

국민연금의 주주권 행사: 평가와 전망

2019. 5. 2.

자본시장연구원
박 창 균



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

- 서론
- 국민연금의 주주권 행사
- 기관투자자의 적극적 주주권 행사
- 국민연금의 적극적 주주권 행사를 위한 과제

A faint, light gray world map is visible in the background, centered behind the title bar. The map shows the outlines of continents and major landmasses.

서론

❖ 국내 주식시장에서 국민연금의 비중은 꾸준히 증가

- 해외투자 및 대체투자 비중 확대 등 투자자산 다변화에도 불구하고 적립금의 증가에 따라 시가총액 대비 국민연금의 주식 보유 비율은 꾸준히 증가
- 동 비율은 2030년 약 10% 수준까지 상승할 것으로 예상

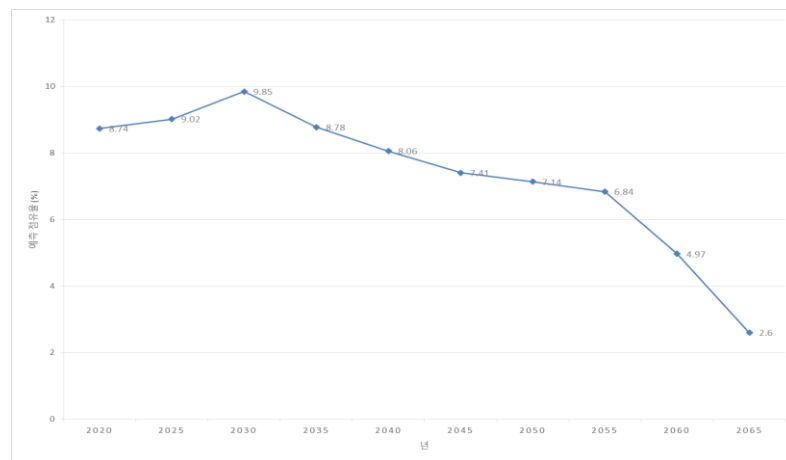
국민연금의 주식시장 점유율

단위: 조원, %

	국민연금	시가총액	비중
2012	68.1	1263	5.4
2013	83.9	1305	6.4
2014	83.9	1335	6.3
2015	94.9	1445	6.6
2016	102.4	1510	6.8
2017	131.5	1889	7.0

자료: 국민연금, 한국거래소

국민연금의 주식시장 점유율 예측

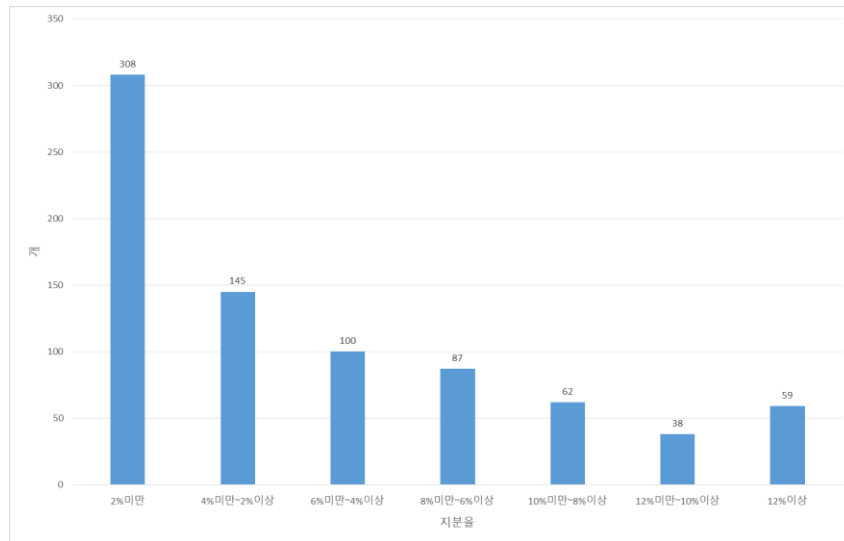


자료: 시장경제연구원(2012)

