

2019년 주주총회 국민연금 주주권 행사의 한계 진단 및 개선 방안 모색 토론회

---

# 스튜어드십 코드 어떻게 운영할 것인가?!

---

일시 | 2019년 4월 22일 (월) 오후 2시

장소 | 국회의원회관 제6간담회의실

주최 | 국회의원 정춘숙, 국회의원 채이배, 국회의원 윤소하  
경실련, 경제개혁연대, 민변 민생경제위원회, 참여연대







## 목차

---

1. 인사말. 정춘숙 더불어민주당 국회의원 채이배 바른미래당 국회의원 윤소하 정의당 국회의원	/
2. 발제. 김남근 변호사, 민변 부회장, 참여연대 실행위원 "2019 주총에서 구현된 국민연금 주주권 행사 평가"	/
3. 발제. 류영재 서스틴베스트 대표 "스튜어드십코드에 따른 기관투자자의 주주권 행사 확대 제언"	/
4. 토론. 박상인 / 경실련 정책위원장, 서울대 행정대학원 교수	/
5. 토론. 강정민 / 경제개혁연구소 연구위원	/
6. 토론. 원종현 / 국민연금연구원 부원장	/
7. 토론. 최경일 / 보건복지부 국민연금재정과 과장	/



## 인사말

안녕하십니까?

국회 보건복지위원회 소속

더불어민주당 국회의원 정춘숙입니다.

벚꽃이 만개하고 있는 4월 바쁘신 일정 중에서도 『스튜어드십 코드, 어떻게 운영할 것인가 토론회』에 참석해주신 여러분들께 진심으로 감사의 인사를 드립니다.



정춘숙

더불어민주당 국회의원

다들 아시다시피 작년 7월 보건복지부는 국민연금기금은 용위원회에서 심의·의결된 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙 도입방안」에 따라 스튜어드십 코드 도입을 선언했습니다. 그 후 가입자 대표 추천 전문가들을 중심으로 ‘수탁자책임전문위원회’를 구성하여 의결권·주주권행사, 책임투자 관련 주요사항에 대해 검토·결정하겠다고 밝혔습니다.

그러나 최근 대표적인 스튜어드십 코드 행사로 꼽히는 대한항공에 대한 주주권 행사 방향을 결정하는 과정에서 가상의 단기매매차익 반환 추정치가 과도하게 계산되는 오류가 발생하는 등 운영상 미흡한 점이 노출되어 국민들로부터 많은 비판을 받았습니다.

뿐만 아니라 스튜어드십 코드 도입 이후 전문위원회의 역할이 상당히 많아졌음에도 불구하고, 주주총회 집중기간인 3월과 4월 중 해당 기업의 주총일자 2~3일 전에 전문위원회가 개최되어 충분한 자료 검토와 논의가 이루어지지 못했다는 평가를 받고 있습니다.

이에 오늘 토론회는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 이후 2019년 주주총회를 통해 드러난 국민연금 주주권 행사의 한계를 짚어보고, 향후 스튜어드십 코드의 원활한 운영방안을 모색하고자 준비했습니다.

이 중요한 토론회를 함께 주최해주시는 채이배 의원님과 윤소하 의원님께 감사드리며,

무엇보다 국민연금기금의 올바른 운용방향을 위해 항상 고민해주시는 ‘경제정의실천시민연합’, ‘민변 민생경제위원회’ 그리고 ‘참여연대 경제금융센터’관계자분들께 깊은 감사 인사드립니다.

바쁘신 시간 중에 참석해주신 발제자, 토론자분들을 비롯한 참석자 모든 분들께도 다시 한번 감사드리며, 토론회가 끝나더라도 국민연금기금의 올바른 운용방향에 대해 많은 조언 부탁드립니다.

감사합니다.



## 인사말

안녕하세요? 정의당 원내대표 윤소하 의원입니다.

2018년 7월 ‘국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)’ 도입으로 주주권 행사가 강화되었습니다. 이제 대기업 총수라 할지라도 “기업가치 훼손 내지 주주권 침해의 이력이 있다”고 판단되면 경영권을 박탈당할 수 있습니다. 지난 번 대한항공 주주총회의 이사 선임 부결은 이를 보여준 것입니다.



윤소하

정의당 국회의원

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

국민연금의 의결권 행사 내역을 보면, 2018년의 경우 1월부터 11월까지 총 753회의 주주총회에 참석하여 2,838건의 상정안에 대하여 의결권을 행사하였습니다. 찬성 2,286건, 반대 537건, 중립/기권 15건입니다. 반대 사유는 이사 및 감사 선임(226건, 42.1%), 정관 변경(46건, 8.6%), 보수한도 승인(230건, 42.8%), 기타(35건, 6.5%) 등이며 국민연금이 반대 의결권을 행사하고 부결된 사례는 5건으로 이사 선임 1건, 정관변경 4건 등입니다.

최근 5년간 국민연금 의결권 행사 내역을 보면, 2014년 찬성 90.77%, 반대 9.05%에서 2018년11월까지 찬성 80.55%, 반대 18.92%로 반대가 2배 늘었습니다. ‘거수기’라는 조롱을 받았던 찬성 일변도의 의결권 행사에서 변화하고 있음을 알 수 있습니다.

스튜어드십 코드가 안착하기 위해서는 연기금 운용에 있어서 ‘수익률 지상주의’를 벗어나야 합니다. 연기금은 국민들의 노후 자금으로 안정적인 운용이 무엇보다 중요함에도 현행 법 상 최대 수익의 확보를 위하여 시장수익률을 넘는 수익을 내도록 규정하고 있습니다.

다. 공격적 투자는 수익률을 높일 수도 있지만 손실의 위험도 크다는 것은 누구나 알고 있는 사실입니다. 사회적책임투자와 '최대수익률'은 공존하기 어렵습니다. 공공성과 수익성이 조화를 이룰 수 있는 투자 원칙이 수립되어야 합니다.

또한, 지난 번 기금운용위에서 한진그룹에 대해 대한항공은 제외하고 경영참여 주주권을 행사하기로 결정한 것은 아쉬움이 남습니다. 결정의 근거가 된 것은 단기매매 차익 반환금입니다. 10% 이상 지분을 가진 대주주가 6개월 이내에 주식을 팔 경우 수익을 기업에 반환하도록 한 제도인데, 이게 국민연금에 부담이 될 수 있다는 것입니다. 다른 기업에도 같은 방식을 적용한다면 단기매매가 스튜어드십 코드를 적용하는데 걸림돌이 될 수 있습니다. 근본적으로 국민연금은 장기투자자이기 때문에 단기매매는 최소화해야 합니다. 특히 위탁운용이 문제인데, 목표 수익률을 달성하기 위해 단기매매를 많이 하고 있습니다. 위탁운용사들의 불필요한 단타(短打)매매를 줄일 방안을 마련해야 합니다.

이제 스튜어드십 코드가 첫 걸음을 내딛었습니다. 오늘 토론회를 통하여 국민연금의 주주권 행사가 향후 더욱 적극적으로 이루어지도록 무엇을 어떻게 만들어가야 할 것인지 심도 깊은 논의가 이루어지길 바랍니다.

사회를 맡아주신 김우찬 교수님, 발제를 맡아주신 김남근 변호사님, 류영재 서스틴베스트 대표님, 토론자로 함께 해 주신 박상인 교수님, 강정민 연구위원님, 원종현 부원장님, 최경일 국민연금재정과 과장님, 토론회를 준비해 주신 참여연대 경제금융센터 간사님들께 감사드립니다.

## 인사말

안녕하십니까 국회의원 채이배입니다.

오늘 개최되는 "스튜어드십 코드 어떻게 운영할 것인가?" 토론회에 참석해주신 내빈 여러분께 깊은 감사의 말씀을 드립니다. 또한 토론회를 공동주최해주신 정춘숙 의원님, 윤소하 의원님을 비롯하여 경제개혁연대, 경제정의실천시민연합, 민주사회를 위한 변호사모임, 참여연대 관계자 분들께 감사의 말씀 전합니다.



채이배

바른미래당 국회의원

더불어 오늘 토론회를 이끌어주실 김우찬 교수님, 발제를 맡아주신 김남근 변호사님과 류영재 대표님, 토론자로 참여해주신 박상인 교수님, 강정민 연구위원님, 원종현 부원장님, 최경일 복지부 과장님께도 진심으로 감사드립니다.

2019년 주주총회는 스튜어드십 코드가 도입된 이후 열리는 첫 정기 주주총회가 된 만큼 과거의 주주총회의 모습과는 달라질 것으로 기대했습니다. 그러나 많은 회사에서 거수기인사·낙하산인사 등을 사외이사로 선임함으로써 대주주와 경영진의 독단적인 경영을 막고 이사회 독립성과 전문성을 확보하기에는 미흡했습니다.

특히 국민연금이 스튜어드십 코드에 따라 국민연금이 의결권을 어떠한 방향으로 행사할지에 대해 시장의 기대와 국민적 관심이 컸습니다. 국민연금이 주주입장에서 무능한 경영진과 불법·편법으로 사익을 추구하는 일부 재벌 총수 등을 제대로 견제하는지, 기업의 장기 수익률 제고에 도움이 되는 주주권을 행사하는지에 대해 많은 국민들이 관심을 가지고 지켜보았습니다.

이런 의미에서 몇 가지 한계는 있지만, 조양호 전회장의 대한항공 사내이사 연임안에 대해 국민연금을 비롯한 국내외 기관투자자, 개인투자자 등에 의해 연임이 저지된 것은 한

국 자본주의 역사의 한 획을 그을 만한 사건이었습니다.

그러나 이번 국민연금의 의결권 행사 과정을 살펴보면 기업가치의 훼손 내지 주주 권익의 침해의 이력이 있는 현정은 회장의 현대엘리베이터 정기 주주총회에 기권 투표를 결정하는 등 수탁자책임전문위원회는 지침을 위반했습니다.

또한 기관투자자로서 의결권 행사를 어떻게 할 것인가에 대한 중요한 결정을 하는 수탁자책임전문위원들이 이사 선임안의 논의과정에서 “재벌 총수 경영권이 위협되는 거 아닌가, 나라가 이상하게 되는 게 아니냐” 라는 등의 우려를 표하는 등 수탁자책임위원으로서의 자질에 문제가 나타나기도 했습니다.

이에 “스튜어드십 코드 어떻게 운영할 것인가?” 토론회 통해 2019년 주주총회 국민연금 주주권 행사의 한계를 진단하고, 개선방안을 마련하고자 오늘 토론회를 준비했습니다. 오늘 토론회를 통한 고견들은 모아 앞으로 스튜어드십 코드가 제대로 정착하고, 제 역할을 해 나갈 수 있는 대안을 마련하겠습니다.

마지막으로 제가 이사와 감사위원 분리선출, 집중투표제 도입 등으로 소액주주의 권한을 강화하고 이사회 독립성을 확보하는 내용의 「상법」 개정안과, 이사의 충실의무가 실질적으로 이행되도록 경업·겸직, 회사 기회·자산유용 등 이해충돌이 발생할 수 있는 행위에 대한 통제를 강화하는 「상법」 개정안을 대표발의한 바 있습니다.

이 자리에 함께 해주시는 분들께서 저의 상법 개정안이 통과될 수 있도록 많은 힘을 보태주시기를 바랍니다.

감사합니다.

---

발제1

**2019 주총에서 구현된  
국민연금 주주권 행사 평가**

---

김남근 / 변호사, 민변 부회장, 참여연대 경제금융센터 실행위원

## 2019년 주총에서 구현된 국민연금 주주권행사 평가

-대한항공 주총에서 반대의결권 행사 중심으로-

### I. 2019년 의결권행사에서 나타난 국민연금 “스튜어드십”의 모습

○ 그 동안 국민연금은 반대의결권 행사가 늘어나고 있었지만, 대부분 주총에서 이사회가 제안하는 안건에 찬성하는 태도를 보여 무조건 찬성하는 거수기에 불과하였다는 비판이 있었고,

○ 다른 한편, 이사회나 주총에서 한치의 반대의견 개진도 허용하지 않고 반대의견의 개진을 경영권 침해로 간주(?)하려는 왜곡된 경영문화를 가진 일부 재계나 이를 지원하려는 일부 보수언론은 국민연금의 주주권 행사를 경영권 침해, 더 나아가 경영권 장악, 심지어 “연금사회주의”라는 과도한 우려를 제기하는 경향도 있음.

○ 이러한 불신과 우려 때문에 국민연금의 주주권행사의 기준과 방식을 규범화 하려고 2018년 7월 “국민연금의 수탁자책임 활동에 관한 지침”, 소위 “stewardship code”를 제정하였음.

○ 2019년 주총시즌은 이러한 국민연금의 스텐어드십 코드에 따른 주주권행사의 모습을 볼 수 있는 첫 해라는 점에서 의미가 있었음.

○ 2019년 3월의 주총시즌에서 보여준 국민연금의 주주권 행사에 대해서는 대한항공 주총에서 처음으로 주주결의를 통해 불법과 전횡을 일삼은 총수의 이사연임이 부결된 것을 두고 “주주혁명”이라고 과도한 의미를 부여하는 주장도 있으나, 이사연임이 저지되어도 사실상 이사로서 배후에서 계속 경영권 행사를 할 수 있어 이사회가 제대로 된 경영에 대한 견제와 감시와 역할을 하기 위해서

는 공익적 이사선임의 주주제안 등 경영참여 주주권행사까지 필요함. 그러나 2019년 주총시즌에서 국민연금의 이러한 경영참여 주주권행사는 한진같이 유일하였음.

○ 국민연금이 의결권행사 방향을 사전에 공표하여 다른 기관투자자들에 국민연금의의사를 전달하는 등 의결권행사의 영향력을 높이려는 일부 노력이 있었으나, 여전히 다른 기관투자자들에 대한 설득이나 연대노력이 부족하였고 실제로 대한항공 주총에서 조양호 이사의 연임안건 부결, GS리테일 등 몇 건의 부결 사례 외에는 국민연금의 반대의결권 행사가 성공한 경우가 드문 실정. 국민연금이 지배구조개선 필요성이 있는 투자대상 기업의 지배구조 개선 노력을 이끌어내기 위해서는 국민연금의 의결권행사의 영향력을 높이려는 노력이 필요했다는 비판도 제기됨.

○ 다른 한편, 국민연금의 주주권행사가 경영권 침해를 할 수 있다는 가능성을 보여줘 많은 상장회사를 공포에 떨게 한 “연금사회주의”의 모습이라고 비판하는 주장이 있는가 하면, 더 나아가 일부 언론은 국민연금의 주주권 행사로 조양호 이사의 연임에 실패한 후 스트레스로 사망한 것이라며 간접살인(?) 운운하며 국민연금의 적극적인 주주권 행사의 실현을 봉쇄하려는 노골적인 의도를 드러내는 경우도 있음

○ 2019년 주총시즌에서 나타난 국민연금의 주주권행사의 성과와 한계에 대해서는 좀 더 냉정한 평가를 하고, 이를 바탕으로 2020년 주총시즌에서 국민연금의 주주권 행사의 영향력을 높임으로써 기업가치를 제고하고 국민연금의 투자이익을 극대화 하려는 계획과 준비가 필요.

○ 이 글에서는 2019년 주총시즌에서 나타난 국민연금의 주주권행사를 평가해 보고, 2020년 주총에 대비한 국민연금 주주권행사 계획과 준비를 점검해 보고자 함.

## II. 국민연금이 행사할 수 있는 주주권의 내용

### 1. 캘리포니아 공무원연금(CalPERS) 등 해외 연기금의 주주권행사 방식

○ 대체로 “비공개 대화→중점관리대상 선정→적극적 주주권 행사 공표→ 다른 기관투자자들과 연대” 등의 내용과 순서로 주주권 행사를 진행하고 있음

## 1) 비공개 대화

○ CalPERS가 주주행동주의의 전범처럼 얘기되고 있으나, CalPERS가 추구하는 지배구조구선 요구 등은 절반 이상이 대상 기업 이사회와의 비공개 대화 과정에서 해결되고 있다고 함.

○ 이렇게 비공개 대화 과정에서 지배구조 개선 등의 요구가 해결되고 있는 것은, 지배구조 개선과 제 자체가 정당한 요구이고 해당 기업의 발전에도 도움이 되는 사안이기 때문에 적극적으로 수용하는 측면도 있지만, CalPERS의 요구를 수용하지 않으면 CalPERS가 공개중점관리대상 기업으로 선정하고 공격적인 주주권 행사로 연계된다는 점을 해당기업이 잘 알고 있기 때문일 수도 있음.

