

바른사회시민회의 정책토론회

3월 주총, 국민연금 경영개입 쟁점과 전망

일시 2019년 2월 20일(수) 14:30~17:00

장소 프레스센터 19층 매화홀

주최  바른사회
바른사회시민회의

■————— 순 서 —————■

■ 사 회

- 김 영 용 (전남대 경제학과 명예교수)

■ 주제발표

- 조 동 근 (명지대 경제학과 명예교수)
- 황 인 학 (한국기업법연구소 수석연구위원)
- 전 삼 현 (숭실대 법학과 교수)
- 박 진 식 (변호사)
- 전 지 현 (변호사)

■ 질의·응답

■ 폐 회



■ 목 차 ■

■ 주제발표

국민연금 주주권 행사 관치수단화를 경계 한다 9

- 조 동 근 (명지대 경제학과 명예교수)

스튜어드십 책임론의 오해와 이해: 국민연금기금 스튜어드십 행동주의는 바람직한가? .. 29

- 황 인 학 (한국기업법연구소 수석연구위원)

국민연금 주주권행사 방법의 적절성 검토 31

- 전 삼 현 (숭실대 법학과 교수)

국민연금의 주주권 행사의 문제점: 제일모직, 삼성증권 합병 사안에 비추어 ... 41

- 박 진 식 (변호사)

스튜어드십코드 도입의 필요성과 법적 개선방안 51

- 전 지 현 (변호사)



■ 정책토론회

주제발표

- 조 동 근 명지대 경제학과 명예교수
- 황 인 학 한국기업법연구소 수석연구위원
- 전 삼 현 숭실대 법학과 교수
- 박 진 식 변호사
- 전 지 현 변호사

국민연금 주주권 행사 관치수단화를 경계 한다
- 국민연금의 '한진KAL 적극적 주주권 행사' 사례분석 -

조 동 근
명지대 경제학과 명예교수

I. 이 글의 목적

2019년 2월 1일 국민연금 기금운용위원회는 대한항공의 지주회사인 한진칼(KAL)에는 '최소한의 적극적 주주권 행사'를 대한항공에 대해서는 '비(非)경영 참여적' 주주권 행사를 의결했다. 비경영 참여적 주주권 행사는 대한항공을 '중점관리'기업으로 지정 하겠다는 것이다.

한진칼(KAL)에 대한 국민연금의 최소한의 적극적 주주권 행사목적은 '정관변경을 위한 주주제안'을 통해 조양호 한진그룹 회장의 사내이사 연임을 막겠다는 것이다. 정관 변경은 "횡령·배임으로 회사에 손해를 끼친 경우 금고 이상의 형이 확정됐을 때 이사에서 결원된 것으로 본다"는 것이다. 따라서 '정관변경이 이뤄지고 재판 중인 조양호 회장의 혐의가 확정되면' 조 회장은 이사직에서 물러나야 한다.

이 글의 목적은 한진KAL의 사례를 중심으로 '국민연금의 경영권 개입'을 비판적으로 고찰하는 데 있다. 구체적으로 다음의 8개 질문을 제기한다.

- 질문 1) '오너 갑질'로 인한 기업가치 하락을 특정할 수 있는 가?
- 질문 2) 국민이 국민연금에 의결권 행사를 위임했는 가?
- 질문 3) 스튜디오십코드 도입, 기금운용위원회 고유권한 인가?
- 질문 4) 국민연금 의결권행사의 지배구조, 기울어진 운동장은 아닌 가?
- 질문 5) 스튜디오십 코드, 공적 연기금을 대상으로 설계된 것인 가?
- 질문 6) '집사'는 선(善)하고 이타적 인가?
- 질문 7) '집사'는 전지(全知)한가?
- 질문 8) 의결권자문사의 이해충돌을 피할 안전장치 있는가?

II. 사회적 비난, 법적 처벌, 주총 아젠더의 혼돈(混沌)

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

항소심에서의 쟁점은 '항로변경'에 대한 해석이었다. 항로변경에는 벌금형이 없다.

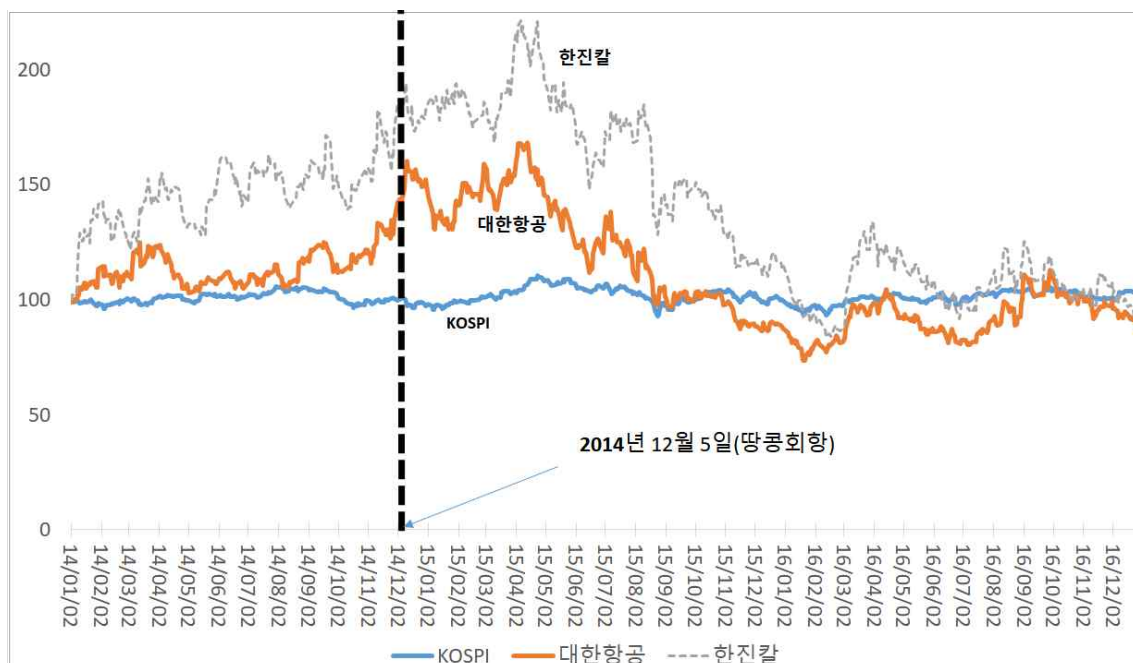
그만큼 항로변경은 위중한 범죄이다. 그렇다면 항로변경을 ‘좁게’ 해석해야 한다. “자동차로 치면 후진에 비견되는 계류장에서의 리턴”을 항로변경으로 간주해 인신을 구속하고 징역을 살게 하는 것은 문제가 있다. 그 후 조양호 회장 일가는 연이어 사회적 물의를 일으켰다. 조양호 회장부인의 거친 언사, 조현민의 ‘물 컵 투척’이 그것이다.

도덕과 법은 다른 척도다. 도덕적으로 비난 받을 짓을 했다고, 눈살 찌푸리는 행동을 했다고 그 사람을 감옥에 가둘 수는 없다. 재벌 3세의 신중하지도 사려 깊지도 않은 행동에 대한 도덕적 비난과 대한항공의 이미지 실추가 그녀의 행동에 대한 징벌일 것이다. 사회적 물의가 현행법을 위반한 것이라면 그에 합당한 처벌을 하면 된다. 우리는 “사회적 비난, 법적 처벌, 주총 아젠더”를 혼돈(混沌)하고 있다. 오너 일가의 갑질에 대한 사회적 비난과 법적 처벌이 미흡했다고 여겨졌을 수도 있다. 그렇다고 주총을 통해 조양호 일가를 다시 응징하는 것이 맞는가. 이것은 층위(層位)가 다른 문제이다. 사회적 비난과 법적 처벌은 ‘공적 영역’이다. 하지만 주주총회는 이해관계자의 ‘사적자치’ 영역이다. 따라서 이해관계자인 주주 이외의 ‘제 3자 관여’는 범주의 오류를 범하는 것이다. 조양호 일가에 대한 응징은 사회적 비난이든 법적 처벌이든 ‘공적 영역’에 국한되어야 한다.

1. 오너 갑질과 기업가치 하락

질문1. ‘오너 갑질’로 인한 기업가치 하락을 특정할 수 있는 가?

<그림-1> 땅콩회항 이후 대한항공, 한진칼의 주가 추이



주: 2014년 거래개시일 주가=100.0 자료: 코스피 이하 같음

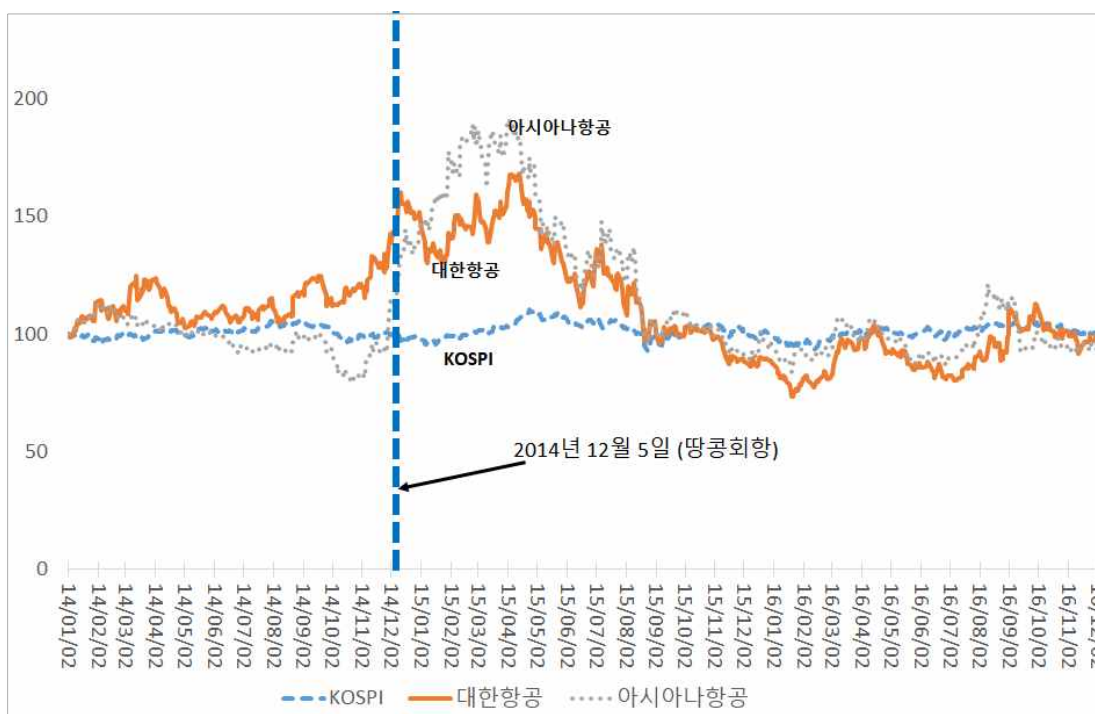
‘오너(owner) 리스크’는 재벌 공격의 선봉에 나선 좌파의 전가(傳家)의 보도(寶刀)다.

2019년 1월 16일 국회의원 회관에서 열린 ‘대한항공 정상화를 위한 국민연금의 역할’ 토론회에서 민변 소속 김남근 변호사는 “대한항공 이미지뿐 아니라 기업가치를 추락 시킨 조 회장 일가와 그들을 견제·감독하지 않은 대한항공·한진칼 이사들에 대해 재선 임 반대 및 해임 등으로 경영상의 책임을 물어야 한다”고 주장했다. 좌파들은 ‘오너 갑질이 기업가치와 주주가치를 추락시켰다’고 입을 모은다. 하지만 주장은 있되 논거는 없다.

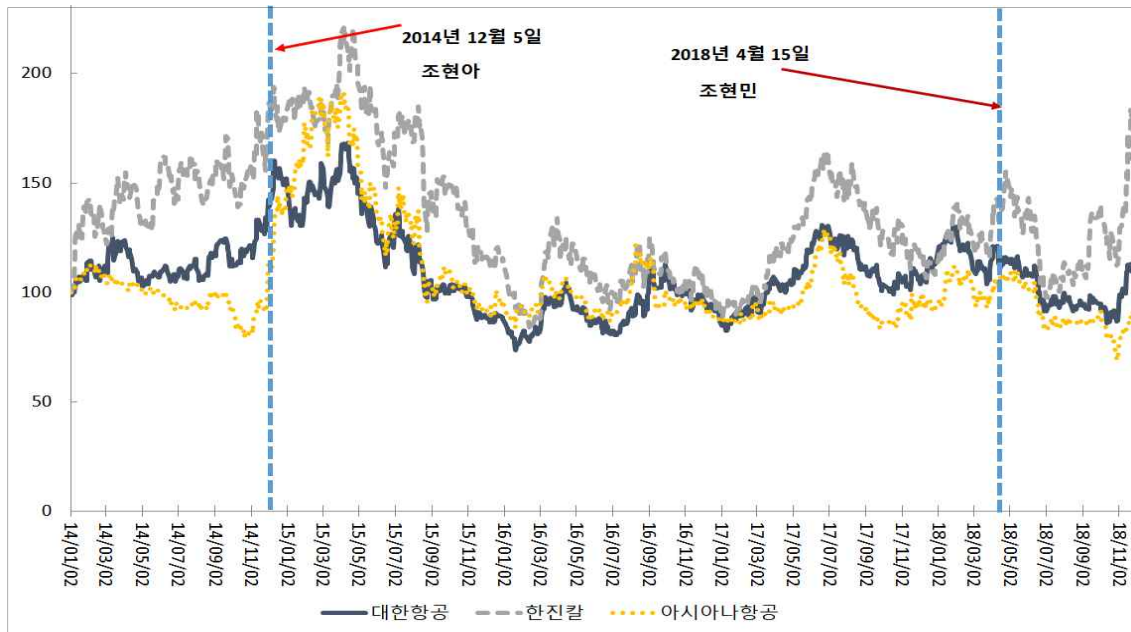
조현아 땅콩 회항은 2014년 12월 5일에 발생했다. <그림-1>은 2014. 12. 5일을 사건(event)일로 땅콩회항 이후 대한항공, 한진칼의 주가 추이를 나타낸 것이다. <그림-1>은 2014년 거래개시일 주가를 100으로 표준화해 표시했다. 그림에서 사건일 이후 대한항공 주가는 떨어지는 것으로 나타났다. 그럼 한진그룹의 지주회사인 ‘한진칼’의 주가를 보자. 오너 리스크가 작동했다면 한진그룹 지주회사 주가는 폭락했어야 맞다. 하지만 그림에서 보듯이 ‘한진칼’의 주가는 2015. 5월까지 오히려 상승했다. 주가 또는 시가총액을 주주가치의 대리변수로 본다면, 좌파주장은 너무 거칠다. 주가를 결정하는 수없이 많은 변수를 차치하고 ‘오너의 갑질이 주주가치를 떨어뜨렸다’는 주장은 너무나 무딘 칼(刀)이 아닐 수 없다.

