

이슈보고서 20-19

ISSUE
REPORT

국민연금기금의 적극적 주주권행사와 지배구조

박창균

국민연금기금의 적극적 주주권행사와 지배구조

저자 박창균*

국민연금기금은 국민연금 적립금의 운용을 위임받은 관리자로서 의무를 충실히 이행하기 위한 목적으로 2018년 7월 스튜어드십코드를 도입하였으며 이에 의거하여 기금이 보유한 주식에 대한 주주권행사에 적극적으로 임할 것임을 발표하였다. 이에 대하여 국민연금기금이 기업경영에 지나치게 개입하여 기업의 활동을 위축시킴은 물론 궁극적으로는 기금의 가치에도 부정적인 결과를 초래할 것이라는 주장이 일부에서 제기되고 있다. 국민연금기금의 주주권행사가 정치권이나 이해관계자의 압력으로 인하여 왜곡될 가능성을 배제할 수 없다는 점을 지적하면서 국민연금기금의 적극적 주주권행사를 반대하는 견해도 제시되고 있다. 국민연금기금의 적극적 주주권행사에 반대하는 주장들은 원칙적으로 국민연금기금의 주주로서 권리 행사 자체를 부정하기보다 주주권행사 관련 지배구조에 상당한 취약점이 존재함을 지적하는 것인데 현재 국민연금기금의 지배구조는 전문성과 책임성 측면에서 다소 취약한 부분이 존재한다. 따라서 국민연금기금의 주주권행사 관련 지배구조를 강화함으로써 기금이 적극적으로 주주권행사에 나서는데 대한 비판적 주장에 능동적으로 대응할 필요가 있을 것이다.

여기에서는 계약이론의 연구 성과를 반영하여 책무성과 전문성의 관점에서 주주권행사 관련 국민연금 지배구조를 평가하고 개선방향을 제시한다. 현재는 기금운용위와 수책위가 국민연금기금의 주주권행사 관련 핵심 지배기구이다. 수책위는 구성 방식으로 인하여 책무성과 전문성을 담보하기에 상당히 취약한 상황에 처해있다. 수책위 비상근전문위원의 자격요건을 대폭 강화하고 위촉방식을 근본적으로 바꿈으로써 전문성과 책무성 제고를 도모할 필요가 있다. 장기적으로는 기금운용위의 구성 및 운용방식을 근본적으로 개편하는 방안을 검토할 필요가 있다. 예를 들어 기금운용위를 연금제도, 자본시장, 자산운용 영역에서 경력과 경험을 가진 전문가로 구성된 조직으로 개편하는 방향을 검토할 필요가 있을 것이다. 이에 대하여 가입자 대표가 대표성 상실 또는 정치적 영향력으로부터의 독립성 상실을 이유로 반대할 것으로 예상되는데 이들이 추천하는 인사로 구성된 감독위원회가 전문성을 갖춘 기금운용위원을 선임하도록 하는 이원적 구조를 도입함으로써 대응할 수 있을 것으로 판단된다.

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

펀드·연금실 연구위원 박창균 (cp19@kcmi.re.kr)

I. 서론

국민연금기금은 기금의 수익성·안정성을 제고하고 국민연금 주주권행사의 독립성과 투명성을 강화하는 등 선량한 관리자로서 의무를 충실히 이행하기 위한 목적으로 2018년 7월 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(이하 스튜어드십코드)」을 도입하였다. 스튜어드십코드 도입을 계기로 국민연금기금의 주주권행사 범위가 주주총회에 제안되는 안건에 대한 찬반 의사를 표시하는 의결권 행사를 넘어서 공개 및 비공개대화, 공개서한 발송, 주주제안 등 적극적 주주권행사를 포함하는 영역으로 대폭 확장되었다.

이러한 움직임에 대하여 전문성이 결여된 국민연금기금이 지나치게 적극적으로 기업경영에 개입하여 기업의 활동을 위축시킴은 물론 궁극적으로는 기금의 가치에도 부정적인 결과를 초래할 것이라는 주장이 제기되고 있다. 한편 국민연금기금의 주주권행사가 정치권이나 이해관계자의 압력으로 인하여 왜곡될 가능성을 배제할 수 없다는 점을 지적하면서 국민연금기금의 적극적 주주권행사를 반대하는 견해도 특히 기업이나 언론을 중심으로 제시되고 있다. 이 외에도 국민연금기금과 같은 기관투자자의 적극적 주주활동이 대상 기업의 가치 제고에 별다른 긍정적 영향을 주지 못하였다는 일부 실증 분석 결과를 이유로 국민연금기금의 주주권행사 무용론을 주장하기도 한다.

국민연금기금의 적극적 주주권행사에 반대하는 주장들은 원칙적으로 국민연금기금의 주주로서 권리 행사 자체를 부정하기보다 국민연금기금의 주주권행사 관련 지배구조가 기업 가치에 심대한 영향을 줄 수 있는 사항을 결정하기에 취약한 점이 존재함을 지적하는 것이다. 현재 국민연금기금의 지배구조를 살펴볼 때 전문성과 책임성 측면에서 다소 취약한 부분이 존재함을 부인하기 어려운 것이 사실이다. 따라서 국민연금기금의 주주권행사 관련 지배구조를 강화함으로써 기금이 적극적으로 주주권행사에 나서는데 대한 비판적 주장에 능동적으로 대응할 필요가 있는데 이는 국민연금기금이 광범위한 사회적 지지를 바탕으로 주주로서의 권리를 행사하는 환경을 조성할 필요가 있다는 점에서 매우 중요한 과제이다.

이하에서는 국민연금기금의 주주권행사 관련 지배구조의 현황과 문제점을 점검하고 책무성과 전문성 제고를 위한 지배구조 강화 방안을 논의한다.

II. 국민연금기금의 주주권행사 관련 논쟁과 지배구조

1. 국민연금기금의 국내주식 투자 및 주주권행사 현황

국민연금기금의 국내주식 투자 규모는 2014년 83조 9,300억원, 2016년 102조 3,590억원 2018년 108조 9,140억원 등으로 꾸준히 증가하였다. 다만 같은 기간 동안 국민연금기금에 대한 현금 유입이 유출을 초과하여 기금의 적립금 규모도 증가하였으므로 국민연금기금의 투자자산 포트폴리오에서 국내주식이 차지하는 비중은 17%~18% 수준을 유지하고 있다.

<표 II-1> 국민연금기금 자산군별 포트폴리오 운영현황

(단위: 십억원, %)

구분	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
복지부문	126 (0.03)	136 (0.03)	140 (0.02)	143 (0.02)	145 (0.02)
금융부문	469,253 (99.88)	511,698 (99.88)	557,682 (99.89)	621,018 (99.90)	638,217 (99.91)
국내주식	83,930 (17.86)	94,896 (18.52)	102,359 (18.33)	131,520 (21.16)	108,914 (17.05)
해외주식	56,611 (12.05)	69,936 (13.65)	85,658 (15.34)	108,279 (17.42)	112,961 (17.68)
국내채권	258,072 (54.93)	268,637 (52.43)	279,344 (50.03)	289,401 (46.55)	310,993 (48.69)
해외채권	20,587 (4.38)	21,593 (4.21)	23,215 (4.16)	23,274 (3.74)	26,587 (4.16)
대체투자	46,655 (9.93)	54,659 (10.67)	63,667 (11.40)	66,817 (10.75)	76,620 (11.99)
단기자금	3,399 (0.72)	1,978 (0.39)	3,438 (0.62)	1,727 (0.28)	2,143 (0.34)
기타부문	443 (0.09)	490 (0.10)	478 (0.09)	481 (0.08)	420 (0.07)
포트폴리오 총액	469,823	512,324	558,299	621,642	638,781

주 : 1) 시가총액 기준

2) 괄호 안은 포트폴리오 비중

자료: 국민연금 기금운용본부

해외투자 및 대체투자 비중 증가 등 투자자산 다변화를 위한 노력에도 불구하고 적립금 증가에 힘입어 국내 주식시장 시가총액에서 국민연금기금 주식 가치가 차지하는 점유율은 2012년 5.39%, 2015년 6.57%, 2018년 6.97% 등으로 비록 소폭이지만 꾸준히 상승하였다.

<표 II-2> 국민연금기금의 국내주식시장 점유율 추이

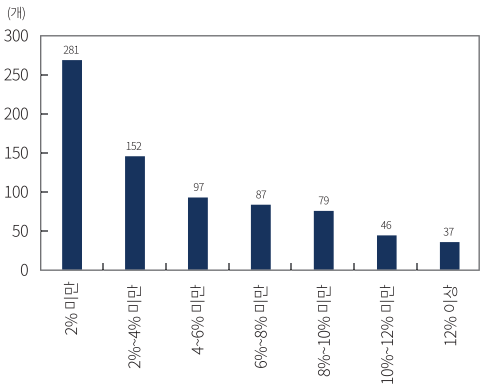
(단위: 조원, %)			
연도	국민연금	시가총액	비중
2012	68.1	1,263	5.39
2013	83.9	1,305	6.43
2014	83.9	1,335	6.28
2015	94.9	1,445	6.57
2016	102.4	1,510	6.78
2017	131.5	1,889	6.96
2018	108.9	1,562	6.97

주 : 시가총액은 유가증권시장과 코스닥시장의 각 연도 말 기준 시가총액 합

자료: 국민연금 기금운용본부, 한국거래소

국민연금기금은 2018년 말 현재 유가증권시장과 코스닥시장에 주식이 상장된 2,101개사 중 37%에 달하는 779개사의 주식을 보유하고 있다. 평균 지분율은 4.34%이며 보유 지분율 5% 이상 기업 285개, 10% 이상 기업 83개이다. <그림 II-1>에는 2018년 말 국민연금기금의 상장주식 지분율 분포가 보고되어 있다.