○ 미국 교직원연금보험(TIAA-CREF)은 5000억 달러(약 536조원) 이상의 기금규모를 가지고 있는데, 기업의 지배구조 개선이나 사회적 책임 투자를 강조하며 적극적으로 주주권을 행사하고 있음. 지배구조에 문제점이 있다고 판단되는 기업이 있으면 일차적으로 대화를 시도하고, 효과가 없으면 주주제안권을 행사해 기업의 개선 노력을 촉구한다고 함.

## 2) 중점관리 대상기업 선정(Focus Listing)

○ CalPERS는 1987년부터 매년 기업의 경영 성과와 주가, 지배구조 등을 평가해 '포커스 리스트(Focus List)'라고 하는 '집중관리 기업리스트'를 발표해 왔음. 다만 2011년부터는 그 명단을 공개하지는 않고 있음.

○ 경영실적이 나쁜 기업 중 기업지배구조에 문제가 있는 기업을 대상으로 기업지배구조 관찰리스트를 작성하여 기업 스스로의 개선을 유도하기 위한 것임.

○ 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 받아들이고 있다고 함.<sup>1)</sup>

○ 네덜란드 사회보장기금(PGGM)은 CalPERS의 'Focus List'와 유사하게 지배구조 개선 등이 필요한 기업들에 대해 '워치 리스트(Watch List)'를 발표하고 있음.

---

1) 장원석, "해외 연기금 뭐가 다른가? - 과감히 반대표 던지고 경영진 퇴지 압박", 이코노미스트 제1227호, 2014. 3. 10.



### 3) 이사 사임요구 등 주주권 행사의 내용

○ CalPERS는 2004년 3월 월트디즈니의 주주총회에서 20년째 회사를 이끌어 오던 마이클 아이스너 회장에 대해 5-6년간 누적된 실적부진의 책임을 물어 퇴진요구를 하였고, 마이클 회장은 그 후 얼마가지 않아 퇴임하게 되었음.

○ 2003년 뉴욕증권거래소(NYSE)의 리처드 그라소 회장을 퇴진시키는데 일조했고, 시티그룹과 코카콜라의 경영진 교체를 시도한 사례도 있음.

○ 2011년에는 애플에 주주 과반수가 찬성해야 이사 선임이 가능하도록 하는 다수결의제를 도입하도록 하여 관철시키기도 하였음.<sup>2)</sup>

○ 네덜란드 공적연금(APG)은 “사회적 책임투자 원칙(ESG)”에 따른 의결권 행사를 강조하여 대상 기업의 중요 의사결정을 철회하도록 한 바 있는데, 노르웨이 연기금(GPFG)를 운용하는 노르웨이 투자관리청(NBIM)도 “사회적 책임투자 원칙(ESG)”을 고려하여 투자를 결정하는 것으로 알려져 있음.<sup>3)</sup>

○ 네덜란드 공적연금의 자금을 운용하는 네덜란드 APG는 주주가치를 훼손하는 경영행위에 대해 엄격한 대응전략을 보이고 있는데, 2012년 SK텔레콤이 하이닉스를 인수하려 할 때 반대표를 던진 바 있음.

○ 남동부 펜실베이니아 운송기금(Southeastern Pennsylvanian Transportation Authority)은 Facebook 주커버그 대표가 지배권 강화를 위해 1주 10표의 의결권 주를 발행하려 하자, 주주대표 소송으로 주주평등의 원칙에 어긋나는 이러한 의결권 주 발행결의의 무효확인을 구하는 소송을 제기하였음.

### 4) 의결권행사 방향의 공표와 다른 기관투자자와의 연대

○ CalPERS는 'Focus List'에 오른 기업이 지배구조 개선 요구를 받아들이지 않으면 다른 주주들과 연대하여 경영진을 압박하는 행동을 하고 있음.

---

2) 장원석, 위 글.

3) 장원석, 위 글.

○ 특히 CalPERS와 연대하고 있는 기관투자들도 '집중관찰 리스트'에 오른 기업들의 주주총회에서 CalPERS와 같은 주주권 행사를 함으로써 그 영향력을 극대화하고 하고 있음.

○ 캐나다의 국민연금운영위원회(CPPIB)는 내부규정에 맞지 않게 스톡옵션을 발행하거나 주주권리를 변경하는 경우, 보통주의 증가, 합리적 이유 없이 출석률이 75%에 못 미치는 이사의 재선임에 대해 반대 의견을 내는 비율이 높음. 2009년 해당 기업 경영진이 제안한 29,238 안건 중 15% 반대, 2010년 30,475<sup>4)</sup> 안건 중 11%의 반대의견을 냈다고 함.

○ 이와 같이 CPPIB는 이사의 과도한 보수 문제 등에 관심을 두고 엄격한 대응을 하고 있다는 점을 알 수 있음. CPPIB는 의결권 행사 한두달 전에 의결 안건에 관한 찬반 여부와 그 이유를 홈페이지를 통해 사전에 공지하는 정책을 펴고 있는데, 다른 주주들의 연대를 이끌어 내려는 목적도 있는 것으로 보임.

## 2. 연기금이 행사할 수 있는 주주권의 내용

### 1) 이사회 제안 안건에 대한 찬·반 의결권 행사

○ 주주제안처럼 제한이 없으므로 배당정책뿐만 아니라, 이사의 선임, 재선임, 정관변경 등에 대해 찬성 또는 반대의결권을 행사할 수 있음.

### 2) 경영참여형 주주권 행사의 내용

○ 경영참여 주주권행사는 사외이사 후보추진 및 주주제안, 의결권 위임장 대결과 같은 보다 적극적인 주주권 행사를 말함.

○ 이러한 경영참여 관련 주주권 행사는 제반여건이 구비된 후 이행방안을 마련하는 것으로 뒤로 미루어졌으나, 다만 국민연금기금 운용위원회의 의결이 있는 경우 위와 같은 경영참여 관련 주주권 행사 시행이 가능하게 되었음.

---

4) 안건이 많은 것은 하나의 이사회에 상정된 여러 안건을 모두 개별 안건으로 분리하여 분석하였기 때문인 것으로 보인다.

○ 스투어드십 코드 원칙 4. 이행방안 로드맵에 의하면 기금운용위원회의 의결이 있는 경우 사외이사 추천, 주주제안, 정관변경 등의 경영참가형 주주권 행사가 가능

### 3) 의결권 대리행사 권유

○ 주주는 대리인으로 하여금 그 의결권을 행사할 수 있고, 이 경우에는 그 대리인은 대리권을 증명하는 서면을 총회에 제출해야 함(상법 제368조 제2항). 따라서 국민연금의 의결권 행사의 영향력을 높이기 위하여 다른 주주들에게 의결권 행사를 국민연금이 대리할 수 있도록 위임할 것을 권유할 수 있음.

○ 이렇게 의결권대리행사 권유제도는 다수의 의결권을 확보할 목적으로 다른 주주에게 의결권 행사를 위임하도록 권유하는 것으로 피권유자인 다른 주주에게 대리행사에 필요한 정보를 제공할 수 있음.

○ 자본시장법에서는 권유자가 10인 이상의 피권유자에게 의결권 대리행사를 권유하는 경우 공시가 강제되고 있음.

### 4) 의결권행사 방향의 공표와 다른 기관투자자 등과의 연대

○ 의결권 행사 내용을 사전에 공개하면서 의결권 행사의 찬성과 반대이유를 충분히 설명하여 다른 기관투자자들이 찬반의 판단을 하는데 참조할 수 있도록 하고, 다른 기관투자자에 대한 설득과 소통을 통해 연대함으로써 의결권 행사의 영향력을 높일 수 있음.

○ 더 나아가 국민연금은 반대의결권 행사나 기금운용위원회의 의결에 의하여 주주제안을 행사하는 경우 주주제안이나 의결권 행사의 성공을 위하여 다른 기관투자자들과 연대할 수 있는 방안을 모색해야 함.

○ 다른 기관투자자들도 스투어드십 코드 제정 등에 나서고 있으므로, 이들 기관투자자들과의 연대하여 국민연금의 의결권 행사의 영향력을 높이려는 노력이 필요함.

○ 보험사, 자산운용사, PEF운용사, 증권사, 투자자문사, 서비스기관, 은행 등 70개 기관투자자가 스투어드십 코드에 참여하기로 하였고, 39개 기관투자자가 참여를 예정하고 있음.

### 3. 주주제안의 절차와 방법

#### 1) 상법상 주주제안의 절차와 방법

○ 주주총회 안건은 원칙적으로 이사회가 상정하지만, 상법 363조의2에 따르면 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 3%이상의 주식을 보유한 주주가 주주총회일 6주전까지 서면 등으로 이사회에 안건을 제안하여 주주총회에 안건을 상정할 수 있음. 상장회사의 경우 6개월 이상 계속하여 의결권 있는 발행주식총수의 1000분의 10, 최근 사업연도말 자본금이 1,000억원 이상인 경우 1000분의 5 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제363조의2에 따른 주주제안의 권리를 행사할 수 있음(상법 제542조의6).

○ 주주제안이 있는 경우, 이사는 이사회에 보고해야 하고, 그 제안의 내용이 법령 또는 정관을 위반하는 경우와 그 밖에 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고는 이를 주주총회의 목적사항으로 하여야 함. 그리고 주주제안을 한 자의 청구가 있으면 주주총회에서 당해 의안을 설명할 기회를 주어야 함(상법 제363의2 제3항) 그리고 주주총회 소집의 통지와 공고에 이러한 의안의 요령을 기재해야 함.

○ 다만 상법 시행령 제12조에 의하면 주주제안을 받은 이사가 상장회사의 “임기중에 있는 임원의 해임에 관한 사항”의 주주제안은 주주총회의 목적사항으로 하지 않을 수 있으므로, 이 경우 위와 같이 발행주식총수 3%이상의 주식을 보유한 주주는 해당 임원해임에 관한 사항을 목적으로 한 임시주주총회의 소집을 이사회에 요구하고 이사회가 즉시 주주총회를 소집하지 않은 경우 법원의 허가를 받아 직접 주주총회를 소집할 수 있음(상법 제366조 제2항 1문. 제542조의6 제1항)

#### 2) 스투어드십 코드에서 주주제안의 범위

○ 스투어드십 코드 제15조에 의하면 주주제안은 제10조의 중점관리사안에 한해, 제13조에 따른 공개중점관리기업에 대하여 배당관련 주주제안을 행사할 수 있음.

○ 즉 공개중점관리기업에 대해서만 배당, 임원 보수한도의 적정성, 법령상의 위반 우려로 인한 기업가치의 훼손 내지 주주권익을 침해할 수 없는 사안 등에 대해서 주주제안을 할 수 있음.

### 3) 국민연금의 주주제안 활성화 필요성

○ 소극적인 반대의결권의 행사만으로는 기금자산의 증식을 목적으로 한 수탁자 책임활동은 한계에 부딪힐 것임.

○ 따라서 이사의 해임, 사외이사 추천, 횡령, 배임 등으로 회사에 손실을 입힌 자의 임원자격 제한을 위한 정관변경 등 불투명한 지배구조로 인한 회사 주식가치가 훼손되어 있는 기업의 주식가치회복을 통한 기금자산의 증식을 위한 적극적인 주주제안 활동을 해야 함.

## Ⅲ. 2019년 주총에서 구현된 국민연금 “Stewardship”의 성과와 한계

### 1. 국민연금 “Stewardship Code”에 따른 주주권 행사의 방식과 내용

○ 소위 “Stewardship Code”이라고 하는 “국민연금기금의 수탁자책임에 관한 원칙” 중 원칙 4. “수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행” 이행방안에 따르면 지배구조 개선의 필요성이 있는 중점관리대상 기업에 대해서는 “1) 비공개 대화→ 2) 비공개 중점관리기업의 선정→ 3) 공개 중점관리기업의 선정 → 4) 주주권행사와 연계”의 순서로 주주권행사를 하기로 방침을 정함.

○ 대체로 캘리포니아 연기금 등이 정하고 있는 주주권행사의 방침과 그 진행과 궤를 같이 하고 있음.

#### 1) 비공개 대화

○ 스투어드십 코드 제11조(비공개 대화)에 의하면 국민연금은 대상기업을 방문하여 비공개로 이루어지는 대화에서는 1)사실관계 확인, 2)기업 입장 표명의 요청, 3)자료정보 요청 4)개선대책 요구 등을 하게 됨.

○ CalPERS의 사례를 보면, 지배구조 개선등이 필요한 회사를 방문하여 진행되는 비공개 대화과정에서 절반까지 지배구조 개선 등 CalPERS가 제안하는 개선방향이 수용되고 있다고 하는데, 이는 CalPERS가 제안하는 개선방향이 수용되지 않을 경우 중점관리 대상으로 선정(Focus List), 반

대의결권 행사 등으로 사회적 여론이 악화되고 주주대표권 행사 등이 이어질 것이라는 것이 예상되기 때문이다.

○ 국민연금의 주주권 행사가 대부분 이러한 회사를 방문하여 개선요구를 권고하고 있는 수준인데, 이 단계에서도 국민연금이 제안하는 개선안이 수용되도록 하기 위해서는 비공개 제안 내용이 적극적인 주주권 행사와 연계될 것이라는 점을 보여야 하는데, 따라서 비공개 대화에서의 지배구조 개선등이 수용될 수 있도록 하기 위해서도 이후 단계인 공개적인 중점관리기업 선정이나 다른 기관 투자자와의 연대, 주주대표소송 제기 등 적극적 주주권 행사의 실천사례를 보일 필요가 있음.

## 2) 비공개 중점관리기업 선정

○ 스투어드십 코드 제12조(비공개중점관리기업 선정)에 의하면 1년간 비공개 대화에도 불구하고 선정연도 말까지 개선이 없는 경우 비공개중점관리기업으로 선정할 수 있음.

○ 비공개 대화를 거부하는 등 개선의 여지가 없는 경우에는 1년이 경과하지 않더라도 즉시 선정이 가능하며 선정 후에도 개선이 없는 경우 의결권 행사와 연계할 수 있음.

## 3) 공개 중점관리기업의 공개

○ 스투어드십 코드 제13조(공개중점관리기업 선정)에 의하면 비공개중점관리기업으로 선정된 후 연도 말까지 개선이 없는 경우 공개중점관리기업으로 선정할 수 있음.

○ 비공개 대화를 거부하는 등 개선의 여지가 없는 비공개중점관리기업은 선정연도 말이 되지 않더라도 즉시 선정이 가능하며 선정 후에도 개선이 없는 경우에는 의결권 행사와 연계할 수 있음. 공개중점관리기업으로 선정된 경우에는 공개서한을 발송할 수 있음.

○ 국민연금은 지난 2015년 합리적 배당 정책을 수립하지 않은 기업을 지정하여 개선을 요구하고, 3년이 넘도록 개선하지 않으면 공개하기로 하였는데, 남양유업과 현대그린푸드가 저배당을 이유로 2018년 5월 첫 공개대상이 되었음.

## 2. 대한항공에 대한 경영참여 주주권행사 포기과정의 의문점

○ 국민들은 대부분 대한항공에 대해 정관변경, 이사해임 등의 경영참가형 주주권행사를 할 것으로 예상하고 있었는데, 대한항공에는 대해서는 독립적인 이사추천, 횡령·배임으로 회사에 손해를 입힌 임원의 이사자격 제한 정관변경 등의 경영참가 주주권 행사를 하지 않고 한진칼에 대해서만 경영참가형 주주권 행사를 했느냐에 대한 의문이 제기됨.

○ 수탁자책임전문위원회 논의에서 보건복지부가 경영참가 주주권 행사를 하는 경우 마치 소급하여 과거 6개월간 단기매매차익 102억원을 반환해야 하는 것처럼 설명을 한 것이 수탁자책임 위원회가 대한항공에 대해서는 경영참가 주주권 행사를 하지 않고, 한진칼에 대해서만 경영참가 주주권 행사를 하게 된 것으로 알려져 있음.

○ 자본시장법은 10% 이상의 지분을 가진 대주주가 이러한 경영참가형 주주권 행사를 선언하는 경우는 향후 6개월간 얻는 단기매매차익을 반환하도록 하고 있음. 미공개 정보 이용에 대한 대응책이라 할 수 있는데, 단기매매차익은 향후 6개월치를 반환하는 것이지, 과거 6개월치를 반환하는 것이 아님.