이번에는 땅콩회항 이후 대한항공과 아시아나항공의 주가 추이를 보자. 대한항공 오너 일가의 갑질이 경쟁사인 아시아나 항공사에 반사이익을 가져왔는가를 살펴보자. <그림-2>에서 보듯이 2014년 12월 5일을 기점으로 대한항공의 주가는 내려오고 아시아나항공의 주가는 올라갔다. 아시아나항공의 주가 상승이 대한항공 오너 갑질에서 비롯된 것이라면 아시아나항공 주가는 계속 고공행진을 해야 한다. 하지만 그렇지 않다. 아시아나항공이 지속적으로 반사이익을 얻지 못했다면 ‘오너 갑질에 의한 기업가치 훼손’ 주장은 설득적이지 않다.

<그림-2> 땅콩회항 이후 대한항공, 아시아나항공 주가추이



<그림-3> 오너 갑질, 대한항공, 한진칼, 아시아나항공 주가추이



<그림-3>은 코스피 지수를 빼고, 조현아 땅콩회항, 조현민 물컵 투척을 기준으로 대한항공과 한진칼 그리고 아시아나항공 주가 추이를 표시한 것이다. <그림-3>에서 보듯이 조현민 물컵 투척(2018, 4,15)을 기준으로 한진칼과 대한항공의 주가는 하락했다. 그렇다면 경쟁사인 아시아나항공의 주가는 상승해야 한다. 하지만 아시아나항공의 주가도 동반하락했다. 오너의 갑질이 주주가치를 하락시킨 것이 아니라는 또 다른 반증이다.

<그림-4>는 대한항공, 한진칼, 아사아나항공의 주가를 표준화하지 하지 않고 '원래의 주가'를 그대로 표시한 것이다. <그림-4>에서 보듯이 대한항공과 아시아나항공의 주가는 비슷한 등락 패턴을 보이고 있다. 두 항공사 공히 2015년 1/4분기, 2017년 2/4분기 이후, 2018년 2/4분기 직전에 높은 주가를 실현하고 있다. 이는 두 항공사의 주가를 결정하는 요인이 크게 다르지 않다는 것을 의미한다. '오너 일가의 갑질이 기업가치를 떨어뜨렸다'는 주장은 논거를 갖추지 못한 그렇게 믿고 싶은 '값싼 예단(豫斷)'(cheap talk)에 지나지 않는다.

<그림-4> 대한항공, 한진칼, 아시아나항공 주가 추이(원계열)



<표-1> 항공사간 재무지표(수익성) 비교

	2016.12 (IFRS 연결)		2017.12 (IFRS 연결)		2018.12(e) (IFRS 연결)	
	대한항공	아시아나	대한항공	아시아나	대한항공	아시아나
매출액총이익률	19.58	14.82	17.38	14.23	16.10	13.34
영업이익률	9.55	4.45	7.77	4.43	5.86	3.67
ROE	-27.24	5.72	29.37	24.66	-2.26	0.61
ROA	-2.31	0.60	3.30	2.96	-0.31	0.13

자료: comp.wisereport.co.kr

<표-1>은 대한항공과 아시아나항공 간 수익성을 비교한 것이다. 대한항공의 시가총액이 아시아나에 비해 크게 차이가 남에도 불구하고 IFRS연결기준으로 2016년, 2017년, 2018년 3년간 대한항공의 매출액총이익률과 영업이익률이 아시아나항공에 비해 유의미하게 높음을 알 수 있다. 재무적 변수가 반영된 ROE(return on equity)와 ROA(return on asset)를 기준으로하면 대한항공의 성과가 아시아나항공보다 반듯이 좋다고 할 수는 없다. 매출총이익률과 영업이익률은 그 기업의 '실물경쟁력'을 나타내는 지표로 기업가치(주가)를 결정하는 가장 중요한 요인이다.

대한항공에 이해중립적인 외국인 기관투자자에게 “<표-1>로 요약되는 성적표를 보이고 조양호 회장을 불신임하겠나”고 묻는다면 어떤 대답이 나올 가. 민변 또는 참여연대에 비친 대한항공과 한진칼의 이미지가 절대적일 수는 없다. 조양호 회장의 진퇴여부는 조양호 회장의 경영성과에 기초해 이해당사자인 주주들이 자율적으로 판

단하도록 놔두어야 한다. 개인의 일탈과 그 개인이 속한 기업의 성과는 별개이어야 한다. 양자가 별개임을 받아들일 때 그 만큼 불확실성이 줄어든 것이다.

현재 조양호 부회장의 배임·횡령 혐의에 대한 재판이 진행 중이다. 이 같은 상황에서 “조양호 회장이 금고이상의 형이 확정되면 이사직을 박탈한다는 정관변경”의 주주제안은 재판에 영향을 미칠 수도 있다. 조양호 회장이 재판이 확정된 후 정관변경을 해도 늦지 않다. 또 그렇게 하는 것이 상식이고 정석이다. 국가권력의 대리인인 국민연금이 경영에 개입하는 것은 결코 바람직한 일이 아니다.

조양호 회장이 지배해 온 한진그룹의 경영성과가 경쟁업체에 비해 낮고 그것이 조양호 회장의 경영판단 실수에서 온 것이 아니라면 주총에서 ‘오너 갑질’을 문제 삼아 공권력인 보건복지부(국민연금)가 조양호 회장과 다투는 것 자체가 어불성설인 것이다. 이 같은 다툼은 대한민국 헌법 제126조에 반(反)할 소지가 크다. 헌법 126조는 “국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요로 인하여 법률이 정하는 경우를 제외하고는, 사영기업의 국유 또는 공유로 이전하거나 그 경영을 통제 또는 관리할 수 없다”라고 기록하고 있다. 주총에서 조양호 회장의 연임을 막기 위해 정관을 변경하는 것이 ‘국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요’에 따른 것인지를 냉철하게 성찰해야 한다.¹⁾

2. 대한항공의 주주친화정책과 기업가치

국민연金的 ‘한진칼에 대한 적극적 주주권 행사’ 결정이 내려지자 한진그룹은 대응차원에서 주주친화정책을 내 놓는다. <그림-5>는 한진그룹의 주주친화정책에 영향을 받은 최근 대한항공의 주가흐름을 표시한 것이다. 한진그룹은 ‘장래사업·경영계획 공시’를 통해 앞으로 영업이익을 매년 17%씩 늘려 2023년에는 2조2000억원을 달성하고 배당성향을 50%까지 확대하겠다고 했다. 그리고 초미의 관심 대상인 대한항공 소유의 송현동 부지 매각 의사를 밝혔다. 대한항공 주가는 2. 14일 현재 3.7만원을 앞두고 있다.

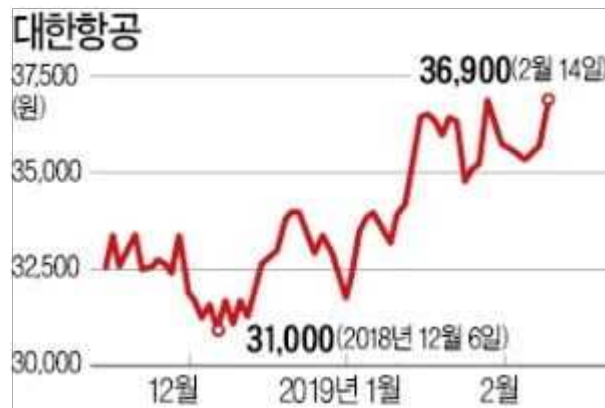
증권시장은 ‘주가상승’ 형태로 한진그룹의 경영개선 방안에 화답했다. 주주친화정책이 주주가치를 올린 것은 사실이지만 ‘기업가치’를 올렸는가는 별개의 문제이다. 배당을 늘리고 유휴자산을 매각해 현금흐름을 개선시키면 주가는 당연히 오른다. 그 혜택은 현재의 주주에게 돌아간다. 미래의 자원을 미리 끌어다 주가를 올렸다면 미래의 주주에게 돌아갈 몫은 없다. 한진칼을 압박해 대한항공 주가를 끌어올렸다면, 국민연금은 ‘주주행동주의’자가 된 것이다.²⁾ ‘주주행동주의’는 자본시장 규율을 위해 필요하

1) 2019년 2월 1일 한진칼에 대해 적극적 주주권 행사를 의결한 뒤, 박능후 보건복지부 장관은 기자와의 질의·응답에서 자신의 속내를 내비쳤다. “한진칼에 대한 적극적인 주주권 행사가 향후 스튜어드십 코드 이행의 가이드 라인이 되는 게 아니냐는 질문”에 그는 “다른 기업에서 대한항공과 유사한 상황이 발생하더라도 같은 결정은 내려지지는 않을 것”이라고 답변했다. 그리고 “그 기업의 상황에 따라서 그에 맞는 스튜어드십 코드를 발동할 것”이라고 부연했다. (이데일리, “국민연금 한진칼만 경영참여”, 2019. 2. 1 박정수기자) “다른 기업에 대한항공과 유사한 상황이 발생하면 유사한 결정을 내리는 것”이 정책 일관성을 유지하는 것이다. 그럼에도 그는 “그 기업 상황에 맞는 정책을 펴겠다”고 답변했다. 이는 같은 상황이라도 정부의 대응은 ‘그때그때 다를 수 있다’는 것을 시사한 것이다. 정책은 ‘원칙’의 문제이지 ‘편의’의 문제가 아니다. 많은 사람들이 ‘스튜어드십 코드 도입에 숨은 목적이 있는 것’은 아닌 가 의심하는 데는 그만한 이유가 있다.

다. 하지만 국민연금이 주주행동주의의 선봉에 서서는 안 된다.

국민연금의 적극적 주주권행사가 해당기업의 기업 가치를 제고시키는 충분조건인가. 전혀 아니다. 필요조건마저 아닐 수 없다. 국민연금의 빈번한 경영권 개입은 오히려 투자기업의 불확실성을 증폭시켜 기업가치를 하락시킬 수도 있다. 민간 투기펀드가 국민연금의 행태에 동조적 입장을 취하면 자본시장은 견잡을 수 없이 교란될 수 있다. 국민연금의 적극적 경영권 개입과 투자대상 기업의 기업가치 제고 간에 체계적인 ‘인과관계’가 존재할 수 없다. 그렇다고 믿었다면 이는 순진한 발상이고 정책오만이다.

<그림-5> 한진그룹 주주친화정책과 대한항공 주가추이



III. 국민연금의 취약한 ‘경영권 개입’ 논거

질문 2. 국민이 국민연금에 의결권 행사를 위임했는 가?

문재인 대통령은 2019년 1월 23일 청와대에서 주재한 공정경제 추진전략 회의에서 국민연금(정부)은 대기업 대주주의 중대한 탈법과 위법에 대해서 ‘국민이 맡긴 주주의 소임’을 충실하게 수행하겠다고 말했다. 하지만 국민은 국민연금에게 기업에 대해 의결권을 행사해 달라고 위임한 적이 없다. 그렇다면 국민은 수탁자인 국민연금에게 위임내용을 제한·변경하거나 수탁자를 해임할 수 있어야 한다. 국민연금의 경영권 개입의 논거는 국민연금법 어디에서도 찾을 수 없다.

국민연금법 제1 조는 ‘목적’으로, “이 법은 국민의 노령, 장애 또는 사망에 대하여 연금급여를 실시함으로써 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지하는 것을 목적으로 한다.”로 기록하고 있다. 제3조의2는 ‘국가의 책무’ 조항으로, “국가는 이 법에 따른 연금급여가 안정적·지속적으로 지급되도록 필요한 시책을 수립·시행하여야 한다.”고 되어 있다. 제102조는 ‘기금의 관리 및 운용’에 관한 조항으로, “보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록

2) 국민연금은 수탁자책임전문위원회를 열어 남양유업에 배당 확대를 요구하기로 했다. 남양유업이 두 번째 타깃이 된 것이다.

록 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 기금을 관리·운용하되... (중략)... 국민연금 재정의 안정을 해치지 아니하는 범위에서 하여야 한다.”고 적고 있다. 국민연금법 어디를 보더라도 경영 개입을 위한 의결권행사를 ‘명시적’으로 주문한 조항을 찾을 수 없다. 결국 스튜디오십 코드 도입은 국민연금의 사회적·경제적 영향력을 극대화시키기 위해 스스로 역할을 자임(自任)한 것에 지나지 않는다. ‘셀프 도입’은 일종의 자가발전(自家發電)인 것이다.