국민연금과 개별 주식

- ❖ 2017년 말 국민연금의 개별 주식 지분율은 평균 4.3% 수준
 - 유가증권시장과 KOSDAQ시장 상장 주식 중 799개 종목 보유
 - 지분율 5% 이상인 종목은 286개이며, 10% 이상인 종목도 97개

국민연금 보유 종목의 지분율 분포



주: 2017년 말 기준
자료: 국민연금

국민연금 투자 상위 10개 종목

순위	종목명	지분율(%)	종목명	평가액(억원)
1	LG하우시스	14.24	삼성전자	234241
2	한솔케미칼	13.96	SK하이닉스	32353
3	GS건설	13.83	NAVER	26967
4	코오롱인더	13.63	현대차	26178
5	대림산업	13.5	현대모비스	25334
6	풍산	13.5	POSCO	24381
7	한섬	13.5	신한지주	20485
8	한라홀딩스	13.5	한국전력	18317
9	SBS	13.5	KB금융	17630
10	휴맥스	13.5	LG화학	16162

주: 2017년 말 기준
자료: 국민연금

국민연금의 주주권 행사

- ❖ **최근 대한항공에 대한 국민연금의 주주권 행사를 둘러싸고 논란 재현**
 - 2018년 6월 국민연금은 대한항공 경영진 관련하여 발생한 법적·사회적 물의에 대하여 사실관계 파악 및 주주가치 보존을 위한 대책을 요구하는 공개서한을 대한항공에 발송
 - 2018년 3월 주주총회에서 대한항공을 지배하던 이사의 재선임에 반대표를 행사
- ❖ **국민연금의 의결권 행사는 지배주주(총수)와 직·간접적으로 관련된 사항을 중심으로 사회적 관심사로 대두**
 - SK, 현대자동차, 삼성물산, 대한항공에 대한 국민연금의 의결권 행사 관련 논란 발생
 - "지배구조 투명화를 통한 주주가치 제고"와 "기업경영에 대한 과도한 간섭"이라는 견해가 대립
- ❖ **국민연금의 "수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)" 도입 공표에 따라 국민연금의 주주권 행사가 더 이상 논란의 대상이 될 수 없으며, 의사결정의 절차 및 방법에 대한 구체적 대안을 구축하는 것이 중요**

A faint, light gray world map is visible in the background, spanning across the top and bottom of the slide. The map shows the outlines of continents and major landmasses.

국민연금의 주주권 행사

국민연금의 주주권 행사 관련 주요 Events

❖ 2005년 12월 “의결권행사지침” 수립으로 의결권 행사 체계화

- “의결권행사지침 세부기준” 제정 및 공표, 의결권 행사 내역 공시 등을 통하여 의결권 행사의 예측가능성과 투명성 확보를 위하여 노력
- 기금운용본부가 지침에 따라 의결권을 행사하되 필요한 경우 “의결권행사전문위원회”가 결정하는 체제 구축
- 2011년 해외주식에 대한 의결권행사지침 도입

❖ 2015년 6월 배당관련 권리행사 절차 및 기준 도입 발표

- 주주가치 훼손이 우려될 정도의 과다/과소 배당 기업을 선정하고 관리
- 기업과의 대화, 중점관리기업, 주주제안 등 다양한 방식의 적극적 주주권 행사를 제한적 영역에서 시작

❖ 2018년 7월 “수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)” 도입 발표

- 스튜어드십코드는 국민 자산의 수탁자로서 국민연금의 주주권 행사 관련 행위규범이며, 종래 배당으로 제한되어 있던 적극적 주주권 행사의 대상을 기업의 주요 의사결정 전반으로 확대
- 본격적인 실행은 관련 제도 및 법규 정비에 맞추어 추진하되 기금운용위원회가 의결하는 경우 그 이전이라도 시행

국민연금의 의결권 행사

❖ 주총에서 국민연금의 “반대”표 행사 비중이 꾸준히 증가

국민연금의 의결권 행사 경향 추이

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	86.8	12.8	0.3
2018	80.7	18.0	1.3
2019	81.7	17.5	0.8

주: 1) 세부안건을 개별 안건으로 인정할 것인지 여부에 따라 결과는 달라짐.

