2017년), 153개사(2018년)로 점점 증가
- (주주 소송) 법을 위반하거나 기업지배구조 등과 같은 특정 이슈로 인해 투자금에 대한 피해를 입었을 경우, APG는 주주 소송(shareholder litigation)을 통해 피해보상을 청구하기도 함
- 주주 소송의 주원인: 사기, 속임수, 허위 진술, 공개의무 무시, 신탁 의무 위반
- APG는 가능하고 적절한 경우, 투자대상 기업의 지배구조를 개선하기 위한 지배구조 개혁(reform)안을 도입할 수 있음

2. 네덜란드 연기금: PGGM

- PGGM은 네덜란드의 사회보장기금으로 의료·복지 부분의 근로자 등에 대한 7개 연기금을 운용하는 기관
- 2018년 기준 총 운용자산은 2,108억유로로 네덜란드에서 ABP에 이어서 두 번째로 큰 규모의 연기금

□ PGGM의 수탁자 책임 지침 및 이행 현황

- 적극적 주주권행사를 실천하기 위해 PGGM은 다양한 기관의 표준 및 원칙을 준수
 - UN PRI(Principles for Responsible Investment)의 Active Share Ownership Principle
 - Eumedion 스튜어드십 코드(Dutch Stewardship Code)
 - ICGN의 글로벌 기업지배구조 원칙(Global Governance Principles)
 - UN Global Compact의 원칙
 - OECD의 Guidelines for Multinational Enterprises of the Organization for Economic Cooperation and Development
 - UN의 Guiding Principles on Business and Human Rights
- PGGM은 여러 기관의 표준 및 원칙을 기반으로 자체적인 책임투자 프레임워크를 개발하여 이를 이행하고 있음

- PGGM의 책임투자 철학: (1)책임투자를 통해 성과를 얻을 수 있음, (2)장기적으로 안정된 수익은 지속가능 개발이 전제가 되어야 달성할 수 있음, (3)책임투자를 통해 투입된 자본이 지속가능성의 제고에 기여할 수 있음
 - PGGM의 주주권행사는 책임투자 실천의 주요 전략으로 경영진과의 대화, 의결권 행사 등을 통해 투자기업의 ESG 요소 개선을 유도
 - PGGM은 주식 외에도 모든 자산군에 대해 ESG 분석을 통한 책임투자의 실천을 목표로 함
- PGGM 책임투자 프레임워크 내 (1)의결권 행사(Voting), (2)주주관여(Shareholder engagement), (3)주주 소송(Shareholder litigation)과 같은 주주권행사에 대한 가이드라인 및 이해상충 방지 지침을 수립
- PGGM은 정책 및 규제당국을 도와 효율적이고 신뢰 가능한 규정 및 원칙 개발에 협력함
- 2019년 1월 1일부터 시행된 네덜란드 스튜어드십 코드(Dutch Stewardship Code)를 개발하는데 Eumedion과 협력하여 적극적인 역할을 수행
 - 네덜란드 사회·경제 위원회(Dutch Social and Economic Council, SER)의 지도하에 연금기금의 IMVB(International Socially Responsible Investment Covenant) 형성에 참여
- PGGM은 매년 주주총회에서 의결권 행사와 더불어 다양한 주주권행사를 통해 회사의 중요한 경영관련 의사결정에 영향을 줌
- 의결권 행사는 대부분 행사 정책에 기반하여 자동화되어 있고, PGGM의 자체 의결권 행사 가이드라인 및 ISS의 권고를 준수
 - 의결권 행사의 일부분은 ISS, Glass Lewis 등 외부 의결권행사 자문 기관에 위탁
- 주주관여 활동을 효과적으로 수행하기 위해 투자하고 있는 몇몇 회사에 주주활동을 집중
- 주주관여 대상 선정 기준: (1)관여 주제와의 관련성, (2)해당 주제 및 회사 활동에 대한 PGGM의 주주관여 역량, (3)장기적인 기대 효과
 - 주주관여의 주요 주제: (1)환경 및 기후 변화, (2)물 부족, (3)의료 서비스,

(4)기근, (5)안정적인 금융시스템, (6)기업지배구조, (7)인권

- 장기적인 관점에서 회사와 활발히 대화하고 기존의 문제를 개선하는 것을 목표로 함
 - 각각의 주주관여 프로젝트마다 외부 자료나 연구 역량을 활용하고, 목표 및 타임라인을 미리 설정하며 분기별로 진행 상황을 평가함
 - 필요시, PGGM은 다른 기관투자자 및 시장 관계자와 연합하여 회사와 대화를 실시
 - PGGM의 주주관여 내역은 매년 책임투자 연차보고서에 주주관여 대상회사 및 관여주제를 수록
- (투자 배제 리스트) PGGM의 장기적인 책임투자 목표에 부합하지 않은 기업은 투자를 배제함

3. 노르웨이의 NBIM - GPFG

□ GPFG의 수탁자 책임 지침 및 이행 현황

- 전세계 약 70개국에 투자하는 GPFG는 지배구조·지속가능성과 관련된 국제적으로 합의된 다양한 표준 및 원칙을 따름
- G20/OECD Principles of Corporate Governance
 - UN Global Compact
 - OECD Guidelines for Multinational Enterprises
 - UN Sustainable Development Goals
 - UN Guiding Principles on Business and Human Rights
- 또한 국제기구·규제 기관·관련 업계 및 학계와 정기적으로 협력하여 여러 표준의 개선 및 발전에 기여할 수 있도록 피드백(feedback)을 공유
- OECD, 영국, 일본, 스웨덴, 독일, 호주 등의 지배구조 코드 개선에 협력
 - 홍콩 및 싱가포르 거래소에 차등의결권(dual class share)과 관련된 제안서를 제출
 - 학계 및 교육기관과 협력하고 여러 연구 프로젝트를 지원하여 투자 전력·위

협 관리·주주권행사와 관련된 연구를 진행

- GPFG는 OECD의 기업지배구조 코드를 기반으로 자체적인 의결권 행사 원칙을 수립
 - 2003년에 처음 ‘Public Voting Guidelines’이 발표한 후, 수정을 거쳐 2015년에 ‘Global Voting Guidelines’을 도입, 그 이후에도 꾸준히 이를 개선하고 있음
 - 전문가로 구성된 기업지배구조 자문위원회를 두고 있으며, 수탁자 책임 지침 및 이행 프로세스를 관리하고 개선시킴
 - 의결권 행사 원칙은 (1)장기적 가치 창출, (2)이사회의 책임과 투명성, (3)주주 평등 및 보호, (4)공시 적시성 및 투명성, (5)지속 가능 경영을 강조하며, 그 중에서도 “이사회의 역할”을 가장 중시함
 - 의결권 행사 지침은 기본적인 원칙적 근거를 제시하지만 회사 별 개별 요인도 고려하여 최종적인 의결권을 행사
- GPFG는 투자한 거의 모든 회사의 안전에 대해 의결권을 행사하는데, 2018년 기준 총 11,287개사의 주주총회에서 투표하였으며, 총 113,546개의 안전에 의결권을 행사하였고 그 결과를 공시
 - 주된 안전인 이사선출의 경우 94.6% 찬성, 5.4% 반대하였음 (2017년도 찬성률: 92.6%, 2016년도 찬성률: 93.3%)
 - 보다 반대가 많은 경영진 보상의 경우 7.2% 반대하였음(2017년도 반대율: 6.9%, 2016년도 반대율: 2.8%)
 - 직접 주주총회에 참석하기 어려운 경우 의결권 대리 행사(voting by proxy)를 하고 있으며, 온라인 플랫폼을 활용하여 다가오는 주주총회와 관련된 모든 정보를 수집함
 - 대부분의 안전의 의결권행사 지침에 따라 결정되나 일부 예외적인 안전은 개별적으로 포트폴리오 매니저와 함께 펀드의 장기성과에 영향을 주는 방향으로 결정
- 주주총회 이전, 몇몇 중요한 안전에 대해 ‘Voting Intentions’을 발표하여 해당 안전에 대한 GPFG의 의견을 전달

- 주로, GPFPG가 추구하는 장기가치에 위반되는 ESG 이슈에 대한 안건을 다룸
- GPFPG는 수탁자 책임 이행의 주된 방법으로 투자회사와 건설적인 대화(Company meeting & dialogue)를 실시함
 - 주식 전체 포트폴리오의 2/3를 차지하는 1,000여 개의 회사와 정기적인 미팅을 가지며, 2016-18년 최근 3년 동안, 1,420개사와 3,256번의 대화('18), 1,380개사와 3,252번의 대화('17), 1,589개사와 3,790번의 대화('16)를 진행하였음
 - 일반적으로, 투자한 회사에 대하여 지분율이 높고 장기적인 투자를 진행하기 때문에, 이사회·경영진과 건설적인 대화를 통해 기업지배구조 및 사회적 책임 관련 이슈를 개선하는 것을 추구함
 - 주로 이사회와 대화를 실시하는데, 이사회의 업무와 관련된 주제를 논의함: (1)이사회의 역할, (2)모니터링 및 위험 관리, (3)이사회 구성 및 후보지명 프로세스, (4)이사회의 전문성, (5)이사회 의장의 역할, (6)경영자 보상 및 지속가능성
- 각 개별 회사와의 대화 외에도, 국가 단위로 방문하고 컨퍼런스를 개최하여 GPFPG의 요구사항 및 기대사항을 전달하기도 함
 - 2018년의 경우 도쿄에서 컨퍼런스를 개최하였는데, 약 300개 일본 기업이 참석하였고, 사회적 책임·공시·이사회의 독립성·경영진 보상과 관련한 GPFPG의 기대사항을 발표함
- GPFPG의 수탁자 책임 프로세스는 주로 'ESG 이슈 관련 기대사항 평가→개선이 필요한 회사에 관련 내용 전달(서신)→회사와의 대화 및 조율→개선이 없거나 부족할 시 의결권 행사' 순으로 진행됨
 - (의결권 행사) 장기적인 기간을 두고 진행되며, 개선사항이 없거나 대화를 거절할 시 의결권 행사를 통해 이사회를 교체함
 - (주주제안 등 주주권행사) 회사의 관행이 GPFPG의 의결권 행사 원칙 및 지배구조 원칙과 다르거나 시장 전체에 악영향을 미칠 수 있는 경우, 보유하고 있는 회사에 대해 주주제안(Shareholder Proposal)과 같은 적극적인 주주권을 행사하기도 함
 - (주주관여 내역공개) 책임투자 연차보고서에 주주관여 대상회사 및 관여주제

공개

- (투자 배제 리스트) 투자하기 전, 회사들의 ESG 관련 요인을 면밀하게 평가하여 투자 배제(divestment list) 리스트를 만듦
 - * 투자 배제는 주로 담배, 무기, 도박, 석탄채굴 관련 기업에서 이루어지며, 인권 및 환경에 심각한 피해를 주는 기업을 투자대상에서 제외
- (주주 소송) 투자회사의 불법 행위 등으로 인해 예상치 못한 피해가 예상되는 경우, 주주 단체 소송에 참여하기도 함

4. 노르웨이 연기금: FTF - GPFN

□ 기관 개요 및 투자 의사결정 체계

- GPFN(Government Pension Fund Norway)도 GPFG와 마찬가지로 노르웨이 정부가 관리하는 정부연기금으로 과거 노르웨이 사회보장기금(National Insurance Scheme Fund)으로 출발
- 사회보장제도를 출범한 1967년부터 1979년까지 꾸준히 흑자를 기록하면서 기초 자본을 축적