질문 3. 스튜디오십코드 도입, 기금운용위원회 고유의 권한인 가?

2018년 7월 23일 국민연금은 ‘기금운용위원회’를 열어 스튜디오십 코드 도입을 결정했다. 하지만 기금운용위원회의 결정으로 스튜디오십 코드를 도입한 것이 정당성을 갖춘 것인지에 대해서는 다툼의 여지가 있다. ‘국민연금 기금운용위원회’를 규정한 국민연금법 제102조를 보자. 제102조 1항은 “기금의 운용에 관한 다음 각 호(號)의 사항을 심의·의결하기 위하여 보건복지부에 국민연금기금운용위원회를 둔다”고 규정하고 있다. 1항에서 정하고 있는 호(號)는 5개로 구성되어 있는 바, 딱히 ‘스튜디오십 코드 도입 여부’를 결정하는 호를 발견할 수 없다. 결국 1호인 ‘기금운용지침에 관한 사항’ 3호인 ‘기금운용계획에 관한 사항’ 5호인 ‘기금 운용에 관한 중요 사항으로 운용위원회 위원장이 회의에 부치는 사항’에 근거를 두었을 것으로 추측된다. 하지만 어느 호도 기금운용위원회가 정확하게 ‘스튜디오십 코드 도입’ 여부를 결정해야 한다고 규정하지는 않는다. 이는 소관부서인 기금운용위원회가 결정했으니 ‘스튜디오십 코드 도입은 정당하다’고 주장한 것이나 마찬가지다. 그렇다면 ‘내가 선택한 것은 정당하다’가 된다. 정책 독선이 아닐 수 없다.

국민연금은 국민의 노후자금을 관리하는 대리인이기 때문에 국민연금의 주인은 국민이다. 그럼에도 국민은 자신의 돈을 관리하는 수탁자를 통제할 수 없다. 국민연금 같이 수탁자를 통제할 수 없다면 수탁자의 ‘도덕적 해이’는 불가피하다. 그렇기 때문에 수탁자의 ‘재량범위’를 좁혀야 한다. 국민이 국민연금에 경영권 개입을 위임하지 않은 이상, 국민연금의 의결권 행사를 통한 경영개입은 ‘엄밀한 의미’에서 위법이다. 국민연금이 가지는 주주권은 재무적 중립 투자자로서 ‘그림자 주주권’(shadow vote)이어야 한다.

IV. 국민연금 의결권 행사 지배구조

1. 의결권행사 지배구조의 기울어진 운동장

질문 4. 국민연금 의결권행사의 지배구조, 기울어진 운동장은 아닌 가?

국민연금 기금운용위원회는 경영권에 관해 구체적 협의를 할 수 있는 구조로 구성되어 있지도 않다. 기금운용을 책임지는 조직으로서의 최소한의 ‘독립성과 전문성’을 확보하지 못하고 있기 때문이다. 국민연금법 제 103조에 따른 기금운용위원회 구성은 <표-2>와 같다. <표-2>에서 보듯이 기금운용위원회는 ‘대표성과 공공성’에 중점을 둔

‘정치위원회’ 성격을 갖고 있다. 보건복지부 장관이 기금운용위원회 위원장을 겸하고 또 위원을 임명하기 때문에 정부 입김에서 자유로울 수 없다. 당연직 위원이 많기 때문에 전문성을 높일 수도 없다. 그런 위원회가 합리적 근거에 기초해 주주로서의 의결권을 행사할 것으로 기대한다면 그 자체가 연목구어(緣木求魚)다.

일본은 우리나라처럼 정부가 연금운영을 주도하고 있지만 ‘공적연금관리독립법인’(Government Pension Investment Fund: GPIF)을 설치하고 있다. 그리고 GPIF 운영위원회(11인)는 모두 전문가로 구성되어 있다. 미국의 대표적인 연기금인 ‘캘리포니아공무원연금공단’(CalPERS: California Public Employees’ Retirement System)은 최고 의사결정기관으로 위원회(13인)를 두고 있는 바, 그 구성은 가입자에 의해 선출된 6인, 임명에 의한 3인, 법의 직권에 의해 지명되는 당연직 이사 4인으로 구성되며, 위원장은 위원들의 투표로 선출되도록 되어 있다. 일본과 미국은 대표성과 공공성보다는 가입자들이 자신들의 이익을 위해 ‘수익성’을 담보할 수 있는 지배구조를 갖고 있다.

<표-2> 국민연금법 제103조에 따른 연금기금운용위원회 구성

직책	위원
위원장	보건복지부 장관
당연직 위원 (5인)	기획재정부차관, 농림축산식품부차관, 산업통상자원부차관, 고용노동부차관, 공단이사장
위원장이 추천하는 인사 (14명)	사용자 대표 3인 근로자 대표 3인 농어업인 단체 추천 2명 자영업 관련 단체 추천 2명 소비자 및 시민단체 추천 2인 관계전문가 2명

스튜디오십 코드 도입으로 2018년 10월 ‘국민연금 수탁자책임전문위원회’가 구성되었다. 수탁자책임위는 기존의 국민연금 의결권행사를 자문하던 ‘의결권행사전문위원회’를 확대·개편한 것이다. 동(同)위원회는 국민연금의 주주권행사 및 책임투자 관련 주요사항을 검토하고 결정하는 핵심 역할을 수행한다. 따라서 위원회 구성이 그만큼 중요하다. 하지만 동(同) 위원회는 14명 위원 중 9명이 정부와 산하 연구기관 추천이거나 노동계 인사로 구성돼 있다. 14명 중 9명이 찬성하면 모든 의안은 통과된다.

연금기금운용위원회와 수탁자책임전문위원회 등 국민연금의 의사결정 지배구조가 정치권에 의해 영향을 받을 수밖에 없는 ‘기울어진 운동장’이다. 국민연금의 경영권 개입을 허용하면 ‘연금사회주의’ 우려가 현실로 나타날 수밖에 없다.

2. 국민연금 운영 수익률

<그림-6>은 최근 5년간 국민연금의 운영수익률을 나타낸 것이다. <그림-6>에서 2018년 수익률 잠정치 1.66%는 마이너스 1.5%로 확정되었다. 기금 손실액은 15조원이다. 2018년도에 마이너스 수익률을 기록한 것은 10월에 큰 투자 손실을 입었기 때문이다. 기금 운용수익률이 마이너스를 기록한 것은 2008년 글로벌 금융 위기 이후 처음이다. 국민연금이 아닌 민간연기금에서 이런 정도의 원금손실을 기록했다면 어떤 일이 벌어졌을 가. 기금운용책임자는 책임을 추궁당하고 자신의 자리를 보존하지 못했을 것이다. 하지만 국민연금은 이런 손실을 내고도 미동(微動)도 하지 않았다. 국민 돈을 잘못 관리한 데 대해 누구하나 책임지고 물러났다는 소리를 듣지 못했다. 글로벌 금융위기 이후 초유의 마이너스 운영수익률을 기록할 때 국민연금은 스튜디오십 코드 도입에 모든 것(all-in)을 걸었다. 주객이 전도된 것이다.

<그림-6> 최근 5년간 국민연금 운영수익률



<그림-7> 스튜디오십 코드 참여기관투자자(2018.12현재)

합계	연기금	보험사	자산운용사	PEF운용사	증권사	투자자문사	서비스기관	은행	기타
79	1	2	29	28	2	2	4	1	10

자료: 한국기업지배구조원

<그림-7>은 스튜디오십 코드 참여 기관투자자를 정리한 것이다. 2018년 12월 말 현재 총 79개의 기관이 참여의사를 밝혔다. 그림에서 보듯이 증권사와 은행은 각각 2개

사, 1개사만 참여하고 있다. 영향력 있는 기관투자자의 참여가 부진한 것은, 그만큼 스튜디어십 코드 도입에 공감하지 않는다는 반증이다. 참여기관 중 제일 앞에 있는 기관이 ‘국민연금’이다. 난쟁이 틈에 쭈그리고 앉은 거인(巨人) 격이다. 스튜디어십 코드 도입이 국민연금의 운영수익률 제고에 얼마나 기여할 수 있을지 의문이다. 기관 투자자가 집사(스튜어드)란 완장차고 ‘기업에 관여’하면 기업가치가 올라가고 기업의 수익이 개선되어 국민연금의 운영수익률이 제고 될 것인가. 스튜디어십 코드 도입이 모든 것을 해결해주는 요술지팡이일 수는 없다.

V. ‘연금사회주의’와 주주행동주의

국민연금의 스튜어드십 코드 도입으로 ‘연금사회주의’ 우려가 현실화될 수 있다. ‘연금사회주의’란 민간기업의 주요 주주가 된 공적연기금이 정치권의 영향을 받아 경영에 관여하게 되는 현상을 말한다. 피터 드러커(Peter Drucker)가 ‘연금사회주의’라는 용어를 최초로 사용했다. 그는 1976년 『보이지 않는 혁명: 연금기금주의는 어떻게 미국에 왔는가』에서 “사회주의를 노동자에 의한 생산수단의 소유로 정의한다면 미국이 지구상에서 최초의 진정한 사회주의 국가”가 될 것이라고 일갈(一喝)했다. 그는 미국의 연금 중에서 가장 규모가 큰 연금이 기업퇴직연금인 데, 퇴직연금기금이 대부분 주식에 상당 부분 투자를 하고 있다는 사실에 착안하였다. 즉 기업연금의 가입자는 근로자들이므로 미국 기업들의 지분은 상당 부분 근로자에 의해 간접적으로 소유되고 있다는 사실을 들어 ‘연금사회주의’ 개념을 제시했다.

우리나라 국민연금은 그 규모가 매우 크고 독점적으로 운영되고 있다. 미국의 기업 연금기금 운용 펀드는 다양화 되어 ‘경쟁적 구도’를 갖는 데 비해, 우리는 국민연금이 독점적으로 관리하고 있다. 이 같은 상황에서 기금에 대해 절대적 영향력을 가지는 정부는 자신이 추구하려는 목표를 기금을 통해 실행하려는 ‘유혹’에 빠질 수 있다. 기업 오너의 갑질을 응징하겠다는 주주권 행사도 같은 맥락이다. 투자유형별 전반적인 성과가 완벽하게 확인되지 않은 ‘환경(E), 사회책임(S), 지배구조(G)’ 관련 사회적 책임 투자를 공적 연기금인 국민연금이 주도하게 되면 민간 기업에 대한 정부의 영향력은 임계치를 훌쩍 뛰어넘을 수 있다. 한국적 현실에서, ‘국민의 삶을 책임지는 국가’란 정치 슬로건을 내건 문정부에서 연금사회주의는 결코 기우가 아니다.

<표-3> 2013~2017년 국민연금 국내주식 투자 추이

구분	`13 (A)	`14	`15	`16	`17 (B)	`13년 대비 (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) (+)

자료: 국민연금기금 스튜어드십 코드 도입방안 발표자료(2018.7.17.)

국민연금 적립금이 커지면서 국민연금의 국민경제적 비중이 커지고 있다. 2018년 4월 현재 국민연금 적립금 규모는 635조원으로 일본 노르웨이에 이어 세계 3대 기금

에 랭크되고 있다. <표-3>은 2013~2017년간 국민연금의 국내주식투자 추이를 정리한 것이다. 국내주식투자 규모는 2017년 현재 131조원이며 전체주식투자 비중은 6.96%이다. 그리고 지분률 10% 이상 보유한 기업은 96개에 이른다. 5% 이상 지분을 보유한 기업은 276개이다. 2018년 6월을 기준으로 하면 동(同) 기준의 기업은 299개로 증가한다. <표-3>에서 보듯이 주식시장에서 최고의 ‘큰 손’은 국민연금이다.

우리나라의 경우 국민연금의 의사결정구조가 정부나 정치권에 휘둘리기 쉬운 상황이라는 점에서 연금사회주의 우려는 더욱 더 증폭되고 있다. 현재 국민연금공단은 복지부 장관이 최고 의사결정기구인 기금운용위원회 위원장을 맡고, 국민연금공단 이사장을 임명한다. 최고투자책임자(CIO)인 기금운용본부장도 청와대가 검증하는 구조다. 이런 상황에서 국민연금의 스튜어디스 코드 도입은 정부에게 기업경영을 쥐락펴락 할 수 있는 수단을 제공해 주는 것이다. 국민연금의 의결권 행사 강화가 반(反)재벌정서와 결합하면 재벌개혁 등의 관치 수단으로 변질될 수 있다. 국민연금의 변질과 타락이 아닐 수 없다.

스튜어디스 코드 도입과 관련해 주목해야 할 또 다른 이슈는 ‘주주행동주의’이다. 주식투자의 기본 전략은 저평가된 주식을 선별해 매집하고 주식 가격이 오를 때까지 기다리는 것이다. 예상대로 주가가 오르면 적정한 시점에서 이를 팔아 매매차익을 실현한다. ‘월스트리트 룰’(wall street rule)로 불리는 고전적 투자전략이다. 이러한 일반적 관행을 탈피하면서 나타난 것이 ‘주주행동주의’이다. 이 전략은 주식을 사들이되 가다리지만 말고 기업 경영에 개입해 주가를 올리자는 것이다. 주주행동주의는 속명적으로 ‘먹튀’로 끝나게 된다.