<그림 II-1> 국민연금기금의 상장주식 지분율 분포: 2018년 말



자료: 국민연금 기금운용본부

국민연금기금은 주주에게 부여된 권리를 행사하고 있는데 현재까지는 제반 여건 등을 감안하여 상당히 조심스럽게 접근하고 있는 것으로 판단된다.⁰¹ 주주권행사는 주주총회에 부의된 안건에 대하여 의사를 표시하는 의결권 행사부터 시작되었다. 의결권은 찬성, 반대 또는 기권 중 한 가지를 선택하여 행사하게 된다. 국민연금기금은 2005년 12월 「국민연금기금 의결권행사지침」을 수립하여 보유 국내주식에 대하여 본격적이고 체계적으로 의결권을 행사하기 시작하였으며 2011년에는 보유 해외주식에 대한 의결권 행사 원칙과 절차의 신설을 내용으로 하는 지침 개정 작업이 이루어졌다.⁰² 국민연금기금은 지침에 제시된 요건과 절차를 기반으로 2006년부터 본격적으로 의결권을 행사해오고 있는데 그 결과는 <표 II -3>과 <표 II -4>에 정리되어 있다. 주주총회에 제출된 안건에 대하여 국민연금기금이 반대를 표시하는 비중이 꾸준히 증가하고 있다. 2006년 3.7%에 불과하던 반대 의결권 행사 비율은 꾸준히 상승하여 2019년에는 17.5%를 기록하였는데 이는 국민연금기금이 종전에 비하여 엄격한 기준으로 의결권행사에 적극적으로 임한 결과라기보다 지침이 명시적으로 규정하고 있는 반대 요건을 충족시키는 경우가 점차 증가하였기 때문인 것으로 판단된다. 반대 비율이 가장 높은 안건이 이사의 보수 한도인데 지침은 이사의 보수가 회사의 규모나 경영성과에 연계되어 설정되도록 요구하고 있다. 그러나 상당수 회사가 이사보수를 설정함에 있어 회사의 성과가 개선되지 않았음에도 불구하고 종전 수준을 유지하거나 기계적으로 일정 수준 인상하는 관행을 유지하고 있는데 국민연금기금은 해당 안건에 대하여 반대를 행사할 수밖에 없다. 한편 주주총회에 추천된 이사나 감사(감사위원회 위원 포함) 후보에 대해서도 국민연금기금이 반대하는 비율이 상대적으로 높음을 확인할 수 있는데 이 또한 지침이 이사 및 감사의 요건을 비교적 상세히 제시하고 이에 부합하지 않을 경우 반대표를 행사하도록 요구하고 있기 때문이다. 특히 사내이사의 경우 과도한 겸임으로 충실한 의무수행이 어렵다고 판단되거나 기업 가치 훼손 내지 주주 권익 침해 이력을 이유로 반대하는 경우가 대부분이며 사외이사와 감사의 경우 최근 5년 이내에 회사의 상무에 종사하여 독립성이 의심되거나 당해 회사에 사외이사로 재직한 연수가 과도하게 장기라는 이유로 반대하는 경우가 대부분이다. 지침의 요구에 반하는지 여부를 판단하기에 비교적 용이한 안건을 중심으로 국민연금기금의 반대가 집중되었음을 확인할 수

01 논의의 편의 상 주주권을 소극적 주주권과 적극적 주주권으로 분류한다. 소극적 주주권은 주주총회에 부의된 안건에 대하여 의사를 표시할 수 있는 권리, 즉 의결권을 의미하고 적극적 주주권은 주주가 특정 사안에 대하여 단순히 찬반의사를 표시하는데 그치지 않고 자신의 의견을 적극적으로 개진하고 이를 관철하기 위하여 행동할 수 있는 권리를 의미한다. 구체적으로 주주는 특정 사안에 대하여 자료제공과 설명을 요구하거나 주주로서 의견을 개진하고 이를 수용하도록 요구할 수 있으며 나아가 주주총회에 안건을 제안하는 등의 다양하고 광범위한 방식으로 적극적 주주권을 행사할 수 있다. 한편 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」은 특정 사안에 대하여 주주가 적극적인 의사표시를 하는 경우 이를 “경영참여 주주권” 행사로 간주하여 별도로 규율한다. 경영참여 주주권행사에 대한 논의는 <부록>을 참고

02 「국민연금기금 의결권행사 지침」은 스튜어드십코드 도입에 따라 보다 넓은 범위의 주주권행사 원칙과 절차 관련 사항을 포함하여 2018년과 2019년 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」으로 개정되었다.

있는데 이를 통하여 주주총회 안건에 대한 국민연금기금의 반대표 행사 비율 증가가 국민연금기금의 의결권 관련 정책의 변화보다 지침이 요구하는 바에 부합하지 않는 주주총회 안건의 비율 증가에 주로 기인하는 것으로 해석할 수 있다.

<표 II -3> 국민연금기금의 의결권 행사 성향

(단위: %)

연도	찬성	반대	기타
2006	95.8	3.7	0.6
2007	95.0	5.0	0.0
2008	94.5	5.4	0.1
2009	93.1	6.6	0.3
2010	91.9	8.1	0.0
2011	93.0	7.0	0.0
2012	82.8	17.0	0.2
2013	89.2	10.8	0.0
2014	90.8	9.0	0.2
2015	89.5	10.2	0.3
2016	89.8	10.0	0.2
2017	86.7	12.8	0.3
2018	80.7	18.0	1.3
2019	81.7	17.5	0.8

주 : 1) 주주총회에 제안된 안건 수를 기준으로 계산

2) 2012년 높은 반대 비율은 상법 개정에 따른 정관개정이 많았기 때문

3) 기타는 기권이나 보고안건

자료: 국민연금 기금운용본부 자료를 대상으로 저자 계산

<표 II -4> 국민연금기금의 안건별 의결권 행사 성향: 2019년

(단위: %)

안건 내용	찬성	반대	기타	주된 반대 이유
정관 개정	77	23	0	
재무제표 승인	95	2	3	배당 불만족
이사 보수	64	36	0	성과대비 과다
감사 보수	97	3	0	
사내이사 선임	85	15	0.2	과도한 겸임
사외이사 선임	81	19	0	독립성 취약, 장기 연임
감사/감사위원 선임	83	17	0	독립성 취약, 장기 연임
기타	73	11	16	

자료: 국민연금 기금운용본부 자료를 대상으로 저자 계산

국민연금의 적극적 주주권행사는 비록 배당에 한정되었으나 스튜어드십코드가 도입되기 이전인 2015년 6월부터 시작되었다. 구체적으로 합리적인 배당정책을 수립하지 않거나 합리적인 배당 정책에 따라 배당을 하지 않을 경우 해당 기업을 대상으로 비공개대화, 중점관리기업 선정 및 공개⁰³, 주주제안 참여 등의 적극적 주주권 활동을 순차적으로 수행하도록 하였다.

국민연금기금은 2018년 7월 스튜어드십코드를 도입하고 종래 의결권행사 위주의 소극적 태도에서 탈피하여 보다 다양한 방식으로 적극적 주주권을 행사하기 시작하였다. 구체적으로 배당관련 사항으로 한정하였던 적극적 주주권행사의 대상을 과도한 임원보수, 법령상의 위반우려로 인한 주주권의 침해 가능성, 지속적인 반대 표결에도 불구하고 개선되지 않는 사안, 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권의 침해 우려가 있는 사안 등으로 대폭 확대하였으며 적극적 주주권행사의 방법도 비공개대화, 비공개 및 공개중점관리기업 선정과 공개, 공개서한 발송, 주주제안 등으로 다양화하였다. 더하여 새로 허용된 적극적 주주권행사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」이 규정하고 있는 대량보유자 관련 규제와 충돌할⁰⁴ 가능성이 높은 점을 감안하여 법률 검토를 거친 후 적극적 주주권행사의 요건과 방법 및 절차를 자세하게 규정한 가이드라인을 수립하여 발표하였다.

03 국민연금기금은 2018년 공개 중점관리대상기업으로 남양유업을 선정하고 홈페이지에 공개하고 있다(https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs/mcs_06_04.jsp).