○ 국민연금은 장기투자를 원칙으로 하므로 경영참가형 주주권 행사를 선언한 후 단기매매차익을 챙기고 주식을 처분한다는 것은 상상하기 어려운데도, 102억이라는 수치까지 계산하여 수탁자책임 전문위원들에게 경영참가 주주권행사에 유의할 것을 강조한 의도는 무엇인지 의문이 제기됨.

○ 아마도 위탁운용사에 투자를 일임하여 운용하는 경우 빈번한 단기매매를 하는 경우가 있어 이러한 우려를 표명한 것으로 보이는데, 위탁운용사가 투자일임형태의 운용과정에서 수수료 수입을 목적으로 과도한 단기매매를 하는 것이 아닌지에 대한 점검도 필요할 것임.

### 3. 수탁자책임위원회의 운용에서 나타난 문제점

#### 1) 불과 2일 전에 의결권행사 결정을 위한 수탁자책임위원회를 개최

○ 대한항공 주총일인 3월 27일 불과 이틀 전인 3월 25일 수탁자책임위원회를 소집하여 당일 조양호 이사 연임안건에 대한 찬·반 의결방향에 대한 논의를 붙임

○ 수탁자책임전문위원회는 국민연금 지분 10% 이상을 보유하거나 국내 주식 포트폴리오 비중이 1% 이상인 상장회사에 대하여 의결권 행사내역을 사전공시하기로 하였고, 대한항공은 이에 해당하

므로 의결권 행사내역을 사전공시하기 위해서는 적어도 주총 1주일 전에는 수탁자책임전문위원회에서 논의가 되어야함.

○ 수탁자책임위원회에서 결론을 못 내리는 경우 최종적으로 기금운용위원회에 결정을 올려야 하는데, 주총 2일 전에 수탁자책임위원회를 개최하면 기금운용위원회를 개최할 수 없어 의결권 행사 결정을 못하고 기권처리 될 수도 있는 상황

○ 결국 3월 25일 의결권 행사 방향을 결정하지 못하고 다음날로 미루어 대한항공 주총 하루 전 저녁시간에야 수탁자책임전문위원회 내의 주주권행사분과와 책임투자분과 합동회의를 통해 조양호 이사연임 반대의결을 하게 됨.

## 2) 수탁자책임위원회에 의결권행사 위임 기준의 불명확

○ 많은 경우 국민연금 자체적으로 주총 안건에 대한 의결권 행사 방향을 결정하였는데, 현대엘리베이터 현정은 이사의 연임안건과, 대한항공 조양호 이사의 연임안건 등 몇몇 안건에 대해서만 수탁자책임위원회에 의결권행사 자문을 구함.

○ 정치적으로 부담되는 의결권행사 결정을 수탁자책임위원회에 넘겨 기권처리를 유도하려 한 것은 아닌지 의문. 따라서 국민연금 내부기관에서 의결권행사를 결정하는 사안과 수탁자책임위원회에 의결권 행사 자문을 맡기는 사안의 기준이 무엇인지 의문.

○ 대한항공 조양호 이사 연임안건에 대해서는 이미 기금운용위원회에서 반대의결권 행사를 하는 방향으로 논의가 되어 있던 사안이 아니었나? 횡령·배임 등으로 회사에 손실을 입힌 사실이 객관적으로 명백한 경우에는 1심 판결 전에도 이사선임 반대의결권 행사가 가능하고, 이사회의 비위행위 조사와 책임부과의 대상으로 이해충돌 우려도 명백한 사안이므로 수탁자책임위원회 자문 없이도 반대의결권 행사를 일찍 결정하여 의결권 행사방향을 공표할 수 있었던 사안이 아니었는지 의문.

○ 또한 대한항공 주총안건에 대해서는 처음부터 의결권 공시를 하지 않으려 했던 것은 아닌지 의문.

## 3) 수탁자책임위원회의 논의 진행방식에 대한 논란 ?



○ 위와 같이 자본시장법에 의하여 소위 10% 룰에 따라 경영참여 주주권 행사를 선언하는 경우 그 이후 6개월치의 단기매매차익을 반환하면 되는 것이어서, 향후 단기매매를 하지 않기로 하고 경영참여 주주권 행사를 하면 되는 것인데도, 보건복지부 연금관리 담당자들이 마치 경영참여 주주권 행사 선언 전 6개월치의 단기매매차익을 반환해야 하는 것처럼 반환예상 단기매매차익까지 계산하여 설명하여, 이에 놀란 수탁자책임전문위원들이 대한항공에 대해 경영참여 주주권 행사를 하지 않기로 결정하는데 상당한 영향을 미친 것이 논란이 됨.

○ 수탁자책임전문위원들에게 민감하게 다가갈 내용을 위원들이 검토할 시간도 없이 당일 갑자기 배포하고 위와 같이 경영참여 주주권 행사를 하면 100억이 피해를 입게 될 것이 기정사실인 것처럼 설명하여 결론에 영향을 미친 것은, 보건복지부 연금담당부서가 수탁자책임전문위원들의 논의를 일정한 방향을 유도하려 한다는 오해를 불러일으킬 수 있는 행위임.

○ 대한항공과 한진칼에 대해서는 이미 2018년에 비공개접촉을 통한 지배구조개선 요구와 공개서한까지 발송되었고 기금운용위원회에서 경영참여 주주권 행사에 대한 의결이 있었으므로, 국민연금이 투자대상 회사와 접촉한 결과를 보고받아 이를 바탕으로 논의를 하면 될 터인데, 수탁자책임위원회 위원장이 당일 의결권 행사 대상 회사 관계자의 의견을 듣자는 방식의 진행방식도 문제.<sup>5)</sup> 자칫 의결권 행사 대상 기업의 로비창구로 악용될 우려도 있고, 의결권행사 대상 기업의 영향이 작용하였다는 논란을 불러일으킬 수도 있음.

○ 수탁자책임전문위원회에서 결론을 내지 못해 기금운용위원회에 보고 내지 안건상정하기로 한 경우의 처리방식도 논란. 최종 결정단위는 기금운용위원회이므로 기금운용위원회에 수탁자책임전문위원회 찬반 논란을 보고하면 될 터인데, 굳이 회의 이후 각 위원 개인에게 전화로 찬·반의 의견을 물어 찬·반의 분포를 확인하여 보도자료를 내는<sup>6)</sup> 등 기금운용위원회의 결정에 영향을 주려 한 것으로 오해할 수 있는 점이 있어 논란이 제기됨.

○ 대통령은 청와대에서 위법한 경영권 행사를 한 기업에 대해서는 국민연금이 적극적인 주주권 행사를 해야 한다는 발언을 하고 있는데, 막상 보건복지부 관련부서는 국민들에게 오해를 살 수 있는 행정을 함으로써 논란을 자초하는 모습이 됨. 위와 같이 보건복지부 연금관리 부서가 수탁자책임전문위원회의 안전에 대해 일정한 방향으로 결론을 유도하려 하는 것이 아닌가 오해를 살 수 있는 진행방식은 개선되어야 할 것임.

5) 이상훈, “헛도는 국민연금 수탁자책임위원회”, 경향신문 2019. 1. 28.

6) 위 이상훈의 기고문.

#### 4. 일관되지 못한 의결권 행사의 기준

##### 1) 3월 12일 23개 상장사 주총안건에 대한 반대의결권 행사의 사유

○ 농심과 신세계의 사외이사 선임에 대해서는 해당이사가 외부감사인을 맡고 있는 회계법인에, 상시 법률자문 계약을 맺는 등 중요한 이해관계에 있는 법무법인에 각 최근 5년 이내에 상근 임직원으로 재임한 바 있어, 이해관계에 따른 독립성 훼손 우려를 이유로 반대의결권 행사.

○ 효성과 현대건설의 사외이사 선임에 대해서는 분식회계 발생 당시 사외이사로서 감시, 견제의 의무에 소홀했다는 이유로 재선임에 반대의결권 행사.

##### 2) 3월 19일 34개 상장사 주총안건에 대한 반대의결권 행사의 사유

○ 현대자동차와 현대모비스에서 주주제안으로 올라 온 사외이사 선임안건에 대해서는 이해관계 등을 이유로 반대의결권 행사

○ 네이버, 하나투어, 셀트리온, 코오롱인더스트리, 키움증권 등의 이사 보수한도액 승인의 건에 대해서 반대의결권 행사

○ 네이버에 대해서는 임원퇴직금 지급규정 변경에 대해서도 반대의결권을 행사하였는데, “지급 제한을 이사회 또는 이사회가 위임한 위원회에서 대표이사로 위임하는 것은 감사·감독 기능이 약화될 우려가 있다”는 점을 반대사유로 들고 있음.

##### 3) 종전과 같은 사안에 대해 의결권행사가 강화된 사안

○ 한미약품의 사외이사 선임 안건에 대해서, 해당 사외이사가 2011년 9월부터 2014년 9월까지 범부처신약개발사업단 단장을 역임한 바 있어, 중요한 거래 관계 등에 있는 법인에 최근 5년 이내 상근 임직원으로 독립성 훼손 우려로 반대의결권 행사

○ 한미약품은 해당이사가 2016년에 이미 사외이사에 선임될 때는 국민연금이 안건에 찬성했고, 3년 사이에 ‘독립성 훼손’이라는 지적이 나올만한 상황이 있었던 것도 아닌데 재선임 안건에 대해서

반대의결하는 것에 우려 표명

○ 이 점은 해당이사와 관련한 새로운 반대의결 사유가 발생한 것이라기보다는 2018년 7월 국민연금의 스튜어드십 코드 제정으로 그 기준에 따라 의결권행사가 강화된 것으로 평가해야.

#### 4) 이사선임 안건 처리 기준의 모호성이 지적된 사안

○ “스튜어드십 코드” 즉, “수탁자 책임 활동에 관한 지침”의 세부기준 Ⅲ-30-①에 따르면, 기업가치의 훼손 내지 주주 권익의 침해의 이력이 있는 자 등에 대해서는 이사선임에 반대의결권을 행사해야 함.

○ 현대엘리베이터 현정은 회장은 현대엘리베이터가 2006년 4월 현대상선에 대한 최대주주 지위를 잃은 후, 현대상선 주식을 기초로 파생상품계약을 다수 체결하여 현대엘리베이터에 큰 손실을 입힌 바 있어, 기업가치의 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.

○ 국민연금 투자위원회는 현정은 사내이사 재선임 안건을 ‘찬성 또는 반대 결정이 곤란한 안건’으로 지정하여 수탁자책임전문위원회로 회부하였고, 수탁자책임전문위원회는 의결권 행사 방향을 결정하지 못하였음.

○ 결국 현대엘리베이터의 현정은 이사 선임에 대해서는 “기권”으로 의결권 행사를 하고, 대한항공에 대한 의결권 행사 논의과정에서도 일부 수탁자책임위원이 “기권” 의결권 행사를 주장했다고 하는데, “ESG”의 투자원칙에 따라 지배구조개선 요구에 응하지 않는 투자대상 기업에 대해서 “기권”의 의결권 행사를 하는 것은 무책임하다는 비판이 제기될 수 있음.

○ 삼성전자의 사외이사 선임안건에 대해 찬성의결권 행사를 했는데, 박재완 사외이사 선임에 대해서는 이해관계에 따른 독립성 훼손을 이유로 반대의결권을 행사한 것과 비교하여 기준에 맞지 않는 찬성의결이라는 비판이 제기됨.

○ 삼성전자의 박재완 이사는 삼성그룹의 공익재단인 성균관대 교수로 재직하고 있고, “장충기 문

7) 경제개혁연대, “국민연금의 현대엘리베이터 현정은 사내이사 재선임 안건 ‘기권’ 결정은 지침 위반”, 2019. 3. 22.

자”사건에서도 이재용 부회장 경영권 승계와 관련된 박근혜 정부 국정농단 사건의 주범 중 하나인 장충기 전이사와 유착관계가 밝혀져 이해충돌 사안이 명백한데도 “찬성” 의결권 행사를 한 근거가 무엇인지도 의문.

#### IV. 2019년에 국민연금이 진행해야 할 “Stewardship” 과제

##### 1. 2019년과 2020년 국민연금 “Stewardship”의 로드맵

###### 1) 2018년 시행 주주권 행사

○ 배당정책 수립요구를 강화 :

대상기업을 연4-5개에서 8-10개로 확대

○ 의결권 내역공시 :

의결권 행사 사전공시 범위 및 내용 등에 대해서는 전문위원회에서 결정하도록 함,

○ 주주대표소송 등 :

주주대표소송, 손해배상소송 등의 시행근거 및 소제요건 마련 및 시행

○ 예상치 못한 기업가치 훼손 이슈가 발생 :

사안에 따라 공개서한 발송 등 공개활동 및 의결권 행사 연계 추진

###### 2) 2019년 시행 주주권 행사

○ 중점관리사안 선정, 비공개 대화 :

기금수익, 주주가치 등과 밀접한 사안을 선정하고 해당 기업과 개선을 요구하는 비공개 대화. 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진일가 사익편취행위, 임원보수과다, 기금본부가 의결권지침에 따라 지속 반대하였으나 개선이 없는 사안 등이 이에 해당

○ 이사회 구성·운영 등 가이드라인

의결권 지침에 규정된 세부기준 등을 활용하여 이사회 구성·운영 등 일반원칙 마련. 예를 들어, 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성되어야 함.

○ 위탁운용사 활용

위탁운용사 선정·평가시 코드 도입, 이행여부 가산점 부여, 위탁부문 의결권 행사는 관계법령 개정 후 위탁운용사에 위임.

### 3) 2020년 시행 주주권 행사

○ 비공개·공개 중점관리기업

비공개 대화에도 미개선 사업은 비공개중점관리기업(20년초), 공개중점관리기업(20년말)으로 단계별 선정

○ 미개선시 의결권 연계

비공개 대화 중 국민연금의 정당한 요구를 거부한 이사·사외이사의 선임안건 반대

## 2. “사외이사” 또는 감사 후보추천 및 주주제안

### 1) 경영참여 주주권 행사에 대한 국민연금의 계획

○ 공개중점관리기업 선정(기업명 공개)에도 이사회 지배구조가 개선되지 않는 경우 국민연금은 이사회에 참여하여 제대로 견제와 감시의 역할을 할 수 있는 독립이사(independent director)<sup>8)</sup>를 이사회에 추천하는 주주제안을 행사할 수 있음.

○ 이에 대하여 스투어드십 코드는 “제반여건 구비된 후 이행방안을 마련하되, 그 이전에도다로 기금 운용위원회가 의결한 경우 시행 가능”한 것으로 정하고 있음

---

8) 한국에서는 independent director를 “사외이사”라고 표현하여 그 임무와 역할을 모호하게 표현하고 있으나, 경영에 참여하는 CEO, CFO 등의 임원들(officials)이나 대주주와 독립하여 경영에 대한 감시와 견제의 역할을 하는 이사라는 의미에서 “독립이사”로 표현하는 것이 적절한 것임.

## 2) “독립이사” 인력풀의 마련

○ 2019년에는 후보추천 방식, 인력풀을 마련하는 등 준비과정을 거쳐 2020년부터 사외이사 추천 등을 시행.

○ 인력풀은 연금사회주의 우려를 해소하기 위해 정부, 국민연금공단 관련 인사와는 무관한 자로 구성. 예를 들어, 정부에서는 연금 관련 업무를 담당하고 퇴직 후 5년이 경과하지 않은 자 등을 들 수 있음.

○ 2019년 대한항공 주주총회에서 사외이사 추천 등의 주주제안을 할 것인가 기금운용위원회 논의에서 국민연금공단과 복지부는 사외이사 인력풀의 준비 등이 되지 않아 사외이사 추천이 어렵다는 설명을 한 것으로 알려져 있음

○ 그렇다면 2019년에 사외이사 추천 인력풀을 육성하기 위한 계획이 있어야 하나, 이러한 인력풀 확보와 이사회 지배구조 개선을 위해 사외이사를 추천한 중점대상기업의 선정 등을 위한 구체적인 분석작업을 하고 있는지에 대해서는 국회 차원에서 점검이 필요함.

## 3) 수탁자책임 활동에 관한 지침 개정 필요

○ “수탁자책임 활동에 관한 지침“에서는 경영참여 주주권 행사에 대해서는 기금운용위원회에서 의결이 있는 경우 행사할 수 있다고만 되어 있을 뿐, 경영참여 주주권 행사의 내용이 무엇인지에 대해서는 규정하고 있지 않으므로 이를 지침에 규정할 필요가 있음.