주주행동주의의 투자행태는 상당정도 정형화 되어 있다. 우선 자신의 펀드를 포함해 우호적 펀드를 동원해 목표 주식에 대해 무시할 수 없는 지분을 확보하는 것으로 시작한다. 공격목표는 대개 자산이 많고 현금이 많은 기업들인데 일단 주식을 매입하고 나면 즉시 경영진에게 압력을 넣는다. 주주제안 등을 통해 ‘유휴자산 매각, 고율배당, 자사주 매입’ 등을 요구한다. ‘주가는 올라갔지만’ 기업가치가 제고된 것은 아니다. 주주행동주의는 지배주주가 없는 전문경영체제에서 극성을 부릴 수 있다. GE는 실적 부진을 겪는 상황에서도 2014~2016년 자사주 매입에 490억 달러를 지출했다. 2015년 GE주식 1.5%를 사들인 행동주의 투자자 트라이언펀드에 코를 끼웠기 때문이다. 주주행동주의는 주식시장이 가진 단기적 속성을 극대화해 원하는 목적을 달성해 주가를 끌어올린 후 주식을 즉시 팔고 떠난다. 주주행동주의 순기능을 부정할 수는 없지만 역작용에 대해 경계를 풀어서는 안 된다. 스튜어디스 코드 도입은 해외투기자본에 날개를 달아줄 수 있다. 안정적인 균형추로서의 역할을 수행해야 할 국민연금이 스튜어디스 코드 운운하는 것은 자본시장을 교란시킬 뿐이다.

VI. 스튜어디스 코드 도입 및 시행 비판

스튜어디스 코드(Stewardship Code)는 기관투자자의 책임과 역할에 대한 원칙을 의미한다. 스튜어디스 코드는 자산의 수탁자로서 연기금·은행·보험사·자산운용사 등

기관투자자가 투자 대상기업에 대해 의결권을 행사할 때 기업 가치의 제고 또는 위탁
고객의 이익을 증가시키는 방향으로 의결권을 행사해야 한다는 지침이다.

1. 스튜어드십 코드 개념과 도입 배경

질문 5. 스튜어드십 코드, 공적 연기금을 대상으로 설계된 것인가?

기관투자자 책임에 관한 스튜어드십 코드의 원조는 영국 재무보고위원회(FRC: Financial Reporting Council)가 2010년 7월에 발표한 ‘영국 SC(The UK Stewardship Code)’이다. 이러한 운동이 영국에서 어떻게 처음 시작 되었는지를 살펴
필 필요가 있다. 스튜어드십 코드가 제정된 2010년은 2008년 미국발 금융위기가 발
발한 직후이다. OECD 기업지배구조위원회(Steering Group on Corporate Governance)는 글로벌 금융회사의 지배구조에 내재된 문제점들이 글로벌 금융위기
의 단초가 되었다는 인식을 갖고 있었다. 영국도 OECD와 인식을 공유했다. 영국 금
융회사에 부실이 누적된 것은 기관투자자들이 주주로서의 제 역할을 하지 못했기 때
문이라는 것이다. 영국의 상장회사들은 ‘주인 없는 회사’(ownerless corporation) 처
럼 경영했고 기관투자자들은 단기 이익에 집중함으로써 사태가 악화되는 것을 방관했
다는 것이다.

영국의 스튜디어십 코드 제정은 금융위기 발발을 막지 못하고 일조(一助)한데 대한
기관투자자의 ‘반성문’에서 출발한 것이다. 민간 기관투자자들이 자율규범을 만든 것
은 정부의 제재를 피하기 위한 ‘선제적 대응’의 성격이 짙다. 기관투자자들이 자신의
전문성과 도덕성을 높이기 위한 자율규범을 만들지 않으면 금융감독 당국의 강력한
법규가 쏟아질 것이 예상되었기 때문이다. 반성문을 쓴 민간 기관투자자의 ‘자발적·선
제적’ 대응이 스튜디어십 코드 제정의 이면의 논리(story)인 셈이다. 여기서 분명히
해야 할 것은, 영국에서의 스튜디어십 코드 도입은 결코 공적 연기금을 1차 대상으로
삼은 것이 아니라는 사실이다. 우리나라의 정치권은 이를 오해하고 있다. 공적연기금
의 행동규율로 스튜디어십 코드를 오인(誤認)하고 있다.

2. ‘집사’는 선(善)하고 이타적 인가

질문 6. ‘집사’는 선(善)하고 이타적 인가?

복잡다기한 상업세계에서 ‘이타적 인간’은 존재하지 않는다. “내 돈 내고 남의 도움
없이 직접 내 사업을 경영할 수 있다면” 최선일 것이다. 남의 돈에 의존하고 남의 지
식에 의존해야하기 때문에, 상업세계의 계약에는 필연적으로 ‘주인-대리인’ 관계가 발
생하는 것이다.

지배구조에 관한 대리인 이론(agency theory)은 ‘비대칭적 정보’와 ‘이해의 불일치’
를 전제한다. ‘주인’은 ‘대리인’에 비해 열등한 존재이다. 대리인은 정보 우위를 이용
해 주인의 이익에 반(反)해 행동할 충분한 유인을 갖고 있다. 주주와 경영자를 ‘주인-

대리인' 관계로 보면 대리인의 일탈을 막기 위한 계약설계가 중요하다. 한편으로 '보상'하고 다른 한편으로 '통제'한다.

기관투자자가 들어오면 기관투자자를 가운데 두고 기업의 지배구조는 2단계로 확장된다. '최종 투자자 ⇔ 기관투자자 ⇔ 상장회사 경영자'로 한 단계 더 확장된다. 이때 기관투자자는 민간기관투자자와 공적연기금일 수 있다. 예컨대 가계가 민간신탁회사에 여유자금을 맡기고 신탁회사가 모인 돈을 기업에 투자하면 전자(前者)이고, 국민이 공적연금에 가입하고 공적연금이 각출한 기여금을 기업에 투자하면 후자(後者)가 된다. 여기서 중요한 판단을 내려야 한다. 2중 계약구조에서 기관투자자는 최종 투자자(가계)의 관점에서 볼 때 '또 다른 대리인'일까 아니면 청지기(집사)일까?

스튜디어십 코드 이론(SC 이론)은 첫 번째(최종 투자자 ⇔ 기관투자자) 관계에서 기관투자자에게 집사의 지위를 부여하고 두 번째(기관투자자 ⇔ 회사 경영자) 관계에서는 경영자를 대리인으로 본다. SC이론은 최종 투자자와 기관투자자 사이에는 '집사 이론'을 기관투자자와 회사 경영자 사이에는 '대리인 이론'을 차등 적용하고 있다. 하지만 이는 정확한 설정일 수 없다. 기관투자자는 개인 또는 법인들의 여유자금을 주로 유가증권에 투자해서 수익을 내는 법인형태의 투자자이다. 따라서 사적(私的) 목표를 가진 기관투자자가 청지기란 보장은 없다. 오히려 복(複)대리인 관계로 볼 여지가 충분하다.

SC이론은 이에 대한 언급 없이 기관투자자의 위상을 대리인에서 집사로 격상시켰다. '왜 기관투자자가 청지기인지'에 대한 설득과 논증이 결여되어 있다. 어떤 면에서는 '기관투자자가 왜 청지기로 여겨지는 가'에 대한 논리적 답변은 처음부터 불가능할 수도 있다. 우리나라뿐만 아니라 공적 기관은 공공성으로 인해 이타적인 목표를 추구하는 것으로 간주된다. 그래서 청지기로 인식된 것이다. 공적 연기금이 청지기로 여겨지기 때문에 여타 민간 기관투자자도 청지기로 여겨진 것이다. 민간 기관투자자는 무임승차를 한 셈이다. 하지만 공적 연기금과 기관투자자가 논리적으로 '청지기'일 수는 없다. 청지기라서 청지기가 된 것이 아니라 청지기로서의 역할을 위임받은 것이다. '기관투자자에게 집사라는 완장을 채워줄 터이니' 대리인을 더 면밀하게 감독하고 간섭하라고 해석하는 것이 상식에 부합한다.

그렇다면 기관투자자를 선한 청지기로 의제(擬制)해 투자대상회사의 지배구조에 대한 관여를 촉구할 것이 아니라, 기관투자자를 또 다른 대리인으로 인식하고 기관투자자가 설정하는 펀드의 목적과 철학, 투자기준, 수수료, 펀드 매니저에 대한 보상 구조 등에 관한 정보를 공개하도록 할 필요가 있다.³⁾ 청지기 간의 경쟁을 통해 최종투자자의 선택을 받은 기관투자자가 살아남도록 해야 한다.

민간기관투자자는 계약해지라는 견제장치가 있지만 공적연기금은 그런 장치가 없다.

3) 오히려 기관투자자는 단기이익 실현에 주력하면서 기업의 장기가치 지향 투자를 저해하고, '분기 자본주의'(quarterly capitalism)를 확산시키는 주범으로 지목되기도 한다. 그리고 고객에 대해서 수탁자의 책임을 충실하게 이행하지 않는다는 비판을 받기도 한다. 기관투자자 자체의 대리인 문제가 심각하다는 얘기다. 기관투자자의 지배구조와 자산운용에 대한 투명성 요구가 논의되기도 한다.

한국의 국민연금은 모든 국민이 강제로 들어야 하는 노후 개보험(皆保險)이고 국가독점이다. 따라서 국민연금을 청지기로 여기는 것은 그 자체가 건강부회다. 집사가 사적 이익을 추구하면, 예컨대 국민연금이 여론동향에 편승해 정치적 목적을 추구하면 치명적 결과가 초래될 수밖에 없다.

3. ‘집사’는 전지(全知)한가

질문 7. ‘집사’는 전지(全知)한가?

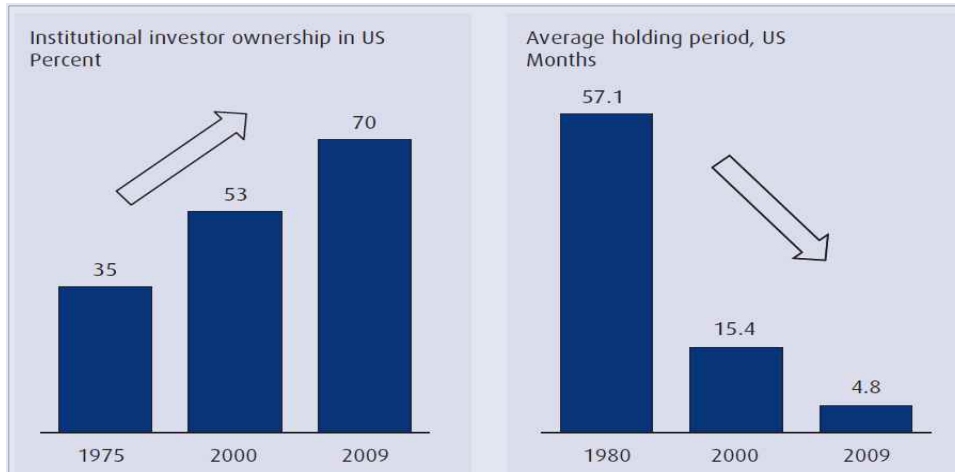
SC 이론에 의하면 기관투자자는 보유주식에 대해 의결권을 행사함으로써 당해 기업의 경영이나 지배구조 개선에 적극적으로 관여해야 할 책임이 있다. 그렇다면 기관투자자들은 과연 기업의 지배구조를 조연할 ‘능력’이 있는가. 더 중요한 질문은 기관투자자 입장에서 그럴만한 ‘유인’이 있는가이다.

특정 기업이 수익성이 없다고 판단되면 주식을 매각하고 떠나면 그만이다. 잘 알려진 ‘wall street rule’이다. 그럼에도 주식을 팔지 않고 해당 기업의 지배구조를 개선하는 노력을 기울이는 것이 ‘기관 투자자의 입장에서 합리적인 선택인가’라는 질문을 던질 수 있다. 기관투자자가 주식을 팔고 그 기업을 떠나는 것도 하나의 선택지(選擇肢)다. 투자했다는 이유만으로 지배구조 개선 등을 책임지게 할 이유는 없다. 스투어 드십 코드를 도입하여 의결권 행사에 소극적인 기관투자자를 압박해 기업 지배구조를 개혁하라고 주문하는 것은 일종의 강요다. 어떤 사람을 만났는데 마음에 들지 않으면 헤어진다. 그 사람을 개조하겠다면 어리석은 짓이다.

기관투자자들은 다수의 기업에서 주요주주 또는 최대주주의 지위에 있지만 기업의 지배구조 개선을 위한 역할 수행에 소극적인 데는 그만한 이유가 있다. 기관투자자들이 투자한 기업의 지배구조까지 개선하면서 투자를 유지하려면 지나치게 장기간이 소요되어 기회비용이 커진다. 차라리 그 기업의 주식을 매각하고 더 높은 기업가치를 가진 기업에 투자하는 것이 더 낫다.

<그림-8>은 미국 기관투자자 비중 및 평균주식 보유기간 변화 추이를 나타낸 것이다. 그림에서 보는 바와 같이 주식시장에서 기관투자자의 비중은 크게 늘어난 반면에 이들의 주식보유기간은 갈수록 단기화 되고 있다. 기관투자자의 비중은 1975년 35%에서 2000년 53%, 2009년 70%로 확대되었다. 한편 기관투자자들의 평균적인 주식보유기간은 1980년 57.1개월에서 2000년 15.4개월로 줄었고, 2009년에는 4.8개월로 갈수록 급감했다. 기관투자자의 비중이 커지고 있다는 것은 개인이 직접투자하지 않고 간접투자하고 있다는 것을 의미한다. <그림-8>은 미국의 이야기이지만 큰 틀에서 보면 한국의 사정도 크게 다르지 않다.

