

연구보고서

2012-06

국민연금기금 주주권 행사의 진보적 대안

2012. 12

국민연금기금 주주권 연구모임

 공공운수정책연구원
사회공공연구소

공공운수사회서비스노조 국민연금지부

[집필진] 국민연금기금 주주권 연구모임

‘국민연금기금 주주권 연구모임’은 국민연금기금운영에 대한 가입자의 참여를 강화하기 위한 한 방안으로서 주주권 행사의 필요성에 공감한 연구자들의 연구모임입니다. 연구자들의 연구 자율성을 보장하기 위해 연구자 명의 대신 연구모임 명의로 보고서를 제출합니다.

[사회공공연구소 연구지원 담당] 제갈현숙 연구위원

요 약

1. 서론

- 우리나라 대기업 오너의 경우 기업을 완벽하게 지배할 수 있게 되어 비합리적인 경영 행태를 종종 보이고 있으나, 이에 대한 사회적·법적 책임은 미비한 상황임.
 - 실제 대기업 오너들의 후진적 행위로 인하여 국내 주식에 오너리스크(owner risk)로 나타나고, 한국주식 저평가(Korea discount)의 주요 원인으로 작용하고 있음.
 - 그러므로 이에 대한 국가적 차원에서 규제대책이 필요하다는 의견이 꾸준히 제기 되어 왔으며, 이 중 하나의 대안으로 제시된 것이 국민연금기금의 주주권 행사를 통한 기업지배구조의 개선방안임.
- 실제 주주권을 통한 기업지배구조의 개선 노력은 2001년 참여연대를 통해 본격적으로 나타나기 시작하였음.
 - 최근 재벌 지배구조 개혁 등을 골자로 한 ‘경제민주화’가 주요정책으로 부상하면서, 선제적으로 국민연금기금의 주주권을 통한 우리나라 재벌구조에 대한 개혁 가능성이 높게 평가되고 있는 추세임.
 - 이러한 상황에서 공적연금기금의 주주권 행사 문제는 이제 국민연금기금만의 문제가 아닌 하나의 정책적 방향을 설정하여야 하는 중요한 문제로 대두되고 있음.
 - 여기에 최근 국회에서는 국민연금기금의 의결권을 「국민연금법」에 명시하려는 움직임까지 있음.
- 국민연금기금 운용은 투자행위로 인해 시장에 충격을 가할 뿐만 아니라, 주요 대주주로서 역할을 통해서도 국민경제에 많은 영향을 줄 수 있을 것이라는 기대가 있음.
- 기업의 지배구조와 관련하여 공적연금의 지위를 고찰하고 기업에 대한 주주권 행사의 필요성을 언급하기로 함.

2. 의결권과 주주권

- 국민연금기금에 대한 주주로서의 역할 논의시 주주권과 의결권이 혼용되어 있었음.
- 실제 지금까지 주로 논의된 부문은 의결권에 관한 사항으로 국한되었음.
 - 의결권(voting rights, 議決權)이란 주주가 주주총회에 참석하여 그 결의에 참가하는 권리를 의미하는 것으로 이는 1주에 대해 1개의 의결권을 가지는 것에 기초한 (「상법」 제369조제1항) 일종의 투표권임.
 - 주주권(stockholder's right, 株主權)은 말 그대로 주주로서 회사에 대해서 가지는 권리를 의미하며, 의결권을 포함한 보다 넓은 개념임.
 - 주주권을 적극적으로 행사한다는 의미는 주주가 적극적인 권리의 행사로 주주 소송에 이르는 상황을 발생시키며, 이는 소액 주주들을 대표하는 주주대표소송을 의미하는 것임.
 - 우리나라 「상법」에서 소수주주권으로 인정하고 있는 것으로 아래 <표 A>에서 나타난 바와 같이 대표소송권, 주주제한권, 이사·감사 해임청구권, 이사의 위법행위유지청구권, 회계장부 열람권 등이 있음.

<표 A> 소수주주권의 주요 내용

소수주주권 내용	주권상장법인 협회등록법인	주권상장법인 협회등록법인 (자본금 일천억원 이상)	일반법인
주주대표 소송권	6개월이상 보유 + 0.01% 이상	6개월이상 보유 + 0.01% 이상	1% 이상
이사, 감사, 청산인 해임청구권	6개월이상 보유 + 0.5% 이상	6개월이상 보유 + 0.25% 이상	3% 이상
위법행위 유지청구권	6개월이상 보유 + 0.05% 이상	6개월이상 보유 + 0.025% 이상	1% 이상
회계장부열람권	6개월이상 보유 + 0.1% 이상	6개월이상 보유 + 0.05% 이상	3% 이상
주주총회 소집청구권	6개월이상 보유 + 3.0% 이상	6개월이상 보유 + 1.5% 이상	3% 이상
검사인 선임청구권	6개월이상 보유 + 3.0% 이상	6개월이상 보유 + 1.5% 이상	3% 이상
주주제한권	6개월이상 보유 + 1% 이상	6개월이상 보유 + 0.5% 이상	3% 이상

3. 국민연금의 기금운용과 주식투자

- 국민연금은 2012년 6월 말 기준으로 360조원이 넘는 막대한 규모의 자산을 축적하고 있는 국가자산임.
 - 기금운용본부를 통한 전문적인 기금운용을 시행한 것은 1999년 11월부터임. 이전까지 기금 대부분은 「공공자금관리기금법」에 의한 예탁과 국채로 기금을 운용하는 상황이었음.
 - 국민연금기금은 기금운용본부가 설치되면서 보다 적극적이고 체계적인 운용을 하게 된 것임.
 - 실질적으로 국민연금 기금이 국내 자본시장에 본격적인 기관투자자로서 인식되고 활동하기 시작한 것도 기금운용본부의 출범과 그 맥락을 같이 함.
 - 2012년 6월말 기준으로 5.3% 수준으로, 2009년 금융위기로 잠시 줄어들었던 비중이 2010년 이후부터 다시 꾸준히 상승하고 있는 추세임.
- 국민연금기금이 5% 이상의 주식을 보유하고 있는 기업만도 180개사에 이르고 있음.
 - 이 수준은 「자본시장법」에서 주요 주주로 간주되어 소유 상황에 대한 보고의무를 가지는 5%를 초과한 수준임.
 - 국내 10대 대기업의 경우, 기업군에 속한 93개 상장사에 대한 국민연금기금의 평균 지분율은 4.14%로 꾸준히 상승하고 있음.
 - 10대 대기업 총수의 지분율은 1.98%로 실제 국민연금의 주식 보유량은 대기업 오너의 지분에 비해 두 배 이상 높은 수준임.
- 주식투자의 의의
 - 적립된 기금이 유가증권에 투자하는 이유는 기성화 된 체계를 통해서 공개된 시장에서 원하는 만큼 시장의 왜곡을 최소화하면서 매입할 수 있으며, 앞으로도 이러한 시장에서의 거래는 영구적으로 계속 될 것이라는 믿음이 있기 때문임.
 - 적립된 저축은 금융기관을 매개로 직접금융과 간접금융 등의 형태로 자금이 조달되면서 투자를 촉진하고 생산을 돕는 기능을 함.

- 이 과정에서 새로운 부가가치가 창출되며, 고용과 또 다른 파생투자로 연결되는 선순환을 이루게 됨.
- 대규모로 조성되는 공적연금기금은 무엇보다도 그 투자기간의 장기성으로 인하여 안정된 자금을 국내 자금 수요자에게 조달하도록 해 준다는 장점이 있음.
 - 국가적 차원에서 국민연금과 같은 공적연금기금은 강제저축을 통한 자본의 축적을 가능하도록 한 부산물임. 이렇게 축적된 자산은 주식이나 채권 등의 금융자산을 매개로 국내 산업의 자본 및 운영자금으로 공급되는 자금원천을 제공하게 됨.
 - 여기에 전문적 투자자로서의 규모의 경제를 갖춘 연금기금은 자본시장의 구조를 보다 선진화 할 수 있도록 하여, 다른 금융부문의 발전을 도모하여 실물산업과 잉여자본과의 연계를 보다 원활하게 해 주는 역할에 기여하게 됨.
 - 실제 우리나라 국민연금기금의 경우에도 기금운용본부 출범 이후 전문적인 금융자산에 대한 투자를 수행하면서, 국내 자본시장의 발전에 구조적으로나 제도적으로 많은 기여를 한 것으로 나타나고 있음.
- 국민연금의 입장에서 주식투자를 한다는 것은 정치 공동체를 구성하는 기본단위이며, 정치권력을 창출하는 힘을 가진 국민들에 의해 조성된 기금에 의해 국내기업에 투자를 한다는 의미임.
 - 이는 국가경제의 성장으로 기업의 가치가 상승하고, 그 상승분에 비례한 만큼의 주식 평가액이 상승하게 되므로, 궁극적으로는 가입자들에게 국가 경제발전의 과실이 나누어 질 수 있음.
 - 기업의 가치는 생산성 상승뿐만이 아니라 국내 경제발전에도 비례하여 성장하므로 경제성장의 과실을 함께 나눌 수 있다는 장점을 가짐.
 - 기업의 성장이 그대로 가입자의 이익으로 귀속되며 반대로 국내 경제의 하락에 대한 책임도 가입자들에게 직접적으로 전가될 것임.
 - 이 때문에 국민연금기금에서 발휘되는 주주권은 대기업의 지배구조에 미치는 영향의 크기는 별개로 하더라도, 정치적·경제적인 파장이 다른 기관투자자와 다르게 나타날 수 있음.

- 이로 인하여 자산운용사들과 차별되는 투자지평을 가지고 의결권 행사기준을 마련할 수 있어 사회경제적으로 순기능을 발휘할 수 있음.
- 국가적 가치를 가지는 기업의 투자자 혹은 대주주로 국민연금이 존재한다는 것은 이들 기업들의 성장 혜택이 국민들에게 이전될 수 있다는 통로를 만들 게 된다는 데 의의가 있음.
 - 연금기금처럼 안정적이고 장기자산으로의 자금이동은 비용을 절감하고, 주식의 가용성을 증가시킬 수 있음.
 - 여기에 장기적으로 자금을 조달한 기업들에게도 자본 활용도를 높여 생산성을 증가시키는 효과를 발생하는데 큰 도움이 됨.
 - 특히, 소규모 기업의 경우에도 국민연금기금과 같은 장기적 자산의 투자는 주식발행을 통한 수익확보에 보다 중요한 경쟁력을 줄 수 있음.
- 하지만 경제성장의 주요 동력은 노동인구의 증가와 밀접한 관련이 있으므로, 향후 저출산-고령화 구조로 인하여 실제 연금의 부담이 증가하는 반면, 자본의 실질 이익(주식투자 이익)도 감소하게 됨에 따라 미래 가입자의 연금부담을 오히려 높이게 되는 효과를 가져 올 수도 있음.
 - 국민연금 제도 역시 인구구조로 인한 재정적 문제를 가지고 있으며, 이를 주식 등의 적극적 투자를 통해 수익률을 제고하고자 하는 목적을 가지나 인구구조의 변화로 국내 자본생산성이 낮아지고, 국내 기업들의 자본이익률이 감소할 경우 이는 직접적으로 국민연금 주식부문의 운용 수익률의 감소로 연결되게 됨.
 - 이미 주식 부문도 인구구조로 인한 수익률 저하를 나타내기에 초과수익의 추구가 사실상 어렵게 되는 자기 모순적 결과에 직면할 수 있음.

4. 국민연금기금의 주주권 현황

- 2012년 6월말 기준으로 전체 주식시장 시가 총액 대비 5%가 넘는 수준의 주식을 보유하고 있으면서 아직까지 주주권이라 할 만한 행동을 취하지는 않았음.

- 소극적 주주권이라 할 수 있는 의결권을 일정한 프로세스를 통해 행사하면서, 주주총회에서의 경영진의 의견에 찬성 혹은 반대하는 역할을 하고 있음.
- 국민연금기금의 의결권은 ‘의결권행사 지침’과 ‘의결권행사 세부기준’에 따라 행사하고 있음.
- 국민연금기금의 의결권 행사에서 반대의견의 비중이 점차 증가하고 있어, 나름대로 경영진에 대한 견제적인 역할이 그나마 작동된다고 볼 수 있을 것임.

5. 국민연금기금의 주주권과 관련된 논의

- 국민연금기금의 주식투자의 역할과 비중의 증가는 점차적으로 시장에 기관투자자로서의 입지를 강화하게 되었고, 점차 사람들은 공적연금으로서의 국민연금의 역할과 함께 시장에서의 역할을 기대하기 시작하였음.
- 현실적으로 기금운용의 전문성을 넘어선 비전문가적인 시각에서 기업의 경영에 개입한다는 것에 대해서는 많은 비판이 제기되고 있음.
- 설사 급여지급의 최종책임이 정부에게 있다고 하더라도 결과적으로는 후세대의 조세 부담으로 귀결되기 때문임.
- 2011년 4월 26일 대통령 직속 미래기획위원회 위원장이 “공적연금기금이 적극적으로 주주권을 행사해야 한다”는 주장을 제기함으로써 공론화되었음.
- 여기서는 대기업의 공적 책임을 강화하는 방안으로 국민연금 등의 주주권을 활용하는 것이 효과적이라는 정부의 의지가 엿보인 것으로 기업들이 해석하면서 정부의 관치를 주주권을 통한 경영권 침해로 생각하면서부터 논란이 된 것임.
- 국민연금기금이 주식을 보유하게 되어 가지는 주주로서의 위상에 대한 고민은 2001년도에 들어서면서 본격화되기 시작하였음.
- 재무적 투자자란 입장에서 국민연금이 적극적인 의결권 행사에 나선 것은 2005년이 되어서야 비로소 ‘의결권행사전문위원회’와 ‘의결권 행사지침’을 만든 뒤 가시화되었

음.

- 국민연금기금의 주주권의 문제는 국민연금기금과 관련한 지배구조의 문제와도 얽히면서 금융시장뿐만 아니라 노동계·사회복지계·시민사회단체 등에서도 매우 관심 있는 주제로 대두되었으며, 마침내 19대 국회에 들어서는 실제 국민연금의 주주권 행사를 법적으로 명시하여야 한다는 의견으로까지 발전하였음.
- 국민연금 주주권의 행사에 대한 논의는 크게 세 가지 부류로 분류할 수 있음.
 - 첫째는 국민연금기금의 주주로서의 행동이 선량한 관리자로서 정당한 행동이라는 입장(재무적 입장).
 - 둘째는 주주권 행사에 대한 반대의견.
 - 셋째 국민연금기금의 속성을 기존의 운용자산으로 보기 보다는 사회적 자산으로 보아야 한다는 입장에서 주주권 행사 필요성(사회적 투자).

(1) 재무적 입장

- 아직까지 가장 많은 설득력을 가지고 있으며, 의결권 행사지침의 기초로 작용하고 있는 것은 재무적 입장에 근거한 것임.
 - 이들은 기금운용의 모든 판단 기준을 기금의 수익성에 기초를 두고 그 가부를 결정함.
 - 기본적으로 이러한 의견은 현재 최선을 다해 기금운용의 수익률을 제고하여야만 향후 후세대의 부담을 완화시킬 수 있다는 믿음에서 비롯됨.
 - 수익률 제고를 통해 기금 규모증가에 기여하는 것이 곧 공공성을 의미함.
 - 기금운용적 차원에서조차 수익률 극대화가 기금운용본부의 설립 목적이기에 가장 목적 부합적인 입장이기도 함.
- 재무적 입장은 기금운용의 기술적·금융적 차원을 중심으로 논의를 진행할 뿐 그와 결부된 사회적 권력 문제 및 공공성 문제는 충분히 다루고 있지 못하다는 약점을 가짐.
 - 국민연금제도가 사회적 합의에 기초한 사회보험의 한 경로라는 점도 포함시킬 필요가 있음.
 - 즉, 미래 연금급여의 충당은 기금 외에 국가로부터의 조세나 제도의 개혁을 통해 이루어 지는 것으로 필연적으로 모든 세대의 부담 가중을 전제로 한다는 점이 빠져 있음.

- 그렇기에 주주권의 행사를 포함한 기금운용의 초점은 기금자체로만 둘 것이 아니라 보다 포괄적 개념에서 사회전체적인 효용의 증대를 검토하여야 할 필요가 있음.
- 주주권의 적극적인 행사를 통한 우리나라 재벌의 개혁과 기업가치를 향상하는 목적을 넓게 볼 필요가 있음.
- 실제 재무적 입장에서 주로 언급하고 있는 CalPERS는 신자유주의를 대표하는 금융자본주의의 가장 극단적인 형태를 보여주는 사례로도 인용되고 있는 한계가 있음.
- CalPERS의 주주권 행사의 목적 역시 기금의 수익률 개선에 초점이 맞추어 있음.
- 기금의 절대적 수익률을 추구하기 위한 기금의 운용과 그 와 맥락을 같이하는 주주권 행사는 자칫 사회 전체적으로는 위험한 기업경영 개입이 될 여지가 있음.
- 뿐만 아니라 CalPERS의 경우 과도한 기금효율성 추구로 기존 기업에 대한 적극적인 경영개입이 일어나고 있으며, 주주자본주의 전형적인 행사모습을 보이고 있음.
- 이러한 면으로 인하여 우리나라에서는 오히려 국민연금의 주주권 행사를 반대하는 의견에 대한 논리적 근거가 되고 있음.
- 반대론자들은 CalPERS와 같은 주주권의 행사는 본래의 목적인 주주이익의 극대화나 기업가치의 개선을 얻기 어려우며, 오히려 기업의 경쟁력을 떨어뜨려 자본주의에 독으로 작용할 우려가 크다는 것을 주장하고 있음.

(2) 주주권 행사 반대 입장

- 반대론자들은 근거로 기금운용의 수익률의 효율성 여부를 들고 있음.
- 이들은 주주권 행사에는 많은 비용이 소요되며, 그러한 전문인력도 구성되기 어렵다는 점을 우선 지적함.
- 주주권 행사와 관련된 국민연금기금의 지배구조가 전문가로 구성된 독립된 조직이 아니기에 정부의 의지가 주주권을 통해 경영에 개입될 것이라 생각함.
- 기금의 주주권 행사가 정부에 의해 수행되는 것은 ‘연금사회주의’적 행위로 기금의 측면에서도 수익률에 해가 되기에 금지하여야 한다는 논리로 연결시킴.
- 반대론자의 주장대로 기금의 운용을 담당하는 대리인으로 하여금 효율적인 기금운용

을 기대하며 동시에 가입자의 이익을 극대화 할 수 있도록 하는 소유-지배의 구조를 갖춘다는 것은 원칙적으로 불가능함.

- 그렇기에 재무적 입장에서 주주권을 주장하게 되면, 이러한 반대론자들의 논리에 물려 궁극적으로는 기금운용 지배구조의 개선이 먼저 이루어지고 난 이후에야 주주권 행사를 고려하게 된다는 식의 결론에 이를 수밖에 없음.
- 이는 현 재벌들이 원하는 방향으로, 기금운용 지배구조의 독립성을 확보하기 위한 기금운용공사의 설립 등 독립 자체는 장기적인 시간이 필요한 것이며, 둘째 오히려 기금운용공사를 설립한다면 재벌 산하의 증권사나 자산운용사에 의해 오히려 기금을 좌우할 계기를 주게 됨.
- 독립성의 문제는 운용자에게 주주권 행사를 통한 수익률 개선을 성과급 산정에 반영하면서 해결할 수 있음.
- 운용자는 실제로 기금을 운용함에 있어서 가입자를 생각하기 보다는 기금의 운용 수익률을 극대화시킴으로서 자신이 받게 되는 여러 인센티브에 보다 많은 관심을 가짐.
- 여기에 주주권행사 행동이나 실적을 반영하면, 이들은 주주권의 행사에 매우 적극적으로 노력할 것이며 이익이 되지 않는 주주행동은 스스로 자제하게 될 것임.
- 하지만 이 경우 국민연금기금이 순수한 재무적 투자자임을 강조한다고 하여도 공익 부문에 대한 배려나 사회적 투자성격의 투자를 수행할 가능성을 잃게 될 우려가 있음.

(3) 사회적 투자 입장

- 주주권의 행사이유를 기금의 수익률 제고나 제도의 이익에서 찾기 보다는 사회 전체적인 효용의 증대를 추구한다는 점에서 재무적 입장과 그 맥락을 같이함.
- 여기서는 공적연금 급여는 세대간 연대와 세대내 연대(사회적 적절성)를 고려하여 결정되기에 경우에 따라 기여자와 수급자가 일치하지 않을 수 있다는 점을 전제로 함.
- 주주권을 논의하는데 있어서 수익률 지상주의적인 논리는 다소 뒤로 미룸.
- 수익률의 이유만으로 주주권을 논하게 될 경우 그 해결방안은 오히려 훨씬 간단할

수 있기에 보다 포괄적 관점에서 주주권을 고려하자는 의미임.

- ☐ 소유자가 가입자와 정부 혹은 후세대 인구들이라는 점을 생각한다면 사회적 투자자의 입장은 더욱 필요한 부문임.
 - 국민연금기금의 실질적인 운용을 심의·의결하는 기금운용위원회가 가입자와 사용자를 대표한 각계의 인사들과 정부 인사들이 참여하고 있어, 기금의 운용측면 외에도 많은 부문을 논의하여 기금을 운용할 수 있는 구조라는 점도 장점으로 활용할 수 있음.
- ☐ 하지만, 여전히 기금운용의 수익률 문제는 민감한 사항이고, 이 자체를 부정한 상황에서 다른 목적을 위한 기금의 활용은 언제나 도덕적 해이를 야기할 여지가 있음.
 - 수익률 지표 등과 같이 명백한 평가기준을 적용하기 어려운 사회적 효용이나 제도개선 등의 지표는 그 자체가 추정하기 어려움.
 - 자칫 기금운용에서 약속된 수익률을 달성하지 못하였거나 다른 정치적 행동에 대한 핑계로 활용될 수 있다는 문제를 가짐.

<표 B> 국민연금기금의 주주권 행사에 대한 입장 차이

구 분	주주권 강화	주주권 반대	사회적 참여
기금의 성격	신탁자산		사회적 자산
목표	기금수익률 극대화		사회적 효용의 개선
주요 발표자	기업지배구조 관련 연구소	전경련	양대 노총
기금운용위원회	전문성·독립성		제도와 연계

6. 주주권 행사의 필요성

- ☐ 공적연금의 주주권 행사기능은 기관투자자로서 기업에 투자하면서 의도한 것은 아님.

- 그러나 기업의 입장에서 보았을 때, 실체적인 기관투자자로서 국민연금을 바라 보았을 때 인식되는 지위는 자신들의 경영에 직접 영향을 미칠 수 있는 존재로 보임.
- 공적 연기금이 주식에 투자하는 것은 수익성뿐만 아니라 국가의 기업이라는 의미에서 국가경제의 성장 혜택이 퇴직 후 소득에 대한 기여로 연결하고자 하는 의도가 포함된 것임.
 - 주식은 궁극적으로 기업의 성장에 대한 과실을 투자한 사람들에게 나누어준다는 의미가 있음.
 - 공적연금기금이 주식에 투자한다는 것은 꾀 투자기업의 성장을 기금을 통해 지원하고 그 성장의 결과를 가입자들에게 나누겠다는 것임.
 - 국민연금기금의 입장에서도 국가경제의 성장으로 기업가치가 상승하고, 그 상승분에 비례한 만큼의 주식 평가액이 상승하게 되므로, 궁극적으로는 가입자들에게 국가 경제발전의 과실이 나누어 질 수 있는 것임.
 - 반대로 기업의 가치하락으로 주가가 하락할 경우라 하여도 연금기금 운용자는 함께 책임을 지며, 그 책임은 결국 가입자의 급여에 영향을 주거나 조세부담으로 나타남.
 - 이와 같이 성장이나 하락에 대한 책임을 함께 가지는 기금의 입장에서 기업의 경영에 대한 관심이 높아져야 하는 것임.
- 국민연금기금은 사회적 자산으로 금융시장뿐만 아니라 기금과 관련된 여러 부문에 대한 발전에 기여할 의무를 가짐.
 - 경영감시자로서 기업의 투명성을 제고하고, 자본시장의 발전에 기여하는 부문은 가장 기본적으로 기여할 수 있음.
 - 대기업 집단의 왜곡된 지배구조로 인하여 기업성장의 혜택이 온전하게 투자자인 국민들에게 이전되지 못한다면, 이는 어떤 방법으로든지 바로 잡아야 하는 문제이며 주주권의 행사가 가장 효율적일 수 있음.
- 설사, 공적연금의 운용에 정치적인 압력이 반영된다고 하여도 주주권 행사는 반드시 필요함.

- 주주권 행사로 인하여 실제 기금운용 수익률이 감소한다고 하여도 지배구조 개선은 공공재라는 사실 때문이다.
 - 기금운용 수익률이 실제 연금가입자들의 수급권과는 상관성이 없으며, 연금 지급자인 정부입장에서는 후세대의 부담뿐만 아니라 현세대의 후생까지도 함께 고려하여야 하는 정부의 의지와 관련이 있는 사항임.
- 경제민주화의 관점에서 보았을 때도 국민연금에 정치 공동체를 구성하는 기본 단위이며, 정치권력을 창출하는 힘을 가진 국민들의 납입으로 구성된 기금이라는 점에서 경제민주화의 목적에 가장 잘 부합함.
- 국민연금이 보유하고 있는 주식에 대한 주주로서의 권리를 적극적으로 행사하는 것은 장기적으로 기업의 가치를 제고하여 기금의 수익률을 향상하는 데 도움이 될 뿐만 아니라 국민연금기금의 투자를 받고 있는 기업의 경영을 투명하게 개선하는 등 헌법이 보장하는 경제민주화 원칙에도 합치되는 것임.
 - 대부분의 가입자인 소기업 종사자, 자영업자 등 다양한 경제활동인구에 대한 관심을 가지는 것이 상식적인 민주화라 한다면 국민은 혜택이 집중된 대기업에 대한 관심과 감시를 해야 할 필요가 있음.
 - 특히, 방만한 사업 확장 등으로 주주가치가 침해될 수 있으며 국내 경제에 역효과가 발생하는 것에 대해서 대기업 경영진에 대한 감시와 견제를 강화할 필요가 있음.
- 대기업들의 잘못된 행동을 통제하는데 국민연금의 주주권은 가장 큰 힘을 발휘할 수 있으며, 이는 경제민주화 이전의 문제임.
- 한 나라의 건전한 자본시장이 발전하기 위해서는 장기 안정적이고 전문적인 기관투자자의 존재가 필수적이며, 국민연금기금은 소수주주를 대표하는 기관투자자로서의 책임이 있음.
 - 우리나라에서 주주권의 행사가 발전되지 못하고 재벌구조가 고착화된 가운데 대기업 오너들의 잘못된 관행들이 고착화 된 것에는 실제 투자자들의 책임도 큼.
 - 장기적 관점에서 회사의 내재적 가치를 파악할 수 있는 기관투자자로서 꾸준한 이익의 증대와 기업의 지배구조 개선을 위한 노력을 하기 위해서라도 국민연금기금의 주

주권의 행사가 필요한 것임.

- 이 경우 행사되는 주주권은 일종의 백기사와 같은 역할을 하는 것으로 다른 단기 수익률을 추구하는 기관투자자나 투자자에 대항하는 역할을 할 수 있을 것임.

7. 공적연금기금 주주권 행사의 합치성

- 공적연금에 있어서 주식 보유비중으로 행사되는 주식회사의 소유권과는 구별되는 몇 가지 특성을 가지고 있음.
 - 첫째, 공적연금의 소유권은 연금 가입자 및 사용자 그리고 경우에 따라서는 납세자들까지 포함한 다수에게 고도로 분산되어 있어 소유자 누구도 조직운영(공적연금의 경우에는 연금펀드의 운용)을 감시하고 통제할 유인을 갖지 못하는 무임승차의 문제를 안고 있음.
 - 둘째, 공적연금의 소유권은 이전이 불가능하기에 주식회사의 경우 주식시장에서의 거래를 통해 소유권이 자유롭게 이전될 수 있으나, 공적연금의 소유권은 시장에서 거래되는 자산이 아니기 때문에 이전이 자유롭지 못함.
 - 셋째, 일반 기업에서와 마찬가지로 공적연금 운영의 핵심인 연금펀드의 운용은 경제 및 투자 분야의 고도의 전문성을 요구하며, 일반 연금 가입자 혹은 납세자들이 이에 관한 충분한 능력을 갖추고 있다고 보기는 어려움.
- 이상과 같이 공적연금기금은 여전히 분명한 주인이 실존하지 않는 모습으로 비추어지고 있어 여기에서의 의지적인 행동들이 자신의 이해관계와 배치될 때 그 행동에 대하여 공개적인 비판을 할 수 있는 사회적인 구조가 갖추어졌음.
 - 전경련 등 경제단체들은 이와 같은 공적연금을 통한 주주권 행사가 ‘연금 사회주의’라는 등의 반대 목소리를 높이고 있는 근거이기도 함.
- 그러나 대리인이 아닌 소액주주의 경우 기업경영에 대한 감시를 하고자 하는 유인이 적어 무임승차를 할 가능성이 높기에 주식을 대규모로 소유한 주주들이 기업경영에 대한 감시를 수행해야 할 필요성이 더욱 큼.

- 기관투자자와 같이 다수의 투자자를 대리하는 경우 감시비용을 수용할 수 있을 만큼 주식 보유비중이 커질 수 있어 적극적 감시를 수행할 수 있는 존재로서의 사회적 의무도 가지게 됨.
- 국민연금은 경영감시 비용을 수용할 정도로 국내 기업에 대해 높은 투자 비중을 가지고 있으며, 단기 매매를 통한 이윤창출 보다는 기업의 성장에 대한 장기투자를 목적으로 하는 데에서 책임투자의 최적 요건을 갖춘 국내 유일의 기관투자자임.
- 국민연금은 실제 가입자가 납부하는 연금보험료만으로 기금이 운용되는 것이 아니라 향후 절반 이상이 국가에 의해 보조받게 되는 상황에서, 가입자를 납부된 기금을 넘어서는 기금 전반에 대한 주인으로 간주하기에는 무리가 있음.
- 반면 공적연금의 대리인에 해당하는 주체로 수탁자를 꼽을 수 있어, 공적연금의 가입자들로부터 위탁을 받아 연금기금의 운용을 감시하고 통제하는 기능을 수행함.
- 기금 운용자의 투자 의사결정 역시 독립적으로 결정하지 못한다는 특성을 가짐.

8. 공적연금기금의 주주권 행사의 한계

- 우리나라의 자본시장에서 국민연금기금이 주주권을 제대로 발현하기에는 여전히 많은 한계가 존재함.
- 우선, 5%가 넘는 주식시장 시가총액 대비 주식비중을 보유하고 있다 하여도 여전히 한 기업 내에서 차지하는 비중은 협소한 소액주주에 불과함.
- 비록 국민연금기금은 국내 최대 기관투자자라고 하여도, 우리나라의 기업지배구조에 있어서는 투자자가 기업에 미치는 영향력이 여전히 미비하여 실제 기업의 의사결정을 뒤집기는 어려움.
- 이는 여전히 국민연금기금의 지분이 경영진의 의도에 영향을 미칠 만큼의 지분이 되지 못함.
- 국민연금의 반대의견에도 불구하고 경영진의 의도대로 정관이 통과된 이후 국민연금에서 행할 수 있는 수단이 없음.

- 둘째로는 기금운용의 원칙상 기금수익률을 추구하여야 한다는 기본 책무가 있어, 사회적 이익을 위해 기금의 손실을 감당하기에 매우 부담스러운 입장임.
- 기금운용 수익률의 추구가 자칫 사회적 이익과 경합이 발생할 경우 기금은 어떠한 방향에서 주주권을 행사하느냐의 문제임.
- 국민연금 기금운용이나 주주권을 행사하는데 있어서 이러한 경합의 문제가 발생하는데 있어서 국민연금기금의 운용지침이 수립되어야 할 것임.
- 셋째로는 실제 기업에 대한 사회적 책임을 강제할 수 있는 수단을 기금이 확보하고 있느냐의 문제임.
- 의결권의 가부가 실제 효과를 미칠 수 있느냐의 문제를 넘어서 과연 국민연금기금이 의결권을 행사하는데, 어떠한 철학을 가지고 있느냐에 대한 문제임.
- 넷째, 기금운용본부 자체에서 주주권을 일관된 행동이 없어 주주권을 수행하는 능력에 대해서 의구심을 가지고 있다는 점임.
- 국민연금의 주주권 행사는 행사에 있어서 어떠한 입장을 가지고 있기 보다는 그때 그때의 상황에 맞추어 권리를 행사하고 있어 일관성의 문제가 발생되고 있음.
- 이러한 비 일관적인 권리의 행사로 오히려 의결권의 행사에서 조차 외부의 압력에 의한 행사로 의심을 받게 되며, 결국 독립성을 우선적으로 담보하여야 한다는 목소리가 힘을 얻게 해주는 결과를 낳고 있음.

9. 대안적 주주권 행사의 우선순위

(1) 의결권행사의 단계에서 주주권 행사의 단계로 발전

- 무엇보다 국민연금기금이 적극적으로 주주권 행사를 하도록 정책을 정하였다면, 현재 의결권 차원에 머물러 있던 모든 규정과 지침 등을 바꾸어야 함.
- 국민연금기금이 의결권 차원에 머물러 있던 주주권을 보다 적극적으로 주주소송제도

로까지 그 영향력을 높일 수 있음을 밝혀야 함.

- 주주권 행사의 기준과 내역을 세부적이고 자세하게 적시하여 사전적으로 기업들이나 관련자로 하여금 상황별로 주주권의 행사를 인지할 수 있도록 함.
 - 물론 적시된 사항대로 주주권의 행사를 위하여 투자기업에 대한 면밀한 모니터링과 행사기준의 적용 여부를 파악하여야 함.
- ☐ 실제 주주권을 행사하게 될 경우 이에 대한 평가 역시 중요한 문제임.
- 기금운용의 독립성을 논하기 이전에 이들 평가에 대한 독립성을 우선적으로 고려하는 것이 보다 현실적일 문제임.
 - 기금의 주주권 행사에 대한 사항을 평가할 경우에는 행사의 독립성을 위해서라도 평가체계를 확립할 필요가 있음.
 - 그러므로 평가주체는 별도의 기관이나 ‘주주권전문행사위원회’가 될 수 있을 것임.

(2) 소액주주들과 연합한 주주권 행사

- ☐ 국민연금의 주주권 행사에 있어서 국민연금 단독으로 주주권을 행사하기 보다는 관련 소수주주들과의 협력을 통한 권리 행사로 객관성을 확보하고 대외적 의구심을 제거할 수 있을 것임.
- 지난 2010년 전광우 이사장도 다른 소수주주들과 함께 기업에 대한 주주권을 강화할 수 있는 방안으로 다른 기관투자자들과 공동으로 접근하는 ‘주주협의회’ 방안을 마련하겠다고 한 바 있음.
- ☐ 국민연금기금이 적극적인 주주권 행사를 시도할 경우 나타나는 부작용 중 하나가 재벌 관련 언론사들이 중심이 된 연기금 사회주의 비판 논쟁임.
- 이들은 국민과 기업에게 강제부과하여 걷은 공적 연기금을 동원하여 기업에 대한 영향력을 확대하고 경영에 개입하려 한다는 입장을 피력하면서, 국민연금기금의 독립성을 전제조건으로 제기하거나 연금의 고갈 문제를 강조하게 될 것으로 예상됨.
 - 이에 대처하기 위해서 다른 기관투자자나 소액 주주들과 주주권 행사를 함께 하는 방안을 고려해 볼 수 있음.

- 국민연금기금이 대부분의 상장기업에서 1대 주주 혹은 2대 주주라 하여도 10%가 되지 못하는 보유비중으로는 재벌 집단의 경영권에 대한 실제적인 효력은 가지지 못함.
- 주주협의회를 마련할 수 있게 되어 국민연금기금이 공동적인 목표에 따라 주주권을 행사할 수 있게 될 경우, 외부의 정치적 독립성에 대한 의구심의 문제에서 자유로울 뿐만 아니라 주주권의 실질적인 영향력도 나타낼 수 있을 것으로 기대됨.

(3) 소극적 주주권 행사 또는 경고

- 실제 주주권을 기업에 대해서 행사하는데 있어서 적극적인 주주권의 행사로 인한 경영간섭 문제가 발생할 소지가 있음.
- 그러므로 순수한 투자자의 입장에서 투자자의 의지와 다른 경영행태를 보일 경우 이에 대한 투자를 철회하거나 혹은 철회하겠다는 의사표현을 할 필요가 있음.
- 기관투자자들이 의결권을 행사함에 있어서 가능한 중립을 유지하여야 한다는 견해는 기업가치의 변화에 따라 주식의 매매에 집중하여야 한다는 투자원칙에도 부합함.
- 대표적인 것이 기관투자자의 소극적 투자원칙을 내세우는 “Wall Street Rule”로 여기에서는 경영진과의 갈등상황이 발생할 경우 분쟁을 일으키기 보다는 투자를 회수하는 것으로 대응할 것을 권고하고 있음.
- 물론 자산운용사의 경우 운용철학과 투자기간에 따라 의결권 행사에 관한 상반된 입장이 있을 수 있어, 주주권 행사를 위해서는 행사절차 및 인력확보와 같이 수반되는 각종 비용을 부담하는 것 보다는 보유 지분을 매각하는 것이 수익성의 측면에서 유리할 수 있음.
- “Wall Street Rule”은 국민연금과 같이 한 기업에 상당부분의 지분을 가지고 있는 경우, 경영권에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 요인이 됨.
- 예를 들어 어느 기업의 경영방침이 투자자의 입장과 다를 경우 투자자가 주식을 처분할 움직임만으로도 해당 기업은 투자자의 의견을 추종하게 되기 때문임.
- 이러한 중립적 투자 원칙도 기업의 입장에서는 상당히 강한 경영상의 압력으로 작용하게 됨.