○ 예를 들어, 제17조(사외이사 또는 감사 후보추천 및 주주제안) 제11조 및 제14조에 따른 수탁자책임 활동에도 불구하고, 개선이 되지 않은 기업에 대해서는 기금이 대표이사 등 관련 이사의 해임, 독립적인 사외이사 또는 감사 후보 추천, 기타 경영관련 제안을 할 수 있다.

○ 예를 들어, 제18조(의결권 위임장 대결) 기금은 제17조에 따라 기금이 제안한 안건이 기금이 제안한 대로 가결 또는 부결되도록 하기 위해 다른 주주로부터 의결권을 위임받는 의결권 위임장 대결을 할 수 있다. 등의 규정이 필요함.

## 3. 지배구조 개선에 노력하지 않는 중점관리대상 기업의 선정(Focus Listing)

○ 스투어드십 코드 제10조(중점관리사안)에서는 1)기업의 배당정책 수립, 2)임원 보수한도 적정성, 3)법령상 위반 우려로 기업가치의 훼손 내지 주주권익을 침해할 수 있는 사안, 4)지속적으로 반대의결권을 행사하였으나 개선이 없는 사안, 5)그 밖에 기금운용위원장이 필요하다고 인정하는 사항

○ 1차적으로는 지배당 기업이 중점관리 사안에 해당할 것이나, 불투명한 지배구조나 이사들의 비리나 전횡, 기업 이미지 훼손 등으로 기업가치가 훼손된 기업들도 제10조 제3호의 “법령상 위반 우려로 기업가치의 훼손 내지 주주권익을 침해할 수 있는 사안”에 해당하여 중점관리 사안이 될 수 있을 것임.

○ 2018년 7월 30일 국민연금기금 운용위원회는 ‘국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)도입에 따라 지분을 1000분의 50 이상이거나 보유비중 1000분의 10이상인 기업 중 중점관리 사안에 해당하는 기업을 선정할 수 있는데, 국민연금의 국내 주식투자는 2013년 83.9조원에서 2017년 131.5조원으로 47.6조원이 증가하였고, 같은 기간 지분율이 5% 이상인 기업은 253개에서 276개로 23개 증가하였고, 10% 이상인 기업은 44개에서 96개로 52개 증가하였음.

#### 4. 다른 기관투자자들과 연대 및 지지요청

##### 1) 다른 기관투자자들과의 연대나 지지요청 작업의 필요성

○ 국민연금은 투자대상 기업에서 2위 또는 3위 정도의 지분을 가지고 있어서, 국민연금의 지분만을 가지고 반대의결권 행사를 하여서는 목표한 성과를 얻기 어려움. 대한항공 이외에는 2019년 주총에서 국민연금이 반대의결권 행사를 하여 목표한 성과를 얻지 못한 점에서도 드러남.

○ 만일, 국민연금이 의결권행사 방향을 공표하지 않고 내부적 의결권행사 방침만 정하려 한다면 이러한 수준의 의결권행사를 가지고 어떻게 “스튜어드십”에 따른 주주권 행사를 성공시키기 어렵고, 투자대상 기업들도 국민연금의 지배구조개선 요구 등을 무시하는 태도로 나올 것임.

○ 그렇게 되면 국민연금이 주주권 행사를 하는 목적은 형해화 될 것이므로, “스튜어드십”에 따른 주주권 행사를 제대로 하고자 한다면 그러한 의결권행사의 목표를 성공시키기 위해 다른 기관투자자들의 설득이나 연대는 필수적임.

## 2) 의결권 행사의 공표가 가지는 의미

○ 캘리포니아 연기금 등 해외 공적기금은 의결권 행사방향을 공표하여 다른 기관투자자들의 의사 결정에 영향을 미치려 노력하고, 직접 다른 기관투자자들을 방문하여 지지나 지원을 요청하는 활동을 하고 있는데, 국민연금은 이러한 다른 기관투자자들에 대한 권고나 설득작업을 할 계획을 가져야 함.

○ 국민연금은 2019년 2월 국민연금이 지분 10% 이상을 보유하거나 국내 주식 포트폴리오 비중이 1% 이상인 상장회사에 대하여 의결권행사 내역을 사전에 사전공시하기로 하였음.

## 3) 2019 주총에서 의결권 행사의 공표 평가

○ 국민연금은 3월 12일에 3월 14일에서 20일에 주총이 개최되는 23개 상장사에 대해서 1차로 의결권 행사를 공표하고, 3월 19일에 21일부터 26일에 주총이 개최되는 34개 상장사에 대해 의결권 행사를 공표함.

○ 그러나 국민적 관심을 받고 있던 3월 27일 대한항공 주총에 대해서는 주총 이틀 전인 3월 25일야 조양호 이사연임 안전에 대한 의결권 행사방향을 정하기 위한 수탁자책임전문위원회를 소집하여 사실상 의결권행사 공표를 하지 않으려는 태도를 보임.

○ 대한항공 주총 안전에 대해서는 국민연금이 의결권 행사방향을 공표하고 다른 기관투자자의 지원을 얻으려는 계획이 있었는지에 대해 의문이 제기됨.

## V. 국민연금 "Stewardship" 행사에 대해 제기된 쟁점들

### 1. 연기금의 주주권 행사의 목적

#### 1) 기업가치의 제고를 통한 투자이익의 극대화

○ 캘리포니아 공무원연금 CalPERS는 기금 규모가 2,500달러(약 268조원)에 달하는 미국 내 대표



적인 공적 연기금인데, 2013년 16.2%의 수익률을 기록하는 등 운용수익도 좋은 것으로 평가되고 있음.

○ 실제로 1987년부터 2007년 사이 'Focus List'에 오른 139개 기업의 주가가 크게 올라, 리스트에 포함되기 전 기준점 대비 연 -30.9%의 수익률을 보이다, 리스트에 포함된 후에는 5년간 기준점 대비 15.4%의 수익률 상승으로 인한 초과수익을 얻었다고 함.



\*2012년 연간 수익률 기준

자료: 동양증권

○ 이러한 CalPERS의 적극적 주주권 행사로 'Focus List'에 오른 기업의 주가가 올라 수익률이 높아지는 현상을 두고, CalPERS가 경영에 개입하면 주가가 상승한다고 하여 '캘퍼스 효과(CalPERS Effect)'라고 함.

## 2) “사회적 책임투자 원칙(ESG)”과 이사회 지배구조의 개선원칙

○ 연기금은 공공성을 가지는 기관투자자인 만큼, 환경문제(Environment) 해결, 사회인프라 (Society) 투자, 기업지배구조(Government) 개선 등 공익적인 목적의 “사회적 책임투자 원칙 (ESG)”을 지향하고 있음. 이러한 투자대상 기업의 지배구조를 투명하게 개선하려는 주주권 행사는 “사회 책임투자 원칙”의 핵심적인 내용을 이루고 있음.

○ 특히 2000년대 엔론과 월드컴 등 미국 대기업의 회계부정 사태 발생 이후에는 연기금의 이러한 회계부정에 대한 감시운동도 강화되었음. 이러한 사회적 책임투자원칙과 수익 극대화의 목적을 조화시키는 것이 연기금 투자의 중요원칙이 되고 있음.

○ 국민연금 기금운용지침 제17조(책임투자)는 장기적이고 안정적인 수익증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다고 하여, 사회적 책임투자 원칙을 천명하고 있음.

### 3) 충실의무와 “Stewardship”의 원리

○ 충실의무(Fiduciary duty)<sup>9)</sup>란 신탁관계에서 수탁자가 신탁자의 이익에 충실하게 신탁재산 관리·처분을 해야 한다는 원칙에서 출발하여 회사와 이사의 관계 등에도 적용되는 원리임.

○ 예를 들어, 이사들은 회사의 이익에 충실해야지, 대주주 총수일가의 이익에 충실하고자 하는 경우 충실의무에 위반되는 것임. 연기금이 경우에도 연기금 투자대상 기업의 기억가치를 제고하여 투자이익을 극대화하는데 충실해야지, 삼성물산-제일모직 합병사건에서 투자대상 기업총수의 경영권 승계 등의 이익에 충실한 것은 국민연금을 운용하는 책임자들의 충실의무 위반이 됨.

○ 영국에서는 이러한 연기금의 투자자에 대한 충실의무를 스투어드십(Stewardship) 원칙으로 표현하고 있는데, 영국의 “귀족집안과 집사의 관계”처럼 집사는 재산관리를 맡긴 의뢰인의 의사에 충실하게 재산관리 내지 투자를 해야 한다는 원칙임.

## 2. 연금사회주의라는 주장

○ “연금사회주의”라는 용어는 피터 드러커가 1976년 기고문에 처음 등장하는 용어인데, 피터 드러커는 만약 사회주의를 노동자에 의한 생산수단의 소유라고 정의한다면 미국은 이미 세계에서 가장 사회주의화된 국가라는 설명을 하면서 위 용어를 사용함.

○ 그 당시 노동자를 위한 기업의 퇴직연금 등이 미국 상장기업 지분의 25% 정도를 보유하고 있었고, 공무원, 교사 등의 연기금이 10% 정도를 가지고 있어서 미국 주식시장의 3분의 1 정도를 노동자 등이 보유하고 있어 이러한 현상을 설명하는 용어로 “연금사회주의”라는 표현을 사용한 것임.<sup>10)</sup>

---

9) ‘신인의무’라고 소개하는 경우도 있는데, Fiduciary Duty중에는 loyalty(충성의무)가 있어 신인의무라는 번역이 통용되고 있음.

10) 주진형, “연금 사회주의, 원조는 미국이다”, 한겨레 2019. 3. 1.

○ 피터 드러커는 위와 같이 연기금이 상장회사의 주식을 보유하는 현상을 부정적으로 보지도 않았고, 따라서 당사자인 피터 드러커는 “연금사회주의”를 부정적 의미의 용어로 사용하지 않았음.

○ 한국의 보수언론이나 재계에서는 국민연금의 주주권행사를 마치 노동자들의 노후를 책임지는 연기금이 주식보유를 통해 상장회사의 경영권을 장악하려 한다는 부정적인 의미로 이를 사용하고 있으며, 우리 국민 일반에 퍼져있는 레드 콤플렉스를 이용하여 국민연금의 주주권 행사에 대한 부정적 이미지를 확대하려는 악한 의도를 보이고 있음.

○ “연금사회주의” 주장과는 달리, 국민연금의 주주권 행사의 목표는 “ESG”와 같은 환경, 지배구조 개선, 사회적 투자 등에 있지 노동자들의 임금인상이나 근로조건 개선 같은 과제가 직접 주주권 행사의 의제로 설정되어 있지 않음.

○ 노동조합 운동의 일부 분파는 주주행동주의는 결국 주주이익의 극대화를 위해 임금인상 억제, 노동자복지 축소 등을 통한 배당강화 등을 지향할 것이기 때문에 국민연금의 주주권 행사가 노동자의 이익에 반할 것이라고 주장하고 있음.

### 3. 관치경제라는 주장.

○ 기금운용위원회의 주된 임무는 투자대상 기업에 대한 “스튜어드십”에 따른 주주권 행사가 아니라 기금의 운용방향에 관한 것이므로, 보건복지부 장관 등의 참여가 필요하나,

○ 이러한 보건복지부 장관의 참여 등이 주주권 행사에 “관치”논란이 발생할 수 있고, 실제로 박근혜 정부에서 삼성 이재용 부회장의 경영권승계를 위해 삼성물산과 제일모직 합병에 관한 국민연금의 주주권 행사에 개입한 사례도 있으므로 “관치”논란을 불식시키기 위해서 기금운용위원회와 독립한 별도의 위원회 내지 별도의 의결권 행사기구에서 주주권 행사를 하는 것이 바람직할 것이다.

○ 그러나 “관치”논란이 해소될 때까지는 국민연금의 주주권행사가 제한되어야 한다는 것은 아닐 것이며, 수탁자책임위원회를 좀 더 강화하여 정부의 정책개입 우려되는 사안에 대해서는 충분한 시간을 두고 면밀한 검토를 하여 의결권 행사 방향을 자문하도록 하고, 그러한 절차적 정당성이 충분히 보장된 의결권 행사 자문은 심의위원회의 “심의의결”과 같이 존중하는 방향으로 관치논란을 극복할 수 있을 것임.

#### 4. 경영권을 장악하려는 것으로 경영권 침해라는 주장

○ 이사회에 회사에 손실을 입히거나 독립적인 역할을 하기 어려운 회사와 이해충돌 우려가 있는 이사의 선임을 반대하거나, 소수의 공익적 이사들을 추천하여 이사회가 대주주 총수일가나 경영진으로부터 독립하여 경영에 대한 견제와 감시의 역할을 제대로 하려는 취지이므로 이를 “경영권 장악”의 의도라고 하는 것은 지나친 과장.

○ 이사회와 장악하여 대표이사를 선출하고 경영권을 확보할 수준으로 국민연금이 지분을 확보하고 있지도 않으며, 다른 국가의 연기금의 활동수준이 경영권을 장악하여 경영적 결정을 내리는 수준으로 나아간 예는 찾아보기 어려움

#### 5. 국가가 사기업을 통제하려 하므로 위헌이라는 주장

○ 국가가 사기업을 통제하려 하므로 위헌적 행위라는 주장은 국가는 사영기업을 국유 또는 공유로 이전하거나 그 경영을 통제 또는 관리할 수 없다는 헌법 제126조를 근거로 들고 있음.

○ 그러나 국민연금의 스튜어드십은 국가가 공권적 지위에서 사기업의 경영을 통제 또는 관리하는 행위가 아니라, 주식을 보유한 주주의 지위에서 회사법(상법)에서 정한 주주총회, 이사회, 주주제안 등의 회사법 절차에 따라 주주권을 행사하는 것임.

○ 국민연금이 주주권을 행사하여 성공(?)하더라도 이사회에서 제안한 불법경영의 이력이 있는 대주주 총수의 이사선임을 반대하여 저지하거나, 국민연금이 추천하는 이사 한 두명을 이사회에 참여시켜 경영에 대한 견제와 감시를 하도록 하는 것인데, 이를 경영권 장악이라거나 더 나아가 국가가 경영을 통제하려는 것이라는 주장은 그야말로 논쟁을 위하여 만들어내는 주장일 뿐, 실제적 근거가 있는 주장은 아니라 할 것임.

### Ⅶ. 맺음말 : 과연 주주혁명 또는 연금사회주의라 할 수 있는가?

#### 1. 문제이사의 선임 반대만으로 이사회 지배구조가 개선될 수 있는가?

○ 문제이사의 연임이 주총에서 주주들의 연대로 저지되었다는 것은 이사회 지배구조개혁의 필요성을 제기하는 시발점은 될 수 있어도, 이를 이사회 지배구조의 개혁이 되었다고 할 수는 없음

○ 적어도 국민연금 등의 주주들이 주주제안으로 추천하는 공익적인 이사들이 이사회에 참여하여 독립이사(independent director)로서 CEO 등 임원(Officials)이나 대주주로부터 독립하여 불법·위법·부당 경영에 대한 견제와 감시의 역할을 제대로 해야 지배구조가 개선이 진행되고 있다고 할 수 있을 것임.

○ 2020년 주주총회 시즌에는 국민연금이 비공개대화를 통해 지배구조 개선을 촉구했으나 지배구조 개선이 되지 않은 중점관리대상기업 중 지배구조개선이 시급한 기업에 대해서는 국민연금이 추천하는 “공익적 이사의 선임”을 주주제안 방식으로 안전에 산정하고 다른 기관투자자들과의 연대나 다른 주주들에 대한 의결권대리행사 권유 등을 통해 공익적 이사의 선임을 성공시킬 수 있어야 함.

○ 2019년에는 공익적 이사의 선임을 주주제안을 하려해도 준비된 추천이사 인력풀이 없었다고 하므로, 2019년에는 투자대상 기업 이사회에 참여하여 독립적인 견제와 감시 역할을 할 수 있는 인력풀을 준비해야 함.

## 2. 과도한 의미부여나 과도한 우려와 비난은 정상적인 스튜어드십 정착을 방해

○ 앞서 살펴본 바와 같이 투자대상 기업의 지배구조개선을 위해 “스튜어드십 코드”에 따라 적극적인 주주권 행사를 하는 목적은 기본적으로 불투명한 지배구조로 인하여 기업가치가 크게 훼손되어 있는 투자대상 기업의 지배구조를 개선하여 기업가치를 높이고 투자이익을 극대화 한다는 것임.