<그림-8> 미국 기관투자가 비중 및 평균 주식보유기간의 변화



자료: Simon Wong(2010), 'Why Stewardship Is Proving Still Illusive for Institutional Investors?', Butterworths Journal of International Banking and Financial Law,

기관투자자가 SC 지침에 따라 의결권을 행사하려면 기업과 협의 채널을 확보해야 하며 주총의 아젠다의 타당성을 충분히 분석해야 한다. 하지만 이는 기관투자자들에게는 번거롭고 귀찮은 의무와 책임일 뿐이다. SC 지침이 없다면 기업의 재무적 경영 성과만 분석하면 충분했으나 이제는 전략, 지배구조, 기업문화 전반을 추가로 파악해야 한다. 중요한 것은 대부분의 기관투자자들에게 그러한 능력이 없다는 것이다. 설령 그런 능력이 있다손 치더라도 기회비용이 편익보다 클 수 있다는 것이다. 기관투자자는 기업분석을 '자체생산(self make) 또는 시장구매(market buy)' 중에서 후자(後者)를 선택할 개연성이 커진다. 주식보유기간이 길지 않은 상태에서 지배구조 개선의 효과가 즉시 나타나지 않는다면 더욱 후자를 선택할 것이다. 결과적으로 SC 지침은 '의결권 자문사' 서비스에 대한 수요를 폭발적으로 증가시키게 된다. 그러한 상황에서 기관투자자들은 전문성이나 경험이 부족한 국내 자문사보다는 ISS, 글래스 루이스(Glass Lewis) 등 글로벌 의결권 자문사를 더 많이 활용하려 할 것이다. SC의 도입과 실행은 뜻하지 않게 외국계 의결권자문사의 배만 볼릴 수 있다.

질문 8. 의결권자문사의 이해충돌을 피할 안전장치 있는가?

의결권자문사와 기관투자자 간의 이해충돌도 피해야 한다. 코드 제정에 참여한 단체는 의결권자문사 또는 기관투자자가 되어서는 안 된다. 코드를 제정하는 데 참여한 '지배구조연구원'이 현재 의결권자문업을 영위하고 있다. 이는 자신이 코드를 만들고 코드 이행을 감시하면서 자신의 서비스를 유료로 받으라고 하는 것으로 이해충돌방지 원칙에 위배되는 것이다.

반듯이 점검해야 할 것은 해외 의결권 자문사들에게 전문성과 공정성을 기대할 수 있겠는가 하는 점이다. 해외 자문사들의 경우 한국 사정을 제대로 모른 채 외국인 투자자의 이해관계를 대변할 우려가 있다. 아니면 고의적으로 외국인 투자자들의 이해를 우선 반영할 수 있다. 그렇다면 국내 투자자들과 심각한 이해충돌이 벌어질 수 있

다. 따라서 의결권 자문사의 이해충돌을 방지할 안전장치를 설계할 필요가 있다. 이해충돌을 넘어 의결권 행사에 절대적 영향력을 미치는 자문 서비스가 부실할 경우 주주 가치의 훼손은 물론이고 기업의 장기적 발전도 저해될 수 있다. 그리고 지불하는 자문서비스료는 기관투자자를 통해 최종 투자자가 부담하게 된다.

4. 공적연기금의 집사 참칭(僭稱): 의결권 행사를 통한 재벌개혁

국민연금이 보유한 주식은 갑 속에 든 칼이어야 한다. 재벌의 지배구조를 개선한다는 명분으로 칼을 휘둘러서는 안 된다. 좌파경제학자들의 일관된 반(反)재벌정서의 뿌리는 “고객 돈으로 재벌체제를 공고히 했다”는 것이다. 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. 여기서 금산분리에 대해 상론할 겨를은 없다.

‘고객 돈의 재벌 사금고화’ 논리를 SC 이론에 적용하면, ‘국민 씹지 돈을 재원으로 한 민간기업 경영간섭’, 즉 ‘국민 돈의 정치 금고화’이다. 국민연금의 1차적 목표는 ‘국민의 노후 생활안정’이다. 국민연금을 통해 기업의 지배구조를 바꾸겠다는 것은, 비록 ‘부차적인 목표’로 삼았더라도 국민연금의 목적을 망각한 것이다. 굳이 기업의 지배구조를 바꾸겠다고 상법, 회사법, 공정거래법 등 제도적으로 접근해야 한다.

좌파들의 한국 재벌체제에 대한 평가는 지극히 인색하다. 사라져야 할 비정형적 조직으로 인식되고 있다. 과연 그런가. 반대 사례를 찾아보자. 미국의 ‘제너럴 일렉트릭’(GE)은 토마스 에디슨에 의해 1878년에 설립된 장수기업이다. GE는 다우존스지수에 1907년 11월 편입됐다. 미국 제조업의 아이콘이었던 GE가 다우존스에서 2018년 6월 퇴출됐다. 우수한 기업이 쇠물(衰沒)하는 데에는 그만한 이유가 있다. ‘업(業)의 본질’ 망각과 위험관리(RM) 실패가 GE몰락을 불렀다.⁴⁾ GE 쇠물(衰沒)은 소유경영이 아닌 전문경영 체제의 한계일 수도 있다. 좌파의 시각에서 보면 GE 지배구조는 그 자체가 전범(典範)이다. 순환출자도 없고 가공자본도 없고 지주회사로 출자 흐름도 투명하다. 그런 GE가 쇠물한 것이다.

좌파학자들은 미국의 ‘사업부제’를 칭송해왔다. 한국의 계열구조가 ‘쥐꼬리만한 지분으로 경영전권을 휘두르게’ 한다는 것이 주요 논거였다. 하지만 계열사는 회계적으로 독립된 법인이기 때문에 무임승차가 불가능하다. GE캐피탈이 GE그룹 이익의 절반을 벌어들일 때 다른 사업부서는 GE캐피탈에 편승해 안주했다. 무임승차하다보니 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.

4) GE는 ‘1, 2등을 하지 못하면 매각한다’라는 원칙하에 ‘제조기업’으로서의 정체성을 상실했다. 그리고 장기간병보험(long term care) 판매에 따른 위험관리에 실패했다. LTC 대형 손실은 주로 90년대에 판매한 기존계약에서 발생한 것이다. GE는 2004년 LTC 보험을 판매했던 Genworth사를 GE캐피탈에서 분사해 매각했으나, 과거 부실계약 부분은 매각처를 찾지 못해 GE캐피탈이 그대로 안아야 했다.

한국의 재벌이 글로벌 기업으로 성장한 것은 나름의 이유가 있다.

GE의 쇠몰은 ‘주주행동주의’에 시사하는 바가 크다. GE는 실적 부진을 겪는 상황에서 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. 기관투자자로부터 주가부양 압박을 받는 경영진 입장에서 자사주 매입은 마다할 이유가 없는 선택지다. 하지만 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 GE 쇠몰에 대해 답할 차례다.

기업지배구조에는 정답이 없다. 모범지배구조를 찾거나 설계하려하지 말고, 높은 수익성을 올리고 장수하는 기업의 지배구조를 거꾸로 벤치마킹하는 정책적 겸손함이 필요하다. 국민연금의 SC 도입 및 시행은 기업지배구조개선이라는 명분으로 기업에게 맞지 않는 옷을 강요하는 오류를 범하는 통로가 될 수 있다.

VII. 에필로그

제도 설계를 통해 현실을 개조할 수 있다고 믿으면 위험하다. 자유주의 관점에 따르면, 경쟁과정을 통해 진화된 현실을 사후적으로 제도라는 그릇에 담는 것이 안전하다.

스튜어더십 코드는 획기적인 제도적 고안물인가. 아니다. 영국 스튜어더십 코드는 기관투자자에게 부과되는 기존의 신인의무(fiduciary duty)와 구분하기 위해 ‘스튜어더십 책임’이라는 새로운 개념을 채택했을 뿐 종래의 기관투자자에게 요구했던 ‘신인의무’와 본질적인 차이가 있는 것은 아니다. 스튜어더십 코드는 요술지팡이가 아니다.

스튜어더십 코드는 글로벌 금융위기를 방치 내지 조장한 기관투자자들의 ‘자기반성’에서 비롯된 것이다. 따라서 SC 도입은 취지상 공적연기금 보다 민간 기관투자자에 우선 적용되는 것이 맞다. 기관투자자의 청지기 역할에 초점을 맞추더라도 민간 기관투자자부터 시작하는 것이 자연스럽다. 기관투자자로서 ‘행동주의’ 펀드를 백안시 할 이유는 없다. 행동주의 펀드는 전(全)국민이 강제 가입하는 것도 아니고 어느 기업을 타겟으로 삼아도 주주의 권리로 행동할 뿐, 그 배후에 국가권력은 존재하지 않는다. 하지만 공적 연기금으로서의 국민연금은 다르다 그 뒤에는 권력을 행사할 수 있는 정부가 존재하기 때문이다. 국민연금의 의결권 행사는 ‘중립적’으로 이뤄져야 한다. 국민연금의 한진KAL을 대상으로 한 적극적 주주권 행사는 결코 좋은 선례가 될 수 없다. 국민연금이 기업 경영에 관여하면 민간 기업의 경영 자율성은 크게 훼손된다. 국민연금의 적극적 의결권 행사 결정은 해당기업에게는 ‘낙인효과’로 나타날 수 있다. 의결권 행사를 빌미로 기업을 괴롭혀 기업가치를 더 떨어뜨리고 있는 것은 아닌지 깊이 성찰해야 한다. 국민연금의 적극적 의결권 행사는 ‘연금사회주의에 이르는 길’이다.

국민연금은 스스로를 ‘청지기’로 자임하고 있다. 그렇다면 국민으로부터 노후자금의

관리를 위임받은 선한 ‘금고지기’로서의 집사 노릇에 충실해야 한다. 국민연금의 지배 구조는 백지상태에서 다시 설계돼야 한다. 수탁자산의 안정적 관리와 운영수익률 제고 그 이상의 기금운영 원칙은 없다. 기금 운영수익률을 제고시키기 위해 민간 자산 운용사와 경쟁하고 그 성과에 대해 책임을 져야한다. 보건복지부 장관이 국민연금 최고 의사결정기구인 기금운용위원회 위원장을 맡은 것부터 첫 단추를 잘못 낀 것이다. 현재 기금운용위원회는 ‘정치위원회’의 성격이 짙다. 위원회의 독립성과 전문성을 담보할 수 있도록 재설계가 필요하다.

SC 도입은 의결권 자문사에 대한 수요를 폭발적으로 증가시킨다. 스튜어드십 코드의 이행국면에서 다수 기업의 주식을 보유한 기관투자자가 단기간 내에 많은 기업의 의결권 행사를 분석하기엔 능력이 부족할 수밖에 없다. 따라서 의결권 자문서비스를 이용하게 될 개연성이 높다. 의결권 행사에 절대적 영향력을 미치는 자문 서비스가 부실할 경우 주주가치의 훼손은 물론이고 기업의 장기적 발전도 저해될 수 있다. 국적 의결권자문사가 부족해 해외 자문사에 의존하면 외국인 투자자의 이해관계를 우선 대변해 이해충돌이 빚어질 수 있다.

경제민주화법에는 민간기업의 의결권을 제한하는 조치가 많이 들어와 있다. 감사를 선임할 때 지배주주의 의결권을 3%로 제한하는 것이 그 사례이다. 국민 연금이 적극적인 의결권 행사의 물꼬를 튼 이상 정부의 국민연금을 통한 민간기업 경영 개입을 제어하기 위해서 ‘국민연금의 의결권’을 제한하는 것을 심도 있게 논의할 필요가 있다. 의결권 행사 한도를 5%로 제한하는 것이 대안이 될 수 있다.//

스튜어드십 책임론의 오해와 이해: 국민연금기금 스튜어드십 행동주의는 바람직한가?

황 인 학
한국기업법연구소 수석연구위원

1. 스튜어드십 책임의 본질과 한계는 무엇인가? 국민연금기금을 비롯한 기관투자자는 고객의 관점에서 집사(steward)인가? 대리인(agent)인가? 집사와 대리인은 기업지배구조 이론과 정책 실무의 양면에서 무엇이 어떻게 다른가? 단일 주체로서는 한국 주식시장의 가장 큰 손이며 정부가 관리·운영하는 국민연금기금이 스튜어드십 코드를 채택하고 경영 관여에 적극적으로 나서겠다고 하자 역기능에 대한 우려와 순기능에 대한 기대가 충돌하며 논란이 일고 있다. 이와 관련 본 토론에서는 기업 지배구조 이론의 관점, 처음 이 문제를 제기한 영국 사례, 한국형 코드의 특징이라는 세 측면에서 스튜어드십 책임론의 쟁점과 한계를 설명한다.

2. 스튜어드십 책임은 투자대상회사의 중장기 가치를 제고함으로써 수익자에게 더 많은 이익을 제공하기 위해서 기관주주는 투자대상회사에 대해 의결권을 행사하는 것 외에 이사, 경영자와 소통하고 경영에 관여할 책임이 있다는 취지의 개념이다. 영국에서 최초로 이 개념을 부각한 배경은 기관투자가 행동주의를 통해서 상장회사의 부채지주 경영 및 단기주의 경영행태를 시정하기 위함이었다. 그러나 단기주의 주범이기도 한 기관투자가에게 집사의 지위를 부여한다고 무엇이 달라질까에 대해 회의적인 시각이 많다. 단기 매매를 선호할 수밖에 없는 산업적 특성과 기관투자가 내부의 자산운용구조와 보상 시스템을 바꾸지 않는 한, 다시 말하면 유인불합치 문제가 근본적으로 개선되지 않는 한, 법적 구속력이 없는 스튜어드십 책임을 강조해도 효과가 없거나 오용될 가능성이 있기 때문이다.

