국민연금의 경영권 개입을 경계한다.

일시 2019.1.16(수) 오전10시

장소 전경련 컨퍼런스센터 2층 가넷

주최 바른사회시민회의·지배구조포럼

순 서

■ 사 회

- 김 영 용 (전남대 경제학과 명예교수)

■ 주제발표

- 황 인 학 (한국기업법연구소 수석연구위원)

■ 토 론

- 양 준 모 (연세대 경제학과 교수)
- 전 삼 현 (숭실대 법학과 교수)
- 조 동 근 (명지대 경제학과 명예교수)
- 최 완 진 (한국외대 법학전문대학원 명예교수)

■ 질의·응답

■ 폐 회

목 차

■ 주제발표

국민연금기금 Stewardship Activity 쟁점과 우려 9
- 황 인 학 (한국기업법연구소 수석연구위원)

■ 토 론

- 양 준 모 (연세대 경제학과 교수) 25

- 전 삼 현 (숭실대 법학과 교수) 33

- 조 동 근 (명지대 경제학과 명예교수) 37

- 최 완 진 (한국외대 법학전문대학원 명예교수) 43

■ 정책토론회

주제발표

■ 황 인 학 한국기업법연구소 수석연구위원

[발제]

황 인 학
한국기업법연구소 수석연구위원

국민연금기금
Stewardship Activity 쟁점과 우려

바른사회/지배구조 포럼
2019.1.16, 10:00 (가넷홀)
황 인 학

1 Prologue: 용어 정의 및 논의 주제

2 논쟁의 시작: 한국형 SC 및 국민연금기금 SC 현황과 특징

3 Stewardship Theory 요지와 한계

4 The UK Stewardship Code: 역사적 배경과 한계

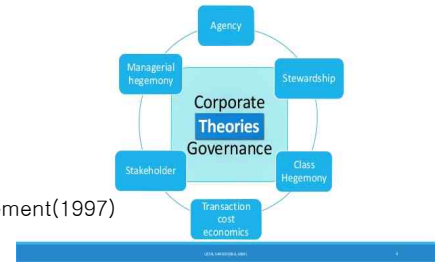
5 NPS Stewardship Activity: 쟁점과 우려

6 Epilogue

- 2 -

1. Prologue: 용어 정의 및 논의 주제

➢ 용어의 이해



- Stewardship Theory

  기업지배구조의 보편적인 Agency Theory와 구분

  Davies, Schoorman, Donaldson(1997)에서 유래

  Toward a stewardship theory of management(1997)

  특징: Empowering, 믿고 맡겨라

- Stewardship Code

  2010년 영국에서 제정한 연성규범, UK Stewardship Code에서 유래

  부재지주 경영, **주인 없는 회사의 문제** 및 **단기 자본주의 폐해**에 대한 대응 방안으로 시작

  영국 스튜어드십 코드 등은 **회사의 장기발전 및 주주의 장기적 이익**에 주안점을 두고 있음

  한국은 strong owner 견제, 공정경제를 위한 재벌 지배구조 문제인식에서 출발

- Stewardship Activity

  기관투자자의 수탁자 책임에 대해서는 기존 법령에서 이미 명시: 신인의무, 선관의무 및 충실 의무 등

  국민연금기금, 이미 의결권행사지침에 따라서 기존에도 의결권을 행사 하고 있음

  Stewardship Activity 요체는 **적극적인 경영관여(management engagement)**에 있음

  특히 한국형 SC는 재무이슈 외에 환경, 지배구조, 사회책임 등 기업 활동 전반에 대해 경영관여 촉구

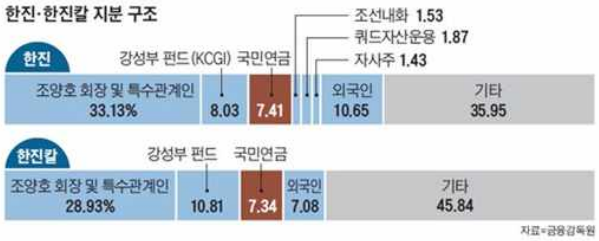
- 3 -

1. Prologue: 용어 정의 및 논의 주제

➢ 최근 현안

국민연금 기금운영위원회, 대한항공, 한진칼에 대해

3월 주총에서 이사 선임, 해임 등 주주권 행사할지 여부 검토 중



첫 번째 Stewardship Activity 사례?

국민연금기금의 본격적인 Stewardship Activity의 전조?

논쟁의 요지

1. **국민연금기금의 Stewardship Activity, 필요하고 바람직한가?**
   [찬성론] 3마리 토끼 효과: 기업지배구조 개선➔ 수익률 개선➔ 장기 가치 상승
   [반대론] 이해상충, 연금사회주의 등 부작용 우려

2. **국민연금기금, 현행 제도 하에서 믿을만한 국민의 집사가 될 수 있나? 집사의 전제조건은?**
   [감시자에 대한 감시: 복대리인 문제]

- 4 -

2. 논쟁의 시작: 한국형 SC, 국민연금기금 SC의 현황과 특징

1. 한국형 Stewardship Code

➢ **도입 배경 및 추진 과정**

- **이명박 정부**: 곽승준(미래기획위원장)은 동반성장 차원에서 대기업의 중소기업 영역 확장을 바로잡기 위해 국민연금의 주주권 행사 필요성을 주장 ➔ 연기금 주주권 행사 본격 논의 시작

  ·국민연금법 개정 발의: 김재원(새, 2012.6.22.), 이상직(민, 2012.9.27.) 등

- **박근혜 정부**: 국정과제(25/140)

  ·경제민주화 목적의 기업지배구조 개선 내용 중에 공적 연기금 의결권 행사 강화 포함

  ·금융위는 자본시장연구원, 기업지배구조원 등과 2015년 3월, 한국형 SC 도입을 위한 TF 구성, 2015년 12월 2일 공청회에서 초안 발표

- **문재인 정부**: 대선 공약 및 국정과제, 새 정부 경제정책방향(2017.7.25.)

  ·공정경제 과제에 연기금 SC 참여 확산 및 기관투자자 역할 제고 명시

  ·업계 자율 명분을 위해 TF 개편(2016.8), 한국형 SC 제정 완료(2016.12)

  ·'국민연금 SC 도입 검토' 정책 제언(2017.6)

- 5 -

2. 논쟁의 시작: 한국형 SC, 국민연금기금 SC의 현황과 특징

1. 한국형 Stewardship Code

➢ **한국형 Stewardship Code 구성, 내용, 특징**

원 칙	영국	일본	말레이	홍콩	한국
수탁자 책임 정책 제정·공개 (Stewardship Policies)	원칙 1	원칙 1	원칙 4	원칙 1	원칙 1
이해상충 방지 정책 제정·공개 (Managing Conflicts of Interest)	원칙 2	원칙 2	원칙 4	원칙 7	원칙 2
투자대상회사 주기적 점검 (Monitoring)	원칙 3	원칙 3	원칙 2	원칙 2	원칙 3
스튜어드십 활동 지침 제정 (Management Engagement)	원칙 4	원칙 4	원칙 3	원칙 3	원칙 4
공동 관여·대화 (Collective Engagement)	원칙 5	-	△3,4	원칙 5	-
의결권 행사 정책 제정·공개 (Voting Activity)	원칙 6	원칙 5	원칙 6	원칙 4	원칙 5
스튜어드십·의결권 활동 보고 (Reporting)	원칙 7	원칙 6	-	원칙 6	원칙 6
역량과 전문성 확보	-	원칙 7	-	-	원칙 7
지속가능성에 대한 고려 (Sustainability Consideration)	-	-	원칙 5	원칙 2-17	

- 6 -

2. 논쟁의 시작: 한국형 SC, 국민연금기금 SC의 현황과 특징

2. 한국 Stewardship Code 도입 현황

- 2018년 12월 14일 기준으로 71사가 참여 공표, 참여 계획을 밝힌 기관투자자는 38개사
- 71개사의 세부 내역은 연기금 1개사, 보험사 2개사, 자산운용사 26개사, PEF 운용사 26개사, 증권사 2개사, 투자자문사 2개사, 서비스기관 3개사, 은행 1개사, 기타 8개사

3. 국민연금기금 Stewardship Code
<추진과정>

- 국민연금 SC 관련 연구용역 발주(2017.6)
- 연구용역심의위원회 및 이해관계자 의견 수렴 세미나 참여(2017.11)
- 연구 최종 결과 기금운영위원회 보고 및 논의 (2018.4)
- 의결권행사전문위원회 : SC 관련 각종 규정, 지침 제·개정 논의('18.4-6)
- 공청회 세미나 개최(2018.7.17)
- 기금운영위원회 의결 : SC 도입 방안 및 관련 규정·지침 제·개정안 확정(2018.7.26)

- 7 -

2. 논쟁의 시작: 한국형 SC, 국민연금기금 SC의 현황과 특징

3. 국민연금기금 Stewardship Code
<주요 내용>

7개 원칙		주 요 내 용 및 관련 쟁점
원칙①	수탁자 책임 정책 제정·공개 Policy	기금의 장기 수익성 제고// 국민연금 주주활동 및 기금운용 의사결정 독립성, 투명성 강화 등 ➔ 일반 기관투자자와는 다른 연기금의 성격과 규모를 감안한 Stewardship Activity 범위와 목적 차별화 방안 부재
원칙②	이해상충 방지 정책 제정·공개 Conflicts of Interests	수탁자책임전문위원회 구성 운영 ➔ 주주권 행사와 ESG 등 책임투자 사안과 분리 여부 ➔ 이해상충 당사자의 범위(정치권력, 일반주주 등)
원칙③	투자대상회사 주기적 점검 Monitoring	(주식운용) 분기 보고서 및 주요 이벤트 발생 시 (비재무) 책임투자팀 주관, ESG 평가모형 (52지표)
원칙④	수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행 Management Engagement	중점관리사안 확대 : 배당 ⇒ 부당지원/사익편취 등 비공개 대화(1차년도) → Focus List 선정, 공개 ➔ 주주권 행사 범위 ➔ 위탁운영사 SC 가점 부여, 의결권 행사 위임 여부
원칙⑤	의결권정책 제정·공개, 행사내역 및 사유공개 Voting	기존의 국민연금기금 의결권행사지침 참조
원칙⑥	의결권행사 및 수탁자 책임 이행 활동 주기적 보고 Reporting	국민연금 주주활동 관련 연차보고서 발간, 추진
원칙⑦	수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량과 전문성확보	기금본부 전담조직(책임투자팀)인력, 조직 확충 위탁운영사와 간담회, 의결권행사, 주주활동 경험 공유

- 8 -

2. 논쟁의 시작: 한국형 SC, 국민연금기금 SC의 현황과 특징

3. 국민연금 Stewardship Code
[Stewardship Activity Roadmap]

시 기	주요 내용
2018년 하반기	**[배당 관련 주주활동 개선]** 배당정책 수립요구 강화: 대화 대상회사, 연간 4-5개→ 8-10개로 확대 **[의결권 행사 공시 원칙 변경]** 원칙적 사후 공시 → 원칙적 사전 공시 **[소송]** 주주대표 소송: 현재 미시행 → 시행 근거, 제기 요건 등 마련 손해배상 소송: 현재 대우조선해양 분식회계 건 진행 중 **[예상치 못한 기업가치 훼손 이슈 발생시 주주활동]** 사안에 따라 비공개 대화 외에 공개 활동(공개서한 발송 등) 및 의결권 행사 연계 추진
2019년	**[중점 관리 사안 추가 선정 확대]** 배당→횡령, 배임, 부당지원행위, 사익편취행위, 임원보수한도 과다 등 **[비공개 대화 확대]** 지분율 5% 이상 또는 국내주식전체 투자비중 1% 이상의 기업, 지속적 반대 의결권 행사에도 개선이 없는 사안 등 **[이사회 구성·운영, 이사, 감사 선임 등 관련 가이드라인 마련]** 의결권 지침 등 활용하여 일반원칙을 마련해 공개 **[위탁운용사 활용]** 운용사 선정 및 정기평가시 SC 참여, 이행하는 운용사에 가점 부여
2020년	**[비공개 및 공개 중점 관리 기업]** - 중점 관리 사안에 따라 비공개 대화 후에 미개선된 기업 추가 선정 - 개선 여지가 없는 기업은 즉각 선정, 공개 등 다음 단계로 이행 - 미공개 중점관리기업 중 미개선된 기업 중에 공개중점관리기업 선정(명단 공개 및 공개서한 발송, 2020년 하반기)
자본시장법상 경영참여 해당 주주권 행사는 제반 여건이 구비된 후에 재검토 (사외이사 후보 추천 주주제안, 의결권 위임장 대결 등)	

- 9 -

2. 논쟁의 시작: 한국형 SC, 국민연금기금 SC의 현황과 특징

4. 국민연금기금 SC 특징과 한계

➢ 연금 사회주의 우려를 불식하고,
국민과 국민경제를 위하여 진정한 Steward로서의 역할을 할 수 있을까?