04 “5% 룰”과 “10% 룰”을 의미한다. 이에 대한 개괄적인 논의는 <부록>을 참고

2. 국민연금기금의 적극적 주주권행사에 대한 반대 논의

가. 연금사회주의(Pension Fund Socialism) 관련 논란과 정치적 영향력의 문제

연금사회주의에 대한 우려를 이유로 국민연금기금의 적극적 주주권행사를 반대하는 주장이 상당한 지지세를 형성하고 있다. 연금사회주의는 1970년대 들어 미국에서 덩치가 커진 각종 지역 연금기금이 수익률 제고라는 목적을 내걸고 종래 보수적인 자산 배분 관행에서 탈피하여 주식 보유를 확대해감에 따라 상당수 상장기업의 대주주로 부상하던 현상을 가리켜 Drucker(1976)가 처음으로 사용한 용어이다. 지역연금기금의 궁극적인 소유자는 연금 수급권자인 노동자이므로 지역연금기금의 상장주식 지분확대는 적어도 형식 논리적으로는 노동자가 생산수단 소유의 주체가 된다는 점에 착안하여 문리적으로만 해석하면 이를 사회주의의 범주에 포함시킬 수 있다는 점을 지적하기 위한 것이었으며 정치적인 맥락이 있는 것은 아니었다. 그럼에도 불구하고 최근 일각에서는 국민연금기금의 상장기업 지분 확대에 대하여 노동자를 대리한 국민연금기금이 기업을 소유함으로써 사회주의적 생산양식이 자본주의적 생산양식을 대체할 것이라는 의미에서 연금사회주의에 대한 우려를 제기하고 있다. 그러나 이러한 주장은 연금사회주의의 진정한 의미를 오해한 결과이다. Drucker(1976)는 연금기금을 통하여 노동자가 기업을 소유함으로써 사회주의적 생산양식이 자본주의적 생산양식을 대체할 것을 지적한 것이 아니라 노동자가 궁극적으로 자본가의 지위를 차지할 것이며 기업은 소유주인 노동자의 이익에 봉사하는 방향으로 운영될 것이라는 점을 지적한 것이다.⁰⁵ 사회주의라는 표면적 비유를 오독하여 연금기금의 주식 보유 확대로 인하여 시장과 가격기구를 핵심 작동기제로 하는 분권적 생산조직이 국가가 주도하는 계획에 의하여 구동되는 중앙 집중적 생산조직으로 대체될 것이라는 예측으로 해석해서는 안 될 것이다.⁰⁶

그럼에도 불구하고 국민연금기금의 의사결정이 정치적 영향력 등 외부로부터의 압력에 영향을 받아 왜곡될 가능성을 지적하는 의미에서 연금사회주의에 대한 우려를 제기하는 것이라면 현재 국민연금기금의 지배구조와 환경요인을 감안할 때 충분히 경청할 가치가 있는 것이라고 할 것이다. 국민연금기금의 주식투자 확대는 서구 각국에서 장기간에 걸쳐 꾸준히 진전되어왔던 지역

05 In terms of socialist theory, the employees of America are the only true 'owners' of the means of production. Through their pension funds they are the only true 'capitalists' around, owning, controlling, and directing the country's 'capital fund'. The 'means of production', that is, the American economy ... is being run for the benefit of the country's employees (Drucker, 1976).

06 Clark & Hebb(2004)는 연금기금이 주식 보유 확대를 통하여 대주주가 된 이후에도 기업의 생산을 조직하는 근본적인 원칙은 여전히 시장 경제 시스템에 기반하고 있음을 지적하며 연금사회주의보다는 연금자본주의(Pension Fund Capitalism)가 더 타당한 명칭임을 강조하였다.

연금기금의 그것과 상당히 다른 함의를 가진다. 특히 서구 각국의 경우 다수의 직역연금기금이 주식 투자 확대를 통하여 기업지배권 시장에서 영향력을 확대하여 왔으나 우리나라의 경우 국민연금기금이라는 단일 투자자의 시장 지배력이 상당한 수준에 도달하였으며 향후에도 당분간의 그러한 추세가 지속될 것이라는 점에서 중요한 차이가 존재한다. 단일 의사결정 체제에 의하여 운영되는 국민연금기금의 행위가 반드시 동일한 이해관계를 가지지 않는 다수의 직역연금기금에 비하여 기업지배권 시장에 더 큰 파급력을 가질 것이라는 점은 물론이다.

국민연금기금과 같은 공적연금기금 수탁자가 투자 대상 자산의 위험-수익률 프로파일에 대한 적절한 고려 없이 정치적 목적을 추구하는 세력의 압력을 이기지 못하고 자산을 투입하여 기금의 가치를 훼손한 예를 찾는 것은 그리 어려운 일이 아니다. 예를 들어 미국 뉴욕시 공무원 퇴직연금기금 이사회에 당연직으로 참여한 인사가 공직 선거에 출마하면서 자신이 이사로 복무한 기간 동안 연금기금이 적극적 주주활동을 대폭 확대하였는데 자신이 그 과정에서 중요한 역할을 수행하였음을 대대적으로 선전하였다. 그러나 이에 대하여 해당 공직선거 후보가 적극적 주주권 행사를 위하여 노력하였던 것이 투자대상 기업의 지배구조와 행태 변화를 유도하여 기업 가치를 제고할 목적이 아니라 대기업의 횡포에 분연히 맞서는 정치인으로서 자신의 이미지 구축을 위한 것이었다는 평가가 일반적이었다. 한편 미국 메릴랜드 주에서는 부진한 투자 성과를 보인 자산운용사가 당시 일반적인 관행에 비하여 높은 운용수수료를 요구하였음에도 불구하고 주정부가 관리하는 직역연금의 자산 운용 수탁에 성공한 사례가 있었는데 이에 대하여 해당 자산운용사가 현직 주지사의 선거운동에 상당한 규모의 후원금을 납부한 사실이 있었음을 지적하여 논란이 된 사례도 있었다. 특히 Romano(1993, 1995)는 공적연금기금의 지배구조에 대한 정치적 영향력과 부진한 투자 성과 간에 상당한 통계적 연관 관계가 존재한다는 연구결과를 보고하였다.

공적연금기금이 정치적 목적 달성에 동원되어 문제가 발생할 수 있다는 점과 관련하여 가장 잘 알려진 사례는 ETI(Economically Targeted Investment)를 둘러싸고 1990년대 미국에서 전개된 논쟁이다. ETI는 자산운용자가 재무적 수익률뿐 아니라 지역사회 발전이나 지역사회에 대한 공헌 등을 종합적으로 고려하여 자금투입 여부를 결정하여야 한다는 투자원칙이다. 예를 들어 캘리포니아 주에서는 지역주민의 주택구입 기회를 확대하고 일자리 창출을 지원하기 위하여 공적연금기금 자산이 주택건설에 투입되었고 코네티컷 주에서 지역사회 일자리를 유지하기 위하여 지역에 소재한 기업에 공적연금기금 자산이 투입되기도 하였다. 금융시장에서 투자자의 관심을 전혀 끌지 못하는 지역사회 소재 벤처기업에 대한 자금공급에 공적연금기금이 동원되기도 하였는데 이 또한 ETI의 일부로 주장되었다.

ETI의 지지자는 적절한 선택을 통하여 시장 수익률에 상응하는 수준의 수익률을 기대할 수 있도록 포트폴리오를 구성할 수 있다고 주장하지만 이를 뒷받침할 수 있는 명확한 실증증거는 제시된 바가 없다. 한편 금융시장의 불안전성으로 인하여 사회적으로 필요한 투자 프로젝트에 대한 자금 공급이 원활하게 이루어지지 않는 경우가 많으므로 공적연금기금이 이러한 문제 해결에 적극적으로 나서야 한다는 주장도 있으나 이를 반대하는 논자들은 이러한 주장이 정치적인 동기에 의하여 촉발된 것에 불과한 것으로 간주한다. 물론 ETI에 대하여 받아들일 수 있는 일정한 수준의 투자 수익률을 기대할 수 있고 시장 수익률에 미달하는 부분에 대해서는 사회적 편익 창출을 이유로 사회 구성원이 기꺼이 수용할 수도 있을 것이다. 그러나 사회적 편익을 계량화하여 이를 투자 기준으로 삼는 것은 지극히 어려운 일이며 실제 투자에 실현된 경우도 찾아보기 힘들다(Iglesias & Palacios, 2000). 우리나라에서도 최근 들어 국민연금기금에 대하여 출산율 제고와 주거 복지 확대를 이유로 청년층과 신혼부부 대상 임대주택 건설에 투자하거나 일자리 창출을 이유로 중소기업 부문에 대한 투자를 확대하여야 한다는 요구가 제기된 바 있다. 이러한 주장이 설득력을 가지기 위해서는 이들 부문에 대한 투자가 창출하는 사회적 편익이 경제적 편익과 비교 및 합산할 수 있는 수준으로 정확하게 측정할 수 있어야 하며 투자를 통하여 창출된 사회적 편익이 포기한 경제적 편익보다 크다는 점이 증명되어야 한다는 전제가 충족되어야 할 것이다.