(4) 의결권 행사 기준 사전 공개와 적극적 주주권 행사

- ☐ 국민연금기금도 어느 정도의 주주권 행사를 위한 기반이 마련되고 그 필요성이 가입자인 국민들에게 인지된다면, 공개적으로 주주권의 행사를 위한 적극적으로 나서야 할 것임.
- ☐ 주주권을 적극적으로 행사하기 위해서는 몇 가지 제반 조건들이 필요함.
- ☐ 고비용을 사회적으로 감당할 수 있어야 한다는 공감대를 형성하는 것이 선행되어야 할 것임.
 - 주요 투자기업에 대해서 상시적으로 모니터링 함과 동시에 해당 기업들에 대한 주주 소송의 절차를 밟거나 다른 소수투자자들과의 연계를 유지하는 등 매우 많은 업무를 수행하여야 하는 적극적 주주권 행사 업무는 고비용의 업무가 될 것임.
- ☐ 행사의 기준을 명확하게 하기 위한 지침의 마련임.
 - 지침을 마련한다는 것은 내부적으로 주주권 행사의 기본 매뉴얼을 구성한다는 의미 외에도 외부적으로도 국민연금기금이 어떠한 경우에 어떠한 입장을 취하며 주주권을 행사할 것인지를 공시하는 의미를 가짐.
 - 국내 자본시장의 발전에도 매우 중요한 의의를 가지는 것으로 투자의 지침을 제공할 뿐만 아니라 국내 기업들의 사회적 책임에 대해서도 이정표가 될 수 있을 것임.
 - 주주권 행사기준은 심도있는 입장에서 다양한 의견들을 종합하여 사회적인 합의를 이룰 수 있는 구조로 구성되어야 함.
- ☐ 최소한 기금운용위원회의 구성에 걸맞는 대표성을 가지면서도 각 분야의 전문적 소양을 종합하여 지침을 구성할 준비가 필요함.
 - 주주권 행사기준은 일종의 투자수익을 얻기 위한 기술적 차원의 투자지침의 범위를 넘어서는 일임.
- ☐ 지침이 마련되면 일정 기간에 걸쳐 대외적으로 주주권 행사기준을 공시하고 이에 적

응할 수 있는 유예기간을 마련하여야 할 것임.

- 이후 주주권 행사를 위한 별도의 조직이 필요하며, 이러한 조직의 전문성과 독립성의 문제 등 제반 지배구조의 문제를 해결하기 위한 노력이 있어야 함.

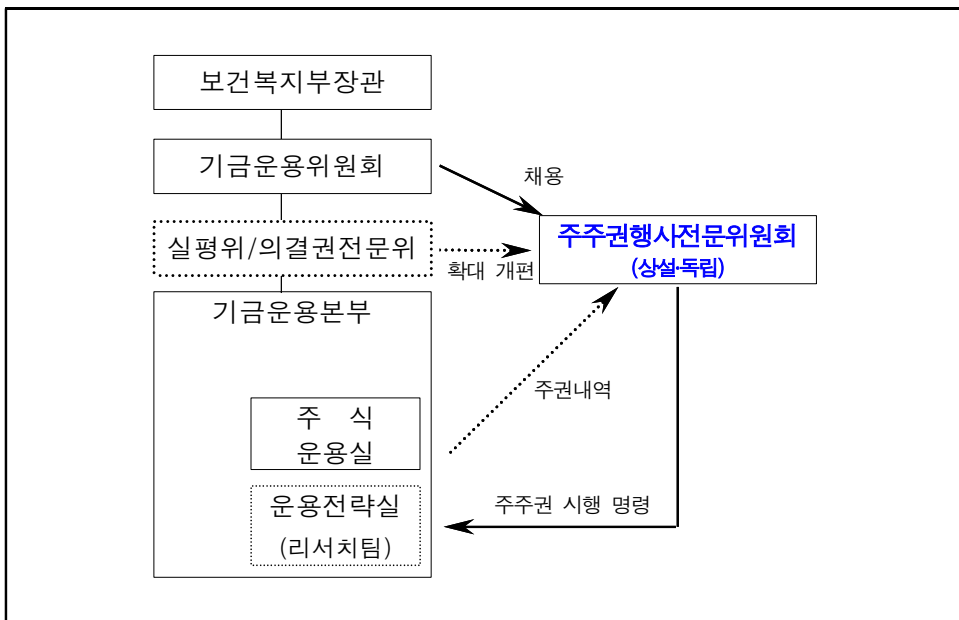
(5) 국민연금 주주권행사전문위원회의 독립성과 상설화

- 제도적으로 국민연금기금의 주주권 행사가 정부의 일방적 목적에 의해 남용되지 않을 수 있도록 하는 방안도 필요함.
 - 의결권 행사의 독립성 문제와 기금운용의 독립성과는 다소 차별된 시각에서 접근할 필요가 있음.
 - 이를 위해 우선적으로 고려되는 것이 현재 ‘의결권행사전문위원회’의 내용의 변화임.
- 문제는 이러한 의결권 행사를 의결권행사전문위원회에서 하는 것이 아니라 기금운용본부에서 한다는 점임.
 - 기금운용본부의 의결권 행사지침에 의하면, 보유주식의 의결권은 기금자산의 증식을 목적으로 하고 있음을 분명히 하고 있음.
 - 이렇게 될 경우 주주권의 행사 역시 기금운용과 방향을 같이 해야 한다는 제약조건이 발생함.
- 그러나 실제 주주권 행사지침의 내용은 기금운용의 철학과는 다소 상이한 입장에서 의결권 세부내역을 규정하고 있음.
 - 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 행사하여야 하며, 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향과 환경·사회·기업지배구조 등 사회책임투자 요소를 고려하여 행사하여야 한다는 것을 기본으로 함.
- 실제 주주권 행사는 기금의 운용과는 분리하여 관리되어야 함.
 - 주주권의 행사가 기금운용차원에서 수익률을 제고하기 위한 수단으로 활용되지 않을 것을 분명히 하고 있다면, 기금운용위원회 산하에 각 이해관계단체 추천 전문가로 구

성하도록 하여 주주권 행사에 따른 문제의 발생을 최소화 할 수 있을 것임.

- 주주권의 행사주체를 기금운용본부에서 분리하여 별도 상설화된 기구를 만들어야 한다는 의미임.
- 주주권행사위원회의 독립적이고 상설화된 역할로 주주권행사의 객관성과 연금사회주의라는 오명을 충분히 커버할 수 있을 것임.
- 물론 독립된 상설화를 추구한다고 해서 완전한 정부로부터의 독립은 불가능하겠지만, 정부의 의견을 견제할 수 있도록 가입자 단체를 참여시켜 견제와 균형을 맞출 수 있음.
- ‘주주권행사전문위원회’에서 행사하는 주주권에 훼손이 발생할 경우 이를 기금운용본부에 통보하여 보유 주식을 처분하거나 비중을 줄이도록 권한을 부여하는 것임.

<그림 A> 주주권행사전문위원회(가칭)의 구조



(6) 사외이사 파견

- 우리나라의 경우 사외이사는 경영진과 유착돼 독립성이 훼손되거나 심지어 파벌까지 조성되면서 경영주의 의견을 보다 강화하는 거수기의 역할을 하는 실정임.
 - 이는 사외이사의 독립성은 그를 추천하고 선임한 자와의 관계에서 결정되기 때문임.
 - 대주주, 경영진으로부터 독립한 사외이사를 선임하기 위해서는 독립적인 위치에 있는 자로부터 추천을 받거나 독립적인 이사가 사외이사로 선임되는 것이 무엇보다 필요한 상황임.
 - 이에 대한 최적의 책임자로 국내 최고의 독립적인 기금으로 대기업 등의 영향을 받지 않는 국민연금기금이 될 수 있음.
- 국민연금기금의 사외이사 파견은 기금의 주주권 행사차원에서 뿐만 아니라 경영환경의 개선을 통한 기업가치 제고 차원에서도 매우 중요하게 대두되어야 함.
 - 주주의 이해관계를 대변하는 이사가 직접 의사결정에 참여하고 감독을 할 수 있기 때문에 다른 소수주주권과 달리 직접적인 효과가 있음.
 - 또한 주주로서 가질 수 있는 여러 권리들 가운데 주주대표소송, 회계장부열람 등 다른 소수주주권의 경우 대부분 소송을 제기해야 하는 등 소송비용 부담이 있는 반면, 사외이사의 파견은 별 다른 비용이 들지 않는다는 장점을 가짐.
 - 그리고 실제로 사외이사를 추천하고 선임하는 것은 장기적이고 책임있는 투자를 입증하는 것으로, 사외이사를 선임함으로써 대상회사의 주주가치 제고가 국민연금기금의 이해관계와 더 밀접하게 될 수 있음.
- 사외이사에 대한 추천은 공개된 원칙에 입각해서 매우 투명하게 이루어져야 할 것임.
 - 여기에는 국민연금에 영향력을 행사할 수 있는 정부의 퇴직관료, 가입자 단체의 대표자 또는 임원 등이 구체적인 결격요건을 사전적으로 구성할 필요가 있음.
 - 후보선정, 추천절차를 공개적이고 명확히 한다면 밀실에서 정부개입 보다 투명한 절차를 통해 사외이사를 선임할 수 있고, 정부개입, 낙하산 문제가 발생할 여지가 적다는 장점도 있음.

<표 C> 소수주주권의 종류와 비용

주주권	내용	비용
주주제안권	사외이사후보추천	공시, 의결권 대리행사 권유 비용
주주대표소송권	이사의 위법행위로 인한 회사의 손해배상 책임 추궁	소송비용
임시주주총회소집청구권	정기주주총회에서 다루지 못하는 주총안건 상정	소송비용, 주주총회개최비용
회계장부열람청구권	회계장부의 열람	소송비용, 회계장부검토비용
위법행위유지청구권	이사의 위법행위를 사전에 통제하기 위한 행위	소송비용

10. 국민연금 주주권 행사 법제화 방안

- 국민연금기금의 주주권 행사의무를 명시하는 것도 필요하지만, 무엇을 어떻게 명시할 것인가에 대한 사항도 중요하여 규정에 포함시킬 필요가 있음.
- 우선적으로 현재 국민연금에 마련되어 있는 의결권 행사 지침을 보다 현실적으로 체계화하고, 행사내역을 국민들에게 공시하는 것이 주주권 행사의 객관성과 독립성을 확보하는 빠르고 효율적인 방안이 될 수 있을 것임.
- 「국민연금법」상 제105조(기금운용지침)에 기금운용의결권행사 기준을 포함하도록 하고, 제103조(국민연금기금운용위원회)에서 정의하는 심의·의결 항목에 국민연금기금운용의결권 행사 기준을 포함시키는 것도 고려할 수 있음.
- 동법 제102조(기금의 관리 및 운용)에 있어서 운용방법을 정의하는데, 그 수익을 최대로 증대시킬 수 있도록 “신의성실의 원칙에 입각하여”운용하여야 함을 명시하도록 하여, 기금관리자로서의 의결권 행사의 정당성을 부여할 필요도 있을 것임.
- 또한 의결권 행사 내역을 「국민연금법 시행령」 제87조에 따른 기금운용 내용 등을

공시할 때, 기금의 운용 내용 및 사용 내용과 함께 “의결권 행사 내역”을 공시항목으로 포함하도록 한다면, 국민연금의 의결권 행사가 더욱 공신력을 가짐과 함께, 효과를 증대시킬 수 있을 것임.

「국민연금법」 제103조(국민연금기금운용위원회) ① 기금의 운용에 관한 다음 각 호의 사항을 심의·의결하기 위하여 보건복지부에 국민연금기금운용위원회(이하 “운용위원회”라 한다)를 둔다.

1. 기금운용지침에 관한 사항
2. 기금을 관리기금에 위탁할 경우 예탁 이자율의 협의에 관한 사항
3. 기금 운용 계획에 관한 사항
4. 기금운용 주주권 행사 기준에 관한 사항
5. 제107조제3항에 따른 기금의 운용 내용과 사용 내용에 관한 사항
6. 그 밖에 기금의 운용에 관하여 중요한 사항으로서 운용위원회 위원장이 회의에 부치는 사항

(후략)

「국민연금법」 제105조(국민연금기금 운용지침) ① 운용위원회는 가입자의 권익이 극대화되도록 매년 다음 사항에 관한 국민연금기금운용지침(이하 “기금운용지침”이라 한다)을 마련하여야 한다.

1. 공공사업에 사용할 기금 자산의 비율
2. 공공사업에 대한 기금 배분의 우선순위
3. 국민연금 기금운용 주주권 행사 기준
4. 가입자, 가입자였던 자 및 수급권자의 복지 증진을 위한 사업비
5. 기금의 증식을 위한 가입자 및 가입자였던 자에 대한 대여사업비

② 기금운용지침에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

「국민연금법」 제102조(기금의 관리 및 운용) ① 기금은 보건복지부장관이 관리·운용한다.

② 보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한으로 증대시킬 수 있도록 제103조에 따른 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 다음의 방법으로 기금을 관리·운용하되, 가입자, 가입자였던 자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업에 대한 투자는 국민연금 재정의 안정을 해치지 아니하는 범위에서 신의성실의 원칙에 입각하여 하여야 한다. 다만, 제2호의 경우에는 기획재정부장관과 협의하여 국채를 매입한다

- 국민연금의 주주권 행사를 법에 명시하도록 하는 방법은 이와 같이 다를 수 있으나, 중요한 것은 국민연금의 주주권 행사 문제는 지배구조로 해결될 문제가 아니라 적극적인 운용의지와 선량한 관리자로서의 의무를 얼마만큼 착실하게 수행하느냐의 의의가 중요한 것임.

11. 결론

- 투자수익률 개선논리를 받아들이지 않는다 하여도 기업의 주식을 보유함으로써 받는 이익은 그 기업의 발전을 사회적으로 함께 공유한다는 의미만으로도 국민연금의 주주권 행사의 필요성은 강조됨.
 - 주식의 투자에는 주가의 하락으로 인한 사회적 부담도 동시에 발생하기에 기업의 성장을 사회적으로 공유한다는 의미가 내포되어 있음.
 - 국가경제의 공유자로서의 기금은 기업의 경영에 대한 적극적 주주권을 행사하여 사회적 부담을 줄여야 하는 의무가 있음.
- 현재 기금운용본부에서 담당하고 있는 의결권 행사에 대한 의사결정을 보다 투명하고 독립적일 수 있도록 외부로 분리하는 것을 고려할 때가 되었음.
 - 현재의 의결권 차원에 머무르고 있는 주권의 행사를 적극적인 주주권 행사로 한 단계 상승시키는 대신, 이에 대한 업무 수행을 위해 전문인력의 배치 및 사회적 합치성을 강조할 수 있는 별도의 ‘주주권행사전문위원회’를 구성하고 여기서 모든 주주권

행사와 관련한 의사결정을 전담하도록 할 수 있을 것임.

- 이를 통해 기금운용본부는 자신의 미션과 다소 다른 의결권 행사에서 벗어나 본연의 투자업무에 전념할 수 있을 것이며, 대외적으로도 독립성과 전문성 문제에서 벗어날 수 있을 것임.
- 무엇보다 정부는 국민연금기금을 당기의 자산으로만 여길 것이 아니라, 현세대와 미래 세대간의 공평성을 확보할 수 있도록 하는 지렛대라는 인식을 가져야 함.
- 이를 통해 현 세대에서 설사 수익성이 떨어질 수 있다고 하여도 미래의 부담을 경감할 수 있는 우리나라 기업구조의 개선과 금융시장의 발전을 꾀할 방안이 있다면 이를 추구할 필요가 있음.
- 그 첫발이 현재 기업지배구조의 개선을 위한 적극적 주주권의 발현이 될 것임.
- 정부는 장기적인 연금 자산과 부채, 국민들의 조세부담을 모두 고려한 횡단면, 시계열 포트폴리오를 구성하여야 하는 정부가 어떻게 현 세대의 연금급여와 후세대의 부담 및 혜택이라는 양자 간의 효용을 최적화하기 위한 노력을 어떻게 기울여야 하는지에 대한 문제에 집중하면 될 뿐임.
- 국민연금기금의 합리적이고 독립적인 주주권행사를 통하여 기업의 가치를 보다 증진시킬 수 있다면, 다른 투자자들에게도 이익으로 공유될 것이며, 국가경제 자체의 발전에도 기여할 수 있는 부수적인 효과도 기대할 수 있을 것임.

목 차

1. 서론	1
2. 주주권과 의결권	5
1) 주주권과 의결권의 구분	5
2) 소수주주권의 의의와 주요 내용	6
3. 국민연금의 기금운용과 주식투자	9
1) 국민연금기금의 투자 현황	9
2) 국민연금의 주식 투자의 의의	19
4. 국민연금기금의 주주권 현황	24
1) 국민연금기금의 의결권 행사 체계	24
2) 의결권 행사 현황	27
3) 해외 주요 공적연금의 주주권 행사	30
5. 국민연금기금의 주주권과 관련된 논의	34
1) 재무적 입장에서 주주권 행사 의견(재무적 입장)	42
2) 공적연금의 주주권 행사 반대의견(반대입장)	44
3) 사회적 자본의 관점에서 국민연금기금의 주주권 행사(사회적 입장)	47
4) 주주권 행사와 관련된 논의의 평가	48
6. 주주권 행사의 필요성	53
1) 공적연금의 주주권 행사와 관련된 쟁점사항	53
2) 국민연금 주식투자의 합목적성	56
3) 경제민주화의 의미와 주주권	69
4) 소수주주로서의 책임	61

7. 공적연금기금 주주권 행사의 합치성	64
1) 공적연금의 지배구조적 특성	65
2) 기업지배구조와 공적연금	68
3) 기금운용지배구조와의 관계	69
8. 공적연금기금의 주주권 행사의 한계	71
1) 국민연금기금 보유지분의 실질효과	71
2) 사회적 이익과 기금의 수익간의 경합	73
3) 주주권 행사 주체로서의 국민연금기금의 자격문제	74
4) 우리나라 법체계상 공적연금기금의 주주권 행사의 한계	76
9. 대안적 주주권 행사의 우선 순위	79
1) 의결권행사의 단계에서 주주권 행사의 단계로 발전	79
2) 소액주주들과 연합한 주주권 행사	80
3) 소극적 주주권 행사 또는 경고	81
4) 의결권 행사기준 사전 공개와 적극적 주주권 행사	82
5) 국민연금 주주권행사전문위원회의 독립성과 상설화	84
6) 사외이사 파견	87
10. 국민연금 주주권 행사 법제화 방안	90
11. 결론	93
<참고문헌>	97
[붙임 1] 국민연금 의결권 행사지침	101
[붙임 2] 국민연금의 국내주식 의결권 행사 세부기준	104

표 목 차

<표 1> 소수주주권의 주요 내용	7
<표 2> 기금적립금 규모와 국민경제 대비 비중	10
<표 3> 국민연금기금의 운용현황	12
<표 4> 자본시장규모대비 연금자산 비중	14
<표 5> 각 공적연금의 주식시장대비 투자 비중	15
<표 6> 10대 그룹 상장사 국민연금 및 총수 지분율	17
<표 7> 시가총액 상위 30개 기업 투자현황	17
<표 8> 5대그룹 국내주식 투자현황	18
<표 9> 국민연금 주식의결권행사전문위원회 위원 구성	25
<표 10> 의결권 행사 기준	26
<표 11> 국민연금기금의 의결권 행사 추이	27
<표 12> 국민연금의 2011년 상반기 의결권 행사 현황	28
<표 13> CGCG 권고안과 국민연금의 의결권행사 안건별 비교	29
<표 14> 새누리당, 민주통합당의 국민연금법 개정안 비교	39
<표 15> 국민연금 의결권·주주권 행사 논의 과정	40
<표 16> 국민연금기금의 주주권 행사에 대한 입장 차이	42
<표 17> 소수주주권의 종류와 비용	88

그 림 목 차

[그림 1] 국민연금 기금운용 자산비중 추이	13
[그림 2] 우리나라 직장인들의 종업원 별 분포	16
[그림 3] 국민연금기금의 주식 보유 규모와 시가총액 대비 비중 추이	18
[그림 4] 국민연금 국내주식의 위탁투자 비중	35
[그림 5] SK·한화에 대한 국민연금 기금의 지분율 변화추이	58
[그림 6] 주주권행사전문위원회(가칭)의 구조	86

1. 서론

기업지배구조란 기업 경영의 통제에 관한 시스템으로 기업 경영에 직접·간접적으로 참여하는 주주·경영진·근로자 등의 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영기구를 말한다. 즉 기업의 소유구조뿐 아니라 주주의 권리, 주주의 동등 대우, 기업지배구조에서 이해관계자의 역할, 공시 및 투명성, 이사회 책임 등을 포괄하고 있다.

최근까지 지배주주가 아닌 상장회사의 주주들은 보호의 대상인 투자자로만 여겨져 왔다. 그러나 세계적으로 주요주주를 비롯하여 소수 주주가 주주총회를 통하여 않고, 여론의 조성이나 시민단체와의 협력, 경영권에 대한 비판 등의 수단을 통해 경영판단에 개입하기 시작하고 있다.

물론 우리나라도 이러한 현상에 동참하여 2006년 출범한 ‘장하성 펀드’ 등과 같은 주주권을 활용한 활동이 일어나고 있으나, 아직까지도 우리나라에서의 대기업에 대한 이러한 주주권 행동은 여전히 많은 한계를 가진다. 영미계의 주요 대기업들의 경우 소유와 경영이 완벽하게 분리된 가운데 경영자는 주주들의 대리인으로서의 역할에 국한되고 있으나, 우리나라의 경우 특정 지배주주가 존재하고, 이들이 경영자로서의 권한을 가지고 다른 여타 주주들과 분리된 입장을 취하고 있기 때문이다. 이로 인하여 기업을 완벽하게 지배할 수 있게 되어, 비합리적인 경영행태를 종종 보이고 있으나, 이에 대한 사회적, 법적 책임은 미비한 상황이다. 그리고 실제 대기업 오너들의 이러한 후진적 행위로 인하여 국내 주식에 오너리스크(owner risk)로 나타나며, 한국주식 저평가(Korea discount)의 주요 원인으로 작용하고 있음을 부인하기 어려울 것이다.

그러므로 이에 대한 국가적 차원에서 규제대책이 필요하다는 의견이 꾸준히 제기되어 왔으며, 이 중 하나의 대안으로 제시된 것이 주주권을 통한 기업지배구조의 개선방안이었다. 실제 주주권을 통한 기업지배구조의 개선 노력은 2001

년 참여연대를 통해 본격적으로 나타나기 시작하였다.¹⁾

이러한 입장에서 공적연금기금의 주주권 행사에 대한 논의는 어제 오늘의 일이 아니다. 최소한 10여 년 전부터 꾸준히 제기되어왔던 문제였다. 실제 국민연금기금이 국내기업의 대주주로서 그 역할을 하여야 한다는 의견이 본격적으로 제시된 것은 2002년부터로 평가되고 있다.²⁾ 이전에는 관련 연구소나 펀드운용사, 혹은 학계에서 이론적으로 제기되는데 불과하였으며 2006년부터 우리나라에도 기업지배구조펀드 등이 본격적으로 활동을 시작하였으나, 실제 그 의미를 판단하기는 아직 이른 상황이다. 지난 2011년 정부에서 공적연금의 적극적인 주주권 행사를 언급³⁾하면서 표면화되기 시작하였다. 여기에 최근 재벌 지배구조 개혁 등을 골자로 한 ‘경제민주화’가 주요정책으로 부상하면서, 선제적으로 국민연금기금의 주주권을 통한 우리나라 재벌구조에 대한 개혁 가능성이 높게 평가되고 있는 추세이다. 이러한 상황에서 공적연금기금의 주주권 행사 문제는 이제 국민연금기금만의 문제가 아닌 하나의 정책적 방향을 설정하여야 하는 중요한 문제로 대두되고 있다. 여기에 최근 국회에서는 국민연금기금의 의결권을 「국민연금법」에 명시하려는 움직임까지 나타나고 있다.⁴⁾

특히 국민연금과 같은 공적성격을 가지는 기관투자자가 기업에 투자하면서 투자규모로 인하여 상당수준의 주식을 보유하게 되었을 때, 기업의 경영에 영향을 행사하는 지배주주로서의 지위를 확보할 수 있게 될 것이다. 여기서 과연 공공기금이 일반 기업에 대하여 주주로서의 역할을 수행하여야 하는가에 대한 주주권 행사의 문제가 발생한다.

자본주의 시장경제에서는 기업의 소유권이 주주에게 있는 만큼, 적극적인 주

1) 참여연대 경제개혁센터, 『재벌 및 금융부문 규제완화 관련 토론회 : 출자총액제한과 계열금융 기관 의결권 행사제한을 중심으로 : 토론회 자료집』, 2001.

2) 김우찬 외, 『국민연금기금 보유주식에 따른 의결권 행사체계 합리화방안』, 국민연금연구센터, 2002.

3) 지난 2011년 4월 26일, 금융연구원 주최 미래와 금융 정책토론회, “공적 연금의 주주권 행사 및 지배구조 선진화”에서 박승준 미래기획위원회 위원장의 주주권 강화발언이 이후 시장에서는 국민연금의 주주권 행사 문제에 대한 정부의 의견으로 받아들여졌다.

4) 김재원의원 대표발의 「국민연금법 일부개정법률안」(2012.7.10).

주권 행사를 통한 이익의 실현은 기업자본주의의 근간을 이루는 것이다. 그리고 어느 누구라도 주주는 의결권을 행사할 수 있다는 것은 회사법에서 보장하고 있는 주주들의 당연한 권리이다.

최근 이슈가 되고 있는 주주권 행사의 문제점은 공적연금기금이 주주권을 행사하느냐 마느냐가 아니라 공적연금에서 행사하는 주주권이 과연 누구의 이익을 위해서 발현되느냐에 대한 문제일 것이다. 현재 논의되는 사항에서 누구도 주주권에 대한 행사가 잘못되었다는 것을 언급하지는 않는다. 그리고 그렇게 할 수도 없다.

오히려 우리나라의 경우와 같이 일반적으로 집단형 소유기업의 형태로서 기업이 성장함에 따라 계열사를 설립하고 지배주주가 직·간접적으로 경영에 참여하는 체계가 발달하는 특징을 가지고 있다는 점이 부자유스러운 것이다⁵⁾.

우리나라 「자본시장법」에서는 한 기업의 주식을 5% 이상 보유하게 될 경우와⁶⁾ 10%이상 주요 주주 소유 상황에 대한 보고의무를 부과하고 있다⁷⁾. 이는 주식을 5%이상 보유한다는 것이 얼마나 기업의 경영에 중대한 영향을 주는 지를 의미하는 것이다. 국민연금기금의 국내 주식투자는 시장의 시가총액과 비교하였을 때 2004년 2.79%에서 2010년 4.55%로 꾸준히 증가하고 있으며, 2011년 6월말을 기준으로 4.65%를 차지하고 있다. 국민연금기금의 증가 속도가 시장의 증가 속도보다 빠른 이상, 이러한 추세는 오랫동안 계속될 것이다. 더구나 4.65%는 전체 주식시장을 대비한 것으로 실제 주요 기업들의 경우 이미 ‘자본시장법’에서 주요 주주로 간주되어 소유상황에 대한 보고의무를 가지는 5%를 넘게 보유하고 있는 기업도 100여개가 넘는다⁶⁾. Angelis(1998)에 의하면 주주가 2~3%의 지분만

5) 1997년 외환위기로 인한 IMF 차관공여 조건에는 기업지배구조의 개선에 관한 내용이 포함되어 있다. 다른 나라의 경우 그리고 역사적으로도 IMF의 차관공여 조건은 주로 금융기관 구조조정에 초점이 맞춰졌던 반면, 한국의 경우 이례적으로 기업지배구조의 개선에 관한 조항을 포함하고 있다는 사실은 당시 국내의 기업지배구조가 외부의 시각으로 보았을 때 얼마나 취약하게 보였는지를 나타내는 증거라 할 수 있다.

6) 이전 「증권거래법」에 포함되어 있던 내용이 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」로 통합되면서 제147조(주식 등의 대량보유 등의 보고)로 도입되었다.

7) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제9조(그 밖의 용어정리)에서 주요주주를 주식을 100분의 10이상 보유한 자로 정의하면서 공시의무 주식보유에 따른 운용상에 제한을 두고 있다.

보유하고 있어서 회사 내부문제에 대하여 매우 큰 영향력을 행사할 수 있음을 보인 바 있다.

여기서 전체 기업 주식의 4% 넘게 보유하는 국민연금기금이 얼마나 중요한 투자자로서의 지위를 가지고 있는지를 보여준다 하겠다. 국민연금기금 운용은 투자행위로 인해 시장에 충격을 가할 뿐만 아니라 주요 대주주로서 역할을 통해서도 국민경제에 많은 영향을 줄 수 있을 것이라는 기대 때문이다.

이 글에서는 이와 관련하여 기업의 지배구조와 관련하여 공적연금의 지위를 고찰하고 기업에 대한 주주권 행사의 필요성을 언급하고자 한다. 이를 위하여 본 글에서는 총 3개 파트로 나누어 이러한 문제를 점검해 보고자 한다. 우선, 제1부(제1장~제5장)에서는 주주권에 대한 정의와 그 영역, 그리고 국민연금의 주주권 현황을 검토 하는 등 현재의 상황에 대하여 살펴볼 것이다. 제2부(제6장~제8장)은 국민연금이 주주권을 행사하는데 있어서의 그 필요성과 함께 이론적 근거가 제시될 것이다. 그리고 현재 국민연금기금이 실제 주주권 행사에 제한사항이나 걸림돌을 보이고자 한다. 이어 제3부(제9장~제11장)에서 실제 국민연금기금이 적극적으로 주주권을 행사하기 위한 실제 방안을 제시해보고 법적으로 이를 어떻게 구현해야 하는지를 제안하고자 한다.

6) 2012년 4월 기준으로 5%넘게 지분을 보유한 기업은 180개 사에 이르고 있다.

2. 주주권과 의결권

1) 주주권과 의결권의 구분

국민연금기금에 대한 주주로서의 역할을 논하는데 있어서 주주권과 의결권이 혼용되어 있었다. 실제 지금까지 주로 논의된 부분은 의결권에 관한 사항으로 국한된 부분이 많은 편이었다. 실제 의결권(voting rights, 議決權)이란 주주가 주주총회에 참석하여 그 결의에 참가하는 권리를 의미하는 것으로 이는 1주에 대해 1개의 의결권을 가지는 것에 기초한 (「상법」 제369조제1항) 일종의 투표권과 같다.⁷⁾

반면, 주주권(stockholder's right, 株主權)은 말 그대로 주주로서 회사에 대해서 가지는 권리를 의미한다. 이는 의결권을 포함한 보다 넓은 개념이다. 실제 주주의 권리는 법률적으로 보면 주주의 경제적 이익과 관련된 자익권과 법인 자체의 목적달성과 관련된 공익권 등 2가지로 나눌 수 있다. 우선 자익권에 속하는 권리로는 이익배당청구권, 회사 해산때의 잔여재산 분배청구권, 유무상증자때의 신주인수권, 전환주식의 전환청구권, 명의개서 청구권, 주권교부청구권 등으로, 개인의 입장에서 회사의 경영으로부터의 이익을 수취하는 권리이다. 이는 주주가 주체적으로 역할하기 보다는 수동적인 입장에서 조건을 받아들이는 경우가 많다.

두 번째로 공익권은 주주총회에서의 의결권, 회사설립의 무효판결 청구권, 주총결의의 취소·무효 제소권, 이사의 위법행위 유지청구권, 대표소송권, 회사해산 청구권 등으로 소수주주권에 해당한다. 대부분 공익권은 경영진과는 배치되는

7) 예외로 회사가 가진 자기주식(제369조제2항), 의결권이 없는 주식(제370조), 감사 선임에서 발행 주식의 3/100을 초과하는 수의 주식을 가진 주주의 경우 그 초과 주식(제409조제2항) 등은 예외적으로 의결권이 없다. 의결권은 주주가 스스로 총회에 출석하여 행사하는 외에 대리인으로 하여금 행사할 수도 있으나(제368조제3항) 주주총회의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못한다.

권리가 되는 경우가 많다.

이런 주주권은 해당 회사 주주명부에 주소·성명 등이 기재되어 있어야 회사에 대해 행사할 수 있고 회사와의 법률관계에 대해서는 소유하고 있는 주식의 수에 따라 회사로부터 평등한 취급을 받게 되는 데 이를 주주권 행사와 관련된 주주평등의 원칙이라 한다.

그러나 국민연금기금의 의결권 논쟁이 주주권의 논쟁으로 넘어가기에는 다소의 걸림돌이 있다. 최근까지의 논의가 주주총회에서 이사진의 제안사항을 동의하느냐 반대하느냐의 문제에 국한되어 있었기 때문이다. 실제 주주권을 적극적으로 행사한다는 의미는 주주가 적극적인 권리의 행사로 주주 소송에 이르는 상황을 발생시킨다. 소액 주주들을 대표하는 주주대표소송을 의미하는 것이다. 이는 경영진의 결정이 주주의 이익과 어긋날 경우 주주를 대표하여 경영진에 대해 소송을 제기한다.

2) 소수주주권의 의의와 주요 내용

소수주주권이란 다수결의 원칙하에 다수주의의 전횡을 막고 일정 수의 주식을 소유한 자들에게 권리를 부여하기 위한 것이다. 소수주주권은 주주에게 회사의 경영에 대한 참가 또는 견제의 기회를 부여하되, 일정한 수 이상의 주식을 소유한 경우에 한정함으로써 기업의 경영권 보호라는 또 다른 보호가치와 균형을 이루고 있다.

지배주주와 경영진의 입장에서는 소수주주권은 대단히 불편한 제도이다. 하지만 소수주주권이 보장되지 못하고 그 기능이 발휘되지 못한다면, 투자자보호의 수준은 저하될 수밖에 없다. 실제 소수주주권의 보호가 얼마나 잘 되어 있는지의 여부가 한 국가의 자본시장 발달 정도를 판단하는 바로미터가 되기도 한다.

우리나라의 경우 구 「증권법」에서 상장법인의 경우 특례를 인정하여 소수주주권이 실질적으로 작용할 수 있도록 요건을 획기적으로 낮추었으나, 과거 「상

법」상의 소수주주권은 그 요건이 엄격하여 실질적으로 효과를 거두지 못한 바 있다.

이에 따라 개정 「상법」에서는 소수주주권이 실질적으로 작동할 수 있도록 보유비율을 대폭 낮추었다는 특징을 가진다. 물론 그 대신 남용을 방지하기 위하여 6개월의 지주요건을 부여하고 있으나, 기본적으로 투자자 보호 측면에서 소수주주권의 발현이 보다 용이해 지도록 한 점은 분명하다. 뿐만 아니라 보유방법도 주식을 소유한 자를 포함하여 주주권 행사에 관한 위임장의 취득, 2인 이상 주주의 주주권의 공동행사까지 확대하면서 보유의 개념을 확장하였다. 그리고 이러한 상장회사 규제 내용은 전 세계적으로 과거 20여 년간 드러난 일부 경영자들의 주주와 경제시스템에 대한 일종의 배임적 행동을 교정하기 위한 장치들인 것이다.

<표 1> 소수주주권의 주요 내용

소수주주권 내용	주권상장법인 협회등록법인	주권상장법인 협회등록법인 (자본금 일천억원 이상)	일반법인
주주대표 소송권	6개월이상 보유 + 0.01% 이상	6개월이상 보유 + 0.01% 이상	1% 이상
이사, 감사, 청산인 해임청구권	6개월이상 보유 + 0.5% 이상	6개월이상 보유 + 0.25% 이상	3% 이상
위법행위 유지청구권	6개월이상 보유 + 0.05% 이상	6개월이상 보유 + 0.025% 이상	1% 이상
회계장부열람권	6개월이상 보유 + 0.1% 이상	6개월이상 보유 + 0.05% 이상	3% 이상
주주총회 소집청구권	6개월이상 보유 + 3.0% 이상	6개월이상 보유 + 1.5% 이상	3% 이상
검사인 선임청구권	6개월이상 보유 + 3.0% 이상	6개월이상 보유 + 1.5% 이상	3% 이상
주주제안권	6개월이상 보유 + 1% 이상	6개월이상 보유 + 0.5% 이상	3% 이상

자료 : 국민연금공단(2012).

이와 같은 맥락에서 본다면, 현재 국민연금의 입장에서 소주주주로서 그 권한을 활용하겠다고 방침만 정해진다면, 대표소송을 비롯하여 주주총회소집 청구까지 모든 권한을 행사할 수 있는 입장이 되어 있다. 우리나라 「상법」에서 소주주권으로 인정하고 있는 것으로 <표 1>에서 나타난 바와 같이 대표소송권, 주주제한권, 이사·감사 해임청구권, 이사의 위법행위유지청구권, 회계장부 열람권 등이 있다.