○ 이를 주주혁명이나 연금사회주의 등 과도한 의미부여나 과도한 우려와 색깔론 스타일의 이념적 비판을 가하려는 행위는 “스튜어드십 코드”의 정상적인 모습을 안착시키려는 노력을 가로막는 걸림돌이 될 수 있음.

## 3. 스튜어드십 로드맵에 따라 2020 주총에서 본격적인 주주권 행사를 위해서는 2019년에 많은 준비가 필요

○ 국민연금은 투자대상 기업들에 대해 2019년 비공개 대화를 진행한 후, 2020년 이사회 지배구조 개선에 소극적인 기업들에 대해서 “명단공개(Focus Listing) - 공익적 이사추천 - 이사선임 반대” 등을 진행하기로 한 “스튜어드십” 로드맵을 차질할 없이 추진할 준비를 해야 함.

○ 대한항공과 같이 사실상 대주주총수에 대한 “거수기”에 불과하는 등 지배구조 개선에 노력하지 않는 투자대상 기업에 대해서는 먼저 그 명단을 공개(Focus Listing)하여 지배구조 개선에 노력하도록 유도하고, 다른 기관투자자들도 지배구조 개선 요구에 나서도록 비공개 대화에서 지배구조 개선이 이루어지지 않은 이유 등을 밝혀야 함.

○ 지배구조 개선 노력을 하지 않는 투자대상 기업에 대해 2020년 3월 주총에서 “이사선임”, “이사해임”, “정관변경” 등에 대한 안건을 상정해 줄 것을 요구하는 “주주제안”을 하려면 적어도 2월에는 주주제안을 해야 하고, 그 전에 자발적인 지배구조 개선 노력을 하도록 유도하기 위한 명단공개(Focus Listing)는 역산해 보면 적어도 2019년 하반기에는 해야 할 것임.

○ 2019년 지배구조개선에 노력하지 않는 투자대상 기업 명단을 공개하기 위해서는 2019년 상반기에는 활발하게 지배구조에 문제가 있는 기업들과의 비공개 대화를 활발히 해야 하는데, 이러한 비공개 대화를 추진하고 있는지에 대해서도 국회차원의 점검이 있어야 할 것임.

---

## 발제2

# 스튜어드십코드에 따른 기관투자자의 주주권 행사 확대를 위한 제언

---

류영재 / 서스틴베스트 대표

| 발제2

---

류영재 / 서스틴베스트 대표

---



---

# 스튜어드십 코드에 따른 기관투자자의 주주권 행사 확대를 위한 제언

(주)서스틴베스트 류영재

---

1

## 순 서

---

- 들어가며: 스튜어드십 투자의 세 가지 전제
- 유니버설 오너십(Universal Ownership)의 이해
- 투자행위로서의 주주권 행사
- 주주권 활성화를 위한 제언

2

## 들어가며:스튜어드십 투자의 세 가지 전제

3

### 스튜어드십 투자의 세 가지 기본원칙



#### 장기투자 지향



SRI pursues long-term investment in order to make companies run marathon, not sprint race



#### ESG 반영



SRI reflects not only financial information but also extra-financial issues(ESG) in investment process



#### 주주권 행사

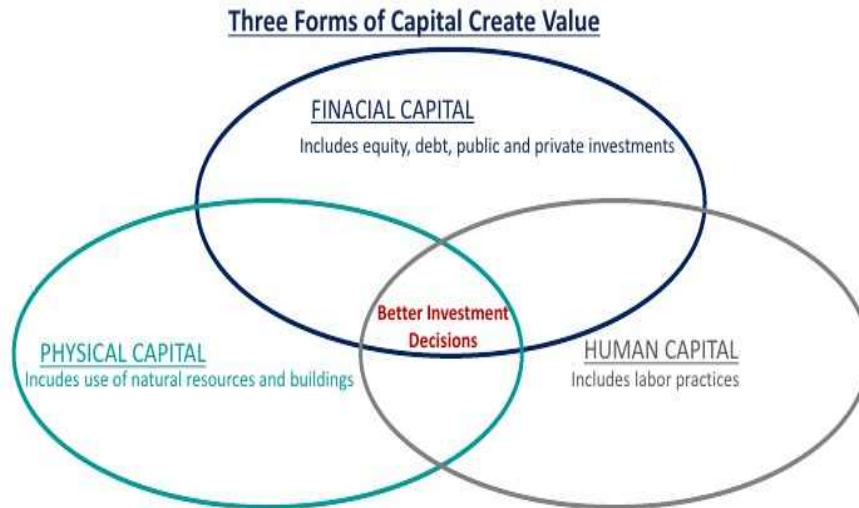


SRI commits to engaging its shareholder rights, not adhering to passive investment, so-called 'Wall Street Rule'

4

## CalPERS의 투자 프레임워크

- “투자란 재무요소와 ESG 등 비재무요소를 통합적으로 투자프로세스에 반영함으로써 장기투자 수익률의 극대화를 추구”

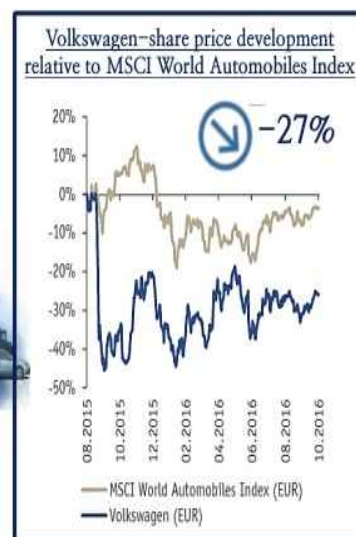


(Source: Toward Sustainable Investment, CalPERS(2012))

5

## VW Scandal은 ESG As Well As 재무 이슈

VW 배기가스 조작 사건 이후, 매출액 및 주가 하락(2015년 8월 ~ 2016년 9월)

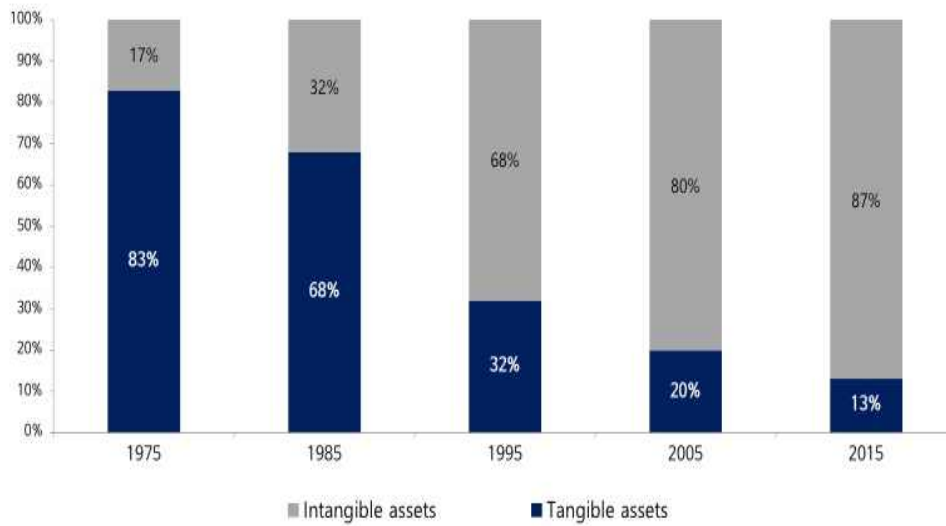


(Source: Baird, Bloomberg, Car Magazine)

6

## ESG는 무형자산가치와 밀접한 연관성

Components of S&P 500 market value

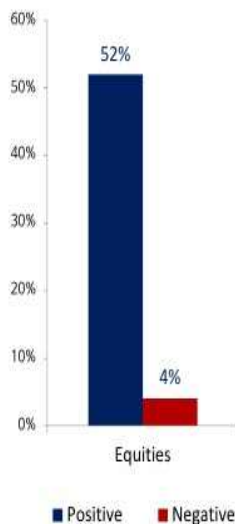


(Source : Ocean Tomo LLC)

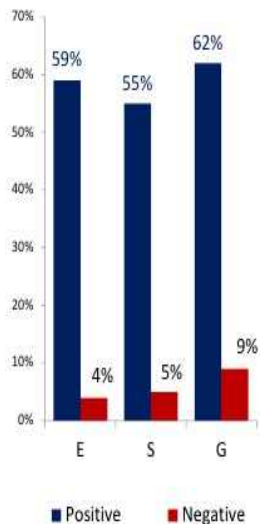
7

## 해외\_학술 연구(ESG와 재무성과 상관성 입증)

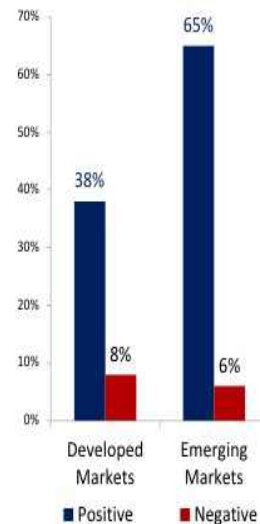
Performance effect of ESG considerations on Equities



Performance effect of E, S and G considerations



Performance effect of ESG considerations in DM vs. EM



(Source: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2,200 empirical studies (Friede, Busch & Bassen, Dec. 2015))

8

## ‘주주권 행사’는 기업 가치 제고를 위한 ‘투자행위’

- 적극적인 주주활동은 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 미침

Paul A Gompers, Corporate Governance and Equity Prices (2001)

*"Firms with stronger shareholder rights had higher firm value, higher profits and higher sales growth."*

- 연구 주제: 주주권과 기업가치의 관계
- 시사점: 기업경영에 관심이 높은 적극적 주주가 많은 기업의 경영성과 및 기업가치가 우수함

AIMA/Simmons, Unlocking Value: the Role of Activist Alternative Investment Managers (2015)

*"In general, the operating performance of targets does significantly improve following the start of an engagement."*

- 연구 주제: 주주활동이 기업의 영업성과에 미치는 역할
- 시사점: 적극적 주주활동은 기업 영업성과에 긍정적인 영향을 미침 (주주활동 이전 기업의 실적 흐름 및 동종업계 실적 대비)

Andreas G.F.Hoepner 외 5인, ESG Engagement, Risk & Return (2013)

*"ESG engagement provides shareholder value enhancement opportunities."*

- 연구 주제: ESG 기반의 주주활동이 기업 리스크 및 장기 주가수익률에 미치는 영향
- 시사점: ESG 등 비재무 성과를 개선시키는 주주활동은 기업 리스크 감소 및 장기 주가수익률 상승에 긍정적으로 기여함

9

## 유니버설 오너십(Universal Ownership)의 이해

10

## 유니버설 오너로서의 공적 연기금

### UNEP Finance Initiative "Universal Ownership" (2011)

- 초대형기금들은 장기간의 분산된 포트폴리오를 투자/보유함 → 따라서 특정기업이나 산업의 주주가 아니라 자본시장 전체의 주주임. 이러한 초대형기금을 '유니버설 오너(Universal Owners)'로 규정
- 이들의 포트폴리오 기업들은 기업활동 과정에서 다양한 환경피해 및 사회 문제를 야기(External Cost) → 따라서 유니버설 오너도 이로 인한 위험과 비용을 동시에 부담하기 때문에 외부 비용 저감을 위해 다양한 수단과 방법을 통해 기업경영 활동에 관여 할 수 있음. 기관투자자들은 연대를 통해, 그들이 투자한 기업들이 일으킨 환경 부하(Environmental Damage)와 사회적 논란을 최소화하고 해결함으로써 재무적 리스크를 낮추려는 행동을 해야 함

### Pension Funds as "Universal Owners" (2011)\*

- 장기/대형/다양한 산업군을 보유한 투자기관을 일컫음
- 유니버설 오너의 투자수익은 개별산업이나 개별기업의 성과보다 전반적인 국민경제 성과와 연동(국민경제와 Indexation) → 따라서 이들은 지속 가능한 발전과 자본시장의 효율성을 추구
- 다음 세대와의 이해가 얽혀 있음으로, 후세대에 미칠 영향을 고려하여 투자의사결정을 행함

\* Roger Urwin(2011), Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls, Rotman International Journal of Pension Fund Mgt.

11

## 투자 방식

### 1. 상황(맥락)에 따라 달리 행동

- 외부화 기업에 대한 직접적 관여
- 다른 기업이나 협회 등을 통한 간접적 관여

### 2. 투자 신념의 발전 & 행동

- 적극적 주주권 행사/정부 정책과의 공조/규제기관들과의 대화
- ESG 통합(Integration) & 스크리닝(Screening) 전략 수행

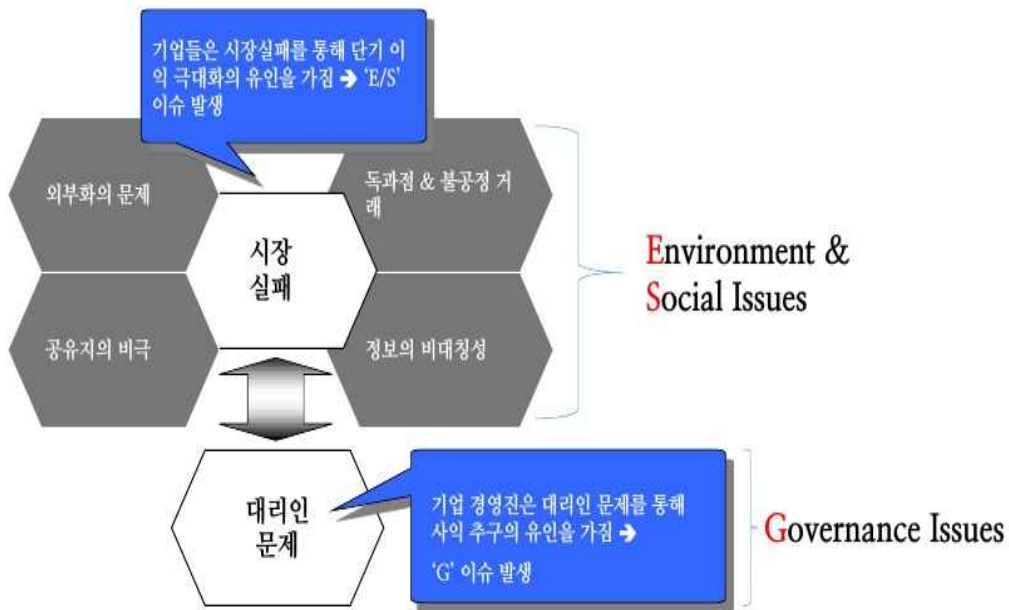
### 3. 부수적 효과 발생 인식

- 무임 승차(Free Riding)한 여타 투자자들에게도 혜택 발생
- 이것 역시 부수적 효과로 인식

Source: Roger Urwin(2011)

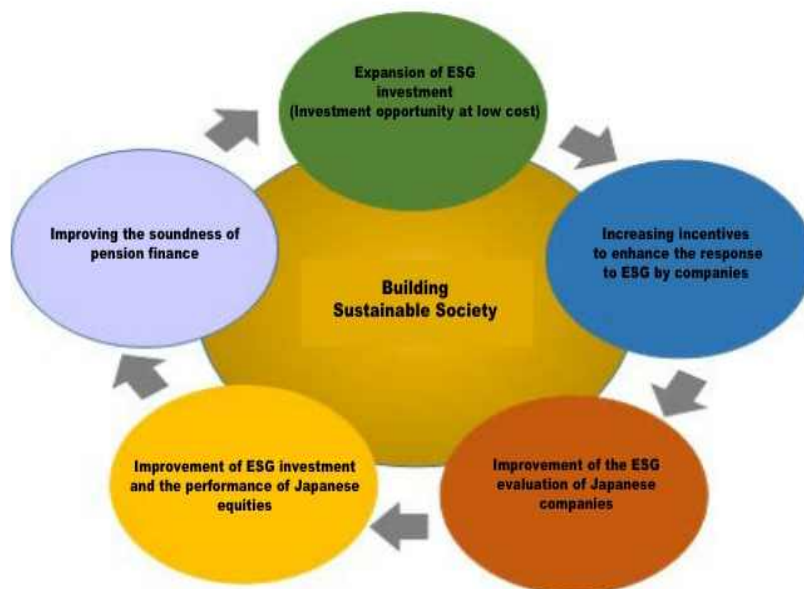
12

## Why ESG matters?



13

## GPIF의 투자 프레임워크



(Source: GPIF)