- 국민연금기금 SC는 일반 기관주주 SC와 근본적 차이가 없으며,
  연기금의 특성에 맞추어 설계된 SC로 보기에는 미흡한 측면이 많음

- 국민연금기금이 일반 기관투자가와 다른 이유들:

① 선택의 여지없이 모든 국민이 의무 가입해야 하고,
② 정부가 제도 설계 및 관리, 기금 조성에 운영까지 독차지 ➔ 정치권력에서 자유롭지 않으며,
③ 국내 자본시장에서 차지하는 비중이 약 7% 가량으로 시장지배력이 높으며,
④ 그럼에도 불구하고 전체 운용 기금에서 국내 주식투자 비중은 약 18.7%에 불과, 국민에 대한 Stewardship Responsibility의 범위를 19% 주식 자산에 한정하는 문제 등등
[전체 자산 규모 656조 중에 채권 51%, 주식 36.4%(국내 18.7, 해외 17.7), 대체 12.5%]

- 이 상태에서 Stewardship Activity라면 연금사회주의 우려가 기우(杞憂)만은 아니라 할 것임

- 10 -

3. Stewardship Theory 요지와 한계

1. Agency Theory vs. Stewardship Theory

	대리인 이론	집사 이론
인간 본성	Homo Economicus Economic Rationality: Opportunism 맥그리그 X-이론	Trustworthy 性善說 맥그리그 Y-이론
회사 목적	주주가치 극대화 (shareholder wealth maximization)	공동 번영 환경·사회적 가치 구현
주주 vs 경영자	Principal vs. Agent: 이해상충 감독·통제의 대리 비용 발생	청지기(steward) Trust, Commitment
	Contractual relationship	Check and Balance
이사회	CEO - 이사회 의장 분리	CEO - 이사회 의장 겸임
	※Donaldson & Davies(1994): 337개 미국 회사 대상 분석 CEO가 이사회 의장을 겸임한 회사의 ROE가 더 높다.	
대표적 사례	Adam Smith (1776), Jensen & Meckling (1976)	Davis, Donaldson(1997) Tomorrow's Company (2008)
주요 적용 대상	소유분산 공개회사	비영리 조직, 가족회사(?)

- 11 -

3. Stewardship Theory 요지와 한계

1. Agency Theory vs. Stewardship Theory

	Agency theory	Stewardship theory
Foundational work	Jensen and Meckling (1976)	Davis et al. (1997)
Relationship	Based on the principal-manager relationship: describes the individual-level agent behaviors and the firm-level agency governance mechanisms that are implemented in response	Based on the principal-manager relationship: Describes the individual-level steward behaviors and the firm-level stewardship governance mechanisms that are implemented in response
Assumption	Economic model of man	Humanistic model of man
Behavior	Opportunistic: Individual/self-serving	Pro-organizational: Collective/other-serving
Governance	Monitoring and incentive systems: mechanisms to curb opportunistic behavior by aligning the interests of the manager with those of the principal	Trust systems: Mechanisms to encourage cooperation and involvement to facilitate the natural alignment of interests between the manager and principal
Outcome	Pro-organizational outcomes; Firm performance by way of cost minimization	Pro-organizational outcomes; Firm performance by way of wealth maximization

Characteristic	Agency theory	Stewardship theory
1. Model of man	Economic man	Self-actualizing man
Behaviour	Self-serving	Collective serving
2. Psychological mechanisms		
Motivation	Lower order/economic needs (physiological, security, economic)	Higher order needs (growth, achievement, self-actualization)
Social comparison	Extrinsic	Intrinsic
Identification	Other managers	Stakeholders
Power	Low value commitment	High value commitment
	Institutional (legitimate, coercive, reward)	Personal (expert, referent)
3. Situation mechanisms	Control-oriented	Involvement-oriented
4. Management philosophy	Control mechanisms	Trust
Risk orientation	Short-term	Long-term
Time frame	Cost control	Performance enhancement
Objective	Individualism	Collectivism
5. Cultural differences	High-power distance	Low-power distance

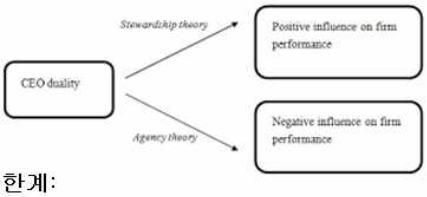
Source: Armstrong (*13*), adapted from Davis, Donaldson and Schoorman (*17*).

- 12 -

3. Stewardship Theory 요지와 한계

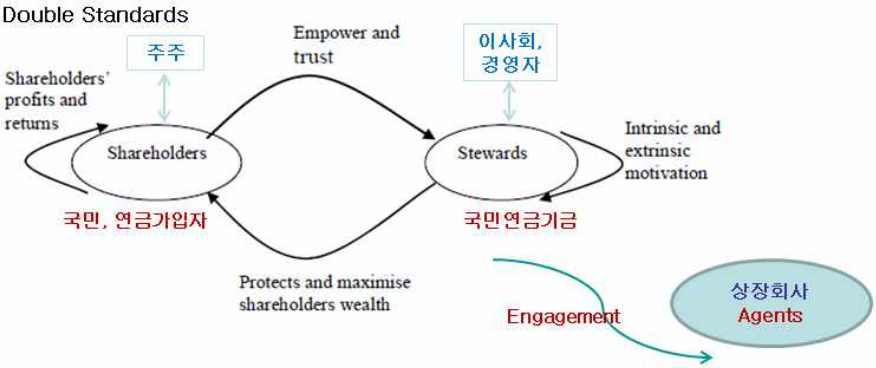
2. Stewardship Theory, 특징 및 한계

➢ Stewardship Theory 특징: Empower and Trust



➢ Stewardship Theory 한계:

- Incentive Incompatibility
- Double Standards



- 13 -

4. UK Stewardship Code 역사적 배경과 한계

1. 영국 Stewardship Code 제정 배경

1) 2008년 글로벌 금융위기 & 지배구조 문제

- **Ownership Vacuum, Ownerless Corporation, Absentee Landlord 등 단기 자본주의** 문제 부각

'(영국) 신용 위기는 소유권 공백의 시스템 결함이 큰 원인이었다. 은행 및 일반 회사 경영자들이 무모한 결정으로 파멸에 이르는 길로 가도 대규모 펀드를 운용하는 기관투자가들은 책임 있는 주주로서의 역할을 하지 않고, 수수방관했다.' One of the systemic flaws laid bare in the credit crunch is an ownership vacuum: the big institutional holders of shares - pension and insurance funds, investing on behalf of their members- failed to act as responsible, engaged owners, but stood by while executives at banks and other companies embarked on a journey of reckless destruction.(R. Sutherland, **'A Plea to Sir David: Save Our Schools, Jobs and Pensions from Britain's Timid Investors', Observer, 12 July 2009**)

2) 영국 정부, 자율규제방안 추진

- 2009년 2월, Sir David Walter 대책반 출범; 2009년 11월 26일, FRC에 Walter Report 제출: **A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations**
- Walter Report, **영국 기관투자가 협의회**에서 기존에 만든 '**기관투자가의 책임에 관한 코드**'를 FRC 주도 하에 **스튜어드십 코드로 이름을 변경**해서 시행할 것을 권고

3) FRC, 2010년 7월에 'The UK Stewardship Code' 확정, 발표

- 14 -

4. UK Stewardship Code 역사적 배경과 한계

2. 영국 Stewardship Code 특징

1) **Stewardship Responsibility** 개념 도입

- 기존의 수탁자 의무(**Fiduciary duty**)와 구분하기 위해 '**스튜어드십 책임**' 개념 채택
- 기관(투자자) 주주들의 투자대상회사 경영관여는 권리(Right)가 아니라 의무(Duty)라는 뜻을 함축
  Walker는 **Duty of Stewardship** 표현을 사용: 주식을 많이 보유한 대주주는 법에서 보장하는 유한책임의 특혜를 누리기 때문에 그에 상응해 스튜어드십 의무를 당연히 부담해야 한다는 워커의 논리

2) **Management Monitoring & Engagement** 범위 확장

- 재무적 성과 영향 변수 외에 E(Environments), S(Society), G(Governance) 등으로 폭넓게 확장

3) **장기적 성과 지향**을 일관되고 반복적으로 강조

- Stewardship Code의 Time Horizon은 단기 수익 극대화가 아니라 장기 지향성
- FRC(2012): Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate provider of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole.

4) Code : Comply or Explain 연성 규범으로 자율성 허용

5) 기관투자자의 지위와 역할 반전: **단기 자본주의** 초래 **주범에서 해결사 역할 기대로 지위와 역할 반전**

- 15 -

4. UK Stewardship Code 역사적 배경과 한계

3. SC 기대효과 관련 논쟁

❖ Big Questions

1) 이론적으로 기관주주에게만 특별히 집사의 지위를 부여하는 것이 올바르고 바람직한가?
2) 집사의 지위를 부여하면 기관주주들이 지금까지의 단기이익 추구 성향을 버리고 앞으로는 회사의 장기 성과 및 투자자의 장기 이익을 위해 책임 있는 역할을 다할 것인가?
3) 경험적으로 기관주주의 적극적 경영관여가 회사의 가치 및 투자자 이익 제고에 기여했는가?

❖ Probable Answers to Q1

UK Stewardship Code: 스튜어드십의 주된 책임은 이사회에 있으나 기관주주도 이를 공유하는 것으로 정리(The primary (stewardship) responsibility rests with the board of the company, …. Investors in the company also play an important role in holding the board to account for the fulfillment of its responsibilities).?