3. 이론적 측면에서도 스튜어드십 이론은 한계가 있다. ‘주주-경영자 관계’에서처럼 ‘고객-기관투자자 관계’는 잠재적 이해상충 문제가 있는 ‘주인-대리인 관계’로 보는 것이 정상이다. 신탁법 등에서 기관투자자에게 수탁자 책임을 지운 것도 이 때문이다. 집사 이론과 대리인 이론 중에 어느 쪽이 더 현실에 적합하는지는 논란의 여지가 없을 만큼 후자가 통설이다. 집사 이론은 비영리기관이나 종교단체 또는 소규모 가족회사에 적용 가능한 주변부 이론이다. 기회만 있으면 이익 실현에 가장 민첩하게 움직이며 일반인이 이해하기 어렵고 접근하기 힘든 각종 금융 기법을 동원해서 자신의 이익을 추구하는 금융자본가에게 ‘아무런 제도적 보완 조치 없이’ 집사 이론을 적용하자는 것은 순진하거나 이상주의적의 발상이다.

4. 사실상 고객의 대리인으로 행동하는 기관투자자들이 스스로 집사 역할을 자임하는 것은 ‘내로남불 모순’의 여지가 있다. 주총에서 선임된 이사는 대리인이고 기관 주주 본인은 집사인가? 이론적으로는 집사는 경영자를 상시 감독, 통제하는 이

사에게 가장 적합한 타이틀이다. 영국 코드에서도 스튜어드십의 주요 책임은 이사회에 있고, 기관 주주는 이를 보완하는 것으로 명시한다. 그러나 코드의 실제 내용을 보면, 기관투자자는 경영 관여를 통해 회사와 이사회 결정을 바꾸는 등 영향력을 행사하도록 되어 있다. 만약 기관투자자의 경영 관여로 회사 가치가 하락하거나 일반주주들이 피해를 입게 되면 그 책임은 누가 지는가? 이사는 업무집행지시자로서 법적 책임이 있지만 기관투자자는 코드에서 정한 대로 했기 때문에 면죄부를 줘야 하는가? 경영 관여에 상응하는 책임을 물을 수 없다면 스튜어드십 코드는 기회추구와 자기 이익 실현에 재빠른 기관투자자들에 의해 오·남용될 우려가 높다.

5. 특히 국민연금기금은 의무 가입자인 국민의 입장에서 볼 때 지금 현재에도 대리인 문제가 심각한 상황이다. 우리나라 국민연금기금은 정부가 기금제도 관리 뿐 아니라 기금을 운영하고 통제하는, 연기금 자체의 지배구조 문제를 개선해야 하는 과제가 시급하다. 그런 연기금이 자체의 지배구조 문제를 방치한 채 스튜어드십 책임론의 본질과 배경, 기대효과 논쟁에 대한 비판적 검토 없이 ‘국민의 집사’라는 완장을 스스로 차고 상장회사 경영 관여에 나서면 복대리인 문제가 현실화될 우려가 높다. 복대리인 문제의 하나가 연금 사회주의화 우려이다. 특히 다른 나라에서와 달리 국민연금기금은 ESG의 비재무적 요소에까지 적극 관여한다는 입장이기 때문에 연기금 행동주의가 회사 가치, 연금 수익성, 국민경제적 파급효과 면에서 순기능(득)보다 역기능(실)이 많을 가능성은 한층 더 높을 것이다.

6. 국민연금기금이 집사의 지위를 인정받으려면 자체의 지배구조부터 먼저 개선해야 한다. 그리고 스위스 연기금협회에서 자율 제정한 코드에서처럼 그 어떤 정치적 개입 및 제3자의 영향으로부터 독립적으로 주주권을 행사한다는 원칙을 천명해야 한다. ESG는 법률이 허용하는 범위 내에서 판단해야 할 사안이며 국민연금기금이 ESG 문제에 너무 집착하는 것은 회사가치는 물론이고 연기금의 수익성, 안정성에 도움이 되지 않는다. 또한 연기금이 스튜어드십 책임 활동의 일환으로 고배당 정책을 강조하는 것도 ‘주식의 장기 보유에 기초해서 회사의 중장기 가치를 지향한다’는 스튜어드십 책임론의 본래 취지와 맞지 않기 때문에 재고되어야 한다. 스튜어드십 책임론의 본질과 배경, 목적에 대한 올바른 이해와 더불어 국민연금기금의 구조적 특징과 한계를 감안할 때 국민연금기금이 적극적으로 경영 관여에 나서는 것은 현재 상태에서는 바람직하지 않다.

국민연금 주주권행사 방법의 적절성 검토

전 삼 현
숭실대 법학과 교수

I. 사건 경과

국민연금이 2018년 7월 ‘수탁자 책임 활동에 관한 지침’, 일명 스튜어드십 코드 이행을 위한 절차와 기준을 마련해 2020년부터 경영참여 주주권 행사를 시행하기로 한바 있다. 물론, 기금운용위원회의 의결이 있으면 그 이전이라도 가능하도록 예외를 두었으며, 예상대로 채 6개월도 지나지 않아 한진그룹 오너 일가의 갑질과 탈세 등 위법 행위를 이유로 대한항공과 한진칼에 경영참여를 결정하는 예외적용을 단행했다.

그 과정을 보면 일반적으로 예상했던 것처럼, 국민연금의 최고 의사결정기관인 기금운용위원회의 위원 중 일부 또는 단독으로 기금위에 2018년 12월 “대주주의 주주가치 훼손에 따른 경영상 책임 문제에 대해 국민연금이 적극적인 조치를 할 것을 요구하는 노동·시민사회계 여론이 높아지고 있다”며 대한항공과 한진칼에 대한 경영참여 주주권 행사를 제안했다.

이에 의거하여 기금위는 2019년 1월 16일 열린 제1차 회의에서 양사에 대한 주주권 행사 논의가 필요하다고 의결하고 해당 안건을 검토하도록 한 바 있다.

그리고 이어서 수탁자책임전문위원회의 산하 분과위원회⁵⁾인 주주권 행사 분과 위원회가 2019년 1월 23일 오전에 회의를 개최하고 해당 안건에 대해 논의했으며 경영참여 주주권 행사 방안으로 ① 정관변경 ② 이사 선임 ③ 이사 해임 ④ 의결권대리 행사 권유 등을 논의했던 것으로 알려지고 있으며, 이 회의에서는 분과 위원 9명 중 한진칼 경영참여 주주권 행사와 관련해 반대가 5명으로 찬성 4명으로 부결된 것으로 알려지고 있다.

그리고 당일 오후에 문재인 대통령이 국민연금은 대기업 대주주의 종대한 탈법과 위법에 의결권을 적극 행사해 국민이 맡긴 주주의 소임을 충실하게 이행해야 한다고 언급한 바 있다.

결국, 예상되었던 대로 2019년 2월 1일 기금운용위원회는 전체회의를 열고 주주권행사분과위원회에서 다루었던 4가지 주주권행사방안 중 첫 번째에 해당하는 정관변경안만 추진하기로 결정하고 대한항공에 대해서는 경영참여 목적의 주주권 행사를 하지 않기로 하고 한진칼에 대해서는 경영참여 목적으로 정관변경을 추진하기로 주주권 행

5) 주주권행사분과위원회와 사회책임투자분과위원회를 두며, 전자는 9인의 위원, 후자는 5인의 위원으로 구성하고 이들 위원의 임기는 2년으로 규정되어 있다.

사를 결정했다.

이와 관련해 친문성향의 시민단체가 국민연금이 대한항공에 경영참여 주주권을 행사하지 않기로 한 것과 관련해서 국민연금에 질의서를 발송했다는 사실이 2018년 2월 13일 언론에 보도된 바 있다.

대한항공은 제외하고 한진칼에만 경영참여목적의 주주권행사를 하기로 한 이유는 자본시장법상의 10% 룰 때문인 것으로 알려지고 있다.

특이한 것은 친문성향 시민단체가 국민연금에 질의서를 발송할 즈음에 한진그룹 지주회사인 한진칼이 ‘한진그룹 비전 2023’을 발표하고 한진칼은 주주 중시 정책 확대를 위해 배당을 확대하기 위해 2018년 당기순이익의 50%를 배당하는 방안을 검토하고, 중장기적으로는 현금 유동성과 주식시장 상황을 고려해 배당을 계속 확대할 계획을 언론에 공개한 바 있다.

또한 한진칼은 지배구조 개선과 관련해서는 ① 사외이사를 현재 3인에서 4인으로 확대하여 7인 이사회 체제로 운영 ② 이사회 내 사외이사 후보 추천위원회를 설치하고, 추천위원회 구성원의 과반수를 사외이사로 선임 ③ 경영 투명성 제고를 위해 한진칼과 (주)한진에 감사위원회를 두기로 하고, 특히 한진칼의 경우 감사위원회의 감사위원 3인을 모두 사외이사로 구성할 계획을 공시한 것으로 알려져 있다.

결국, 이러한 일련의 사태가 진행되면서 결국 오는 3월 중에 정기주주총회를 통해 국민연금과 한진칼의 오너 일가간의 경영권 확보를 위한 혈전이 예상되고 있다.

II. 쟁점

이 사건 경과를 보면서 궁금한 점들이 몇 가지가 있다. 첫째는 주주권 행사 분과 위원회가 경영참여 주주권 행사 방안으로 ① 정관변경 ② 이사 선임 ③ 이사 해임 ④ 의결권대리 행사 권유 등을 논의했으나 9인의 위원 중 5인이 왜 경영참여반대 의사표시를 해서 최종적으로 기금운용위에 결정하도록 했는가 하는 점이다. 즉, 정부의 의지와는 상반된 의견을 낼 수밖에 없었던 이유가 궁금한 것이다 (국민연금의 민간기업경영참여의 정당성).

둘째는 주주권 행사분과위원회가 경영참여에 부정적인 잠정결정을 내린 후 기금운용위가 최종 결정을 하기에 앞서 대통령이 경영참여를 적극적으로 독려하는 듯한 발언을 한 이유가 궁금하다 (국가기관의 민간기업 경영통제 및 관리).

세 번째는 국민연금이 3월 주주총회에서 대주주측의 방어로 인해 정관변경을 못하면 실질적으로 국민연금의 경영참여는 더 이상 힘을 발휘하지 못하는가 하는 점이다 (국민연금의 경영참여의 영향력).

네 번째는 현행 이사가 형사소송의 피의자가 되거나 유죄판결을 받으면 현행법상 이사 피선임권을 상실하는 것이 적절한지 여부이다 (형사범의 이사자격).

이하에서는 이러한 점들을 중심으로 쟁점별 검토를 해보고자 한다.

III. 쟁점별 검토

1. 국민연금의 민간기업경영참여의 정당성

(1) 역할 검토

최근 국민연금이 대한항공 조 회장의 이사 재선임을 반대하기로 공식적으로 선언함으로써 공적 연기금의 역할이 무엇인지 고민해 볼 필요가 있다. 어느 사회든 각 구성원들이 자기 역할에 충실해야 양적·질적으로 성장할 수 있기 때문이다.

국민연금법 제1조에서는 국민연금의 역할을 명확히 규정하고 있다. 즉, “이 법은 국민의 노령, 장애 또는 사망에 대하여 연금급여를 실시함으로써 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지하는 것을 목적으로 한다.”라고 규정하고 있다.

이는 국민연금의 역할은 국민들의 노후를 위한 마중물이 되는 것이며, 고령화 사회를 맞이한 현시점에서는 그 중요성이 더욱 커지고 있는 것이다.

전문가들의 분석에 따르면 지금 추세라면 국민연금규모는 2040년 이후 급감해서 2060년이 되면 완전 소멸될 것으로 전망되고 있으며, 국민연금의 투자 수익률을 1% 제고할 때 연금고갈 연한을 8년이나 연장할 수 있는 것으로 분석된 바 있다.

그럼에도 우리 국민연금은 2018년 9월 말 기준으로 세계 3위의 연금 규모를 자랑하고 있지만 지난 5년 평균투자수익률은 해외선진국의 연기금보다 2~3%나 낮은 것으로 나타났다. 즉, 아직까지 국민연금이 제 역할을 다하지 못하고 있다는 것이다.

따라서 앞으로 국민연금이 제 역할을 하기 위해서는 수익률을 제고해야 하며, 수익률 제고를 위한 방법으로 모든 시스템이 구축되어야 한다.

이런 관점에서 보면 기금운용위원회를 통한 민간기업의 경영투명성 제고 등과 관련된 지배구조 경쟁에 국민연금이 참여하는 것은 국민연금의 역할이 아니라는 점에서 비판의 여지가 크다.

(2) 독립성 및 전문성 검토

전통적으로 국민연금 개선과 관련해서는 독립성과 전문성을 제고해야 그 목적인 “국민의 생활 안정과 복지 증진”을 달성할 수 있다는 지적들이 많았다.

그럼에도 이러한 지적들은 변한 것이 없으며, 정부지배로부터의 독립성은 여전히 실현하지 못하고 있다. 독립성을 확보하지 못하면 투자와 관련된 법위반사실이 있을 때 책임을 물을 수 있는 책임주체가 불분명하기 때문이다.

그동안 국민연금을 공사체제로 전환하면 독립성을 확보할 수 있다는 의견들이 제시된 바는 있으나 공사의 경우에는 인사권을 정부가 갖고 있다는 점에서 형태만 다를 뿐 현행 국민연금의 기금운용체제와 크게 다르지 않을 것으로 생각된다. 특히, 운용위원들에게 직접적인 손해배상책임을 부과하는 경우 적극적 기금운용이 어려워 재정안정

성을 확보하기 어려울 수도 있다.

