

국민연금기금의 주주권 행사에 관한 소고*

연구위원 남재우

국민연금이 스스로 주주가치 제고를 위해 주주권 행사를 강화하려는 노력에는 이견이 있을 수 없다. 하지만 특정 정책 목표를 달성하기 위한 수단으로 국민연금의 주주권을 활용하고자 하는 시도는 적절치 않다. 주주권을 행사하기 위한 여러 가지 수단이 존재한다. 그러나 주식시장 점유율이 5%가 넘는 국민연금의 특성을 감안할 때 현실적 방안은 보편적이고 수동적인 주주권이라 할 수 있는 의결권 행사를 중심으로 국민연금의 영향력을 확대하는 것이라고 판단된다. 장기적으로 사외이사 후보 추천과 같은 능동적 주주권 행사는 사회적 합의가 수반된 특정 분야에 대해 선별적으로 적용될 필요가 있다.

국민연금의 주주권 논란이 뜨겁다. 연기금의 주주권 행사에 관한 논쟁 자체는 오래된 주제이나, 지난해 미래기획위원회의 문제 제기로 촉발된 이후 최근 주총 및 선거 시즌을 맞아 다시 사회적 이슈로 부각되는 양상이다.

연기금의 적극적인 주주권 행사와 관련된 과거 논의를 살펴보면 보통주를 보유하고 있는 주주로서, 또한 신의 성실의 선관의무를 지닌 선량한 수탁자로서 국민연금기금이 보유 주식에 대한 주주권을 적극적으로 행사하여야 한다는 주장에는 별다른 이견이 없는 듯하다. 연기금의 선관의무가 어디까지 확대되어야 하는가에 대한 논란은 학문적으로도 이미 80년대에 종결된 사안이며, 해외 유명 연기금들의 최근 동향 역시 이를 뒷받

침하고 있기 때문이다.

하지만 문제의 핵심은 국민연금의 유일무이한 시장지배력이다. 어떤 사례연구에서도 단일 연기금의 시장점유율¹⁾이 5%를 상회하는 상황에서 주주권 확대의 잠재적 파급효과를 가늠할 수 있는 결과를 제시하지는 않고 있다. 따라서 주주권 확대를 반대하는 측은 이로 인한 부작용이 근본적으로 통제 불가능하거나 또는 막대한 사회적 비용을 초래할 것이라는 주장인 반면, 찬성하는 측은 적절한 제도적 장치를 강구한다면 합리적인 비용 하에 통제 가능하다는 논리인 것이다.

본고에서는 이러한 논란의 본질적인 내용에 앞서 먼저 형식적인 측면에서, 주주권 강화를 추진함에 있어 목적의 진정성을 호도할 수 있는 어떠한 형태의 정치적 개입도 지양되어야 함을 지

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 주식시장 전체 시가총액에서 차지하는 비중



적하고자 한다. 이는 부분적으로 국민연금기금의 운용에 있어 공공성이라는 측면을 부적절하게 해석하는 오랜 관행에 기인한다고 본다. 주주권 강화의 구체적인 내용과 세부 실행방안에 있어서는 결론적으로 말하면, 현시점에서는 주주권 확대의 방향을 보편적이고 수동적인 주주권이라 할 수 있는 의결권 행사의 강화에 집중하여야 함을 주장한다. 그 외에 기타 특정적이고 능동적인 주주권 행사 수단들은 충분한 제도적 장치 수립 이후로 연기될 필요가 있으며, 장기적 관점에서도 국민연금의 시장점유율이 현재보다 높아질 것을 가정한다면 주주제안이나 사외이사 후보 추천 같은 능동적 주주권 행사는 상당히 제한적인 범위 내에서 매우 선택적으로 실행되어야 할 것이다.

주주권 확대의 목적

복수의 목적함수를 갖는 최적화 문제에서 하나의 최적해를 도출하기는 쉽지 않다. 이를 해결하는 일반적인 방법은 목적함수 간에 적당한 가중치 또는 우선순위를 부여하거나, 아니면 하나의 선명한 목적함수만을 설정하고 나머지는 제약조건으로 처리하는 방식이다.

국민연금이 주주권 행사를 강화하려는 목적은 무엇인가? 수익률 제고이다. 보다 자세히 말하면, 보유하고 있는 주식의 장기적 가치가 훼손되지 않도록 하여 높은 수익성 성과를 지속시키기 위함이다.²⁾ 그렇다면 국민연금의 주주권 강화를 통한 우리나라 기업지배구조의 선진화라는 요구는

2) 여기에서 이른바 Wall Street Rule을 거론하기에는 이미 기금의 시장충격비용이 너무 큰 상태임

무엇인가? 이는 주주권 확대의 목적이 아니라 제도 실행에서 부가적으로 창출되는 양의 외부효과로 보아야 한다. 국민연금이 명시적으로 표방하는 여러 운용 원칙³⁾ 중에서 우선순위가 가장 높은 수익성 원칙과 가끔 배치되곤 하는 이른바 공공성 원칙의 한 사례이다.