3. 국민연금의 기금운용과 주식투자

1) 국민연금기금의 투자 현황

국민연금기금은 국민경제에서 차지하는 비중이 가장 큰 단일 연기금이다. 국민연금은 2012년 6월 말 기준으로 360조원이 넘는 막대한 규모의 자산을 축적하고 있는 국가자산이다. 국민연금기금은 국민연금 제도 도입 초기부터 정부가 자의적으로 운영할 수 있는 공적자금 중 하나로 인식되었으며, 최근에는 금융시장 투자원으로서의 성격을 강화하고 있다.

기금운용본부를 통한 전문적 국민연금 기금운용이 시작된 것은 1999년 11월부터이며, 이전에 기금 대부분은 「공공자금관리기금법」에 의한 예탁과 국채로 운용되었다. 당시 연기금은 70% 이상이 의무예탁 되어, 국채이자율 수준의 이자를 수익으로 받았다. 그러던 것이 1998년 연금기금 운용이 경제부처의 직접적인 영향에서 벗어났고, 이후 2000년대에 들어 국민연금이 금융시장의 안정성을 보완하는 동시에 금융시장을 확대시키는 효과를 가져야 하며, 위험투자 비중을 늘려야 한다는 주장들이 빈번해 졌다.⁸⁾ 주식투자 및 파생상품 투자, 위탁투자 증가와 같은 내용은 이미 참여정부 시기 국민연금기금운용의 중장기 전략으로 제시되었다. 그 결과 2012년도 기금운용 현황을 보면, 적립기금의 99.8%가 금융부문에서 운용되고 있고, 공공부문과 복지부문에 대한 투자는 거의 사라졌다.

가입자의 기여에 의해 조성되는 연금기금의 대부분은 주식이나 채권, 또는 부동산, 대체투자 등 다양한 형태로 투자되어 운용되고 있다. 약 367조원에 달하는 국민연금 기금 중에서 60% 이상이 국내채권에 투자되어 있으며, 그 다음으로는 국내 주식 부문으로 이들에 대한 투자가 전체 국민연금 기금 중 80% 가량을 차지하고 있다.

8) 국민연금중장기 투자정책 위원회, 『국민연금기금 중장기 투자정책 방안』, 복지부·국민연금관리공단, 2002.

<표 2> 기금적립금 규모와 국민경제 대비 비중(단위 : 조원, %)

구 분	기금적립액 (A)	명목GDP(B) (A/B)	총통화(C) (A/C)	주가총액(D) (A/D)	채권잔액(E) (A/E)
2005	164	865	1,021	655	555
		(19.0)	(16.1)	(25.0)	(29.5)
2006	190	909	1,149	705	589
		(20.9)	(16.5)	(27.0)	(32.3)
2007	220	975	1,274	952	605
		(22.6)	(17.3)	(23.1)	(36.4)
2008	235	1,026	1,426	577	614
		(22.9)	(16.5)	(40.7)	(38.3)
2009	278	1,063	1,567	887	706
		(26.2)	(17.7)	(31.3)	(39.4)
2010	324	1,173	1,803	1,141	1,200
		(27.6)	(18.0)	(28.4)	(27.0)
2011	349	1,237	1,808	1,042	1,287
		(28.2)	(19.3)	(33.5)	(27.1)
2023	1,152	(50.3)	-	-	-
2033	1,974	(54.4)	-	-	-
2043	2,465	(44.5)	-	-	-

주 : 1) 2033년 이후 명목 GDP 대비 비중은 국민연금연구원 내부 추정치임.

2) 총통화는 한국은행 M2잔액을 의미함.

3) 주가총액은 KOSPI 주식 총액을 의미함.

4) 채권 잔액은 국고채권, 국민주택채권, 산업금융채권, 회사채권, 외국환평형기금채권, 통안채권, 서울지하철채권을 총합한 것임.

자료 : 한국은행, 국민연금공단 홈페이지 자료 종합정리.

기금 규모 급증과 적극적 기금운용은 필연적으로 국민경제 및 금융시장에 대한 기금의 영향력을 높이며, 기금투자 방향은 국민경제와 금융시장 흐름을 좌우하는 요소가 된다. 현실적으로도 국민연금기금은 운용자산을 취득하고 처분할 때마다 주식 및 채권시장에 충격을 주고 있다. 주식시장이 흔들릴 때 마다 연기금의 개입설이 끊임없이 제기되고, 실제 시장에 참여함으로써 시장의 변동성을 줄이고 있다는 연구사례는 상당수 이다. 특히 기금의 성장은 경제의 성장이나

시장의 성장에 비해 매우 빠르게 증가하면서, 2023년부터 GDP의 50%를 넘어설 것으로 추산되는 거대한 공적연금 자산운용은 전례 없는 실험이 될 것이다(<표 2> 참고).

공적연금기금, 특히 국민연금과 같은 확정급여형(defined benefit) 연금기금은, 가능한 한 낮은 비용으로 안정적인 연금 지급을 위한 현금지출이 가능하도록 운용하는 것이 목적이며 그 투자기간은 이론적으로는 수십 년에 이를 정도로 매우 장기적이다. 그럼에도 불구하고 지금 국민연금기금을 운용하는 운용자가 연기금을 바라보는 시각은 매우 명료하다. 주어진 기금을 효율적으로 운용하여 가장 높은 수익을 창출하는 것이 연금기금의 고갈을 최대한 늦추고, 가입자로 하여금 연금급여에 대한 불안감을 없앨 수 있다는 생각이다. 즉, 국민연금기금 역시 거대 펀드로서의 성격을 가지는 것이며, 이를 ‘선량한 관리자’의 원칙에 입각하여 충실하게 운용함으로써 수익률을 끌어올리는 것이 국민연금제도 자체적으로 절대 ‘선’이라는 것이다. 기금운용을 책임지는 공단의 의견이나 보건복지부에서 늘 주장하듯이 “1%의 수익률 개선이 기금의 고갈을 9년가량 늦출 수 있다”는 강한 신념은 기금을 가지고 다른 사회적인 투자로 인해 나타나는 결과보다 훨씬 효과적으로 가입자의 편익을 증진시킨다는 믿음으로 연결된다.

이러한 입장에서 연기금 운용에서 무엇보다도 수익률을 최대한 끌어 올릴 수 있는 방안을 강구하여야 하며, 결국 주식, 채권 등 금융성 투자자산이 가장 확실한 수익률을 창출할 수 있다는 생각이 나온다.⁹⁾

9) 일반적으로 공적연금기금 운용원칙으로서 안정성, 수익성, 유동성 외에도 그 공적 성격상 흔히 공공성과 독립성이 강조된다. 이러한 방향과 원칙에 따라 국민연금기금의 운용은 투자정책 수립, 자산배분 결정, 운용조직에 의한 계획 실행, 모니터링과 성과평가의 프로세스를 따른다. 투자정책 수립 단계에서는 기금의 목적, 원칙, 장기운용정책 등이 수립된다. 이 단계에는 기금 운용으로 인한 국내 경제에 대한 영향이나, 부수적 효과를 직접 고려하지 않는다. 단지 목표수익률 및 허용위험 기준과 그 한도와 같은 전체 자산포트폴리오 수준에서 위험 관리 지표 그리고, 환헤지정책이나 외부위탁운용정책 등 개별 자산투자 수준에서 위험을 분산하기 위한 지표, 투자 대상이나 투자한도의 제한과 같은 제약 조건 및 성과평가의 기준이나 지표를 설정하게 된다. 자산배분 결정 단계에서는 5년간의 중기 자산배분계획을 수립하고 이에 따라 다음 연도 자산배분안을 마련한다. 중기자산배분안에는 목표수익률과 위험한도의 설정, 개별 자산군별 기대수익률과 위험 및 상관관계수 제약 조건 등을 기반으로 한 최적 자산배분안 도출 등을 포함된다. 운용조직에 의한 계획의 실행 단계에서는 운용조직은 투자 가이드라인을 준수하면서 기금운용계획에

이에 기초하여 기금운용본부를 통한 전문적인 기금운용을 시행한 것은 1999년 11월부터이다. 이전까지 기금 대부분은 「공공자금관리기금법」에 의한 예탁과 국채로 기금을 운용하는 상황이었다. 국민연금기금은 기금운용본부가 설치되면서 보다 적극적이고 체계적인 운용을 하게 된 것이다. 그리고 실질적으로 국민연금 기금이 국내 자본시장에 본격적인 기관투자자로서 인식되고 활동하기 시작한 것도 기금운용본부의 출범과 그 맥락을 같이 한다고 볼 수 있다. 여기에 기존 공공자금에 예탁된 기금들도 2005년까지 완전 회수되면서 실제 운용되는 규모는 기하급수적으로 증가하게 되었다. 이와 함께 실제 운용하는 주식비중도 점차 증가되면서 2009년 말 대비 총 자산대비 17.9%의 비중예까지 이르게 되었다. 2012년 6월말 기준, 금융부문 운용규모는 366조 7,244억 원이며, 이 중 국내주식은 62조 3,479억 원으로 운용기금 중 17.0%를 차지하고 있다. 이외 해외주식 6.9%, 채권 68.0%, 대체투자 7.9%로 이루어져 있다.¹⁰⁾

<표 3> 국민연금기금의 운용현황

(단위: 억원)

총계	복지 부문	금융 부문							
			국내 주식	해외 주식	국내 채권	해외 채권	대체 투자	단기 자금	기타
3,663,501	1,257	3,662,244	623,479	254,272	2,321,535	172,605	289,149	6,204	6,158
		100.0%	17.0%	6.9%	63.3%	4.7%	7.9%	0.2%	0.2%

주 : 2012년 6월말 기준.

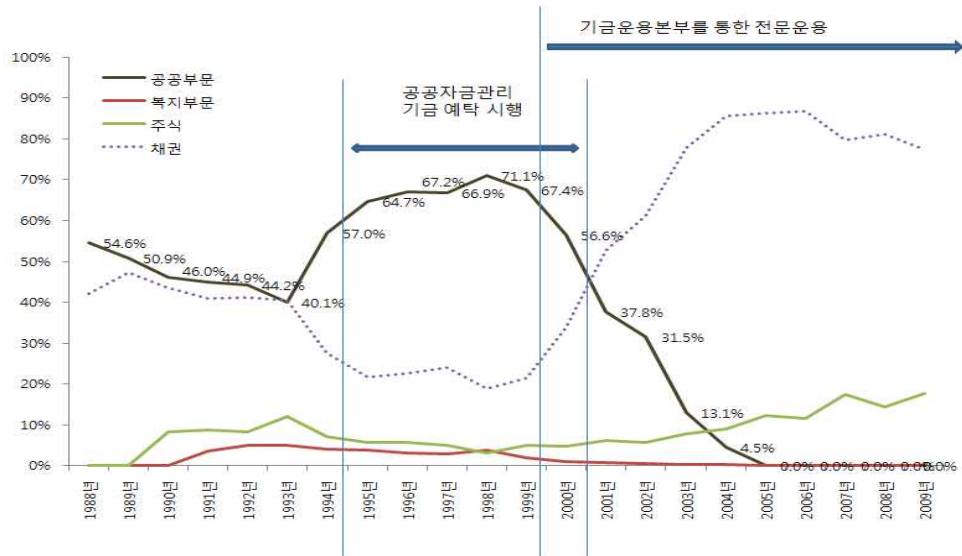
자료 : 국민연금공단 기금운용공시.

따라 투자실무를 집행한다. 모니터링과 성과평가 단계에서는 전술적 자산배분에 따라 리밸런싱(rebalancing)이 이루어지고 있는지, 위험한도를 초과하지 않는지, 포트폴리오 운용전략을 제대로 집행하고 있는지 등을 모니터링하고 평가 통제한다(국민연금연구원, 2008).

10) 국민연금공단 기금운용현황 (검색일: 2012년 9월 20일).

<http://www.nps.or.kr/jsppage/intro/fund/fund_announce/announce_06_02_02_2010.jsp>

[그림 1] 국민연금 기금운용 자산비중 추이



자료 : 국민연금공단 기금운용공시.

이러한 기금의 성장세는 앞으로도 꾸준히 지속될 것으로 전망되고 있다. 국민연금기금의 규모는 2020년대 중반부터 GDP의 50%를 넘어서는 막대한 규모가 된다. 또한 이항용·임경목·조성빈(2007)에 따르면 연기금 규모의 증가와 함께 자본시장에 대한 지배력은 지속적으로 상승하여 2030년에 약 20% 초반에까지 달할 것으로 전망¹¹⁾할 수준이다.

이미 2012년 6월말을 기준으로 보았을 때도 이미 우리나라 국민연금자산이 자본시장에 차지하는 비중은 14.4%에 달하고 있으며, 특히 주식시장에서 차지하는 비중은 유가증권시장과 코스닥시장을 모두 합하여도 이미 5%를 초과한 상태이

11) 이항용·임경목·조성빈(2007)은 우리나라 시계열 자료와 OECD 횡단면 자료를 이용한 두 가지 방법으로 우리나라 주식시장과 채권시장의 규모를 추정하였는데, OECD 자료를 이용할 경우 연기금자산이 자본시장에 차지하는 비중은 시계열 자료를 이용한 경우보다 높게 추정되어 2030년 경에 20% 후반에 달할 전망이다.

며, 채권시장에서 차지하는 비중도 17%를 차지하는 등 국민연금 기금은 그 규모면에서 뿐이 아니라 국내 자본시장에 미치는 영향도 매우 중요한 문제로 대두되고 있다.

<표 4> 자본시장규모대비 연금자산 비중 (2012년 6월)

(단위 : 억원, %)

	국내주식	국내채권	국내부문	금융부문
국민연금(A)	623,479	2,321,535	3,240,367	3,667,244
시장(B)	11,743,220 ¹⁾	13,672,364 ²⁾	25,415,584 ³⁾	25,415,584
(A)/(B)	5.3%	17.0%	12.7%	14.4%

자료 : 금융투자협회 자료, 국민연금공단 홈페이지.

주 : 1) KOSPI+KOSDAQ.

2) 채권발행잔액 기준.

3) KOSPI+KOSDAQ+채권발행잔액.

이 중 주식부문의 경우 2012년 6월말 현재 국내주식 투자규모는 62조3,479억원으로 2011년말 62조1,995억원 대비 0.2% 밖에 증가하지 않았다. 그러나 2010년말 54조9,755억원에 비하면 13.4% 증가한 수준임을 고려해 본다면, 실제로 2012년 하반기에는 주식투자 부분에 비해 사실상 보유 주식의 손실로 인한 투자규모의 축소가 더욱 컸다고 생각해야 할 것이다. 국내주식 중 위탁운용 비중은 48.5%로 2007년 53.5% 이후 점차 감소 추세에 있으며, 이는 직접운용과 간접운용의 비율을 유사하게 유지하겠다는 기금운용본부의 전략과도 일치되는 것이라 하겠다.

반면, 다른 연기금과 비교해 보았을 때, 시가총액 대비 각 공적연금기금의 주식투자 비중을 보면, 국민연금의 경우 5.96%인 것에 비하여 사학연금과 공무원연금, 군인연금은 각각 0.17%, 0.10%, 0.004%에 불과한 형편이다. 더구나 이들 직역연금들의 경우 국민연금이 초기에 투자한 바와 같이 우량 주식만을 중심으로 매입하여 관리하는 형편이다. 이들이 투자할 수 있는 우량주들로 구성된

KOSPI200의 경우에도 국민연금은 6.90%를 나타내고 있으며, 기타 연금기금들의 경우 모두 0.2% 이하의 수준에 불과하다. 즉, 연기금 운용과 관련하여 국내에서는 기관투자자의 주주권 행사에 대하여 비교 대상이 없다는 의미이다.

<표 5> 각 공적연금의 주식시장대비 투자 비중

(단위 : 억원)

구 분	국민연금	사학연금	공무원연금	군인연금
주식투자 규모	621,395	17,706	10,042	409
KOSPI 시가총액 ¹⁾ 비중	5.96%	0.17%	0.10%	0.004%
KOSPI200 시가총액 ²⁾ 비중	6.90%	0.20%	0.11%	0.005%

주 : 2011년말 기준.

1) 2011년말 KOSPI 시가총액 : 1,041조9,990억원.

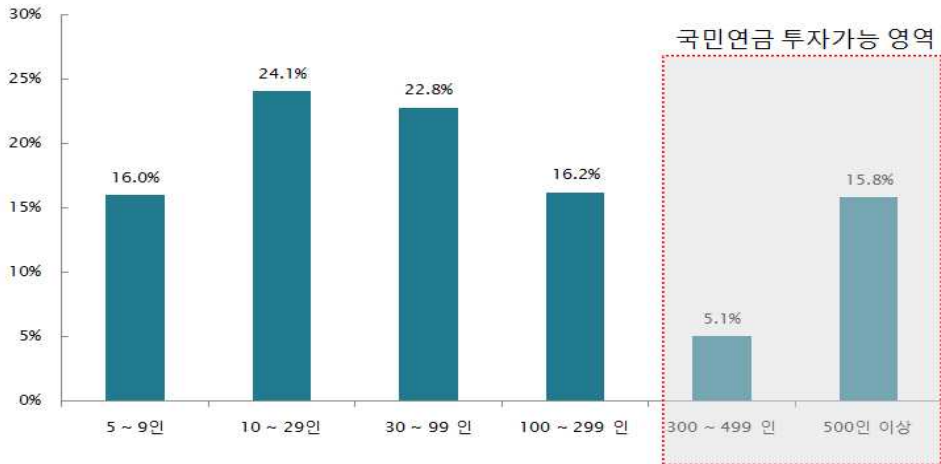
2) KOSPI200 시가총액 : 900조1,390억원.

특히, 기금의 규모가 증가하는 것과 맞물려 주식규모도 크게 증가하고 있어 전체 주식시장에 국민연금이 차지하는 비중은 해마다 상승하는 추세이다. 여기에 그 동안 채권 위주로 투자된 금융부문이 주식의 비중을 점차 늘려감에 따라 기금의 적립 증가속도 보다 주식의 비중이 더욱 빠르게 올라가고 있다. 2012년 6월말 기준으로 5.3% 수준으로, 2009년 금융위기로 잠시 줄어들었던 비중이 2010년 이후부터 다시 꾸준히 상승하고 있는 추세이다. 특히 5% 이상의 주식을 보유하고 있는 기업만도 180개사에 이르고 있다. 더구나 이 수준은 「자본시장법」에서 주요 주주로 간주되어 소유상황에 대한 보고의무를 가지는 5%를 초과한 수준이다.

더구나 국내 10대 대기업의 경우, 기업군에 속한 93개 상장사에 대한 국민연금기금의 평균 지분율은 4.14%로 꾸준히 상승하는 추세이다. 반면, 10대 대기업 총수의 지분율은 1.98%로 실제 국민연금의 주식보유량은 대기업 오너의 지분에 비해 두 배 이상 높은 수준인 것으로 나타났다.¹²⁾

12) 재벌닷컴, <<http://www.chaebul.com/>>, 20012년 9월 18일자.

[그림 2] 우리나라 직장인들의 종업원 별 분포



여기에 시가총액 상위 30개 기업을 살펴보면 국민연금기금의 주식 총 투자 총액의 64.8%를 차지하고 있어, 투자종목의 쏠림 현상이 매우 심각하게 나타나고 있다. 이는 투자의 안정성을 위한 기본적인 투자준칙에 의한 것이다. 하지만, 실제 국민연금기금의 경우 투자자, 즉 연금 보험료를 납부하는 대상이 전 국민임을 고려한다면, 실제 보험 납부 자중 극히 일부만이 국민연금기금의 투자로 인한 혜택을 받고 있음을 알 수 있다. 그 대신 나머지 납부자들은 국민연금-국민연금 기금운용의 경로를 거쳐 우리나라 기업에 투자함으로써 투자 성과를 함께 나누고 있다.

<표 6> 10대 그룹 상장사 국민연금 및 총수 지분율

(단위: %, %p)

순 위	그룹명	상장 사 수	국민연금지분율			총수지분율		
			2011. 6	2012. 6	증감	2011. 6	2012. 6	증감
1	삼성	17	5.28	6.00	0.73	3.34	3.31	-0.03
2	현대차	10	4.97	6353	1.56	3.97	3.72	-0.25
3	SK	18	4.89	4395	0.05	1.15	0.93	-0.22
4	LG	11	3.01	3.05	0.03	1.41	1.40	-0.01
5	롯데	9	2.29	2.83	0.55	0.15	0.15	0.00
6	현대중공 업	3	4.89	5.55	0.66	6.52	6.52	0.00
7	GS	8	2.75	3.25	0.50	3.77	3.73	-0.04
8	한진	5	4.43	5.00	0.57	3.03	3.03	0.00
9	한화	6	1.16	1.02	-0.14	1.39	1.39	0.00
10	두산	6	0.00	1.39	1.39	0.16	0.05	-0.11
합계 및 평균		93	3.66	4.14	0.48	2.08	1.98	-0.10

자료: 재벌닷컴, <<http://www.chaebul.com/>>.

<표 7> 시가총액 상위 30개 기업 투자현황

(단위: 억 원, 2012.6.30. 기준)

국내주식 총 투자액	587,206
시가총액 상위 30개 기업 투자액 합계	380,639
비중	64.8%

자료 : 국민연금공단(2012).

<표 8> 5대그룹 국내주식 투자현황

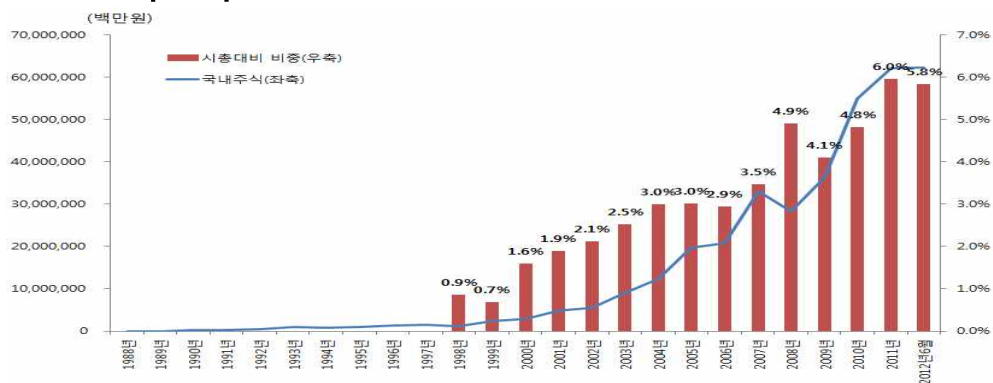
(단위:%, 2012.6.30. 기준)

그룹명	직접투자비중	위탁투자비중	전체투자비중	시가총액비중
삼성	32.0	23.6	27.9	28.9
현대자동차	17.7	12.8	15.4	14.8
LG	15.0	5.1	10.2	6.8
SK	6.1	5.6	5.8	6.0
롯데	1.6	2.3	2.0	2.4
5대 그룹 합계	72.4	49.4	61.3	58.9

주 : 5대 그룹은 공정위 발표 기업집단 중 공기업을 제외한 그룹.

자료 : 국민연금공단(2012).

[그림 3] 국민연금기금의 주식 보유 규모와 시가총액 대비 비중 추이



OECD 국가 중 연기금의 주식투자 비율은 상당히 낮은 편이다. 정부는 연기금 운용 기조에 주식 및 대체투자 비율을 높이는 등 투자자산 다변화, 실물경제에 대한 투자 확대, 다양한 금융상품 투자를 통해 금융시장 발전에 대한 기여에 초점을 맞출 것이라고 밝혔다.

따라서 세계 금융시장 침체에 따라 잠시 주춤했던 국민연금기금의 운용 방향

변화는 경기 회복 흐름이 이어진다면 급격해질 수 있다. 특히 금융위기로 인해 유보된, 국민연금기금 지배구조 개혁이 이루어진다면 이는 국민연금기금의 운용 방향 전환에 결정적인 계기가 될 수 있다. 국민연금기금 장기운용 전략(2008)에 따르면 향후 국민연금기금의 주식투자 및 해외투자, 파생상품 및 부동산 투자 비중은 장기적으로 꾸준히 늘어나도록 되어 있다.

2) 국민연금의 주식 투자의 의의

국민연금에서의 주주권이나 의결권을 행사하여야 한다는 논의는 국민연금기금이 주식투자가 가능해지는 시점부터 발생한 문제이다. 사실 국민연금의 주식투자 역사는 그리 오랜 것이 아니다.

실제 국민연금기금이 본격적으로 수익률 확보를 위한 운용을 실시한 것은 1999년 기금운용본부를 설립하면서 부터이다. 물론 국민연금의 경우 1988년 제도가 마련된 이후 기금이 적립되면서 보유수단의 하나로 주식에 대한 투자가 있었다. 하지만 당시의 투자는 적극적인 운용을 위한 수단으로 주식을 보유하기 보다는, 위험관리 수단의 하나로 주식을 보유하여 매매차익보다는 보유 시세 차익과 배당이익을 목적으로 한 것이었다. 그러므로 당시에는 주식보유로 인한 특정한 권리 행사에 주목하기 보다는 보유종목의 안정성에 더욱 큰 관심이 있었다. 게다가 당시 국민연금기금의 주식 보유비중은 전체 시가총액 대비 1% 미만으로 특정한 사회적 파장을 불러일으킬 정도의 수준도 되지 못하였다.

기금운용본부가 설립되고, 본격적인 기금운용체계가 확립되면서, 초과수익률을 추구하기 위한 수단으로 적극적으로 주식에 대한 투자가 활발해 지면서, 주식의 투자규모 및 시장대비 비중은 크게 상승하기 시작하였다.

금융자산은 실물자산에 대한 가치를 증권화한 것이라 볼 수 있다. 개인이나 기업 또는 국민경제가 보유하는 자산 중, 토지·건물·원료·반제품·완성품 등의 실물자산에 대비되는 자산인 예금·현금·유가증권·대출금·보험·신탁·기

업간의 신용 등의 자산을 가리킨다. 이들을 ‘국내신용자산’이라고 하며, 금융 및 대외채권 등의 ‘대외금융자산’에 대비 된다.

대표적으로 주식의 경우는 해당 기업의 자산에 대한 가치를 증권화 한 것이라면, 채권은 원리금에 대한 상환의무를 증권화 한 것이다. 그리고 증권화된 실물 자산의 일부에 대해서 투자할 수 있도록 하여, 보다 광범위한 투자자들의 참여를 가능하게 한다. 금융자산에 대한 투자는 가게 및 기업, 기관투자자 등의 잉여자금을 통해 이루어진다. 주로 금융기관 및 연금운용기관 등을 통해 집합되고 축적된 자금은 투자 자본으로 전환되어 보다 증권화 된 금융상품에 투자하여, 실물에 직접 투자하는 것 보다 투자의 편이성과 유동성을 확보할 수 있게 해 준다.

국민연금의 적립된 기금이 실물자산이 아니라, 유가증권에 주로 투자하는 이유는 무엇보다도 자산의 매입을 위한 시장이 증권화라는 기성화 된 체계를 통해서 공개된 시장에서 원하는 만큼, 시장의 왜곡을 최소화하면서 매입할 수 있기 때문이며, 앞으로도 이러한 시장에서의 거래는 영구적으로 계속 될 것이라는 믿음이 있기 때문이다.

뿐만 아니라, 증권이 공개된 거래소를 통해 거래되면서 투자자의 입장에서는 투자대상에 대한 신뢰를 확보할 수 있으며, 공정성에 대한 시비가 원천적으로 방지할 수 있다. 이러한 점은 특히 공적기관의 경우 매우 중요한 요소로 투자에 대한 특혜문제를 방지할 수 있으며, 자금의 보관 및 매매에도 객관성을 가질 수 있다.

통상적으로 적립된 저축은 금융기관을 매개로 직접금융과 간접금융 등의 형태로 자금이 조달되면서 국가경제의 기본 흐름 상, 투자를 촉진하고 생산을 돕는다. 이 과정에서 새로운 부가가치가 창출되며, 고용과 또 다른 파생투자로 연결되는 선순환을 이루게 된다.

여기에 대규모로 조성되는 공적연금기금은 무엇보다도 그 투자기간의 장기성으로 인하여 안정된 자금을 국내 자금수요자에게 조달하도록 해 준다는 장점이

있다. 국민연금기금과 같은 적립자산의 경우, 직접적으로 국가가 이를 정책에 활용할 수는 없다. 실제 기금의 주인은 국가가 아닌 가입자들이기 때문이며, 국가는 단지 이를 위탁받아 운용하는데 불과하기 때문이다. 하지만, 국가적 차원에서 국민연금과 같은 공적연금기금은 강제저축을 통한 자본의 축적을 가능하도록 한 부산물이다. 이렇게 축적된 자산은 주식이나 채권 등의 금융자산을 매개로 국내 산업의 자본 및 운영자금으로 공급되는 자금원천을 제공하게 된다.

여기에 전문적 투자자로서의 규모의 경제를 갖춘 연금기금은 자본시장의 구조를 보다 선진화 할 수 있도록 하여, 다른 금융부문의 발전을 도모하여 실물산업과 잉여자본과의 연계를 보다 원활하게 해 주는 역할에 기여하게 된다. 실제 우리나라 국민연금기금의 경우에도 기금운용본부 출범 이후 전문적인 금융자산에 대한 투자를 수행하면서, 국내 자본시장의 발전에 구조적으로나 제도적으로 많은 기여를 한 것으로 나타나고 있다.

대부분의 선진국들이 1970년대 이후 금융이 보다 비약적으로 발전하고 글로벌 금융으로 도약할 수 있도록 하는 근거에는 장기적 투자를 대규모로 가능하게 해 준 뮤추얼 펀드 및 연기금 등의 역할이 크게 작용한 것이라 볼 수 있다.

주식은 기업에 대한 직접적인 투자를 나누어서 한다는 점에서 실물투자를 대신하는 방법이다. 그러나 주식은 채권과 달리 스스로 투자금액을 결정하며, 이 금액 이상의 책임을 지지 않는다. 그리고 투자자와 기업 사이에 관계를 규정하는 계약 등의 관계자체는 보증을 하지 못한다는 특징을 가진다.

하지만 주식의 매매는 실제적으로 제로섬 게임이 아니라는 점에서 매력적인 투자 대상이다. 즉, 기업의 가치는 생산성의 상승뿐만이 아니라, 국내 경제발전에도 비례하여 성장하므로 경제성장의 과실을 함께 나눌 수 있다는 장점을 가진다.

특히 국민연금의 입장에서 주식 투자를 한다는 것은 국민연금기금은 정치공동체를 구성하는 기본단위이며, 정치권력을 창출하는 힘을 가진 국민들에 의해 조성된 기금에 의해 국내기업에 투자를 한다는 의미이다. 이는 국가경제의 성장으

로 기업의 가치가 상승하고, 그 상승분에 비례한 만큼의 주식 평가액이 상승하게 되므로, 궁극적으로는 가입자들에게 국가 경제발전의 과실이 나누어 질 수 있는 것이다. 만일 국민연금의 국내 기업에 대하여 100% 지분을 가지고 있다고 가정한다면, 국내 기업의 성장이 그대로 가입자의 이익으로 귀속되며, 반대로 국내 경제의 하락에 대한 책임도 가입자들에게 직접적으로 전가될 것이다. 이 때문에 국민연금기금에서 발휘되는 주주권은 대기업의 지배구조에 미치는 영향의 크기는 별개로 하더라도, 정치적, 경제적인 파장이 다른 기관투자자와 다르게 나타날 수 있다. 그러나 이러한 성격으로 인하여 자산운용사들과 차별되는 투자지평을 가지고 의결권 행사기준을 마련할 수 있어 사회경제적으로 순기능을 발휘할 수 있는 면도 있다. 이러한 국민연금의 주주권 행사는 일반 재무적 투자관점에서 바라보는 수익률이나, 기업의 구조개선을 넘어서는 영역으로까지 발전시키는 유인으로 작용할 가능성이 있음을 의미하는 것이다.

이렇게 국가적 가치를 가지는 기업의 투자자 혹은 대주주로 국민연금이 존재한다는 것은 이들 기업들의 성장의 혜택이 국민들에게 이전될 수 있다는 통로를 만들 게 된다는 데 의의가 있다.

하지만 경제성장의 주요 동력은 결국 노동인구의 증가와 밀접한 관련이 있으므로, 향후 저출산-고령화 구조로 인하여 실제 연금의 부담이 증가하는 반면, 자본의 실질 이익도 감소하게 됨에 따라 미래 가입자의 연금부담을 오히려 높이게 되는 효과를 가져올 수도 있다. 즉, 국민연금제도 역시 인구구조로 인한 재정적 문제를 가지고 있으며, 이를 주식 등의 적극적 투자를 통해 수익률을 제고하고자 하는 목적을 가진다. 그러나 인구구조의 변화로 국내 자본생산성이 낮아지고, 국내 기업들의 자본이익률이 감소할 경우 이는 직접적으로 국민연금 주식부문의 운용수익률의 감소로 연결되게 된다. 이미 주식 부문도 인구구조로 인한 수익률 저하를 나타내기에 초과수익의 추구가 사실상 어렵게 되는 자기모순적 결과에 직면할 수 있다.

기업의 입장에서조차 주식시장의 특성상, 단기 차익이 발생하거나 외부적 뉴스

에 민감한 투자자들을 고려해 본다면, 연금기금을 통한 장기 투자는 보다 주식 시장의 안정성에 도움을 준다. 이러한 이유로 기업들도 일반 투자자의 투자보다 연금기금의 투자를 더욱 선호하는 이유이기도 하다. 연금기금처럼 안정적이고 장기자산으로의 자금의 이동은 비용을 절감하고, 주식의 가용성을 증가시킬 수 있기 때문이다. 여기에 장기적으로 자금을 조달한 기업들에게도 자본 활용도를 높여 생산성을 증가시키는 효과를 발생하는데 큰 도움이 된다.

특히 소규모 기업의 경우에도 국민연금기금과 같은 장기적 자산의 투자는 주식발행을 통한 수익확보에 보다 중요한 경쟁력을 주게 된다. 특히 경기하강기에 취약한 중소기업들에게 재무적 위험으로 부터 위험을 줄일 수 있는 기회를 찾을 수 있게 하는 것이다. 특히 생산업에 있어서의 고도성장은 장기적인 부채 조달 구조와 밀접하게 연관되어 있음을 보이고 있다.¹³⁾

현재와 같이 국민연금이 대기업들의 대주주인 상태에서 의결권을 적극적으로 행사하게 된다면 정부는 합법적으로 국민연금의 의결권을 통하여 실질주주의 이익극대화 보다는 일자리 창출을 위해 투자와 고용을 늘리도록 한다던가, 초과이익공유제와 같은 대·중소기업 상생을 경영목표로 삼도록 압력을 행사할지도 모른다는 식의 우려가 제기되는 이유이다.

하지만 국민연금은 주주와 경영진간의 권력투쟁이라는 틀 안에서 보면 원칙적으로 소수주주이다. 물론 지분율은 기업의 총수 지분에 비해 매우 크지만 경영에 직접 관여할 수 있는 속성을 가지고 있지 못하다. 국민연금은 공적 기금으로 일반 기관 투자자에 비해 더욱 엄격한 경영참여 제한 요건이 적용되고 있는 실정이다. 하지만, 이러한 점 때문에 본격적으로 주주권을 행사하게 될 경우 투자 기업들의 기업지배구조 설정과 경영권 분쟁 등에서 더욱 큰 힘을 발휘할 수 있는 잠재력을 가지고 있는 것이다.¹⁴⁾

13) Carprio and Dermirüç-Kunt(1998).

14) 김화진, 『기업지배구조와 기업금융』 제2판, 박영사, 2012, p.133.

4. 국민연금기금의 주주권 현황

1) 국민연금기금의 의결권 행사 체계

국민연금기금은 2012년 6월말 기준으로 전체 주식시장 시가 총액 대비 5%가 넘는 수준의 주식을 보유하고 있으면서 아직까지 주주권이라 할 만한 행동을 취하지는 않았다. 단지 소극적 주주권이라 할 수 있는 의결권에 대한 사항을 일정한 프로세스를 통해 행사하면서, 주주총회에서의 경영진의 의견에 찬성 혹은 반대하는 역할을 하고 있다.

국민연금기금의 의결권은 ‘의결권행사지침’과 ‘의결권행사세부기준’에 따라 행사하고 있다. 이러한 각 기준들은 2005년 9월에 구성된 의결권 행사 자문위원회를 통해 마련된 것으로 동년 12월 의결권행사지침(안) ([붙임 1] 참조)을 발표하고, 이어 의결권행사전문위원회 설치 및 의결권행사지침을 의결하여, 2006년 3월 의결권행사 전문위원회를 구성하였다. 국민연금 주식의결권행사전문위원회는 국민연금기금에서 보유한 주식에 대한 의결권 행사를 위하여 국민연금기금운용위원회 산하에 설치한 위원회로서의 지위를 갖는다. 그리고 국민연금의 의결권 행사는 「국민연금 의결권 행사지침」에 따라 국민연금 기금운용본부에서 수행하고, 필요할 경우에는 국민연금 주식의결권행사전문위원회에 판단을 의뢰하도록 되어 있다.