□ GPFG의 수탁자 책임 지침 및 이행 현황

- GPFG와 마찬가지로 GPFN 역시 기금운용에 있어서 지배구조·지속가능성과 관련된 국제적으로 합의된 원칙과 표준을 지키며, 노르웨이 기업지배구조 코드를 추가로 준수
- OECD Guidelines for Multinational Enterprises
- G20/OECD Principles of Corporate Governance
- UN Global Compact
- Norwegian Code of Practice for Corporate Governance
- UN Principles for Responsible Investment(PRI)
- 노르웨이 기업지배구조 코드는 노르웨이 기업지배구조 위원회 (Norwegian Corporate Governance Board, NUES)가 발표한 것으로, 노르웨이에 상장된 주식회사의 주주, 이사회, 경영진 간의 역할에 대한 규범임

- 우수한 기업지배구조가 회사의 신뢰를 강화하고 주주 및 이해관계자의 장기적 이익과 합치한다는 것이 기본 전제
 - 노르웨이 주식시장에 상장된 모든 회사는 노르웨이 회계법에 따라 매년 회사의 지배구조 정책 및 관행에 대한 보고서를 제출할 의무가 있음
 - 기본적으로 ‘준수 또는 설명’ 방식의 규범이지만, 기업지배구조에 대한 보고서 제출과 같은 몇 가지 사항은 법으로 강제함
- FTF는 GPFN의 자체 책임투자 원칙과 방법을 수립하여 수탁자 책임 활동을 이행하고 있음
- 책임투자의 목표는 대상 회사가 국제적인 책임투자 기준을 준수하게 만드는 것으로, UN Global Compact와 노르웨이 기업지배구조코드를 기반으로 회사에 몇몇 주제에 대한 가이드라인을 제시
 - * 중요 주제: 인권, 노동권, 환경, 기후, 반부패, 임원보수, 기업지배구조
 - GPFN의 다섯 가지 책임투자 핵심 원칙
 - * 투자 의사 결정 시 ESG 요소 및 지속가능성 위험요인을 충분히 고려
 - * 독립적인 의사 결정 및 책임 있는 역할 유지
 - * 자국 및 국제 여러 책임투자 기준을 준수
 - * 연기금의 이익 극대화를 위해 적극적인 주주권을 행사
 - * 우수한 표준 개발에 기여 및 책임투자 내역 공개
 - 투자하기 전 회사를 선정할 때, 정량적인 지표 외에도 ESG 요소를 포함한 정성적 평가가 이루어짐
 - 수탁자책임 활동의 경우 장기적인 관점으로 이루어지며, 주로 회사와의 대화(Dialogue), 서신(Letters), 주주총회 참석(General meetings), 이사후보 지명위원회(Nomination Committee) 참가 등을 수행함
 - * 이 중에서 이사회 및 경영진과의 만남 및 대화를 가장 선호
- (회사와의 대화) 무엇보다도 GPFN은 장기투자자로 운용되며, 기업과 적극적으로 건설적인 대화를 가장 중요한 주주 활동으로 생각
- 회사의 운영 전반을 알기 위해 회사 경영진 및 이사회 의장과 주기적인 미팅을 실시
 - * 경영진과의 대화 비중(2017년 67%, 2018년 69%)이 제일 높고, 이사회(2017년 16%, 2018년 13%), 보상위원회(2017년 13%, 2018년 13%), IR

담당자 외(2017년 4%, 2018년 6%) 순으로 대화를 진행

- 주된 대화 주제는 영업 전략 및 재무적인 요소지만, 비재무적인 ESG 관련 이슈에 대해서도 활발히 진행
- 사전(proactive) 대화는 회사의 운영 및 개선 과제에 대한 지속적인 대화이며, 사후대응(reactive) 대화는 회사가 조치를 취하는 특정 이벤트와 관련하여 이루어짐
- 대화 과정에서 내부 정보(inside information)를 받지 않음
- 문제에 대한 개선 프로세스는 몇 년에 걸쳐 이루어질 수 있음
- 2018년 기준, 53개사와 143회의 미팅을 가졌고, 2017년엔 51개사와 137회의 미팅을 실시

○ (의결권 행사) 매년 투자회사의 주주총회에 참석하여 발의된 의제에 대해 철저히 검토하고 의결권을 행사

- 기본적으로 이사회에 제안에 따라 투표하지만, 동의하지 않을 경우 총회 전 경영진에 대한 견해를 설명하고 반대 의결권 행사 후 그 사유를 웹 사이트에 게시
- 참석이 어려운 경우, 의결권 대리(proxy) 행사를 실시
- 2018년 기준, 노르웨이의 53개사 정기 주주총회 및 12개사 임시주주총회에 참석하였고, 북유럽 지역의 85개사 정기 주주총회에 참석하여 의결권을 행사함

○ (주주제안) 기본적으로 이사회에 동의하는 방향으로 의결권을 행사하지만, 원칙에 크게 위배되는 경우 안전에 반대투표를 행사하며 더 나은 대안을 주주제안으로 제출하기도 함

- (사례) 2018년 5월 Norwegian Air Shuttle ASA의 정기주주총회에서 이사회 의장을 지명위원회의 영구적인 위원으로 포함시키는 정관변경 안전에 반대하였고, 지명위원회를 2년 임기제로 바꾸고 회사 이사회와 독립적으로 운영하도록 하는 주주제안을 실시하였으나 결국 이 제안은 받아들여지지 않음

○ (이사후보추천위원회) FTF는 GPFN 기금으로 투자한 회사의 이사후보추천위원회(Nomination committee)에 후보자를 추천하여 투자회사의 이사회 개선

에 기여함

- 이사회추천위원회에 참여함으로써 이사회가 주주의 이익을 대변하고 회사 운영에 대한 전문 지식을 갖추도록 요구
- (협력적 주주활동) 특정 문제에 대해 개별적으로 접근하는 것 보다 더 효과적이라 판단되면, 다른 주주와 협력적으로 주주활동을 전개
- (투자 배제) GPFNG의 투자대상에서 제외되는 경우, GPFN의 투자대상에도 제외
- 노르웨이 기업에는 해당 사항이 없고, 그 외 북유럽 지역(스웨덴, 덴마크, 핀란드)에서 적용됨
- 노르웨이 기업 외의 북유럽 국가 기업에 대해서도 같은 책임투자 및 수탁자 책임 원칙을 적용하지만, 상황에 맞추어 유연하게 적용
- 노르웨이 기업의 경우 상대적으로 다수 지분을 보유하고 있지만, 북유럽 국가 기업은 보유 지분은 낮음
- 노르웨이 기업의 지분은 최대 15%까지 보유 가능하지만, 북유럽 국가 기업의 지분은 최대 5%까지만 보유 가능

5. 캘리포니아 교직원 연기금: CalSTRS

□ CalSTRS의 수탁자 책임 지침 및 이행 현황

- CalSTRS의 책임투자(지속가능성 투자 및 스튜어드십 전략)는 CalSTRS 기금의 장기적인 가치를 극대화하기 위해 고안되었으며, 기업지배구조 정책(CalSTRS Corporate Governance Policies)의 지침을 따라 이행됨
- 주된 책임투자 전략: (1)의결권 행사, (2)임원보상제도 개선, (3) 이사회 다양성(diversity) 개선, (4)지속가능성 관련 위험 관리, (5) 저탄소 경제로의 전환
- CalSTRS 기업지배구조 정책은 1978년 처음 채택되어 꾸준히 수정 및 보완을 거쳐 2017년 마지막으로 개정되었으며, 공정하고 공개적인 기업지배구조를

위한 CalSTRS의 강력한 원칙과 표준임

- 이러한 수탁자 책임이행 원칙은 CalSTRS 교사퇴직위원회가 채택
- CalSTRS는 이러한 원칙을 바탕으로 자체 기업지배구조 프로그램 (CalPERS Corporate Governance Program)을 구현하였으며, 적극적인 주주관여/의결권 행사/행동주의 포트폴리오 관리/법률 및 규제 개선 등 다양한 분야의 활동을 수행중임

○ CalSTRS 기업지배구조 정책은 아래와 같은 하위 정책 및 원칙을 포함하고, 이 중 기업지배구조원칙은 CalSTRS의 의결권 행사 및 주주활동 원칙의 기반이 됨

- Corporate Governance Principles(기업지배구조원칙)
- Investment Policy Mitigating Environmental, Social, and Governance(ESG) Risks
- Responsible Contractor Policy

○ 기업지배구조원칙에서 정의한 주요 주주활동 원칙

- 의결권 행사 원칙 및 행사 내역 공개(Publicly Disclosing the CalSTRS Principles and Proxy Votes)
- 투자회사에 대한 활발한 모니터링(Monitoring Portfolio Companies)
- 단계별 주주활동(Escalating Engagement Activities)
- 협력적 주주활동(Working Collectively with Other Investors)
- 필요 시 Glass Lewis, Equilar and the Sustainable Investment Institute와 같은 외부 의결권 행사 자문업체의 의견을 수렴
- 2011년부터 Glass Lewis의 의결권 행사 플랫폼(proxy voting platform)을 사용하여 사내(in-house)에서 국내외 회사에 의결권 대리 행사를 실시
- 2017년 기준, 8,042회(국내: 2,956, 해외: 5,086)의 주주총회에서 79,229개(국내: 24,788, 해외: 54,441)의 안건에 의결권을 행사
- 국내와 해외 기업을 비교했을 때, 국내기업의 경우 과거 5년간 주주총회 안건 찬성률이 70%를 상회하지만, 해외기업의 경우 주주총회 안건 찬성률이 50%에 미침

- * 최근 5년간 Proxy Voting 찬성률 현황(국내/해외): 75%/52%(‘17), 72%/52%(‘16), 72%/51%(‘15), 71%/50%(‘14), 73%/48%(‘13)
- 이사회 안건 외에 주주제안 안건에도 적극적으로 의결권을 행사하며, CalSTRS의 기업지배구조원칙에 부합하는 경우 적극적으로 안건에 동의
- (주주관여) CalSTRS는 중요 주제를 선정하여 투자기업에 주주관여(engagement)를 실시하고 있는데, 최근에는 (1)이사회 다양성(diversity), (2)경영진 보상, (3)지정학적(geopolitical) 위험, (4)과반수투표제(majority vote), (5)지속가능성에 중심을 두고 있음
- (사전 단계) CalSTRS는 주주제안과 같은 법률적인 주주권을 행사하기 이전에, 회사와의 장기적·건설적 대화를 실시
- (주주제안: 이사회 다양성) CalSTRS는 경험, 지식, 나이, 배경, 성별, 인종 등 다양한 측면에서의 이사회 다양성이 확보되도록 주주관여를 실시
- (주주제안: 표결 방식) CalSTRS는 2010년~2017년 동안 이사 선출에 대한 과반수투표제(majority vote) 도입을 위해 572개사에 주주관여를 실시
- 그 외에도 CalSTRS는 기업지배구조, 경영진 보상, 지속가능성, 환경 및 사회적 이슈 등 다양한 주제에 대해 주주관여를 실시
- (행동주의 포트폴리오) CalSTRS는 주로 외부 위탁운용사 포트폴리오로 구성된 기업지배구조 행동주의 포트폴리오(Corporate Governance Activist Portfolio)를 구축하여 우수한 지배구조가 장기적이고 지속가능한 가치를 창출할 수 있도록 장려
- 투자 유니버스는 글로벌 기업에 투자하는 행동주의 펀드이며, 주로 회사 인수 합병(M&A), 이사회 구조 및 구성을 포함한 기업의 여러 기업지배구조에 적극적으로 개입하는 투자 전략을 지닌 펀드