전 국민을 대상으로 하는 공적연금이라는 특성에 기인하여 국민연금이 제대로 된 공공성 개념을 정착시키는 데는 역사적으로 많은 시행착오가 있었다. 국민연금 설립 초기에는 ‘공적기금으로서 공공의 이익을 목적으로 운용되어야 한다’는 적극적 개념의 공공성 원칙으로, 이에 따라 적립금의 상당 부분이 공공자금예탁금이라는 이름으로 정부의 정책자금으로 활용되었다.⁴⁾ 그 후 1997년 외환위기를 거치면서 IMF 권고에 따라 공공부문 투자가 전액 환수되었으며, 이때부터 공공성 원칙은 ‘거대 적립금이 국내 경제에 미치는 파급효과를 감안하여 운용하여야 한다’는 소극적 개념으로 변화하였다. 이러한 일련의 과정을 거치면서 국민연금기금의 운용에 있어 공공성 추구라는 가치는 운용의 목표가 아니라 하나의 제약 사항이며, 만일 운용의 결과가 공공의 이익을 증진시키는 방향으로 작동하는 경우 이는 부수적인 양의 외부효과로 인식되고 있다.⁵⁾

금융위기 상황에서 주식시장 안정화가 아무

3) 기금의 투자정책서(IPS)인 기금운용지침에는 기금의 운용 원칙을 수익성, 안정성, 공공성 등으로 정의함

4) 정부 예탁 규모는 1997년도에 정점을 이루어 당시 전체 적립금의 72%가 공공부문으로 투자되었음

5) 국민연금의 주식시장 부양 논란 역시 공공성 원칙으로 이해되어야 함. 국민연금이 장기 수익성 성과를 극대화하기 위하여 하락장에서 순매수를 하게 되고, 결과적으로 이는 국내 주식시장의 변동성 축소라는 양의 외부효과를 발생시키는 구조임

리 공공의 이익에 부합하는 대의명분이라 할지라도 정부가 시장안정화를 목적으로 특정 시점에 국민연금의 주식 투자 확대를 직접적으로 요구하는 행위는 지양되어야 한다. 이와 동일한 논리로 기업지배구조 선진화 또는 대기업의 비정상적 소유 구조 개선과 같은 공공성을 목적으로 정부가 국민연금의 주주권 확대를 서둘러 강제하는 행위는 오히려 정상적인 주주권 강화 과정에 걸림돌이 될 뿐이다.

국민연금의 주주권 행사 현황

주주권은 주식을 보유하고 있는 주주로서 갖는 기본적인 권리로서 그 행위의 능동성 또는 적용 범위에 따라 의결권과 그 외의 주주권으로 분류할 수 있다. 의결권 행사는 기업의 경영진이 제시하는 안전에 대해 수동적으로 찬반만을 표시하는 행위로서, 주주총회를 통해 '정기적'이고 모든 투자대상에 대해 '광범위'하게 행사된다는 측면에서 기타 능동적 주주권과 구분된다.⁶⁾

현재 국민연금은 수동적 주주권인 의결권 행사만을 실질적인 영향력이 유효하지 않은 수준에서 일부 실행하고 있으며, 그 외에 능동적 주주권 행사에서는 특정 산업(은행업)에 대한 사외이사 후보 추천 정도가 고려되고 있는 것으로 파악된다.⁷⁾ 의결권 행사 현황을 살펴보면, 2006년도에 기금운용위원회 산하에 의결권행사전문위원회를

설치하여 매년 의결권행사지침을 개정하고 있다. 연 평균 3,000개에 육박하는 의결권 행사 안전은 대부분 이 의결권행사지침에 의해 해당 의사결정단위⁸⁾에서 기계적으로 결정되며, 특별히 사회적 영향력이 크거나 지침의 적용이 모호한 일부 안전에 대해서만 의결권행사전문위원회에 심의 안전으로 상정되고 있다.⁹⁾

주주권 행사를 효과적으로 강화하기 위해서는 많은 인력과 경험, 그리고 부작용을 최소화할 수 있는 제도적 장치가 수반되어야 한다. 그러나 국민연금은 의결권 행사를 제외하고는 아직 관련 지침조차 마련되어 있지 않은 상황이며, 인력 역시 의결권 행사를 전담하는 전문 인력이 단 한 명에 불과한 실정이다. 부족한 인력 및 경험 문제를 효과적으로 보완해 줄 수 있는 전문대행기관 역시 아직 국내에서는 활성화되지 못한 상황이다.