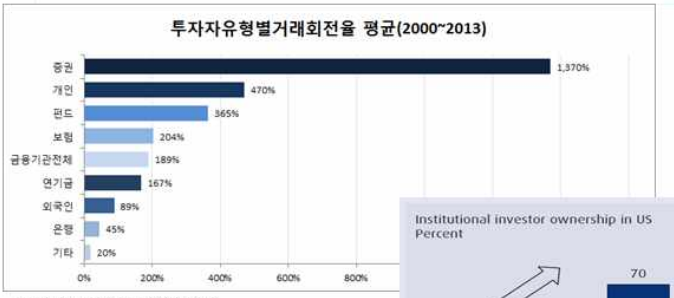
- 16 -

4. UK Stewardship Code 역사적 배경과 한계

3. SC 기대효과 관련 논쟁

❖ Probable Answers to Q2

- 기관투자자의 단기 이익 추구 성향이 계속되는 한 Stewardship Code의 효과 期待難望
- 특히 한국 자본시장에서는 기관투자자의 단기 매매 성향이 높은 편



자료: 자본시장연구원(2015)

대안은?
- 장기 주주와 단기 주주의 차별
- 2015 OECD/G20 Principle
- 2015 European Parliament Legal Affair Committee

- 17 -

4. UK Stewardship Code 역사적 배경과 한계

3. 영국 Stewardship Code 기대효과 논쟁

❖ Probable Answers to Q3

- **The Stewardship Code's Achilles' Heel** (Cheffins, 2010) : "After all, before the financial crisis, institutional shareholders were arguably **part of the problem rather than the solution**, as they were relaxed about banks using leverage to pursue high returns on equity, tended to deride cautious management and applied pressure for high dividends and share buy-backs that depleted capital. **Moreover empirical studies of shareholder** activism by mainstream shareholders on the long-term operating performance of companies virtually all report **no statistically significant improvement.**"

- 미국 CalPERS,
최근에 해지펀드 투자 중단 등 수익성 위주에서 최근 안정성 강조로 투자방향을 선회한 이유?

- 시어스 백화점 사례: 2018년 10월 15일, 뉴욕 법원에 파산신청서 제출
에드워드 램퍼트는 자신의 투자회사 ESL 인베스트먼트를 앞세워 시어스 홀딩스 지분 50%
ESL은 시어스로부터 꾸준히 높은 배당을 요구/ 시어스는 2005~2012년까지 60억 달러의 자사주 매입
시어스의 경쟁력 제고를 위해 재투자될 수 있었던 60억 달러가 기관 주주의 이익을 위해 투입

- 18 -

4. UK Stewardship Code 역사적 배경과 한계

3. 영국 Stewardship Code 기대효과논쟁

❖ It is about the Incentives, stupid!

기관투자자들이 계속해서 단기 (매매 차익 및) 이익 극대화를 선호하는 한 Stewardship Code 도입이 무슨 효과가 있겠는가?

* 참고 : Is Institutional Investor Stewardship Code Still Illusive?
(Simon Wong, 2015)

① Inappropriate performance metric and financial arrangements that promote trading and short-term focus
② Excessive portfolio diversification that makes monitoring of investee companies challenging
③ Lengthening chain of ownership that weakens an ownership mindset
④ Passive/index funds that pay scant attention to corporate governance
⑤ Pervasive conflict of interest among asset managers

- 19 -

5. NPS Stewardship Activity 쟁점과 우려

❖ NPS Stewardship Activity는
앞에서 적시한 일반 기관투자자 Stewardship 한계 외에
국민연금기금 운용의 독립성, 전문성, 시장지배력,
한국형 SC의 특이성으로 인해 추가 쟁점 및 우려 노정

1) market power and liquidation problems

- 한국 주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중, 시장점유율은 7%로 절대적 지위
- NPS의 주식시장 점유율은 일본 연금기금의 일본 주식시장 점유율(3.5%)의 2배
- 대안은?
* 국내 주식시장의 비중을 점차 5% 이내로 줄이자는 제안
* 국민연금 직간접 보유 주식의 의결권 행사를 5% 이내로 제한하자는 제안 등 거론

구분	`13 (A)	`14	`15	`16	`17 (B)	`13년대비(B-A)
국내주식 투자규모 (조원)	83.9	83.9	94.9	102.4	131.5	**47.6 (+)**
전체 주식시장 중 비중 (%)	6.43	6.29	6.57	6.78	6.96	**0.53%p (+)**
지분율 5% (10%) 이상 기업 (개)	253(44)	252(57)	271(79)	265(74)	276(96)	**23(52) (+)**

- 20 -

5. NPS Stewardship Activity 쟁점과 우려

2) 독립성

[현황/ 문제점] NPS SC는 공적 연금의 특성을 적절하게 반영하지 않았다. 국민연금은 모든 국민이 의무적으로 가입하고 정부가 제도 설계 및 관리에서부터 기금 운영의 책임까지 독차지하고 있는 특성상 정치권력으로부터 자유롭지 못한 한계가 있는데 NPS SC는 이 문제와 관련 독립성과 책임성을 어떻게 강화할지에 대한 방안이 없다.

[대안?]

- 스위스 연기금 협회 등이 참여해서 민간 자율로 제정한 스위스 코드를 참조

'기관투자자는 그 어떤 정치적 잣대나 제3자의 지시로부터 독립적으로 주주권을 행사해야 한다'

- 국민연금 행동주의 시행에 앞서 연기금 운영의 독립성, 책임성 강화 추진
- esp. 기금운영위원회의 구성 및 기능 재고

[인용문] 2017년 12월 29일 방영된 썰전에서 전임 모 복지부 장관은 공단 기금운용을 놓고 커다란 범죄를 많이 저질렀음을 공개적으로 천명하였다. 뉴스엔의 기자가 방영 내용을 정리한 기사에 따르면 "내가 복지부에 있을 때 천억 이상 투자결정은 보고가 다 들어온다. 보고를 받을 때 실무자들이 와서 이렇게 할 경우와 저렇게 할 경우 국민연금 기금의 손익관계, 시장리스크 이런 걸 다 보고한다. 정밀하게 보고받고 결정해 줬다." 개별 건에 대해 "정밀하게 보고받고 결정해 줬다는 것은 참으로 놀랄 발언이고 그 내용이 너무나 심각하다. 당시 장관과 복지부 관리들이 개별 투자 건을 좌지우지했다는 것을 무용담으로 썰전에서 자랑하며 자신의 범죄행위는 인식하지 못하고 ---

- 21 -

5. NPS Stewardship Activity 쟁점과 우려

3) Politicization and Conflicts of Interests

[현황 및 문제점]

- 원칙 2(이해상충 방지)에서 NPS SC는 주주권을 행사하는 과정에서 정부, 사용자 및 근로자 단체, 내·외부 담당자의 이해상충 가능성을 언급하면서도 뚜렷한 방지 대책을 제시하지 않는다.
- 최고의결기구인 기금운영위원회 구성은 각계를 대표하는 인물로 구성되어 있고 전문가 풀이 아주 적어 기금 운영 및 Stewardship Activity 자체가 정치화될 가능성이 높다.

*[인용문] 최고의사결정 조직이 뒤죽박죽이다. 더욱이 제도의 운영과 기금의 운용을 담당하는 기관의 조직과 그 운영 운용을 감독해야 하는 주무부처의 역할이 혼재되어 참으로 어지러운 상태로 **경기에서 심판이 선수로 띠고 있는 형국이다.** 국민연금공단의 이사회는 공단의 최고의사결정 조직임에도 주로 제도운영을 다루며 기금운용은 복지부 장관이 위원장인 기금운용위원회가 관장한다.*

*기금운용위원회 구성은 복지부장관이 위원장이고 당연직으로 기재부, 농수산부, 산자부, 노동부 등 4개 부처 차관과 공단 이사장, 위촉직으로 사용자대표 3명, 근로자대표 3명, 지역가입자대표 6명, 관계전문가 2명 도합 20명으로 구성되고 연금정책국장이 위원회의 간사 역할을 한다. **가장 많은 논란이 제기된 사항은 위원의 전문성과 가입자 대표성**이다. 관계전문가 2명의 경우 전문성이 확보된 것 같으나 사실 그 2명도 한국보건사회연구원 원장과 한국개발연구원 원장임을 보면 20명 중 사실 어느 누구도 전문가가 아니기에 전문가는 전무한 상태이다. 사용자대표 3명, 근로자대표 3명, 지역가입자대표 6명 등이 위촉되어 있으나 이들이 각기 누구를 대표하는지 분명하지 않다. 근로자 대표 3인의 경우 3대 노총의 대표가 위원이다. 그러나 양대 노총의 경우 노조 가입율이 10% 미만인 점을 감안하면 근로자 대표가 어느 근로자 누구를 대표한다는 것인가*

- 22 -

5. NPS Stewardship Activity 쟁점과 우려

3) **일반 기관주주 SC와 차별성 없는 NPS SC, 국민의 진정한 집사 역할을 하려면?**

- 현행 NPS SC는 전체 자산의 20% 미만의 주식 투자에 대해서만 스튜어드십 책임을 적용한다.
- NPS가 국민의 스튜어드 역할을 하겠다면 전체 자산에 대해 운영 원칙을 제정·공개하고 운용 실적을 주기적으로 투명하게 공개해야 한다.
- 일반 기관주주와 NPS는 다르고, SC도 달라야 한다.

4) ESG 강조

- NPS SC는 한국형 코드 1차 초안에서 강조되었다가 2차 제정 위원회에서 수위를 낮춘 ESG 관여를 재차 부각하고 있다. 독립성에 문제가 있는 NPS가 주관적 판단이 작용하는 ESG에 지나치게 관심 갖고 경영관여하는 것은 연금사회주의 우려를 자극하는 한편, 한편으로는 연금 가입자의 이익을 침해하고 다른 한편으로는 여타 주주의 이해와 상충되며, ISD 소송에 연루될 위험이 있다.

5) 중장기 가치 지향성

- NPS SC는 배당 중시 정책 확대를 강조하는데 이런 입장은 Stewardship Responsibility의 본래 취지와는 다른 방향이다. 스튜어드십 책임의 요지는 장기 주식 보유를 기초로 회사와 투자자의 중장기 가치를 제고하는 것이다.

- 23 -

6. Epilogue

1) Stewardship Is Full of Good Intents As Like Other Nirvana Approaches

2) Good for the Institutional Shareholders , Not Good for the Others

3) Premature Stewardship Activity May Hurt the Market and the Fund

4) Incentive Structure Does Matter for the Stewardship Responsibility

5) What CEOs Have To Do

기업경영윤리 (Ethical behavior of firms)	90	98
회계감사 및 공시기준의 강도 (Strength of auditing and reporting standards)	63	62
기업 이사회의 유효성 (Efficacy of corporate boards)	109	109
소수주주의 이익 보호 (Protection of minority shareholders' interests)	99	97
투자자 보호의 강도* (Strength of investor protection)	13	8
제도 부문 전체 순위	*63*	*58*

- 24 -

- 25 -

■ 정책토론회

토 론

■ 양 준 모 연세대 경제학과 교수
■ 전 삼 현 숭실대 법학과 교수
■ 조 동 근 명지대 명예교수
■ 최 완 진 한국외대 명예교수

경영권 개입이 불가한 이유들

양 준 모
연세대 경제학과 교수

Ⅰ. 서론

1. 국민연금이 경영권을 가질 수 있는가에 대한 질문에 대한 답은 부정적이다.

1.1. 첫째, 국민연금의 성격 상 자유로운 기업 활동에 개입하는 것 자체가 논란의 대상이다. 국민들에게 강제로 자금을 갹출해서 이를 이용하여 주식을 구입했다고 하더라고 이를 이용하여 사적 자치의 원리를 침해할 수 없다. 더욱이 이를 위한 법률적 위임 사항도 없고 개입이 바람직하지도 않다.