국민연금기금의 의사결정이 정치적 영향력으로부터 자유롭지 못할 가능성을 우려하여 국민연금기금의 주주권행사 자체를 부정할 것이 아니라 정치적 영향력을 차단할 수 있는 제도적 장치를 마련하는 것이 올바른 접근법일 것이다.

나. 적극적 주주권행사의 실효성 문제

일부 논자는 기관투자자의 적극적 주주권행사와 관련한 활동이 기업의 가치나 투자 수익률 제고를 유도하는데 별다른 효과를 거두지 못하고 있다는 일련의 실증연구 결과에 기대어 국민연금의 적극적 주주권행사 무용론을 펼치기도 한다(신장섭, 2018). 예를 들어 Denes et al.(2017)은 각종 연금기금을 포함한 기관투자자의 적극적 주주권행사 효과를 분석한 70여개의 연구논문을 대상으로 메타분석(meta analysis)을 수행한 결과 기관투자자의 적극적 주주권행사가 장단기를 막론하고 주가 수익률에는 별다른 영향을 주지 못하였으며 투자 대상 기업의 성과나 지배구조에도 긍정적인 변화를 유도하지는 못하였다는 결론을 내렸다. 그러나 이는 Denes et al.(2017)이 점검한 연구에 포함된 다수의 주주권행사 사례에서 기관투자자가 투자 대상 기업의 의사 결정에 영향을 줄 수 있을 정도로 충분한 지분을 보유하고 있지 못하고 있었다는 점에 기인한 결과일 가능성이 매

우 높다. Heaton(2019)은 행동주의 헤지펀드의 주주활동이 투자 대상 기업의 성과나 행태에 상당한 변화를 초래하였다는 다수의 실증적 증거가 존재함을 지적하고 있는데 이를 행동주의 헤지펀드의 투자 전략에서 기인한 결과로 해석하였다. 행동주의 헤지펀드는 취약한 지배구조나 잘못된 경영으로 인하여 가치가 하락한 기업의 지분을 집중적으로 매입하여 상당한 수준의 지분을 확보함으로써 지배구조 개선이나 경영방향 전환을 요구하는 자신의 주장을 관철시켜 기업 가치를 제고하고 궁극적으로 투자 수익률을 높이는 전략을 추구하기 때문이다. Denes et al.(2017)의 연구에서도 행동주의 헤지펀드의 적극적 주주권행사가 여타 기관투자자의 활동과 달리 상당한 성과를 거두고 있음을 확인할 수 있다. 한편 상당수의 연구가 국민연금기금과 유사한 측면이 다수 존재하는 CalPERS의 적극적인 주주권행사가 대상 기업의 주가 및 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하고 있다(English et al., 2004, Smith, 1996). 국민연금기금의 적극적 주주활동이 모든 경우에 소기의 성과를 거둘 것으로 기대할 수는 없을 것이지만 지분 분포에 따라서는 상당수 상장기업의 의사결정에 의미 있는 영향력을 행사할 수 있을 것이므로 실효성을 이유로 국민연금기금의 적극적 주주활동을 부정하는 주장에 대해서는 그 근거를 인정하기 힘든 것이 사실이다.

더하여 비록 낮은 지분율로 인하여 국민연금기금의 적극적 주주권행사가 투자 대상 기업의 가치 제고에 직접적으로 기여하지 못한다고 하더라도 장기적으로는 낙인효과(stigma effects)를 두려워하는 행태 변화를 유도함으로써 궁극적으로 국민연금기금의 보유자산 가치 상승에 기여할 수 있는 간접적 기대효과를 무시할 수 없을 것이다. 우리나라 주식시장에서 국민연금기금이 차지하는 비중이나 위상을 감안할 때 국민연금기금의 적극적 주주권행사 대상으로 선정되었다는 사실 자체가 해당 기업이 상당한 부담을 느낄 것이기 때문이다. 한편 투자 관련 국민연금기금의 정책이나 원칙을 상당수 기관투자자가 수용하는 등 국민연금기금이 국내 기관투자자 사이에서 선도자(leader)의 역할을 수행하고 있다는 점도 기업이 국민연금기금의 움직임을 예의 주시할 수밖에 없는 요인으로 작용할 것이다.

3. 주주권행사 관련 지배구조 검토의 필요성

주주로서 국민연금기금이 그 권리를 행사할 수 있음은 부정할 수 없는 당연한 명제이다. 나아가 국민연금기금은 연금보험료 적립금의 운용책임을 부여받은 수탁자로서 기금의 가치 제고라는 임무를 완수하기 위하여 적극적으로 주주권을 행사할 것을 요구받고 있다. 이에 반하여 국민연금기금의 적극적 주주권행사를 반대하는 주장이 강력하게 제기되면서 논쟁이 상당히 오랜 기간 동

안 계속되고 있다. 사정이 이러함에도 불구하고 국민연금기금의 적극적 주주권행사와 관련된 논쟁은 합의점을 찾기보다 기존 주장이 반복되는 소모적인 논란이 지속되고 있는 것이 사실이다.

별다른 진전을 보이지 못하고 있는 논의를 생산적인 방향으로 전환하기 위하여 국민연금기금의 적극적 주주권행사에 반대하는 이유로 제시된 논거들에 대하여 타당성을 점검하고 필요한 경우 우려를 불식시킬 수 있는 제도적 장치를 도입하는 것이 필요하다. 특히 국민연금기금이 적극적인 주주권행사에 본격적으로 임하기에는 현재의 주주권행사 관련 지배구조가 정치적 영향력 또는 좀 더 넓은 범위까지 감안한다면 일부 이해관계자 집단의 영향력을 차단하기에는 취약한 지배구조를 가지고 있다는 지적에 대해서는 신중한 검토를 거친 후 필요한 경우 지배구조 강화를 위한 조치를 취할 필요가 있을 것으로 사료된다.

III. 국민연금기금 주주권행사 지배구조

국민연금기금의 주주권행사와 관련되는 기구로는 국민연금기금운용위원회(이하 기금운용위), 국민연금기금운용본부(이하 기금운용본부), 수탁자책임전문위원회(이하 수책위)를 들 수 있다.

1. 국민연금기금운용위원회

기금운용위는 국민연금기금의 운용에 관한 최고의사결정기구로 보건복지부에 설치되어 있다.⁰⁷ 특히 주주권행사와 관련하여 기본 원칙과 행사 지침 및 주요 정책 결정 등에 관한 사항을 의결한다. 더하여 필요한 사안에 대하여 위원장이 직권으로 또는 기금운용위 의결로 구체적인 사안에 대하여 수책위를 거치지 않고 직접 주주권행사를 의결할 수도 있다.⁰⁸

기금운용위는 위원장인 복지부 장관을 포함하여 20인으로 구성된다. 기획재정부를 포함한 4개 정부 부처 차관과 국민연금공단 이사장 등 5인이 당연직 위원(ex-officio member)으로 참여하는

07 국민연금법 제103조제1항에 의하면 기금운용위는 기금운용지침에 관한 사항, 기금을 관리기금에 위탁할 경우 예탁 이자율의 협의에 관한 사항, 기금운용 계획에 관한 사항, 기금의 운용 내용과 사용 내용에 관한 사항, 그 밖에 기금의 운용에 관하여 중요한 사항으로서 기금운용위원회 위원장이 회의에 부치는 사항을 심의하고 의결한다.

08 국민연금기금 수탁자책임활동에 관한 지침 제4조제5호

데 이들의 임기는 재임 기간 중이다. 이에 더하여 위원장이 사용자 단체가 추천한 3인, 노동조합이 추천한 3인, 농어업인 단체가 추천한 2인, 자영업 관련 단체가 추천한 2인, 소비자 및 시민단체가 추천한 2인, 국민연금에 대한 학식과 경험이 풍부한 전문가 2인을 기금운용위원으로 위촉하는데 이들의 임기는 2년이며 1회에 한하여 연임할 수 있다.

2. 국민연금기금운용본부

의결권을 포함하여 주주로서의 모든 권리를 행사하는 주체는 국민연금공단에 속한 기금운용본부이다⁹⁹. 다만, 기금운용본부가 판단하기 곤란하여 수책위에 결정을 요청한 사항, 수책위 재적위원 1/3 이상이 장기적인 주주가치에 미치는 영향이 크다고 판단하여 수책위에 회부할 것을 요구하는 사안, 비공개대화 대상기업 선정, 비공개 및 공개중점관리기업 선정, 주주제안, 공개서한 발송 등 관련 사안 등은 수책위의 결정에 따라 기금운용본부가 주주권을 행사한다.