주주권 강화를 위한 제언 및 시사점

지난해 미래기획위원회의 발제 이후 국민연금이 주주권 행사를 강화함으로 인해 발생할 수 있는 많은 문제점들이 다양한 관점, 다양한 입장에서 제기되고 토론되었다. 국민연금의 주주권 강화가 경제 시스템 전반에 미치는 영향은 생각보다 심각할 수 있다. 따라서 지금은 본격적인 시행에 앞서 발생 가능한 많은 문제점들이 노정되

6) 그 외 능동적 주주권 행사 수단으로는 주주제안권(shareholder proposal), 포커스리스트(focus list), 사외이사 후보 추천, 주주소송제 등이 있음

7) 2012년 2월 현재 국민연금기금은 공적자금이 투입된 우리금융을 제외한 KB, 신한, 하나금융 등의 최대주주이며, 하나금융지주로부터 사외이사 후보 추천을 요청받은 것으로 알려져 있음

8) 예를 들면, 보유비중 0.5% 이상 기업의 안전은 모두 투자위원회에서 의결하며, 보유비중 0.5% 미만 기업에 대해서는 지분율에 따라 실장, 본부장 전결 또는 투자위원회 의결로 구분되어 있음

9) 2011년의 경우 전체 2,770건의 주총 안전 중에서 5.5%에 해당하는 152건에 대해서 반대 의견을 피력하였으나 실제 투표 결과에는 아무런 영향을 미치지 못함. 전문위원회에 올라오는 안전은 극소수이며, 2010년도의 경우 단 하나의 안전도 전문위원회에 상정되지 않았음



고 공론화되어야 할 시점이다. 일단 표면으로 드러나고 사회적 관심이 집중된 문제에 대해서는 효과적인 대응 방안이 마련될 수 있기 때문이다.

국내 주식시장에서 국민연금의 높은 시장점유율을 감안할 때, 현시점에서 가장 적합한 주주권 강화 방안은 수동적 주주권인 의결권 행사가 보다 영향력 있게 작동할 수 있도록 개선시키는 노력이다. 이를 위하여 다양한 개선 사항이 요구되겠으나, 시급하고 주요한 과제로 다음 세 가지 사항을 제언하고자 한다.

첫 번째, 국내외 다양한 기업군에 공평하고 효과적으로 적용될 수 있는 의결권행사 세부지침의 보강이 필수적이다. 형식상으로는 모호한 항목에 대한 자세한 해설서가 마련되어야 하며, 내용에 있어서도 전반적으로 임원 선임 및 보수 등에 관해 느슨한 현행 기준을 보다 강화할 필요가 있다. 지침에 대한 이러한 개정 및 보강 작업은 현행 의결권행사전문위원회 체제에서도 가능한 부분이나, 이번 (주)하이닉스 이사 선임 관련 논란에서도 노정된 바와 같이 경영 감시에 의한 주주가치 제고라는 의결권 행사 본연의 목적을 온전히 담보할 수 있도록 위원회의 구성 및 지배구조를 개선할 필요가 있을 것으로 사료된다.

두 번째는 의결권 행사의 유효성을 높이기 위하여 국내 기타 연기금 및 공제회 등을 포함하는 기관투자자협의회를 구성하여 공동 대응하는 방안을 모색해 볼 수 있다. 미국에서 1985년에 설립된 기관투자자협의체인 CII(Council of Institutional Investors)의 경우도 대표적 연기금인 CalPERS의 주도 하에 시작되었음을 감안할 때, 국내에서는

국민연금이 이러한 역할을 수행할 수 있는 유일한 기관일 것이다. 부가적으로, 협의체를 통한 공동 대응은 국민연금이라는 단일 기관에 의한 독단적 횡포라는 우려를 감쇄시킬 수 있으며 독립성 및 투명성 확보 차원에서도 보다 유리하게 작용할 수 있을 것이다. 기관투자자협의회를 통한 연대와 더불어 의결권 사전 공시 제도 도입 또한 의결권 행사의 유효성을 제고시킬 수 있을 것이다.