2) 2012년의 높은 반대 비율은 상법 개정에 따른 정관개정안이 많았기 때문

자료: 국민연금 자료를 대상으로 계산

의결권 행사의 안건별 특징

❖ 안건별로 의결권 행사 양태가 상이

- 이사 보수, 정관 개정 등에 가장 적극적으로 반대 의사 표시
- 사내이사보다는 사외이사 및 감사 후보자에 대한 반대의사 표시 비율이 상대적으로 높음.

	찬성 (%)	반대 (%)	기권/미참여 (%)	반대 이유
정관 개정	77	23	0	
재무제표 승인	95	2	3	배당 불만족
이사 보수	64	36	0	성과대비과다
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	

배당 관련 주주권 행사

- ❖ 국민연금은 투자기업의 합리적인 배당정책 수립을 위한 노력을 유도할 목적으로 배당과 관련하여 의결권 행사를 넘어서는 주주권을 행사
 - 목적: 주주가치 제고 및 기금의 장기수익성 제고
 - 주주권 행사 방법: 기업과의 대화, 중점관리 기업 지정, 주주제안

	기업과의 대화	중점관리 기업 지정	주주 제안 참여
대상	합리적 배당정책 부재 또는 배당 정책에 따른 배당을 하지 않은 기업: 배당 관련 반대 의결권 행사 기업, 저배당 성향 기업 우선 검토	일정기간 대화에도 불구하고 다음연도 정기주주총회 전까지 개선이 없는 기업	대화를 거부하는 등 개선여지가 없는 기업 또는 명단을 공개한 중점관리기업 중 다른 주주가 주주제안에 참여를 요청하는 경우
방법	기업과 우호적 대화채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 합리적인 배당정책의 자발적 수립 유도	중점관리기업으로 지정하고 지속적으로 개선 유도: 비공개 원칙, 수탁자 책임 전문위 결정으로 공개 가능 (2018년 공개 대상은 남양유업)	수탁자책임 전문위원회 의결로 행사참여 혹은 직접 수행 여부 결정

❖ 2018년부터 공개서한 정책을 시행

- 주주가치 훼손이 우려되는 사항이 발생하는 경영진을 대상으로 사실관계 설명과 향후 정책 제시를 공개적으로 요구
- 기금운용위원회의 결정으로 발송
- 2018년 6월 5일 대한항공 경영진을 대상으로 공개서한 발송

국민연금의 주주권 행사 관련 지배구조

- ❖ 기금운용위원회, 수탁자책임전문위원회, 기금운용본부(수탁자 채임실)가 주주권 행사와 관련

국민연금기금의 관리 및 운용체계



자료: http://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/ifm/mpc_01_01.jsp

국민연금의 주주권 행사 관련 지배구조

- ❖ 주주권 행사 관련 최고의 의사결정 주체는 “기금운용위원회”
 - 주주권 행사 활동 관련 원칙 및 지침을 의결
 - 위원장(복지부 장관), 당연직 위원 5인, 위촉위원 14인으로 구성
- ❖ 주주권 행사에 대한 기금운용위원회의 의사결정을 보좌할 목적으로 수탁자책임 전문위원회 설치
 - 주주권 행사 관련 일반 원칙, 세부 지침 등을 검토하고 기금운용본부 투자위원회의 주주권 행사 활동을 평가한 결과를 기금운용위원회에 보고
 - 기금운용본부가 판단하기 곤란하여 전문위원회에 결정을 요청한 사안, 전문위원회 주주권행사 분과 위원 3인 이상이 전문위원회에 회부할 것을 요구하는 사안, 공개중점관리기업 선정 및 공개서한 발송 등 공개활동 관련 사안에 대하여 결정
 - 사용자, 근로자, 지역가입자, 연구기관, 정부 추천 14인 위원으로 구성
- ❖ 수탁자 책임 완수를 위한 구체적인 활동의 주체는 기금운용본부 투자위원회

A faint, light gray world map is visible in the background, spanning across the top and bottom of the slide. The map shows the outlines of continents and major landmasses.