6. 미국 캘리포니아 공무원 연금 CalPERS

☐ CalPERS의 수탁자 책임 지침 및 이행 현황

- CalPERS는 캘리포니아 주 헌법(California Constitution)의 수탁자 책임(fiduciary duty) 원칙을 따름

- CalPERS는 주주권행사 기준인 ‘CalPERS Governance and Sustainable Principles’에 따라 의결권행사(Proxy voting) 및 주주관여(Share-owner engagement) 활동을 수행
 - 의결권행사는 CalPERS의 의결권행사 전담부서인 Corporate Governance team 이 직접 수행
 - 주주관여는 CalPERS 내 관련 부서에서 개별적으로 또는 다른 기관투자자와 함께 수행
 - 주주권행사 지침은 CalPERS가 기업지배구조 및 지속가능성에 대해 추구하고 권장하는 내용을 포함하고 있음
- 특히 장기적인 가치 창출에 있어 고려해야 할 원칙 다섯 가지를 아래와 같이 설정하고, 의결권 행사, 주주관여, 기업과의 대화 등 주주활동 수행에 이들 원칙을 고려할 것을 요구
- 투자자 권리(Investor Rights): CalPERS는 공모 및 사모 시장에서 기업, 경영자, 투자기구 등에 대한 자본제공자로, 투자자의 권리 보호는 CalPERS 이익 보장에 기여
- 장기적 가치 창출의 첫 번째 원칙인 ‘투자자 권리(Investor Rights)’는 주주의 권한이라고도 할 수 있으며 의결권, 이사(Director) 임명, 주주 승인 권한 등 7가지 사항을 권장
- 장기적 가치 창출의 두 번째 원칙인 ‘이사회 구성(Board Quality)’은 이사의 신뢰성, 정보 공유, 독립성 등 16가지 사항을 권장
- 장기적 가치 창출의 세 번째 원칙인 ‘보상체계(Compensation)’는 급여, 성과급, 주식 보상 등과 관련된 11가지 사항을 포함
- 장기적 가치 창출의 네 번째 원칙인 ‘기업정보공개(Corporate Reporting)’는 다음과 같은 구체적인 사항을 포함
- 통합적 재무상태 보고(Integrated Financial Reporting)

- 투명성(Transparency)
 - 의결권 행사 관련 정보(Proxy Materials)
 - 투자자에 대한 감사인의 보고 강화(Auditor's Enhanced Reporting to Investors)
 - 이해관계자와의 관계(Stakeholder Relations)
 - 환경요인 관리 활동(Environmental Management Practices)
 - 윤리규범과 행위규범(Codes of Conduct/Ethics)
 - 주주총회(Company General Meetings)
- ☐ 장기적 가치 창출의 다섯 번째 원칙인 '규제의 효율성(Regulatory Effectiveness)' 원칙은 모범관행, 금융시장, 국제회계기준 등을 포함함
- ☐ CalPERS의 의결권 행사관련 의사결정은 주주총회 개최일 약 3~5주 전에 ISS, Glass Lewis 등 의결권 대행 전문기관으로부터 안건 관련 자문을 받은 후 내부 협의를 통해 최종적으로 이루어짐
- 1984년 투자대상 기업 지배구조개혁 프로그램(Corporate Governance Reform Program)을 도입하여 다양한 형태의 주주권행사 활동을 시작하였고 특히 1987년 포커스리스트 프로그램(Focus List Program)을 도입하면서 더욱 활발한 주주활동을 수행
 - 포커스리스트 선정은 주식수익률 개선에 유의미한 효과를 가진 것으로 보고되고 있어 영향력이 일정 부분 입증

<표 1> 포커스리스트 발전 과정

년도	내용
1987	최초로 주주관여정책 실행: 미국 기업에 대한 주주 제안 제출
1989	포커스리스트 공개: 'name and shame' policy
2011	포커스리스트 비공개주의로 전환: confidential-only engagements
2014	포커스리스트 확장(Enhanced Focus List): 국내외확대, 주주제안 등과 연계
2015	일본기업 매년 8개 이상 포커스리스트 연 주주 관여 정책 실행
2017	포커스리스트 + ESG 테마형(Thematic) 주주 관여 결합

자료: CalPERS, 송홍선(2018)

- 2000년부터는 기업지배구조 뿐 아니라 환경 및 사회관련 이슈도 포커스리스트 선정 및 기타 주주활동에 반영
- 또한 주주관여 활동의 일환으로 사외이사 추천에 적극 임하고 있음
- 이사 해임요구, 주주대표 소송(lawsuit), 입법 청원운동 등의 활동을 통하여서도 적극적으로 주주권을 행사하고 있음
 - 2004년 3월 월트디즈니의 주주총회에서 20년째 회사를 이끌어 오던 Michael Eisener 회장에 대해 5~6년간 누적된 실적 부진 책임을 물어 퇴진을 요구하였고, 그 후 마이클 회장은 퇴임
 - 2003년 뉴욕증권거래소의 리처드 그라소 회장의 퇴진에 일조하였고, 시티그룹과 코카콜라의 경영진 교체를 시도
 - 2011년 Apple사에 주주 과반수가 찬성해야 이사선임이 가능하도록 하는 다수결의제를 도입하도록 요구하여 관철
 - 2016년에는 무의결권 주식 발행계획을 발표한 IAC의 지배주주와 이사들을 상대로 소송을 제기하여 계획을 철회시켰으며²²⁾, 2017년 회사 측이 무의결권 주식 발행 결정을 취소하면서 소송 종결²³⁾

7. 캐나다 CPPIB

□ 기관 개요 및 투자 의사결정 체계

- CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)는 캐나다의 국민연금에 해당하는 CPP(Canada Pension Plan)가 출자 및 보유하고 있는 자금을 감독·투자하기 위해 설립된 독립 기구
 - 2019년 3월말 기준으로 2천만명, 3,920억달러 이상의 투자자산을 관리²⁴⁾
- CPPIB는 1997년 ‘Canada Pension Plan Investment Board Act’를 통해 설립

22) CalPERS, December 12, 2016, CalPERS Sues to Stop IAC/InterActiveCorp from Diluting Shareowners' Voting Power

23) Blair Nicholas etc, 2017, CalPERS v. IAC: Clear Win for Investors Protecting Shareholder Voting Rights

24) CPPIB, 2019, Investing For Generation, 2019 Annual Report.

- CPPIB의 최고 의사결정기구인 이사회(Board of directors)이며, CPPIB의 경영관리 등의 책임이 있음

□ CPPIB의 책임투자 원칙 및 이행

- CPPIB 내 ‘Sustainable Investing Team’이 주주관여 및 의결권행사 관련 활동을 수행
- CPPIB의 ‘Policy on Responsible Investing’은 책임투자에 대한 원리, 전략, 주주관여 등에 대한 구체적인 내용을 제시
- CPPIB는 장기위험조정수익(Long-term Risk Adjusted Return)을 극대화하는 장기투자자로서, 투자대상 기업을 대상으로 장기적인 재무성과 제고를 장려함
- CPPIB의 책임투자 원칙은 CPPIB가 CPP Fund를 관리하는 데 적용되는 원칙들을 의미하는데 구체적으로 아래의 8개 원칙을 제시
 - CPPIB의 최우선 책무는 과도한 손실 위험 없이 투자 수익을 극대화하는 것
 - 포트폴리오 다변화(portfolio diversification)는 장기적인 위험조정수익을 극대화하기 위한 효과적인 방법
 - 포트폴리오에 대한 제약조건은 위험 증가나 수익 감소의 요인으로 작용
 - ESG(환경, 사회 및 지배구조)에 대한 책임있는 기업 행동은 일반적으로 산업, 지리적 요인, 및 시간에 따라 ESG 요인의 중요성이 다르다는 점을 인지함으로써 기업의 장기적인 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음
 - 공시(disclosure)는 투자자들이 기업 실적에 대한 ESG 요인의 잠재적인 영향을 포함하여 잠재 위험 및 수익을 더 잘 이해하고, 검토 및 평가를 가능하게 하는 핵심요소
 - 위험과 수익성에 영향을 미치는 범위까지 ESG 요인을 고려하여 투자분석을 수행하여야 함
 - 주주, 이사, 경영자 등 기업 지배구조의 핵심적인 이해관계자 사이에서 권한 및 책임 분담을 수용
 - 직원, 고객, 공급자, 정부 및 지역사회는 전반적으로 긍정적인 기업행동과 장

기적인 사업성과에 이해관계를 가지고 있음

- CPPIB의 주주관여는 핵심 영역, 직접 관여, 협조적 관여, 산업과의 대화, 의결권 행사의 다섯 가지 요소로 구성됨
 - 핵심 영역(Focus Area): 주요 ESG 이슈의 우선순위를 정하기 위해 위험기반 접근법(risk-based approach)을 사용
 - 직접 관여(Direct Engagement): 기업 이사회나 경영진과 직접 접촉하여 ESG 요인과 관련된 우려 사항을 논의
 - 협력적 관여(Collaborative Engagement): 다른 기관투자자와 협력하는 것은 ESG 관련 이슈의 투명성과 성과를 향상시키는 효과적인 방법이며, 이에 대한 내용은 적절한 경우 공개
 - 산업과의 대화(Industry Dialogue): CPPIB는 책임투자의 정의, 우선순위, 표준 및 모범사례와 관련된 국내외 회의에 적극 참여
 - 의결권 행사(Exercising Proxy Votes): 의결권 행사는 주주관여의 중요한 구성 요소이며, 일반적으로 ESG 관련 이슈를 고려

□ CPPIB는 ‘의결권 행사 지침(Proxy Voting Principles and Guidelines)’을 통하여 의결권 행사의 기본원칙 및 구체적 방법을 제시

- CPPIB가 지분을 보유한 기업의 임원 및 이사를 대상으로 CPPIB의 의결권 행사 원칙과 방향에 대한 정보를 제공하는 역할 수행

8. 일본 GPIF

□ GPIF는 2014년 5월 수탁자 책임 원칙(Stewardship Principle)을 도입하였는데 수탁자 책임의 개념을 네 가지로 구체화

- GPIF는 초장기 투자자(a super long-term investor)
 - GPIF는 universal owner로서 자본시장 전반에 걸쳐 영향을 행사할 수 있을 정도 규모를 가진 포트폴리오를 보유
 - GPIF는 기금 및 제도가 100년 이상 지속될 것을 목표로 설계되었는데, 초장기 투자자로서 GPIF의 특징을 감안할 때 GPIF의 장기 수익률 확보를 위하여

자본시장의 지속적이고 안정적인 성장이 필수적

○ GPIF는 자산관리를 외부에 위탁

- 외부 자산관리자(asset managers)를 통하여 주식에 투자하고 의결권을 행사
- GPIF는 자산운용을 위탁받은 관리자가 투자 대상 회사에 건설적으로 관여(engagement) 하도록 장려하고 투자사슬(investment chain)에서 상생 관계를 구축함으로써 수탁자 책임을 이행할 것인데 이 과정에서 기업 가치가 중장기적으로 개선되면 일본 경제 전반의 성장으로 이어져 기금의 투자 수익률 제고를 기대

○ GPIF는 중장기 투자수익률 극대화를 추구

- 중장기 투자수익률의 관점에 입각하여 ESG를 포함한 책임투자를 수행하고 연금제도의 안정적인 운영에 기여하는 사명을 완수하기 위하여 노력

○ GPIF는 일본 스튜어드십 코드(Japan's Stewardship Code, the Code)에 따라 정의된 '자산소유자(asset owner)'로서, 자체적으로 설정한 이니셔티브(initiatives)에 직접 관여

- GPIF는 자산관리자가 수행하는 주주활동의 상황 파악, 감독 수행, 자산관리자가 수행하는 주주관여(engagement) 활동 참여, 스튜어드십 활동 보고서 발행 등을 통하여 수탁자 책임을 이행