1.2. 둘째, 국민연금이 국민으로부터 경영권 개입을 위임받지 않았다. 국민연금의 국민연금이 국민의 노후보장을 위해 기여금을 강제적으로 갹출하여 이를 기금으로 적립하여 운영하고 있다. 국민으로부터 위임을 받았다면 당연히 위임 사항을 제약하거나 수탁자를 해임할 수 있는 권한이 있어야 한다. 이러한 권한이 없기 때문에 위임 논리는 배제 된다.

1.3. 셋째, 국민연금이 경영권에 개입할 수 있는 법적 권한도 없다. 국민연금법 제102조 2항 에 따라 국민연금기금은 최대 수익을 획득하도록 운영되어야 한다. 사회적 가치를 실현시키기 위해 기금의 손실을 야기한 개입은 불법이다.

1.4. 넷째, 국민연금이 경영권에 개입할 수 있는 지배구조를 가지고 있지 않다. 현재는 법적 의무사항인 수익 제고를 위해서도 바람직하지 못한 지배구조를 가지고 있다. 국민연금기금운용위원회는 전문성 부재로 인해 수익 제고의 능력을 가지고 있지 못했다는 평가가 있다. 더욱이 국민연금기금운용위원회는 개별 투자에 대한 관리 능력도 없다. 위원장과 위원 구성 상 정치적 권력에 민감하여 경영권 개입은 관치와 정치적 관여의 문제점을 야기할 수밖에 없다.

1.5. 다섯째, 경영권 개입 시에 스튜어드십에도 반하고 대리인 문제가 커져서 사회적 갈등이 폭증된다. 국민의 재산에 직접적으로 관련된 사항에서 일부의 의견을 대변해서 경영권에 개입할 경우 그 과정은 정치적 과정으로 변질되고 국민만 피해를 볼 수 밖에 없다. 경영권 개입은 바로 증권시장 개입이고 이것은 국민의 재산권 침해 논란을 야기한다. 국민경제와도 관련이 없는 사항에서 국민의 재산권을 침해하는 행위는 그 자체가 불법이며, 그 과정이 국민을 위한다기보다는 일부 진영 또는 대리인을 위한 것일 수 있다. 국민이 통제하지 못한 결정 과정 속에서 경영권 개입은 대리인 문제가 심각해질 수밖에 없는 상황이다.

2. 왜 경영권에 개입하려는가라는 질문은 더 우려스럽다.

2.1. 경영권에 개입하기 어려운 지배구조이다. 위원장은 보건복지부 장관이고 당연직 위원이 5명이다. 정부가 직간접적으로 영향력을 행사할 수 있는 단체가 추천하는 위원 등까지 포함하면 정부가 의사결정과정에서 핵심적 역할을 한다. 결국 정부가 기업 경영권에 개입하는 것이다.

2.2. 이러한 상황에서 각종 정치적 이유로 국민연금을 통해 경영 개입을 하고, 사장 선임과정 등에 개입할 여지가 매우 크다. 공기업 등에만 낙하산인사가 이루어지는 것이 아니고 사기업 등에서도 낙하산 인사가 가능할 수도 있다.

2.3. 국민연금의 압력 존재만으로도 정치 세력들의 사기업에 대한 각종 압력 존재 가능성도 있다.

2.4. 스튜어드십 등의 거창한 이야기를 하고 있지만 결과적으로 일부 세력들의 영향력을 강화하기 위한 의도가 있을 가능성을 배제하기 어렵다는 추측이 가능하다.

3. 경영권의 개입은 전체주의 및 사회주의로 헌법 위반이다.

3.1. 경영권의 개입은 관치다. 이러한 견해는 박상인 교수 등 경영권 개입을 주장하는 사람들도 인정하고 있는 사항이다.

박상인 (경실련 재벌개혁위원장, 서울대학교 행정대학원 교수)는 한 토론회에서 다음과 같이 주장. 『2018년 7월 스튜어드십 코드를 제정한 후에 국민연금의 적극적인 주주권 행사에 대해 “연금사회주의”라는 비판이 제기되고 있다. 국민연금을 노동조합이 통제하고 있다면 연금사회주의라는 비판을 제기할 수도 있을 것이나, 우리 현실에서 이는 지나치게 비상식적이고 정치적인 허위 주장이다. 국민연금에 대한 정권이나 정치권의 부당한 영향력 행사를 우려한다면, 관치 우려라는 표현이 더 적절할 것이다.』

3.2. 전체주의냐 사회주의냐의 기준은 노동조합의 통제가 아니라 권력이 사적 자치를 광범위하게 침해하느냐의 여부이다. 광범위한 관치가 일상적으로 발생하면 사회주의 경제체제다. 국민연금은 이미 대부분의 기업에서 최대주주가 됐고, 2025년에는 주식시장의 시가총액 대비 9%가 넘을 것이라고 예상되는 상황이다. 이러한 상황에서 국민연금이 경영권 개입은 전체 상장기업에 대한 개입으로 볼 수 있다. 따라서 정권이 전체 기업에 대해 경영권 개입을 한다는 이야기고 이러한 경제 체제가 바로 전체주의 및 사회주의적 경제체제로 볼 수 있다.

3.3. 자유민주주의 및 시장경제가 헌법정신이고 헌법 119조가 정부의 개입 조건을 명시한 것으로 보면 광범위한 경영 개입은 헌법 위반이라고 볼 수 있다.

Ⅱ. 국민연금 기금의 성격과 지배구조

4. 국민연금기금의 성격

4.1. 국민연금기금은 책임준비금의 성격으로 국민에게 지급될 돈으로 정부가 임시적으로 관리하는 자금이다.

제101조(기금의 설치 및 조성) ① 보건복지부장관은 국민연금사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 이 법에 따른 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서 국민연금기금(이하 이 장에서 "기금"이라 한다)을 설치한다. <개정 2008.2.29, 2010.1.18>

4.2. 국민연금기금은 국민의 돈이기 때문에 그 운용의 목적과 투자 수단이 법으로 엄격히 제한되고 있다. 따라서 기금 운용 시에 이를 벗어나 행동할 수 없고 투자로 파생된 권한을 직접적으로 정부가 활용할 수 없다.

제102조(기금의 관리 및 운용) ① 기금은 보건복지부장관이 관리·운용한다. <개정 2008.2.29, 2010.1.18> ② 보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대로 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 하여야 한다. 다만, 제2호의 경우에는 기획재정부장관과 협의하여 국채를 매입한다. <개정 2007.8.3, 2008.2.29, 2010.1.18> 1. 대통령령으로 정하는 금융기관에 대한 예입 또는 신탁 2. 공공사업을 위한 공공부문에 대한 투자 3.「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」제4조에 따른 증권의 매매 및 대여 4.「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」제5조제1항 각 호에 따른 지수 중 금융투자상품지수에 관한 파생상품시장에서의 거래 5. 제46조에 따른 복지사업 및 대여사업 6. 기금의 본래 사업 목적을 수행하기 위한 재산의 취득 및 처분 7. 그 밖에 기금의 증식을 위하여 대통령령으로 정하는 사업 ③ 제2항제5호와 제6호에 따른 사업 외의 사업으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 자산 종류별 시장수익률을 넘는 수익을 낼 수 있도록 신의를 지켜 성실하게 하여야 한다. 다만, 제2항제2호에 따라 기금을 「공공자금관리기금법」에 따른 공공자금관리기금(이하 "관리기금"이라 한다)에 예탁할 경우 그 수익률은 같은 법 제7조제2항에 따라 공공자금관리기금운용위원회가 5년 만기 국채 수익률 이상의 수준에서 대통령령으로 정하는 바에 따라 제103조에 따른 국민연금기금운용위원회와 협의하여 정한다. ④ 보건복지부장관은 기금의 운용 성과 및 재정 상태를 명확히 하기 위하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 기금을 계리(計理)하여야 한다. <개정 2008.2.29, 2010.1.18> ⑤ 보건복지부장관은 기금의 관리·운용에 관한 업무의 일부를 대통령령으로 정하는 바에 따라 공단에 위탁할 수 있다. <개정 2008.2.29, 2010.1.18>

4.3. 예컨대, ‘공공사업을 위한 공공부문에 대한 투자’가 가능하다고 해서 ‘국민연금기금운용위원회’가 공공부문의 투자에 대해 개입할 여지가 있는가에 대한 질문이 가능하다. 수익성을 판단해야 하지만 그 구체적 세부 사업에 대해 변경을 요청할 권한은 없다. 재무적 투자자로서 행위해야 한다.

4.4. 국민연금기금의 고갈 문제는 이미 수차례 지적됐고 이에 따라서 국민연금 개혁의 필

요성이 제기되고 있다. 따라서 법 상으로 현재 상황에서 수익을 극대화하기 위해 최선의 노력을 수행해야 한다.

5. 기금 운영의 주체가 보건복지부장관이다. 국민은 이를 해임할 권한이 없다. 결국 법에 의해서 정해진 권한 안에서 보건복지부장관이 수익을 최대화하기 위해 기금을 운용해야 한다.

5.1. 국민이 가지고 있는 주주권과 국민연금기금운용자가 가지고 있는 주주권의 권한이 다르다. 국민이 수탁자를 해임할 수 없다면 도덕적 해이가 발생할 수 있다. 일반 연금이나 투자기금과는 다르다. 이 경우 수탁자를 해임할 수 있다. 운용 책임을 물어 바꿀 수 있기 때문에 수탁자가 위탁자의 뜻에 따라야 한다. 국민연금과 같이 수탁자가 위탁자에 의해 바뀌지 않는다면 도덕적 해이는 불가피하다.

5.2. 도덕적 해이가 불가피하기때문에 법에서 강한 제한을 하고 재무적 투자자로서 역할을 하도록 규율하고 있다. 국민연금이 가지고 있는 주주권은 수동적인 그림자 주주권(shadow vote)으로서의 역할만을 해야 한다.

6. 현재 국민연금의 지배구조는 국민을 위해 의사결정을 할 수 있는 구조가 아니다.

6.1. 기금운용위원회는 정부가 장악하고 있는 구조이며 전문성이 유지될 수 없는 구조이다.