기관투자자의 적극적 주주권 행사

적극적 주주권 행사(Shareholder Activism)

- ❖ **비대칭적 정보 하에서 이루어지는 Joint team production을 특징으로 하는 생산조직에서 대리인 문제(agency problem)는 피할 수 없는 문제**
 - 대리인 문제의 존재는 주주의 이익이 부당하게 침해될 가능성을 의미
 - 경영진에 대한 광범위한 의사결정권한 부여와 주주의 최종적 통제권 보유, 기업지배권 거래 시장 활성화 등 대리인 문제에 대응하기 위한 장치 작동
 - 주주 또는 그의 대리인인 기관투자자가 직접적인 개입, 위임장 경쟁, 공개적 설득 등 다양한 수단을 통하여 기업의 의사결정에 영향을 주기 위한 활동을 수행하기도 함; 적극적 주주권 행사
- ❖ **적극적 주주권 행사는 1980년대 중반부터 영미권에서 기관투자자가 주도하여 확산**
 - 수동적 투자전략을 취하는 펀드의 확산과 경영권 보호를 위한 "Anti-takeover law"의 도입에 대응하여 주주이익 수호수단으로 적극적 주주권 행사가 주목을 받기 시작: 대리인 문제에 대한 시장규율 약화에 대응하기 위한 수단으로서 적극적 주주권 행사 확산
 - 주주권 행사의 편익이 비용을 넘어설 가능성이 높은 기관투자자가 주도

적극적 주주권 행사의 영역과 구체적 수단

- ❖ 대리인 문제로 인하여 주주의 이익이 침해될 여지가 있는 모든 영역이 적극적 주주권 행사의 대상이 될 수 있음.
- ❖ 적극적 주주권 행사는 공개서신 및 사적 대화, 주주제안, 헤지펀드 행동주의, 위임장 경쟁 등 다양한 형태로 실현
 - 공개서신 및 사적 대화(negotiation): 주주가 경영진을 대상으로 공개 또는 비공개 대화/협상을 통하여 의사를 관철하기 위한 노력으로 적극적 주주권 행사의 출발점
 - 주주제안(shareholder proposal): 주주가 주주총회에 특정 의안을 직접 제안
 - 헤지펀드 행동주의(hedge fund activism): 투자대상 기업의 경영결정 참여를 공개적으로 표방하고 이를 위하여 상당한 수준의 지분을 획득하는 헤지펀드 출현 – engagement management, capital structure, corporate governance, business strategy, asset sale 등 다양한 측면에 초점을 맞추는 투자전략 구사
 - 위임장 경쟁(proxy contest): 주주가 자신의 의사관철을 위하여 충분한 규모의 주주 동의를 획득하는 전략, 가장 공격적이고 비우호적인 주주권 행사 전략, 행동주의 헤지펀드가 구사하는 핵심 전략 중 하나

적극적 주주권 행사의 효과 측정

- ❖ **적극적 주주권 행사의 궁극적 목적은 대리인 문제를 완화함으로써 주주 가치를 제고하는 것**
 - 주주가치는 식별이 어려운 난제: 측정 대상과 시계(time horizon)에 따라 다르게 파악되는 문제
 - 기업가치에 대한 시장의 평가(주가) 개선, 수익성 제고, 운용효율성 제고, 지배구조 개선 등이 적극적 주주권 행사의 "현실적 목표(operational definition)"이 될 수 있을 것
- ❖ **적극적 주주권 행사의 효과에 대한 실증분석으로부터 일치된 결론 도출 어려움.**
 - Denes et. al. (2017)의 실증분석 연구 Survey
 - 주주권 행사 수단이 경영진에 비우호적일 수록, 장기보다 단기에 주가에 긍정적 영향
 - 행동주의 헤지펀드가 구사하는 수단이 기업의 수익성, 운용효율성, 지배구조 개선에 일정 부분 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타남.