□ GPIF는 수탁자책임 원칙에 더하여 2015년 네 가지 투자원칙(Investment Principle)을 발표하고, 의결권 행사 목적이 장기 투자수익의 극대화를 명시

○ GPIF의 최우선 목표는 장기적 관점에서 허용된 위험 범위 하에서 가능한 최대의 투자 수익을 달성하여 공적연금제도의 안정에 기여하는 것

○ GPIF는 자산 종류별, 지역별, 기간별로 다양성을 확보할 수 있는 투자 포트폴리오를 구축

○ GPIF는 투자목적 달성을 위하여 다양한 투자전략을 구사

- GPIF는 책임투자를 통하여 중장기 투자 수익의 지속적인 제고를 추구
- **2017년 스튜어드십 원칙(Stewardship Principles) 개정을 통해 위탁운용사의 수탁자 책임 활동에 대한 다섯 가지 원칙을 명시**
- **2017년 6월부터 ‘After Shareholders’ Meeting’ 원칙에 따라 위탁운용사에 의결권 행사 내역을 공시**
- 2019년 1월말 기준 17개 위탁운용사의 의결권 행사내역 공개
- **GPIF는 위탁운용사(자산관리자)와의 대화(engagement)를 활발하게 수행**
- 외부 위탁운용사와 양방향 의사소통과 수탁자책임에 대한 의견 교환에 중점을 두고 일방적인 모니터링 모델에서 대화 모델로 전환
- GPIF 주관으로 연례 평가 회의를 개최하고 이와 함께 특정 주제 또는 필요에 따라 스튜어드십 회의 등의 형태로 회의를 소집하고 설문조사를 실시
- 위탁운용사에 대한 GPIF의 평가 및 관리는 정기회의, 위탁운용사 등록 시스템(Asset Manager Registration System), JPX -Nikkei Index 400²⁵⁾ 선정 기업 대상 서베이 등 다양한 수단을 통해 이루어짐
 - 위탁운용사는 스튜어드십 코드 활동과 의결권 행사 내역을 매년 GPIF에 보고하고, 이를 바탕으로 GPIF와 위탁운용사 간 회의가 진행됨
 - 해당 회의를 통해 위탁운용사의 지난해 지적 내용에 대한 발전 정도를 검토하고, 기대 및 개선 요인을 제시
 - 위탁운용사 등록 시스템은 다양한 투자전략 정보를 수집하고 위탁운용사 선정을 보다 유연하게 하기 위해 도입
 - 위탁운용사의 실태를 객관적으로 파악하고자 JPX-Nikkei Index 400에 선정된 투자대상 기업을 대상으로 설문조사를 실시

25) 일본 내에서 효율적인 자본 활용과 투자자 중심의 경영관점 등 글로벌 투자 기준 요건을 충족하는 기업들로 구성된 지수로, 2014년 1월에 도입

- **GPIF는 위탁운용사에 기업과의 대화에 적극적으로 임할 것을 요구**
- 펀드매니저들의 전문지식 습득이 중요함을 강조하고 펀드매니저가 기업과의 대화를 통해 도출된 경영 관련 이슈를 해결할 수 있게 유도
- 더하여 위탁운용사 및 투자대상 기업과의 원활한 대화를 위하여 2016년 ‘Business and Asset Owners’ Forum’, ‘Global Asset Owners’ Forum’을 설립했으며, 이후 지속적으로 포럼을 개최
- **GPIF는 매년 위탁운용사가 제출한 보고서 중 우수 통합 보고서(excellent integrated reports), 가장 향상된 통합 보고서(most - improved integrated reports)를 선정하여 홈페이지에 게시**

「국민연금기금 적극적 주주활동 가이드라인」 평가 및 2020년 주주권 행사 방안

노종화 / 변호사, 경제개혁연대 연구위원

Ⅰ. 국민연금기금 적극적 주주활동 가이드라인에 대한 평가

국민연금기금운용위원회(이하 ‘기금운용위’)가 지난 2019. 12. 27. 의결한 ‘국민연금기금 적극적 주주활동 가이드라인(이하 ‘가이드라인’)'은 시기상 늦은 감이 있고, 내용에 아쉬운 부분도 있지만, 대체로 긍정적으로 평가할만함. 무엇보다 이번 가이드라인을 통해 “국민연금기금의 주주권 행사가 자의적으로 이루어질 수 있다.”는 지나친 우려를 어느 정도 해소할 수 있을 것으로 기대됨.

‘중점관리사안’에서는 “정기 ESG 평가결과가 하락한 사안”이 추가되었는데, 개별 기업에 대한 ESG 등급 평가를 기반으로, 국민연금의 자산노출도(지분율, 보유비중)를 고려하여 ESG 등급이 2등급 이상 하락한 사유에 대해 정성평가를 수행한다는 것이 주요 내용임. 이러한 가이드라인의 취지와 방향성에 동의함. ESG 평가를 계량적인 등급으로 환산하는 것만으로는 객관성이 담보되지 않을 수도 있지만, 국민연금이 투자하는 모든 기업들에 대한 정기적인 ESG 평가 데이터가 계속 누적된다면, 객관성과 신뢰도를 충분히 확보할 수 있다고 기대됨. 나아가 주식시장에서 영향력이 큰 국민연금이 ESG를 정기적으로 평가한다는 것 자체가 ESG의 중요성을 강조하는 계기가 될 것으로 보임.

또한 가이드라인은 “환경(E)·사회(S)·지배구조(G)와 관련하여 예상하지 못한 기

업가치 훼손내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 사안(예상하지 못한 우려사안)에 대해서는 대상기업과의 비공개 대화 이후에 ‘중점관리기업’으로 분류하는 절차를 거치지 않고, 바로 ‘주주제안’을 할 수 있도록 정하고 있음, 가이드라인은 ‘대규모 산재발생’, ‘심각한 환경훼손’을 예로 들고 있는데, 이러한 사안이 발생하면 기업가치에도 부정적인 영향이 미칠 수 있음을 주요 투자자인 국민연금이 인정하고, 주주권 행사를 예정했다는 사실 자체가 의의가 있음.

2. 기금운용위 운영체계 개선의 중요성²⁶⁾

발제문이 지적하듯이 국민연금이 적극적인 주주권을 행사하지 않았던 이유는 가이드라인이 없었기 때문은 아님. 가이드라인은 국민연금의 자의적인 주주권 행사를 절차적으로나 내용적으로 통제하기 위한 것이지, 적극적인 주주권 행사를 ‘장려’하기 위한 지침으로 보기는 어려움. 국민연금이 스튜어드십 코드 도입 취지에 따라, 기업가치 제고를 위한 주주권 행사를 유효적절하게 하려면, 기금운용위에 설치될 상근 전문위원 및 각 전문위원회의 역할이 무엇보다 중요함. 기금운용위원회는 가입자단체(근로자, 사용자, 지역가입자)에서 추천받은 상근 전문위원 3명을 두는 한편(국민연금법 시행령(안) 제78조의2), 전문위원회(투자정책, 수탁자책임, 위험관리·성과평가)를 법제화하고, 상근 전문위원 3명과 기금운용위원 중 3명(가입자대표 각 1명), 외부 전문가(3명, 수탁자책임전문위의 경우 6명)를 각 전문위원회 위원으로 위촉하며 각 전문위원회 위원장은 상근 전문위원 중에서 호선하도록 함(국민연금법 시행령(안) 제78조의3).

주주활동에서 기금운용위가 갖는 위상과 그 활동의 중요성을 고려할 때, 상근 전문위원의 설치의 필요하다고 판단됨. 다만, 상근 전문위원에게는 전문성과 특히 정부나 투자업계로부터의 독립성 확보가 중요한데, 이를 확보하기 위한 제도적 장치는 미비함. 따라서 경력이나 자격 측면에서 상근 전문위원의 자격을 강화하고, 겸직 금지, 퇴직 후 취업제한 등의 도입을 검토할 필요가 있음. 한편, 기금운용위는 위원장이 위촉하는 외부전문가 3명(수탁자책임전문위는 6명)도 전문위원회에 포함시키고 있는데(국민연금법 시행령(안) 제78조의3), 그와 같이 위촉되는 외부전문가들은 정부 입장을 대변하거나, 기계적으로 중립적인 입장만을 지킬 우려가 높음. 따라서 외부전문가 전문위원 선임방식은 전면 재고할 필요성이 있음.

26) 경제개혁연대, “「국민연금법 시행령」 개정안에 대한 의견 제출”, 2019. 11. 21.자 보도자료에서 참고.

3. 2020년 정기주주총회에서의 적극적 주주활동

국민연금은 가이드라인 마련이나 전문위원회 등 기금운용위 운영방안 개선 등을 이유로, 2020년 정기주주총회를 대비한 주주활동에 대해서는 별다른 준비를 하지 않고 있는 것으로 보임. 그러나 스튜어드십코드가 유명무실한 지침으로 되지 않으려면, 기금운용위는 2020년 정기주주총회에서 기업가치에 상당한 악영향을 미칠 ESG 이슈 등이 발생한 기업에 대해 어떠한 주주활동을 할 수 있을지 지금부터라도 구체적으로 고민해야 함.

예를 들어, 2018년 말 기준으로 국민연금의 투자 포트폴리오에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 삼성전자의 경우(2019년 3분기 기준 국민연금 지분율 약 10.49%), 국정농단 사태와 관련해서 총수일가의 뇌물공여, 배임 이슈가 발생했음. 기금운용위는 향후에는 이러한 사태가 재발하지 않도록, 횡령, 배임 등의 혐의로 형을 확정받은 사람은 일정 기간 동안 이사직을 맡을 수 없게끔 정관변경을 주주제안할 필요가 있음.²⁷⁾ 국민연금은 지난 2019년 정기주주총회에서 한진칼에 대해서 이와 같은 내용의 주주제안을 한 바 있음. 나아가 삼성물산과 제일모직 합병 건에서, 불공정한 합병비율로 인해 국민연금이 입은 손해를 보전할 수 있는 방법도 적극적으로 검토해야 함. ESG 이슈로서 최근 문제된 노조파괴 사건 등에 대해서도 가이드라인에 따라 주주활동을 개선할 필요성을 검토해야 함.

2019년 3분기 기준 국민연금이 약 9.97% 지분율(약 210.1만 주)을 확보하고 있는 효성은 그룹회장인 조현준이 개인 소유 미술품을 회사의 펀드상품이 고가에 사들이도록 하고, 특정 계열사에게 상장 실패로 인한 지분가치 손실을 떠넘긴 혐의로 지난 2019년 9월 횡령, 배임 혐의로 징역 2년을 선고함. 또한, 최근에는 개인 형사사건 변호사 비용을 회사 자금으로 부담하도록 했다는 혐의로 검찰 수사가 진행 중에 있음. 조현준 회장은 2020년 3월 등기이사 임기가 만료되므로, 재선임 안전이 올라올 가능성이 있음. 국민연금은 동 안전에 대해 반대 의결권을 행사할 필요가 있음. 그러나 지분율 구성상 부결될 가능성이 크지는 않으므로, 주주제안으로 횡령, 배임 등의 죄를 저지른 사람은 이사에 선임될 수 없거나 면직되도록 하는 정관변경을 도모할 필요가 있음. 나아가 가이드라인에 따르면, 효성

27) 이러한 주주제안은 아래에서 밝힐 효성, 대림산업 등에 대해서도 동일하게 제안할 필요가 있음.

은 중점관리대상기업으로 선정되어야 하는 만큼, 비공개대화 등을 통해 시정조치를 적극적으로 주문할 필요가 있음. 만약 이미 비공개대화 등을 했음에도 불구하고 별다른 조치가 없었다면, 경우에 따라서는 이사 해임 등을 제안하는 것도 필요함.