제103조(국민연금기금운용위원회) ① 기금의 운용에 관한 다음 각 호의 사항을 심의·의결하기 위하여 보건복지부에 국민연금기금운용위원회(이하 "운용위원회"라 한다)를 둔다. <개정 2008.2.29, 2010.1.18> 1. 기금운용지침에 관한 사항 2. 기금을 관리기금에 위탁할 경우 예탁 이자율의 협의에 관한 사항 3. 기금 운용 계획에 관한 사항 4. 제107조제3항에 따른 기금의 운용 내용과 사용 내용에 관한 사항 5. 그 밖에 기금의 운용에 관하여 중요한 사항으로서 운용위원회 위원장이 회의에 부치는 사항 ② 운용위원회는 위원장인 보건복지부장관, 당연직 위원인 기획재정부차관·농림축산식품부차관·산업통상자원부차관·고용노동부차관과 공단 이사장 및 위원장이 위촉하는 다음 각 호의 위원으로 구성한다. <개정 2008.2.29, 2010.1.18, 2010.6.4, 2013.3.23> 1. 사용자를 대표하는 위원으로서 사용자 단체가 추천하는 자 3명 2. 근로자를 대표하는 위원으로서 노동조합을 대표하는 연합단체가 추천하는 자 3명 3. 지역가입자를 대표하는 위원으로서 다음의 자 가. 농어업인 단체가 추천하는 자 2명 나. 농어업인 단체 외의 자영자 관련 단체가 추천하는 자 2명 다. 소비자단체 및 시민단체가 추천하는 자 2명 4. 관계 전문가로서 국민연금에 관한 학식과 경험이 풍부한 자 2명

③ 위원의 임기는 2년으로 하고, 1차만 연임할 수 있다. 다만, 위원장과 당연직 위원의 임기는 그 재임 기간으로 한다.
④ 위원장은 운용위원회의 회의를 소집하고 그 의장이 된다. <개정 2013.3.22>
⑤ 운용위원회의 회의는 연 4회 이상 개최하여야 하며, 재적 위원 과반수의 출석으로 개회하고, 출석 위원 과반수의 찬성으로 의결한다. 이 경우 출석하지 아니한 위원은 의결권을 행사하지 아니한 것으로 본다.
⑥ 보건복지부장관은 운용위원회의 요구에 따라 회의에 필요한 자료를 사전에 제출하여야 한다. <개정 2008.2.29, 2010.1.18>
⑦ 운용위원회의 구성 및 운영 등에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

6.2. 국민연금기금운용위원회가 구체적 경영권에 관한 협의를 할 수 있는 구조가 아니다.

6.2.1. 위원회가 논의할 수 있는 내용은 '기금운용지침에 관한 사항' '기금을 관리기금에 위탁할 경우 예탁 이자율의 협의에 관한 사항' '기금 운용 계획에 관한 사항' '제107조제3항에 따른 기금의 운용 내용과 사용 내용에 관한 사항' '그 밖에 기금의 운용에 관하여 중요한 사항으로서 운용위원회 위원장이 회의에 부치는 사항' 등으로 경영권과 관련하여 심의할 수 있는 구조는 아니다.

6.2.2. 기금운용본부도 개별 기업에 대한 세밀한 사항을 파악하고 이에 대한 경영적 판단을 할 수 있는 구조도 아니고 국민연금의 지배구조 상 경영권 개입은 법적 근거도 희박하다.

6.3. 실무평가위원회도 지속적으로 개별 기업을 모니터링하고 이에 따른 경영적 판단을 하는 데에는 전문성과 인력, 예산 등이 부족하며 실질적으로 판단할 수 있는 권한도 없다. 제104조에서 열거한 실무평가위원회의 심의평가 사항은 개별 경영권과는 관련이 없는 사항들이다.

제104조(국민연금기금운용실무평가위원회) ① 기금의 운용에 관한 다음 사항을 심의·평가하기 위하여 운용위원회에 국민연금기금운용실무평가위원회(이하 "실무평가위원회"라 한다)를 둔다.
1. 기금 운용 자산의 구성과 기금의 회계 처리에 관한 사항
2. 기금 운용 성과의 측정에 관한 사항
3. 기금의 관리·운용과 관련하여 개선하여야 할 사항
4. 운용위원회에 상정할 안건 중 실무평가위원회의 위원장이 필요하다고 인정한 사항
5. 그 밖에 운용위원회에서 심의를 요청한 사항

Ⅲ. 주주와 경영권의 이해: 사례분석

7. 국민연금 기금운용자는 주주가 아니다. 국민이 주주다. 수탁자로서 최선을 다해 투자해야 함에도 불구하고 수탁자로서의 부수적 권한을 부여받아 행사할 수 없다. 주가가 하락할 수 있는 투자처에 투자하지 않는 것이 의무이다.

8. 국민연금 기금은 책임준비금으로 국민에게 지급할 돈으로 다른 목적으로 사용될 수 없다. 재정 안정을 위해 최대한 큰 이익을 보기 위해 운용되야 할 당위성이 있어 기금운용 상의 위험은 적절한 수준에서 통제되어야 한다. 따라서 경영권에 적극 개입하는 전략적 투자자로서의 역할로 인해 많은 위험을 국민에게 부담시키고 도덕적 해이에 따른 부담을 전가하기보다는 재무적 투자자로서의 역할이 강조돼야 한다.

8.1. 국민이 교체하고 선택할 수 없는 수탁자에게 경영권 참여의 권한을 부여할 경우 극심한 도덕적 해이와 사적 자치의 원칙이 침해되고 더욱이 통제할 수도 없다는 점에서 문제는 심각할 수 있다.

8.2. KT&G의 인사개입 등의 의혹사건에서와 같이 국민연금을 동원한 경영 압박, 인사 개입, 그리고 일감몰아주기 등의 문제가 발생할 우려가 매우 크다.

9. 대한항공의 사례

9.1. 일부에서 대한항공의 사례를 들어 국민연금이 적극적으로 경영에 개입해야 한다고 주장하고 있다.

9.2. 사건의 개요를 보면 정치적 배경을 의심하지 않을 수 없다. 물컵을 던졌다는 의혹사건에서 출국을 정지하고, 구속영장을 신청하고, 휴대폰 등을 압수하며 8개월 간의 수사를 진행하였다. 결과적으로 무협의 처분이 내려졌다. 이 과정에서 대한항공의 주가가 심각하게 떨어졌다.

9.3. 과연 이 사건이 이사의 능력의 문제인지 아니면 정치적 개입으로 인한 주식시장의 우려인지가 불분명하다.

9.4. 이 사건이 작년 10월에 무협의 처분이 이루어지고 이후 주가는 다시 급등했다.

9.5. 국민연금이 가치 판단을 하여 경영에 개입하는 것은 법이 위임한 권한의 밖이고, 더욱이 자의적 잣대로 개입하는 것은 수익 극대화의 의무를 위반한 것으로 볼 수 있다.

9.6. 공직자 및 공기업 임직원의 파면 등의 사유는 미리 정해져 있고, 공기업 임직원이 집행유예를 받았다고 파면하는 것은 부당하다는 판결도 있기 때문에 대한항공의 사례는 경영개입이 얼마나 부적절한지를 보여 준다.

9.7. 정치적 개입으로 국민의 재산권이 침해되는 것을 방지해야 한다. 또한 정부의 경영권 개입은 부적절하고 부당하다. 국민연금기금의 운용 책임자는 보건복지부 장관이기 때문에 국민연금기금의 경영권 개입을 허락하는 것은 정부에게 민간 기업의 경영권에 개입하도록 허락하는 것과 같다.

Ⅳ. 국민연금 사회주의

10. 국민연금이 경영권에 개입하는 것은 관치이다. 개별 사건에서 개입하는 것도 관치이다. 모든 기업에 개입할 수 있다면 이것은 관치만이 아니고 사회주의 경제체제다.

10.1. 경영권은 기업을 지배하는 모든 권한이고 이는 이사회를 통해서 실현된다. 모든 기업들의 이사회가 국민연금에 의해 장악되는 것을 우리 경제 체제가 허용하고 있지 않다.

10.2. 국민연금기금의 경영권 개입은 현재도 법 상에서도 그 근거를 찾기 어렵다.

10.3. 더욱이 경영권 개입을 통해 일부 세력이 가지고 있는 가치를 기업 경영에 투영하려고 하는 것 자체가 월권이다.

11. 형법과 경영권의 관계

11.1. 경영자에 대한 자격을 어떻게 규율할 것인가. 이 자체가 문제적 발상이다. 형법으로 처벌해야 한다면 이를 처벌하면 된다. 범죄를 이유로 재산을 빼앗거나 경영권을 빼앗는 것은 용납될 수 없다. 공직자의 파면 사유보다 더 엄격한 잣대로 민간 기업의 경영자의 지위를 박탈해야 한다는 사고 자체가 전체주의적 또는 사회주의적 사고 방식이라고 볼 수 있다.

11.2. 정부가 경영권에 개입하여 경영자의 지위를 논한다는 것 자체가 문제를 야기시키고 문제를 해결하는 것이 아니라 문제를 더욱 복잡하게 만들 뿐이다.

Ⅴ. 맺음말

12. 국민연금의 경영권 개입은 법적으로 실질적으로 국민을 위한 길이 아니다. 도덕적 해이가 극심하여 국민경제를 벼랑으로 몰 것이다. 국민연금의 경영권 개입은 또다른 문제를 양산할 뿐이다.

13. 국민연금의 경영권 개입은 정부의 인사개입과 다름이 아니다. 민간의 창의가 어느 때보다도 절실한 지금, 국민연금의 경영권 개입은 시대착오적으로 반드시 막아야 한다. 경영권 개입은 처벌도 가능하다고 판단된다.

국민연금의 경영권 개입을 경계한다

전 삼 현
숭실대 법학과 교수

I. 문제제기

2019년 1월 16일 국민연금의 최고 의사결정기구인 기금운용위원회(기금위)가 스튜어드십 코드를 근거로 주주총회에서 한진칼·대한항공에 대한 적극적 주주권 행사 여부를 결정하기로 했다는 언론보도가 나온 바 있다.
이처럼 기금위가 오는 3월 주주총회 때 적극적 경영참여를 할 것을 결정하고자 하는 이유는 조양호 한진그룹 회장을 비롯한 오너일가의 사내이사 재선임을 막아야 한다는 기금위 일부 위원의 제안이 있었기 때문이라는 것이다.
한진그룹의 오너 일가의 갑질 논란이 사회적으로 물의를 일으키고 경영자로서의 자질은 물론이고 경영방식의 효율성 논란을 가져옴으로써 대한항공 등 한진그룹 전반에 걸친 신뢰를 훼손시킨 것은 사실이다.
그러나 이러한 사실들이 국민연금의 민간기업에 대한 경영권 개입을 정당화시키는 명분이 될 수 있는지에 대해서는 논란의 여지가 크다고 할 수 있다.
우선, 대통령이 임명하는 보건복지부장관이 위원장이고 당연직 공무원 위원과 보건복지부장관이 임명하는 기금위가 경영참여를 결정하는 것이 우리 헌법 제126조에 위배되는 위헌적 행위에 해당하는 것은 아닌지 면밀한 검토가 필요하다고 본다.
그리고 대한항공의 갑질 논란은 아직 당사자간에 민•형사소송이 진행되고 있는 전형적인 사적 분쟁인데 이를 이유로 국민연금이 경영참여를 결정하는 것은 향후 지속적으로 경영참여기준의 정당성 논란을 가져오는 계기가 되는 것은 아닌지 면밀한 검토가 필요하다고 본다.
또한 국민연금의 민간기업에 대한 경영참여 문제는 자칫하면 투자자·국가 간 분쟁(ISD: Investor-State Dispute)을 촉발하는 결과를 가져올 수 있는지 여부를 면밀히 검토하고 대안을 마련하는 것이 필요하다.
그 밖에도 국민연금의 경영참여를 위한 사전 조사 및 준비를 하는 과정에서 행정절차법상의 규율대상이 아님에도 불구하고 행정지도를 하는 결과를 초래해서 향후 지속적으로 직권남용 여부를 따지는 적폐논란을 가져 올 수 있다.
이번 기금위가 경영참여 여부를 결정하는 과정에서 위에서 언급된 문제들에 대하여 명확한 답을 찾고, 이에 대한 대안을 마련한 후 한진그룹의 오너일가의 이사선임에 반대할지 여부를 결정하는 것이 필요하다고 본다.