기금운용본부는 기금자산의 장기적이고 안정적인 가치 증대에 부정적인 영향을 줄 것으로 예상되는 사안을 중점관리사안으로 지정하고 관리하면서 대상 기업과의 비공개대화를 통하여 문제 해결을 위하여 노력한다. 중점관리사안 지정 대상 사안은 합리적인 배당정책을 수립하지 않거나 합리적인 배당정책에 따라 배당을 하지 않을 경우, 기업의 경영성과와 연계되지 않은 이사보수한도가 설정되어 주주권익이 침해되는 경우, 법령상의 위반 우려로 기업 가치를 훼손하거나 주주권익을 침해할 수 있는 경우¹⁰, 지속적인 반대 의결권 행사에도 개선이 없는 경우, 정기 ESG(Environment-Social-Governance) 평가 결과 종합 등급이 2등급 이상 하락하여 C등급 이하에 해당하는 경우 등이다. 중점관리사안에 해당하는 사건이 발생하는 경우 기금운용본부는 사실관계 확인, 기업의 입장표명 요청, 현황파악을 위한 자료 및 정보 요청, 기업의 조치사항 확인, 개선대책 요구 등을 내용으로 이사회 및 경영진 등 회사를 대표하는 자와의 면담 또는 비공개서한 발송 등의 형식으로 하는 비공개대화를 실시할 수 있다.¹¹

99 구체적으로 기금운용본부에 설치된 투자위원회가 주주권행사 관련 의사결정의 주체이다. 투자위원회는 기금운용본부장을 위원장으로 13인 이내의 위원으로 구성된다. 위원은 전원 기금운용본부의 실장 또는 팀장이다.

10 투자 대상 회사와 관련한 횡령 및 배임 행위, 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위(부당지원행위), 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위(사익편취행위)가 국가기관의 조사 등을 통하여 객관적인 사실로 인정되는 경우를 말한다.

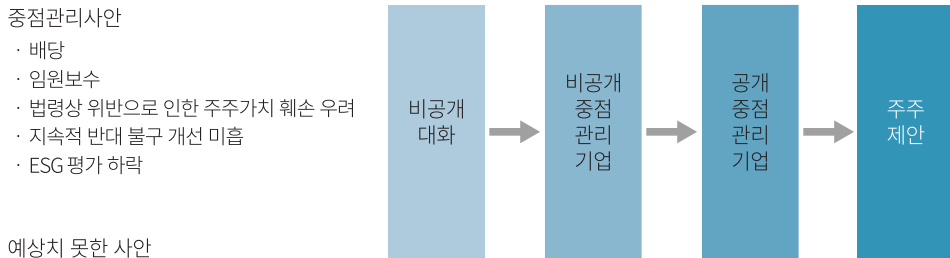
11 중점관리사안에 대한 비공개대화는 모든 기업을 대상으로 시행하는 것이 아니라 보유지분율이 1,000분의 50 이상 또는 보유비중이 국내주식의 경우 전체 국내주식 대비 1,000분의 10 이상이거나, 해외주식의 경우 전체 해외주식 대비 1,000분의 10 이상인 기업을 대상으로 한정하여 이루어진다.

한편 비공개대화를 1년간 수행하였음에도 불구하고 개선이 없는 기업이나 비공개대화를 거부하는 기업을 수책위의 결정을 거쳐 비공개중점관리기업으로 선정하여 비공개대화를 포함하여 개선을 위한 노력을 지속한다. 비공개중점관리기업이 선정연도 연말까지 개선을 보이지 않는 경우 또는 비공개대화를 거부하는 경우 수책위의 결정을 거쳐 공개중점관리기업으로 선정하고 해당 기업의 명단은 공개된다. 기금운용본부는 공개중점관리기업에 대하여 수책위의 의결을 거쳐 공개개선한을 통하여 비공개대화에서 수행하는 것과 동일한 주주활동을 행할 수 있다.

더하여 기금운용본부는 공개중점관리기업으로 선정하고 당해 연도 말까지 노력하였음에도 불구하고 개선이 없는 경우 수책위의 결정을 거쳐 주주제안을 행사할 수 있다. 특히 공개대화는 물론 비공개대화를 거부하는 기업에 대해서는 기금운용위원회의 결정으로 즉시 주주제안을 행사할 수 있다.

이상의 절차는 주주가치 훼손 현상이 상당한 기간 동안 관찰되고 있는 경우에 적용할 수 있는 것이다. 그러나 주주가치를 훼손할 수 있는 사건은 예상하지 못한 시기에 예상하지 못한 양태로 언제든지 발생할 수 있다. 이러한 사항에 대하여 위에서 정한 절차를 모두 순차적으로 거친다면 문제를 교정하거나 국민연금의 자산 가치 훼손을 최소화할 수 있는 적절한 시기를 놓치는 상태가 발생할 수 있다. 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 기금이 보유하고 있는 상장주식에 대해 환경, 사회, 지배구조 등과 관련하여 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 경우 수책위의 결정을 거쳐 앞에서 논의한 절차를 반드시 거치지 않고 필요한 주주활동을 수행할 수 있다.

<그림 III-1> 기금운용본부의 적극적 주주권행사 대상과 절차



기금운용본부의 주주권행사 관련 활동에 필요한 자료수집 및 분석, 행정업무 지원을 위하여 기금운용본부에 수탁자책임실이 설치되어 있다. 수책실은 기금운용본부장이 수책위의 업무를 지원하는 사무국의 역할을 수행한다.

3. 수탁자책임전문위원회

수책위는 국민연금기금이 보유한 주식의 주주권행사 및 책임투자 관련 사항을 검토하거나 결정하기 위하여 기금운용위 산하에 설치된 위원회이다. 구체적으로 수책위는 책임투자 및 주주권행사 일반 원칙 및 세부 기준 등 검토, 기금운용본부의 책임투자 및 주주권행사 내역 검토, 기금운용본부가 판단하기 곤란하여 전문위원회에 결정을 요청한 주주권행사 관련 사항 결정, 수책위 재적위원 1/3 이상이 장기적인 주주가치에 미치는 영향이 크다고 판단하여 수책위에 회부할 것을 요구하는 주주권행사 관련 사항 결정, 비공개대화 대상기업 선정, 비공개·공개중점관리기업 선정, 주주제안, 공개서한 발송 등 적극적 주주권행사 관련 사안 결정, 위탁운용사에 대한 「의결권행사 위임 가이드라인」 검토, 의결권행사 위임 및 회수 결정 등의 기능을 수행한다.

국민연금기금과 관련된 의사결정의 최고 기관은 기금운용위이므로 주주권행사도 본질적으로는 기금운용위의 권한이다. 그러나 기금운용위는 대표성을 강조하여 정부 각 부처 차관이 당연직으로 참여하고 사용자, 근로자, 지역가입자 등 이해관계자가 추천하는 인사로 구성되는데 이들이 주주권행사에 요구되는 고도의 전문성과 시장 경험을 충분히 갖추었다고 간주하기는 힘든 것이 사실이다. 수책위는 주주권행사 및 책임투자 관련 사항에 대한 사항을 검토하고 그 결과를 기금운용위에 보고 및 권고함으로써 기금운용위의 전문성 확충을 지원하기 위하여 설치된 기관이다.¹² 따라서 수책위는 본질적으로 자문기관이며 의결기관은 아니다. 그러나 의결권과 적극적 주주권의 상당 부분에 대하여 단순한 검토 및 논의에 그치지 않고 주주권행사의 종류, 방법, 시기를 결정하는 독특한 지위를 보유하고 있다.

수책위는 상근전문위원 3인과 외부전문가인 비상근전문위원 6인으로 구성된다. 상근전문위원은 금융, 경제, 자산운용, 법률, 연금제도 등 분야에서 5년 이상 재직하였거나 관련 업무를 5년 이상 담당한 인사 중에서 사용자, 근로자, 지역가입자 등 3개 가입자 단체가 각각 1인을 추천하고 기금운용위 위원장인 복지부 장관이 위촉한다. 상근전문위원의 임기는 3년이며 1회에 한하여 연임이 허용된다. 비상근전문위원 6인은 관계 전문가 중에서 보건복지부 장관이 위촉한다는 것 이외에 선임 방법에 대하여 구체적인 규정이 존재하지 않는다. 현재는 사용자 대표, 근로자 대표, 지역가입자 대표가 각각 추천한 2인으로 비상근전문위원을 구성한다. 한 가지 특이한 점은 비상근전문위원이 기금운용위의 전문성을 보충하기 위하여 설치된 전문위원회의 구성원임에도 불구하고

12 기금운용위의 전문성 확충을 지원하기 위하여 기금운용위 산하에 수탁자책임전문위원회, 투자정책전문위원회, 위험관리·성과보상 전문위원회 등 3개 전문위원회가 설치되어 있다.

관계 전문가라는 추상적이고 모호한 요건 이외에 비상근전문위원의 자격요건에 대해서는 별다른 규정이 없다. 따라서 현재 관행 아래에서는 비상근전문위원의 전문성 보유 여부는 이들을 추천하는 이해관계자 대표의 판단에 전적으로 달려있다.