본 위원회는 기금의 의결권을 행사할 때 국민연금공단 기금운용본부가 판단하기 곤란한 사안 등 주요사안에 대한 결정, 의결권 행사지침의 정기적인 검토 등을 위해 전문위원회를 운영함으로써 의결권 행사의 전문성 및 효율성을 강화하고자 함을 목적으로 한다. 기금운용위원회 위원 추천을 받아 보건복지부 장관이 위촉하며, 의결권행사전문위원회는 9인 이내로 구성하며 위원의 임기는 2년이고, 의장은 호선하고 임기는 1년으로 되어 있으며, 간사는 보건복지부 연금재정팀장과 기금운용본부장이 담당하고 있다.

본 위원회는 위원장을 포함하여 9인 이내의 민간위원(임기 2년)으로 구성(위원장 호선)되어 있다. 위원 구성시 전문성과 대표성을 감안하여 정부(2), 사용자(2), 근로자(2),지역가입자(1)¹⁵⁾, 시민단체(1), 연구기관(1)에서 민간인 후보자를 추천하여 선정하여, 위원회의 대표성과 전문성을 꾀하고 있다.

<표 9> 국민연금 주식의결권행사전문위원회 위원 구성

구 분	추천기관	성 명	소 속
정부(2)	정부	권종호	건국대학교
	국민연금공단	성태운	연세대학교
사용자단체(2)	한국경총	윤창현	서울시립대학교
	전경련	이병기	한국경제연구원
근로자단체(2)	한국노총	김주영	법무법인 한누리
	민주노총	유철규	성공회대학교
지역가입자단체(2)	한반도선진화재단	정대화	법무법인 정세
	농협중앙회	정순섭	서울대학교
연구기관(1)	보사연	김성민	한양대학교

자료 : 국민연금공단, <<http://www.nps.or.kr>>, (검색일 : 2012년 7월 25일).

위와 같이 의결권행사전문위원회는 사회적 합의를 바탕으로 마련한 국민연금 기금 의결권 행사지침을 매년 검토·개정하여 투명하고 합리적으로 의결권 행사가 이루어지도록 하는 것을 목적으로 한다. 본 위원회에서는 의결권 행사지침의 정기적인 검토 및 개정, 기금운용본부가 판단하기 곤란한 사안 및 주요사안에 대한 결정, 기금운용위원장 또는 의결권 행사 전문위원장이 필요하다고 인정되는 사항에 대해서 논의를 하도록 되어 있다. 이는 의결권 행사가 기금운용과는 별개로 독립적인 의사판단 하에 자체적으로 수행될 수 있음을 의미한다.

그런데 본 위원회의 기본 업무와 관련하여 ‘기금운용본부가 판단하기 곤란한

15) 지역가입자대표 중에는 2006년 당시, 참여연대 추천에서 현재는 한반도선진화재단의 추천으로 변경되었음.

사안 및 주요사안에 대한 결정'을 한다는 의미는 일반적인 의결권의 행사는 이미 기금운용본부가 행사하고 있음을 의미한다. 물론 원칙적으로 기금의 이름으로 보유하고 있는 모든 주식에 대해 의결권을 행사하도록 되어 있으나 의결권 행사 인력의 부족과 실제 기금의 수익과의 연결성을 고려하여 국내주식의 경우 보유지분 1% 미만, 주식시장 전체 대비 0.5% 미만의 경우 의결권 검토에서 제외하고 있다. 해외주식의 경우 보유비중 대비 0.5%미만의 경우 행사 대상에서 제외하고 있다. 이러한 상황에서 실제 대부분의 의결권 행사는 기금운용본부에서 처리하게 되어 실제 의결권행사전문위원회의 안건으로 상정되는 경우는 그리 많지 않다. 2011년의 경우 본부에서 100% 처리한 것으로 알려져 있다.

즉, 의결권행사전문위원회가 실질적으로 주식의 의결권 행사에 참여하는 경우는 극히 일부분의 경우로 대부분 운용본부의 운용행동의 하나로 의결권의 가부가 이루어짐을 의미하는 것이라 하겠다. 아래 <표 8>을 보더라도 실제 지분율을 기준으로 의결권행사전문위원회가 개입하는 것이 아니라, 기본적으로 특정 지분율과 관계없이 기금운용본부가 의결권을 행사하고, 이 중 본부에서 책임지기 어려운 부분을 위원회에 맡겨 일종의 책임 회피 수단으로 활용되는 것이다.

<표 10> 의결권 행사 기준

보유비중	의결권 행사 권한
보유지분 > 3% 또는 보유비중 > 0.5%	투자위원회 의결사항
보유지분 1-3%, 보유비중 < 0.5%	기금운용본부장
보유지분 < 1%, 보유비중 < 0.5%	행사담당 부서장이 행사 또는 포기(증권운용실장, 운용전략실장, 해외투자실장, 대체투자실장)
해외의 경우 보유지분은 고려하지 않고 보유비중 < 0.5%만 고려함 기금운용본부가 판단하기 곤란한 안건에 대하여는 기금운용위원회에 결정을 요청할 수 있음	

2) 의결권 행사 현황

최근까지 국민연금에서 행사한 의결권 행사를 살펴보면, 2009년 2,003건에서 2011년에는 상반기에만 2,770건으로 큰 폭의 증가 추세를 보이고 있다. 국민연금 기금의 의결권 행사에서 반대의견의 비중이 점차 증가하고 있어, 나름대로 경영진에 대한 견제적 역할이 그나마 작동된다고 볼 수 있을 것이다.

<표 11> 국민연금기금의 의결권 행사 추이

(단위 : 건)

행사년도	주식투자 기업수	행사 주총수	행사 안건수	행사내역		
				찬성 (비중)	반대 (비중)	중립/기권 (비중)
2012누계 (1~9월)	618	551	2,480	2,052	426	2
				82.74%	17.18%	0.08%
2011	591	556	2,175	2,022	153	0
				92.97%	7.03%	0.00%
2010	563	528	2,153	1,979	174	0
				91.92%	8.08%	0.00%
2009	581	494	2,003	1,865	132	6
				93.11%	6.59%	0.30%
2008	505	514	2,010	1,899	109	2
				94.48%	5.42%	0.10%
2007	584	453	1,926	1,830	96	0
				95.02%	4.98%	0.00%
2006	535	487	1,878	1,796	70	12
				95.63%	3.73%	0.64%
2005	494	317	1,395	1,334	38	23
				95.60%	2.70%	1.70%
2004	352	348	1,145	1,093	16	36
				95.50%	1.40%	3.10%
2003	329	164	782	767	15	0
				98.10%	1.90%	0.00%
2002	284	138	653	645	8	0
				98.80%	1.20%	0.00%

자료: 국민연금공단(2012).

하지만 2010년 1.9%에서 2011년도 상반기까지 5.49%로 증가하는데 불과하여 의결권이 적극적으로 행사되고 있다고 판단하기에는 여전히 미지수이다. 물론 반대의견이 많다고 해서 그것이 분명 바람직한 의결권 행사라고 볼 수는 없으나 반대로 주주총회에서의 찬성비율이 거의 95%에 달하고 있다면, 적극적인 의결권 행사라고 보기는 어려울 것이다.

<표 12> 국민연금의 2011년 상반기 의결권 행사 현황

(단위 : 건, %)

의결권 행사한 주주총회 수	반대 의결권 행사		의결권 행사한 안건 수	반대 의결권 행사 안건	
	횟수	비율		횟수	비율
424	109	25.7	2,770	152	5.49

자료 : ERRI 경제개혁리포트(2011).

경제개혁연구소(소장 : 김우찬, 고려대 교수)에서 발표한 바에 따르면, 2011년 기준으로 국민연금은 5.49%의 비율로 반대 의결권을 행사한 것으로 보고되었다. 이는 일반기관투자자들의 반대비율인 0.34%에 비해 월등히 높은 것이다. 그러나 좋은기업지배구조연구소(이하 'CGCG')가 매년 주요 회사들을 대상으로 주주총회 안건에 대한 찬·반 의견을 제시한 보고서(proxy report)와 비교하면, CGCG 반대 비율 34.41%에 비해 국민연금의 반대비율은 4.84%로 매우 낮은 것이라 한다.¹⁶⁾

16) 강정민, 「국민연금의 문제성 의결권 행사 현황」, 『ERRI 이슈&분석』, 2012-6호, 2012. 9. 19, pp.4-5.

<표 13> CGCG 권고안과 국민연금의 의결권행사 안건별 비교

(단위 : 건)

안건명	2010 년					2011 년				
	국민연금 의결권 행사		CGCG 보고서		전체 안건	국민연금 의결권 행사		CGCG 보고서		전체 안건
	찬성	반대	찬성	반대		찬성	반대	찬성	반대	
재무제표 승인	37	-	36	1	36	40	1	41	-	41
정관변경안	25	1	25	1	25	25	2	26	1	27
이사선임	131	8	89	50	89	168	12	111	69	180
감사 선임	57	5	47	15	47	-	1	-	1	1
감사위원 선임	-	-	-	-	-	69	1	44	26	70
이사보수한도 승인	35	-	10	25	10	40	-	11	29	40
감사보수한도 승인	1	-	1	-	1	6	-	5	1	6
주식매수선택권 부여분 승인	2	-	-	2	-	1	-	1	-	1
주식매수선택권 부여	2	-	-	2	-	1	-	-	1	1
임원 퇴직금 규정 제정/변경	4	-	1	3	1	1	1	2	-	2
합병, 분할	-	-	-	-	-	2	-	2	-	2
기타	1	-	1	-	1	1	-	1	-	1
계	295	14	210	99	210	352	18	244	128	372

자료 : 강정민, 「국민연금의 문제성 의결권 행사 현황」, 『ERRI 이슈&분석』, 2012-6호, 2012. 9. 19, pp.4-5.

3) 해외 주요 공적연금의 주주권 행사

세계 금융위기 이후 선진각국에서는 금융회사 자체의 지배구조 개선뿐만 아니라 기관투자자들의 투자대상회사 지배구조 개선에 대한 역할을 강조하는 추세이다. 대표적으로 영국은 2009년 11월 「Walker Review」와 2010년 7월 「Stewardship Code」(기관투자자의 의무와 책임에 관한 규칙)를 잇따라 제정하여 기관투자자의 책임과 역할을 주문하고 있다. 특히 「Stewardship Code」는 투자대상회사에 대한 주주총회 의결권행사는 물론이고, 기관투자자와 투자대상회사 상호간 관계에 있어 장기적으로 주주이익을 증대시키고 회사의 지배구조를 효과적으로 통제하기 위한 ‘적극적인 대화와 관여(engagement)’를 강조하고 있다.¹⁷⁾

연금기금들이 의결권을 행사하는 것에 대하여 법적으로 규제하는 국가를 발견하지 못하였다. 이러한 이유는, 첫째로, 기본적으로 해외 공적연금 중에서 국민연금과 같이 기금의 적립규모가 크고, 국내 시장에 미치는 영향이 큰 기금은 존재하지 않으며, 둘째로, 주주로서의 의결권 행사는 자본주의 시장경제체제에서는 지극히 당연한 권리이기 때문이다.

그러므로 각 국가별로 회사법의 차이에 따른 주주권 행사의 범위나 방법의 차이가 있을 뿐, 법률이 주주의 의결권의 내용과 강도를 어떻게 구성하고 주주총회와 이사회에 권한을 어떻게 배분하든 그것은 주주의 이익을 도모하기 위한 방법론적인 문제에 불과하다. 즉, 적극적인 의결권 혹은 주주권 행사에 대한 가부가 법적으로 명시된 것은 아니며, 투자자로서 주주의 권리 행사 차원에서 수행하는 것이다.

각국의 연금기금들은 주주권행사의 강도에는 다소 차이가 있을지언정 대체로 적극적으로 주총에 참여하여 의결권을 행사하고 있다.¹⁸⁾ 주총에 참석할 수 없을

17) 이은정, 「2012년 19대 정기국회 입법과제 3: 주주권 강화방안」, 『ERRI 경제개혁 리포트』 2012-07호, 경제개혁연구소, 2012.5.

때에는 대리투표를 한다. 각국의 연금기금들도 주주권 행사의 강도에는 다소 차이가 있을지언정 대체로 적극적으로 주총에 참여하여 의결권을 행사하고 있다는 점도 공적연금으로서의 기능면에서 고려할 필요가 있다.¹⁹⁾

캐나다의 Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)는 캐나다 기업은 물론이고 미국 및 기타 외국기업의 주요 안건에 투표권을 적극적으로 행사하였는데 캐나다 기업의 경우 경영진이 상정한 안건 중 상당부분에 대하여 반대 의사를 표하고 있다.

네덜란드의 ABP는 네덜란드의 정부 및 교육부분에서 서비스를 제공하는 고용인/피고용인을 위한 연금기금으로, 이들은 직접 주주총회에 참석하여 그 의견을 활발하게 개진하며 직접 주주총회에 참석하기 어려운 경우에는 인터넷 등을 활용하여 의결권 대리(Proxy Voting)에 의한 투표방법을 채택하고 있다. ABP의 의결권 행사에 있어 가장 눈에 띄는 것은 그 결과를 투명하게 공개한다는 것이다. 누구든지 ABP의 Web Site에 들어가서 관련된 회사의 이름이나 약어를 입력하면 최근 ABP 의결권 행사가 어떠한 방향으로 이루어 졌는지를 신속히 확인할 수 있다.

일본의 국민연금은 2001년 기금운용만을 전담하는 연금자금운용기금(Government Pension Investment Fund: GPIF)을 설립하였다. 기본적으로 일본의 경우 GPIF(Government Pension Investment Fund)는 주식투자분 전액을 외부에 위탁운용 하도록 하여 주주권 문제가 발생하지 않는다.²⁰⁾ 하지만 GPIF는 일본기업들의 지배구조 개선을 통해서 주가가 상승할 것을 기대하면서 2004년도 주총부터 도쿄 증권거래소 1부에 상장된 기업들을 대상으로 지배구조를 평가하여 기업지배구조가 나쁜거나, 실적이 나쁜 기업, 불공정행위를 한 기업 등에 대

18) 해외사례는 박상수, 「국민연금의 주주권 행사방안」, 『연금포럼』 Vol.16, 2004.12 참조.

19) CalPERS뿐만 아니라 캐나다, 네덜란드, 일본, 스웨덴 등 많은 국가의 공적연금이 적극적인 주주권 행사를 통한 이익극대화를 추구하고 있다.

20) <<http://www.gpif.go.jp>>, (검색일 : 2012년 7월 18일).

해 주총에서 적극적으로 의결권을 행사하도록 위탁사에 권유하고 있다. 다만, 의결권행사는 GPIF가 직접 하지 않고 외부의 투자 관리자에 의해 이루어지고 있다. 이에 따라 외부의 투자 관리자들은 자산의 가치 극대화를 위해서 의결권을 행사하고 있으며 GPIF는 이들에게 의결권 행사기준 및 투표 결과를 제시 할 것을 요구할 수 있도록 되어 있다.

스웨덴의 5개 AP기금도 모두 적극적으로 주주총회에 출석하여 의결권을 행사하고 있다. 하지만 AP Fund의 경우 기금을 4개로 분할하여 운영하고 있어, 각 기금별로 의결권의 행사 내용을 비교할 수 있도록 하고 있다. 하지만 분할로 인하여 실제 주주로서의 권한은 미약한 편으로 의결권 문제가 이슈화되지는 않는다.²¹⁾ 그러나 각 개별 연금 운용기관별로 적극적으로 주주권을 행사하고 있는 모습을 보인다. 한 예로서 AP3 펀드는 자국 기업에 대해 의결권을 적극적으로 행사하고 있는데 펀드가 투자한 73개의 스웨덴 기업 중 69개 기업의 일반 주주총회에 참석하였으며 7건의 특별 주주총회에 모두 참석하였다. 다만 기금 규모 4~5조원대를 관리하는 AP7 펀드만은 예외적으로 스웨덴 주식에 대하여 의결권을 행사를 하지 못한다고 규정하고 있다.²²⁾

미국은 상황이 약간 다르다. 우리나라의 공적연금과 같은 미국 OASDI(Old-Age, Survivor's and Disability Insurance)는 기금의 전액을 미국 정부가 발행하는 특별채권에 투자하고 있다. 그러므로 일단 공적연금차원에서 주주권행사 자체를 비교하기 불가능하다. 그 대신 기금이 적립된 지방 직역연금 기금이 적립된 기금을 바탕으로 주주권을 행사하는 사례를 보인다. 미국 직역연금의 대표적인 캘리포니아 공무원연금(CalPERS ; California Public Employee's Retirement Pension)²³⁾의 경우 1980년대 투자회사의 이사 선임에 대해 의결권을 행사하면서 기업지배구조 활동을 시작하였다. 이후 수많은 투자기업들에 대해서

21) <<http://www.apfond6.se>>, (검색일 : 2012년 7월 18일).

22) AP7은 스웨덴의 노후보장 연금이라기 보다는 소득의 2.5%로 조달되는 프리미엄 리저브 연금 체계(Premium Reserve Pension System)의 운용을 담당하고 있는 특별펀드이다.

23) <<http://www.calpers.go.ca>>, (검색일 : 2012년 7월 19일).

투표 진행과정, 이사의 선임, CEO의 보수, 공식적인 주주자문위원회의 구성 등과 같은 문제로 기업지배구조의 방향을 설정하였으며, 기업지배구조 원칙과 지침을 마련하여 의결권을 행사하고 있다. 이러한 CalPERS의 기금운용은 전 세계적으로 기금운용 및 주주권행사의 가장 대표적인 사례로 소개되고 있다.

CalPERS와 유사한 직역연금으로서 CalSTRS(California State Teachers' Retirement System)이나 NYCERS(New York City Employees' Retirement System) 등도 적극적인 의결권 행사를 하고 있다.

그러나 미국의 직역연금의 경우 특수직역자들에게 제공되는 급여 및 부가급여의 일부로서 노동시장에서 구인의 도구로 활용되고 있어서 의결권의 행사 등을 통한 수익 창출이 필수적인 요소로 작용하고 있다는 점에서 일반 공적연금과 차이가 있다는 점을 간과해서는 안 될 것이다.

5. 국민연금기금의 주주권과 관련된 논의

이러한 국민연금기금의 주식투자의 역할과 비중의 증가는 점차적으로 시장에 기관투자자로서의 입지를 강화하게 되었고, 점차 사람들은 공적연금으로서의 국민연금의 역할과 함께 시장에서의 역할을 기대하기 시작하였다.

현실적으로 기금운용의 전문성을 넘어선 비전문가적인 시각에서 기업의 경영에 개입한다는 것에 대해서는 많은 비판이 제기된다. 설사 급여지급의 최종책임이 정부에게 있다고 하더라도, 결과적으로는 후세대의 조세부담으로 귀결되기 때문이다.

그 동안 선진국에서는 우수한 기업지배구조가 기업경쟁력의 원천이며, 장기적인 경제성장의 기본요건이라는 인식이 확산되어 왔다. 그러나 경제와 자본시장의 국제화가 가속화되면서 건전한 기업지배구조에 대한 국제규범의 필요성이 제기되었다. OECD는 ‘기업지배구조의 기본원칙’을 마련하였는데, 영·미식 기업지배모형인 주주자본주의를 중심으로 주주 이익 중시·이사회 활성화·자본시장의 역할 제고 등을 주요 원칙으로 하고 있다.

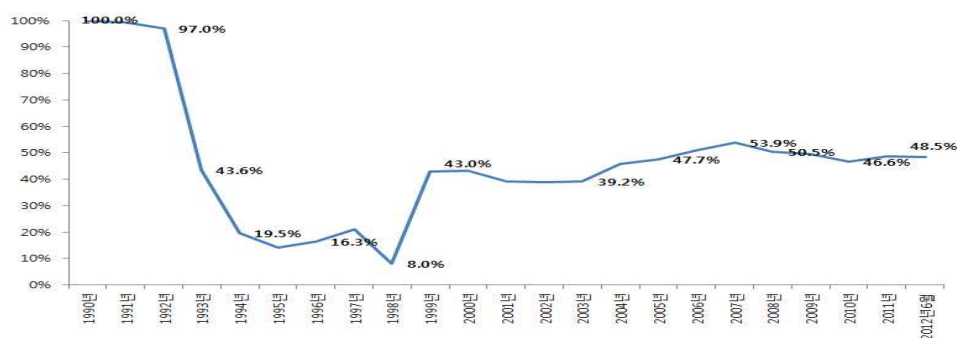
우리나라의 경우 기업지배구조의 중요성이 일반에게 인식되기 시작한 것은 증권시장이 정책적으로 육성되기 시작하던 1960년대에 들어온 이후라고 하겠다. 하지만 여전히 우리나라 대기업의 입장에서 일반 주주의 주주권행사를 반기고 있지는 않다. 이전 소위 ‘장하성 펀드’의 주주권 행사를 통해 기업가치를 상승시키고자 하는 움직임이 있었을 당시에도 많은 반발이 있었다. 과거 수년 동안 학계 및 경제계에서는 국민연금의 주주권 행사에 대한 많은 논의와 주주권 행사의 필요성을 강조하였으나 사실 실제 영향력은 크게 미치지 못한 상태였다. 그러나 궁극적으로 기업의 실제 주인은 기업의 총수가 아니며, 주주들의 것이니 만큼, 이에 대한 본질적인 부문에 대한 문제제기가 필요한 것임은 분명했음에도 거의 10여 년간 주주권을 둘러싼 기업지배구조 문제는 큰 발전을 보지 못하였다.

이렇게 지지부진하던 공적연금기금의 지배구조 논의가 결국 정부에서의 발언으로 다시 수면위로 부상하게 되었다는 점은 고무적인 일이다. 지난 2011년 4월 26일 대통령 직속 미래기획위원회 위원장이 공적연금기금이 적극적으로 주주권을 행사해야 한다는 주장을 제기함으로써 공론화되는데 성공한 것처럼 보인다.

여기서는 대기업의 공적책임을 강화하는 방안으로 국민연금 등의 주주권을 활용하는 것이 효과적이라는 정부의 의지가 엿보인 것으로 기업들이 해석하면서 정부의 관치를 주주권을 통한 경영권 침해로 생각하면서부터 논란이 된 것이다.

국민연금기금이 주식을 보유하게 되어 가지는 주주로서의 위상에 대한 고민은 2001년도에 들어서면서 본격화되기 시작하였다. 이는 국민연금이 1990년부터 주식투자가 가능해졌다고는 하지만 실제 1999년 기금운용본부가 출범하기 이전까지 주식운용이라는 것은 대부분 우량주식을 중심으로 보유하는 것에 불과하였으며, 초반에는 대부분 위탁투자 형태를 가지고 있어 주주권 행사 여부를 고려할 대상조차 되지 못하였기 때문이다.

[그림 4] 국민연금 국내주식의 위탁투자 비중



자료: 국민연금공단, 기금운용공시.

이후 재무적 투자자란 입장에서 국민연금이 적극적인 의결권 행사에 나선 것은 2005년이 되어서야 비로소 ‘의결권 행사 전문위원회’와 ‘의결권 행사지침’을

만든 뒤 가시화된 것이다.

이중 몇몇 주목을 끄는 주주권행사 관련 논의사항이 몇 가지 있다. 우선 2001년 참여연대 경제개혁센터에서 주관한 ‘재벌 및 금융부문 규제완화 관련 토론회’이다. 여기서는 국민연금의 주주권 행사에 대해서 본격적으로 논의된 것은 아니지만, 출자총액제한과 계열금융기관 의결권 행사제한을 중심으로 논의되는 가운데 자연스럽게 기관투자자의 의결권 행사에 대한 필요성이 제기된 모임이었다.

당시 재벌구조 개혁을 위한 여러 움직임 중에서 기업지배구조연구소에서의 “국민연금기금의 의결권 행사체계 구축방안”은 국민연금기금이 공적연금으로서 기금의 안정성을 담보하고 효율적인 수익률 추구를 위한 수단으로 의결권을 적극적으로 행사하여야 한다는 점을 본격적으로 밝힌 글로 의미가 깊다. 이를 기반으로 점차 국민연금기금이 기관투자자로서의 지위가 높아져 감을 인식하게 되었으며, 그 위상에 맞게 기업에 대한 의결권을 적절하게 행사하여야 한다는 의식을 정부 및 기금 관련자들에게 심어주게 된 계기가 된 것이다.

이후 국민연금의 의결권 행사에 대한 방법이나 해외사례들이 여러 차례 소개되면서 점차 의결권 행사의 필요성이 높아지게 되었으며, 이에 따라 복지부에서는 2005년 ‘국민연금의결권 행사지침’을 마련하여 2006년 발표하기에 이른다. 이에 따라 국민연금에서는 ‘국민연금주식 의결권행사전문위원회’가 출범하였다. 물론 이후 국민연금에서의 의결권 행사가 본격적으로 적용된 것은 아니지만, 기준의 확립만으로도 국민연금기금이 언제든지 의결권을 통한 재벌의 견제가 가능함을 보여준 계기가 되었다.

이러한 의결권행사기준의 마련으로 인하여 기업을 대변하는 전경련이나 시민단체, 학계 등에서 주주권 행사에 대한 다양한 의견이 나왔으며, 이러한 의견을 통해 보다 공고한 주주권 논의를 진행시키게 되었다. 그러나 여전히 국민연금기금의 주주권 논의는 필요하지만, 기금운용의 지배구조가 비전문가에 의해 운용되고, 정부로부터 독립되지 못한 수준에서 자칫 연금사회주의의 오해를 불러일으킬 수 있으므로 조건이 성숙되면 할 수 있다는 원론적인 입장이 반복될 뿐이

었다.

이렇게 지리한 주주권 행사의 필요성과 그 조건에 대한 논쟁이 계속된 가운데, 2011년 4월 26일, 금융연구원 주최 미래와 금융 정책토론회, “공적 연기금의 주주권 행사 및 지배구조 선진화”에서 박승준 미래기획위원회 위원장의 주주권 강화발언이 나오면서 그 동안 찻잔속의 태풍에 머무르던 주주권의 문제가 본격 부상하기 시작하였다. 이 자리에서 꼭 위원장은 대기업의 경영권을 견제하기 위해 국민연금이 주주권을 적극 행사해야 함을 강조한 것이다. 국민연금의 주주권 행사에 대해서 정부에서 직접 언급하게 됨으로써, 이때부터 주주권의 문제가 우리사회 전반에 주요 문제로 부상하게 된 계기를 만들었다. 이는 그 전에 학술적 차원에서 논의되던 주주권의 행사 문제는 실제 시행된 사례가 없었으며, 2006년부터 수행되었던 의결권 차원의 행사조차도 실제 기업들에게 큰 영향을 주지 못하였다. 그러나 정부의 입장에서 주주권의 강화 필요성이 나오게 되면서, 실제 정책으로 반영될 가능성이 커짐에 따라 각 이해관계자들의 입장에 따라 기대와 우려가 동시에 제기된 것이다.

당시 박승준 위원장의 국민연금기금의 주주권 행사 발언은 문제를 표면으로 끌어올렸다는 점에서 큰 의의가 있었다. 하지만 오히려 정부에서 이러한 의결권 문제를 언급하면서 기금의 활용에 정부가 개입할 수 있다는 불안감을 높인 부작용도 나타났다. 이는 결국 주주권을 행사하기 위한 전제조건이 기금운용의 독립성에 있어야 한다는 의견들도 함께 대두하게 된 계기를 만든 것이다.

물론 그 이전에도 국민연금의 기금운용에 대한 전문성과 독립성을 위하여 별도로 분리하여 운용하여야 한다는 의견이 있었으나, 주주권과 관련하여 기금운용본부의 독립성이 보다 필요하다는 논리를 하나 더한 셈이 되었다.

이후 국민연금기금의 주주권의 문제는 국민연금기금과 관련한 지배구조의 문제와도 얽히면서 금융시장뿐만 아니라 노동계, 사회복지계, 시민사회단체 등에서도 매우 관심 있는 주제로 대두되었으며, 마침내 19대 국회에 들어서는 실제 국민연금의 주주권 행사를 법적으로 명시하여야 한다는 의견으로까지 발전하였다.

이에 따라 새누리당의 김재원 의원은 2012년 7월, 민주당합당 이상직 의원은 9월에 각각 국민연금기금의 주주권 행사를 의무화하는 법안을 각각 국회에 상정하게 되었다.

김재원 의원은 국민연금공단이 5% 이상 지분을 보유한 대기업에 대해서 주주권 및 사외이사 추천권에 대한 행사를 의무화하도록 하였다. 반면 이상직 의원은 국민연금이 보유하고 있는 전체 주식에 대한 권리행사를 의무화하고, 현행 ‘의결권행사전문위원회’를 ‘주주권행사위원회’로 강화하여 이에 대한 권리행사의 기준을 마련하도록 하고 있다.

양자 모두 공히 현행 의결권의 행사 정도에 머무르고 있던 국민연금기금의 주주권의 행사를 주주권의 영역으로 강화하고, 이에 대한 행사를 의무화하는 방향으로 잡고 있다는 점은 고무적인 일이다.

김재원 의원의 국민연금법 개정안에 따르면, 국민연금이 투자한 기업 중 순환출자 등 편법적 방식을 통해 소수의 지분만을 보유한 경영자 등이 사익을 추구하는 경우가 있어 국민연금과 같은 일반 주주들의 이익이 침해될 우려가 있어 국민연금이 투자한 기업의 성장과 기업가치를 제고하고 국민연금 제정의 장기적인 안정을 유지하려는 것을 목적으로 하고 있다.

김재원 의원이 발의한 개정안을 살펴보면, 국민연금은 법률자문, 경영자문 등의 자문계약을 체결하고 있는 등 회사와의 이해관계로 인해 사외이사로서 독립성이 훼손된다고 판단되는 자의 사외이사 선임을 반대할 수 있다. 현행은 기존에는 해당 회사 또는 계열회사의 최근 5년 이내 상근 임직원이었거나 이사회 참석률이 60% 미만이었거나 사외이사 재직 연수가 10년을 넘은 후보에 대해서만 사외이사 선임 때 반대할 수 있다. 이번 개정안은 자문계약 등 회사와 수임 관계에 있는 사외이사 후보를 선임 과정에서 배제해 거수기 사외이사 선임을 원천 차단할 수도 있을 것으로 기대된다.

또한 주주권 행사와 관련하여 최근 추가 발의를 통해 의결권행사를 하고 있는 기금운용본부를 공단에서 분리해 독립된 기금운용공사를 설립하고 기금운용공사

안에 국민연금기금운용위원회를 상설위원회로 설치해 독립성을 부여하도록 했다.

한편, 이상직 의원이 발의한 「국민연금법」 개정안에 의하면 국민연금기금운용위원회의 위원 중 관계부처 차관을 삭제하고 관계부처 차관이 각각 추천하는 전문가를 위원으로 하며, 가입자를 대표하는 위원의 수를 증원하여 기금의 대표성을 살리고자 한다는 특성을 가진다. 또한 보유주식에 대한 주주로서의 권리 행사를 위한 기준, 방법 및 절차를 마련하고, 주주권 행사를 사전에 승인하도록 하기 위하여 운용위원회에 ‘국민연금기금주주권행사위원회’를 두고, 운용위원회의 위원장은 보유주식에 대한 주주권 행사의 세부 내용을 국회에 제출하고 공시하도록 하고 있다.

<표 14> 새누리당, 민주통합당의 국민연금법 개정안 비교

김재원 의원 안	이상직 의원 안
2012.6.22 국민연금기금을 관리·운용하는 경우 사외이사 추천권, 대표소송제기권 등 상법에 따라 부여된 주주의 권리를 정당한 사유가 없는 한 행사하여야 함 국민연금기금운용지침에 주주권을 행사할 대상, 범위 및 절차 등 주주권 행사의 기준을 정하도록 하고, 국민연금기금운용실무평가위원회가 주주권 행사 기준의 적 용 성과 및 개선하여야 할 사항을 심의·평가하도록 함 2012.7.10 기금운용본부를 확대·개편하여 공단으로부터 독립된 공사를 설립 공사에 국민연금기금운용위원회를 상설위원회로 설치 7인의 위원회는 사용자·근로자·지역가입자를 대표하는 단체가 추천하여 선정된 자 각 2명, 공익을 대표하는 단체가 추천하여 선정된 자 1명으로 구성	국민연금기금운용위원회의 위원 중 관계부처 차관을 삭제하고 관계부처 차관이 각각 추천하는 전문가를 위원으로 하며, 가입자를 대표하는 위원의 수를 증원함 보유 주식에 대한 주주로서의 권리 행사를 위한 기준, 방법 및 절차를 마련하고 주주권 행사를 사전에 승인하도록 하기 위하여 운용위원회에 국민연금기금주주권행사위원회를 둬 기금의 운용 성과를 공정하게 평가하기 위하여 국무총리 산하에 국민연금기금운용성과평가위원회를 둬 운용위원회는 국민연금기금 운용지침을 정기적으로 공시하도록 함 운용위원회의 위원장은 보유주식에 대한 주주권 행사의 세부 내용을 국회에 제출하고 공시하도록 함

흥미로운 사실은 지난 2012년 7월 여·야 경제관련 국회의원 18명(새누리당 10

명, 민주통합당 8명)에게 경제민주화와 관련하여 질의한 설문²⁴⁾ 중 새누리당의 경우 7명이 국민연금의 주주권 행사에 대하여 반대하고 있었으며, 민주통합당의 경우는 반대가 한명도 없었으며, 단지 2명이 판단을 유보하는 입장인 것으로 나타났다. 즉, 새누리당의 경우 김재원 의원에 의해 공적연금의 주주권이 법으로 상정되기는 하였지만, 아직 과반 이상이 주주권 행사에 대하여 반대한다는 것으로 해석이 된다(<표14> 참고).

2001년 이후 국민연금의 주주권에 대한 주요 발표 내용은 아래 <표 15>와 같다.

<표 15> 국민연금 의결권·주주권 행사 논의 과정

년도	내용 및 출처
2001	국민연금기금의 의결권 행사체계 구축방안 / 김우찬 기업지배구조연구. vol.1 (2001. 11)
2002	국민연금기금 보유주식에 따른 의결권 행사체계 합리화방안/ 국민연금연구센터[편]
2003	CalPERS의 기관투자자 행동주의/ 김우찬 기업지배구조연구. vol.6 (2003. Spring)
2003	연기금 의결권 행사의 문제점과 검토과제 : 국민연금기금을 중심으로 / 양세영, 기업지배구조연구. vol.6 (2003. Spring)
2004	연기금의 의결권행사는 지배구조개선이 전제되어야 / 김우찬 기업지배구조연구. vol.13 (2004. winter)
2004	"관치경제로 되돌아 가는건가..." : 연기금의 보유주식 의결권 행사논란...정부·여당"제한하면 외국인 영향력만 커져" / 박동석 이코노미스트.
2004	국민연금의 주주권 행사방안/ 박상수 연금포럼. 제16호(2004. 겨울)
2005	국민연금의 의결권 행사기준, 그문제점과 영향 / 김덕순 기업지배구조연구, vol.14 (2005. Spring)
2005	연기금 의결권 행사기준 : 적대적 인수 방어역할이 연기금수익 저해할 수도 / 고동락 I love co. 통권제33호(2005. 4)

24) 한국경제신문, “여야 ‘경제민주화’원론엔 동의... 순환출자 금지 등 각론선 대립” 2012.7.8일자.

2006	사회적 합의를 통해 국민연금 의결권 행사지침(안) 마련 / 보건복지부 보도 자료
2006	국민연금, 『주식의결권행사전문위원회』 공식 출범 / 보건복지부
2006	국민연금의 2006 의결권 행사기준, 그 문제점과 영향 / 김덕순 기업지배 구조연구. vol. 18 (Spring 2006)
2007	선진국가 자산운용 체계 구축방안 : 국민연금기금의 지배구조 개선방안 / 한 국개발연구원
2008	국민연금기금의 의결권 행사제도 선진화를 위한 해외사례연구 / 원종욱, 김 성민[공저] ; 한국보건사회연구원[편]
2008	기관투자자 의결권 행사 실태와 문제점: 기관투자자, 제 역할 하려면 아직 갈 길 멀어. 2009 / 경제개혁연대 경제개혁리포트,
2008	국민연금기금의 주식 의결권행사 제도선진화를 위한 해외사례 / 원종욱 ; 김 성민[저]
2008	국민연금기금의 의결권행사와 기업지배구조 개선/ 박상수 자본시장포럼. 제5권제2호 통권 제17호 (2008년봄)
2008	감사원 국민연금 감사할라 : 연금운용체계와 지배구조 개선해야 / 송원근 말. 통권 제267호(2008년9월)
2009	국민연금기금 의결권행사지침에 대한 검토 의견 / 김우찬
2009	국민연금의 의결권 행사 실태와 그 개선 방향 / 김우찬 기업지배구조리뷰. 통권 제45호(2009년7/8월)
2010	기관투자자 의결권 행사 실태와 문제점. 2010 / 강정민[저] ; 경제개혁연구소[편]
2010	국민연금기금의 UN PRI가입에 따른 주식 의결권행사 관련 환경변화 / 원종 욱 보건복지포럼. 통권 제163호(2010년5월)
2010	사외 이사파견 등 의결권행사 늘려 가겠다 : 전광우 국민연금공단이사장<인터뷰> / 전광우;
2011	국민연금 주식의결권이 이익집단에 이용 된다면... / 김영신
2011	출총제 제도입과 국민연금 의결권 강화논의는 재고되어야 / 신석훈
2011	정부연금기금의 효율적 의결권 행사방안 : 국민연금기금을 중심으로 / 연구책

	입자 : 윤창현
2011	국민연금 의결권행사의 구조적문제점 / 강성원
2011	국민연금기금의 동원전략 : 국민연금 기금운용 지배구조 및 기업지배구조의 변화가능성 / 은민수 한국사회정책. 제18집제3호
2011	공적연기금 '운용의묘' : 박승준 위원장의 발언으로 더 멀어진 국민연금의 사회투자... 공적연기금 의결권행사엔 투명성과 독립성 확보가 먼저 / 이정훈 한겨레21. 통권 제859호

이상과 같은 지금까지 각계각층에서 언급하였던 국민연금 주주권의 행사에 대한 논의는 크게 세 가지 부류로 분류할 수 있다. 첫째는 국민연금기금의 주주로서의 행동이 선량한 관리자로서 정당한 행동이라는 입장이다. 둘째는 주주권 행사에 대한 반대의견이다. 최근까지 이 양자 간의 주주권 행사의 정당성에 대한 논쟁이 주를 이루었다. 그러나 최근 국민연금기금의 속성을 기존의 운용자산으로 보기 보다는 사회적 자산으로 보아야 한다는 입장에서 비롯되는 주장이 점차 설득력을 얻고 있다.