II. 쟁점검토

1. 위헌성 여부

스튜어드십 코드는 타인의 자금을 관리하는 기관투자자가 투자대상기업에 주주권을 행사할 때 지켜야 할 “주주권 행사지침”이라고 할 수 있다. 물론, 이러한 스튜어드십 코드를 도입하지 않더라도 국민연금은 상법에서 규정하고 있는 주주로서 투자대상기업에 대한 경영참여가 가능하며, 과거에도 주주총회에서 의결권을 행사하는 방법으로 경영참여를 해왔다. 그 이유는 국민연금가입자들이 납입한 연기금을 가지고 국민연금이 민간기업들에 지분투자를 하고 있으며, 제도적 제한이 없는 한 연금가입자들을 대신해서 투자대상기업의 주주로서 주주권을 행사하는 것이 법리상 가능하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 국민연금의 경영참여에 대해 논란이 많은 이유는 연금사회주의화에 대한 우려 때문이다.

물론, 우리 국민연금도 세계 각국의 공적 연금처럼 제도적으로 투자여부를 전적으로 민간기관에 위탁해야 이러한 논란으로부터 자유로울 수 있다고 본다. 그러나 현행 국민연금법 하에서 기금위가 국민연금의 경영참여를 결정하는 것은 헌법 제126조에 위반될 여지가 크다고 할 수 있다. 즉, 우리 헌법 제126조에서 “국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요로 인하여 법률이 정하는 경우를 제외하고는, 사영기업을 국유 또는 공유로 이전하거나 그 경영을 통제 또는 관리할 수 없다.”라는 규정에 위배되는 것으로서 대한민국의 헌법적 가치를 침해하는 결과를 가져올 수 있다.

따라서 국방상 또는 국민경제상 긴절한 경우에 한하여 국민연금이 직접적으로 의결권을 행사하고 여타의 경우에는 민간기관투자가인 위탁운용사에게 의결권을 위임하고 사후보고를 받도록 하는 것이 타당하다고 본다.

2. 사적 분쟁에 대한 과도한 정부개입

대한항공 사건은 2014년 오너일가의 구성원인 부사장(전)이 기내의 견과류 제공 서비스를 문제 삼아 항공기를 돌리고 사무장을 내리게 한 이른바 “땅콩회항사건”에서 비롯된 것으로 이해된다. 이 사건의 피해자로 알려진 사무장(전)의 경우에는 부사장(전)을 상대로 형사고발과 함께 민사소송을 모두 제기하였으며 현재도 소송이 종결되지 않은 것으로 알려지고 있다. 이는 이 사건이 전형적인 개인 간의 사적 분쟁사건이라는 것을 의미한다. 따라서 이러한 사적 분쟁에 대하여 최종 대법원의 판결이 내려지지 않은 상태에서 국민연금이 위법을 전제로 경영참여를 하는 것은 향후 국민연금이 어떠한 경우에 경영참여를 하는지 기준을 제시하는데 많은 어려움을 가져올 것으로 생각된다.

특히, 경영참여 기준을 명확히 마련하지 않은 상태에서 경영참여를 결정하는 경우 자칫하면 국민연금이 투자한 모든 기업들에 대한 경영참여를 결정해야 하며, 이를 위반한 경우에는 국정농단에 의한 적폐 논란을 가져올 수 있다는 점에서 매우 신중한 결정이 필요하다고 본다. 따라서 대한항공 등에 대한 국민연금의 경영참여문제는 사무장과 부사장 간의 사적 소송에 대한 대법원의 최종판결이 내려진 후 결정하는 것이 반드시 필요하다고 본다.

3. 투자자·국가 간 분쟁 (ISD)

2018년 4월 엘리엇 매니지먼트사가 정부를 상대로 "삼성물산과 제일모직 간 합병 과정에서 한국 정부의 불공정한 행위로 주주 권리를 제대로 행사하지 못했다"며 한국 정부를 상대로 투자자·국가 간 분쟁(ISD: Investor-State Dispute)방법으로 중재 신청을 했으며, 손해배상 청구 금액이 7억7000만 달러(약 8600억원)인 것으로 알려지고 있다. ISD는 외국에 투자한 투자자가 상대국가로부터 협정상의 의무나 투자계약을 어겨 손해를 입었을 경우 상대

국 정부를 상대로 제3자의 민간기구에 국제중재를 신청해 손해배상을 받을 수 있도록 하는 제도를 말한다. 이를 통해 해외투자자는 부당한 현지의 정책이나, 법으로 인한 재산상의 피해를 실효적으로 보호받을 수 있게 된다.
이는 국민연금이 경영참여의 목적으로 주주총회 등에서 적극적으로 의견을 개진하거나 의결권을 행사하는 경우 지속적으로 ISD가 제기될 가능성이 증가하고 있다는 것을 의미한다. 이러한 문제로부터 벗어날 수 있는 길은 기금운용위원회를 정부로부터 독립시키는 것이며, 기금운용본부를 국민연금으로부터 독립시켜 공사화하거나 민영화하는 방안을 모색하는 것이 시급하다는 것을 의미한다.

4. 경영권 개입에 의한 행정지도의 남용 우려

국민연금은 선진국의 연기금과는 달리 정부나 정치권으로부터 전혀 독립되어 있지 못한 것이 사실이다. 국민연금의 최고의사결정기관인 기금운용위원회의 구성을 보면 대통령과 복지부장관이 임명하는 위원들로 전원 구성되어 있다.
이러한 상황에서 경영참여가 결정된 기업의 경우에는 국민연금이 급여, 고용, 협력업체 지원활동, 이사회 독립성, 관계사 거래 비중 같은 비재무적 요소를 매년 평가해서 비공개대화를 하는 경우 행정지도와 같은 효과가 발생할 수 있다.
'행정지도'란 행정기관이 일정한 행정목적을 실현하기 위하여 특정인에게 일정한 행위를 하거나 하지 아니하도록 지도·권고·조언 등을 하는 행정작용을 말하며(행정절차법 제2조), 그 특성상 행정기관은 법적 책임을 부담하지 않으면서도 상대방의 동의를 전제로 행정목적을 쉽게 달성할 수 있다는 점에서 정부의 감독기관이 피감독자들의 사업활동에 개입하는데 널리 이용되는 제도이다. 특히, 사업조정 및 가격조정시 널리 활용하고 있는 제도이다.
법리상으로 이러한 행정지도는 형식적으로는 구속성이 없고 강제성이 없다고는 하지만, 인·허가권, 광범위한 감독권 등을 가지고 있는 행정기관의 행정지도는 사실상 구속적 효력이 있다. 따라서 사업자들이 이러한 행정지도를 '임의적인' 것으로 간주하고, 이를 거부하기란 용이하지 않다.
결국, 스튜어드십 코드를 통해 국민연금이 직접적으로 경영참여를 하지 않더라도 비공개대화라는 명분으로 투자대상회사의 임원들과 면담을 하는 과정에서 행정지도와 유사한 부작용이 발생해 시장이 크게 위축될 수 있다는 점을 고려해야 한다.
따라서 비공개대화라는 이름으로 행해지는 행정지도식의 부당한 경영간섭을 차단할 수 있는 제도적 장치의 마련이 시급하다. 기금운용위원회의 특별결의 요건을 객관적이고 구체적으로 정하는 것이 역시 시급하다. 법적 안정성이 확보돼야 기업들이 수익을 낼 수 있음은 물론이고 지속성이 담보될 수 있기 때문이다.

III. 결어

한진그룹의 오너 일가의 갑질 논란이 반복되어서는 안되는 것은 의심의 여지가 없는 사실이다. 그러나 이 사건을 빌미로 국민연금의 경영권 개입을 정당화하는 것은 더욱 큰 부작용을 가져 올 수 있다.
우리헌법 126조가 규정하고 있듯이 국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요가 있는 경우에만 국민연금이 경영참여를 할 수 있는 제도적 장치의 마련이 필요하다고 본다. 구체적인 방안으로는 기금운용위원회의 독립성확보가 우선이라고 할 수 있다. 그 다음에 경영권 개입을 논의하는 것이 순서라고 본다.

국민연금 기금운영위원회의 SC code에 기초한 대한항공 주주권행사 검토에 대한 의견

조 동 근
명지대 경제학과 명예교수

국민연금 최고위사결정기구인 기금운영위원회가 스튜어드십 코드(SC code)를 근거로 주주총회에서 한진그룹에 대한 적극적 주주권 행사를 검토하고 있는 것으로 전언되고 있다. 조양호 한진그룹 회장을 비롯한 오너(owner) 일가의 사내이사 재선임을 막아야 한다는 국민연금 기금운영위원회 일부 위원의 제안이 그 시발점으로 알려져 있다.

O 사회적 비난, 법적 처벌, 주총 아젠더를 혼돈(混沌)하는 나라

문제의 뿌리를 찾아가 보자. 조현아 당시 부사장의 소위 '땅콩회항' 사건이 발단이다. 조현아 부사장은 땅콩회항 사건으로 1심에서 징역 1년형을 선고 받고 복역 중 항소심에서 집행유예 (2015. 5.22)로 구속된 지 143일 만에 풀려났다.

쟁점은 '항로변경'에 대한 해석이었다. 항로변경에는 벌금형이 없다. 그만큼 항로변경은 위중한 범죄이기 때문이다. 그렇다면 항로변경을 '좁게' 해석해야 한다. "활주로에 들어선 비행기나 이륙한 비행기의 항로를 바꾸게 했다면" 이는 그 자체가 범죄다. 비행기 탈취행위이다. 하지만 "램프리턴과 같은 지상 계류장에서의 이동"을 항로변경으로 간주하고 징역을 살게 하는 것은 문제가 있다.

도덕과 법은 다른 척도다. 도덕적으로 비난 받을 짓을 했다고 그리고 눈살 찌푸리는 행동을 했다고 그 사람을 감옥에 가둘 수는 없다. 이번 땅콩 회황의 피해자는 강제로 시간을 지체 당한 승객이다. 동(同)사건이 승객의 고발에 의해 형사사건화된 것이 아니라면 계류장으로의 항로변경을 이유로 신체를 구속하는 것은 문제가 있다. 재벌 3세의 신중하지도 사려 깊지도 않은 오만방자함에 대한 도덕적 비난과 대한항공의 이미지 실추가 그녀의 행동에 대한 징벌이다.

그 후 조양호회장 일가는 여러 차례 사회적 물의를 일으켰다. 만약 사회적 물의가 현행법을 위반한 것이라면 그에 합당한 처벌을 하면 된다. 우리는 "사회적 비난, 법적 처벌, 주총 아젠더"를 혼돈(混沌)하고 있다. 사회적 비난과 법적 처벌이 미흡했는지 모르겠다. 그렇다치자 그렇다고 주총을 통해 또 다시 응징해야 하나. 이것은 층위(層位)가 다른 문제이다.

조양호 회장이 지배해 온 한진그룹의 경영성과가 경쟁업체에 비해 낮고 그것이 조양호 회장의 경영판단 실수에서 온 것이 아니라면 주총에서, 더욱이 기금운영위원회에서 조양호 회장의 진퇴를 거론하는 것은 매우 부적절한 처사이다. 만약 주주들이 조양호 체제를 받아

들이지 못한다면 이는 '사적자치'로서 존중되어야 한다. 하지만 공적기금인 국민연금에서 조양호 회장의 진퇴를 거론하는 것은 대한항공에 대한 부당한 경영참여로, 대한민국 헌법 제126조에 반(反)할 소지가 크다. 헌법 126조는 "국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요로 인하여 법률이 정하는 경우를 제외하고는, 사영기업을 국유 또는 공유로 이전하거나 그 경영을 통제 또는 관리할 수 없다"라고 기록하고 있다.