14

## 외부화 비용 고려 이유

- 외부화(경제환경의 불확실성 및 체계적 위험 증대. 환경오염이 심각한 사업에 의 자본 배분)는 일정기간 경과 후, 자산가치 하락을 초래
- 다양한 포트폴리오를 보유한 투자기관에게, 환경 비용은 보유기업들에게 여러 형태로(보험 프리미엄, 세금, 재난 복구비용 발생 등) 부담이 될 수 있음
- 이러한 비용은 미래 현금흐름과 배당 성향 등에 부정적인 영향
- 특정 기업이 발생시킨 외부화는 또한 다른 기업의 수익성, 그리고 전체 시장 수익률에 악영향을 미침
- 궁극적으로, 외부화는 자본시장의 가치와 성장 잠재력, 그리고 포트폴리오 전체 가치에 중대한 영향

15

## <참고> 상장회사들의 외부효과(환경적 측면)

Category	2008년 발생한 외부비용 (US \$M)	공급 사슬 발생 비율	회사 매출액 대비 비용
GHG (온실 가스 배출)	1,444,864	44%	4.47%
물 사용	366,555	66%	1.13%
오염 [산화유황 (Sox), 이산화질소 (NOx), 미세먼지 (PM), 휘발성유기화합물 (VOCs), 수은]	314,001	54%	0.97%
일반적인 오염	21,157	40%	0.07%
어류	6,099	79%	0.02%
목재	1,542	68%	0.01%
합계	2,154,218	49%	6.66%

(Source: Trucost Plc and PRD)

Largest 3,000 companies. Carbon priced at \$85 for each ton of GHGs. Total external costs equivalent to 3.6% of GDP

16



## 투자행위로서의 주주권 행사

17

### 스튜어드십 코드의 주주권 행사 ✕ 적대적 주주행동주의

	스튜어드십 코드	전통적 주주행동주의
목적	장기적 기업 가치 제고	단기투자 수익 극대화
방식	우호적 대화 원칙&대안 제시	적대적
기간	장기	단기
공개수준	비공개 원칙	공개(Name & Shame)
이슈	ESG, 경영전략, 지배구조 등	특정 이슈에 초점

(출처: 서스틴베스트)

18

# 주주권 행사는 年中 無休



(출처: 서스틴베스트)

19

# Practical Activity로서 주주관여



(출처: 서스틴베스트)

20

## Practical Activity로서 주주 관여(계속)

<b>U</b> Undervalued stocks	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 펀더멘털 대비 저평가 됨, 투자 아이디어에 부합하는 종목 유니버스 구축</li> <li>→ ROIC, ESG 지표 등 계량 지표 스크리닝, 비즈니스 모델 등 펀더멘탈 분석</li> </ul>
<b>N</b> Narrow down for engagement	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 유니버스 내에서 Engagement에 적합한 기업 선별</li> <li>→ 대주주 지분율, 기관투자자 지분율, B2C 여부, 시가총액 등 고려</li> </ul>
<b>L</b> Look for the 'value trap'	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 저평가 원인 분석 및 유형화</li> <li>→ 자본 배분 적합성, 대주주 사이의 권위 여부, 승계 진행 여부 등 분석</li> </ul>
<b>O</b> Overcoming the 'value trap'	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Engagement 전략 수립 및 실행</li> <li>→ 국내에서는 'Friendly' 및 'Consulting' 방식 적합 (필요시 Hostile 방식 진행)</li> </ul>
<b>C</b> Cooperation with other investors	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 여타 기관투자자들의 협조 모색</li> <li>→ 기업의 Engagement 이슈 공론화, 보고서 작성/설명회 통한 지지기반 확보</li> </ul>
<b>K</b> Keep it growing or Exit	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Engagement 지속 여부 판단</li> <li>→ Engagement 통한 추가 가치 창출 요소 진단, 비용편익 분석</li> </ul>

(출처: 서스틴베스트)

21

## Practical 한진그룹 사례



### Contents

I. KCGI 주주제안과 한진그룹 성장기 비전	04
1. 한진그룹이 나아가야 할 방향	04
2. KCGI 주주제안과 한진그룹 성장기 비전 비교분석	05
II. 지주회사체제 전환 이후의 한진그룹	07
1. 지주체제 전환 이후의 그룹 지분구조 형성 과정	07
2. 한진그룹 사업 포트폴리오 및 그룹 내 현금흐름 구조 분석	09
III. 대한항공 지속가능경영 현황 분석	15
1. 대한항공 분석의 중요성 및 주요 재무 현황	15
2. 대한항공 이해관계자 별 주요 이슈	18
(1) 주주, ROE 중심 경영활동 필요	18
(2) 근로자, 적절한 배분을 통한 노동생산성 향상 방안 필요	23
(3) 소비자, 잠재적 안전 리스크 해소 방안 필요	30
(4) 환경, 탄소규제 강화로 바이오항공유 적극 도입 필요	37
3. 대한항공 경영상 문제점의 원인 분석	43
IV. 한진그룹 내부통제 현황 분석	46
V. 한진그룹 지속가능경영 개선 방안	50

22

## 〈참고〉 해외 스튜어드십 투자 사례

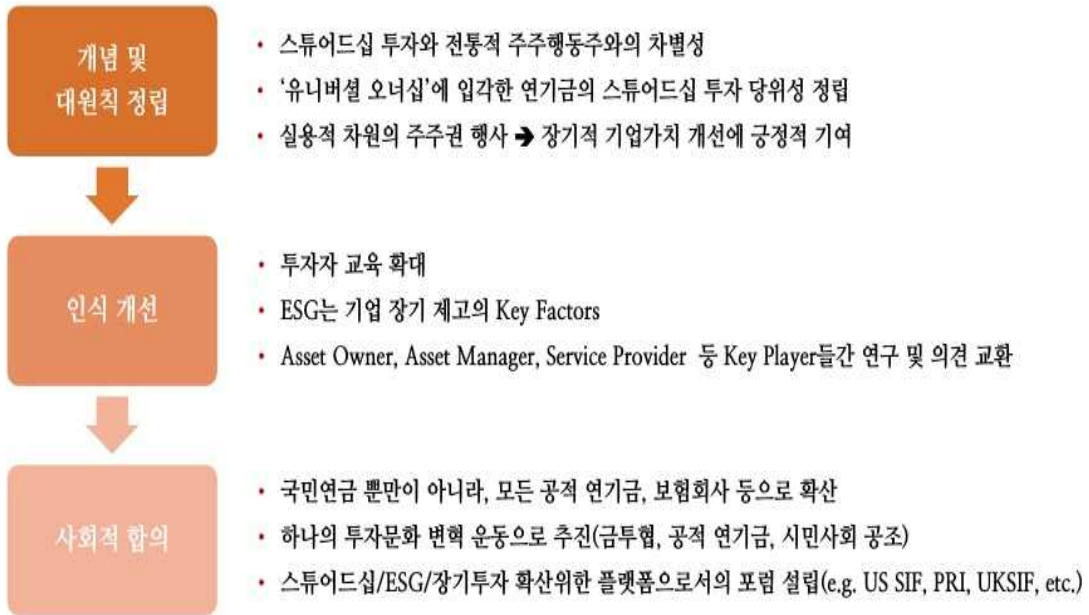
TMAM-Go Japan Engagement Fund	Misaki Engagement Fund	Cadmos Engagement Fund
<ul style="list-style-type: none"> <li>• "Constructive" engagement - "good company"에 투자하여 engagement를 통해 "great company"로 성장시킨</li> <li>• ESG 이슈 보다는 비윤 관리를 통한 마진 개선, 자본배분 형태 개선 등의 engagement 이슈 제기</li> <li>• "Hostile &amp; going public" 한 방식 보다는 장기적 관점에서 경영진과의 신뢰를 바탕으로 engagement 진행</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업의 성장성과 직접되는 materialistic ESG 이슈를 발굴하여 friendly engagement를 통해 EPS 성장 유도</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tokio Marine Asset Management(TMAM)와 Go Investment Partners Japan(Go Japan)가 협력법인으로 설립한 만큼, 각 기관에서 펀드 인력 파견</li> <li>• "Director of Investment(TMAM 출신)"와 "Director of Engagement(Go Japan 출신)"가 두 축이 되어 펀드 운용</li> <li>• Investment Research 팀과 Responsible Investment 팀을 함께 보유하고 협업하는 것으로 판단됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CEO는 컨설팅 업계 20년 이상 경력 보유자, Misaki 설립 전 인게이지먼트 전략을 구사하는 Asuka Value Up Fund 운용 경험을 보유하고 있음</li> <li>• 두명의 Co-CIO가 펀드 운용 담당, 한명은 CEO와 함께 Asuka Value Up Fund를 운용했던, 행동주의 경력 15년차의 전문가로서 인게이지먼트를 주로 담당하고, 다른 한명은 long-short investment 관련 업계 경력 보유자로서 펀드 운용을 담당하는 것으로 판단됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cadmos Engagement Fund는 De Pury Pictet Turrentini &amp; Cie S.A. (PPT)가 개발한 "Buy &amp; Care Strategy"를 적용한 펀드로서 PPI에서 직접 운용</li> <li>• Guille Foundation 소속의 Engagement Team에 기업 별 인게이지먼트 이슈 도출 및 실행을 담당하고 운용 수수료의 50%를 배분 받고 있는 구조임</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 견고한 펀더멘탈과 성장성을 가진 종목</li> <li>• 인게이지먼트를 통한 upside가 기대되는 종목</li> <li>• 기업가치 재고를 위한 의지와 리더십을 지닌 경영진</li> <li>• 록 저평가되어 있지 않더라도 위 요건이 확인되면 편입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 우수한 펀더멘탈과 경영진의 의지가 있으나 IR 관리의 부재나 산업의 다운사이클 등으로 인해 저평가된 종목</li> <li>• 우수한 펀더멘탈과 경영진의 의지가 확인되면 편입 고려, Upside가 최소 30% 이상이 될 때까지 기다렸다 매입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ROIC 15% 이상, FCF 대비 순부채 비중 5% 이하 등 엄격한 스크리닝을 통해 기업 선별</li> <li>• 자체 개발한 valuation 모델을 활용하여 저평가된 종목에 한해 편입</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2012년 펀드 편입</li> <li>• 10개에서 15개 종목 편입</li> <li>• 원칙적으로는 모든 기업에 대해 인게이지먼트 실행</li> <li>• 2018.8.31 기준, AUM \$736 million</li> <li>• 2019.2.28 기준, 연수익률 20.8% (벤치마크 Topix Mid 400 TR Index 대비 + 7.5%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2014년 펀드 편입</li> <li>• 10개에서 15개 종목 편입</li> <li>• 일부 기업에 한해서만 인게이지먼트 진행</li> <li>• 2019.2.25 기준, AUM \$782 million</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2009년 펀드 편입</li> <li>• 2017년 말 기준 37개 종목 편입</li> <li>• 2017년 말 기준 벤치마크 Stoxx50 with net dividends reinvested 대비 + 11.5%</li> </ul>

23

## 주주권 활성화를 위한 제언

24

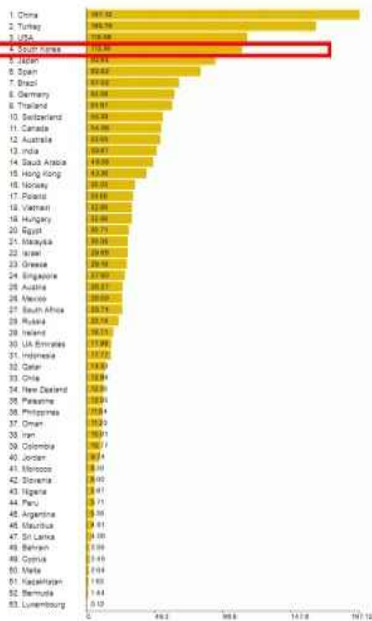
## I. 담론으로서의 스튜어드십 투자 : 개념 정립, 인식 개선, & 사회적 합의



25

## II. 장기투자 유도 방안: 세제지원, 연기금 위탁 개선 및 수수료 체계 개편 등

〈국가 별 주식 회전율〉



(Source: World Bank)

- ESG/스튜어드십 전략 구사하는 장기투자 펀드 설정
  - 일정한 세액 공제 혜택 제공함으로써 가입 유도
  - 외부불경제 최소화의 대의명분 갖음
- 공적 연기금의 위탁운용 시 성과평가기간 장기화
  - 최소 5년 단위로 성과 평가 유도
- 수수료 체계 개편으로 장기투자 유도
  - 판매사(증권사, 은행 등) 선취 판매수수료 높이고 매년 판매사의 유지 수수료 없애거나 최소화하고, 운용사만 운용 수수료 수취
- 금감원의 경영 평가 시 예탁자산 회전율 수준 평가
  - 회전율 낮은 회사의 경우 정책적 인센티브 등 제공

26



감사합니다

---

29

---

**박상인** / 서울대 행정대학원 교수, 경실련 정책위원장

**강정민** / 경제개혁연구소 연구위원

**원종현** / 국민연금연구원 부원장

**최경일** / 보건복지부 국민연금재정과 과장

---



## “스튜어드십 코드 어떻게 운영할 것인가?”

I. 스튜어드십 코드 도입에도 불구하고, 국민연금은 2019년 주주총회에서 여전히 무원칙한 주주권 행사로 경제권력과 정치권력으로부터 독립적이지 못함을 스스로 입증했다.

스튜어드십 코드는 기관투자자의 이해상충 방지와 적극적 주주권 행사로 수탁자 의무에 충실하도록 만든 원칙이다. 그럼에도 불구하고, 2019년 주주총회에서 국민연금은 무원칙하고 소극적인 주주권 행사로, 경제권력과 정치권력으로부터 독립성 부족과 국민연금이 정경유착의 연결고리로 여전히 악용될 가능성을 보여주었다. 이대로라면 진통 끝에 도입된 국민연금의 스튜어드십 코드가 사문화될 개연성도 배제하기 어렵다.

이명박 정부 이래로, 정치적으로 이용될 가능성을 배제할 수 없다는 핑계로 국민연금은 주주권 행사에 소극적이었으나, 이런 부작위가 오히려 연금가입자의 이익 대신에 재벌 총수일가의 이익을 위해 국민연금을 악용하고 정관경 유착을 조장하는 방편이 되어왔다. 대표적인 사례로, 삼성물산-제일모직 합병 당시 국민연금이 수탁자로서 충실의무(Fiduciary)를 다하지 않고, 오히려 투자대상이자 감시대상인 삼성그룹의 총수일가 이해에 충실한 모습을 보였고 결국 연금가입자에게 막대한 손실을 입힌 사건을 들 수 있다.

이럼에도 불구하고, 국민연금 기금운용위원회와 수탁자책임전문위원회는 여전히 2019년 주주총회에서 기회주의적 의사결정으로, 사실상 스튜어드십 코드 도입 취지와 반하는 행위를 보였으며, 나아가 부작위를 통한 정경유착 시절로 회귀하자는 억지 주장에도 충실히 대응하지 못했다. 세미나 발제문과 기획취지에 이에 대한 사실 관계와 문제 제기가 충분히 이뤄졌으므로, 본 토론문에서는 반복해서 구체적 사실들을 적시하

지는 않겠다.

다만, 재벌 기업들이 장기적 기업 이익보다 단기적 총수일가의 사익에 더 경도되는 우리의 현실에서, “사회적 책임투자 원칙(ESG)”을 위해 국민연금이 주주권을 적극적으로 행사하는 것은 이른바 코리안 디스카운트의 해소를 통한 기업가치의 제고와 기업의 장기적 위험 관리를 위해서 꼭 필요함을 다시 한번 상기할 필요가 있다.

## II. 스튜어드십 코드의 성공적 안착을 위해 다음 몇 가지가 필요하다.

2019년 주주총회의 경험을 바탕으로, 국민연금의 스튜어드십 코드가 안착할 수 있는 조치들을 지금부터 취해가지 않으면, 스튜어드십 코드는 결국 사문화될 개연성도 배제하기 어렵다. 스튜어드십 코드 안착을 위해서 다음과 같은 조치가 필요하다.