<표 16> 국민연금기금의 주주권 행사에 대한 입장 차이

	주주권 강화	주주권 반대	사회적 참여
기금의 성격	신탁자산		사회적 자산
목표	기금수익률 극대화		사회적 효용의 개선
주요 발표자	기업지배구조 관련 연구소	전경련	노총
기금운용위원회	전문성·독립성		제도와 연계

1) 재무적 입장에서 주주권 행사 의견(재무적 입장)

이는 기금을 신탁한 가입자의 이익을 극대화하는 수단 중의 하나로 주주권을 바라보는 것으로 수익률을 제고하기 위한 주주권의 강화가 필요하다는 것이다.

이는 주주권 행사는 기금운용 수단의 하나로 생각한다는 특징을 가진다. 이를 위해 CalPERS나 CPPIB 등의 사례를 주로 소개하면서, 이들 연금기금이 주주권의 행사를 통해 얼마나 높은 초과 수익률을 달성하였는지를 강조한다. 그리고 국민연금 역시 이들과 같이 적극적인 주주권의 행사로 기업의 구조를 선진화하고, 효율화 시켜 가치를 제고함으로써, 주주의 이익을 제고하여야 한다는 것을 골자로 한다. 이러한 입장은 대부분 국민연금기금운용위원회를 운용전문가로 추천하여 기금운용의 효율성을 높이고, 독립적인 기금운용을 하자는 의견과 그 맥이 연결되어 있다.

2002년도부터 국민연금기금의 적극적인 주주권 행사를 주장하는 논저들은 대부분 재무적 입장에 기초한 투자수익률 극대화를 추구하고 있다. 이들은 기금관리자로서의 기금운용본부의 역할을 강조한다. 이들이 국민연금기금의 주주권 강화를 주장하는 이유는 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 국민연금기금은 연금수혜자인 국민에 대하여 충실 및 선관주의 의무가 있다는 점이다. 이를 구체적으로 실행하기 위해 일정한 위험허용한도 내에서 연금기금의 수익률을 극대화해야 할 의무가 있다. 그리고 의결권 등 주주권한 행사는 기업가치 제고에 기여한다. 그러므로 국민연금기금은 주주권한을 적극 행사해야 한다는 당연한 결론에 이른다.

둘째, 「국민연금법」에서도 보건복지부장관은 국민연금제정의 장기적인 안정유지를 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 기금을 관리·운용하도록 기금의 사명을 적시²⁵⁾하는 상황에서 적극적인 주주권 행사는 기금의 의무인 것이다.

셋째, 연금의 의결권 행사를 제한하면 향후 주식의 투자 메리트가 크게 저하되어 주식에 대한 투자가 활성화 되지 못할 것이다. 주식가치의 핵심요소인 의결권의 행사를 제한받는 당사자라면 주식을 보유할 이유가 없다.

넷째, 기업지배구조가 낙후된 기업은 미래현금흐름 중 일부를 계열사나 특수

25) 「국민연금법」 제83조 제2장(기금의 사명).

관계인에게 이전시킬 때 주주이익에 대한 고려 없이 시장가격보다 낮은 가격을 요구하게 되어 기업가치의 개선을 이루어내기 어렵다. 이를 개선함으로써 주가의 상승을 도모하는 것은 결국 연금가입자의 이익으로 귀결될 뿐 아니라 국가경제에도 긍정적으로 작용할 수 있는 것이다.

2) 공적연금의 주주권 행사 반대의견(반대입장)

앞에서 언급하였다시피, 주주권 행사에 대한 반대는 자본주의의 기본 이념을 부정하는 행위와 같다. 단지, 최근 공적연금의 주주권 행사에 대해 우려하는 목소리들의 기저에는 이들의 주주권의 행사가 주주의 이익극대화를 목적으로 한 것이 아니라는 점이 깔려있다.

주주권의 행사는 오히려 기업의 활동을 제약하고, 현재의 국민연금기금과 관련한 지배구조로는 정부에 의한 기업지배의 수단으로 활용될 것이기에 반대한다는 입장이다. 여기에는 경영진에 배치되는 기관투자자의 주주권 행사를 불편해하는 입장이 반영되어 있다. 대신, 주주권을 행사하는 기관투자자의 지위에 대한 문제를 제기함으로써, 현재의 오너 위주의 경영체계를 안정화하고자 하는 의도가 있는 것이다. 이들의 논리는 기업의 경영진과 주주, 기타 관계인 모두가 국민연금의 가입자임과 동시에 수급자로서 존재하기에, 이들에 비례하여 의결권을 표기하기 위해서, 국민연금기금의 주주권 행사는 단지 shadow voting 수준으로 있어야 한다는 것이다. 그리고 기업의 효율성이나 지배구조 개선을 위한 주주권의 행사는 관리비용과 모니터링 비용이 크게 소요되는 것으로 오히려 기금 수익률을 저해하며, 이와 관련한 전문 인력을 구성한 여력도 능력도 없는 상태라는 점을 강조한다. 이들의 입장도 국민연금이 정부와는 완전하게 독립된 상태에서 순수하게 기업의 가치를 증진시키는 목적으로 주주권을 행사하기 위해서는 우선, 기금의 운용이 완전한 독립성과 전문성을 갖추어야 한다고 전제하고 있으며, 이에 따라 주주권을 강화하여야 한다는 입장과 동일한 전제, 즉 국민연금기금은

용위원회를 운용전문가로 충원하여 기금운용의 효율성을 높이고, 독립적인 기금 운용을 하자는 것을 주장한다.

연금의 주주권 행사를 반대하는 측에서는 기업의 경영과 관련된 통제를 공적 연금의 힘을 빌어 시행함으로써, 정부가 관치의 오명에서 벗어나려는 것뿐이라 의심하는 것이다. 물론 이보다 더 낮은 심중엔 그동안 재벌의 자유의지에 의해 운영할 수 있었던 기업 경영이 다른 대주주에 의해 간섭받는 것을 꺼리는 지극히 ‘인간적인’ 거부감도 있을 수 있을 것이다.

더구나 최근 국민연금기금과 관련한 대외적인 활용에 대해서 많은 논란이 있는 와중에 과연 국민연금의 기금운용이 정부의 간섭 없이 독립적으로 이루어지고 있는가에 대한 문제가 제기되고 있다. 이러한 가운데 정부가 주주권의 적극적인 행사가 필요하다는 것을 언급하였다는 것은 그 저의에 대해 충분히 의심을 사고 남을 일이다.

기금의 운용을 담당하는 대리인으로 하여금 효율적인 기금운용을 기대하며 동시에 가입자의 이익을 극대화 할 수 있도록 하는 소유-지배의 구조를 갖춘다는 것은 원칙적으로 불가능하다. 운용자는 실제적으로 기금을 운용함에 있어서 가입자를 생각하기 보다는 기금의 운용 수익률을 극대화시킴으로서 자신이 받게 되는 여러 인센티브에 보다 많은 관심을 가지기 때문이다.

기금운용을 관리하는 감독기구의 경우는 또 다른 입장을 가진다. 한편으로는 기금운용의 성과를 통해 관리능력에 대한 평가를 받고자 하는 의지가 있어, 운용자의 운용성과를 제고시키기 위한 노력을 하면서도 한편으로는 가입자를 비롯한 납세자의 입장에서 공공이익에 대한 기금의 기여에 대한 관심도 높을 수밖에 없는 정치적인 입장을 가지게 된다.

국민연금기금이 순수한 재무적 투자자임을 강조한다고 하여도 공익부문에 대한 배려나 사회적 투자 성격의 투자를 수행할 가능성은 존재한다. 이는 국민연금의 실질적인 소유자가 가입자와 정부, 혹은 후세대 인구들이라는 점을 생각한다면 필요한 부분이다. 더구나 국민연금기금의 실질적인 운용을 심의·의결하는

기금운용위원회가 가입자와 사용자를 대표한 각계의 인사들과 정부 인사들이 참여하고 있어, 기금의 운용측면 외에도 많은 부문을 논의하여 기금을 운용할 수 있는 구조로 되어 있다.

현재와 같이 국민연금이 대기업들의 대주주인 상태에서 의결권을 적극적으로 행사하게 된다면 정부는 합법적으로 국민연금의 의결권을 통하여 실질주주의 이익극대화 보다는 일자리 창출을 위해 투자와 고용을 늘리도록 한다던가, 초과이익공유제와 같은 대·중소기업 상생을 경영목표로 삼도록 압력을 행사할지도 모른다는 식의 우려가 제기되는 이유이다.

이럴 경우 원래 주주권 행사가 가지고 있는 본래의 목적인 주주이익의 극대화나 기업가치의 개선을 얻기 어려우며, 주주권의 행사는 오히려 기업의 경쟁력을 떨어뜨려 자본주의에 독으로 작용할 우려가 크다는 것이 반대론자들의 주장이다.

그러므로 이들은 국민연금의 주주권의 행사는 가능한 축소하여야 하며, 의결권조차도 중립적인 입장에서 표결되어야 한다는 점을 강조하고 있다. 이들이 제시하는 재무적 투자자의 중립성을 위한 방법으로 투자지분을 차감한 주식수의 의결내용에 영향을 미치지 않도록 의결권을 행사하도록 하는 원칙인 중립투표(shadow voting)가 있다. 이는 기업의 경영과 관련하여 모든 의사결정을 기관투자자인 자신을 배제한 나머지 다수결의 의견을 따르겠다는 의미를 가진다. 이 경우 기관 투자자를 제외한 주식지분을 보유한 개인투자자들과 대주주들의 의사결정과정에 있어서, 대부분 대주주의 입장에 유리한 의사결정이 나타나게 된다.

또 다른 반대논리로는 기존의 CalPERS Effect에 대한 회의적인 시각이다. 기존 기관투자자의 의결권 행사를 주장하는 의견 중 많은 부문이 적극적 주주권의 행사로 실제 주식가치가 크게 상승하였다는 사실에 근거한다. 하지만 최근에는 적극적 의결권 행사와 기업의 성과와는 무관²⁶⁾하며, 오히려 주주들의 이익을 침해할 수 있음²⁷⁾을 나타내는 연구들도 제시되고 있다. 실제 기관투자자의 입장에

26) Johnson Daily, Elstrand and Dalton, "Institutional Investor Activism: Follow the Leaders?", Perdue and Indiana Univ. Working Papers, 1996.

서 의결권을 행사하기 위해서는 많은 비용을 필요로 한다는 점을 지적하고 있다.

또한 연금이 기업경영에 간섭함으로서 우려되는 중요한 근거로 연금사회주의의 문제를 제시하고 있다. 연금운용기관의 주식투자 비중이 높아지면서 연금의 주인인 노동자들이 기업경영에 영향을 주어 기업의 경영이 노동자 중심으로 이루어질 수 있을 것이라는 것이다.

그러나 우리나라 국민연금의 경우 노동자의 의사가 기금의 운용에 반영되지 못하는 구조이다. 더구나 운용자들은 여전히 투자이익을 극대화한다는 자본시장 메커니즘에 충실한 부문으로 연금사회주의는 한계가 있을 수밖에 없다. 그 대신 최근의 논쟁은 의결권의 행사가 다른 목적을 통해 민간 기업에 악영향을 미칠 수 있음을 주장하는 논리로 적용되고 있다.

3) 사회적 자본의 관점에서 국민연금기금의 주주권 행사(사회적 입장)

이들이 주장하는 주주권 행사를 통한 기업의 가치 증진과 경영효율성 개선은 앞서 주주권 강화를 주장하는 입장과 같으나, 그 목적이 다르다. 즉, 앞서 주주권 강화론자들은 이를 통한 기금의 수익률을 증진하는 데 초점이 맞추어져 있다면, 이들은 기업의 경영개선을 통한 재벌구조의 개혁과 사회적 효용을 높이는데 그 목적을 가진다. 이에 따라 실제 공적연금으로서의 국민연금의 보다 적극적인 주주권 행사를 촉구하며, 사회적 자본으로서의 연기금의 역할을 주문한다.

국민연금기금을 사회적 자본으로 보는 이유는 국민연금가입자의 수급권이 온전하게 자신들이 납부한 연금 보험료만으로 충당하지 않는다는 것에서 시작한다. 국민연금기금은 사적계약이 아닌 사회적 계약의 소산으로 사회보장제도로서

27) Roberta Romano, "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance", Yale Journal on Regulation Vol 18. No.2. Summer, 2001. and YiLin Wu, "Honey CalPERS Shrunk the Board", U. Chicago Working Papers, Sep, 2000.

공적연금제도는 세대 간 재분배를 통한 소득보장 약속을 구성한다는 입장이다. 이 약속은 확정된 것이 아니라 임의적인 것으로 미래 세대의 소득보장에 대한 약속은 사적재산권에 대한 보장과는 구분되는 성격을 갖는다. 따라서 노후보장에 대한 사회적 권리의 보장에 관한 문제로서 이러한 장기적인 보장은 사회 전체의 책임이라는 것이다. 이에 따라 공적연금금을 사회적 연대가 안정적으로 지속되도록 만들기 위한 기금으로 사고한다면 기금운용의 공공성이 오히려 수익성보다 더욱 중요하기에 주주권의 행사 역시 수익률 위주의 관점에서 벗어나 사회 전체적인 효용개선의 수단으로 활용되어야 한다는 의견이다.

그러므로 정부는 연금기금의 현재 운용관리는 물론, 현재와 미래의 연금급여와 국민들의 조세부담을 책임지며, 시계열상에서 국가의 효용을 극대화 할 수 있는 방안을 가지고 있어야 하며, 그 과정에서 주주권의 행사도 사회적 책임으로 제시될 수 있다. 특정 기업에 대한 투자시 기업의 재무적 지표 외에 환경, 사회, 지배구조 등 기업의 사회적 책임과 지속 가능성을 동시에 고려하는 투자방식을 의미한다. 기금운용자들이나 일부 주주권 행사를 반대하는 목소리들이 주장하다시피 단기적으로 수익률이 정상 수익률을 밑돌 수 있는 가능성도 있다는 점을 인정하지만, 현재의 기업을 사회적으로 건전하고 지속가능하도록 투자를 하게 된다면, 현재 일반 기업에 대한 투자 보다는 미래 세대의 부담을 경감할 가능성은 크게 높아질 것을 기대하는 것이다. 이는 단순히 수익률 제고를 통한 기금규모의 성장뿐만이 아니라 지배구조 개선을 통한 주가의 상승, 국가 경제발전에 대한 기여 등 부수적인 사회적 혜택이 포함되며, 국민연금 채권보유에 따른 후세대 부담도 경감할 수 있음을 포함한다.

4) 주주권 행사와 관련된 논의의 평가

국민연금의 주주권 행사와 관련한 논의 중에서 아직까지 가장 많은 설득력을 가지고 있으며, 의결권행사 지침의 기초로 작용하고 있는 것은 재무적 입장에

근거한 것이다. 이들은 기금운용의 모든 판단 기준을 기금의 수익성에 기초를 두고 그 가부를 결정한다. 즉, 수익률 개선은 좋고, 악화는 뻘이다.

기본적으로 이러한 의견은 현재 최선을 다해 기금운용의 수익률을 제고하여야만 향후 후세대의 부담을 완화시킬 수 있다는 믿음에서 비롯된다. 국민연금기금은 일반 신탁기금(trust fund)과 다를 바 없으며, 기금 수익성 제고를 통해 기금 규모 증가에 기여하는 것이 곧 공공성을 의미한다. 그리고 기금운용 차원에서도 수익률 극대화가 기금운용본부의 설립 목적이기에 가장 목적 부합적인 입장이기도 하다.

이러한 입장은 순수한 기금운용과는 다른 공적기금의 주주권 행사에까지 적용하기에는 몇 가지 고려할 점이 있다. 우선, 공적연금기금이 가지는 사회적 역할에 대한 문제이다. 실제 재무적 입장에서 기금의 운용은 가입자의 자산에 대한 책임의식을 기반으로 한다. 이는 국민연금기금의 실질적인 주인이 현재의 가입자이며, 이들이 향후 연금급여를 지급받기 위해 현재의 준비금을 효율적으로 운용하여야 한다는 것이다. 분명 연금기금은 미래 지급을 위한 준비금으로 운용의 효율성은 강조되어야 하는 점이며, 이 같은 시각에서 주주권의 강화에는 분명한 정당성을 가진다.

하지만 기금운용의 기술적, 금융적 차원을 중심으로 논의를 진행할 뿐 그와 결부된 사회적 권력의 문제 및 공공성의 문제는 충분히 다루고 있지 못하다는 약점을 가진다. 국민연금제도가 사회적 합의에 기초한 사회보험의 한 경로라는 점도 포함시킬 필요가 있다고 본다. 즉, 미래 연금급여의 충당은 기금 외에 국가로부터의 조세나 제도의 개혁을 통해 이루어지는 것으로 필연적으로 모든 세대의 부담 가중을 전제로 한다는 점이 빠져 있다는 것이다. 그렇기에 주주권의 행사를 포함한 기금운용의 초점은 기금 자체로만 둘 것이 아니라, 보다 포괄적 개념에서 사회전체적인 효용의 증대를 검토하여야 할 필요가 있는 것이다. 그렇기에, 주주권의 적극적인 행사를 통한 우리나라 제벌의 개혁과 기업가치를 향상하는 목적을 넓게 볼 필요가 있다.

둘째로 실제 재무적 입장에서 주로 언급하고 있는 CalPERS는 연금기금의 운용에서는 분명 세계적인 모범이 될지 모르겠지만, 반대로 신자유주의를 대표하는 금융자본주의의 가장 극단적인 형태를 보여주는 사례로도 인용되고 있다는 점을 간과할 수 없다. CalPERS의 주주권 행사의 목적 역시 기금의 수익률 개선에 초점이 맞추어있기 때문이다. 물론 이들이 행하는 캘리포니아 지역 개발 투자나, focus list 공표를 통한 경영진의 투명성 강화 노력, 사회적 투자를 위한 투자대상 선정 등은 분명 배울만한 점이다. 하지만, 기금의 절대적 수익률을 추구하기 위한 기금의 운용과 그와 맥락을 같이하는 주주권 행사는 자칫 사회 전체적으로는 위험한 기업경영 개입이 될 여지가 있다. 뿐만 아니라, CalPERS의 경우 과도한 기금효율성 추구로 기존 기업에 대한 적극적인 경영개입이 일어나고 있으며, 주주자본주의 전형적인 행사모습을 보이고 있다.

이로 인하여 우리나라에서는 오히려 국민연금의 주주권 행사를 반대하는 의견에 대한 논리적 근거가 되고 있다. 반대론자들은 CalPERS와 같은 주주권의 행사는 본래의 목적인 주주이익의 극대화나 기업가치의 개선을 얻기 어려우며, 오히려 기업의 경쟁력을 떨어뜨려 자본주의에 독으로 작용할 우려가 크다는 것을 주장하고 있다.

그로 인하여 CalPERS 방식으로 주주권을 행사해도 수익률이 개선되지 않으며, 수익률이 개선되지 않기 때문에 주주권은 행사할 필요가 없다는 것이 반대론의 요체이다. 그리고 이렇게 주주권 행사를 수익률 논쟁으로 해결하고자 한다면, 실제 비용이 많이 소요될 것으로 예상되는 주주권의 행사 자체를 부정할 수 있는 근거가 될 여지가 있는 것이다.

즉, 반대론자들도 반대의 근거로 기금운용의 수익률의 효율성 여부인 것이다. 이들은 주주권 행사에는 많은 비용이 소요되며, 그러한 전문 인력도 구성되기 어렵다는 점을 우선 지적한다. 그리고 주주권 행사와 관련된 국민연금기금의 지배구조가 전문가로 구성된 독립된 조직이 아니기에 정부의 의지가 주주권을 통해 경영에 개입될 것이라 단정하고 있다. 여기에는 기금의 수익률 개선을 위한

주주권의 개입 및 기업가치의 상승을 위한 노력에 대한 방어적인 입장이 내포되어 있는 것이다. 이에 따라 기금의 주주권 행사가 정부에 의해 수행되는 것은 ‘연금사회주의’적 행위로 기금의 측면에서도 수익률에 해가 되기에 금지하여야 한다는 논리로 연결시킨다.

반대론자의 주장대로 기금의 운용을 담당하는 대리인으로 하여금 효율적인 기금운용을 기대하며 동시에 가입자의 이익을 극대화 할 수 있도록 하는 소유-지배의 구조를 갖춘다는 것은 원칙적으로 불가능하다. 그렇기에 재무적 입장에서 주주권을 주장하게 되면, 이러한 반대론자들의 논리에 몰려, 궁극적으로는 기금 운용지배구조의 개선이 먼저 이루어지고 난 이후에야 주주권 행사를 고려하게 된다는 식의 결론에 이를 수밖에 없다. 그러나 이는 재벌들이 원하는 방향이기도 하다. 우선 기금운용지배구조의 독립성을 확보하기 위한 공사 독립 자체가 장기적인 시간이 필요한 것이며, 둘째 오히려 독립된다면 재벌 산하의 증권사나 자산운용사에 의해 오히려 기금을 좌우할 계기를 주기 때문이다.

이러한 이유로 일단 주주권을 논의하는데 있어서 수익률 지상주의적인 논리는 다소 뒤로 미룰 필요가 있다. 물론 이것을 부정하자는 것은 아니다. 기금의 주요 임무가 수익률의 제고에 있는 만큼, 중요한 주주권 행사 목적이 되는 것은 틀림없기 때문이다. 하지만 수익률의 이유만으로 주주권을 논하게 될 경우 그 해결 방안은 오히려 훨씬 간단할 수 있기에 보다 포괄적 관점에서 주주권을 고려하는 의미이다. 단지 운용자에게 주주권 행사를 통한 수익률 개선을 성과급 산정에 반영하면 된다. 운용자는 실제적으로 기금을 운용함에 있어서 가입자를 생각하기 보다는 기금의 운용 수익률을 극대화시킴으로서 자신이 받게 되는 여러 인센티브에 보다 많은 관심을 가진다. 그리고 여기에 주주권행사 행동이나 실적을 반영하면, 이들은 주주권의 행사에 매우 적극적으로 노력할 것이다. 그리고 이익이 되지 않는 주주행동은 스스로 자제하게 될 것이다.

하지만 이 경우 국민연금기금이 순수한 재무적 투자자임을 강조한다고 하여도 공익부문에 대한 배려나 사회적 투자 성격의 투자를 수행할 가능성을 잃게 될

우려가 있다. 그러므로 주주권 행사의 우선 목표를 보다 포괄적인 개념, 즉 사회 전체적인 효용 증대나 연금제도의 재정상황 개선 등으로 삼을 필요가 있다. 이는 국민연금의 실질적인 소유자가 가입자와 정부 혹은 후세대 인구들이라는 점을 생각한다면 필요한 부문이다.

더구나 국민연금기금의 실질적인 운용을 심의·의결하는 기금운용위원회가 가입자와 사용자를 대표한 각계의 인사들과 정부 인사들이 참여하고 있어, 기금의 운용측면 외에도 많은 부문을 논의하여 기금을 운용할 수 있는 구조라는 점도 장점으로 활용할 수 있다.

세 번째로 논의되는 사회적 입장은 주주권의 행사 이유를 기금의 수익률 제고나 제도의 이익에서 찾기보다는 사회전체적인 효용의 증대를 추구한다는 점에서 이와 그 맥락을 같이한다. 여기서는 공적연금 급여는 세대간 연대와 세대내 연대(사회적 적절성)를 고려하여 결정되기에 경우에 따라 기여자와 수급자가 일치하지 않을 수 있다는 점을 전제로 한다.

하지만 이 경우도 비판의 여지가 없는 것은 아니다. 여전히 기금의 운용에 수익률의 문제는 민감한 사항이고, 이 자체를 부정한 상황에서 다른 목적을 위한 기금의 활용은 언제나 도덕적 해이를 야기할 여지가 있기 때문이다.

즉, 수익률 지표 등과 같이 명백한 평가 기준을 적용하기 어려운 사회적 효용이나 제도의 개선 등의 지표는 그 자체가 추정하기 어렵다. 그러므로 자칫 기금 운용에서 약속된 수익률을 달성하지 못하였거나 다른 정치적 행동에 대한 핑계로 활용될 수 있다는 문제를 가진다.

6. 주주권 행사의 필요성

1) 공적연금의 주주권 행사와 관련된 쟁점사항

세대 간 부담을 제도의 원천으로 하는 국민연금과 같은 공적연금기금은 소유권에 대한 정의가 모호한 기금이다. 퇴직 후 연금급여 수급자는 결국 가입자이지만, 기금의 원천이 전적으로 가입자의 납부금으로만 이루어진 것이 아니기 때문이다. 여기에는 불특정 다수의 부담, 즉 조세에 의한 일정 부문 부담과 함께 기금운용과 관련 없이 일정 급여를 보장하여야 하는 위험까지도 가입자가 부담하는 것이 아니다. 즉, 위험 부담의 주체로 볼 경우 기금의 실질적 운용을 운용자나 정부가 지게 되므로 실질 기금의 소유권은 정부 혹은 국민전체로까지 확장할 수 있게 된다.

기금의 운용에 많은 이해관계자들의 관심이 집중되는 이유이기도 하다. 스스로 기금의 소유자라 믿는 가입자의 경우에만 초점을 맞추어 보아도, 소유권은 각 가입자에게 고도로 분산되어 있으며, 연금수급권은 이전이 불가능한 자산이다. 그러므로 이들을 대리하는 기금운용자에 대한 가입자의 감독권은 행사하기가 거의 불가능하다. 더구나 기금의 운용은 상당수준의 전문성이 요구되는 것으로 공적연금은 수익, 소유, 지배가 각각 분리될 수밖에 없다.

기업을 경영하려는 목적이 아닌 투자자의 입장에서 의결권이 가지는 의의는 크게 두 가지 관점에서 나타난다. 첫째는 펀드자본주의적인 입장이다. 이는 저평가된 기업을 발굴하여 의결권을 통한 적극적인 기업경영을 통해 가치를 높여 수익을 창출하는 것이다. 둘째는 경영감시자로서의 역할이다. 연금기금을 포함한 대부분의 기관투자자는 집중된(pooling)자금을 통해 주식을 대규모로 소유할 수 있게 된다. 이를 통해 투자자는 기업경영에 대한 감시를 통하여 목적한 수익률을 추구하고자 하는 유인이 발생한다. 기업경영에 대한 감시를 수행하기 위해서는 우선적으로 일정 수준 이상의 주식 보유가 전제되어야 한다. 이는 기업에 대

한 적절한 감시비용을 수용할 수 있을 만큼의 규모와 함께, 소액주주들이 가지는 기업경영과 관련한 무임승차의 문제를 해소할 수 있어야 하기 때문이다.

설사 특정 개인이 가입자의 입장과 기금운용의 대상이라는 이해상충적인 입장에 있다 하여도 가입자의 입장에서는 기금운용 수익률을 극대화하기 위한 손실이 효용을 극대화하게 된다. 물론 기금운용의 대상으로서의 입장에서는 그 반대이다. 기금운용의 결과와 관계없이 자신의 수익을 극대화하기 위한 노력을 하는 것이 합리적인 선택이다.

공적연금이 의결권을 행사하는 데는 기본적으로 보유 자산에 대한 가치유지라는 목적을 가진다. 그러나 투자 규모가 대규모이고, 무엇보다 공공성을 가지고 있는 기금이라는 입장에서 의도하던, 의도하지 않던 간에 주주권 행사에 따라 부수되는 다른 결과가 나타나게 된다. 이는 공적연금기관의 주주권 행사의 속성에 따라 결정되는 문제이다.

무엇보다 기업경영의 투명성이 개선될 수 있다는 점이다. 과거 대주주와 개인투자자 위주의 경영구조에서는 기업주의 불투명한 기업경영에도 이를 견제할 만한 마땅한 장치가 없었다. 아직까지 국민연금이 최대 기관투자자로서 기업에 직접적으로 의결권을 통한 견제가 나타나지는 않았으나, 기업의 입장에서 ‘알아서’ 기업경영의 투명성을 높이기 위한 자체적인 노력을 하도록 만든 것이다.

두 번째는 기업의 해외 투자자로부터의 경영권을 방어하는데 유용하게 활용되었다는 점이다. 일정 지분을 국민연금이 보유하면서 외국인의 기업 M&A투자에 한계가 나타났으며, 주주권 이양에 대한 국내 기관투자자의 지분으로 이를 방어할 수 있게 된 것이다.

세 번째로 그동안 소외된 개인투자자의 권리가 함께 개선되었다. 국민연금 등과 같은 대형 기관투자자의 등장으로 그동안 정보의 부문에서도 열위에 있었던 투자자들도 함께 기업의 투명성에 관심을 가질 수 있게 되었음을 의미한다.

이상과 같은 공적연금의 기능은 기관투자자로서 기업에 투자하면서 의도한 것은 아니다. 그러나 기업의 입장에서 보았을 때, 실체적인 기관투자자로서 국민연

금을 바라보았을 때 인식되는 지위는 자신들의 경영에 직접 영향을 미칠 수 있는 존재로 보인다. 이는 국민연금과 같은 공적연금은 어떠한 위치에 있든 간에 피투자기관에게 있어서는 자신들에게 영향을 미칠 수 있는 존재로 부각되고 있음을 의미한다.

이에 따라 현재의 국민연금의 주주권 행사의 문제는 국민연금 운용의 독립성을 어떻게 담보하느냐의 문제라고 생각하게 되는 것이다. 이를 위해 많은 곳에서는 국민연금기금을 정부와 독립시키는 방안을 제시하고 있다. 하지만 이는 오히려 국민연금의 독립성을 더욱 훼손시키는 일이 될 수 있다. 독립된 기금운용을 책임지는 인사들에 대한 선출이나 운용행위에 보다 경제부처에 의한 직접적인 간섭이 용이해지는 방법이 될 수 있기 때문이다. 즉, 소위 운용전문가들의 인적구성에 한계가 있는 우리나라의 현실을 보았을 때 운용책임자들은 결국 경제관련 인사나 금융권의 인사로 선출될 수밖에 없으며, 이들은 현재의 국민연금의 사회복지적인 정책과는 무관한 기금운용을 수행하려 할 것이기 때문이다. 더구나 지배구조상 이들의 인적 연결이 현재의 재벌구조에 종속될 가능성도 매우 높은 상황이다²⁸⁾.

최근 저축은행과 관련한 금융감독원의 부정을 보면서, 민간으로 독립된 기관이 외부의 적절한 견제나 통제를 받지 못할 경우 나타나는 문제점은 정부의 통제를 받을 때보다 더욱 심각하며 광범위하게 발생할 수 있다는 것을 경험한 바 있다.

이러한 상황에서 주주권의 독립성을 국민연금의 지배구조 문제로 해결하기에는 시간적으로 너무 장기로 연장되며 효율성 또한 떨어지는 문제가 나타난다. 어찌 보면 현재 대기업의 지배구조를 장악하고 있는 재벌들이 원하는 방향일지도 모른다.

28) 이와 함께 국민연금 기금운용본부가 별도로 독립된다고 하여도 기획재정부에서는 「공공기관의 운영에 대한 법률」에 의거하여 준정부기관으로 지정하여 현재 국민연금공단이 받는 것과 동일하게 국정감사를 받으며 임원임명 및 직원정원 등 모든 부문에 있어서 기획재정부의 통제를 받게 된다.

2) 국민연금 주식투자의 합목적성

목적이 어떻든 간에 국민연금기금이 기업의 주주로서 주주권을 행사하는 것에 반대는 없다. 물론 반대론자들은 몇 가지 전제조건을 충족할 경우에만 주주권의 행사가 가능하다고 하고 있으나, 결국 그 자체를 반대할 수는 없는 것이다.

주주권의 행사 필요성은 앞에서 주주권과 관련한 입장을 보이면서 언급하였지만, 무엇보다도 주식이 가지는 본질적인 의미에서 보충적으로 설명할 필요가 있다. 즉, 국민연금은 사회공동체 성원들의 노후보장 및 연금제도의 지속성 보장이라는 특수한 목적을 가진 ‘사회적 자산’이라는 관점에서 주주권을 생각할 필요가 있다.

이는 앞에서 언급한 국민연금이 주식에 투자하는 의미와 직접적인 관련이 있다. 주식은 궁극적으로 기업의 성장에 대한 과실을 투자한 사람들에게 나누어 준다는 의미가 있다. 공적연금기금이 주식에 투자한다는 것은 곧 투자기업의 성장을 기금을 통해 지원하고 그 성장의 결과를 가입자들에게 나누겠다는 것이다. 국민연금기금의 입장에서든 국가경제의 성장으로 기업의 가치가 상승하고, 그 상승분에 비례한 만큼의 주식 평가액이 상승하게 되므로, 궁극적으로는 가입자들에게 국가 경제발전의 과실이 나누어 질 수 있는 것이다. 공적기금이 주식에 투자하는 것은 수익성뿐만이 아니라, 국가의 기업이라는 의미에서 국가경제의 성장 혜택이 퇴직 후 소득에 대한 기여로 연결하고자 하는 의도가 포함된 것이라 할 수 있다.

반대로 기업의 가치하락으로 주가가 하락할 경우라 하여도 연금기금 운용자는 함께 책임을 진다. 그 책임은 결국 가입자의 급여에 영향을 주거나 조세의 부담으로 나타날 것이다. 이와 같이 성장이나 하락에 대한 책임을 함께 가지는 기금의 입장에서 기업의 경영에 대한 관심이 높아져야 하는 것은 당연한 일이다.

더구나 국민연금기금은 사회적 자산으로 금융시장뿐만 아니라 기금과 관련된 여러 부문에 대한 발전에 기여할 의무를 가진다. 물론 이 부문도 수익률을 해치

지 않는다는 전제가 붙겠지만, 경영감시자로서 기업의 투명성을 제고하고 자본 시장의 발전에 기여하는 부문은 가장 기본적으로 기여할 수 있는 부문이 된다.

그럼에도 불구하고 대기업 집단의 왜곡된 지배구조로 인하여 기업성장의 혜택이 온전하게 투자자인 국민들에게 이전되지 못한다면, 이는 어떤 방법으로든지 바로 잡아야 하는 문제이다. 그리고 그 여러 방법 중에서 주주권의 행사가 가장 효율적일 수 있다.

예를 들어 한화그룹의 경우, 2008년 9월 보복폭행사건으로 대표이사에서 물러났던 김승연 회장이 다시 복귀한 바 있으며, 2011년 1월 30일 김승연 회장이 횡령 등 혐의로 불구속 기소된 전력을 가지고 있다.

또한 SK그룹의 경우 최태원 회장이 SK그룹 계열사가 베넥스인베스트먼트에 투자한 497억 원을 빼돌린 혐의와 임원성과급을 과다 지급한 것으로 꾸며 비자금 139억 원을 조성한 혐의로 업무상 배임, 특정경제범죄가중처벌법상 횡령 등으로 기소처분을 받았으며, 2011년 11월에는 횡령의혹에 따른 조회공시 요구에 허위로 답해 불성실 공시법인으로 지정받은 바 있다.

한화와는 달리, 최 회장의 경우 횡령액이 자기자본의 2.5%를 넘지 않아 상장 폐지 실질심사 요건에 해당되지 않았지만, 아직까지 불구속 기소된 최 회장의 횡령혐의 관련 판결이 나오지 않았기 때문에 어떤 리스크가 따를지 알 수 없는 상황이다. 이를 위해서 우선 국민연금 등 기관투자자의 주주권 행사에 있어 한화나 SK 등과 같이 오너리스크가 높은 기업군에 대한 일련의 조치들을 취할 필요가 있다.²⁹⁾ 이는 국민연금기금과 같은 공적연금제도의 안정성을 위해서도 중요하다.

기업 총수의 잘못된 행동으로 인해 기업과 투자자들에게 피해를 주는 오너리스크(owner risk)는 비단 한화나 SK뿐만만의 문제가 아니다. 우리나라와 같이 기업 총수의 잘못된 행동으로 인해 기업과 투자자들에게 피해를 주는 후진적인 오너리스크가 높은 재벌 구조 하에서 실질적인 주주권을 행사한다는 것은 매우 어

29) 2012년 6월말 기준으로 국민연금은 한화, 한화케미칼, SK가스, SK네트웍스, SK이노베이션, SK케미칼 등에 대해서 5%가 넘는 지분을 보유하고 있다.