IV. 국민연금기금 주주권행사 지배구조 평가와 개선방향

1. 공적연금기금 지배구조 설계의 원칙

자원에 대한 소유와 통제가 분리되어 있고 통제권을 행사하는 주체의 행위에 대하여 정보 비대칭이 존재하는 경우 통제권자가 소유권자의 이익에 반하여 자신의 이익을 추구하는 이해상충의 문제는 피할 수 없는 어려움이다. 이해상충은 소유권자의 이익이 부당하게 침해될 수 있다는 법률적인 문제를 촉발시킬 수 있음은 물론 비효율적 자원배분이 이루어지는 시장균형으로 귀결되는 사회후생 차원의 문제가 발생하는 원인이 될 수 있다. 국민연금기금도 기금자산의 소유권자는 국민연금이며¹³ 통제권자는 기금운용위로 분리되어 있고 기금운용위의 행위를 소유권자가 완벽하게 통제할 수 없으므로 국민연금기금 운용에도 이해상충의 문제가 존재한다. 따라서 국민연금기금 소유권자의 권익을 최대한 확보하고 자원배분의 효율성을 제고하기 위하여 이해상충 행위를 통제할 수 있는 제도적 매커니즘, 즉 효과적이고 효율적인 지배구조(governance structure)를 구축하는 것이 중요한 과제이다.

계약이론(contract theory)에 의하면 국민연금기금의 운용에서 발생하는 비용과 편익에 가장 직접적으로 영향을 받는 이해관계자, 즉 잔여청구권자(residual claimants)에게 연금기금 운용에 대한 최종적인 통제권을 부여하는 것이다. 잔여 청구권자는 연금기금의 운용 성과와 직접적인 관계를 맺고 있으므로 이해관계자를 대신하여 연금기금을 운용하는 기금운용위의 행위를 감시하고 통제하는데 소요되는 자원을 투입할 유인을 가장 크게 보유하고 있기 때문이다. 국민연금과 같은 확정급여형 공적연금기금의 잔여청구권자는 납세자이다. 확정급여형 연금에서는 지급되는 연금급여의 규모가 미리 확정되어 있으므로 기금운용의 성과가 부진하여 미적립 연금부채가 증가하는 경우 그 부담은 최종적으로 납세자에 귀착되기 때문이다. 특히 향후 상당기간 동안 국민연

13 정확하게 말한다면 국민연금기금의 소유권자는 미래 납세자이다. 자세한 논의는 이하 참고

금기금의 적립금이 양의 수준을 유지할 것으로 예상되는 상황에서 잔여 청구권자는 적립금이 고갈되고 난 이후 기금 수입과 지출 간 차이를 보전할 의무를 부담하는 미래 납세자라고 할 것이다. 물론 향후 연금재정 건전성 유지를 위하여 연금 보험료가 인상될 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 연금가입자도 국민연금기금의 운용 성과에 영향을 받을 것이므로 잔여청구권자의 범주에 포함될 수 있을 것이지만 연금제도의 변화는 인구구조나 실물경제 전망 등의 요인에 직접적으로 연관되는 것이며 연금기금의 운용성과와는 이차적인 관계를 가진다는 점에서 납세자에 비해서는 그 순위가 뒤쳐진다고 할 것이다.

국민연금기금 지배구조의 적절성에 대한 평가는 잔여청구권자인 납세자의 이해관계가 충실하게 반영되도록 설계되어 있는지 여부를 판단 근거로 이루어져야 할 것이다. 구체적으로 지배구조가 기금운용의 전문성(expertise)과 잔여청구권자에 대한 책무성(accountability)을 담보할 수 있도록 설계되어 있는지 여부에 따라 판단되어야 할 것이다.¹⁴ 전문성은 기금운용본부라는 별도의 기구를 설치하여 자산 운용을 위임하는 목적이므로 당연한 요구조건이며 책무성은 자산운용 주체인 기금운용본부가 잔여청구권자의 이해관계에 부합하여 운영할 것을 요구하는 원칙이다.

2. 평가 및 개선방향

구체적인 사안에 있어 국민연금기금의 주주권은 기금운용본부가 행사하며 이 과정에서 발생할 수 있는 이해상충 문제에 대응하기 위하여 기금운용위와 수책위로 구성된 지배구조가 구축되어 있다. 특히 수책위가 핵심적인 지배기구로서 역할을 수행하고 있는데 이는 수책위가 대부분 적극적 주주권의 행사 여부, 시기 및 방법을 직접 결정할 뿐 아니라 기금운용본부가 수행하는 주주권행사의 절차와 요건, 방식을 사실상 결정하고 그 준수 여부를 점검하는 등의 역할을 하기 때문이다. 이러한 지배구조는 기금운용본부를 감시하기 위하여 설치된 기금운용위가 기금운용본부가 수행하는 주주권행사의 적절성을 평가할 수 있는 전문성을 보유하고 있지 못하다는 현실적 고민을 반영한 결과인 것으로 판단된다. 따라서 국민연금기금의 주주권행사 관련 지배구조의 적절성을 평가하기 위해서는 수책위의 책임성과 전문성 여부를 점검할 필요가 있을 것이다.

사실여부를 떠나 수책위의 의사결정이 이해관계자의 부당한 영향력으로부터 자유롭지 못하여 책무성 확보에 애로로 작용한다는 인식이 존재하고 있는데 이는 수책위의 인적 구성에 국민연금기금의 잔여 청구권자인 납세자 대신 사용자 대표, 근로자 대표, 지역가입자 대표 등이 개입하도

14 자세한 논의는 OECD(2009)를 참고

록 허용된 현재의 제도적 장치에 상당 부분 기인하는 것으로 판단된다.¹⁵ 앞에서도 논의한 바와 같이 확정급여형 연금인면서 부분 적립방식을 취하고 있는 국민연금기금의 자산 운용에 문제가 발생하는 경우 그 피해는 납세자 특히 미래세대 납세자에 귀착된다. 그러나 미래세대 납세자의 대표를 국민연금기금의 지배기구인 기금운용위나 수책위에 참여시키는 것은 물리적으로 가능하지 않다. 따라서 차선책으로 국민연금기금과 이해관계를 맺고 있는 다양한 집단이 수책위 구성에 참여하도록 하고 있으나 이들 이해관계자 집단과 미래세대 납세자의 이해관계가 반드시 일치하는 것은 아니다. 따라서 현재와 같은 방식으로 구성되는 수책위가 주주권행사 관련 의사결정을 함에 있어 이해관계자 집단의 영향을 받아 잔여 청구권자인 납세자의 이해를 침해하는 방식으로 행동할 가능성을 배제할 수 없다. 이와 별도로 책무성을 담보하기 위한 제도적 장치의 측면에서도 현재의 수책위 운영 방식에는 미흡한 점이 상당 수 존재한다. 수책위가 개별 사안에 대한 주주권행사 관련 사안을 심의 및 결정함에 있어 기금운용본부가 제공하는 정보와 자료에 대부분 의존하고 있는데 이는 수책위의 책무성 확보에 장애요인으로 작용할 수 있다. 더하여 수책위 위원이 준수해야 할 윤리강령이 매우 추상적으로 서술되어 있으며 이를 위반할 경우 어떤 조치가 취해지는지 규정이 부재하다는 점도 책무성 확보에 부정적 요인으로 작용한다.

전문성의 측면에서도 문제점을 지적할 수 있다. 수책위가 전문성을 보완하기 위하여 설치된 기구임에도 불구하고 비상근 위원의 자격요건을 관련 전문가로 지나치게 포괄적으로 규정함으로써 주주권행사 및 기업지배구조와 관련하여 고도의 전문성을 요하는 의사결정을 온전하게 수행할 수 있을지에 대하여 의문이 제기된다.

현재와 같은 수책위의 구성과 역할은 2020년 1월의 국민연금법 시행령 개정을 통하여 확정된 것이다. 시행령 개정을 통하여 수책위에 법률적 근거를 제공함으로써 수책위가 수행하는 활동과 결정의 합법성과 정당성을 확보함으로써 책무성 제고에 기여하였다는 측면에서 의미를 평가할 수 있다. 또한 경력과 자격을 갖춘 상근전문위원 제도를 도입하고 이들이 수책위에 참여하도록 함으로써 수책위의 전문성을 강화한 점도 상당한 의미를 가지는 조치이다. 그러나 수책위의 책무성 강화를 위한 방안 제시가 미흡하다는 점을 지적하지 않을 수 없다. 먼저 비상근전문위원의 자격요건을 상근전문위원과 유사한 수준으로 명시함으로써 전문성 담보를 꾀할 필요가 있다. 더하여 비상근전문위원 추천권을 가진 이해관계자 대표의 부당한 영향력 행사 가능성을 최소화함으로써 책무성 제고를 꾀하기 위하여 위촉 방식을 근본적으로 재검토할 필요가 있다. 가령 기금운용위가 지명한 민간전문가로 비상근전문위원 추천위원회를 구성하고 위원추천위원회가 충분한 자격을

15 책무성을 이유로 인적구성의 문제점을 비판하는 논지는 수책위에 그치지 않고 기금운용위에도 동일하게 적용된다.