따라서 진정한 의미에 있어서의 독립성이란 국민연금과 기금운용을 완전히 분리하고, 기금운용기관의 지배구조는 정부의 관여 없이 연금가입자들이 직간접적으로 구성에 관여할 수 있는 제도적 장치가 필요하다고 본다.

예를 들어 캐나다의 CPP(Canada Pension Plan)의 경우 캐나다연금투자위원회법(Canada Pension Plan Investment Board Act)을 통하여 독립된 공적연금투자위원회(CPPIB)의 독립성을 보장해 지배구조에 대한 정치적인 간섭을 차단할 수 있도록 제도화하고 있다.

네덜란드공적연금 (ABP)도 2008년 자회사인 APG(All Pensions Group, 네덜란드연기금자산운용)를 설립했으며, 기금운용부서의 독립성을 확보하기 위해 운용과 관리를 분리해서, 기금을 독립적으로 운용하면서 전문 인력을 배치하고 기금의 전문성도 확보한 것으로 평가받고 있다.⁶⁾ 즉, 기금운용주체와 관련하여 우리나라는 보건복지부이지만 네덜란드는 독립된 전문기관인 APG가 담당하고 있는 것이다.

기금규모 세계 2위인 노르웨이 국부펀드(GPFG)의 경우도 기금관리 주체는 재무부이지만 기금운용은 노르웨이중앙은행 내의 자산운용조직인 노르웨이중앙은행투자관리처(NBIM)가 담당하고 있다. 이 때 기금관리 주체인 재무부가 기금의 원천인 원유수익금을 NBIM에 기금운용을 위탁하고 있어서 재무부가 기금운용에 대해 관여할 수 여지가 원천적으로 차단되어 있어 독립성이 보장된다고 할 수 있다.

미국의 대표적인 연기금인 캘리포니아공무원연금공단 (CalPERS: California Public Employees' Retirement System)도 1992년 연금보호법(California Pension Protection Act, 1992)으로도 알려진 주헌법 개정을 통해 PERS이사회에 PERS의 투자결정과 운영에 대해 독립적이고 배타적인 권한(sole and exclusive authority)를 부여하고 있다.

결론적으로 보건복지부는 국민연금을 관리만 하고, 기금관리 및 운용은 전적으로 독립된 기금운용위원회가 되도록 법을 개정하는 것이 시급하다고 할 수 있다.

전문성과 관련해서도 전통적으로 우리 국민연금은 보수적 포트폴리오에 치중하다보니 고수익 상품에 투자할 전문성이 부족하다는 지적들이 많았다. 그러나 이러한 고위험·고수익 특성의 대체투자에도 적극적으로 나서기 위해서는 이를 담당할 전문 인력들이 존재해야 하지만 실질적으로 이를 충족하지 못하고 있는 것으로 추정된다.

이는 국민연금 기금운용본부가 고위험·고수익 특성의 대체투자에 적극적으로 나설 수 있는 환경 자체가 조성되어 있지 않다는 것을 의미한다.

특히, 기금운용위원회나 기금운용본부가 정부로부터 독립되어 있지 않는 한 고위험·고수익 특성의 대체투자는 사실상 불가능할 수 있다. 그 이유는 여러 가지가 있겠지만 수익실현에 실패하는 것은 물론이고 손실을 봤을 때 국정감사나 감사원의 정책감사의 대상이 되어 면책될 가능성이 낮기 때문이다.

이런 문제를 해결하기 위해서는 성과보수체계를 개편하는 것도 필요하지만 우선적으

6) 자본시장 weekly, 국민연금과 네덜란드연기금의 비교 및 시사점, 2014-47호 1면 이하 참조.

로 기금운용본부의 독립성을 보장하는 것이 급선무라고 할 수 있다.

이를 위해서는 단기적으로는 기금운용업무를 기금운용본부가 직접 수행하기 보다는 대체투자에 관련한 전적으로 민간에 위탁하고 그 성과에 대해서는 정책감사의 대상이 되지 않도록 하는 제도적 장치의 마련이 필요하다고 본다.

그리고 장기적으로는 기금운용위원회와 기금운용본부를 독립시켜서 공사화하거나 민영화하는 방안을 모색하는 것이 필요하다고 본다. 현행 국민연금 제도는 세대 간 소득 역분배, 국민연금관리공단의 독점운영, 사회안전망 기능문제 등 많은 문제점이 있는 것으로 지적되고 있다. 만약 국민연금이 민영화되어 정부의 개입이 배제된다면 민간기관이 그 상품을 개발하고 운영하는 주체가 될 수 있기 때문에 정치적 압력으로부터 자유로워 질 뿐만 아니라 전문성을 제고하여 수익성도 확대될 수 있을 것으로 기대된다.

(3) 외국계 사모펀드의 투자자·국가 소송

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 상대국 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 있다.⁷⁾

국민연금공단이 삼성물산·제일모직 합병에 찬성한 배경에 박 전 대통령의 지시나 승인이 있었다고 법원이 최종 판단을 하는 경우 우리 정부가 엘리엇에게 상당한 금액을 배상해야 할 상황에 직면하고 있다.

그 밖에도 엘리베이터 제조 기업인 선들러도 현대그룹 회장의 지배권 보호를 위해 한국 정부가 규정을 위반했다고 주장하면서 2,900억 원 상당의 손해배상을 주장하는가 하면, 재미교포도 한국 정부의 토지 수용을 문제 삼으며 35억 원의 손해배상을 요구하는 등 ISD가 급증하고 있다.

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

7) 세계은행(IBRD) 산하의 민간기구인 국제투자분쟁해결기구(ICSID)가 중재 절차를 관장한다. 중재재판부는 3인의 중재인으로 구성되며, 중재인은 양측에서 각각 1명씩을 선임하고, 위원장은 양측의 합의에 의해 선임한다.

모색하는 것이 시급하다는 것을 의미한다.

2. 국가기관의 민간기업 경영통제 및 관리의 헌법적 가치

스튜어드십 코드 도입을 통한 국민연금의 경영참여가 헌법적 정당성을 확보하고 있는지를 검토해 볼 필요가 있다. 특히, 수탁책임자전문위원회에서 경영참가에 대한 부정적 의견이 많았던 것으로 알려졌음에도 불구하고 문재인 대통령의 적극적 경영참여 발언 이후 기금운용위원회가 경영참여결정을 내린 사실에 대해서 위법성 판단은 어려우나 위헌성 검토는 필요하다고 본다.

우리나라 헌법은 정치적으로는 자유민주주의를, 경제적으로는 자유시장경제질서를 기본이념으로 정하고 있다.

이와 관련해서 헌법재판소는 자유민주주의를 정의함에 있어서 “자유민주주의적 기본질서”를 정의한 내용 중 사법(私法)과 관련된 부분은 “사유재산과 시장경제를 골간으로 한 경제질서”라고 한 바 있다.⁸⁾ 그리고 그 헌법적 근거는 우리 헌법 제23조와 제37조 제2항에서 국민의 재산권을 명문으로 보장하고 있는데서 찾을 수 있다. 그리고 헌법 제119조 제1항에서도 민간기업의 사유재산보호와 사적자치를 근간으로 하는 경제질서의 기본원리를 규정하고 있으며, 제10조에서는 행동의 자유와 자기책임의 원칙에 따라 행복을 추구할 수 있는 권리를 인정하고 있다.

따라서 이러한 민간기업들의 사적인 권리를 지배구조개선이라는 공공의 복리를 위하여 어느 정도까지 통제할 수 있는지 여부를 판단하기 위해서는, 이러한 통제가 우리 헌법이 보장하고 있는 자유민주적 기본질서에 위반되는지 여부를 판단하는 기준을 제시하는 것이 필요하다.

특히, 스튜어드십 코드를 통한 국민연금의 경영참여는 구체적으로는 우리 헌법 제126조에서 “국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요로 인하여 법률이 정하는 경우를 제외하고는, 사영기업들을 국유 또는 공유로 이전하거나 그 경영을 통제 또는 관리할 수 없다.”라는 규정에도 정면 배치되는 것이라고 할 수 있다.

그리고 헌법 제37조 제2항에서 규정하고 있는 과잉금지의 원칙에도 위배될 가능성이 높다. 우리 헌법은 법리상 위헌적 판단을 하는 기준으로 3가지를 제시하였는데 첫째, 공공의 복리를 달성할 수 없는 국민의 기본권제한 입법은 위헌이라는 것이다 (방법의 적정성). 둘째, 보다 덜 기본권 침해적 방법으로 공공복리를 달성할 수 있음에도 불구하고 이를 고려하지 않은 기본권 침해적 입법은 위헌이라는 것이다 (피해의 최소성). 셋째, 자유시장경제질서와, 사적자치의 원칙과 같은 헌법상의 기본적 가치들에 대한 희생을 무릅쓰면서까지 경영의 자율성을 제한해야 할 공공의 필요성이 감소하였음에도 불구하고 경영의 자율성을 통제하는 극단적 방법을 여전히 사용하는 것은 공공의 필요에 비하여 지나치게 민간기업의 재산권행사와 사적자치권을 제한하는 것은

8) 헌법재판소 1990. 4. 2. 89헌가113; 2001. 9. 27. 2000헌마238; 1994. 4. 28. 89헌마221; 2005.10.27. 2003헌가3.

위험이라는 것이다 (법익의 균형성).

스튜어드십 코드를 통한 국민연금의 경영참여는 상기의 과잉금지의 원칙의 3요소를 침해할 가능성이 있다.

3. 국민연금의 경영참여의 후폭풍

지난 2월 1일 국민연금 기금운용위원회가 대한항공에 대해서는 경영참여를 하지 않고 한진칼에 대해서는 정관에 ‘이사가 회사 또는 자회사와 관련해 배임·횡령죄로 금고 이상의 형을 받으면 3년간 결원으로 본다’라는 조항을 신설하는 변경안 만을 제안하기로 한 것에 대해 “시늉내기”에 불과하다는 지적들이 있다.

더욱이 국민연금의 주주제안대로 정관이 변경되더라도 최대주주에게 미칠 영향은 전혀 없을 것으로 보고 있는 듯하다. 그러나 국민연금의 주주제안대로 정관이 변경되는 것은 물론이고 변경이 되지 않더라도 그 파장은 매우 클 것으로 예상된다.

우선, 현직의 이사가 형사소추가 되기만 하면 이사직 수행 자체가 크게 위축되는 사태가 발생할 수 있다. 현재 조 회장은 딸 조현아 전 대한항공 부사장의 일명 ‘땅콩회항’ 사건 변호사 비용을 회삿돈으로 지불하고 계열사 일감 몰아주기로 사익을 편취했다는 등의 의혹이 제기돼 2018년 10월 검찰에 기소되어 현재 재판이 진행 중이다. 설령 무죄판결이 난다하더라도 대법원의 최종판결까지는 회사경영상 불확실성이 존재할 수밖에 없는 것이 사실이다. 특히, 배임죄의 성립에 대한 현행법상의 규정상 대표이사 등에게 사적이익을 취득하려는 의도가 없었더라도 회사에 손실이 발생한 것으로 추정되기만 하면 형사처벌이 가능한 점을 고려해 보면 더욱 그러 하다.

또한 주주제안제도의 남용소지이다. 현행법상 주주제안제도는 비상장사의 경우에는 보유기간 구분없이 3% 이상의 주식을 소유한 자가 청구할 수 있으며 자본금 1천억원 미만인 상장사의 경우에는 1% 이상의 주식을 6개월 이상 소유한 주주, 자본금이 1천억원 이상인 상장사의 경우에는 0.5% 이상의 주식을 이상을 소유한 주주가 청구할 수 있다 (상법 제363조의2, 제542조의6 제2항).

이처럼 주주제안청구요건을 제한한 이유는 그 권한의 남용시 발생할 수 있는 부작용 때문이다. 즉, 주주제안제도가 경영진이 주주의 관심에 민감해지고 사회적 책임감을 인식하여 업무집행에 대한 “건전한 간접적인 영향”을 미칠 수 있는 장점을 갖는 반면에 회사의 수익증대와는 상당한 정도의 관련성이 없거나, 회사의 수익성을 저해하는 제안들이 많아 장기적으로 회사성장에 저해요인으로 작용한다는 연구결과도 나온 바 있다.⁹⁾

9) 1994년 미국 총무부장협회의 집계에 따르면 1994년에 제기된 주주제안 중 일반적인 주제를 요약하여 보면 ① 평등한 고용과 여성·소수민족의 고용촉진규정 ② 누적투표에 관한 규정 ③ CERES원칙의 지지 ④ 무기명투표제도의 채용 ⑤ 이사의 년차 재선임에 관한 규정 ⑥ NAFTA불참가가 회사에 미치는 영향에 관한 상세한 보고서 ⑦ 미국 대통령의 급여의 일정비율을 상한으로 하는 급여의 설정 ⑧ 남아프리카에서의 사업에 관한 행위기준의 설정 ⑨ 이사회에서 여성이나 소수민족의 신규등용 (10) 북아일랜드등에서의 조업회복의 지도 등이다. 손영락, 주주제안권, 증권 (1997.6), 61면 참조.

결국, 국민연금이 형사범의 이사자격 제한이라는 공익적 목적내지는 사회적 정의 실천이라는 이념적 가치를 추구하기 위해 주주제안방식으로 경영참여하는 경우 자칫하면 국민연금의 수익률 제고라는 목적과는 배치될 수 있다는 점에서 주주제안방식의 경영참여를 하는 방법에 대해서는 신중한 접근이 필요하다고 본다.

그 밖에 국민연금이 의결권대리행사를 하는 것이 바람직한지를 검토해 볼 필요가 있다. 지난 1월 23일 수탁자책임위에서 의결권대리 행사 권유 등을 논의했던 것으로 알려지고 있다. 의결권대리 행사 권유는 경영진과의 표대결을 유리하게 이끌기 위한 대안이 될 수 있다고 생각한 것으로 이해된다.