럽다.³⁰⁾ 그 대신 국민연금기금은 대표적인 기관투자자로서의 역할을 통해 기업의 경영에 원하는 바를 이룰 수 있는 방법이 있다. 바로 ‘투자행위’를 통한 의사 표현이 그것이다. 즉, 직접적으로 경영자체에 개입하거나 의사를 표명하기 보다는 투자자로서 기금에 손실이 미칠 것으로 생각되는 기업의 행위가 있을 경우 이에 대한 투자를 회수하기 위하여 주식이나 채권을 매도하는 것으로도 충분한 효과를 나타낼 수 있다.³¹⁾ 여기에 최고경영자의 도덕성이나 경영의 투명성 등을 주요하게 볼 수 있도록 규정화 한다면 국민연금기금의 사회적 투자의 취지에도 부합할 수 있을 것이다.

[그림 5] SK·한화에 대한 국민연금 기금의 지분율 변화추이



자료: 김성주의원 국정감사 질의자료(2012.10.22.).

이렇게 대기업의 ‘대마불사’가 주식시장에서도 나타나는 상황에서 기업주의 잘못된 전횡, 즉 오너리스크로 인하여 발생하는 문제를 주주의 입장에서 통제할 수 있어야 하는 것이다. 기업의 경영에 오너 한 사람의 독단이 기업 가치에 영

30) 이사의 책임한도를 경감하면서도 권한을 확대하고, 주주총회의 권한으로 되어 있었던 재무제표의 승인이나 배당에 대한 결정권한을 이사회에 넘길 수 있도록 하여 주주들의 이익을 제한할 수 있게 된 「상법」 개정예에 따라 많은 기업들이 정관을 변경하였고, 국민연금은 이에 기본적으로 반대의 입장을 취하였으나, 의결권 부족으로 대부분의 기업에서 정관변경이 통과되었다.

31) 단순히 투자회수의 의사를 표명하는 것으로도 충분할 수 있다.

향을 크게 줄 수 있으므로, 소액주주 보호의 입장에서 기관투자자의 적극적인 주주권 행사방안이 마련되어야 한다. 그럼에도 불구하고 최근 국민연금기금의 주식투자는 이러한 점을 무시하고 주식의 수익성을 우선 원칙으로 투자함으로써, 여전히 재벌들의 오너리스크를 방관하는 모습을 보이고 있다.

이러한 이유로 설사 공적연금의 운용에 정치적인 압력이 반영된다고 하여도 주주권 행사는 반드시 필요하다. 여기에 더하여 주주권행사로 인하여 실제 기금 운용 수익률이 감소한다고 하여도 필요하다. 무엇보다 지배구조 개선은 공공재라는 사실 때문이다. 이는 기금운용 수익률이 실제 연금가입자들의 수급권과는 상관성이 없으며, 연금 지급자인 정부의 입장에서는 후세대의 부담뿐만 아니라 현세대의 후생까지도 함께 고려하여야 하는 정부의 의지와 관련이 있는 사항이다.

3) 경제민주화의 의미와 주주권

경제민주화에 대한 정의와 그 내용은 여전히 각 정당마다 다르고, 심지어는 같은 당내에서도 많은 이견이 있는 담론이다. 하지만, 이렇게 다른 경제민주화에 대한 의견이 존재함에도 불구하고 여기에 한 가지 공통점이 있다면, 그것은 현재 우리나라의 재벌구조에 대한 문제의 지적과 이를 개선해 나가야 한다는 것이 경제민주화의 한 축으로 작용하고 있다는 것이다.

이러한 관점에서 보았을 때 국민연금은 정치공동체를 구성하는 기본단위이며, 정치권력을 창출하는 힘을 가진 국민들의 납입으로 구성된 기금이라는 점에서 경제민주화의 목적에 가장 잘 부합한다. 국민연금이 보유하고 있는 주식에 대한 주주로서의 권리를 적극적으로 행사하는 것은 장기적으로 기업의 가치를 제고하여 기금의 수익률을 향상하는 데 도움이 될 뿐만 아니라 국민연금기금의 투자를 받고 있는 기업의 경영을 투명하게 개선하는 등 헌법이 보장하는 경제민주화 원

칙에도 합치되는 것이기 때문이다.

경제민주화란 아직 사전적인 정의로 내려진 바는 없으나, 첫째 재벌이 시장에 독점적인 영향력을 행사하는 것에 대한 조정과 규제, 둘째 대기업 오너에 집중되는 재벌의 소유구조에 대한 규제, 셋째 미국식 시장자유주의가 도입된 외환위기 이후의 경제체제를 극복하고 새로운 경제질서 비전을 제시하는 것으로 요약할 수 있다. 이중 대기업과 관련한 지배구조의 문제로 연결되는 첫째와 둘째의 경우 재벌의 전횡을 방어하고, 사회 전체적으로 바람직한 방향으로 기업구조를 유도할 수 있는 하나의 수단으로 ‘공적연금’에서의 주주권이 필요할 수 있다.

여기서 공적연금이 강조되는 이유는 대기업의 지분을 가지고 있는 일반 민간 기관투자자의 경우는 오히려 재벌이 보다 높은 시장 지배력을 가지고, 초과이익을 창출하는 것을 선호한다. 그러므로 투자자들은 재벌기업의 행태에 제동장치기 보다는, 오히려 기업의 이익에 반하는 사회적 투자 등과 같은 부문을 반대할 유인을 갖게 된다. 그러나 국민연금기금은 하나의 개별 기업에 투자하는 것이 아니라, 경제전반적인 산업에 골고루 투자를 하고 있어서 어느 한 기업에서의 투자손실이 있다 하여도 이를 통해 다른 산업들의 성장을 보다 높게 제고할 수 있다면 주주권의 행사는 수익률 보호 차원에서도 행사될 여지가 있다.

반면, 제 기업에 대한 보유 비중은 국민연금기금의 절반에 불과하면서 기업 전체를 지배할 수 있는 재벌구조에 대한 비판을 시작할 수 있다. 우리 국민들은 재벌의 순환출자구조에 의해 오너의 지배력을 확보하는 구조에서 오는 한 기업의 부실이 그룹전체에 위협으로 전이되는 현상을 경험하였다. 실제 상호출자의 변칙적인 회피수단으로 활용되는 순환출자의 구조는 기업의 위험을 높이는 것으로 국민연금기금 뿐만 아니라 다른 일반 투자자의 입장에서 반대할 유인을 가진다. 그러나 이에 대해 주주가 발언을 할 수 있는 기회가 거의 없었을 뿐만 아니라 주주권의 발현에도 많은 한계를 가지고 있었기에 실제 문제로 제기될 수 있는 사항은 아니었다.

최근 새누리당과 민주당 공히 재벌의 개혁을 위한 여러 안건을 제시하고 있으

며, 많은 부문이 순환출자금지와 출자총액제 도입, 기업의 투명성 강화를 주요 의제로 제시하고 있다. 이러한 재벌에 대한 외부적인 압력과 제도적인 개선도 중요하지만, 이전에 재벌 내부로부터 자신들의 경영행태에 대한 구조적인 조정도 함께 진행되어야 한다. 여기에서 국민연금의 주주권이 힘을 발휘할 수 있는 것이다.

더구나 전 국민의 노후보장 기금인 국민연금기금의 금융시장 투자는 국민경제 전반이 아닌 대기업들에게 혜택이 집중되는 상황이다. 삼성, 포스코, 현대, SK 등에게 국민연금기금은 회사채 구매자이자 주식보유자로서 주요한 자금 조달자이자 주가 지지자이다. 그러므로 대부분의 가입자인 소기업 종사자, 자영업자 등 다양한 경제활동인구에 대한 관심을 가지는 것이 상식적인 민주화라 한다면, 국민은 혜택이 집중된 대기업에 대한 관심과 감시를 해야 할 필요가 있는 것이다. 특히 방만한 사업 확장 등으로 주주가치가 침해될 수 있으며, 국내 경제에 역효과가 발생하는 것에 대해서 대기업 경영진에 대한 감시와 견제를 강화할 필요가 있는 것이다.

앞에서 언급했듯이, 대기업들의 잘못된 행동을 통제하는데 국민연금의 주주권은 가장 큰 힘을 발휘할 수 있다. 이는 경제민주화 이전의 문제이다.

4) 소수주주로서의 책임

그러므로 한 나라의 건전한 자본시장이 발전하기 위해서는 장기 안정적이고 전문적인 기관투자자의 존재가 필수적이다. 그러므로 이에 대하여 국민연금 기금은 소수주주를 대표하는 기관투자자로서의 책임을 가진다.

우리나라에서 주주권의 행사가 발전되지 못하고 재벌 구조가 고착화된 가운데, 대기업 오너들의 잘못된 관행들이 고착화 된 것에는 실제 투자자들의 책임도 매우 크다 하겠다. 국내 투자자들의 경우 대부분 기업투자의 목적을 장기적 관점에서 기업의 성장이나 배당을 목적으로 한 것 보다는 단기 매매차익을 통한

이익을 창출하고자 하는 소위 ‘카지노 자본주의’적인 모습이었다. 이들은 기업의 건전성이나 지속가능성을 목적으로 하지는 않는다. 그럼으로 당연히 대기업 어머니의 행동이 자신들에게 어떠한 형태로 영향을 받게 될지를 의식하지 못한다.

실제 대부분의 투자자들은 시장을 통한 재벌개혁을 위해서는 기관투자자의 적극적인 주주권 행사가 핵심이나 거의 대부분 무관심하다. 2011년의 경우 주주총회에서 소액 주주들의 반대 의결권 행사비중은 불과 0.34%에 불과한 반면, 모든 안건에 대해 찬성 의결권행사 한 기관투자자는 44개로 61.11%에 해당하는 수치이다. 여기서 기관투자자는 국민연금을 제외한 일반 대형 펀드운용기관을 의미하는 것으로 대부분 재벌 관련 기관이거나 이들과 긴밀한 관련성을 가지고 있는 곳으로, 이들에게 소수주주로서의 기업에 대응하는 의결권을 기대한다는 것은 불가능하다.

실제로도 경제개혁연구소가 분석한 2011년 국민연금의 의결권행사내역을 분석한 결과 의결권 행사 비율을 보면, 국민연금이 일반 기관투자자들에 비해 월등히 높은 비율로 반대하고 있다. 국민연금은 의결권 행사에 있어 중립과 기권이 없는 등 찬·반 의결권행사가 명확하고 반대 의결권 행사도 일반 기관투자자들보다 높다는 의미이다. 일반기관투자자와의 구별점은 의결권 가이드라인과 전문위원회의 존재 그리고 기금의 자체 독립성 때문으로 분석된다. 이는 국민연금기금이 기관투자자들 중에 다른 투자자와 달리 경영진과 독립되고 주주의 이익을 대변할 수 있는 유일한 기관임을 보여주는 것이라 할 것이다. 그러나 이 같은 의결권 행사 역시 소극적, 사후 공개원칙으로 인해서 기업에 대한 영향을 주지 못하고 있다. 국민연금이라 하여도 주주의 입장에서는 소액투자자이기 때문이다.

이와 같은 사항을 반영하여 국민연금에서는 2010년 주주권 행사를 강화하기 위해 사외이사 풀을 확보, 지분을 보유하고 있는 기업의 이사 선임 과정에 보다 적극적으로 개입하는 방안을 검토한 것으로 알려져 있다. 이를 위해 투자기업의 주주 중 지분 1% 이상을 보유한 기관투자자들과 공동으로 ‘주주협의회’를 구성, 회사 경영진과의 공식 대화 채널로 삼을 예정이다. 여기에서 주가치를 높이고

기업 지배구조를 개선하는 방안 등을 논의한다는 것이다.

국민연금은 또한 독자적인 사외이사 인력풀을 만들어 주요 상장사에 사외이사 후보로 적극 추천하기로 했다. 아울러 경영 성과나 지배구조 관행 등에 문제가 많은 기업들에 대해 ‘관찰 리스트(Focus List)’를 작성해 공개하는 방식으로 경영개선을 유도하기로 했다.

물론, 기금운용에서의 효율성을 최우선 과제로 설정하여야 하는 것은 분명하지만, 기금운용의 수익성을 제고하기 위해서는 이렇게 다른 소수 주주들과의 연대를 통한 적극적인 주주권의 행사가 필수적이며, 이 역시 공적연금으로서의 중요한 역할인 것이다.

하지만 최근 글로벌 금융위기는 단기수익률 추구의 경제적 위험성을 인식하게 된 계기가 되었다. 기업 대주주와 오너를 제외한 대부분의 투자자들이 단기적 주가상승으로부터 오는 금융적 보상에 관심을 가지고 있어 기업의 장기적인 성장을 저해하는 요인으로 작용하였다. 특히 금융위기로 인하여 기업 자체의 존폐 위기로 까지 연결하게 된 경우도 상당 수 있다. 이와 같이 경영진에 대한 단기 수익률 추구의 압력이 자칫 주주행동주의로 나타날 경우 국가 전체적으로도 장기 지속성을 확보하기 어려워질 수 있는 것이다. 여기에 공적연금인 국민연금기금 마저도 주주민주주의의 오류에 빠져 이익추구에 몰두하게 된다면, 분명 경영권에 커다란 압박이 될 뿐만이 아니라 기업의 장기 안정성도 해칠 수 있는 문제가 된다.

그러므로 장기적 관점에서 회사의 내재적 가치를 파악할 수 있는 기관투자자로서 꾸준한 이익의 증대와 기업의 지배구조 개선을 위한 노력을 하기 위해서라도 국민연금기금의 주주권의 행사가 필요한 것이다. 이 경우 행사되는 주주권은 일종의 백기사와 같은 역할을 하는 것으로 다른 단기로 수익을 추구하는 소규모 기관투자자나 투자자에 대항하는 역할을 할 수 있을 것이다.

7. 공적연금기금 주주권 행사의 합치성

이러한 국민연금기금을 활용한 주주권을 적극적으로 행사하는 것이 현실적으로 가능한지, 그리고 합당한지에 대한 문제를 고려해 보아야 한다.

이론상 공적연금기금의 실제적인 주인은 가입자들이다. 그리고 기금운용자는 가입자를 대신하여 기금을 운용하여 가입자들이 퇴직 후에 정해진 연금급여를 지급하는 의무를 가진다. 그러나 우리나라의 국민연금과 같은 공적연금 체계에서도 마찬가지로 적용되는 논리인지는 생각해 볼 여지가 많다.

우선 공적연금기금의 실제적인 주인이 가입자인가하는 문제이다. 원칙적으로 가입자들은 납부된 연금 보험료에 기초하여 퇴직 후 연금급여를 받는다. DB형의 연금체계에서 가입자가 납부한 기금의 수익률과 무관하게 자신이 약속된 급여를 받는 것이다. 이는 운용의 책임이 궁극적으로는 운용자에게 있는 것으로 운용과정에 대하여 가입자가 개입할 수 있는 여지가 줄어들었음을 의미한다.

여기에 실제 가입자가 납부하는 연금 보험료만으로 기금이 운용되는 것이 아니라, 향후 절반 이상이 국가에 의해 보조받게 되는 상황에서 가입자는 납부된 기금을 넘어서는 기금 전반에 대한 주인으로 간주하기에는 다소 무리가 따르게 된다. 반면 공적연금의 대리인에 해당하는 주체로 수탁자를 꼽을 수 있다. 수탁자는 공적연금의 가입자들로부터 위탁을 받아 연금기금의 운용을 감시하고 통제하는 기능을 수행한다.

이로 인하여 기금 운용자의 투자 의사결정 역시 독립적으로 결정하지 못한다는 특성을 가진다. 이러한 공적 연금 소유권의 소유와 지배의 분리가 불가피한 특성으로 인하여 대리인 문제가 심각할 가능성이 있다. 그리고 대리인의 정책적인 판단에 따른 주주권의 행사가 과연 바람직한 것인가에 대한 문제로 귀결되는 것이다. 즉, 기업의 입장에서는 실질적인 기금의 주인이 아닌 대리인에 의한 주주권 행사를 인정할 수 있느냐에 대한 것과 가입자의 입장에서는 자신의 의지와

관계없이 대리인의 주주권 행사로 인한 영향을 어떻게 받아들이게 될지에 대한 논의가 필요한 사항이다.

기관투자자가 수익성을 최대 목표로 한 일반 투자자가 아니라, 공공기관의 경우 이들의 주주권 행사가 과연 투자자의 원칙에 부합하는 것인지에 대한 문제제기가 나타나게 된다. 투자의 원칙은 수익률 극대화도 삼으면서도 지배구조상의 문제로 원칙에 부합되지 않는 ‘공공이익’을 추구하는 주주권 행사의 수단으로 공공의 기금이 활용될 것이라는 것이다. 이는 공적부문에서의 대리인이 행사하는 운용권리가 과연 누구를 위한 것인지에 대한 문제인 대리인의 문제로 압축된다. 이를 이해하기 위해서는 우선 공적연금이 가지는 지배구조의 특징을 이해할 필요가 있다.

1) 공적연금의 지배구조적 특성

주식의결권을 행사하는 주체는 하나의 인격체 혹은 법인 주체가 된다. 일반적인 기관투자자의 경우 수익자와 운용자간의 구분이 단순하고 분명하며 수익자와 투자자는 일치되어 하나의 법인 주체라고 할 수 있다.

그러나 국민연금과 같은 전 국민이 가입하는 공적연금의 경우 수익자와 운용자의 구조가 복잡하며 불분명하다. 공적연금기금의 경우 과연 누구를 대리하는 주체인지가 불명확 할 수 있다는 의미이다. 정부가 수익자와 운용자라는 양자적인 입장을 동시에 가지고 있기 때문이다. 이에 따라 공적연금에서 보유하고 있는 주식 지분을 근거로 기업의 경영에 개입하겠다는 부문에 대해서는 여전히 많은 논란이 제기되는 원인이기도 하다.

가입자는 운용의 성과와 관련 없이 약정된 수준의 연금급여를 받으며, 이에 대한 급여 또한 납부자의 기여분에 미래세대의 기여가 포함된 것이니 만큼 연금 급여에 대해서 스폰서(sponsor) 역할을 하는 정부는 운용리스크를 부담함과 함께 급여의 일정부분을 책임지고 있다. 국민연금은 DB 플랜으로서 연금펀드 운

용에 따른 잔여위험은 정해진 급여수준의 유지를 위한 연금보험료 수준의 변화로 나타난다. 따라서 이 위험은 1차적으로 연금 보험료를 납부하는 연금 가입자가 부담한다. 또한 사업장 가입자의 경우 사용자도 연금 보험료를 납부하기 때문에 역시 잔여위험을 부담한다.

이외에도 공적연금에 있어서 주식보유 비중으로 행사되는 주식회사의 소유권과는 구별되는 몇 가지 특성을 가지고 있다.³²⁾

첫째, 공적 연금의 소유권은 연금 가입자 및 사용자, 그리고 경우에 따라서는 납세자들까지 포함한 다수에게 고도로 분산되어 있다. 따라서 소유자 누구도 조직 운영(공적 연금의 경우에는 연금펀드의 운용)을 감시하고 통제할 유인을 갖지 못하는 무임승차의 문제(free-rider problem)를 안고 있다.

둘째, 공적 연금의 소유권은 이전이 불가능(non-transferable)하다. 주식회사의 경우 주식시장에서의 거래를 통해 소유권이 자유롭게 이전될 수 있으나, 공적 연금의 소유권은 시장에서 거래되는 자산이 아니기 때문에 이전이 자유롭지 못하다. 따라서 소유권의 집중에 의하여 무임승차의 문제를 극복하거나 대리인 자신의 소유권 보유로 소유자와 대리인의 이해를 일치시키는 방법으로 대리인 문제를 해결할 수 없다.

셋째, 일반 기업에서와 마찬가지로 공적연금 운영의 핵심인 연금펀드의 운용은 경제 및 투자 분야의 고도의 전문성을 요구하며, 일반 연금 가입자 혹은 납세자들이 이에 관한 충분한 능력을 갖추고 있다고 보기는 어렵다.

이상과 같이 공적연금기금은 여전히 분명한 주인이 실존하지 않는 모습으로 비추어지고 있어 여기에서의 의지적인 행동들이 자신의 이해관계와 배치될 때 그 행동에 대하여 공개적인 비판을 할 수 있는 사회적인 구조가 갖추어진 것이다. 최근 많은 기업들이 국민연금기금의 적극적인 주주권 행사의지에 대하여 부정적인 것도 좋은 예가 될 것이다.

32) 이러한 공적연금의 주주권 행사와 관련된 특징에 대해서는 조성훈(2005), 이기형·한성윤·문영표(2007), 원종욱·김성민(2008) 등의 연구에서 제시된 바 있다.

그러나 국민연금의 실질적인 주인이 누구인지에 대한 관점 보다 실제 연금 수급권과 관련한 위험을 누가 지고 있는지로 생각을 달리한다면, 의외로 간단하게 풀릴 수도 있는 문제가 될 수 있다. 즉, 향후 연금의 부족이 발생할 경우 이에 대한 책임을 누가 질 것인가의 문제이다.

물론 정부가 제도의 운영자로서 책임을 진다. 하지만 아직까지는 실질적으로 연금급여의 원천은 현재의 가입자들이 납부하는 연금보험료이다. 그리고 미래에 연금이 고갈이 될 상황에 몰리게 될 경우 이에 대한 최종 책임 역시 여전히 연금납부자들이 될 것으로 예상된다. 아직까지 연금급여에 대한 책임이 정부나 국가에게 있지 않기 때문이다.

그리고 무엇보다 연금의 부족이 예상될 경우에 아직까지 정부는 조세를 통한 연금급여의 지급보다는 제도의 개선을 통해 연금제도의 수지를 맞추려는 노력을 하고 있다. 즉, 정부의 부담이 없이 결국 제도의 개선, 급여를 낮추거나 보험료를 높이거나, 아니면 수급연령을 늦추는 등의 개선을 통해 연금제도를 유지하고자 하는 것이다. 이는 결국 연금가입자, 연금납부자 혹은 수급자의 책임으로 제도를 운영한다는 의미이다. 그러므로 아직까지는 정부에게 실질적인 국민연금제도의 주권은 가지지 못한다고 해석된다. 이러한 이유로 연금기금에 대한 소유권이 오직 가입자에게만 있다고 할 수 없지만 정부는 분명 아니라고 할 수 있다.

그러므로 실질적으로 제도를 운영하고 있는 정부가 현재와 미래에 퇴직자들의 연금급여 지급을 책임지고자 한다면, 자산운용에 있어서 횡단면적인 운용포트폴리오를 구성할 뿐만 아니라 시계열을 고려한 포트폴리오를 구성하여야 한다. 여기에는 현세대와 후세대에 운용되어야 하는 자산포트폴리오 뿐만이 아니라 급여부채에 대한 지급 스케줄도 함께 반영되는 것이다.

급여의 지급 부담을 고려하면서 기금이 보유하는 채권에 대한 원리금 상환 계획과 이에 따른 미래 세대의 조세부담, 각 세대별로 부여되어야 할 공적기금의 혜택 등도 함께 반영하게 된다. 정부는 공적연금의 지배구조에 있어서 관리자이면서도 운용의 수혜자 또한 운용결과를 얻기 위한 투자자라는 중첩된 지위를 가

지게 된다.

반면 미래의 장기 시계열 포트폴리오를 구성할 수 없는 기금운용자는 정부의 횡단면, 시계열이 모두 포함된 패널 형태의 포트폴리오 구성에서 일정 시점 동안의 포트폴리오 운용만을 책임지는 것에 불과하다. 때문에 정부와 기금운용자 간의 관계를 주인-대리인의 분리된 관계로 보기 어려우며, 가입자와 정부, 가입자와 운용자간의 관계도 일반 펀드 운용에서와 같은 정의 가능한 관계로 설정하기는 어렵다.

2) 기업지배구조와 공적연금

전경련 등 경제단체들은 이와 같은 공적연금을 통한 주주권 행사가 ‘연금 사회주의’라는 등의 반대목소리를 높이고 있다. 물론 지금까지 기형적인 지배구조를 유지하고 있는 대기업의 입장에서는 기관투자자들과 같은 대형 주주들이 경영권에 실제 개입하겠다는 사실을 매우 불편하게 느낄 수는 있다. 하지만, 주주권의 행사 자체에 대한 부정은 결국 자본주의의 기반에 대한 부정으로 이어지는 만큼, 이를 직접적으로 반대할 수는 없다. 대신 국민연금으로 대표되는 공적연금 기금의 주주권 행사가 과연 행사의 목적에 적합하게 수행되는지에 대해 문제를 제기하게 된다.

반면, 투자자의 입장에서 투자된 기업에 대해 경영권을 행사할 수 있다는 것은 매력적인 일이다. 주식을 보유한다는 것은 투자자산으로서의 증권을 보유한다는 의미와 함께 투자대상에 대한 경영에 대한 권리를 할당받는다라는 의미도 포함하고 있다. 통상 주주권이 포함된 주식의 가치는 현금흐름에 대한 권리와 기업경영권에 대한 권리가 포함되어 있다. 주식의 가치는 미래 현금흐름의 현재가치로 구성되지만 이 가치를 지키기 위해서는 주주권이 필수적이다. 따라서 주식의 가치를 수익권과 의결권의 가치로 보기도 한다. 주주권이 주식가치의 주요 부분이라는 것은 보통주보다 연간 액면가의 1% 가량을 배당금으로 더 많이 받

도록 되어 있으나 의결권이 없는 우선주의 가격이 보통주의 가격에 비해 평균 40~60% 가량 낮게 거래되는 데에서도 의결권의 가치가 평가된다 할 수 있다.

즉, 주식의 보유에는 주주로서의 권리를 보유한다는 의미가 있으며, 이는 대리인으로서 주식을 보유할 경우에도 마찬가지이다. 더구나 대리인이 아닌 소액주주의 경우 기업경영에 대한 감시를 하고자 하는 유인이 적어 무임승차(free-riding)를 할 가능성이 높기에 주식을 대규모로 소유한 주주들이 기업경영에 대한 감시를 수행해야할 필요성이 더욱 크다고 할 수 있다. 즉, 기관투자자와 같이 다수의 투자자를 대리하는 경우 감시비용을 수용할 수 있을 만큼 주식 보유비중이 커질 수 있어 적극적 감시를 수행할 수 있는 존재로서의 사회적 의무도 가지게 된다.

오히려 우리나라의 경우와 같이 일반적으로 집단형 소유기업의 형태로서 기업이 성장함에 따라 계열사를 설립하고 지배주주가 직·간접적으로 경영에 참여하는 체계가 오히려 부자유스러운 것이다.³³⁾

3) 기금운용지배구조와의 관계

기금운용자는 공적연금의 지배구조 하에서 극히 일부분의 역할을 담당하는데 불과하지만, 매 시점에서 실질적인 운용 결과에 대한 책임을 진다. 운용자들은 1년 혹은 3년의 기금운용 수익률에 따라 성과급을 받으며, 자신의 재계약 여부가 성과에 달려 있음을 인식하고 있다. 그러므로 이들은 주어진 목표와 제약조건에서 높은 성과를 내기 위한 최선의 노력을 다하게 된다. 여기에는 기금운용 수익률을 저해하는 정치적인 입장은 끼어들 여지가 없다. 중요한 것은 이들에게 목표를 부과하는 정부가 어떤 제약조건을 운용자에게 부과하느냐에 달려 있는 것

33) 1997년 외환위기로 인한 IMF 차관공여 조건에는 기업지배구조의 개선에 관한 내용이 포함되어 있다. 다른 나라의 경우 그리고 역사적으로도 IMF의 차관공여 조건은 주로 금융기관 구조조정에 초점이 맞춰졌던 반면 한국의 경우 이례적으로 기업지배구조의 개선에 관한 조항을 포함하고 있다는 사실은 당시 국내의 기업지배구조가 외부의 시각으로 보았을 때 얼마나 취약하게 보였는지를 나타내는 증거라 할 수 있다.

이다.

설사 기금운용위원회에서 운용 수익률에 반하는 의결사항을 제시한다 하여도 운용자의 성과기준이 바뀌지 않는 한, 높은 성과를 추구하기 위한 본래의 행동에는 변화를 주기 어렵다. 이는 기금운용본부를 독립시키느냐 아니냐의 문제가 아니라 미션을 어떻게 주고 어떻게 평가하느냐의 문제일 뿐이다.

수탁인의 신의성실의 원칙과 일치하는 기금운용상의 행동은 자신의 개인적 입장과는 분리하여 가입자로서의 효용을 극대화하는 것으로 귀결된다. 이후 각자 입장에서의 기금운용에 대한 손익 여부는 운용대상으로서의 개인의 입장에서 고려하는 문제이지 이러한 문제까지 수탁자가 고려할 필요는 없다.

이제 주주권의 문제로 돌아와서, 수탁자, 즉 기금운용자는 자신의 기능과 권한을 연금 가입자의 이익에 입각하여 위임된 권한을 행사하여야 함은 지극히 당연한 일이다. 여기에 위임된 권한이란 가입자의 대리인으로서 가입자로부터 권리를 양도받은 것으로 투자 기업에 대한 주주권 행사도 포함한다. 그리고 주주권의 행사가 기금운용 성과에 도움이 되는 한 이들은 이를 적극적으로 활용하려는 유인을 가진다. 이는 외부의 정치적인 압력이나 연금제도 전반 혹은 국가사회 전반을 고려한 것이 아니라 단순히 주주권행사로 수익률이 올라가 자신의 신분의 안정과 높은 성과급을 받기 위한 행위이다. 이는 기업의 경영에 대하여 어떠한 이해상충의 문제를 가지지 않음을 의미하는 것으로 오히려 기업의 경영감독의 최적 요건이 될 수 있다. 더구나 경영감시 비용을 수용할 정도로 국내 기업에 대해 높은 투자 비중을 가지고 있으며, 단기 매매를 통한 이윤 창출 보다는 기업의 성장에 대한 장기투자를 목적하는 데에서 책임투자의 최적 요건을 갖춘 국내 유일의 기관투자자인 것이다.

8. 공적연금기금의 주주권 행사의 한계

지금까지 국민연금 기금의 현황과 주주권 행사의 필요성을 언급하였으나, 실제 우리나라의 자본시장에서 국민연금기금이 주주권을 제대로 발현하기에는 여전히 많은 한계가 존재한다. 우선, 5%가 넘는 주식시장 시가총액 대비 주식 비중을 보유하고 있다 하여도 여전히 한 기업 내에서 차지하는 비중은 협소한 소액주주에 불과하다. 둘째로는 기금운용의 원칙상 기금수익률을 추구하여야 한다는 기본 책무가 있어, 사회적 이익을 위해 기금의 손실을 감당하기에 매우 부담스러운 입장이다. 셋째로는 실제 기업에 대한 사회적 책임을 강제할 수 있는 수단을 기금이 확보하고 있느냐의 문제이며, 마지막으로 기금운용본부 자체에서 주주권을 일관된 행동으로 수행할 능력에 대해서 의구심을 가지고 있다는 점이다.

1) 국민연금기금 보유지분의 실질효과

Angelis(1998)에 의하면 주주가 2~3%의 지분만 보유하고 있어서 회사 내부문제에 대하여 매우 큰 영향력을 행사할 수 있음을 보인 바 있다.³⁴⁾ 우리나라의 경우에도 참여연대에서 1%도 안 되는 주식으로도 적극적인 소액주주운동을 성공적으로 이끈 예도 있다. 전체 주식시장 총액의 5% 이상을 보유하고 있는 국민연금의 경우 적극적 주주권의 행사가 공표된다면 실제 기업에 미치는 영향력과 파급력은 매우 크게 나타날 수밖에 없다.

34) 박양균, “국민연금 의결권 행사의 문제점과 해결방안”, 「제도와 경제」 제5권 1호, 2011.2, p.88
에서 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.

하지만 국민연금기금은 여전히 소수주주 중 하나에 불과하다. 한 예로 2012년 4월 15일부터 시행된 개정 「상법」과 관련하여 경영진의 책임을 낮추고 주주의 권한을 약화시키는 방향으로 법이 개정된 바 있다. 당시 대부분의 기업들은 이에 맞추어 기업지배구조 측면에서 보았을 경우에는 오히려 대주주의 권한을 강화하고 소액주주나 투자주주(기관투자자)들의 권한을 제약하는 대신 이사회 권한을 강화하는 방향으로 개정되어 투자자의 이익이 침해될 수 있는 우려를 낳았다. 이에 대해서 국민연금기금은 이러한 기업들의 정관 개정안에 대해 반대의견을 제시하였다.³⁵⁾ 투자자의 이익 보호차원에서 당연한 것이다.

그러나 국민연금기금의 반대에도 불구하고 대부분 기업에서 상정된 정관 변경안건이 지배주주들에 의해 통과되었다.³⁶⁾ 지난 3월 16일 개최된 주주총회에서 국민연금기금이 반대의사를 표명하였음에도 10대 그룹에 속한 상장사 82개사 중에서 24개사는 이사의 책임을 제한하는 방향으로 정관을 개정한 것이다. 또한 재무제표의 승인이나 이익잉여금 처분에 대한 권한을 주주총회에서 이사회로 변경하면서 주주의 권한을 약화시키고, 이사들의 권한을 강화한 기업도 15개사에 달하였다.

국민연금은 2011년 들어 대기업 지배구조 이슈에 대해 반대 목소리를 높이고 있다. 지난 3월 11일과 18일 열린 현대자동차와 현대제철 정기주주총회에서 정몽구 회장의 등기이사 선임 건에 대해 연달아 반대표를 던졌다. 한화 김승연 회장, CJ오쇼핑 이재현 회장, SK 최태원 회장의 이사 선임 건에 대해서도 반대의사를 표했다. 애플, MS 등 외국 기업에 대해서도 의결권을 행사하기 시작했다.

국민연금 의결권 행사 세부기준에는 법령상 이사로서의 결격사유가 있는 자, 과도한 겸임으로 충실한 의무 수행이 어려운 자, 기업가치의 훼손 또는 주주 권익 침해의 이력이 있는 자에 대해 이사 선임에 반대하도록 규정하고 있다. 이

35) 과거 5년간 배당성향이 30%이상인 기업의 경우 재무제표의 승인이 이사회로 이양된다 하여도 주주의 권한을 침해하지 않을 것이라는 판단아래 부분 승인하였다.

36) 포스코와 풍산홀딩스의 경우 소액주주들과 국민연금의 반대의견으로 '이사 책임 경감' 안건을 자진 철회하기도 하였다.

같은 기준을 근거로 재벌총수의 선임에 반대한 것이다.

하지만 비록 국민연금기금은 국내 최대 기관투자자라고 하여도, 우리나라의 기업지배구조에 있어서는 투자자가 기업에 미치는 영향력이 여전히 미비하다는 것을 보여준 사례가 된 것이다. 여기서 발생한 문제는 첫째, 여전히 국민연금기금의 지분이 경영진의 의도에 영향을 미칠 만큼의 지분이 되지 못한다는 점이고, 둘째는 국민연금의 반대의견에도 불구하고 경영진의 의도대로 정관이 통과된 이후 국민연금에서 행할 수 있는 수단이 없다는 점이다.

이재현(2012)의 연구에서도 국민연금기금이 가지는 지분율로 행사할 수 있는 일반 의결권의 경우 영향력을 갖기에는 매우 낮은 값들이 도출되어 주주총회에서 반대하여 영향을 줄 수 있는 정도는 매우 낮음을 보인 바 있다.

2) 사회적 이익과 기금의 수익간의 경합

여러 번 반복되지만, 국민연금기금은 전 국민이 납부한 보험료로 조성된 기금이다. 그리고 기금운용본부는 기금운용의 수익률을 극대화하는 임무를 가지고 있다. 이러한 경우 기금운용의 수익률의 추구가 자칫 사회적 이익과 경합이 발생할 경우 기금은 어떠한 방향에서 주주권을 행사하느냐의 문제가 있다.

최근 국민연금기금이 보유한 한라공조에 대한 지분매각의 사례를 들 수 있다. 2012년 7월 국민연금은 자동차 부품업체 한라공조의 최대 주주인 미국 비스티온의 공개매수 제안받은 바 있다. 당시 비스티온은 한라공조 지분 최소 95%를 확보한 뒤 자진해서 상장폐지 할 예정이었으며, 공개매수에 응하면 1,500억원에 가까운 시세차익을 얻을 수 있었다. 또한 한라공조의 지배주주들도 공개매수로 인하여 15%의 수익을 얻을 수 있는 상황에서 기금의 수익을 위하여 매수에 응하도록 압력을 가했다. 그리고 공개매수에 실패하면 국민연금의 평가이익은 크게 줄어드는 상황이었다.

그러나 한라공조는 1분기 말 기준으로 1조1,634억 원의 이익잉여금을 보유하

고 있어 이익잉여금을 배당의 형태로 빼낼 가능성이 높으며, 한라공조가 상장 폐지되면 한국의 주력 자동차 부품업체 한곳이 완전히 미국기업이 되는 것이었다. 결국 국민연금은 공개매수를 거부하는 것으로 결정을 내렸다. 이는 국가의 이익을 기금의 수익률 보다 우선한 것이다. 이에 대해 한라공조의 소액 주주들이 국민연금 가입자의 입장에서 업무상 배임 책임을 물을 수도 있는 문제였다. 그리고 이는 국민연금기금의 운용의 제1원칙인 수익률 추구를 포기한 행위였으나 결과적으로는 사회 전체의 이익을 반영한 것이었다.