먼저, 경실련이 ① 국민연금 기금운영에 있어서의 스튜어드십코드 적정적용을 방기하려 했던 보건복지부 장관(박능후 장관)의 행위 ② 국민연금 기금운용에 주요한 참고자료 작성에 명백히 부주의한 것으로 보이는 국민연금 기금운용본부(본부장 안효준 기금이사)의 행위 ③ 국민연금 기금운용본부의 위탁운용사 선정 관리 등의 적정여부 ④ 국민연금 기금운용본부의 일관성 없고, 기준의 적용이 불분명한 의결권 행사 ⑤ 수탁자책임전문위원회의 의결권행사 의견 및 그 결정에 참여한 위원들의 행위 등에 대해 청구한 감사를 감사원이 충실히 수행해야 한다. 또한 정부는 감사 결과에 따라 책임을 엄중히 물어야 한다.

둘째, 주주권 행사에 준칙주의를 적용하며 위원회의 자의적 결정을 최소화해야 한다. 현행처럼 기금운용위원회나 수탁자책임전문위원회에서 표결로 주요 사항을 결정한다면, 경제권력과 정치권력으로부터 독립성을 지키기 어려울 뿐 아니라, 독립성과 관련된 불필요한 논쟁을 회피하기도 어렵다. 한편 준칙에 포함되지 않은 사항은 의결권자문기구의 조언을 듣고, 이에 동의 여부와 동의하지 않는 경우에는 그 이유를 소상히 밝혀야 함을 ‘국민연금기금 수탁자 책임 활동 지침’에 명문화할 필요가 있다.

셋째, 사외이사 풀(pool) 구성에 조속히 착수해 내년 주주총회에서는 사외이사를 추천하는 적극적 주주권 행사에 대비해야 한다. 아울러 비공개대화를 조속히 시행하고

중점관리회사 명단을 공개해야 한다. 이런 국민연금의 주주권행사 과정은 투명하게 공개되어야 한다.

넷째, 금융위원회는 내부자의 단기매매차익 반환에 관한 이른바 ‘10% 룰’ 적용에 대한 유권해석을 변경할 필요가 있다. 이 조항은 내부자가 미공개주요정보를 이용해 단기매매차익을 올리는 것을 방지하는 것이 목적이다. 그런데 국민연금의 위탁운용사들이 국민연금으로부터 내부정보를 받아서 자금을 운용하는 것이 아니라면, 이들 위탁운용사들의 매매 행위를 주요주주의 매수·매도로 해석하는 것이 타당할지 의문이다.

다섯째, 국민연금이 채택한 스튜어드십 코드와 동일하거나 더 강화된 스튜어드십 코드를 도입하는 금융사들만이 국민연금 기금을 위탁 운영하도록 해야 한다. 이를 통해 재벌의 계열사인 보험사 등의 금융기관들도 소속 재벌이나 총수일가와의 이해상충을 방지하는 원칙을 준수하도록 해야 한다.

여섯째, 주주권 행사의 일환으로 기업 지배코드 (Corporate Governance Code) 도입을 요구해야 한다. 사실 일본이나 영국의 경우에 기업 지배코드의 도입을 통해 기업 스스로가 지배코드를 개선하도록 유인하고 있으며, 기관투자자들은 기업 지배코드 “comply or explain” 원칙을 통해 주주권을 적극적으로 행사하고 있는 실정이다.

마지막으로, 국민연금의 전문성과 독립성 강화를 위해서 국민연금공단을 총리실 산하 외청으로 분리하는 조직개편을 고려할 필요가 있다.

### III. 스튜어드십 코드와 더불어 ‘비지배주주 다수의결(Majority of Minority)’ 규칙을 도입해야 황제경영과 사익편취를 실질적으로 방지할 수 있다.

현재 한국 재벌의 소유지배구조 상, 국민연금이 적극적으로 주주권을 행사하더라도 총수일가의 황제경영과 사익편취를 효과적으로 막기에는 역부족일 수 있다. 그러나 스튜어드십 코드와 더불어 ‘비지배주주 다수의결(Majority of Minority)’을 필요로 하는

사항들을 상법이나 증권거래소 상장규칙에 도입한다면, 총수일가의 사익편취와 황제경영을 방지하는 데 상당히 효과적일 것이다.

미국과 유럽 등에 콜센터를 운영하는 인도의 대표적인 IT 기업인 사티암의 회계부정 사건(Satyam Scandal)이 2009년에 불거진 이후에, 인도는 매출의 10%를 넘는 내부거래에 대해 비지배주주 다수의 동의를 받도록 하는 상장규칙을 제정해 시행하고 있다. 한편 이스라엘은 총수일가가 임원으로서 받는 급여를 주주총회에서 비지배주주 다수의 동의를 받도록 2011년에 상법을 개정했다.

비지배주주 다수의결 제도를 도입하는 것은 구조적 재벌개혁 이전에 정부가 최소한으로 할 수 있는 일이다. 총수일가의 임원으로서 보수, 일정 규모 이상의 내부거래, 계열사 간 기업합병 등을 주주총회에서 비지배주주의 다수결로 승인받도록 한다면, 황제경영의 폐해를 최소화하고 일감몰아주기나 계열사 합병을 통한 사익편취를 방지할 수 있다.

## 1. 한진그룹에 대한 국민연금 주주권행사에 대한 평가

### 1) 대한항공 제외 한진칼에만 경영참여 주주권행사

- 1.16. 기금운용위원회의 한진그룹 주주권행사 논의 결과 수탁자책임전문위원회가 검토하여 보고하도록 의결하였으나, 전문위원회는 경영참여 주주권행사에 부정적 의견이 다수 → 스투어드십코드를 채택한 국민연금의 수탁자 책임활동 이행을 위해 확대개편한 기구가 오히려 그 활동을 막아서는 기이한 현상
- 2.1. 기금위는 단차규제 적용 문제로 대한항공을 제외한 한진칼에만 제한적인 경영참여 주주권행사 선언
- 국민연금이 한진칼 지분보유 목적을 ‘경영참여’로 변경할 경우 ①이사 후보 제안, ②정관의 변경(이사 책임감경 규정 삭제, 집중투표제 청구, 내부거래위원회 설치, 재무제표 주총 승인 등), ③의결권대리행사권유, ④조양호 이사 해임(임시주총) 등 추진이 가능하나, 이중 이사 자격을 제한하는 정관변경 주주제안만 추진하기로 함.
- 만일 이사회 구성에 문제가 있다고 판단했다면, 주주 과반의 동의가 필요한 회사추천 이사 선임에 반대하거나 또는 주주 추천 이사의 선임을 위해 노력하는 것이 효과적이나, 2/3 이상 동의를 얻어야 하는 정관변경 주주제안을 추진한 것은 현실성이 떨어짐 → 결과는 부결 (찬성 48.66%, 반대 49.29%, 기권 2.04%)

### 2) 대한항공 조양호 사내이사 재선임 반대

- 국민연금은 3년 전 대한항공 주주총회에서 조양호 사내이사 재선임 안건에 반대 의결권을 행사함(과다 겸직).
- 주총 당시 조양호 회장은 횡령·배임·사기 등 혐의로 기소된 상황이었기 때문에 「국민연금 기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」 과 내부가이드라인에 따라 국민연금이 연임에 반대하는 것은 당연한 것이었음.
- 그럼에도 기금운용본부 투자위원회는 결정을 보류한 채 수탁자책임 전문위원회에 안건 회

부함. 그러나 이 건은 안건 회부의 원칙인 ‘찬성 또는 반대를 결정하기 곤란한 안건’으로 보기 어렵고 단지 사회적 논란이 야기될 소지가 있었던 바, 기금운용본부가 자체 결정을 못하고 안건을 전문위에 회부함으로써 오히려 논란이 부각되었고 소모적 논쟁으로 이어진 측면이 있음.

- 또한, 대한항공은 국민연금의 지분규모로 볼 때 사전공시의 대상이고, 다른 회사의 안건이 늦어도 주총 5일 전에는 국민연금의 결정을 확인할 수 있었으나 대한항공의 경우 알 수 없는 사유로 결정이 지체되어 혼란을 야기함(주총 이틀 전에 전문위 소집, 두 차례 논의 끝에 주총 전날 밤 결정) → 국민연금의 결정이 시장에 미치는 영향을 최소화하기 위해 의도한 것이 아닌지 의심
- 결국 조양호 이사선임 실패는 국민연금의 스튜어드십코드 이행의 결과로 보기 어려우며, 오히려 다른 주주들이 적극적 의결권을 행사한 결과로 볼 수 있음

## 2. 의문스러운 수탁자책임전문위원회의 의사결정

- 국민연금의 스튜어드십코드 채택 후 확대 개편한 수탁자책임전문위원회의 올해 회의소집은 9회로 빈번하게 이루어졌으나, 그 결정 내용은 의문인 경우가 많음.
- 대한항공·한진칼에 경영참여 주주권행사에 부정적인 다수 위원의 의견
- 남양유업에 배당정책을 심의·자문하는 위원회를 설치하는 정관변경 주주제안 → 부결 : 지배주주 지분 약54% + 2/3 동의 필요한 정관변경 주주제안은 현실성이 떨어짐
- 현대모비스 정몽구 이사 재선임과 기아차 정의선 이사 재선임 찬성, 기아차 남상구 사외이사 재선임 반대 : 과거 한전부지 매입당시 사외이사의 감시의무 소홀 등을 이유로 남상구에 대해 반대하면서, 사실상 의사결정권자인 지배주주에 대해 찬성한 것은 논리적 정합성 결여
- 현대엘리베이터 현정은 사내이사 선임 ‘기권’ 결정 : 부당지원행위가 있어 기업가치 훼손이 있다고 볼 수 있으나 장기적 주주가치에 미치는 영향을 종합적으로 고려? → 지침에 반하는 결정을 하면서 그 근거도 제대로 제시 못함
- 대한항공의 의결권 행사방향, 주총 직전에 결정

날짜	회차	결정내용
2019.01.23	1차	대한항공·한진칼에 대한 주주권 행사 여부 및 범위 논의 결과 경영참여 주주권행사를 하지 않는 것으로 다수 의견 모아짐
2019.01.29	2차	기금운용본부로부터 기금운용본부와 대한항공 및 한진칼 경영진 간 비공개면담 결과, 단기매매차익 추정치에 대한 설명 청취

2019.02.07	3차	-남양유업에 배당관련 정관변경 주주제안 추진 -국민연금 의결권 행사방향 사전 공개 -수탁자 책임활동에 관한 지침 개정
2019.02.14	4차	현대그린푸드에 주주제안 하지 않기로 결정
2019.03.14	5차	-현대모비스·현대자동차 회사측 이사 후보 모두 찬성 결정 -효성 사외이사(감사위원) 선임 모두 반대 결정
2019.03.20	6차	-삼성바이오로직스 재무제표 승인 건, 사내이사(김동중) 및 사외이사(정석우, 권순조) 선임 건, 이사보수한도 승인 건 반대 -현대엘리베이터 현정은 사내이사 선임 '기권' 결정
2019.03.25	7차	대한항공·SK(주) 의결권행사 논의하였으나 결론 내리지 못함
2019.03.26	8차(합동회의)	-대한항공 조양호 사내이사 선임 반대 결정 -SK(주)의 최태원(사내이사), 염재호(사외이사) 선임 반대 결정
2019.03.27	9차	한진칼 석태수 사내이사 선임 찬성 결정

### 3. 문제점 드러낸 수탁자책임전문위원회

- 올해 주주총회 핵심 사안이던 한진그룹에 대한 국민연금의 주주권행사는 기금운용위원회의 적극적 추진 의사에도 불구하고, 그 하부위원회인 전문위원회가 막아서는 양상이었음 → 국민연금의 수탁자로서의 책임이행을 강화하기 위해 설치한 기구가 자신의 역할에 부정적이라면 스스로 해체하는 것이 마땅함
- 이는 수탁자책임전문위원회 구성 당시부터 어느 정도 예견된 것임. 특히 위원장을 맡고 있는 박상수 교수는 정부추천(국민연금) 인사로 보건복지부의 권고로 위원장에 호선되었음. 그러나 박상수 위원장은 스투어드십코드 도입 반대론자였음이 밝혀졌고, 회의에서 기업 입장을 옹호하며 국민연금의 적극적 주주권행사에는 부정적이었음. 대한항공 조양호 이사선임 안건에서 찬성에서 돌연 기권으로 돌아선 배경은 알 수 없으나, 국민연금의 수탁자 책임활동에 우호적이지 않은 인사가 위원장을 맡고 있는 것은 심각한 문제로 볼 수 있음 → 보건복지부·국민연금의 박상수 위원장 추천경로(추천자)와 추천이유에 대한 해명이 필요한 상황
- 전문위원회 의사결정이 곧 국민연금의 결정이 되는 상황에서 납득하기 어려운 의사결정이 다수 있었던 바, 각 위원들에게 적시에 충분한 자료가 제공되어 판단의 근거로 활용되도록 했는지 의문(ex. 대한항공 단차 규제 문제)

- 국민연금의 의결권행사는 찬성/반대/기권/중립이 가능하지만, 전문위원회에서 각 위원이 기권이나 중립 의견을 내는 것은 위원회 의사결정을 어렵게 함, 즉, 찬성과 반대가 동수인 경우에 한하여 위원회 결정을 기권 또는 중립으로 정해야 함(※2018년 주주총회에서 국민연금의 기권 및 중립 비율은 0.29%)

#### 4. 국민연금 등 기관투자자의 적극적 주주권행사를 위한 제언

##### 1) 경영참여 주주권행사의 범위 확대

- 금융위는 2017년 「스튜어드십 코드 관련 법령해석집」을 통해 경영참여 주주권행사의 범위에 관한 유권해석을 내놓았는데, 자본시장법 제147조① 및 동법 시행령 제154조①<sup>22)</sup>에서 정한 사유의 前단계로서 이루어진 주주권 행사도 경영참가 목적으로 해석될 수 있는 것으로 판단
- 이러한 금융당국의 해석은 국민연금 등 기관투자자들이 주주로서의 권한 행사를 꺼리게 하는 이유가 되고 있으며, 실제 국민연금의 주주권행사에 상당한 제약으로 작용
- 자본시장법상 경영참가목적 주주권행사의 범위가 광범위하게 설정되어 있는 바, 임원 중 한 두명에 대한 선임 제안은 예외로 허용할 필요가 있으며, 임원의 위법행위에 대한 유지청구권 행사, 배당에 관한 사항(연기금은 제외) 등은 주주의 당연한 권리로 진정한 의미의 경영참가목적으로 보기 어렵기 때문에 제외 필요

##### 2) 공동보유자 요건 완화

- 대량보유신고에 있어 공동보유자가 있는 경우 지분을 합산하여 보고해야 하며, 주식등의 공동보유자 개념에 본인과 합의 또는 계약을 통해 의결권을 공동으로 행사하는 경우가 해당하며, 의결권 공동행사에는 의결권행사를 지시할 수 있는 권한도 포함됨(영 제141조②)
- 그런데 금융위 법령해석집은 기관투자자간 협의, 경영진 면담 등의 과정에서 의결권 공동행사에 대한 합의나 계약으로 간주될 수 있는 직간접적인 대화나 발언 등이 있는 경우에도 의결권 공동행사에 해당될 수 있다고 판단함.
- 자본시장법상 공동보유로 보는 의결권 공동행사의 범위가 포괄적이고 모호하기 때문에, 경

22) 자본시장법상 “경영권에 영향을 주기 위한 것”이란 다음의 사항들을 위해 회사나 그 임원에게 사실상 영향력을 행사하는 것을 말함 ; i) 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지, ii) 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경, iii) 회사의 자본금의 변경, iv) 회사의 배당의 결정(연기금은 적용 제외), v) 회사의 합병, 분할과 분할합병, vi) 주식의 포괄적 교환과 이전, vii) 영업전부의 양수·양도, 자산총액의 10% 이상 규모의 영업부문 양수·양도 등, viii) 자산 전부의 처분, 자산총액의 10% 이상에 해당하는 자산의 처분, ix) 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약, x) 회사의 해산(영 제154조 ①)



영권에 영향을 미칠 목적으로 의결권을 공동행사 하거나, 계속적·반복적으로 의결권을 공동 행사하는 경우로 공동보유자의 범위를 구체적으로 제한하여 정의할 필요가 있음.