적극적 주주권 행사와 주가

(1)		(2)		(3)		(4)	
Shareholder proposal		Negotiated settlements or non-proposal pressure		Hedge fund activism		Contested proposals	
Study	Abnormal return (%)	Study	Abnormal return (%)	Study	Abnormal return (%)	Study	Abnormal return (%)
<i>Panel A: Short-term valuation effects</i>							
Initial press announcements:		SWZ	0.92**	BJPT	5.10**	DW	11.9***
KMW	-0.22	Wahal	1.86**	Clifford	3.39***	DD	4.85***
Smith	-0.08	CNW	-0.04	BJK-a	5.04***	IL	4.69***
Wahal	0.30	CGD	-0.91***	GrS	3.61***	MP	8.04***
DH	-0.00	AWH-a	0.26	KZ-a	5.7***	ACSS	10.48***
Proxy mailing date:		ESM	0.98***	BoM	6.53 ^{NA}	RS	0.95
KMW	-0.12	Nelson-a	-0.67	BFGW	6.97***	Fos	6.5 ^{NA}
SWZ	0.13	Nelson-b	-0.19	BGS	4.09**		
Wahal	-0.30	DSW	0.31	GC	4.26***		
GS	0.05 ^{NA}	Barber-b	0.12				
PR	-1.10**						
TC	-0.05						
CW	-0.12						
RS	0.36***						
PRW	0.89						
Shareholder meeting date:							
KMW	-0.06						
SWZ	-0.13						
DH	0.07						
TC	0.16*						
CGG	1.31***						
<i>Panel B: Long-run returns</i>							
Smith	2.84***	OS	11.59**	Clifford	4.68	IL	-18.31**
Wahal	-0.1	SS	18.4	GrS	10.26***	MP	-3.43**
DH	-3.52	ESM	-16.88	KZ-a	11.35***		
PR	19.9	Nelson-b	-4.28	BBJ	7.17		
PRW	4.44	Barber-b	3.1	BGS	9.38***		

NA denotes significance is not reported.

*** Denote significance at the 1% level.

** Denote significance at the 5% level.

* Denote significance at the 10% level.

자료: Denes et. al. (2017)

적극적 주주권 행사와 수익성, 운용효율성, 지배구조

	Shareholder proposals		Direct negotiations or non-proposal pressure		Hedge fund activism	
	Study	Inference	Study	Inference	Study	Inference
<i>Panel A: Earnings variables</i>						
Return on assets or operating return on assets	KMW Smith SWZ Wahal DH PR	No change No change No change Decrease No change No change	SWZ OS CNW DSW	No change No change No change Increase	BJPT Clifford BJK-a GrS KZ-a BoM KZ-b Zhu GGJ BBJ GC	Increase Increase Increase No change No change Increase No change Increase Increase Increase Increase
Return on equity	SWZ	No change	SWZ	No change	BJPT	Increase
Return on sales or operating return on sales	KMW Smith DH PR	No change No change No change No change	CNW	No change		
<i>Panel B: Operations variables</i>						
Capital expenditures	Smith CGG	No change Decrease	CNW	No change	GrS KZ-a GGJ BJK-b GC	Decrease No change Decrease Decrease No change
Payout of earnings or cash flows	Smith DH	No change No change	CNW	No change	BJK-a GrS KZ-a KZ-b Zhu GGJ JS-b	Increase No change Increase Increase Increase Increase Increase
Growth in sales	KMW DH	Decrease No change				
Asset divestiture, restructuring, or employee layoffs	Smith DH	No change Increase	CNW	No change	Clifford KZ-b BJK-b GC	Increase Increase Increase Increase
<i>Panel C: Governance features</i>						
CEO turnover	KMW Smith DH	No change No change No change	Wu DSW HIZ	Increase Increase No change	Zhu	Increase
Board composition	PRW	Increase independence				
Control change attempted or succeeded	DH	Increase				
Actual control change	DH	No change				
CEO compensation	JPS JS-a EFM	No change No change Decrease	CF	Increase		
Governance changes acceptable to activist	Smith Wahal	53% "successes" 31% "successes"			Bratton BJPT KZ-a BoM	84% "successes" 66% "successes" 60% "successes" 61% "successes"
Other governance features (e.g., poison pills, board diversity)	BM TC	Increase Increase	WWZ CNW	No change Increase		