세 번째는 안전분석 전문기관의 활용이다. 아직 우리나라에는 이러한 전문기관이 활성화되어 있지 않으나, 외국에는 ISS(Institutional Shareholders Service)¹⁰⁾와 같은 의결권 자문 또는 대행 서비스 전문회사에 대한 기관투자자의 의존도가 매우 높은 것으로 알려져 있다. 특히 공적 연금의 경우 의결권 행사와 관련하여 수탁자로서의 신의성실 의무 준수에 대한 법적 소송이 제기되는 경우가 많은데 이때 이러한 자문회사의 활용이 법적 대응 수단으로 활용될 수 있다. 이러한 글로벌 전문 기관의 고용과 함께 장기적으로는 국민연금이 주도적으로 국내 토종 자문 기관 설립을 장려할 수 있을 것이다. 최근 거래소 산하 한국기업지배구조원(CGS)에서 제공하고 있는 의결권 행사 지침서 등의 활용도 적극 검토해 볼 필요가 있다.

이상의 수동적 의결권 행사를 넘어 국민연금의 주주권 행사가 다양한 형태의 능동적 수단으

10) JP Morgan의 리스크관리그룹으로 시작하여 1998년에 분리 독립된 의결권 자문 전문회사로, 전 세계 100여 개 이상 국가에서 2,700개 이상의 기관 고객을 대상으로 의결권 관련 자문 서비스를 제공하고 있음. ISS는 이번 하이닉스 이사 선임전에 대해서도 반대 의견을 피력한 바 있음

로까지 확대되기 위해서는 인적, 제도적 장치가 획기적으로 강화되어야 한다. 사외이사 후보 추천 또는 포커스리스트 작성과 같은 능동적 주주권 행사는 그 개입의 정도가 깊음에 비례하여 부작용 또한 커질 수 있으므로 본격적인 시행에 앞서 보다 치밀한 제도적 장치 마련이 필수조건이기 때문이다. 예를 들어 최근 가시화되고 있는 금융권 사외이사 후보 추천의 경우, 비록 해당 기업의 자발적인 요구가 있었다 하더라도 시행에 앞서 독립적이고 투명한 후보 추천 가이드라인 및 사외이사 풀(pool)이 사전적으로 준비되어 있지 않다면 추천된 후보의 개인적 자질을 막론하고 낙하산 또는 관치의 시선으로부터 결코 자유로울 수 없을 것이다. 이러한 잡음은 자금 운용에 심각한 평판위험(reputation risk)을 야기할 수 있으며, 최악의 경우 국민연금제도 자체의 신뢰성에까지 영향을 미칠 수 있다.

사실 장기적 관점에서도 앞으로 국민연금의 시장지배력이 지금보다 더 확대될 것을 가정한다면, 국민연금이 능동적 주주권을 광범위하게 행사하는 것은 매우 신중하게 생각해야 한다. 이는 마치 시장점유율이 어느 이상 올라가면 주식 전체 포트폴리오의 액티브 운용이 불가능해지는 것과 유사한 상황이다. 앞에서도 언급한 바와 같이, 시장점유율이 5%를 넘어가는 단일 연기금이 시장 내에서 광범위하게 능동적 주주권을 강화했을 때 발생할 수 있는 잠재적인 영향력은 그 누구도 가늠하기 힘든 부분이다. 그리고 제도적 측면에서도 의결권 행사를 제외한 능동적 주주권의 경우 이미 완화되어 적용되고 있는 5%를, 그리고

현재 완화가 논의되고 있는 10%률과 같은 주식 대량보유공시의무에 대한 예외 사유의 위배가 될 수 있는 점도 고려되어야 한다.¹¹⁾ 따라서 능동적 주주권은 충분한 제도적 장치가 마련된 후에, 사회적 합의가 수반된 특정 분야에 대해서 대단히 선별적으로 적용되어질 필요가 있다.

마지막으로, 국민연금의 주주권 확대는 오늘날 신자유주의의 폐해로 지적되는 문제에 대한 하나의 대안이 될 수 있기를 기대한다. 주주자본주의에 기반한 주주권 확대 논의가 역설적으로 자유시장체제에 기초한 신자유주의 폐해의 대안이 될 수 있는 이유는, 국민연금기금은 기본적으로 30년 이상의 장기적 수익성과가 담보되어야만 하는 기관투자자이기 때문이다. 단기적 시각에 의한 높은 배당, 낮은 투자 그리고 그로 인한 낮은 성장성 등으로 대표되는 신자유주의의 폐해에 대응하여 국민연금은 보다 장기적 관점에서 기업의 전략적 성장을 도모할 수 있는 의사결정 주체가 될 수 있기를 기대한다.

11) 경영참여 목적이 아니라는 전제 하에서 주식대량보유공시 의무가 완화될 수 있기 때문이다