2019년 3분기 기준으로 국민연금이 약 12.2% 지분율(약 425.8만주)을 확보하고 있는 대림산업은 총수일가 소유 회사에게 사업기회(호텔 브랜드 사업)를 제공하고, 동 회사가 유리한 조건으로 브랜드 사용 거래를 한 행위로 인해, 공정거래위원회로부터 시정명령 및 과징금 부과 처분을 받았음. 나아가 대림산업과 총수일가 3세인 이해욱 회장은 검찰에 고발되었음. 이해욱 회장 역시 2020. 3. 임기가 만료되므로, 이번 정기주주총회에서 재선임될 가능성이 높음. 글래드호텔 사업 관련 행태는 전형적인 사익편취행위이므로, 기금운용위는 이해욱 회장에 대한 재선임 안건이 올라올 경우, 반대 의결권을 행사하는 것이 타당함. 다만, 지분율 구성상 재선임 안건의 부결은 사실상 불가능하다고 판단되므로, 대림산업을 중점관리대상기업으로 선정하여 비공개 대화를 진행할 필요가 있음. 나아가 사익편취 행위를 예방할 적극적 조치를 회사에게 주문해야 함.

국민연금이 적극적 주주활동을 위한 가이드라인을 마련한 것 자체는 고무적이지만, 가이드라인 마련이 막바로 적극적 주주활동으로 이어지지는 않음. 오히려 가이드라인 마련 등을 이유로 2020년 정기주주총회에서는 주주활동을 제대로 하지 않거나, 기금운용위 및 전문위원회가 새로 구성되기 전까지 사실상 개점휴업 상태로 있는 것은 아닌지 우려됨. 그러나 국민연금이 주주활동을 펼친 사례가 누적될수록 비교 대상이 많아지는 만큼, 자의적인 주주권 행사 위험은 낮아질 수 있음. 나아가 국민연금의 주주활동에 대한 우려도 불식될 수 있음. 지금이라도 국민연금은 2020년 정기주주총회에서 주주활동이 필요한 기업을 선정하고, 구체적인 주주권 행사 방안을 검토해야 함.

토론문

이동구 / 변호사, 참여연대 경제금융센터 실행위원

I. 서론

세계 최초로 스튜어드십 코드를 도입한 영국이 최근 재무보고위원회(FRC)를 통해 한층 강화된 스튜어드십 코드 “2020 UK Stewardship Code”을 내놨다. 위탁자들의 요구를 보다 충실하게 수행할 수 있는 방안과 함께 ESG(환경·사회·지배구조) 강화가 골자다. 2012년 개정 이후 8년만이다. FRC는 2020코드가 과거보다 더 높은 기준을 제시하며, 포괄적이고 선언적인 규정(boilerplate policy statement)에서 벗어나 구체적인 행동과 성과, 즉 투자자들이 무엇을 했고 그 결과가 무엇인지에 중점을 둔다. 더불어, 새로운 코드는 서명자들(기관, 연기금 등)이 지속 가능한(sustainable) 장기투자를 하도록 하는 데 중점을 둔다. FRC는 기존의 스튜어드십 코드를 계승하되 위탁자들의 기대수준 변화, 그리고 지속가능 투자 및 책임 투자의 큰 성장을 고려해 실질적으로 더 높은 기준을 세웠다고 설명했다. 또 자산 운용 회사, 연기금, 주요 글로벌 투자자 및 상장사를 포함한 170여개 투자 공동체 및 기업들과 계약을 체결했다고 밝혔다.

개정의 주요 내용은 다음과 같다.

1. 스튜어드십 코드를 새롭게 정의함: 스튜어드십의 수행은 고객들이나 수익자들을 위해 장기적인 가치를 창출하되 그것이 경제, 환경, 사회(ESG)에 지속적인

이익이 되도록 자산을 배분, 운용, 감독하는 것이다.

2. 서명자들(기관, 연기금 등)은 그 조직의 목적, 투자 철학, 문화를 설명하고 그 것들이 어떻게 청지기 역할 수행을 가능하게 하는 지 설명해야 한다. 그들은 또한 적절한 조직 체계, 자원배분, 인센티브 제도 등을 통해 얼마나 이 약속에 헌신적인지를 보여야 한다.
3. 새로운 성과 중심(new outcomes focus): 서명자들은 일반적인 정책이 아니라 구체적으로 무엇을 했고 그 성과가 어떤지를 매년 보고해야 한다.
4. 서명자들은 투자, 모니터링, 경영참여, 주총 투표 등을 할 때 환경, 사회, 지배 구조(ESG) (기후 변화를 포함) 이슈들을 적극 고려해야 한다.
5. 서명자들은 이제 상장 주식뿐 아니라 채권, 사모펀드, 사회간접자본, 해외 투자 등에 대해서까지 스튜어드십 코드를 어떻게 이행했는지 설명해야 한다.
6. 스튜어드십 코드를 연기금, 보험회사, 서비스 제공자 등에게까지 확대한다.

II. 핵심적인 변화들

1. 관심 및 적용 대상의 확대

2012 코드는 주로 영국의 상장주식에 투자한 기관투자자들(자산 소유자와 펀드 매니저)이 대상이었다. 개정된 2020 코드는 자산 소유자, 펀드매니저는 물론 별도의 원칙을 가진 서비스 제공자들에게 까지 적용된다. 서명자들은 상장 주식 외에 채권, 사모펀드, 부동산, 해외투자 등에 대해서도 어떻게 스튜어드십 코드를 실행했는지 밝혀야 한다.

2. 보고: 선언적인 보고에서 벗어난 구체적인 내용

2012 코드는 서명자들이 어떻게 일곱 가지 원칙을 적용했는지, 하나 이상의 원칙이 미적용된 사례와 이유는 무엇인지를 설명하는 정책 규정(policy statement)만 공개하도록 돼 있었다. 그리고 서명자들은 매년 정책 규정을 점검하고 보완한 뒤 실무에 적용하도록 권장 받았다. 그러나 개정된 코드는 정책 규정이 아니라 성과와 효과에 중점을 두도록 한다. 만일 스튜어드십 코드가 단순히 선언적 원칙 보고(boilerplate reporting)에 그친다면 차라리 폐지하는 게 낫다는 것이다. 2020 코드는 서명자들이 매년 스튜어드십 코드의 실행과 그 성과를 보고하도록

만들었다. (스튜어드십 코드의 모든 원칙에는 그에 맞는 행동과 목표 성과가 제시된다). 2020 코드에 따라 서명자들은 그들이 실제로 무엇을 했는지, 그 성과는 무엇인지를 보고해야 한다. 여기에는 투자대상회사에 대한 경영 개입, 투표 기록을 포함해야 한다. 그리고 단순히 스튜어드십 코드의 일반적인 원칙을 지켰는지가 아니라 어떻게 투자의 가치를 지키고 증진시켰는지를 보고해야 한다.

3. 장기적이고 지속 가능한 가치에 중점을 두고 투자 의사결정에 ESG 요소를 고려하도록 함

2020 코드는 ‘책임 있는 자산배분, 운용, 감독을 위한 분명한 모범 기준’을 세우는 데 중점을 두었다. 서명자들은 이를 통해 고객들과 수익자들을 위한 장기적인 가치를 창출하되 그것이 경제, 환경, 사회에 지속 가능한 이득이 되도록 해야 한다. 더불어, 서명자들은 기후 변화를 포함해 환경, 사회, 지배구조 요소를 고려해야 하고 자신들의 투자가 고객들의 요구에 부합하도록 해야 한다.

4. 7개 원칙으로 구성된 2012 코드와 달리 2020 코드는 자산 소유자 및 펀드 매니저를 위한 12개 원칙과 서비스 제공자(투자 컨설턴트, 조연자, 데이터 및 리서치 제공자)를 위한 6개의 원칙으로 구성되며 그 내용도 크게 바뀌었다.

가. 2012 코드(7개 원칙)

- 원칙1. 기관투자자들은 어떻게 스튜어드십 책임을 다할 것인지에 대한 정책을 공개해야 한다.
- 원칙2. 기관투자자들은 스튜어드십과 관련해 이해관계 충돌을 다룰 강력한 정책을 세우고 공개해야 한다.
- 원칙3. 기관투자자들은 자신들의 투자대상 기업들을 모니터해야 한다.
- 원칙4. 기관투자자들은 언제 어떻게 스튜어드십 행동을 강화할 것인지에 대한 분명한 가이드라인을 세워야 한다.
- 원칙5. 기관투자자들은 필요에 따라 연대해서 행동해야 한다.
- 원칙6. 기관투자자들은 투표에 대한 분명한 정책을 갖고 투표 활동을 공개해야 한다.

원칙7. 기관투자자들은 스튜어드십 행동과 투표 활동에 대해 주기적으로 보고해야 한다.

나. 2020 코드(자산 소유자를 위한 12개 원칙)

○ 목적 및 조직체계 Purpose and governance

원칙1. 서명자들의 목적, 투자 철학, 전략, 문화가 스튜어드십을 수행하도록 해야 한다. 이런 청지기 역할은 고객들과 수익자들을 위한 장기적 가치를 창출 하되 그것이 경제, 환경, 사회에 지속 가능한 이익이 되도록 하는 것이다: 서명자들은 그 조직의 목적과 함께 그 문화, 가치, 사업모델, 전략, 투자 철학(예를 들어, 투자 성과를 위해 그들이 중요시 하는 요소들과 그 이유 등)을 설명해야 한다. 더불어, 서명자들은 자신들의 투자 철학, 전략, 문화가 효과적인 스튜어드십을 수행하도록 하기 위해 어떤 행동을 했는지 설명해야 한다. 궁극적으로, 서명자들은 그들의 목적과 투자 철학이 어떻게 스튜어드십, 투자 전략, 의사 결정에 기여했는지 공개하고 그것들이 고객들과 수익자들의 이익에 봉사하는 데 얼마나 효과가 있었는지에 대한 평가를 밝혀야 한다.

원칙2. 서명자들의 조직체계(governance), 자산배분(resources), 인센티브 등이 스튜어드십을 지원해야 한다.

: 서명자들은 어떻게 1) 그 조직의 구조와 업무 절차가 그 조직 내부의 효과적인 스튜어드십을 위한 감시와 책임, 그리고 그들이 선택한 접근법의 이유를 가능하게 하는지 2) 그들이 스튜어드십 행동에 적절히 자원을 배분했는지 즉, a) 조직 구조나 직원 구조, b) 선임자, 경험, 자격, 훈련, 다양성, c) 체제, 절차, 조사 및 분석에 대한 투자, d) 서비스 제공자들이 활용되는 정도와 그들의 서비스, 그리고 e) 성과관리나 보상 프로그램이 직원들로 하여금 스튜어드십과 투자의사결정을 결합하도록 동기를 유발하는지 등에 대해 설명해야 한다. 서명자들은 지배구조나 절차에 대한 그들의 선택이 스튜어드십을 지원하는데 얼마나 효과적이었는지 그리고 그것들이 어떻게 개선됐는지 모두 공개해야 한다.

원칙3. 서명자들은 고객들과 수익자들의 이익에 부합하도록 갈등을 관리해야 한

다.

: 서명자들은 a) 그들의 갈등 정책 및 이것이 어떻게 스튜어드십에 적용되는지 b) 그들이 스튜어드십과 관련된 실질적이거나 잠재적인 갈등을 어떻게 인지하고 관리했는지 공개해야 한다. 여기에는 그들이 실질적이거나 잠재적인 갈등을 어떻게 해결했는지 사례를 포함해야 한다.