O '연금사회주의' 우려가 현실화되는 계기로 작용

국민연금의 스튜어드십 코드(주주권 행사지침) 도입으로 '연금사회주의'가 현실화될 수 있다는 우려가 제기되고 있다. '연금사회주의'란 민간기업의 주요 주주가 된 공적연·기금이 정치권의 영향을 받아 경영에 관여하게 되는 현상을 말한다. 연금사회주의는 피터 드러커가 1976년『보이지 않는 혁명: 연금기금주의는 어떻게 미국에 왔는가』에서 "사회주의를 노동자에 의한 생산수단의 소유로 정의한다면 미국이 지구상에서 최초의 진정한 사회주의 국가"가 될 것이라는 일갈(一喝)이 단초가 됐다.

보건복지부는 '국민연금 기금운용위원회'를 2018년 7월 23일에 열어 스튜어드십 코드 도입 안건을 통과시켰다. 국민연금의 주요 기업들에 대한 본격적인 경영 개입이 예고된 셈이다. 2018년 6월 기준으로 현재 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 기업은 299개, 10% 이상인 기업도 96개에 달한다. 국민연금의 의결권 행사 강화가 기업 경영을 좌지우지할 수 있다.

우리나라의 경우 국민연금의 의사결정구조가 정부나 정치권에 휘둘리기 쉬운 상황이라는 점에서 연금사회주의 우려가 증폭되고 있다. 현재 국민연금공단은 복지부장관이 최고의사결정기구인 기금운용위원회 위원장을 맡고, 국민연금공단 이사장을 임명한다. 최고투자책임자(CIO)인 기금운용본부장도 청와대가 검증하는 구조다. 이런 상황에서 국민연금의 스튜어드십코드 도입은 재벌개혁 등의 관치 수단으로 변질될 수 있다.

O '고객 돈의 재벌 사(私)금고화'를 격렬히 비판해 온 좌파

좌파경제학자들의 일관된 반(反)재벌정서의 뿌리는 "고객 돈으로 재벌체제를 공고히 했다는 것"이다. 이는 '고객 돈의 재벌 사(私)금고화'라는 악마의 단어로 주조(coining) 되었다. 엄격한 '금산분리'도 바로 이러한 재벌의 사금고화를 막는 제도적 장치인 것이다. 하지만 금산분리는 한국경제의 활력을 떨어뜨리는 자충수로 작용하고 있다. 이 자리에서 금산분리에 대해 상론할 겨를은 없다.

'고객 돈의 재벌 사금고화' 논리를 SC code에 적용하면, '국민 쌈지 돈을 재원으로 한 민간기업 경영간섭'과 다를 바 없다. 국민연금의 1차적 목표는 '국민의 노후 생활안정'이다. 국민연금을 통해 기업의 지배구조를 바꾸는 것을 비록 '부차적인 목표'로 삼았더라도, 이는 국민연금의 존재 이유를 망각한 것이다. 과잉개입금지 원칙을 위배한 것이다. 굳이 기업의 지배구조를 바꾸겠다면 상법, 회사법, 공정거래법 등 제도적으로 접근하는 순리이다.

O 국민연금을 재벌개혁 수단으로 여기는 것이 아닌 가 의심되는 국민연금

국민연금의 스튜어드십 코드를 주도할 '수탁자책임전문위원회'가 구성되었다.(2018. 10) 수탁자책임위는 기존에 국민연금 의결권행사를 자문하던 '의결권행사전문위원회'를 확대·개편한 것으로, 국민연금이 수탁자책임에 관한 원칙인 스튜어드십 코드를 도입하면서 만들어진 조직이다. 동(同)위원회는 국민연금의 주주권행사 및 책임투자 관련 주요사항을 검토하고 결정하는 핵심 역할을 수행한다. 당연히 위원회 구성이 중요하다. 동(同) 위원회는 14명 위원 중 9명이 정부와 산하 연구기관 추천이나 노동계 등 인사로 구성돼 있어 '기울어진 운동장'이 우려된다. '연금 사회주의' 우려가 현실화될 수 있다.

좌파들의 한국 재벌체제에 대한 평가는 극히 인색하다. 사라져야 할 비정형적 조직으로 인식되고 있다. 과연 그런 가. 반대 사례를 찾아보자.

미국의 대표적 제조기업인 '제너럴 일렉트릭'(GE)은 토마스 에디슨에 의해 1878년에 설립된 장수기업이다. GE는 미국 증시 다우존스지수에 1907년 11월 편입됐다. 미국 제조업의 아이콘인 GE가 다우존스에서 2018년 6월 퇴출됐다. 유수한 기업이 쇠몰(衰沒)하는 데에는 그만한 이유가 있다. '업(業)의 본질' 망각과 위험관리(RM) 실패가 GE몰락 불렀다. 삼성전자와 대비되는 대목이다. 결국 GE 쇠몰은 소유경영이 아닌 전문경영 체제의 한계일 수도 있다. 좌파의 시각에서 보면 GE 지배구조는 완벽하다. 그 자체가 전범(典範)이다. 순환출자도 없고 가공자본도 없고 지주회사로 출자 흐름도 투명하다. 그런 GE가 쇠몰한 것이다.

좌파학자들은 미국의 '사업부제'를 칭송해왔다. 한국의 계열구조가 '쥐꼬리만한 지분으로 경영전권을 휘두르게' 한다는 것이 주요 논거였다. 계열사는 회계적으로 독립된 법인이기 때문에 무임승자가 불가능한 장점을 갖고 있다. GE캐피털이 GE그룹 이익의 절반을 벌어드릴 때 다른 사업부서는 GE캐피털에 편승해 안주했다. 구조조정에 실기(失機)한 것이다. 사업부제를 채택하면, 구조조정을 할 때 특정사업부문을 '분사화' 해야 한다. 하지만 분사화는 그 자체로서 많은 '거래비용'을 지불해야 한다. 반면 계열조직은 이미 하나의 독립된 법인격을 갖기 때문에 분사화할 필요가 없다.

GE의 쇠몰은 '주주행동주의'에 시사하는 바가 크다. GE는 실적 부진을 겪는 상황에서도 2014~2016년 자사주 매입에 490억 달러를 지출했다. 2015년 GE주식 1.5%를 사들인 행동주의 투자자 트라이언펀드는 채권 발행을 통해 더 많은 자사주를 매입할 것을 요구했다. 기관투자가로부터 주가부양 압박을 받는 경영진 입장에서 자사주 매입은 마다할 이유가 없는 선택지다. 실적이 뒷받침되지 못한 주가가 지속적으로 상승할 수는 없다. 이멜트 회장 17년 임기 동안 GE주가는 8% 오르는 데 그쳤다. 하지만 같은 기간 S&P500지수는 214% 상승했다. 전문경영, 주주행동주의 예찬론자가 답해야 할 차례다.

기업지배구조에는 정답이 없다. 만약 존재한다고 믿는다면 치명적 인식오류를 범하는 것이다. 모범지배구조를 찾거나 설계하려하지 말고, 높은 수익성을 올리고 장수하는 기업의 지배구조를 거꾸로 벤치마킹하는 정책적 겸손함이 필요하다. 최근 '경제민주화법'의 이름으로 발의된 기업지배구조개선 법안은 '설계주의'의 발로로, '과장되게 표현하면' 모두 쓰레기

법안인 것이다. 국민연금의 SC code 시행은 기업지배구조개선이라는 명분으로, 기업에게 맞지 않는 옷을 강요하는 오류를 범하는 통로가 될 수 있다.

O SC code의 본질: '집사'는 선한 이타적 존재인가

이타적 인간은 존재하지 않는다. 존재하더라고 이기적 인간을 상정하고 정책을 설계해야 실패를 최소화할 수 있다. "내 돈 내고 남의 도움 없이 내 능력으로 직접 내 사업을 경영할 수 있다면" 최선일 것이다. 그러면 구멍가게 밖에 할 수 없다. 남의 돈에 의존하고 남의 지식에 의존해야하기 때문에, 원하지 않음에도 '주인-대리인' 문제가 발생하는 것이다.

지배구조에 관한 대리인 이론(agency theory)은 비대칭적 정보와 이해충돌을 전제한다. '주인'은 '대리인'에 비해 열등한 존재이다. 골리앗 같은 대리인은 주인의 이익에 반해 행동할 충분한 유인을 갖고 있다. 주주와 경영자를 '주인-대리인' 관계로 보면 대리인의 일탈을 막기 위한 장치를 만드는 것이 중요하다. 이사회는 주주를 대신해서 경영자를 감독하고 통제해야 한다. 이사회의 과반수는 사외이사로 구성되어야 하며 이사회 의장과 CEO는 분리되어야 한다.

기관투자가 역할을 추가하면 기관투자가는 최종 투자자의 관점에서 볼 때 '또 다른 대리인'일까 아니면 청지기(집사)일까? 반듯이 후자란 법은 없다. 기관투자가는 개인 또는 법인들의 여유자금을 주로 유가증권에 투자해서 수익을 내는 법인형태의 투자가이다. 은행, 증권회사, 보험회사, 투자 금융회사, 연기금 등이 여기에 해당한다. 따라서 사적 목표를 가진 기관투자가청지기란 보장은 없다.

기관투자가가 들어오면 기업지배구조는 2단계로 확장된다. '최종 투자자(예: 국민연금 가입자) ⇔ 기관투자가(예: 국민연금 수탁자책임위) ⇔ 상장회사 경영자'로 한 단계 더 확장된다. SC이론은 첫 번째(최종 투자자 ⇔ 기관투자가) 관계에서 기관투자가에게 집사의 지위를 부여하고 두 번째(기관투자가 ⇔ 회사 경영자) 관계에서는 경영자를 대리인으로 본다. 하지만 이는 정확한 설정일 수 없다. 복(複)대리인 관계로 볼 여지가 충분하기 때문이다.

SC이론에 따르면 "기관투자가는 집사라는 완장을 차고 대리인을 더 면밀하게 감독하고 간섭하라"는 것이다.(황인학) 하지만 기관투자가는 단기이익 실현에 주력하면서 기업의 장기가치 지향 투자를 저해하고, 분기 자본주의(quarterly capitalism)을 확산시키는 주범으로 지목되기도 하고 고객에 대해서는 수탁자의 책임을 충실하게 이행하지 않는다는 비판을 받고 있다. 기관투자가 자체의 대리인 문제가 심각하다는 비판이다.

따라서 필요한 것은 오히려 기관투자가의 지배구조와 자산운용 투명성 개선 등의 논의이다. 그럼에도 SC는 이에 대한 언급 없이 기관투자가의 위상을 대리인에서 집사로 변경하고 있다. SC는 최종 투자자와 기관투자가 사이에는 집사 이론을, 기관투자가와 회사 경영자 사이에는 대리인 이론을 차등적으로 적용하고 있다. "나를 믿어달라면서 그것에 기대어 남을 감독하겠다는 것"이다. 그 과정에서 집사의 사적 이익을 추구한다면 문제는 심각해진다.

O 전문성 없는 해외 의결권 자문사들이 상장기업 투자 좌우할 것

경영보다는 배당을 목적으로 한 기관투자가가 코드에 따라 의결권을 행사하려면 안건 내용을 파악해야 하고, 이를 위해 기업과 협의해야 하는 상황이 전개된다. 이는 기관투자자들에게는 번거롭고 귀찮은 의무와 책임일 뿐이다. 과거에는 기업의 재무적 경영 성과만 분석하면 충분했으나 이제는 전략, 지배구조, 기업문화 전반을 추가로 파악해야 하는 부담이 주어진다. 중요한 것은 기관투자자들에게 그러한 능력이 없다는 것이다. 결국 기관투자자는 상업논리에 기초해 만들어진 의결권 자문사의 서비스를 이용하려 할 것이다.