가진 20~30인 가량의 후보군을 확정하여 기금운용위 위원장에게 추천하면 기금운용위 위원장이 사용자, 근로자, 지역 가입자를 대표하는 기금운용위 위원과 협의하여 후보군 중 6인의 위원을 선정하여 위촉하는 방안을 고려해 볼 수 있을 것이다. 다음으로 수책위 위원, 특히 비상근 전문위원이 직무를 수행함에 있어 필요하다고 판단되는 경우 기금운용본부에 자료제출 또는 의견제시를 요구할 권한을 부여하고 기금운용본부는 법령 위반 등 예외적인 경우를 제외하고 이에 응할 의무를 부과함으로써 위원의 원활한 직무 수행을 지원하는 체제를 구축할 필요가 있다. 더하여 수책위 외부전문가 위원이 준수하여야 할 윤리강령을 제정하고 이에 위반되는 행위를 한 경우 기금운용위 위원장이 해당 위원을 해촉할 수 있는 근거를 신설한다면 책무성 확보에 도움이 될 것이다. 수책위 회의록을 작성하고 상당한 시간이 경과한 후 공개하도록 하고 외부전문가 위원에 대하여 공기업 사외이사에 준하는 수준의 보수를 지급하는 것도 수책위의 책무성 제고에 도움이 될 것으로 기대된다.

장기적으로는 기금운용위의 구성 및 운용방식을 근본적으로 개편하는 방안을 검토할 필요가 있다. 기금운용본부의 전문성과 책무성 확보를 위하여 기금운용위와 수책위를 설치하고 있는 현재의 지배구조는 기금운용위의 전문성 미흡이라는 현실적 어려움을 타개하기 위한 타협책으로 설계된 것이다. 기금운용위가 기금운용본부의 전문성과 책무성 감시라는 본연의 임무를 수행하는데 필요한 전문성을 보유하고 있지 못하여 이를 보완하기 위하여 의사결정의 상당 부분을 전문가 집단에 위임하고 있는데, 문제는 수책위에 참여하는 전문가의 책무성 확보를 위하여 또 다른 제도적 장치가 필요하다는 것이다. 기금운용위가 전문성을 보유하고 있으면 이와 같은 옥상옥 방식의 복잡한 제도를 채택할 필요가 없을 것이다. 따라서 장기적으로는 기금운용위를 전문가 조직으로 전면 개편하는 방안을 검토할 필요가 있다. 기금운용위원의 자격을 연금제도, 자본시장, 자산운용 영역에서 경력과 경험을 가진 전문가로 한정하여 위촉하고 기금운용위 산하에 투자전략, 위험관리, 성과보상, 주주권행사 관련 소위원회를 설치하고 기금운용위원이 이들 소위원회에 참여하도록 함으로써 책무성 확보가 어렵고 지나치게 복잡한 현재 지배구조를 간결하고 효율적인 방향으로 개편할 수 있을 것이다.¹⁶ 이에 대하여 사용자, 근로자, 지역가입자 대표가 대표성 상실 또는 정치적 영향력으로부터의 독립성 상실을 이유로 반대할 것으로 예상되는데, 사용자, 근로자, 지역가입자 대표가 추천하는 인사로 국민연금기금 감독위원회를 구성하고 감독위원회가 전문성을 갖춘 기금운용위원을 선임하도록 하는 이원적 구조를 도입함으로써 대응할 수 있을 것으로 판단된다.

16 필요한 경우 소위원회는 특정 사안에 대하여 외부 전문가의 의견을 청취하여 참고할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 김병태, 2015, 『외국의 주식대량보유 보고제도의 현황과 시사점』, 한국경제연구원 정책연구 2015-31.
- 신장섭, 2018, 『왜곡된 스튜어드십코드와 국민연금의 진로』, 나남.
- 유석호, 2005, 주식등의 대량보유 상황보고 관련 법적 쟁점과 과제, 『증권법연구』 6(2), 75-112.
- Clark, L.G., Hebb T., 2004, Pension fund corporate engagement: The fifth stage of capitalism, *Relations Industrielles/Industrial Relations* 59(1), 142-171.
- Denes, M.R., Karpoff, J.M., McWilliams, V.B., 2017, Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research, *Journal of Corporate Finance* 44, 405-424.
- Drucker, P.F., 1976, *Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, Butterworth-Heinemann.
- English, P.C., Smythe, T., McNeil, C.R., 2004, The “CalPERS effect” revisited, *Journal of Corporate Finance* 10(1), 157-174.
- Heaton, J.B., 2019, *Hedge Fund Activism and Financial Performance*, Forthcoming in The Oxford Handbook of Hedge Funds.
- Iglesias, A., Palacios R.J., 2000, *Managing Public Pension Reserves*, SP Discussion papers No.3. The World Bank.
- OECD, 2009, *OECD Guideline for Pension Fund Governance*.
- Romano, R., 1993, Public pension fund activism in corporate governance reconsidered, *Columbia Law Review* 93(4), 795-853.
- Romano, R., 1995, The politics of public pension funds, *Public Interest* 119, 42-53.
- Smith, M.P., 1996, Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, *The Journal of Finance* 51(1), 227-252.

부 록

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제147조제1항¹⁷은 상장회사 주식등을¹⁸ 5% 이상 대량보유하고 있는 경우 보유상황과 보유목적 등 주요사항을 금융위원회와 거래소에 보고하도록 요구하고 있다. 또한 5% 이상 대량 보유자의 지분율이 1% 이상 변동하는 경우 변동 내용을 5일 이내에 보고하도록 요구하고 있다. 한편 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제153조제2항은¹⁹

① 주식등을 대량보유하게 된 자와 그 특별관계자에 관한 사항 ② 보유 주식등의 발행인에 관한 사항 ③ 변동 사유 ④ 취득 또는 처분 일자 · 가격 및 방법 ⑤ 보유 형태 ⑥ 취득에 필요한 자금이나 교환대상물건의 조성내역(차입인 경우에는 차입처를 포함한다) ⑦ 이상의 사항과 관련된 세부사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항을 보고사항으로 규정하고 있다.

대량보유 보고의무제도는 일정 비율 이상의 주식 취득과 변동 사항을 신속하게 시장에 알림으로써 주식시장의 투명성과 공정성을 확보할 목적으로 운영하고 있다. 동 제도는 적대적 인수 · 합병을 목적으로 하는 주식의 대규모 변동이 발생하는 경우 이를 경영진과 시장참가자에 투명하게 알림으로써 기업지배권 시장의 공정한 환경을 조성하는데 기여하고 규제당국이 불공정거래를 감시하는 수단으로 활용될 수도 있다(김병태, 2015).

다만, 주식등의 보유목적이 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아니면서 국민연금기금과 같이 법률에 따라 설립된 기금을 포함하여 대통령령이 정하는 전문투자자인 경우 보유상황, 주식등을 대량보유하게 된 자와 그 특별관계자에 관한 사항, 보유 주식등의 발행인에 관한 사항에 대하여 보유 또는 변동이 있었던 분기의 다음 달 10일까지 보고할 수 있도록 허용하고 있다. 한편 「자본시장과 금

17 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제147조(주식등의 대량보유 등의 보고) ① 주권상장법인의 주식등(제234조제1항에 따른 상장지수집합투자기금인 투자회사의 주식은 제외한다. 이하 이 절에서 같다)을 대량보유(본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100분의 5 이상인 경우를 말한다)하게 된 자는 그 날부터 5일(대통령령으로 정하는 날은 산입하지 아니한다. 이하 이 절에서 같다) 이내에 그 보유상황, 보유 목적(발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적 여부를 말한다), 그 보유 주식등에 관한 주요계약내용, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 하며, 그 보유 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100분의 1 이상 변동된 경우(그 보유 주식등의 수가 변동되지 아니한 경우, 그 밖에 대통령령으로 정하는 경우를 제외한다)에는 그 변동된 날부터 5일 이내에 그 변동내용을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 한다. 이 경우 그 보유 목적이 **발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것**(임원의 선임 · 해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 대통령령으로 정하는 것을 말한다)이 아닌 경우와 전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자의 경우에는 그 보고내용 및 보고시기 등을 대통령령으로 달리 정할 수 있다.

18 의결권에 실질적으로 영향을 줄 수 있는 모든 증권, 계약 등을 포함하므로 주식등으로 표현한다.

19 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제153조(주식등의 대량보유 등의 보고) ② 법 제147조제1항 전단에서 “대통령령으로 정하는 사항”이란 다음 각 호의 사항을 말한다. 1. 주식등을 대량보유(법 제147조제1항에 따른 대량보유를 말한다)하게 된 자(이하 “대량보유자”라 한다)와 그 특별관계자에 관한 사항 2. 보유 주식등의 발행인(법 제148조에 따른 발행인을 말한다)에 관한 사항 3. 변동 사유 4. 취득 또는 처분 일자 · 가격 및 방법 5. 보유 형태 6. 취득에 필요한 자금이나 교환대상물건의 조성내역(차입인 경우에는 차입처를 포함한다) 7. 제1호부터 제6호까지의 사항과 관련된 세부사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항

「유통투자업에 관한 법률」 제147조제1항과 동 법 시행령 제154조제1항은²⁰ 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경, 회사의 자본금의 변경, 회사의 배당의 결정(국민연금기금 등 법률에 의하여 설립된 기금에는 적용하지 않음), 회사의 합병, 분할과 분할 합병, 주식의 포괄적 교환과 이전, 영업 및 자산의 양수·양도·처분, 회사의 해산 등에 대하여 회사나 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 경우를 경영권에 영향을 주기 위한 행위로 간주한다.