원칙4. 서명자들은 잘 작동되는 금융 시스템을 만들기 위해 시장 위험이나 체계적 위험을 식별하고 대응해야 한다.

원칙5. 서명자들은 자신들의 정책을 점검하고, 자신들의 절차를 확정하고, 행동의 효과를 평가해야 한다.

: 서명자들은 a) 효과적인 스튜어드십을 확실히 하기 위해 어떻게 자신들의 정책을 점검했는지 b) 스튜어드십 및 그들이 선택한 접근법의 이유와 관련해 내부적 외부적으로 어떤 보증을 받았는지 c) 그들의 스튜어드십 보고가 공정하고 균형 잡히고 이해 할만 하다는 것을 어떻게 보장하는지 등을 설명해야 한다. 더불어, 서명자들은 그들의 점검과 평가가 어떻게 스튜어드십 정책과 절차의 지속적인 개선을 이끌었는지 설명해야 한다. 내부적인 보장은 고위 직원, 담당 부서, 이사회, 위원회, 또는 내부 감사 팀에 의해 가능하고 외부 보장은 독립적인 제3기관을 통해 해야 한다.

○ 투자 접근 Investment approach

원칙6. 서명자들은 고객과 수익자의 필요를 고려하고 스튜어드십 행동과 성과, 그것들에 대한 투자와 관련해 소통해야 한다. 서명자들은 다음 셋 중 하나를 설명해야 한다.

- 그들이 고객들이나 수익자들의 필요를 이해하기 위해 선택한 방법의 효과를 어떻게 평가했는지, 그리고 수익자들의 관점을 어떻게 고려했는지, 그리고 그 결과 어떤 행동을 취했는지
- 그들이 고객들의 관점을 어떻게 고려했는지 그 결과 어떤 행동을 취했는지, 그리고 그들의 매니저들이 스튜어드십이나 투자정책을 따르지 않은 지점은 어디이고 그 결과는 무엇인지
- 고객들의 스튜어드십과 투자 정책에 맞도록 자산을 운용하지 않은 지점

이 어디이며 그 이유는 무엇인지

원칙7. 서명자들은 사회적 책임을 충족하기 위해 스튜어드십과 투자를 체계적으로 결합해야 한다. 여기에는 환경, 사회, 지배구조, 기후 변화가 포함되어야 한다.

: 서명자들은 스튜어드십을 통해 수집한 정보가 인수, 모니터, 매각 결정에 직간접적으로 영향을 미쳤는지 그리고 그것들이 고객들과 수익자들의 이익에 어떻게 봉사했는지 설명해야 한다.

원칙8. 서명자들은 매니저들과 서비스 제공자들을 모니터하고 관리해야 한다.

○ 경영 개입 Engagement

원칙9. 서명자들은 자산가치를 유지하거나 늘리기 위해 issuers(주식이나 채권 발행자들)에게 개입해야 한다.

: 서명자들은 지난 12개월 동안 직간접적으로 진행되거나 결론이 난 경영 개입의 성과를 설명해야 한다. 여기에는 경영 개입의 성과가 투자 의사 결정(매수, 매도, 보유)에 어떤 정보가 됐는지 그리고 경영 개입의 성과가 개입 강화에 대해 어떤 정보가 됐는지 구체적인 사례들을 포함해야 한다.

원칙10. 서명자들은 필요할 경우 issuers에게 직간접적으로 영향을 주기 위해 연대해서 개입해야 한다.

: 서명자들은 연대 개입의 성과를 설명해야 한다. 예를 들어 a) issuers가 보인 행동이나 변화 b) 경영 개입의 성과가 투자 의사 결정(매수, 매도, 보유)에 어떤 정보가 됐는지 c) 그들이 내세운 목적이 달성됐는지

원칙11. 서명자들은 필요할 경우 issuers에게 영향을 주기 위해 스튜어드십 행동을 강화해야 한다

: 서명자들은 직간접적으로 취해진 개입 강화의 성과를 설명해야 한다. 여기에는 예를 들어 issuers가 보인 행동이나 변화 그리고 개입에 대한 접근법의 변화 등이 포함되어야 한다.

○ 권리와 책임의 실행 Exercising rights and responsibilities>

원칙12. 서명자들은 적극적으로 권리와 책임을 행사해야 한다.

: 상장주식에 대해서 서명자들은 지난 12개월 동안 자신들이 투표한 해
결책들의 성과 사례를 제시해야 한다.

다. 2020 코드(서비스 제공자를 위한 6개 원칙)

원칙1. 서명자들의 목적, 전략, 문화가 효과적인 스튜어드십을 가능하게 해야 한다.

원칙2. 서명자들의 지배구조, 직원, 자원, 인센티브가 효과적인 스튜어드십에 도움이 돼야 한다.

원칙3. 서명자들은 이해관계 충돌을 식별하고 관리해야 하며 고객의 이익을 최우선으로 두어야 한다.

원칙4. 서명자들은 잘 작동하는 금융 시스템을 만들기 위해 시장 위험 및 체계적 위험을 식별하고 대응해야 한다.

원칙5. 서명자들은 고객들이 스튜어드십과 투자를 결합함으로써 환경, 사회, 지배구조 이슈들을 반영하고 선택한 행동에 대해 소통하는데 도움이 돼야 한다.

원칙6. 서명자들은 자신들의 정책을 점검하고 자신들의 절차를 확실하게 해야 한다.

라. 2020 코드에 대한 정부차원의 강제

비록 스튜어드십 코드 도입이 자발적이기는 하지만 FRC는 스튜어드십 코드가 적용된 기업들과 그렇지 않은 기업들을 구분해서 대응할 것이다. FRC는 스튜어드십 코드 서명자들이 계속 서명자로 남아있을 수 있는지를 매년 평가하게 된다. FRC의 판단에 따라 투자자들이 투자대상 회사에 대한 경영 개입을 강화할지 여부를 결정할 장치가 필요하다는 목소리도 있다. FRC는 이에 대한 직접적인 행동을 취하지는 않더라도 스튜어드십 코드 운영에서 얻은 정보를 에너지산업부(BEIS, The Department for Business, Energy and Industrial Strategy)와 공유할 것이다. FRC는 ARG(Audit, Reporting and Governance Authority)라는 새

로운 조직으로 거듭나면서 스튜어드십 팀을 확장하고 BEIS와 협력을 강화해 스튜어드십의 실행을 강제하고 감독권을 행사할 것이라고 밝혔다.

III. 소결

2009 Walker Review의 권고에 따라, FRC는 영국 기업 지배 구조법(Corporate Governance Code)에 병행해서 기관투자자들과 펀드 매니저들의 스튜어드십에 대한 모범 규정 제정을 책임지게 됐다. FRC는 2002년 제정된 기관투자자 주주 위원회 코드(Institutional Shareholders Committee' Code)를 바탕으로 2010년 최초의 스튜어드십 코드를 발표했다. 그것은 기업지배구조법과 마찬가지로 기관 투자자들과 펀드매니저들이 “원칙 준수 예외를 설명”하도록 하는 게 목적이었다. 스튜어드십 코드는 Kay Review의 권고에 따라 2012년 개정됐다. 2017년과 2018년 사이 FRC가 기업지배구조 법 개정을 자문하면서 스튜어드십 코드와 그 효과가 다시 조명을 받게 됐다. 2018년 12월 출간된 The Kingman Review는 2012년 코드가 “잘 계획된 개입”이지만 “실제로는 효과가 없다”고 평가하면서 코드를 정책 자체가 아닌 성과와 효과에 초점을 두도록 근본적으로 바꿀 것을 권고했다. 그리고 그렇게 변화시킬 수 없다면 차라리 폐지하는 게 나을 것이라고 주장했다. 이를 심각하게 받아들여 FRC가 새롭게 개정한 것이 2020코드다.

이런 일련의 과정은 국민연금의 스튜어드십 코드 도입과 적용에 대해 많은 것을 시사하고 있다. 스튜어드십 코드와 관련해 국민연금이 지난 몇 년 동안 보인 행태는 “차라리 폐지하는 것이 나을 만큼 유명무실한 것”이었다. 국민연금은 지금이라도 이런 비판을 겸허히 받아들이고 애초의 계획대로 중단없이 추진해야 할 것이다. 영국의 2020 코드까지는 아니라도 좋다. 2012 코드라도 제대로 따라하고 실행해 주기를 바란다.

토론문

홍원표 / 민주노총 정책국장

Ⅰ. 들어가며 - 국민연금이 기업 싹짓돈인가!

<국민연금 주주권 활성화 방안에 대한 재계의 입장>

- “조양호 회장에 대한 사내이사 재선임안 부결에 대해 유감”(2019.3.27., 전경련 ‘대한항공 사내이사 재선임안 부결에 대한 입장’)
- “국민연금이 민간기업의 경영권을 좌지우지하게 된다는 연금사회주의에 대한 시장의 우려”(2019.3.27., 전경련 ‘대한항공 사내이사 재선임안 부결에 대한 입장’)
- “지금은 무엇보다 ‘기업 기(氣) 살리기’에 매진해야 할 때라는 점”(2019.12.22., 경제계 공동성명, ‘국민연금 적극적 주주활동 가이드라인에 대한 경제계 공동성명’)
- “기금운용위원회는 정부로부터의 독립성이 취약하여, 의사결정을 함에 있어 노동계와 시민단체의 영향에서 자유롭지 못한 구조이고, 실제로 그렇게 운영되고 있는 것이 현실”(2019.12.22., 경제계 공동성명, ‘국민연금 적극적 주주활동 가이드라인에 대한 경제계 공동성명’)

고 조양호 회장의 경우 배임, 횡령, 탈세, 사기 등 8가지 혐의로 기소됨. 불법 혐의를 받은 배임 횡령 금액은 274억 원, 사기 편취 혐의는 1500억 원, 탈세 혐의 약 610억 원(공소시효 만료)에 달함. 실질적으로 기업의 가치를 훼손하고 장기적으로 기업 수익성 제고에 반하는 것으로 판단할 충분한 근거가 됨에도 불구하고,

국정 농단의 주역이었던 전경련은 오히려 국민연금의 (그마저 온건한) 합리적인 판단과 정당한 주주로서의 권리 행사를 마치 정치권과 시민사회의 입김에 좌우된 것처럼 호도함.

국민연금의 수탁자책임활동의 일환인 적극적 주주권 행사 대상은 예측 불가능하고 불합리한 배당, 임의적인 임원 보수 설정, 법령상 위반 혐의, 지속적 반대 의견 결권 행사에도 불구하고 개선이 없는 사안, 그 외 예상치 못한 우려사안 등임. 요컨대 합리적이고 투명하게 기업을 운영하고, 불법 행위를 하지 말라는 것임.

이처럼 합리적으로 시장을 운영하라는 요구조차 재계는 ‘연금사회주의’라고 호도하고, 범법 혐의를 받은 재벌 오너의 연임 실패에 유감을 표명하고, 게임의 룰을 공정하게 정하면 ‘풀이 죽는다’를 공개적으로 표명하면서, 오히려 국민연금을 ‘기업의 기 살려주기’에 맞춰 운용해야 한다고 주장함. 이는 과거 국민의 노후자금인 국민연금에 5천억 원이 넘는 손해를 입히면서 삼성 경영권 승계를 위해 재벌 맘대로, 정권 맘대로 ‘기업의 쌈짓돈처럼’ 국민연금기금을 운용했던 국정 농단 시절에 대해 향수에서 벗어나지 못하고 있는 것임.