즉, 향후 국민연금 기금운용이나 주주권을 행사하는데 있어서 이러한 경합의 문제가 발생하는 데 있어서 국민연금기금의 운용지침이 수립되어야 할 것이다. 이번 경우처럼 국민연금이 투자나 의결권 행사에 있어서 국가나 사회적 이익을 고려하는 방향으로 지침이 적립된다면, 사실상 다른 사회적 투자와 연관된 많은 부문을 고려하게 될 계기를 만들 수 있을 것이다.

3) 주주권 행사 주체로서의 국민연금기금의 자격문제

지난 2012년 2월 (주)하나금융지주에서는 국민연금에 사외이사 후보를 추천 해 줄 것을 요청하였다. 국내 상장회사가 국민연금에 이사 추천을 자청한 것은 처음이다. 국민연금은 하나금융 지분 9.3%를 가진 최대 주주다. 회사 측 요청까지 받은 마당이라 이사 추천을 주저할 까닭이 없었다. 국민연금 측에서는 사외이사 에 관한 내부 가이드라인을 가지고 있지는 않았지만, 기관의 요청에 적극 대응하기로 방침을 정하였다. 그러나 요청 직후 하나금융지주는 추천요청을 철회하였고, 이 역시 국민연금기금은 그대로 받아들였다. 물론 하나의 해프닝으로 볼 수 있었던 사항이지만 결과적으로 국민연금기금의 입장에서 투자기업에 대한 사외이사 조차도 파견하기 어려운 입장이었다는 사실을 보여준 한 사례였다.

더구나 최대 주주인 국민연금기금이 요청 후 철회 건에 대하여 아무런 항변도 하지 못하고 철회를 받아 들였으며, 이후 하나금융지주의 사외이사에 대해서도

별다른 의결권을 행사하지 못하였다는 사실은 국민연금기금의 의결권의 행사가 매우 소극적으로 이루어지고 있음을 말해 준다 하겠다. 이번 하나지주의 건은 하나의 해프닝이었을지 몰라도 최근 몇몇의 사내이사 선임과 관련된 사항을 보면, 과연 국민연금기금이 의결권의 행사에 얼마만큼이나 적극적인 역할을 할 수 있을지에 대한 의문을 제기하게 한다.

최근의 사항만 몇 예로 들어본다면, 지난 2011년 한화 정○○ 사내이사 선임과 관련하여 당사자는 전년도 이사회 참석률이 20% 미만으로 매우 저조했음에도 불구하고, 연임에 찬성한 바 있다. 또한 LG화학의 강○○ 사내이사의 경우는 2004년 LG카드의 CP매입을 통해 부실계열사를 지원하였으며, 2002년에는 불법 정치자금을 제공한 혐의로 징역 1년6월의 형을 선고 받은 전력이 있는 자를 사내이사 선임에 찬성하기도 하였다. 이는 국민연금의결권 행사지침에 제시된 세부기준을 위반한 사항이다. 이러한 사례는 두산중공업의 경우에도 마찬가지로 두산의 특혜성 BW를 인수한 바 있고, 두산건설의 유상증가에 참여하면서 기업에 손실을 끼친 박○○ 사내이사의 경우도 마찬가지의 경우였다. 예를 든 인사들의 경우 대부분 기업 오너의 이익에 맞게 행동하여 주주들의 권리를 침해한 자들이다.

반면 다른 소수주주로부터의 주주대표소송에 원고로 참여해 달라는 의견에 대해서는 지금까지 국민연금 측에서 이를 받아들인 사례가 없다. 이전 SK해운(2004년), 대상(2005년), 현대자동차(2008년), SK증권(2011년) 등 법원에서 판결이 났거나 검찰이 기소 또는 공정거래위원회의 과징금 부과 등의 사항에 대하여 지금까지 참여연대, 경제개혁연대에서 주주대표소송에 원고로 참여해 줄 것을 요청하였으나 번번히 거절한 사례가 있다. 이 당시 거절 사유로는 주주대표소송 원고 참여에 대한 내부 가이드라인이 없다는 것이었다. 그러나 기본적으로 주주권의 행사가 주주의 권리행사 또는 기금의 수익성 제고 등이었다면, 이들 회사들의 전횡으로 인하여 손해 본 부분에 대해서 어떤 적극적인 노력을 하였어야 했다는 비판이 있다.

이러한 경우는 의결권의 가부가 실제 효과를 미칠 수 있느냐의 문제를 넘어서 과연 국민연금기금이 의결권을 행사하는데, 어떠한 철학을 가지고 있느냐에 대한 문제가 된다. 그러나 여전히 국민연금의 주주권 행사는 행사에 있어서 어떠한 입장을 가지고 있기 보다는 그때 그때의 상황에 맞추어 권리를 행사하고 있어 일관성의 문제가 발생되고 있다. 그리고 더 나아가 이러한 비 일관적인 권리의 행사로 오히려 의결권의 행사에서 조차 외부의 압력에 의한 행사로 의심을 받게 되며, 결국 독립성을 우선적으로 담보하여야 한다는 목소리가 힘을 얻게 해 주는 결과를 낳고 있다.

즉, 현재의 의결권행사 지침만으로는 국민연금기금이 행사하는 의결권 자체는 많은 의심을 받을 수밖에 없는 구조가 된 것이다.

4) 우리나라 법체계상 공적연금기금의 주주권 행사의 한계

우리 「상법」은 주주의 권한보다는 이사회의 권한을 강하게 설정하고 있다. 이는 법 제정 당시 주주총회와 의사회를 명확하게 구분할 필요가 없었고, 주요 주주와 경영진이 같은 경우를 상징하면서 형식적인 기구적 분류 개념에 입각했을 가능성이 크다.³⁷⁾ 즉, 원래 소유와 경영이 잘 분리되어 주주총회의 회의체 결정기구로서의 비효율성을 고려하여 이사회의 권한을 강화시킨 것이 아니라는 의미이다. 실제 자본주의 시장경제 체제하에서 주식회사라는 존재는 회사가 설립된 목표를 중심으로 사업적인 성공을 통해 주주들의 경제적 이익을 극대화하는데 있다. 즉, 이사회는 주주의 이익실현을 위해 법령과 정관에 따른 방식으로 충실하게 업무를 추진하는 것이다. 그러나 실질적으로 주주총회의 권한으로 되어 있는 사항들이라 하여도 실질적인 권한은 이사회에 있는 것이 현실이다.

이러한 현실에서 국민연금기금과 같은 대형 기관투자자가 최대 주주로 등장하게 된 상황에서 통상적인 자산운용사들과는 다른 투자목표, 의결권 행사기준 등

37) 김화진, 『기업지배구조와 기업금융』 p.110.

을 설정하게 되어 사회경제적인 순기능을 발휘할 수 있는 주체로 주목을 받는 것이다.

하지만 국민연금기금이 아무리 많은 주식 보유지분을 보유한다고 하여도 그것이 많은 사람들이 실제로 기업에 영향을 끼치는 권한으로 작용하는 데에는 한계가 있다. 실제 기업의 경영과 관련하여 주주와 경영진간의 권력투쟁의 틀로 볼 경우 여전히 국민연금 기금은 소수주주에 불과하기 때문이다.

실제 국민연금기금의 주식 보유지분이 높다고는 하여도 경영에 직접 참여할 만큼의 지분은 가질 수 없다. 이는 다른 기관투자자들이 가지는 공통적인 특성이지만 국민연금기금의 경우는 다른 기관투자자들에 비해 오히려 더 멀리 떨어진 위치에 있다. 국민연금기금에서의 주주권 확대 노력이 더욱 주목을 받는 이유이기도 하다.

더구나 우리나라와 같이 많은 수의 대기업이 경영을 직접 담당하는 지배주주를 가지고 있을 경우 지배주주가 경영자의 지위를 이용하여 사익을 추구하는 경우 주주의 의결권, 주주총회의 권한을 통해 국민연금기금이 대표하여 다른 주주들의 이익을 침해하지 않도록 하는 것은 더 더욱 중요해 진다.

하지만 우리나라의 법체계는 기업지배구조상 주주의 권리 행사를 제약하는 입장을 취하고 있다. 이는 소유와 경영이 분리된 영미권의 기업들을 모델로 삼은 것³⁸⁾으로, 이렇게 완전히 분리된 대규모 상장회사의 경우 주주는 회사의 사업상 결정에 참여할만한 정보와 인센티브를 결여하고 있어 주주의 의결권은 명목상의 권리에 불과해지는 경향이 있다.³⁹⁾

즉, 우리나라와 같이 대기업들에게 지배주주가 존재하고 있음에도 「상법」에서는 소유와 경영이 분리된 회사의 모델을 규제체제의 근간으로 설정하고 있는

38) 영미계의 주주와 경영진간의 명백하게 소유와 경영이 분리된 경우, 주주의 권한 강화 등의 조치는 회사지배구조상의 비용을 높이고 비효율을 증가시키며, 경영진의 공격적인 사업상 결정을 억제하므로 바람직하지 않으며, 법률은 주주 이익을 극대화하는데 필요한 권한을 경영진에게 부여하여야 한다는 생각이 지배적이다. 이에 의하면 경영진이 사적 이익을 추구하는 경우 소송이나 적대적 M&A 등을 통해 통제가 가능하다는 것이며, 여기서 발생하는 비효율은 주주의 권한 강화로 인해 발생하는 내부의 비효율보다 비용이 작다고 본다.

39) 물론 이 경우에도 경영권의 정치적 기반은 주주의 의결권을 기반으로 한다고 이해되고 있다.

것이다. 여기에 「자본시장법」에서도 주주의 의결권 행사를 통한 회사 사업상 결정에 대한 관여를 다각도로 제한하고 있다.

우선, 「자본시장법」에서는 5% rule⁴⁰⁾을 통해 주요주주와 그 그룹의 주식보유 현황을 보유목적, 자금원 등과 함께 상세하게 공시하도록 하고 있다. 이는 다량의 주식보유를 견제하는 역할을 하며 이는 자연스럽게 경영자의 입지를 강화시키는 결과가 된다. 또한 주주들의 연대에 의한 집단적 의사결정에 대해서 위임장 권유규제를 통해 제약을 가한다.⁴¹⁾ 이 역시도 경영진에게 유리하게 작용하게 된다. 즉, 정보를 제공하고 주요주주가 되었다고 할지라도 주주는 구체적인 주주총회에서 2차적인 행동의 제약을 받는 셈이다. 여기에 더 나아가 내부자 거래규제⁴²⁾와 단기 매매차익반환 제도⁴³⁾는 주요주주의 재무적인 인센티브를 감소시키게 된다.

그렇지만 국민연금기금의 경우 실제 이러한 5%의 기준은 이미 넘어선지 오래이다. 이제 주식의 보유에 있어서 10% rule에 대한 해당 여부를 고려할 시점이 되었다. 이는 어느 한 주식회사에 대해서 10% 이상의 지분을 보유한 경우 주요주주가 되어 투자행위에 대한 별도의 신고의무⁴⁴⁾를 가지게 된다. 우선 6개월 이내의 단기 매매를 통해 얻은 이익은 회사에 반환하여야 하며, 단 1주의 변동이 발생할 경우에도 5영업일 이내에 이를 공시할 의무를 가지게 된다. 이는 국민연금기금과 같은 기관투자자의 경우 보유 주식에 대한 세부 내역과 거래 현황을 공개할 뿐만 아니라 매매이익을 추구하는 행위에 대해서도 큰 제약조건으로 작용하는 것이다.

이러한 문제로 인하여 연기금의 경우 한 기업에 대하여 10% 이상의 지분을 보유한 경우라 하여도 주식의 변동내역 공시를 분기 말 이후 40일까지 늦추는 개정안이 제시된 상태이다.

40) 「자본시장법」 제147조 내지 제151조.

41) 「자본시장법」 제152조 내지 제158조.

42) 「자본시장법」 제174조, 제175조.

43) 「자본시장법」 제172조.

44) 「자본시장법」 제172조와 제173조.

9. 대안적 주주권 행사의 우선순위

주주권을 행사하기에 앞서 주주권의 행사가 과연 기금운용의 한 속성으로 이루어지는 것인지, 아니면 기관투자자로서 기금운용과는 별개의 병렬적 속성으로 보아야 하는지에 따라 행사방법이 달라질 수밖에 없다. 지금까지 논의된 바와 같이 주주권 행사의 가장 중요한 관점은 그것을 행사하느냐 마느냐의 문제라기 보다는 공적연금에서 행사하는 주주권이 과연 누구의 이익을 위해서 발현되느냐에 대한 문제이기 때문이다. 실제 국민연금기금의 주주권의 행사 방법은 모두 마련되어 있다. 문제는 이를 어떻게 이를 정부의 간섭 없이 제도의 지속가능성과 사회적 효용을 높이기 위한 행동임을 대외적으로 증명할 수 있는 방안이라 하겠다.

1) 의결권행사의 단계에서 주주권 행사의 단계로 발전

무엇보다 국민연금기금이 적극적으로 주주권 행사를 하도록 정책을 정하였다면, 현재 의결권 차원에 머물러 있던 모든 규정과 지침 등을 바꾸어야 한다. 현재 의결권행사전문위원회도 마찬가지이다. 일단 의결권 차원의 권리 행사로는 국민연금기금의 수익률의 제고는 물론이고, 실제 기업에 대한 가치 증진이나 다른 사회적 효용 증대를 위한 노력에 수동적일 수밖에 없다. 그러므로 무엇보다 국민연금기금이 의결권 차원에 머물러 있던 주주권을 보다 적극적으로 주주소송 제도로까지 그 영향력을 높일 수 있음을 밝혀야 한다.

의결권 행사지침이 마련되어 있음에도 불구하고 그 지침을 준수하지 않는 경우도 상당수 있는 것을 앞부분에서 보아 왔다. 주주권의 문제로 넘어가면 이러한 문제는 더욱 심각하게 나타날 것이다. 그리고 주주권 행사의 기준과 내역을 세부적이고 자세하게 적시하여 사전적으로 기업들이나 관련 자료 하여금 상황별

로 주주권의 행사를 인지할 수 있도록 하는 것이다. 물론 적시된 사항대로 주주권의 행사를 위하여 투자 기업에 대한 면밀한 모니터링과 행사기준의 적용 여부를 파악하여야 함은 물론이다.

그리고 실제 주주권을 행사하게 될 경우 이에 대한 평가 역시 중요한 문제로 대두된다. 현재 기금운용에 대한 성과평가는 국민연금연구원 및 외부평가사에서 수행하고 있다. 기금운용의 독립성을 논하기 이전에 이들 평가에 대한 독립성을 우선적으로 고려하는 것이 보다 현실적일 문제이다. 기금의 주주권 행사에 대한 사항을 평가할 경우에는 행사의 독립성을 위해서라도 평가체계를 확립할 필요가 있다. 평가주체는 별도의 기관이나 혹은 주주권전문행사위원회가 될 수 있을 것이다.

그러므로 이를 위한 첫 단계로 현재 의결권 수준에만 머물러 있는 논의를 주주권으로 격상시켜 논의를 확대하고, 이를 일반화 시키는 과정이 가장 먼저, 그리고 시급하게 이루어 내야 할 과제이다.

2) 소액주주들과 연합한 주주권 행사

국민연금기금이 보다 적극적인 주주권 행사를 시도할 경우 나타나는 부작용 중 하나가 재벌 관련 언론사들이 중심이 된 연기금 사회주의 비판논쟁이 될 것이다. 이들은 국민과 기업에게 강제 부과하여 걷은 공적연기금을 동원하여 기업에 대한 영향력을 확대하고 경영에 개입하려 한다는 입장을 피력하면서, 국민연금기금의 독립성을 전제조건으로 제기하거나 혹은 연금의 고갈 문제를 강조하게 될 것으로 예상된다.

물론 국민연금의 보다 강력한 주주권 행사는 연금을 관리하는 수탁자로서의 역할을 충실히 한다는 기본 책임을 다하는 것 이외에 부수적으로 지배주주들의 전횡적인 의사결정 및 사익추구 행위 등을 일정 정도 견제할 수 있다는 긍정적인 효과를 홍보한다고 하여도 기존 보수언론의 일방적 공격을 현 체제로 방어하

기는 쉽지 않은 문제일 것이다. 이에 대처하기 위해서 다른 기관투자자나 소액 주주들과 주주권행사를 함께 하는 방안을 고려해 볼 수 있다.

우선 국민연금의 주주권 행사에 있어서 국민연금 단독으로 주주권을 행사하기 보다는 관련 소수주주들과의 협력을 통한 권리 행사로 객관성을 확보하고 대외적 의구심을 제거할 수 있을 것이다. 마침, 지난 2010년 전광우 이사장도 다른 소수주주들과 함께 기업에 대한 주주권을 강화할 수 있는 방안으로 다른 기관투자자들과 공동으로 접근하는 ‘주주협의회’ 방안을 마련하겠다고 한 바 있다.

사실 국민연금기금이 대부분의 상장기업에서 1대 주주 혹은 2대 주주라 하여도 10%가 되지 못하는 보유비중으로는 재벌집단의 경영권에 대한 실제적인 효력은 가지지 못하였다. 그러나 이러한 협의회를 마련할 수 있게 되어 공동적인 목표에 따라 주주권을 행사할 수 있게 될 경우, 외부의 정치적 독립성에 대한 의구심의 문제에서 자유로울 뿐만 아니라 주주권의 실질적인 영향력도 나타낼 수 있을 것으로 기대한다.

그러므로 전광우 이사장이 언급한 주주협의회의 구성이 어떠한 방향으로 얼마만큼 이루어 졌는지를 살펴보고, 이를 공단 차원에서 적극적으로 구성하기 위한 실무적인 절차가 수반되어야 한다. 이는 공단의 수장이 직접 언급한 내용으로 이를 실현해 내기 위한 TF가 공단 내에 마련될 수 있을 것으로 판단된다.

3) 소극적 주주권 행사 또는 경고

주주권행사전문위원회가 비록 전문가들로 구성되어 있다고는 하지만 그 기업의 당사자가 아닌 만큼 실제 기업의 사정을 파악하기는 어렵다. 실제 주주권을 기업에 대해서 행사하는데 있어서 적극적인 주주권의 행사로 인한 경영간섭 문제가 발생할 소지가 있다.

그러므로 순수한 투자자의 입장에서 투자자의 의지와 다른 경영행태를 보일 경우 이에 대한 투자를 철회하거나 혹은 철회하겠다는 의사표현을 할 필요가 있

다. 기관투자자들이 의결권을 행사함에 있어서 가능한 중립을 유지하여야 한다는 견해는 기업가치의 변화에 따라 주식의 매매에 집중하여야 한다는 투자원칙에도 부합한다. 대표적인 것이 기관투자자의 소극적 투자원칙을 내세우는 Wall Street Rule로 여기에서는 경영진과의 갈등상황이 발생할 경우 분쟁을 일으키기 보다는 투자를 회수하는 것으로 대응할 것을 권고하고 있다. 물론 자산운용사의 경우 운용철학과 투자기간에 따라 의결권 행사에 관한 상반된 입장이 있을 수 있어, 주주권 행사를 위해서는 행사절차 및 인력확보와 같이 수반되는 각종 비용을 부담하는 것 보다는 보유 지분을 매각하는 것이 수익성의 측면에서 유리할 수 있다.

이러한 Wall Street Rule은 국민연금과 같이 한 기업에 상당부분의 지분을 가지고 있는 경우, 경영권에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 요인이 된다. 예를 들어 어느 기업의 경영방침이 투자자의 입장과 다를 경우 투자자가 주식을 처분할 움직임만으로도 해당 기업은 투자자의 의견을 추종하게 되기 때문이다. CalPERS에서의 주주권 행사의 많은 부분이 실제 기업의 경영에 직접 참여하기 보다는 Wall Street Rule을 통한 투자의 회수를 위협하는 것에 불과하다. 이를 감안한다면, 이러한 중립적 투자 원칙도 기업의 입장에서는 상당히 강한 경영상의 압력으로 작용하는 것을 알 수 있다.

또한 이러한 압력을 행사하는 것 자체가 부담스럽다면, 문제의 기업에 대하여 공식적 혹은 비공식적으로 투자지분을 매각하겠다는 의사를 표명하는 것만으로도 충분한 힘이 될 수 있을 것으로 판단된다. 실제 국민연금기금이 투자하였다는 사실 만으로도 기업의 안정성은 어느 정도 담보되는 것이 우리나라 주식시장이기 때문이다.

4) 의결권 행사기준 사전 공개와 적극적 주주권 행사

실제 한 기업에 대한 지분을 보유한 주주의 입장에서 가장 핵심이 되는 것은

기본적이지 주주권의 행사이다. 국민연금기금도 어느 정도의 주주권 행사를 위한 기반이 마련되고 그 필요성이 가입자인 국민들에게 인지된다면, 공개적으로 주주권의 행사를 위한 적극적으로 나서야 할 것이다. 그러나 주주권을 적극적으로 행사하기 위해서는 몇 가지 제반 조건들이 필요하다.

주주권을 적극적으로 행사한다는 것은 의결권과 같이 일정 기간에 집중적으로 모니터링하면서, 제안된 안건에 대해 가부를 결정하는 것과는 매우 다르다. 주주 투자기업에 대해서 상시적으로 모니터링 함과 동시에 해당 기업들에 대한 주주 소송의 절차를 밟거나 다른 소수투자자들과의 연계를 유지하는 등 매우 많은 업무를 수행하여야 한다. 이러한 업무는 일반적인 기금운용업무의 범위를 넘어서는 고비용의 업무가 될 것이다.

그러므로 마련된 지침에 따라 주주권을 행사하기 위해서는 우선 이러한 고비용을 사회적으로 감당할 수 있어야 한다는 공감대를 형성하는 것이 선행되어야 할 것이다.

그리고 주주권을 행사에 대한 사회적 합의가 이루어지고 난 후에는 행사의 기준을 명확하게 하기 위한 지침의 마련이다. 물론 기금운용본부에서는 의결권의 행사를 위해 기금운용 의결권 행사 지침을 보유하고 있으며, 위원회를 통하여 중요한 의결권 행사에 의견을 받고 있기는 하다. 그렇지만 일단 국민연금은 의결권 차원에만 머물러 주주총회에서의 가부만을 결정하는 것에 집중하고 있을 뿐이며, 실질적인 주주권의 행사는 아무런 기준조차 마련되어 있지 않은 상황이다. 심지어 불량 기업에 대한 투자회수에 대한 의사결정 조차 갖추지 못하고 있다.

지침을 마련한다는 것은 내부적으로 주주권 행사의 기본 매뉴얼을 구성한다는 의미 외에도 외부적으로도 국민연금기금이 어떠한 경우에 어떠한 입장을 취하며 주주권을 행사할 것인지를 공시하는 의미를 가진다. 이는 국내 자본시장의 발전에도 매우 중요한 의의를 가지는 것으로 투자의 지침을 제공할 뿐만 아니라 국내 기업들의 사회적 책임에 대해서도 이정표가 될 수 있을 것이다.

그러므로 주주권행사의 기준은 의결권행사 기준을 마련할 때와는 다르게 보다 심도 있는 입장에서 다양한 의견들을 종합하여 사회적인 합의를 이룰 수 있는 구조로 구성되어야 한다.

주주권행사의 기준은 일종의 투자수익을 얻기 위한 전술적 차원의 투자지침의 범위를 넘어서는 일이기 때문이다. 그러므로 최소한 기금운용위원의 구성에 걸맞는 대표성을 가지면서도 각 분야의 전문적 소양을 종합하여 지침을 구성할 준비가 필요하다. 그리고 이렇게 지침이 마련되면 일정 기간에 걸쳐 대외적으로 주주권행사의 기준을 공시하고 이에 적응할 수 있는 유예기간을 마련하여야 할 것이다.

이후 주주권행사를 위한 별도의 조직이 필요하며, 이러한 조직의 전문성과 독립성의 문제 등 제반 지배구조의 문제를 해결하기 위한 노력이 있어야 한다.

5) 국민연금 주주권행사전문위원회의 독립성과 상설화

제도적으로 국민연금기금의 주주권 행사가 정부의 일방적 목적에 의해 남용되지 않을 수 있도록 하는 방안도 필요하다. 의결권행사의 독립성의 문제와 기금운용의 독립성과는 다소 차별된 시각에서 접근할 필요가 있다. 이를 위해 우선적으로 고려되는 것이 현재 의결권행사전문위원회(이하 ‘위원회’)의 내용의 변화이다.

현재 위원회는 각계의 추천에 의한 전문가 그룹으로 구성되어 있다. 이들은 사회적 합의를 바탕으로 마련한 국민연금기금 의결권 행사지침을 매년 검토·개정하여 투명하고 합리적으로 의결권 행사가 이루어지도록 하도록 하고 있다. 과거 위원회가 구성되기 이전에는 내부 지침에만 의거해 의결권을 비공개로 행사하였으나, 의결권 행사지침과 그 세부기준을 마련하여 원칙에 입각한 의결권 행사가 시행되고 있다는 점은 고무적이다.

그런데 문제는 이러한 의결권 행사를 여전히 위원회에서 하는 것이 아니라 기

기금운용본부에서 한다는 점이다. 위원회는 단지 자문에만 응하는 역할에 불과하다.⁴⁵⁾ 즉, 실제 의결권 행사는 기금운용본부 내의 투자위원회의 결정에 따라 행해지며, 이 중 판단하기 곤란한 사항은 기금운용위원회에 결정을 요청하여 결정하도록 되어있다. 이와 같이 기금운용본부의 의결권 행사지침에 의하면 의결권 행사전문위원회의 실질적인 역할은 매우 미비하게 나타나고 있다. 그리고 보유주식 의결권은 의결권행사전문위원회가 결정한 의결권 행사방향에 대하여 위원회가 주주가치를 높이기 위해 주주총회 개최 전에 공개를 결정하는 경우 그 내용을 공개할 수 있도록 하고 있다. 이렇게 될 경우 주주권의 행사 역시 기금운용과 방향을 같이 해야 한다는 제약조건이 발생한다.

그러나 실제 내용은 기금운용의 철학과는 다소 상이한 입장에서 의결권 세부 내역을 규정하고 있다. 즉, 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 행사하여야 하며, 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향과 환경·사회·기업지배구조 등 사회책임투자 요소를 고려하여 행사하여야 한다는 것을 기본으로 한다.

그러므로 실제 주주권 행사는 기금의 운용과는 분리하여 관리되어야 한다. 주주권의 행사가 기금운용 차원에서 수익률을 제고하기 위한 수단으로 활용되지 않을 것을 분명히 하고 있다면, 기금운용위원회 산하에 각 이해관계단체 추천 전문가로 구성하도록 하여 주주권 행사에 따른 문제의 발생을 최소화 할 수 있을 것이다. 주주권의 행사주체를 기금운용본부에서 분리하여 별도 상설화된 기구를 만들어야 한다는 의미이다.

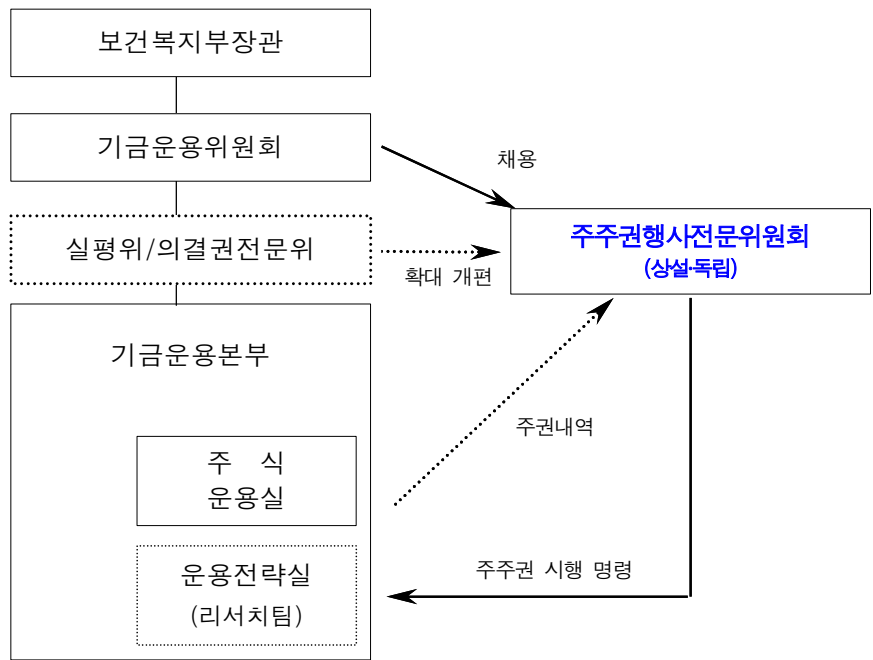
실제 주주권 행사의 객관성과 연금사회주의라는 오명을 벗기 위하여 많은 경우

45) 「국민연금 의결권 행사 지침」 제8조(의사결정) 이 지침에 따른 의결권은 다음과 같이 행사한다. 1. 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단(이하 “공단”이라 한다)이 기금운용본부(이하 “기금운용본부”라 한다)에 설치한 투자위원회(이하 “투자위원회”라 한다)의 심의·의결을 거쳐 행사한다. 다만, 보유지분율이 1000분의 30 미만이고 보유비중이 국내주식의 경우 국내주식전체 대비 1000분의 5 미만이거나 해외주식의 경우 해외주식전체 대비 1000분의 5 미만인 주식의 의결권 행사에 대하여는 「국민연금기금운용규정」에서 다르게 정할 수 있다. 2. 투자위원회가 판단을 하기 곤란한 사건에 대하여 공단은 국민연금기금운용위원회(이하 “기금운용위원회”라 한다)에 결정을 요청할 수 있다. 3. 의결권 행사시 외부 의결권 전문기관의 자문을 받을 수 있다.

기금운용위원회의 독립을 논의하지만, 실제로 ‘주주권행사전문위원회’의 독립적이고 상설화된 역할로 이를 충분히 커버할 수 있을 것이다. 물론 독립된 상설화를 추구한다고 해서 완전한 정부로부터의 독립은 불가능하겠지만, 정부의 의견을 견제할 수 있도록 가입자 단체를 참여시켜 견제와 균형을 맞출 수 있다.

여기서 ‘주주권행사전문위원회’가 행사하는 주주권의 원천은 기금운용본부가 보유하는 주식이지만, 실제 위원회가 직접 이를 운용하지는 않는다. 다만, ‘주주권행사전문위원회’에서 행사하는 주주권에 훼손이 발생할 경우 이를 기금운용본부에 통보하여 보유 주식을 처분하거나 비중을 줄이도록 권한을 부여할 필요는 있다.

[그림 6] 주주권행사전문위원회(가칭)의 구조



6) 사외이사 파견⁴⁶⁾

사외이사는 전문적인 지식이나 경험을 바탕으로 기업경영 전반에 걸쳐 폭넓은 조언과 전문지식을 구하기 위해 선임되는 기업외부의 비상근 이사를 의미한다. 일반적으로 사외이사는 회사의 피 고용인이 아니다. 그렇지만 우리나라의 경우 경영진과 유착돼 독립성이 훼손되거나 심지어 파벌까지 조성되면서 경영주의 의견을 보다 강화하는 거수기의 역할을 하는 실정이다. 이는 사외이사의 독립성은 그를 추천하고 선임한 자와의 관계에서 결정되기 때문이다.

현행 우리나라의 사외이사과 감사 제도는 사외이사 및 감사의 독립성이 취약하고 소수주주가 감사위원을 선임하는 것이 불가능하다는 문제가 있다. 이 때문에 사외이사가 제도의 취지와는 달리 로비스트 기용, 지인들의 자리 만들기 등으로 오용되고 있는 실정이다. 그러므로 사외이사제도의 운영상 문제점을 극복할 수 있는 것이 책임 있는 기관투자자의 사외이사 추천과 선임이 무엇보다 절실하다.

대주주, 경영진으로부터 독립한 사외이사를 선임하기 위해서는 독립적인 위치에 있는 자로부터 추천을 받거나 독립적인 이사가 사외이사로 선임되는 것이 무엇보다 필요한 상황이다. 그리고 이에 대한 최적의 책임자로 국내 최고의 독립적인 기금으로 대기업 등의 영향을 받지 않는 국민연금기금이 될 수 있다. 회사의 입장에서 국민연금기금이 추천한 사외이사를 선임함으로써 회사의 경영투명성을 보장하여 투자자들로부터 신뢰를 받을 수 있을 뿐만 아니라 유사 전략적 투자자로서 국민연금기금을 활용할 수 있다는 부수적인 효과도 기대할 수 있는 것이다. 즉, 현 경영진이나 대주주를 감시하기 위한 비지배주주나 소액주주의 이사선임 시도는 대부분 적대적인 관계를 가지기가 쉽지만 국민연금기금과 같이 경영권이나 회사 지배목적이 아닌 투자자의 사외이사선임 시도는 충분히 우호적으로 될 수 있어 유사시 경영권 보호의 수단으로도 국민연금은 기능할 수 있는

46) 김선웅, 의결권행사전문위원회 발표자료 참조.

장점을 가지게 된다.

이러한 상황에서 국민연금기금의 사외이사 파견은 기금의 주주권 행사 차원에서 뿐만 아니라 경영환경의 개선을 통한 기업가치 제고 차원에서도 매우 중요하게 대두되는 문제이다. 실제로 사외이사, 감사 등의 추천과 선임은 투자대상기업의 경영감독을 위한 가장 효율적인 방법으로 증명되어 있다. 특히 주주의 이해관계를 대변하는 이사가 직접 의사결정에 참여하고 감독을 할 수 있기 때문에 다른 소수주주권과 달리 직접적인 효과가 있다. 또한 주주로서 가질 수 있는 여러 권리들 가운데 주주대표소송, 회계장부열람 등 다른 소수주주권의 경우 대부분 소송을 제기해야 하는 등 소송비용 부담이 있는 반면, 사외이사의 파견은 별다른 비용이 들지 않는다는 장점을 가진다.

그리고 실제로 사외이사를 추천하고 선임하는 것은 장기적이고 책임있는 투자를 입증하는 것으로, 사외이사를 선임함으로써 대상회사의 주주가치 제고가 국민연금기금의 이해관계와 더 밀접하게 될 수 있다.

<표 17> 소수주주권의 종류와 비용

주주권	내용	비용
주주제안권	사외이사후보추천	공시, 의결권 대리행사 권유 비용
주주대표소송권	이사의 위법행위로 인한 회사의 손해배상 책임 추궁	소송비용
임시주주총회소집청구권	정기주주총회에서 다루지 못하는 주총안건 상정	소송비용, 주주총회개최비용
회계장부열람청구권	회계장부의 열람	소송비용, 회계장부검토비용
위법행위유지청구권	이사의 위법행위를 사전에 통제하기 위한 행위	소송비용

사외이사 파견에 대해서는 원래부터 「상법」와 「금융업법」 등에서 사외이사 후보추천권을 명확히 보장하고 있었다. 자본금 1,000억 원 이상 회사에 대해서는 주식을 6개월 이상 보유한 경우 0.5%의 지분이 있으면 주주제안권을 행사하여 사외이사 후보를 추천할 수 있다. 이 경우 회사는 소수주주가 추천한 사외이사 후보는 반드시 주주총회 안건으로 상정해야 할 의무를 가진다.

이 중 국민연금의 경우 감사후보를 추천하는 것이 보다 효과적일 수 있다. 우리나라 상법은 상장회사 감사선임에 있어서 특수 관계인을 포함하여 모든 주주의 의결권을 3%로 이내로 제한하고 있어 외부 소액주주에게 매우 유리하기 때문이다. 국민연금기금이든 하더라도 3%를 초과하는 지분에 대해서는 감사위원 선임, 감사선임에 있어서 의결권이 제한됨으로 국민연금기금이 마치 최대 주주 또는 지배주주로서의 역할을 할 수는 없다.

물론 이들에 대한 추천은 공개된 원칙에 입각해서 매우 투명하게 이루어져야 할 것이다. 여기에는 국민연금에 영향력을 행사할 수 있는 정부의 퇴직관료, 기업자 단체의 대표자 또는 임원 등이 구체적인 결격요건을 사전적으로 구성할 필요가 있다. 후보선정, 추천절차를 공개적이고 명확히 한다면 밀실에서의 정부개입 보다 투명한 절차를 통해 사외이사를 선임할 수 있고, 정부개입, 낙하산 문제가 발생할 여지가 적다는 장점도 함께 가진다.

10. 국민연금 주주권 행사 법제화 방안

이미 앞에서 언급했다시피 국민연금기금의 주주권 행사를 법제화하기 위한 법안이 김재원 의원 및 이상직 의원에 의해 발의된 상태이다.

김재원 의원안의 경우 「국민연금법」 제102조(기금의 관리 및 운용)에 4항을 신설하여 “제2항 제1호·제3호·제4호 및 제7호의 사업으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 사외이사추천권, 대표소송제기권 등 「상법」에 따라 부여된 주주의 권리를 정당한 사유가 없는 한 행사하여야 한다.”는 조항을 삽입하였다. 또한 동법 제104조(국민연금기금운용실무평가위원회)에 국민연금기금운용실무평가위원회가 주주권 행사 기준의 적용 성과 및 개선하여야 할 사항을 심의·평가하도록 함과 동시에 제105조(국민연금기금운용지침)에 주주권을 행사할 대상, 범위 및 절차 등 주주권 행사의 기준을 정하고 있다.