그러한 상황에서 기관투자자들은 전문성이나 경험이 부족한 국내 자문사보다는 ISS, 글래스루이스 등 글로벌 의결권 자문사를 더 많이 활용하려 할 것이다. 과연 해외 의결권 자문자들에게 전문성, 공정성은 충분히 있을까. 해외 자문사들의 경우 한국 사정을 제대로 모른 채 외국인 투자가의 이해관계를 대변할 우려마저 존재한다. 의결권 행사에 절대적 영향력을 미치는 자문 서비스가 부실할 경우 주주가치의 훼손은 물론이고 기업의 장기적 발전도 저해될 것이다.

스튜어드십 코드는 헤지펀드 등 투기자본의 단기 이익 추구 행위로 이어질 수 있다. 투기자본의 기본적 행태는 단기 이익을 추구하며 기업 성장에 필요한 전략적 투자보다는 고배당에 더 관심을 갖기 때문이다. 연금 스튜어드 코드십은 경영권 방어에 그렇지 않았으면 실질 경쟁력을 높이는 데 지출되었을 자원을 쏟아 붓게 한다.

O 국민연금의 의결권을 제한하는 역발상도 필요.

SC code는 공적 연·기금 보다 민간 기관투자자에 더 적합한 모델이다. 기관투자가의 청지기 역할을 강조하려면 민간 기관투자자의 SC가 우선되어야 한다. 정부는 권력을 행사할 수 있기 때문에 시장 중립적인 행태를 견지하는 것이 중요하다. 만약 정부가 국민연금을 통해 사외이사 등 인사에 개입하고 주요 사업과 투자를 간섭할 경우 기업의 경영 자율성은 그만큼 훼손될 여지가 크다. 문제는 경영 실패가 발생할 경우 누가 책임을 질 것인가라는 문제다. 잘못은 관치에 휘둘린 연기금이 저지르고 책임은 기업의 경영자가 지는 상황이 발생할 수 있다.

한편 공적 연·기금에 SC code를 도입하면 '공공성'이 지나치게 과장될 위험이 있다. 이윤만 추구하지 말고 사회적 가치에 눈을 돌리라는 식이다. '위탁자의 재산을 돌보는 사람'으로서 청지기라면 '문제를 좁혀야' 한다. 그렇지 않으면 본말이 전도될 수도 있다.

경제민주화법에는 민간기업의 의결권을 제한하는 조치가 많이 들어와 있다. 감사를 선임할 때 지배주주의 의결권을 3%로 제한하는 것이 그 사례이다. 그렇다면 정부의 국민연금을 통한 민간기업 경영 개입을 제어하기 위해서 '국민연금의 의결권'을 제한하는 것을 심도있게 논의할 필요가 있다. 의결권 행사 한도를 5%로 제한하는 것이 대안이 될 수 있다.//

국민연금의 경영권 개입을 경계한다

최 완 진
한국외대 법학전문대학원 명예교수

1. 기관투자자의 의결권 행사를 적극적으로 유도하기 위한 ‘스튜어드십 코드’가 2016년 12월 19일 공표되어 시행되고 있다. ‘스튜어드십 코드’는 연기금, 보험사, 자산운용사 등 기관투자자들이 기업의 의사결정에 적극 참여해 주주로서의 역할을 충실히 수행하고 위탁받은 자금의 주인인 국민이나 고객에게 이를 투명하게 보고하도록 하는 일종의 가이드라인이다. 즉 ‘스튜어드십 코드’는 ‘해당기업이 싫으면 주식을 팔고 떠나면 된다.’는 소위 ‘월스트리트룰(Wallstreet Rule)’과 달리 기업지배구조와 주주정책 개선을 위해 지속적으로 대화와 점검을 한다는 원칙이라고 말할 수 있다.

2. ‘스튜어드십 코드’는 연성규범으로서 주주활동에 있어 무임승차 문제를 완화하여 기업지배구조를 개선하고자 하는 현행법의 한계를 보완해주는 의미가 있다. 즉 ‘스튜어드십 코드’는 기관투자자가 기업의 의사결정에 적극 참여하여 기업 대주주의 전횡을 막고 계열사에 대한 편법지원 등 불투명한 경영을 견제하는 것이 주요 취지이다. 그러나 이러한 ‘스튜어드십 코드’가 이러한 취지에 부합되는 실효성 있는 수단인지에 대해서는 아직도 많은 논란이 제기되고 있다. 기업이 활발한 경영활동을 통하여 주주의 이익을 극대화하고 종업원의 근로조건을 개선하고 소비자들에 대한 서비스 향상 및 품질 제고를 도모하는 것은 적극 장려되어야 할 사항이다. 문제는 기업이 기업활동을 통하여 회사자금 유용, 계열사 부당 지원, 경영권의 편법 승계 등 사익을 추구하는 행위를 방지하는 장치를 마련하는 것이다. 따라서 이 제도를 운영함에 있어서는 ‘스튜어드십 코드’가 사익추구행위가 아닌 일반적 기업의 정상적 경영활동까지 위축시키는 부작용이 발생하지 않도록 유의하여야 한다. 실제로 사익추구를 비롯한 기업의 탈법적 행위는 기존의 자본시장법이나 공정거래법, 형법, 특정경제범죄가중처벌법 등의 여러 제재수단을 통하여 충분히 해결될 수 있다고 생각한다. 따라서 ‘스튜어드십 코드’는 긍정적인 기업활동의 실효성을 극대화하고 부작용을 최소화하는 방향으로 운영하여야 한다는 점에 주목해야 할 것이다.

3. 국민연금기금의 주주권행사와 관련하여 주주권을 적극적으로 행사해야 한다는 견해와 주주권의 행사에 신중을 기해야 한다는 견해가 대립되고 있다. 즉 적극적 행사를 주장하는 견해는 대체로 주주권 행사가 열악한 기업지배구조를 개선하고 장기투자자인 국민연금기금의 가치를 높일 수 있는 방법이라고 주장하고 있고, 신중한 주주권 행사를 주

장하는 견해는 국민연금기금의 주주권 행사가 정부로부터 완전히 독립하지 못한 상태에서 이루어지기 때문에 정부의 영향력이 기업에게 미칠 수 있다는 우려를 이유로 들고 있다. 국민연금기금의 주주권 행사에 정부나 정치권이 개입하게 되면 기업경영의 자율성을 침해할 가능성이 높다. 따라서 국민연금기금의 지배구조가 독립적인 상태로 유지될 수 있도록 하는 선결조치가 이루어져야 할 것이다.

4. 최근 보도를 보면 국민연금이 '스튜어드십 코드'를 앞세운 경영참여형 주주활동에 시동을 걸었다고 한다. 국민연금은 오는 12일, 최고의사결정기구인 기금운용위원회를 열어 한진칼, 대한항공에 대한 주주권 행사여부와 행사범위를 논의한다고 한다. 국민연금과 국민연금 위탁운용사들의 적극적이고 독립적이며 공정한 의결권 행사를 유도하기 위해서는 공신력과 전문성을 갖춘 주총의안 분석기관의 서비스를 활용할 필요가 있으며, 이러한 공정성과 신뢰성을 갖춘 독립적 전문기관에서 객관적이고 전문적인 주총의안 분석을 수행하여야 한다. 아울러 '스튜어드십 코드'의 운영과정에 있어서도 기관투자자의 상이한 사업모델, 투자정책에 따라 자율적 · 탄력적 운영을 통하여 연성 규범이 갖는 자율성과 유연성이 보장되도록 할 필요가 있다.

5. 국민연금은 국민의 안정적 노후소득을 보장하기 위해 도입된 것이다. 세계 3대 연기금 중의 하나로 2185만 가입자와 635조의 기금을 보유한 국민연금이 그 위상에 걸맞은 운영체계와 인력을 갖추었는지는 의문이다. 현재 국민연금 수익률은 1.16%로 추정되고 있고, 2013년 3차 재정추계 당시의 전망치인 7.26%의 6분의 1도 되지 않는 것으로 나타나고 있다. 기금 수익률이 예상보다 1% 포인트 하락하면 기금 고갈 시점이 5년 앞당겨진다는 예상치가 나오는 것을 고려할 때 이는 충격적인 수치이다. 국민연금 자체의 수익성 확대를 위한 투자 전략 수립과 포트폴리오 조정이 필요한 시점이다. 수익률 제고를 위해서는 기금 운용의 전문성과 독립성이 갖추어져야 하는데, 기금 운용에 있어 책임과 권한이 명시되어 있지 않아 위험통제에만 집중하게 되어 신속하고 효율적인 투자결정이 어려운 상황이다. 따라서 국민연금은 '스튜어드십 코드' 도입, 사회적 책임투자 강화 등과 같은 공적 기금의 역할 뿐만 아니라, 사회 변화에 걸맞은 자체적 개혁에 매진하여 국민연금의 본연의 자세에 충실할 수 있도록 계속 노력해야 할 것이다.

6. 국내 주식시장 시가총액의 7%에 육박하는 국민연금이 주주권 행사에 적극 나서게 되면 기업들에게는 상당한 부담요인이 될 것으로 전망된다. 따라서 국민연금의 경영참여는 수탁자책임원칙에 따라 주주권을 행사하는 과정에서 개별 기업의 경영활동에 과도하게 개입하거나 시장을 교란시키는 일이 없도록 공정하고 투명하게 운영되어야 할 것이다. 정부나 정치권의 영향에서 완전히 벗어날 수 있도록 국민연금기금운영위원회의 조직을 근본적으로 개편하여 독립성과 안정성을 확보하여야 한다. 기관투자자의 적극적 의결권 행사는 어디까지나 최종 수익자의 이익을 최우선적으로 고려하여야 하고 정치적 목적은 배제되도록 특별히 유의할 필요가 있다.

7. ‘스튜어드십 코드’와 관련해 간과하지 말아야 할 점은 제도 도입 자체보다도 사후 점검이 더 중요하다는 점이다. ‘스튜어드십 코드’는 기관투자자들이 채택 가능한 코드를 뽑아서 쓰는 형태이기 때문에 도입 자체가 어려운 것이 아니라 코드를 잘 이행하고 있는지 점검하는 것이 필요하다고 본다. 따라서 ‘스튜어드십 코드’ 관련 거버넌스를 확립하는 것이 요구되는데 의결권 행사 결정 과정에서 독자적 의사결정을 내릴 수 있도록 독립성이 보장되는 준법감시기구 내지 별도의 내부 독립 기구가 필요하고 ‘스튜어드십 코드’의 기준, 현황 등에 대한 정보공시를 일관되게 책임지는 시스템이 완비되어야 할 것이다. 참고로 ‘스튜어드십 코드’의 원조인 영국에서는 준 공적기관 성격의 재무보고위원회(FRC)가 개별 기관투자자들에 대한 코드 이행평가 결과를 공개하고 있다. 우리나라도 향후 코드 이행을 점검할 제3의 중립적인 독립 기관의 신설을 검토할 필요가 있다.

<MEMO>

바른사회시민회의
바른사회
CITIZENS UNITED FOR BETTER SOCIETY

· 지배구조포럼