II. 내 맘대로 총수 연봉?

임원 보수는 적극적 주주권의 대상이나, 현재 국민연금이 제시한 가이드라인에 따르면 임원 보수 책정을 구체적으로 제한한다는 게 아니라, 보수 책정의 원칙을 정하고 그에 따라 보수를 책정하라는 것임. 이에 대해 재계는 임원 보수한도 등에 대한 구체적 내용이 없어 보완이 필요하다고 주장하고 있음.

고 한진 조양호 회장의 경우 횡령 등으로 퇴직하였지만, 700억 원이 넘는 퇴직금을 수령함. 과거 SK 최태원 회장의 경우 수감 기간 중 301억 원의 연봉을 받은 바 있고, 한화 김승연 회장도 구속 후 입원 기간 동안 131억 원을 받은 바 있음. 또한, 과거 삼성엔지니어링은 한 해 적자가 1조 원이 넘었음에도 대표이사에게 약 30억 원을 지급한 바 있고, GS건설도 적자가 9,000억 원이 넘었는데 17억 원을 넘게 지급한 바 있음.

<임원 임금 제한에 대한 해외 사례>

※ 아래 사례는 연기금의 주주권 행사를 통한 임원 보수 결정 사례는 아니나, 임원 보수의 적정성을 판단하는데 간접적 기준을 제공할 수 있을 것으로 보임.

○ 미국

- 긴급경제안정법(2008), 미국 경제회복 및 재투자에 관한 법률(2009): 구제금융 지원대상 기업에 대한 임원보수규제 조항을 마련. ‘긴급경제안정법’은 구제금융 지원 대상기업의 최고액 보수 5명의 임원에 대해 과도한 성과보수를 금지함. ‘미국 경제회복 및 재투자에 관한 법률’은 구제금융 지원대상 기업의 임원에 대해 모든 형태의 주식 관련 보수 지급 및 퇴직금 지급을 제한함.

○ 중국

- 2009년 중국 재정부의 금융공기업 및 국유기업 최고경영자(CEO)의 연봉을 280만 위안(약 5억6,000만 원)으로 제한하는 ‘금융공기업 및 국유기업 책임자 연봉관리방법’을 발표.

○ 아일랜드

- ‘정부 지원 금융기관’의 최고경영자 연봉 상한을 50만 유로(약 7억 2,000만 원)로 제안하고, 최고경영자 보너스에 대해서도 기본연봉의 80% 이내에서 지급하고, 수익이 달성되지 않으면 보너스 지급을 금지하도록 권고

○ 프랑스

- 2012년 6월 공기업 CEO의 고정급, 변동급, 기타 급여 등 모든 임금을 해당 기업 최저임금의 20배 이하로 제한하는 규정을 발표, 정부 주식소유지분이 큰 공기업과 그 주요 자회사 CEO들까지 모두 적용

○ 독일

- ‘임원보수의 적정화를 위한 법률’(2009): 임원보수의 산정에 대한 감사위원회의 책임범위를 명확히 하고, 임원 급여 산정 시 임원의 능력 및 회사의 사정과 적절한 관계에 있어야함을 명시해야 한다는 규정. 또한 임원보수 내역을 상세히 공개하도록 규정.

가이드라인의 내용은 최소한 위와 같은 일이 반복되지 않도록 연기금의 주주권을

적극 행사해야 한다는 취지임.

나아가 구체적 가이드라인이 필요하다면, 해외 관련 입법 사례를 참조할 수 있을 것임.

Ⅲ. 장기적 기업가치 제고를 위한 합리적 배당 원칙 필요

재계는 배당정책에 대해서도 구체적 내용이 없어 보완이 필요하다고 주장해 왔음. 그런데 국민연금이 이번에 채택한 적극적 주주권 활성화 가이드라인의 내용은 적정 배당 수준을 구체적으로 규율하는 것이 아니라 배당 정책의 예측가능성, 투명성, 합리성을 확립하라는 것으로 이는 대주주의 이해 또는 사모펀드 등의 단기 이익을 위해 배당정책을 수립, 장기적 기업가치를 훼손하는 것을 막기 위해 반드시 필요한 사항임.

<해외연기금 배당관련 의사결정 사례>

○ 네덜란드 ABP, 미국 CalPERS, 캐나다 CPPIB

- 주총에서 배당 관련 의사결정은 ISS 등 자문기관의 자문과 경영진과의 의견교환을 바탕으로 포트폴리오 매니저와 책임투자 담당자가 시장상황, 산업특성, 기업특수성(재무상황, 성장성, 투자계획, 자본조달계획 등) 등을 종합적으로 고려하여 결정

※ ISS(Institutional Shareholders Service) 판단기준

- (미주권, 유럽지역, 홍콩, 싱가포르, 대만 등) 적절한 설명 없이 배당성향이 30% 미만으로 현저하게 낮거나 양의 주주수익을 제공하지 않는 경우 / 기업의 재무 상태에 비하여 지급이 과도한 경우를 제외하고 이윤 배분안 찬성

- (일본) 배당성향이 적절한 이유없이 지나치게 낮은 경우 / 배당성향이 기업의 건전성을 잠재적으로 해칠 정도로 지나치게 높은 경우를 제외하고 이윤 배분안 찬성. 이사회 재량에 따른 배당금 지급은 반대

- (한국) 적절한 이유없이 지속적으로 배당성향이 낮은 경우 / 기업의 재무 상태에 비하여 지급이 과도한 경우 / 감사 절차와 제시된 회계자료에 문제가 있는 경우 / 주주가 공시된 특정한 문제에 대하여 의문을 제기한 때 기업이 이에 대하여 대응하지 않은 경우를 제외하고는 찬성

<해외기업 배당정책 사례>

○ Lufthansa (독일 항공사)

- 배당정책은 회사의 이익을 기반으로 함을 전제로 하고, 연결기준 영업이익의 10~25%(배당성향 30~40%)을 배당하며 배당정책 변경 시 사유 및 적용시점 등 공개

○ TSMC (대만 IT기업)

- 기업의 정관에 수익의 배분순서를 정하여 당해 연도의 이익금액 중 ①직전연도 손실분 충당금(10%), ②이사회 성과급(0.3%미만), ③임직원 성과급(1%미만), ④재무·사업·영업 상황 등을 고려하여 나머지를 주주에게 배당하도록 명시. 단, 적자시 배당금 및 성과급을 지급하지 않음

○ Petro China (중국 정유사)

- 기업의 정관에 당기순이익 혹은 누적 미배분 이익이 존재할 경우, 당기순이익의 30% 이상을 배당으로 지급한다고 명시. 연간 2회 배당 지급, 기말 주주총회를 거쳐 배당금 결정

○ Apple (미국 IT기업)

- 사업보고서에 이사회가 결정한 주주환원정책(배당, 자사주매입 등)의 일환인 Capital return program의 기간, 규모, 방식 등 구체적인 내용을 중장기 계획에 의거하여 진행함을 명시

○ Microsoft (미국 IT기업)

- 사업보고서에 이사회가 주주환원의 프로그램으로 진행하는 자사주매입의 규모, 기간, 진행사항, 매입방식 등을 중장기 계획으로 진행함을 명시

IV. 국민연금기금의 적극적 주주권 행사 활성화를 위한 방안

1. 경영참여 주주권 행사 절차 간소화 또는 단축 필요

국민연금은 공적연기금으로 자산운용의 목적이 단기적 차익이 목적이 아니라 장기적 안정성과 수익성 제고임. 경영참여 주주권 행사는 일각에서 주장하는 기업의 일반적 경영권에 대한 간섭·침해가 아니라, 기업의 장기적 안정성·수익성을 제고하기 위한 반드시 필요한 제도임.

※ 주주활동을 통한 기업가치 재고 사례: 이른바 “캘퍼스 효과”라 불리는 캘리포니아 공무원연금은 기업지배구조 개선을 중심으로 한 포커스리스트 프로그램을 운용, 적극적 주주활동을 통해 기업의 재무적 성과에 긍정적 기여를 했다는 실증 사례를 보여주고 있음.

그런데 ‘중점관리사안’에 해당하는 경우 수탁자책임 활동의 절차는 1)비공개 대화 기업 2)비공개 중점관리기업 3)공개 중점관리기업 4)주주제안 4단계로 이뤄지며, ‘예상하지 못한 우려사안’에 해당하는 경우 1)비공개 대화 기업 2)주주제안 2단계로 이뤄졌으며 각 절차별 1년 단위로 추진하도록 돼 있어 실제로 경영참여 주주권을 행사하는 데까지는 ‘중점관리사안’은 3년 이상, ‘예상하지 못한 우려사안’은 1년 이상 소요.

경영참여 주주권 행사까지 이처럼 장시간이 소요될 경우 적기에 개입하지 못 함으로서 주주권 행사의 실효성을 확보하지 못 할 수도 있음. 특히, 기업의 범위반사안을 중점관리사안으로 분류, 주주권 행사까지 3년의 시간이 걸리는 것은 부적절함.

국민연금기금운용위에서 결정한 가이드라인에 따르면 기금위 의결에 따라 단계별 시기를 단축할 수 있으나, 기금운위 결정은 사회적으로 물의가 확산되지 않으면 사실상 결정되기 어려운 구조임.

따라서, 현재의 각 단계를 시기를 축소하거나, 1단계와 2단계를 통합하여 단계를

축소할 필요가 있음.

2. 수탁자책임 투자 공개 보고 제도화

제도를 만드는 것과 별개로 운영에 대한 의지 및 관리 감독이 필요함.

지금도 기금운용본부에서 수탁자 책임활동을 하고 있으나, 그 활동이 실제로 어떻게 이뤄지고 있는지에 대해서는 국민연금의 실질적 주인인 국민이 알기 어려운 상태.

또한 수탁자책임활동을 둘러싼 입장 차이와 갈등 역시 존재하는 바, 이러한 문제를 해결하기 위해서는 무엇보다 활동의 원칙을 수립하고 이에 따른 활동 내역을 투명하게 공개하는 것임. 이를 위해 수탁자책임 투자 활동 정례 보고 및 공개를 제도화할 필요가 있음.

3. 위탁운용사 의결권 위임 폐지

국민연금기금 중 위탁 운용 중인 주식 중 기금본부의 직접 보유분이 없는 회사(510개사, '18년말)에 대해서는 의결권 위임토록 하고 있음.

그런데 현재 위탁운용사 대부분이 재벌의 계열사이거나 영향력 아래 있는 상황에서 의결권을 위임하는 것은 스튜어드십 코드 도입 취지 자체를 무력화하고, 재벌에게는 위탁 운용사에 대한 영향력을 통해 보유하지 않은 주식에 대한 권한까지 확보할 수 있게 함으로서 기존의 왜곡된 기업 지배구조를 더욱 심화시킬 가능성이 있음.

토론문

김정목 / 한국노총 정책차장

I. 서론

1988년 시작된 국민연금은 1999년 국민연금기금운용본부 설치를 통한 금융투자 개시, 2007년 준법감시인제도 시행 등 단계적인 발전을 거쳐왔으며, 2018년 국민연금기금 스튜어드십코드 도입 - 2019년 국민연금 주주권 행사의 본격적 개시 이후 2020년 3월 주주총회 시즌을 앞두고 있는 상황.

향후 국민연금기금의 주주권행사에 대한 국민의 신뢰는 앞으로 대략 3~5년여동안 어떤 성과를 보여주느냐에 따라서 달라질 것으로 전망. 이처럼 중요한 기점을 앞두고 국민연금기금운용을 둘러싼 상당한 논란이 발생하는 것은 당연한 것으로 보임.

특히, 사용자단체의 변함없는 상당한 반대와 더불어 이를 계속해서 확대 재생산하는 보수경제지의 행동은 스스로의 이해관계에 매우 충실한 행동이라 평가할 수 있음.