국민연금기금의 경우 5% 이상을 보유한 상장기업의 수가 상당한 수준에 달하며 대량보유기업의 주식을 1% 이상 대규모로 거래하는 경우도 다수 존재하는데 대량보유 보고의무는 국민연금기금과 같은 대규모 거래자에게는 상당한 수준의 행정비용을 발생시킨다. 뿐만 아니라 대량보유 보고의무를 통하여 국민연금기금의 거래상황이 시장에 노출되면 여타 투자자의 추종매매 또는 반대매매를 촉발시켜 국민연금기금의 가치 손실을 결과하거나 시장의 안정성을 훼손하는 시발점으로 작용할 수 있다. 이러한 점을 감안하여 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아니라 단순투자 목적인 경우 국민연금기금과 같은 전문투자자에 대하여 대폭 감경된 대량보유 보고의무를 부과하고 있다.

단기매매차익 반환제도는 상장법인의 임직원 또는 주요주주가 그 법인의 주식등을 6개월 이내에 매수 후 매도하거나, 매도 후 매수하여 이익이 발생한 경우 당해 법인이 매매이익에 대해 반환청구를 할 수 있도록 한 제도이다. 동 제도는 임직원이나 10% 이상 지분을 보유한 대주주가 획득한 내부정보를 활용하여 부당한 이익을 취하는 것을 방지하기 위한 목적으로 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 규정되어 있다.²¹ 한편 동법 시행령은²² 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경

20 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제154조(대량보유 등의 보고에 대한 특례) ① 법 제147조제1항 후단에서 “대통령령으로 정하는 것”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 위하여 회사나 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사(「상법」, 그 밖의 다른 법률에 따라 「상법」 제363조의2·제366조에 따른 권리를 행사하거나 이를 제3자가 행사하도록 하는 것을 포함한다)하는 것을 말한다. 1. 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지 2. 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 3. 회사의 자본금의 변경 4. 회사의 배당의 결정. 다만, 제10조제3항제12호에 해당하는 자가 하는 경우에는 적용하지 아니한다. 5. 회사의 합병, 분할과 분할합병 6. 주식의 포괄적 교환과 이전 7. 영업전부의 양수·양도 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 양수·양도 8. 자산 전부의 처분 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 처분 9. 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약 10. 회사의 해산

21 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제172조(내부자의 단기매매차익 반환) ① 주권상장법인의 임원(「상법」 제401조의2제1항 각 호의 자를 포함한다. 이하 이 장에서 같다), 직원(직무상 제174조제1항의 미공개중요정보를 알 수 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자에 한한다. 이하 이 조에서 같다) 또는 주요주주가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 금융투자상품(이하 “특정증권등”이라 한다)을 매수(권리 행사의 상대방이 되는 경우로서 매수자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매도를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)한 후 6개월 이내에 매도(권리를 행사할 수 있는 경우로서 매도자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매수를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)하거나 특정증권등을 매도한 후 6개월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 그 법인은 그 임직원 또는 주요주주에게 그 이익(이하 “단기매매차익”이라 한다)을 그 법인에게 반환할 것을 청구할 수 있다. 이 경우 이익의 산정기준·반환절차 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다. 1. 그 법인이 발행한 증권(대통령령으로 정하는 증권을 제외한다) 2. 제1호의 증권과 관련된 증권예탁증권 3. 그 법인 외의 자가 발행한 것으로서 제1호 또는 제2호의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권 4. 제1호부터 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품

22 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제198조(단기매매차익 반환의 예외) 법 제172조제6항에서 “대통령령으로 정하는 경우”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다. 1. 법령에 따라 불가피하게 매수하거나 매도하는 경우 2. 정부의 허가·인가·승인 등이나 문서에 의한 지도·권고에 따라 매수하거나 매도하는 경우 3. 안정조작이나 시장조성을 위하

우에 한하여 단기매매차익 반환의무를 면제하고 있으며 금융위원회는 국민연금기금 등 공적 연금기금에 대하여 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닐 경우 미공개중요정보 취득과 이용의 가능성이 낮다고 보아 단기매매차익 반환 의무를 면제하는 특례를 인정하고 있다.²³

국민연금기금을 위시하여 다수의 기관투자자가 스튜어드십코드를 채택함에 따라²⁴ 이들의 주주 활동, 특히 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 간주될 수 있는 주주활동의 개연성이 크게 증가하였다. 현재의 대량보유 보고와 단기매매차익 반환 관련 법령의 규정이 지나치게 제한적이어서 스튜어드십코드 도입의 취지를 달성하는데 장애로 작용할 수 있으므로 이를 개선할 필요가 있다는 요청이 제기되었다. 이에 대응하여 금융위원회는 법령 개정을 통하여 변화된 환경에 맞도록 대량보유 보고와 단기매매차익 반환 제도를 개선하는 조치를 취하였다. 먼저 경영권에 영향을 주기 위한 행위의 범위에서 회사 및 임원의 위법행위에 대응하는 상법상의 권한 행사로 이루어지는 해임요구, 국민연금기금 등 공적연금기금이 사전에 공개한 원칙에 따라 기업지배구조 개선을 위하여 정관 변경을 추진하는 경우, 배당과 관련된 주주활동, 단순한 의견표명이나 대외적 의사표시 등은 제외된다. 다음으로 경영권에 영향을 주지 않는 것으로 간주되어 완화된 대량보유 보고의무를 부담하고 있는 대상을 일반투자자와 단순투자자로 세분하여 차별적인 공시 의무를 부과한다. 단순투자자는 의결권 등 지분율과 무관하게 보장되는 권리만을 행사하는 경우로 한정하여 최소한의 보고 의무만 부과되고 일반투자자는 경영권 영향 목적은 없으나 임원보수나 배당관련 주주제안 등 중

여 매수·매도 또는 매도·매수하는 경우 4. 모집·사모·매출하는 특정증권등의 인수에 따라 취득하거나 인수한 특정증권등을 처분하는 경우 5. 주식매수선택권의 행사에 따라 주식을 취득하는 경우 6. 이미 소유하고 있는 지분증권, 신주인수권이 표시된 것, 전환사채권 또는 신주인수권부사채권의 권리행사에 따라 주식을 취득하는 경우 7. 법 제172조제1항제2호에 따른 증권에탁증권의 위탁계약 해지에 따라 법 제172조제1항제1호에 따른 증권을 취득하는 경우 8. 법 제172조제1항제1호에 따른 증권 중 제196조제1호라목에 따른 교환사채권 또는 법 제172조제1항제3호에 따른 교환사채권의 권리행사에 따라 증권을 취득하는 경우 9. 모집·매출하는 특정증권등의 청약에 따라 취득하는 경우 10. 「근로복지기본법」 제36조부터 제39조까지 또는 제44조에 따라 우리사주조합원이 우리사주조합을 통하여 회사의 주식을 취득하는 경우(그 취득한 주식을 같은 법 제43조에 따라 수탁기관을 통해서 보유하는 경우만 해당한다) 11. 주식매수청구권의 행사에 따라 주식을 처분하는 경우 12. 공개매수에 응모함에 따라 주식등을 처분하는 경우 13. 그 밖에 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로서 증권선물위원회가 인정하는 경우

- 23 단기매매차익 반환 및 불공정거래 조사·신고 등에 관한 규정 제8조(단기매매차익 반환의 예외) 시행령 제198조제13호에서 “그 밖에 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로서 증권선물위원회가 인정하는 경우”란 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다. 1. 유상신주발행시 발생한 실권주 또는 단수주의 취득 2. 집합투자계약에 따라 집합투자업자가 행하는 매매 3. 공로금·장려금·퇴직금 등으로 지급받는 주식의 취득 4. 이미 소유하고 있는 특정증권등의 권리행사로 인한 주식의 취득 5. 증권시장에서 허용되는 최소단위 미만의 매매 6. 다음 각목의 어느 하나에 해당하는 기금의 관리나 운용을 위한 매매. 다만 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것(임원의 선임, 해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 영 제154조 제1항이 정하는 것을 말한다)이 아닌 경우에 한한다. 가. 「국민연금법」에 따른 국민연금기금 나. 「공무원연금법」에 따른 공무원연금기금 다. 「사립학교교직원연금법」에 따른 사립학교교직원연금기금 7. 그 밖에 증권선물위원회가 의결로써 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로 인정하는 경우

24 한국기업지배구조원에 의하면 2019년 11월말 현재 114개의 기관투자자가 스튜어드십코드에 참여하고 있다.

더 적극적인 주주활동을 전개하는 경우로 단순투자자에 비하여 강화된 보고의무가 부과된다. 더하여 공적연금기금에 대해서는 현재보다 완화된 보고내용 및 보고기한 의무가 부과된다. 한편 국민연금기금 등 공적연금기금이 미공개중요정보 이용 우려가 없도록 내부통제기준을 강화하고 정보고료 차단장치를 마련하는 경우 적극적 주주활동이 이루어지는 경우에도 단기매매차익 반환 의무를 면제해 준다.