이상직 의원안은 기금운용위원회의 기금운용의 책임성을 강화하였다는 점에서 의의가 있다. 이를 위해 「국민연금법」 제103조(국민연금기금운용위원회)에 위원회의 의무에 관한 제103조의2를 신설하여 제2항에 “운용위원회는 기금을 운용할 때 국민의 생활안정과 복지증진에 이바지하기 위하여 투자자로서의 제반 권리를 신의에 따라 성실하게 행사하여야 한다.”는 규정을 넣어 주주권을 행사하도록 하였다. 이를 위해 동법 제104조의2를 신설하여 ‘국민연금기금주주권행사위원회’를 설치하도록 하여 보유 주식에 대한 주주로서의 권리 행사를 위한 기준, 방법 및 절차를 마련하고 주주권 행사를 주주권행사위원회를 통해 사전에 승인 받도록 하였다. 한편, 이러한 주주권행사에 관하여 그 세부내역을 국회에 제출하고 공시하도록 함으로써 위원회의 책무를 강화하고, 행사의 정치적 요소를 배제하고자 하였다.

이외에도 국민연금기금의 주주권 행사의무를 명시하는 것도 필요하지만, 무엇을 어떻게 명시할 것인가에 대한 사항도 중요하여 규정에 포함시킬 필요가 있

다. 이를 위해 우선적으로 현재 국민연금에 마련되어 있는 의결권 행사 지침을 보다 현실적으로 체계화하고, 행사내역을 국민들에게 공시하는 것이 주주권 행사의 객관성과 독립성을 확보하는 빠르고 효율적인 방안이 될 수 있을 것이다.

즉, 「국민연금법」상 제105조(기금운용지침)에 기금운용의결권행사 기준을 포함하도록 하고, 제103조(국민연금기금운용위원회)에서 정의하는 심의·의결 항목에 국민연금기금운용의결권 행사 기준을 포함시키는 것도 고려할 수 있다.

「국민연금법」 제103조(국민연금기금운용위원회) ① 기금의 운용에 관한 다음 각 호의 사항을 심의·의결하기 위하여 보건복지부에 국민연금기금운용위원회(이하 “운용위원회”라 한다)를 둔다.

1. 기금운용지침에 관한 사항
2. 기금을 관리기금에 위탁할 경우 예탁 이자율의 협의에 관한 사항
3. 기금 운용 계획에 관한 사항
4. 기금운용 주주권 행사 기준에 관한 사항
5. 제107조제3항에 따른 기금의 운용 내용과 사용 내용에 관한 사항
6. 그밖에 기금의 운용에 관하여 중요한 사항으로서 운용위원회 위원장이 회의에 부치는 사항

(후략)

「국민연금법」 제105조(국민연금기금 운용지침) ① 운용위원회는 가입자의 권익이 극대화되도록 매년 다음 사항에 관한 국민연금기금운용지침(이하 “기금운용지침”이라 한다)을 마련하여야 한다.

1. 공공사업에 사용할 기금 자산의 비율
2. 공공사업에 대한 기금 배분의 우선순위
3. 국민연금 기금운용 주주권 행사 기준
4. 가입자, 가입자였던 자 및 수급권자의 복지 증진을 위한 사업비
5. 기금의 증식을 위한 가입자 및 가입자였던 자에 대한 대역사업비

② 기금운용지침에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

그리고 이와 함께 동법 제102조(기금의 관리 및 운용)에 있어서 운용방법을

정의하는데, 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 “신의성실의 원칙에 입각하여” 운용하여야 함을 명시하도록 하여, 기금관리자로서의 의결권 행사의 정당성을 부여할 필요도 있을 것이다.

「국민연금법」 제102조(기금의 관리 및 운용) ① 기금은 보건복지부장관이 관리·운용한다.
② 보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 제103조에 따른 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 다음의 방법으로 기금을 관리·운용하되, 가입자, 가입자였던 자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업에 대한 투자는 국민연금 재정의 안정을 해치지 아니하는 범위에서 신의성실의 원칙에 입각하여 하여야 한다. 다만, 제2호의 경우에는 기획재정부장관과 협의하여 국채를 매입한다

또한 의결권 행사 내역을 「국민연금법 시행령」 제87조에 따른 기금운용 내용 등을 공시할 때, 기금의 운용 내용 및 사용 내용과 함께 “의결권 행사 내역”을 공시항목으로 포함하도록 한다면, 국민연금의 의결권 행사가 더욱 공신력을 가짐과 함께 효과를 증대시킬 수 있을 것이라 판단된다.

국민연금의 주주권 행사를 법에 명시하도록 하는 방법은 이와 같이 다를 수 있으나, 중요한 것은 국민연금의 주주권 행사 문제는 지배구조로 해결될 문제가 아니라 적극적인 운용의지와 선량한 관리자로서의 의무를 얼마만큼 착실하게 수행하느냐의 의지가 중요한 것이다.

11. 결론

국민연금기금은 세계 4대 연기금 중의 하나로 성장하면서 많은 국내 상장기들에 대해서 1대 주주 혹은 2대 주주로서의 지위를 가지고 있다. 하지만 국민연금기금의 주주권 행사를 마치 경제 민주화의 강력한 수단인 것처럼 논하는 것은 사실 심한 비약으로 보인다. 최근 개정 「상법」을 통한 주요 기업들이 정관개정에서 알 수 있듯이 실제 국민연금기금이 보유한 비중으로 실제적인 힘을 발휘하기에는 소액주주의 수준임을 보여주었다.

여전히 우리나라 기업들은 국민연금기금의 절반 가량의 지분율로 기업군을 장악하고 있는 재벌 오너들의 의지에 따라 의사결정이 이루어지는 상황이다. 공적연금으로서 국민연금의 주주권행사가 필요한 이유 중의 하나이다.

굳이 CalPERS사례에서 언급되는 투자수익률 개선 논리를 받아들이지 않더라도 기업의 주식을 보유함으로써 받는 이익은 그 기업의 발전을 사회적으로 함께 공유한다는 의미만으로도 국민연금의 주주권 행사의 필요성은 강조된다. 물론 주가의 하락으로 인한 사회적 부담도 동시에 발생한다. 기업의 성장을 사회적으로 공유한다는 의미인 것이다. 이러한 입장에서 국가경제의 공유자로서의 기금은 기업의 경영에 대한 적극적 주주권을 행사하여 사회적 부담을 줄여야 하는 의무가 있다.

또한 국민연금기금의 본래적 의미에서의 역할을 고려해 보았을 때도 적극적인 주주권의 행사는 필요하다. 이는 지금까지 국민연금기금의 주주권의 필요성에 대해서 언급된 주요 사항이기도 하다. 비록 국민연금기금에 대한 관점을 투자편드적인 입장에서 사회적 자본이라는 쪽으로 바꾼다 하여도 보유하고 있는 기금에 대한 신의성실의 의무에 대한 중요성은 여전히 유효하기 때문이다. 기금은 자신에게 자금을 맡긴 가입자나 사회적 관계자들에 대한 책임이 있으며, 운용상의 수익률을 극대로 끌어올리기 위한 노력을 하여야 한다. 그리고 그 선상에 적

극적 주주권 행사를 통한 기업가치의 상승, 투명성 제고 및 기업의 지속가능성과 안정성을 추구할 의무도 동시에 있다.

하지만 기금운용 자체로 국민의 노후를 보장할 수 있는 것이 아니라는 사실을 주주권 행사의 문제에서도 국민연금기금 운용의 근본으로 삼아야 한다. 공적연금기금은 가입자 개인의 적립자산으로 보기 보다는 사회적 자산이라는 입장에서 보아야 하기 때문이다. 즉, 개인의 퇴직 후 급여를 지급하기 위한 자산으로 볼 것이 아니라 사회적 관점에서 노후세대의 퇴직 후 소득을 보장하기 위하여 준비하는 자산이다.

그리고 기업의 주식을 보유함으로써 받는 이익은 그 기업의 발전을 사회적으로 함께 공유한다는 의미를 가진다. 물론 주가의 하락으로 인한 사회적 부담도 동시에 발생한다. 기업의 성장을 사회적으로 공유한다는 의미인 것이다. 이러한 입장에서 공유자로서의 기금은 기업의 경영에 대한 적극적 주주권을 행사하여 사회적 부담을 줄여야 하는 의무가 있다.

현재 국민연금기금운용을 위한 여러 위원회 중에서 의결권 행사와 관련한 전문위원회를 별도로 설치하고 있다. 그럼에도 불구하고 의결권 행사조차 실적이 매우 소극적이고 저조하다는 점이 오히려 국민연금기금의 독립성을 훼손하는 행위로 보일 수 있다. 국민연금기금이 말 그대로 외부의 간섭 없이 독립적이라면 보유자산의 가치가 하락할 우려가 있는 사항들에 대해서 보다 적극적으로 주주권을 행사하여야 했다. 이러한 상황에서 독립성을 이유로 한 지배구조의 개선은 아직 이르다. 그리고 그럴 필요도 없다. 현 기금운용의 성과만을 최대 목표로 하는 운용자에 대한 성과평가를 엄격하게 적용하기만 하면 되는 문제이다.

즉, 국민연금의 주주권 행사 문제는 지배구조로 해결될 문제가 아니라 적극적인 운용의지와 선량한 관리자로서의 의무를 얼마만큼 착실하게 수행하느냐의 의지로 보여야만 하는 것이다. 오히려 이 보다는 현재 국민연금에 마련되어 있는 의결권 행사 지침을 보다 현실적으로 체계화하고, 행사내역을 국민들에게 공시하는 것이 주주권 행사의 객관성과 독립성을 확보하는 빠르고 효율적인 방안이

될 것이다. 여기에 더하여 현재 기금운용에 대한 성과평가는 국민연금연구원 및 외부평가사에서 수행하는 바, 이에 기금의 주주권 행사에 대한 사항도 평가항목으로 포함시켜 외부에서 주주권 행사의 독립성을 유지할 수 있도록 평가체계를 확립시킨다면, 주주권 행사에 반대하는 측에서의 우려는 크게 감소될 수 있을 것으로 판단된다.

또한 현재 기금운용본부에서 담당하고 있는 의결권 행사에 대한 의사결정을 보다 투명하고 독립적일 수 있도록 외부로 빼오는 것을 고려할 때가 되었다. 의결권의 행사를 위해 국민연금의결권행사전문위원회가 구성되어 있다고는 하지만 의사결정의 대부분은 기금운용본부의 의지에 따라 좌우되고 있다. 그러므로 현재의 의결권 차원에 머무르고 있는 주권의 행사를 적극적인 주주권 행사로 한 단계 상승시키는 대신 이에 대한 업무 수행을 위해 전문 인력의 배치 및 사회적 합치성을 강조할 수 있는 별도의 주주권행사위원회를 구성하고 여기서 모든 주주권 행사와 관련한 의사결정을 전담하도록 할 수 있을 것이다. 이를 통해 기금운용본부는 자신의 미션과 다소 다른 의결권 행사에서 벗어나 본연의 투자업무에 전념할 수 있을 것이며, 대외적으로도 독립성과 전문성 문제에서 벗어날 수 있을 것이다.

그리고 무엇보다 이제 정부는 국민연금기금을 당기의 자산으로만 여길 것이 아니라, 현세대와 미래세대간의 공평성을 확보할 수 있도록 하는 지렛대라는 인식을 가져야 한다. 이를 통해 현 세대에서 설사 수익성이 떨어질 수 있다고 하여도 미래의 부담을 경감할 수 있는 우리나라 기업구조의 개선과 금융시장의 발전을 꾀할 방안이 있다면 이를 추구할 필요가 있다. 그리고 그 첫발이 현재 기업 지배구조의 개선을 위한 적극적 주주권의 발현이 될 것이다.

장기적인 연금 자산과 부채, 국민들의 조세부담을 모두 고려한 횡단면, 시계열 포트폴리오를 구성하여야 하는 정부가 어떻게 현세대의 연금급여와 후세대의 부담 및 혜택이라는 양자 간의 효용을 최적화하기 위한 노력을 어떻게 기울여야 하는지에 대한 문제에 집중하면 될 뿐이다.

그리고 국민연금기금의 합리적이고 독립적인 주주권행사를 통하여 기업의 가치를 보다 증진시킬 수 있다면, 다른 투자자들에게도 이익으로 공유될 것이며, 국가경제 자체의 발전에도 기여할 수 있는 부수적인 효과도 기대할 수 있다.

[참고문헌]

- 강정민, 「미국 기관투자자들과 투자대상회사들 간의 Engagement(대화와 관여) 현황」, 『이슈&분석』 2011-6호, 경제개혁연구소, 2011.
- 강정민, 「2010 기관투자자 의결권 행사 실태와 문제점」, 『ERRI경제개혁리포트』 2010-10호, 경제개혁연구소, 2010.
- 강정민, 「2011년 기관투자자 의결권 행사 현황」, 『ERRI 경제개혁리포트』, 2011-13호, 경제개혁연구소, 2011.
- 강정민, 「국민연금의 문제성 의결권 행사 현황」, 『ERRI 이슈&분석』, 2012-6호, 2012.
- 강정민·김우찬, 「국민연금의 의결권 행사실태와 그 개선방향」, 『기업지배구조리뷰』. 통권 제45호 2009.
- 경제개혁연대, 「기관투자자 의결권 행사 실태와 문제점: 기관투자자, 제 역할 하려면 아직 갈 길 멀어」, 『경제개혁리포트』, 2009.
- 고동락, 「연기금 의결권 행사기준 : 적대적 인수 방어역할이 연기금수익 저해할 수도」, 『I love co.』, 통권 제33호, 2005.
- 국민연금중장기 투자정책 위원회, 『국민연금기금 중장기 투자정책 방안』, 복지부·국민연금관리공단, 2002.
- 김덕순, 「국민연금의 의결권 행사기준, 그 문제점과 영향」, 『기업지배구조연구』, vol.14, 2005.
- 김선웅, 「국민연금기금의 구체적인 주주권 행사방안 - 사외이사후보 추천권을 중심으로」, 의결권행사전문위원회 발표자료, 2012.
- 김우찬, 「해외 연기금 주주권행사 사례와 시사점」, 『공적연기금의 주주권 행사 및 지배구조 선진화』, 제3차 미래와 금융 정책토론회 발표자료, 2011.4.26.
- 김우찬, 「CalPERS의 기관투자자 행동주의」, 『기업지배구조연구』 vol.6, 2003.

- 김우찬, 「국민연금기금의 의결권 행사체계 구축방안」, 『기업지배구조연구』 vol.1, 2001.
- 김우찬, 「연기금의 의결권행사는 지배구조개선이 전제되어야」, 『기업지배구조연구』 vol.13, 2004.
- 김우찬 외, 『국민연금기금 보유주식에 따른 의결권 행사체계 합리화방안』, 국민연금연구센터, 2002.
- 김화진, 『기업지배구조와 기업금융』 제2판, 박영사, 2012.
- 박경서, 「공적 연기금의 역할 선진화」, 『공적연기금의 주주권 행사 및 지배구조 선진화』, 제3차 미래와 금융 정책토론회 발표자료, 2011.4.26.
- 박동석, 「관치경제로 되돌아 가는 건가… 연기금의 보유주식 의결권 행사논란… 정부·여당 제한하면 외국인 영향력만 커져」, 이코노미스트 766호, 2004.12.04.
- 박상수, 「국민연금의 주주권 행사방안」, 『연금포럼』 Vol.16, 2004.12.
- 박상수, 「국민연금 기금의 의결권행사와 기업지배구조 개선」, 『자본시장포럼』 제5권 제2호 통권17호, 2008.
- 박양균, 「국민연금 의결권 행사의 문제점과 해결방안」, 『제도와 경제』 제5권제1호, 2011.
- 보건복지부, 「국민연금, ‘주식의결권행사전문위원회’ 공식 출범」, 보건복지부 보도자료, 2006.
- 보건복지부, 「사회적 합의를 통해 국민연금 의결권 행사지침(안) 마련」, 보건복지부 보도자료, 2005.12.22일자.
- 이기영·한성윤·문형표, 「국민연금기금 지배구조의 평가와 개선방향」, 문영표 편, 『연금기금운용의 평가와 정책과제』, 한국개발연구원, 2007.
- 송원근, 「감사원 국민연금 감사할라 : 연금운용체계와 지배구조 개선해야」, 『말』 통권 267호, 2008.
- 양세영, 「연기금 의결권 행사의 문제점과 검토과제 : 국민연금기금을 중심으로」, 『기업지배구조연구』 vol.6, 2003.

원종욱, 「국민연금기금의 UN PRI 가입에 따른 주식의결권 행사 관련 환경변화」, 『보건복지포럼』 통권 제163호, 2010.

원종욱·김성민, 『국민연금기금의 주식의결권행사 제도 선진화를 위한 해외사례 연구』, 보건사회 연구원, 2008.

원종현, 「국민연금기금의 주주권 행사와 지배구조」, 김연명 편, 『국민연금기금의 투자전략과 지배구조』, 인간과복지, 2012.

원종현, 「기업지배구조와 국민연금의 주주권 행사」, 『이슈와 논점』 제235호, 국회 입법조사처, 2011.5.13.

윤창현, 『정부 연기금의 효율적 의결권 행사방안 : 국민연금기금을 중심으로』, 국회 예산결산특별위원회, 2011.

은민수, 「국민연금 기금의 동원전략 : 국민연금 기금운용 지배구조 및 기업지배구조의 변화 가능성」, 『한국사회정책』 제18집제3호, 2011.

이기형·한성윤·문영표, 「국민연금기금 지배구조의 평가와 개선방안」, 『연금기금운용의 평가와 정책과제』 문형표 편, 2007.

이은정, 「2012년 19대 정기국회 입법과제 3: 주주권 강화방안」, 『ERRI 경제개혁리포트』 2012-07호, 경제개혁연구소, 2012.5.

이재현, 『국민연금기금의 의결권 한계 영향력에 관한 연구』, 국민연금연구원, 2012.

조성훈, 「공적연금의 지배구조 : 국민연금을 중심으로」, 『증권법연구』 제6권 제1호, 2005, pp.107-144.

참여연대 경제개혁센터, 『재벌 및 금융부문 규제완화 관련 토론회 : 출자총액제한과 계열금융기관 의결권 행사제한을 중심으로』 토론회 자료집, 2001.

한국경제신문, “여야 ‘경제민주화’ 원론엔 동의… 순환출자 금지 등 각론선 대립” 2012.7.8.일자

Angelis, Theodore, “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.

Daily, Johnson, Elstrand and Dalton, "Institutional Investor Activism: Follow the Leaders?", Perdue and Indiana Univ. Working Papers, 1996.

Romano, Roberta, "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance", Yale Journal on Regulation Vol 18. No.2. Summer, 2001. and YiLin Wu, "Honey CalPERS Shrunk the Board", U. Chicago Working Papers, Sep, 2000.

Wu, YiLin, "Honey CalPERS Shrunk the Board", U. Chicago Working Papers, Sep, 2000.

경제개혁연구소, <<http://www.eri.or.kr>>

국민연금공단, <<http://www.nps.or.kr>>

금융감독원 금융통계, <<http://fisis.fss.or.kr>>

재벌닷컴, <<http://www.chaebul.com/>>

한국은행 경제통계시스템, <<http://ecos.bok.or.kr>>

[붙임 1] 국민연금 의결권 행사지침

제1장 총 칙

제1조(목적) 이 지침은 「국민연금법」에 의한 국민연금기금(이하 “기금”이라 한다)의 의결권 행사에 관한 기준, 방법 및 절차 등에 필요한 사항을 정하는 것을 목적으로 한다.

제2조(적용범위) 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권 행사에 관하여는 다른 법령이 정하는 경우를 제외하고는 이 지침에 따른다.

제3조(선관주의) 기금은 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사한다.

제4조(주주가치 증대) 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다.

제4조의2(사회책임투자) 기금은 환경, 사회, 기업지배구조 등 사회책임투자 요소를 고려하여 의결권을 행사한다.

제5조(행사대상) 기금은 기금 이름으로 보유하고 있는 모든 주식에 대해 의결권을 행사한다. 다만, 보유지분율이 100분의 1 미만이고 보유비중이 국내주식의 경우 국내주식 전체 대비 1000분의 5 미만이거나 해외주식의 경우 해외주식 전체 대비 1000분의 5 미만인 경우 행사하지 아니할 수 있다.

제2장 행사기준

제6조(행사기준의 기본원칙) 개별 안전에 대한 의결권행사기준은 다음과 같은 기본원칙에 따라 정한다.

1. 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성한다.
2. 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안전에 대하여는 반대한다.
3. 위의 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 경우에는 중립 또는

기권의 의사표시를 할 수 있다.

제7조(의안별 세부기준) 주주총회 의안별 의결권 행사 세부기준은 국내 주식의 경우 별표 1, 해외주식의 경우 별표 2와 같다.

제3장 행사방법

제8조(의사결정) 이 지침에 따른 의결권은 다음과 같이 행사한다.

1. 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단(이하 “공단”이라 한다)이 기금운용본부(이하 “기금운용본부”라 한다)에 설치한 투자위원회(이하 “투자위원회”라 한다)의 심의·의결을 거쳐 행사한다. 다만, 보유지분율이 1000분의 30 미만이고 보유비중이 국내주식의 경우 국내주식전체 대비 1000분의 5 미만이거나 해외주식의 경우 해외주식전체 대비 1000분의 5 미만인 주식의 의결권 행사에 대하여는 「국민연금기금운용규정」에서 다르게 정할 수 있다.
2. 투자위원회가 판단을 하기 곤란한 안전에 대하여 공단은 국민연금기금운용위원회(이하 “기금운용위원회”라 한다)에 결정을 요청할 수 있다.
3. 의결권 행사시 외부 의결권 전문기관의 자문을 받을 수 있다.

제9조(위임장 제공) 기금은 의결권을 직접 행사함을 원칙으로 하되 필요한 경우 주식을 발행한 회사, 기금 외의 다른 주주 및 위탁운용사 등에 위임장을 제공하여 의결권을 행사하게 할 수 있다. 이 경우 제공하는 위임장에 기금의 의견을 기재함을 원칙으로 한다.

제4장 행사절차 등

제10조(공시 및 제출) ① 기금운용본부는 다음 각 호의 사항을 공단의 인터넷 홈페이지에 공시한다.

1. 국민연금기금 의결권 행사지침
2. 상장주식에 대한 의결권행사내역. 이 경우 그 내역을 별표 2에 따라 주주총회 후 14일 이내에 공시한다.

② 기금운용본부는 분기별로 기금 보유주식의 의결권 행사내역을 기금 운용위원회에 제출한다.

③ 제1항 제2호의 규정에도 불구하고, 기금운용본부는 의결권행사전문위원회가 결정한 의결권 행사방향에 대하여 위원회가 주주가치를 높이기 위해 주주총회 개최 전에 공개를 결정하는 경우, 그 내용을 공개할 수 있다.

제11조(내부통제) 기금운용본부의 준법감시기능을 담당하는 자는 기금의 의결권 행사가 관련 법규 및 이 지침을 준수하고 있는지의 여부를 점검한다.

제12조(기록 보관) 기금운용본부는 의결권 행사내역을 기록하고 보관하여야 한다.

제13조(의결권 행사지침 검토주기) 기금운용위원회는 이 지침을 매년 검토하여 심의·의결한다. 다만, 필요시 검토시기를 조정할 수 있다.

부 칙

이 지침은 기금운용위원회에서 심의·의결한 날부터 시행한다.

[붙임 2] 국민연금의 국내주식 의결권 행사 세부기준

I. 재무제표 승인	
1. 외부감사인의 감사의견	
	“적정” 이외의 의견일 경우에는 기권 또는 반대한다.
2. 이익잉여금 처분의 적정성	
	회사의 적정배당 정책에 의한 배당에 찬성한다. 다만, 배당금 지급수준이 회사의 이익규모, 재무상황, 투자기회, 자사주 매입규모, 임직원에게 대한 보상 및 기부금 등을 고려하여 주주가치를 훼손할 정도로 과소하거나 또는 과도한 경우 반대한다.
II. 정관 변경	
II-1. 주주의 권리 및 주주총회	
3. 회사명 변경	
	회사명 변경이 인지도 하락 등으로 주주가치를 훼손하지 않는 한 찬성한다.
4. 회계연도 변경	
	찾은 회계연도 변경 등으로 주주가치를 훼손하지 않는 한 찬성한다.
5. 주주총회의 결의요건 변경	
① 주주총회의 결의요건을 변경하는 안에 대하여 원칙적으로 반대한다. 다만, 정당한 사유가 있는 경우에는 찬성할 수 있다.	
② 특히 초다수결의 등 주주총회 결의요건 강화에 반대한다.	
5의2 주주총회 소집공고기간	
	주주총회 소집공고기간을 늘리는 안에 찬성하고, 정당한 이유 없이 줄이는 안에 반대한다.
6. 의결주체의 변경	
	정당한 사유 없이 주주총회 결의사항을 이사회 결의사항으로 변경하는 안에 반대한다.
7. 연계된 안건	
	다수의 정관변경 안건이 일괄 상정되고 이 중 일부 안건에 대하여 반대하는 경우에는 동 안건 전체에 대하여 반대한다.
8. 의결권 대리행사자의 범위	
	대리인자격을 주주로 제한하는 안에 반대하고, 주주 이외의 자에게도 대리인 자격

을 인정하는 안에 찬성한다.
9 전자투표 및 서면투표
① 전자투표 또는 서면투표의 방법으로도 의결권 행사가 가능하도록 하는 안에 찬성한다.
② 주주총회에 주주가 직접 참여하지 않고 전자적 방법에 의해서만 투표하도록 하는 안에 반대한다.
II-2. 이사회
10. 이사회 의 규모
이사의 수에 관한 제안에 대하여 사안별로 검토하여 투표하되, 이사회 내 위원회 활동을 제약할 만큼 이사의 수를 제한하거나 개별 이사의 영향력을 무력화할 정도로 많은 이사를 두는 안에 반대한다.
11. 사외이사의 비중
사외이사의 비중을 높이는 안에 찬성하고 정당한 사유 없이 낮추는 안에 반대한다.
12. 이사회 의장과 CEO의 분리
① 이사회 의장과 최고경영자(CEO)의 직책을 분리하는 안에 찬성하고, 분리되어 있는 경우 정당한 사유 없이 이를 합치는 안에 반대한다.
② 고위경영자[최고경영자(CEO), 최고재무책임자(CFO)등]가 이사회 의장직을 수행하는 것을 금지하는 안에 찬성한다.
③ 이사회 의장과 최고경영자(CEO)의 직책이 분리되어 있지 않은 경우, 선임사외이사(lead director)도입 등 사외이사의 독립성을 제고하는 제안에 찬성한다.
13. 이사의 추천절차 및 자격기준
① 이사의 추천절차를 도입하거나 자격기준을 강화하는 안에 찬성하고, 정당한 사유 없이 추천절차를 폐지하거나 자격기준을 완화하는 안에 반대한다.
② 이사추천위원회에서의 사외이사 비중을 높이는 안에 찬성한다.
③ 다양한 경력과 능력을 가진 이사를 선임할 수 있는 안에 찬성한다.
14. 시차임기제
시차임기제의 폐지에 찬성하고, 시차임기제의 도입에 반대한다. 다만 정당한 사유가 있는 경우 달리 행사할 수 있다.
15. 사외이사의 임기
정당한 사유 없이 사외이사의 임기를 단축하거나 연장하는 안에 반대한다.

16. 이사회보 투표방식에 대한 변경
이사회보 각각에 대해 개별적으로 투표하는 방식으로의 변경에 찬성하고, 일괄적으로 투표하는 방식으로의 변경에 반대한다.
17. 집중투표제
정관에서 집중투표제를 배제하는 안에 반대하고, 집중투표제 배제조항을 삭제하는 안에 찬성한다. 다만, 정당한 사유가 있는 경우에는 그러하지 아니할 수 있다.
II-3. 감사 및 감사위원회
18. 감사위원회 설치 및 구성요건
① 최근 사업년도말 현재 자산총액이 2조원 미만인 회사의 경우 상근감사 대신 감사위원회를 설립하여 그 구성원의 3분의 2 이상을 사외이사로 충원하는 안에 찬성한다. 다만, 상법 제409조 제2항에 근거한 의결권행사 제한을 회피하기 위해 감사위원회를 도입하는 것이 명백한 경우 원칙적으로 반대한다. ② 감사위원회의 사외이사 비중을 정당한 사유 없이 낮추는 안에 반대한다.
19. 외부감사인의 독립성
피감사회사가 외부감사인으로부터 감사 외에 경영자문서비스 등을 제공받는 것을 금지하는 안에 찬성한다.
II-4. 임직원에 대한 보상
20. 이사 및 경영진 보상
① 보상위원회를 설치하는 안에 찬성하고, 이를 반복하는 안에 반대한다. ② 보상위원회를 모두 사외이사로 구성하는 안에 찬성하고, 이를 반복하는 안에 반대한다. ③ 경영진의 성과와 보상을 연계하는 안에 찬성하고, 성과에 근거하지 않은 경영진 보상체계에 반대한다. ④ 이사의 재임기간 중 분식회계, 허위공시, 주가조작 등으로 주가를 인위적으로 높인 사실이 사후에 밝혀질 경우 부당하게 받은 보상을 반환시키는 안에 찬성한다.
21. 주식 연계 보상
① 임직원에게 주식매수선택권을 부여하는 안에 원칙적으로 찬성한다. 다만, 시장요인을 고려하거나 특정 경영성과 달성을 조건으로 하는 경우에 한한다. ② 상법 등 다른 법률에서 정한 발행허용범위 이내라도 일정 규모 이상의 주식매수선택권 부여계획의 경우 주주총회에서 승인받도록 하는 안에 찬성한다.

③ 사후에 주식매수선택권 행사가격을 조정하는 안에 반대한다. 다만, 증자 및 소각 등 주식가치의 변동 시 기존 주식매수선택권의 실질가치 및 기존주주의 주식가치를 유지하기 위하여 조정하는 경우 찬성할 수 있다.
④ 주식매수선택권의 권리행사 유보기간을 단축하는 안에 반대한다.
⑤ 사외이사들에게 보상의 일부를 주식 혹은 주식매수선택권으로 지급하는 경우 퇴직 전에 매도하거나 행사할 수 없도록 하는 안에 찬성한다.
22. 자사주 매수를 위한 회사의 대부
임직원들에게 자사주 매수를 위해 자금을 대부해 주는 안에 반대한다.
II-5. 자본 구조
23. 채무재조정
채무재조정의 일환으로 보통주 혹은 우선주를 새롭게 발행하려는 안에 대하여는 기존 주주의 권리 희석, 제안 조건, 경영권관련 쟁점, 이해상충 등을 고려하여 사안별로 투표한다.
24. 증권의 전환
증권의 전환을 가능하게 하는 안에 대하여는 기존 주주의 권리 희석, 전환비용, 재무적 사항, 경영권 문제, 이해상충 등을 고려하여 사안별로 투표한다.
25. 주주의 신주인수권
주주의 신주인수권을 약화시키는 안에는 원칙적으로 반대한다. 다만, 주식의 발행사유, 발행가격, 발행규모, 유동성 등 여러 가지 조건을 검토하여 필요하다고 판단되면 찬성할 수 있다.
26. 우선주
우선주 발행을 가능하게 하는 안에 대하여는 우선주의 의결권, 배당금, 전환권 및 기타 권리를 명백하게 하고 그 밖의 조건들이 합리적이면 찬성한다. 다만, 우선주 발행이 적대적 기업인수를 방어하는 수단으로 이용되는 경우에는 정당한 사유가 없는 한 원칙적으로 반대한다.
III. 이사, 감사 및 감사위원회 위원의 선임
27. 이사의 선임
① 객관적 사실에 근거하여 아래의 경우에는 이사 후보에 대해서 반대할 수 있다. 1. 법령상 이사로서의 결격 사유가 있는 자 2. 과도한 겸임으로 충실한 의무수행이 어려운 자 3. 기업가치의 훼손 내지 주주 권익의 침해의 이력이 있는 자

② 이사 후보의 수가 선임예정 이사의 수를 초과하는 경우 장기적으로 주주가치 증대에 더 적합한 후보에 대해 찬성한다.
28. 사외이사의 선임
이사의 선임을 준용하되 객관적 사실에 근거하여 아래의 각 호에 해당하는 경우에는 반대할 수 있다. 1. 당해회사 또는 계열회사(비영리법인 포함)의 최근 5년 이내 상근 임직원 2. 이사회 참석률이 직전 임기동안 60% 미만이었던 자 3. 신규 임기를 포함하여 당해 회사에 사외이사로 재직할 연수가 10년을 초과하는 자 4. 그 밖에 법률자문·경영자문 등의 자문계약을 체결하고 있는 등 회사와의 이해관계로 인해 사외이사로서 독립성이 훼손된다고 판단되는 자
29. 감사 및 감사위원회 위원의 선임
감사 및 감사위원회 위원은 27. 이사의 선임 및 28. 사외이사의 선임의 건을 준용한다.
IV. 이사 및 감사의 보상
30. 이사보수한도 승인
① 이사회가 제시한 안에 원칙적으로 찬성한다. ② 보수한도 수준이 회사의 규모, 경영성과 등에 비추어 과도한 경우에는 반대한다. 다만, 개별등기임원에 대한 보상 내역과 보상 체계 등 객관적으로 보상 수준에 대해 판단할 수 있는 자료를 제공하는 경우 사안별로 검토한다.
31. 감사보수한도 승인
30. 이사보수한도 승인을 준용한다.
32. 임원퇴직금 또는 퇴직위로금 지급규정 승인
황금낙하산(Golden Parachute) ⁴⁷⁾ 계약 등 경영진에 대한 과도한 퇴직금 지급에 대하여는 정당한 사유가 없는 한 원칙적으로 반대한다.
V. 주식매수선택권의 부여
33. 주식매수선택권의 부여
① 임직원에 대한 주식매수선택권 부여는 아래의 각 호 중 하나 이상에 해당하는 경우에 한하여 찬성한다. 1. 시장요인을 고려하는 경우 2. 특정 경영성과 달성을 조건으로 하는 경우

3. 연간 주식연계보상 물량이 총 발행주식수의 3% 미만인 경우
② 사후에 주식매수선택권 행사가격을 조정하거나 기발행 주식매수선택권을 취소하고 행사가격을 조정하여 새로운 주식매수선택권을 발행함으로써 똑같은 효과를 추구하는 안에 대하여 반대한다.
③ 사외이사들에게 보상의 일부를 주식매수선택권으로 지급하는 경우 퇴직 전에 매도 또는 행사할 수 없도록 하는 안에 찬성한다.
VI. 합병 및 영업양수도 등
34. 합병 및 인수
① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대 한다.
② 기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권 할 수 있다 .
35. 영업양수도 등
① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대 한다.
② 기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권 할 수 있다.
③ 영업에 필요한 주요 자산을 처분하여 경영권을 방어하려는 안에 반대한다.
36. 회사분할 및 분할합병
① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다.
② 기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권 할 수 있다.
VII. 자본의 감소
37. 자본의 감소
자본의 감소를 가져오는 안에 원칙적으로 반대한다. 다만 다음의 경우 찬성할 수 있다.
1. 회사의 회생을 위하여 자본 감소가 불가피한 경우
2. 자본조달, 구조조정 등을 위하여 자본감소가 불가피한 경우
3. 회사의 사업축소나 폐업계획에 기금이 동의한 경우
4. 자사주 매입을 통한 소각으로 주주가치가 훼손되지 않는 경우
5. 유상감자로 주주가치가 훼손되지 않는 경우
VIII. 기타
38. 주식분할 및 주식병합
① 발행주식수가 비례적으로 증가(감소)하는 주식분할(주식병합)에 대하여 찬성한다.
② 상장폐지를 피하려는 주식병합에 찬성한다.
③ 법정주식수가 비례적으로 감소하지 않는 주식병합에 대하여는 사안별로 검토한

다.
39. 주식의 제3자 배정
주식을 제3자에게 배정하는 안에 대하여 원칙적으로 반대한다. 다만, 주식의 발행사유, 발행가격, 발행규모, 유동성 등 여러 가지 조건을 검토하여 필요하다고 판단되면 찬성할 수 있다.
40. 지주회사 설립을 위한 기업분할, 주식교환 등
사안별로 검토하여 행사하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다.
41. 주주총회 안건의 사전공시
이사 및 감사의 선임, 이사 및 감사의 보수한도, 임원퇴직금 또는 퇴직위로금 지급 규정 승인 등 사전 검토가 필요한 안건에 대해서 주주총회 5영업일 전까지 그 내용을 공시하지 않은 경우 반대를 원칙으로 한다.
42. 비금융주력자 보유한도 초과분에 대한 의결권행사
금융지주회사법과 은행법의 적용대상이 되는 기업의 보유주식에 대한 의결권행사 시, 행사지침 및 세부기준에 규정되어 있지 않은 사안과 관련된 안건의 경우, 주주총회에 참석한 주주가 보유한 주식 수에서 국민연금기금이 보유한 주식 수 중 비금융주력자의 보유한도를 초과하는 주식 수를 뺀 주식 수의 결의내용에 영향을 미치지 아니하도록 의결권을 행사한다.

- 47) 황금낙하산 : 임원 해임 시 거액의 퇴직금을 지급하도록 하여 적대적 인수를 시도하는 주체의 인수비용을 증가시키는 계약