이러한 상황에서는 결국 국민연금이 말 그대로 국민의 신뢰를 얻을 수 있도록 국민연금기금이 제대로 된 결정을 할 수 있어야 함. 이를 위해 노동시민사회진영

이 적극적 주주권 활동의 중요성에 대해 명확하게 제기하여 국민들을 설득하고, 동시에 소위 ‘적정수준의 의사결정’이 이루어질 수 있도록 적극적이고 치밀한 연대와 투쟁의 과정을 거쳐야 하는 상황.

이를 위해 ‘SC를 통한 적극적 주주권 행사’의 현실적 제약조건을 고려해야 할 것임. 본 토론문을 통해 이러한 부분을 함께 고민해보았으면 함.

1. 해당기업 및 사용자단체의 강력한 저항

2019년도 대한항공-한진칼에 대한 국민연금기금의 행동을 돌아해보면 상당히 우여곡절이 많았다는 것을 확인할 수 있음.

스튜어드십 코드가 도입은 되었으나 말 그대로 원칙적인 사항만 존재할 뿐 구체적인 가이드 라인이나 매뉴얼 등이 존재하지 않는다는 조건에서 결국 국민연금기금운용위원회에서 어떻게 결정하느냐가 상당히 중요해질 수밖에 없는 상황이었으며, 국민연금기금을 책임지는 보건복지부는 주무부처로서 균형 있는 결정을 내려야 정치적 공격을 받지 않을 수 있기 때문에 아주 적극적인 의사결정을 주도하는 것을 꺼려하는 상황이었음.

이러한 상황에서 국민연금기금이 조양호 회장 연임반대에 의사결정을 하는 것을 막기 위해서 해당 기업에서 적극적으로 행동하였음.

주주권행사와 관련하여 구체적인 자료를 직접 다루고 논의하는 수탁자책임전문위 소속 위원들뿐만 아니라 최고의사결정기구인 국민연금기금위 노동계 및 공익측 위원들을 대상으로 해당 기업에서 직접 접촉을 시도한 바 있음.

기금위에서 사용자단체 또한 마찬가지였음. 이미 연임반대에 의결권행사를 하겠다는 것은 정해져있는 상황이었고, SC 도입 이후 첫 주주권 행사를 적용할 것이냐를 두고 사용자단체는 극렬하게 저항함.

<해당기업에서 기금위 노동계 위원으로 보낸 메시지 내용>

안녕하십니까 000님, 저는 대한항공/한진칼의 □□□ 부장입니다.

현재는 한진칼에서 한진그룹의 경영개선을 위해서 영향력 있는 사회 지도층 인사분들의 한진그룹에 대한 가감없는 비판과 개선의 의견을 청취하여 회장님께 직보하는 업무를 담당하고 있습니다.

한진그룹 오너일가의 악행으로 수많은 사회적 질타와 비난을 받고 있는 것을 저희가 너무나 잘 알고 있기에 한진그룹이 사회적 비판여론에 대해 겸허히 수용하고 개과천선할 수 있는 방안을 찾지 않으면 오너일가를 위함이 아닌 수만명 종업원들의 생존권마저 위협받을 수 있다는 절박한 위기감에 조직의 생존을 위해서라도 사회적으로 명망이 있으신 지도층 인사분들의 신랄한 비판과 생산적인 개선의 묘안을 얻기위해 잠시나마 찾아 고견을 여쭙고자 합니다.

000님 ... 잠시나마 휴게시간에 짬을 내어 주시거나 혹은 퇴근 이후 편하게 대포 한 잔이라도 하시며 잠시나마 시간을 내어주시어 저희 조직에 몸을 담고 있는 수만명의 조직원들을 위해서라도 거침없는 고언을 하여 주시길 ... 큰 결례임을 알고 있어오나 절박한 상황에서 000님의 고견을 청해 올리는 것이오니 너무 나무라지 마시고 너그러이 용서해 주세요... 대한항공 □□□ 부장 배상.

사용자단체 및 문제가 되고 있는 대기업은 이미 이를 한번 경험했기 때문에 학습효과가 계속해서 나타날 것임. 따라서 향후 더욱 적극적으로 주주권행사에 대한 일방적인 반대를 표명할 가능성이 높은 상황임.

2. 불균형한 언론지형

보수경제지를 중심으로 ‘연금사회주의론’이라는 프레임으로 국민연금기금이 반자본주의적 행동을 한다고 매도하고 있음. 이 현상의 두 가지 큰 문제점을 꼽아볼 수 있음.

첫째, 보수경제지의 프레임 자체가 사실에 근거한 것이 아님에도 불구하고 이러한 내용을 무분별하게 확대재생산하게 된다는 점.

- 마치 재벌대기업집단을 때려잡기 위해 국민연금기금이 동원된다는 의미에서 ‘연금사회주의’라는 단어를 계속해서 사용하여²⁸⁾ 국민연금의 주주권 행사 자체를 부정적인 것으로 매도하고 있음.
- 국민연금기금의 주주권 행사의 목적은 개별기업을 직접 소유하려고 하는 것도, 경영하려고 하는 것도 아님. 그저 국민이 맡긴 노후자금의 수익성을 장기적으로 개선시키고 공공성에 부합하는 자금운용을 통해 경제사회적 성과를 내 고자 하는 것임.
- 이러한 부분에 대한 문제의식을 갖고 보수경제지가 퍼뜨리는 프레임에 대해 적극 대응해야 함.

둘째, 중도 내지 개혁성향의 언론들조차도 이러한 프레임에 적극 대응하지 않고 있다는 점.

- 경향신문은 2019년 2월 1일 이후 관련된 언급을 전혀 하고 있지 않은 상황이며, 그나마 한겨레에서 연금사회주의 프레임에 대해 비판하는 평가를 내놓은 바²⁹⁾ 있음.
- 심지어 보수경제지의 보도내용과 비슷한 내용의 사실이 실리기도 함.

<한국일보 사실 중 일부 내용³⁰⁾>

지나친 경영간섭이라는 경영계의 반발을 고려해 ‘특별한 사정이 있거나 산업계 전체에 특별한 위치를 차지해 산업계에 악영향을 줄 우려가 있으면’ 주주 제안을 하지 않거나 철회할 수 있는 단서조항을 추가했지만, 국민연금이 ‘선량한 관리자’ 역할을 넘어 과도하게 경영간섭을 하지 않도록 투명하고 신중한 접근과 적용은 필수다. 전체 위원 20명 중 6명이 정부 측 인사로 구성돼 있어 정치적 독립성이 논란인 국민연금 최고결정기구인 기금운영위의 독립성 강화 논의도 이번 기회에 시작해야 한다.

28) 동아일보 - [사설] ‘연금사회주의’ 길 여는 자본시장법 시행령 개정, 전면 재고해야

<https://news.v.daum.net/v/20191017030312457>

파이낸셜뉴스 - [fn사설] 국민연금이 왜 자꾸 공정위·검찰 행세를 하나

<https://news.v.daum.net/v/20191227172402724>

29) 한겨레 - [사설] 횡령·배임 이사 해임 요구가 ‘사회주의’라는 꾀변

<https://news.v.daum.net/v/20191113190609086>

30) 한국일보 - [사설] 국민연금 주주권 행사, 지나친 경영 간섭 안되게 신중히 해야

- 서울신문의 경우 핵심적인 논쟁지점과 전혀 상관없는 내용을 엄청 큰 문제인 것처럼 부풀려서 제기하기도 함.

<서울신문 사설 중 일부 내용³¹⁾>

정부는 가이드라인이 기업을 압박하는 수단이 될 것이라는 우려를 불식시켜야 한다. 자칫 외국계 투자사들이 손해를 볼 경우 국민연금의 경영 개입을 핑계로 내세워 ‘투자자·국가 간 소송’(ISD)을 제기할 수도 있기 때문이다. 실제 미국계 헤지펀드인 엘리엇은 삼성물산과 제일모직 합병 과정에서 정부가 국민연금을 통해 개입했다며 ISD를 제기한 상태다. 정부는 국민연금의 주주권 행사에 개입해선 안 되고, 기금운용위의 투명성도 함께 높여야 한다.

이처럼 언론의 균형잡힌 보도가 이루어지지 않는 상황을 감안, 노동시민사회진영에서는 계속해서 국민연금기금의 주주권행사가 정당한 이유와 잘못된 보도에 대한 감시가 필요함.

정부 또한 단순히 보도해명자료로 언론에 다시 뿌리는 정도가 아닌, 정부 스스로 국민연금기금에 대한 책임감을 갖고 적극적으로 대응해야 할 것임.

3. 그 외 고민의 지점들

노동계 위원들도 여러 고민 지점들이 존재함. 이러한 저항을 뚫고 결국 노동계 위원들은 국민연금기금이 제대로 된 신뢰를 얻을 수 있도록 필요한 조치들을 시도해보자는 의도였음.

하지만 실제 아주 구체적으로 고민한다고 하더라도 ‘딱히 방법이 없는 경우’가 있음. 예를 들면, 주주총회에서의 공개활동으로서 단순 의결권 행사를 떠나 주주

<https://news.v.daum.net/v/20191230044356560>

31) 서울신문 - [사설] 국민연금 주주권 행사, ‘외국계 먹잇감’ 전략 경계해야

<https://news.v.daum.net/v/20191230050825786>

제안(정관개정, 사외이사 또는 감사후보 추천, 위임장 대결)을 하는 것을 적극 고려해볼 수 있겠지만, 실제 공적연기금이 주주제안을 관철시키는 경우가 매우 드물어 그 효과가 상당히 떨어지는 것³²⁾이 사실임.

발제문에서도 나타나듯이 주주권 행사와 관련된 기준이 모호하다든가, 정치적 공격을 두려워한 정부가 스스로 매우 소극적으로 이행하려는 태도로 나선다든가 하는 상황에서는 아무리 노동계위원들이 기금위에서 나서도 아무런 성과가 나타나지 않음.

노동시민사회진영에서도 계속해서 국민연금기금이 실질적으로 행사할 수 있는 내용들을 면밀히 따져보고, 동시에 근본적으로는 정부가 스스로 청지기 역할을 할 수 있도록 해야할 것임.

더불어 국민연금기금운용체계 개편 또한 노동시민사회진영에서 지속적으로 제기해야할 이슈로 볼 수 있을 것임. ‘상설화’로 대표되는 국민연금기금운용체계 개편이 완료되지 않은 상황이라는 점 또한 반드시 개선시켜야함.

적극적 주주권 행사뿐만 아니라 여타 국민연금기금의 활동들 자체가 상시적으로 이루어지고 이에 대한 모니터링 또한 계속해서 가능하게 하려면 제대로 된 상설화가 필요함. 이는 국민연금법 개정사항임.

32) 박경서 외(2017) p.127~139. 그리고 국민연금연구원(2014) p.129~131.을 참조함.-박경서 외. 2017. 「국민연금 책임투자과 스튜어드십 코드에 관한 연구(II)」. 국민연금연구원.-국민연금연구원. 2014. 「공적연금기금운용론 II」. 국민연금연구원

토론 6

토론문

조우경 / 보건복지부 국민연금재정과 서기관

문제기업에 대한 국민연금의 적극적 주주활동 방안 모색 토론회

발행일 2020. 01. 14.

발행처 국회의원 이학영·정춘숙·채이배·윤소하, 공적연금강화국민행동,
민변 민생경제위원회, 민주노총, 참여연대, 한국노총

담 당 참여연대 경제금융센터 이지우 간사 02-723-5302 efrt@pspd.org

문 제 기 업 에 대 한 국 민 연 금 의 적 극 적 주 주 활 동 방 안 모 색 토 론 회