### 3) 단기매매차익반환제도 개선

- 기금위의 한진그룹 주주권행사 논의에서 확인된 바와 같이 단차 규정은 국민연금 등 기관 투자자의 적극적 주주권행사에 심각한 제약을 가져오고 있음.
- 국민연금의 주식투자의 경우 위탁운용자산 규모가 절반 이상 되기 때문에 국민연금이 단순히 6개월 이상 거래를 중단한다고 해서 규제의 적용에서 제외되는 것이 아님.
- 따라서 단차 문제를 해소하면서 적극적 주주권행사를 하기 위해서는 국민연금(기금운용본부)이 경영참가목적으로 전환하기 직전에 해당 종목의 거래를 즉각 중단하도록 해당 위탁 운용사들에게 통보하고, 이 시점부터 6개월 단위로 필요한 위탁운용사들에 한해 일괄매매 하도록 하여 단차 규모를 최소화해야 함.
- 보다 근본적으로, 내부정보 이용 가능성이 적은 기관투자자들의 경우 단차 규제의 대상에서 제외하는 방안을 적극 모색할 필요가 있음.

### 4) 국민연금의 위탁운용 방식 개선

- 국민연금의 의결권행사 집중에 따른 과도한 시장영향력 해소를 위해 위탁운용사에 의결권 행사를 위임할 수 있도록 최근 자본시장법 시행령이 개정되었으나, 이 경우 의결권 불통일 행사 문제, 위탁운용사의 이해상충 등 새로운 문제가 야기됨.
- 이러한 문제들 없이 국민연금의 영향력 집중 문제를 해소하려면 현재와 같은 투자일임 방식의 주식위탁뿐 아니라 전문투자형 사모집합투자기구(소위 '한국형 헤지펀드')에 상당 규모의 기금을 위탁하는 방식으로 운용하는 방안을 검토해야함.
- 이 경우 주식보유자의 명의를 변경되기 때문에 국민연금의 지분이 10% 밑으로 내려가는 회사들이 다수 생겨 단차 규제에서 벗어나는 효과를 기대할 수도 있음
- 다만, 국민연금과 사모집합투자기구가 공동보유자 요건에 해당되지 않도록 의결권을 상호 독립적으로 행사할 필요가 있음.

### 5) 상법 상장회사 특례의 소수주주권 행사에 관한 규정 정비

- 올해 주주총회에서 KCGI의 한진칼·한진에 대한 주주제안이 법원의 결정으로 무산되었음 (6개월 보유기간 요건 불비)
- 상법상 소수주주권 행사에 관한 상장회사 특례규정은 상장회사에 대한 소수주주권 행사요건을 더 엄격하게 정하기 위한 것이 아니라 소수주주의 권익보호 차원에서 보다 완화된 요건을 정하기 위한 것으로 보는 것이 타당하나, 법문상 해석의 여지가 있어 사안별로 법원의

결정에 차이가 있음

- 이는 예기치 않게 기관투자자의 주주권 행사에 제한을 가져오는 것으로, 상법 개정을 통해 상장회사 특례규정이 일반규정의 적용을 배제하는 것이 아니라는 점을 명확히 할 필요가 있음.

## 국민연금기금의 주주권 행사의 문제

공적연금기금인 국민연금의 주주권 행사에 대한 논의는 어제 오늘의 일이 아닙니다. 최소한 10년 이상 꾸준히 제기되어왔던 문제였습니다. 지금까지 꾸준히 쟁점화 된 사항은 큰 변화가 없었으나, 최근 한진칼과 대한항공에 대한 주주권 행사의 문제로 실제 국민연금의 “경영참여 주주권 행사”가 본격 논의되는 기회가 되었다고 생각합니다.

발표자께서 지적해 주신 바와 같이 국민연금은 불신과 우려 때문에 국민연금의 주주권행사의 기준과 방식을 규범화 하려고 2019년 7월 “국민연금의 수탁자책임 활동에 관한 지침”, 소위 “stewardship code”를 제정하게 된 것입니다. 그리고 2019년 주총 시즌은 이러한 국민연금의 스투어드십 코드에 따른 주주권행사의 모습을 볼 수 있는 첫 해라는 점에서 의미가 있었다 할 것입니다.

그러나 국민연금기금의 주주권 행사가 다소 과장되어 인식될 우려가 있어 몇 가지를 말씀드리고자 합니다. 우선, 국민연금의 의결권을 행사함에 있어서 다른 기관투자들과의 연대문제입니다. 발제자께서 지적하신 바와 같이 기업들의 주총 제안 안건들에 대해서 국민연금의 입장에서 적극적으로 다른 기관투자자들과의 의결권 행사 연대는 하지 않았습니다. 이는 국민연금이 의결권 행사에 있어서 적극적으로 어떤 의지를 보이 기보다는 순수 재무적 투자자로서의 가/부를 결정하는 수준이었습니다. 만일 국민연금이 별도의 의지를 가지고 연대나 설득을 하는 것이 바람직하였는지에 대해서는 법률적인 논란 외에도 그 “의지”를 보유할 수 있는지에 대해서도 많은 고려가 필요한 사항이라 생각합니다.

둘째, 21세기도 한참 지난 아직까지도 언급되는 연금사회주의라는 용어의 문제입니다. 실제 어느 용어든지 그 정의가 명확해야 할 것이라 생각하는 개인적 입장에서 주주로

서의 권한을 행사하는 가장 자본주의적인 행위가 어떻게 사회주의라는 명칭으로 불리게 되었는지 궁금하기도 합니다. 기관투자자의 주주권행사는 자본주의 발전에서 가장 상위의 단계라는 논문이 있기도 합니다. 여기서 Gordon(1998)<sup>23)</sup>는 기업이 성장하고 자본주의가 발전할수록 주주권은 창업주에게서 기관 및 개인 투자자들에게 분산되며, 금융시장의 복잡성과 다양한 이해관계 등을 이유로 연금 시장 중심으로 간접투자가 활성화되어 기관투자자의 기업영향력이 확대된다는 주장을 보입니다. 이러한 입장에서 오히려 자본주의적인 주주권을 보다 더 적극적으로 행사하지 못하고 있다는 점에서 ‘사회주의’ 라는 개념을 언급한다면 어느 정도 이해할 수도 있을지 모르겠습니다.

<그림> 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: Gordon L. Clark(1998), 메리츠증권증권 리서치센터(2018.11.)

셋째, 그림에도 국민연금은 이번 경영참여 주주권 행사를 실행함에 있어서 조심스러운 행태를 보였습니다. 실제 스투어드십 코드 도입 이후 국민연금은 이를 실행하기 위한 단계적인 준비를 하고 있었음에도 불구하고, 경영참여 주주권 행사라는 문제가 급작스럽게 대두되었습니다. 이에 국민연금의 주주권 행사는 사전적 기준이 마련되기 이전에 행사의 기준을 정해야 했고, 이로 인해 가능한 행사의 객관성과 투명성을 확보하는 것을 중시하였습니다. 실제 국민연금기금이 주주권을 행사하느냐 마느냐가 아니라 국민연금이 행사하는 주주권이 과연 누구의 이익을 위해서 발현되느냐에 대한 문제를 고민하였기 때문입니다. 어쩌면 많은 분들이 보시기에는 국민연금이 너무 소극적

23) Gordon L. Clark, "Pension fund capitalism a casual analysis", Annual Meeting of the Association of American Geographers, March. 1998.

이었으며, 별다른 기업 개선에 영향을 주지 못하였다고 보실 수도 있다고 생각합니다.

Angelis(1998)에 의하면 주주가 2~3%의 지분만 보유하고 있어서 회사 내부문제에 대하여 매우 큰 영향력을 행사할 수 있음을 보인 바 있습니다<sup>24)</sup>. 우리나라의 경우에도 참여연대에서 1%도 안 되는 주식으로도 적극적인 소액주주운동을 성공적으로 이끈 예도 있습니다. 그렇다고 해서 전체 주식시장 총액의 6%이상을 보유하고 있는 국민연금의 경우에도 이들과 마찬가지로 적극적으로 주주권이 행사된다면 어떻게 될까요? 실제 기업에 미치는 영향력과 파급력에 대해서 아직 조사되거나 연구된 바가 없습니다. 그러므로 국민연금의 주주권의 행사는 매우 주의깊고 조심스럽게 그리고 무엇보다 사전적 기준과 절차에 따라 행사되어야 하는 것이라 생각합니다.

그럼에도 불구하고 국민연금은 이번 기회에 주주권을 행사할 수 있음을 보여준 것만으로도 기업들로 하여금 자발적으로 배당을 개선하고, 지배구조의 취약성을 보완하고자 하는 긍정적인 모습들이 나타났으며, 이러한 추세는 매년 개선될 것을 전망하고 있습니다. 그리고 향후 국민연금의 주주권 행사의 사전적 기준이 마련되어 기업들에게 제공된다며, 이러한 기업가치를 제고할 수 있는 정성적인 활동들이 더욱 적극적으로 나타날 것이라 믿습니다.

그리고 이번 경영참여 주주권 행사를 통해 국민연금에서도 긍정적인 경험과 아울러, 향후 기준이 마련된 후 본격적으로 경영참여 주주권을 행사하게 될 경우 개선하여야 할 점과 부족한 점을 인식할 수 있는 기회였다고 평가하고 싶습니다. 실제 발제자께서 지적하신 여러 문제점들이 이번 대한항공 문제와 관련하여 대두되었으며, 이 문제들이 이번엔 분명하게 기금운용위원회와 수탁자책임위원회뿐만 아니라 많은 관계자 및 특히 국민들에게도 깊이 인식된 바, 문명 국민연금의 주주권행사 관련 기준을 만드는데 있어서 소중한 자료와 경험으로 반영될 것이라 말씀드리겠습니다.

물론 아직까지 우리나라는 기관투자자 대부분이 피투자기업군의 계열사로서 주주권은 물론, Wall Street Rule조차도 행사하기 어려운 환경이라는 점은 변하지 않았습니다. 또한 국민연금 등과 같은 공적연금이라 하여도 주주권은 물론 의결권을 행사함

---

24) 박양균, "국민연금 의결권 행사의 문제점과 해결방안", 「제도와 경제」 제5권 1호, 2011.2, p.88에서 재인용, 원출처는 Theodore Angelis, "Investing Public Money in Private Markets: What Are the Right Questions?," presented to a conference on "Framing the Social Security Debate: Values, Politics, and Economics", *National Academy of Social Insurance*, Washington D.C., January 29, 1998.

에 있어서도 그리 쉬운 일이 아니라는 것을 더욱 체감하는 기회이기도 하였습니다.

이렇게 기관투자자나 개인투자자들이 주주권은 고사하고 의결권조차 적극적으로 행사하지 못하는 환경에서 기업들의 지배구조를 견제할 수 있는 투자자들의 발언권은 점차 약화될 수밖에 없었습니다. 그리고 실제 이에 대한 피해는 고스란히 국내 투자자들에게 전가되는 실정입니다.

결과적으로 기업의 실질 가치에 비해 주가가 저평가되는 소위 Korea Discount의 주요 원인으로 작용하기 때문에 이번을 기회로 이러한 저평가 기조가 개선될 수 있는 시작이라 변명하고 싶습니다.

실제 국내 기업 지배구조의 핵심 문제점은 주주들에 대한 권리보다는 기업 오너 혹은 경영진에 대한 이익보호가 우선되어 왔습니다. 특히 주주총회에 있어서 우리나라의 주요 투자자들의 경우 적극적 주주권(의결권)을 발현할 충분한 권리가 있음에도 불구하고 많은 경우 소극적인 태도를 나타내고 있어 여전히 다수의 주주 혹은 투자자들의 권리는 기업의 경영진에 의해 무시되어 왔습니다. 그렇기에 경영자는 회사의 이익 및 주주 전체의 이익보다도 경영자의 이익 내지 지배주주의 이익을 우선시할 위험이 높습니다.

이러한 배경에서 그동안 기업에게 투자자란 “그저 자금은 조달하되, 기업에 대해 간섭하지 않는” 계층으로 생각해왔던 것으로 여겨졌으며, 실제 그동안 재벌들의 여러 일탈 행위들도 투자자들을 우습게 보는 경향에서 나타난 것이라 생각해 합니다.

대표적으로 우리나라의 기업지배구조의 후진성으로 인하여 직접적으로 기업에 투자한 투자자들은 실질적으로 투자에 대한 성과, 즉 배당에서 소외되어 왔습니다. 뿐만 아니라 각종 기업 오너들의 횡령, 배임 등 부도덕한 행위로 인하여 기업의 가치가 하락하여 투자자들이 직접적으로 피해를 본 사례도 적지 않습니다. 잘못은 재벌이 하고 피해는 투자자들이 보았던 것입니다.

하지만 기관투자자는 다수의 투자자를 대리하는 주주의 신분으로 개인 주주와는 달리 대량의 주식을 보유하는 우월한 권한을 확보하고 있다는 무기가 있습니다. 이러한 보유량에 근거하여 기관투자자는 투자 대상회사에 대해 의결권을 행사함으로써 당해 회사의 지배구조 개선과 주요업무에 적극적으로 행동하는 등 커다란 영향력을

미칠 수도 있을 것입니다. 그럼에도 불구하고 2019년을 기준으로 이전까지 우리나라 많은 기관투자자들은 투자 대상회사에 대한 의결권 행사에 매우 소극적인 행태를 유지하였다 할 것입니다. 설사 의결권을 행사한다고 하더라도 투자 대상회사의 기업 가치 상승이나 기관투자자의 위탁주주 혹은 투자수익자의 이익을 위한 투표 보다는 투자 대상회사의 지배주주 혹은 경영진에 찬성표를 던지는 ‘자동거수기’에 불과하다는 비판을 받아도 변명의 여지가 없을 것입니다.

이에 연기금·보험사·자산운용사 등 기관투자자의 의결권 행사에 대한 의무와 책임을 강화하자는 주장은 지극히 당연한 것입니다. 그간 기관투자자는 투자자에 대한 책임보다는 관련 기업 및 자사의 이해관계에 따라 피투자기업에 대한 책임을 소홀히 하였다는 비판을 받아 왔습니다. 이러한 문제가 현실화되는 것을 최소화하기 위하여 「상법」과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 등의 분야에서 적지 않은 시도가 있어 왔습니다.

특히 그렇기에 스튜어드십 코드가 도입되면서 많은 기업들은 이에 대해 적지 않은 경계심을 보였으며, 언론 등도 이를 적극적으로 보도하면서 오히려 국민들에게 코드를 알릴 좋은 기회가 되었다고 생각됩니다. 자본시장에서 기관투자자의 비중이 커지면서 수탁자책임의 중요성과 투자대상기업의 지배구조에 미칠 영향력 증대에 대해 인식하면서도 이러한 기관투자자들이 투자 대상기업의 지속 가능한 성장에 기여할 수 있는 방안들을 검토하지 않으면 안 되는 시기에 접어들었다는 인식도 함께 높아질 수 있는 계기가 된 것입니다. 이는 사실 국민연금의 존재와 관계없이 이루어진 것이라 생각되지만, 아이러니하게 국민연금이 스튜어드십 코드를 받아들이면서 보다 대중들에게 이를 알릴 기회가 되었다고 생각합니다. 그리고 이번에 이번 국민연금기금의 한진에 대한 경영참여 주주권의 행사로 인해 많은 국민들이 기업 오너들에 대한 인식과 기업의 지배구조, 그리고 주주로서의 자각이 강화된 출발점이라는 데에서 의의를 찾고자 합니다.

그리고 사족으로 현재의 국민연금의 주주권 행사의 문제는 국민연금 운용의 독립성을 어떻게 담보하느냐의 문제로 귀결하는 경향도 있습니다. 실제 많은 곳에서는 국민연금기금을 정부와 독립시키는 방안을 제시하기도 합니다. 하지만 이는 오히려 국민연금의

독립성을 더욱 훼손시킬 우려가 높아질 것으로 사료됩니다. 주주권의 독립성을 국민연금의 지배구조 문제로 해결하기에는 목적과 수단이 바뀐 것이라는 생각이 큼니다. 더욱이 시간적으로 너무 장기로 연장되며 효율성 또한 떨어지는 문제가 나타날 것으로 예상됩니다. 어찌 보면 현재 대기업의 지배구조를 장악하고 있는 재벌들이 원하는 방향일지도 모르겠습니다. 즉, 국민연금의 주주권 행사 문제는 지배구조로 해결될 문제가 아니라 적극적인 운용의지와 선량한 관리자로서의 의무를 얼마만큼 착실하게 수행하느냐의 의지로 보여져야만 하는 것으로 이를 위한 투명하고 공정한 주주권 행사의 기준이 마련되어야 할 것입니다.



---

최경일 / 보건복지부 국민연금재정과 과장

---