자료: Denes et. al. (2017)

실증분석 결과의 해석

- ❖ **적극적 주주권 행사의 효과가 경험적으로 입증되지 않는다는 사실이 적극적 주주권 행사의 필요성을 부정하는 논리로 활용되어서는 안될 것**
 - 효과가 통계적으로 증명되지 않는다는 점이 효과의 부재나 부작용의 발생을 의미하는 것은 아님.
 - 적극적 주주권 행사의 존재 자체가 일정한 수준의 "기업 규율 효과"를 발휘
 - 측정오차(measurement error): "주주 가치" 측정의 한계와 어려움
 - 이사회가 일방적으로 제시한 안건에 대하여 찬반의사를 수동적으로 표시하는 소극적인 방법으로는 대리인 문제로 인한 주주 가치 훼손 가능성에 효과적으로 대응하기 힘든 것이 사실

A faint, light gray world map is visible in the background of the slide, centered behind the text.

국민연금의 적극적 주주권 행사를 위한 과제

적극적 주주권 행사 투명화

❖ 적극적 주주권 행사의 대상, 수단, 절차 등을 구체화함으로써 불확실성을 해소할 필요

- 2018년 도입이 선언된 "수탁자책임에 관한 원칙(스튜어드십코드)"는 연금 가입자의 이익 극대화를 위하여 국민연금에 적극적 주주권 행사를 요구한 것으로 파악할 필요
- 스튜어드십코드 준수를 위한 구체적인 지침이 확정되고 제반 제도 및 법령이 정비될 때까지 전면적인 실시를 유보하였으나, 기금운용위원회의 "결정"에 따라 적극적으로 주주권을 행사할 것이라고 발표함으로써 불확실성 증대
- 적극적 주주권 행사의 대상, 수단, 절차 등을 구체적으로 제시하는 지침을 빠른 시일 내에 마련하여 사회적 합의를 거쳐 확정함으로써 불확실성을 해소할 필요
- 지침이 확정되고 관련 제도 및 법령이 정비되기 이전 단계에서는 기금운용위원회의 결정에 따른 적극적 주주권 행사를 가급적 자제할 필요

주주권 행사 관련 지배구조 정비

- ❖ 국민연금의 적극적 주주권 행사에 대한 우려는 지배구조에 대한 불신이 근본 요인으로 작용
 - 국민연금의 영향력을 활용하여 정치적 목적 달성을 추구할 수 있다는 불신이 광범위하게 존재
 - 원래 취지와 다른 의미로 사용됨에도 불구하고 “연금사회주의(pension fund socialism)” 등과 같은 소모적 의제가 지나치게 심각하게 받아들여지고 있음.
 - 그럼에도 불구하고 적극적 주주권 행사를 전면적으로 요구하기에는 국민연금의 지배구조에 취약한 측면에 존재함은 부정하기 힘든 것이 사실
 - 기금운용위원회 및 수탁자책임 전문위원회의 구성과 운영에 정치적 영향력 행사가 가능한 여지가 상당 부분 존재
 - “복지부-공단 -기금운용본부-투자위원회”로 구성되는 지배구조의 취약성에 대해서는 여러 차례 문제제기가 이루어져 왔음.
- ❖ 국민연금의 주주권 행사 관련 지배구조 강화를 추진할 필요
 - 독립성과 투명성 제고가 지배구조 강화를 위한 제도 정비의 근본 방향이 되어야 할 것
 - 장기적으로 기금행정과 기금운용의 분리, 기금운용에서 경쟁 기제 도입 등 의제를 종합적으로 검토하되 지배구조 확립 이전 단계에서는 전문위원회의 독립성 및 기능 강화를 통한 대응을 고려해 볼 수 있을 것

감사합니다.