현재 한진 칼의 경우 최대주주와 그 특수관계인이 28.95%를 소유하고 있으며, 사모펀드인 KCGI가 10.81%, 국민연금이 7.16%로 3대주주인 것으로 알려져 있다. 따라서 국민연금이 다른 주주들로부터 의결권을 위임받아 대리 행사하면 최대주주보다 많은 의결권을 행사할 수 있어서 적극적 경영참여의 효과가 극대화 될 수 있을 것으로 이해된다.

그러나 한진 칼의 입장에서 볼 때에는 최대주주 지분이 총의결권의 4분의 1을 넘어 보통결의를 저지할 수 있지만 3분의 1이 안되어 특수결의는 저지할 수 없는 것이 현실이다.

이번 한진 칼 사건 주주제안 사건을 계기로 국민연금이 투자한 모든 기업들은 최대주주와 그 특수관계인이 총 의결권수 중 34% 이하를 소유한 경우에는 개인 소수주주나 우리사주조합원, 기관투자자 등 다방면으로 로비를 해야 하며, 경우에 따라서는 정경유착이나 부정청탁금지 등과 같은 의혹제기가 많아질 것으로 예상된다. 특히, 최대주주들이 이사로 있는 한 뇌물이나 부정청탁 등의 사유로 인해 형사소추될 가능성이 높아 질 것으로 예상된다.

4. 형사범의 이사 자격

지난 2월 1일 국민연금의 기금운용위원회가 한진 칼에 경영참여를 하기로 하면서 그 방법으로는 정관변경을 제안하기로 했다고 한다. 정관변경 안으로는 ‘이사가 회사 또는 자회사와 관련해 배임·횡령죄로 금고 이상의 형을 받으면 3년간 결원으로 본다’는 조항의 신설이라고 한다.

최대주주와 그 일가가 수백억 원대 상속세 탈루 등 비리 의혹, 회사 돈으로 ‘땅콩회항’ 사건 변호사 비용 지불, 계열사 일감 몰아주기로 인한 사익편취 등과 같은 많은 혐의로 피의자의 신분에 있는 만큼 경영일선에서 물러나도록 하는데 취지가 있는 것으로 이해된다.

일각에서는 정관변경 자체가 어렵기 때문에 무늬만 경영참여가 되었다는 비판을 가하고 있다. 그러나 이사가 배임이나 횡령 등으로 형사처벌을 받은 경우에는 이사자격을 제한하는 것을 규범화한다는 것은 자칫하면 투자를 위축시키는 결과를 초래할 수 있다는 점에서 보다 신중한 접근이 필요하다.

물론, 금융회사의 경우에는 형사처벌 받은 인사가 이사 등의 임원이 되는 것을 제한하고 있다. 즉, 금융회사지배구조에 관한 법률 제5조에서 금고 이상의 실형을 선고받은 자에게는 임원(이사, 감사)이 될 수 있는 자격을 제한하고 있다. 타인의 금전을 관리하는 금융회사의 특성상 고객보호를 위해 불가피한 것으로 이해된다.

그러나 비금융회사의 경우에는 다른 관점에서 이를 봐야 한다. 즉, 고객보호보다는 투자와 위험감수적 경영이 우선시 되어야 한다. 현행법도 비금융회사의 임원자격요건으로 형사처벌 여부를 규정하고 있지 않다. 한진 칼이 비금융회사임에도 불구하고 형사처벌과 관련해서 이사자격을 제한하는 경우 자칫하면 기업들의 모험적 경영을 위축시키고 더 나아가 투자를 위축시키는 결과를 가져올 수 있다.

더욱이 우리나라는 배임죄와 관련하여 경영자에게 악의적 의도가 없어도 형사처벌을 받을 수 있는 가능성이 높은 법제도를 갖고 있다. 이는 정관에 형사범에 대한 이사자격제한을 두는 순간 대주주가 이사가 되는 것을 회피하는 사태를 촉발시킬 수도 있다.

물론, 대주주보다는 전문경영인이 경영을 전담하는 것이 장기적으로 볼 때 회사의 성장에 긍정적 효과를 가져 온다는 주장이 있기는 하다. 그러나 경험적으로 보건대 대주주가 경영을 담당하는 회사가 전문경영인이 경영을 하는 회사보다 성장가능성이 높은 것이 사실이다. 따라서 일률적으로 판단할 수 없지만 전문경영인의 경영시스템을 제도적으로 고착시키는 것은 자칫하면 투자유인과 성장동력을 고갈시키는 결과를 초래할 수도 있다.

특히, 위험감수를 원칙으로 하는 경영판단에 대해 위험회피를 원칙으로 하는 법적 판단을 기준으로 위법성을 판단하고 이에 형사처벌을 가하는 것 자체가 시장을 위축시키는 결과를 초래할 수 있다. 따라서 미국에서는 오래전부터 경영판단행위에 대해서는 그것이 법과 절차를 준수하였다면 굳이 법적 판단을 하지 않는 경영판단의 원칙이 정립되어 있다.

반면에 위험만 있으면 악의적 의도가 없었던 경영판단에 대해서도 배임죄의 성립(추상적 위험범)을 인정하는 우리나라의 법제도 하에서는 이번 국민연금의 한진 칼 정관 변경안이 자칫하면 대주주의 책임경영을 회피하는 결과를 초래할 수 있다.

참고로 2004년 10월 SK(주)의 지분을 14.99%를 소유한 소버린이 중대 형사범죄행위로 기소되거나 유죄판결을 받은 인사의 이사직무 수행을 금지하는 내용의 정관 개정을 위해 임시주총 소집을 요청했으나 SK(주)가 '부당한 요구'라며 부결시킨 바 있다. 이에 대해 소버린은 2004년 11월 9일 SK(주) 최대주주인 최태원 회장을 축출하기 위해 "'형사범죄행위로 기소되거나 유죄판결을 받은 인사의 이사직무수행을 금지'하는 내용의 정관개정이 필요하다"며 법원에 SK(주)의 임시주총소집허가 신청서를 제출한 사건이 있었다.

이에 대해 서울중앙지법 민사50부는 2004년 12월 15일 "소버린측의 SK(주) 임시주총 요구안을 검토한 결과 내년 3월 정기주총을 앞두고 별도의 임시주총을 개최할 만한 시급한 사안이거나 정당성이 없다고 판단된다"며 기각 결정을 내린 바 있다. 이 때

재판부는 결정문에서 "임시주주총회소집에 관한 건은 총회소집 안건의 내용, 결의의 시급성 및 이 사건이 국가경제에 미치는 영향 등 제반사정을 종합적으로 고려해야 한다"며 "법이 소수주주권을 부여한 것은 다수 주주의 전횡을 막기 위한 취지이지만 무조건 소수주주의 이익을 위한 것이라고 볼 수 없다"고 판결한 바 있다.

이러한 점을 고려해 볼 때 당시 법원 재판부도 이사가 형사책임을 졌다고 해서 이사 자격을 제한하거나 박탈하는 것은 근본적으로 자본시장을 위축시킬 수 있다는 점을 고려했던 것으로 이해된다.

특히, 민간기업의 경영진이 형사책임을 지는 경우 이사자격에 제한이 주어진다면 우리 자본시장에는 공기업만 존재하는 사태가 발생할 수 있다는 점을 고려해 볼 필요가 있다.

IV. 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.

특히, 국민연금법상의 역할과 방법의 적절성 여부에서 지속적으로 논란의 불러일으켜 우리 대한민국의 사회적 비용을 증가시키는 결과를 초래할 수 있다.

수탁자책임전문위원회에서 경영참여 거부논의가 이뤄진 상황에서 문재인 대통령이 직접적으로 적극적인 경영참여를 독려한 것은 헌법적 가치에 반하는 국가통수권자의 행동이라고 할 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 독립성을 확보하는 제도적 개선이 우선이라고 할 수 있다. 그 다음에 경영권 개입을 논의하는 것이 절적인 순서라고 본다.

국민연금의 주주권 행사의 문제점
- 제일모직, 삼성증권 합병 사안에 비추어 -

박 진 식
변호사

1. 국민연금의 적극적 주주권 행사

가. 2019. 1. 16. ‘대한항공 정상화를 위한 국민연금의 역할’ 토론회

◁ 김남근 변호사(참여연대 경제금융센터 실행위원), ‘대한항공과 한진칼의 이사들은 오너 일가의 위법행위와 기업가치 훼손에도 불구하고 이사회 조차 열지 않았다’며 ‘이번 대한항공 주총에서 국민연금은 조양호 이사와 이를 견제하지 못한 사외이사에 대한 재선임에 반대의결권을 행사해야 한다’고 주장함.

◁ 원종현(국민연금 연구권 부원장) ‘대한항공과 한진칼의 사회적 물의와 배임, 횡령 등이 발생한 지 오래됐지만 여전히 공전’이라며 ‘사안이 생길 때마다 사후적으로 국민연금의 행동을 촉구하기보단 정해진 체계에 따라 움직여야 하고, 이렇게 될 때 국민연금의 중립성을 높일 수 있을 것’이라고 강조했다. 원 부원장은 실정법에 의한 처벌을 건너뛰고 국민연금의 주주권 행사로 문제를 해결하는 것은 경계했다. 그는 “대한항공 이사진의 행위는 국내법 기준으로 위법 사항이고, 이 자체로 처벌받아야 할 사항’이라며 ‘기존의 법적 체계나 규제, 이를 뒷받침하는 지침을 먼저 적용해야 한다’고 밝힘.

◁ ‘기업가치 훼손’이 적극적인 주주권 행사의 근거가 될 수 있는가?
이는 입증이 가능한가?

나. 국민연금의 적극적 주주권 행사를 지지하는 입장에 대한 의문점

◁ 국민연금의 적극적인 주주권 행사에 찬성하는 입장은 법리적, 사

실적 논거를 제시하기 보다는 ‘오너의 갑질 등 일탈행위 → 기업가치 훼손 → 재벌기업의 지배구조 개선을 위한 국민연금의 주주권 행사’라는 다소 비약적인 논리를 취하고 있음¹⁰⁾.

◁ 재벌개혁이나 오너 들의 갑질 등 일탈행위(문 대통령이 탈법행위로 지칭)가 이해당사자들인 주주들의 판단에 맡기지 않고 의결권을 행사하여 경영에 참여할 근거가 되는가?

◁ 횡령, 배임, 경영진 일가의 밀어주기 등이 경영권 참여 사유라면 대규모 환경오염, 세월호 사건, 가습기 살균제 같은 대량의 인명피해의 경우에는?

다. 국민연금의 적극적인 경영참여는 이른바 스튜어드십 개념에 들어맞는가?

◁ 스튜어드십 이론의 태생적 한계

; ‘국민 - 국민연금 관리공단’은 ‘주인-대리인’ 관계인가?

충실한 집사, 청지기인가?

사실상 고객의 대리인인 기관투자자들이 집사역할을 할 수 있는가?

◁ 스튜어드십 코드가 공적 연기금에 적합한가?

; 민간기관투자자들의 자율규제에서 출발, 영국에서도 스튜어드십의 주요 책임은 이사회에 있고 기관투자자들이 이를 보완하는 것으로 이해

공적 연기금은 그 뒤에 권력을 행사할 수 있는 정부가 존재, 현재와 같은 구조하에서는 중립적일 수가 없고 정부의 정책 목표(경제민주화, 재벌개혁 등)를 강제하는 또 다른 도구로 변질할 가능성

2. 수탁자책임 전문위원회의 의결을 뒤집은 박능후 보건복지부 장관은 직권남용인가?

10) 대한항공과 같이 대주주와 경영진의 일탈로 기업가치가 심각하게 훼손된 사례에서도 국민연금이 좌고우면한다면, 한국 재벌기업의 지배구조를 개선할 길도, 국민연금의 장기적 수익률을 제고하는 길도 모두 요원해질 것이다. (한겨레신문 2019. 2. 2.자)

가. 사건의 시간 순 정리

2019. 1. 초 이찬진 기금위원 적극적 주주권 행사 안건 상정 요청
2019. 1. 16. 기금운용위원회, ‘수탁자책임전문위원회가 행사여부와 범위 논의’
2019. 1. 23. 수탁자책임전문위 산하 주주권행사위원회 부결됨. ‘결론 못 내 의견 달아 기금위 보고’¹¹⁾
보건복지부, 수탁자책임위의 주주권행사 불가 결정과 관련하여 보도자료
- 문대통령, 공정경제 추진전략회의 ‘대기업 대주주의 중대 탈법과 위법에 대해 국민연금 스튜어드십 코드(기관투자자의 의견권 행사지침)를 적극적으로 행사하겠다’¹²⁾
2019. 1. 29. 수탁자책임전문위 2차 회의
국민연금, 수탁자위에 2년간 예상 손실액을 108억원으로 보고했다가 엿새 만에 72억원으로 정정¹³⁾
2019. 2. 1. 기금위, 수탁자위의 결정을 뒤집고 ‘주주권 행사’ 의결¹⁴⁾

나. 박근혜 정부 시절 국민연금의 삼성합병 찬성과 차이점

박근혜 정부시절 문형표 보건복지부 장관은 국민연금에 압력을 행사하여 제일모직의 삼성물산 합병결의에 찬성을 했다는 이유로 직권남용죄로 기소되어 1, 2심 모두 2년 6월 형을 받았다(현재 대법원 상고중. 상고심 구속기간 6개월이 경과하여 구속은 면한 상태임). 문재인 대통령의 발언 후, 수탁자책임

11) 수탁자책임전문위는 지난 23일 진행된 1차 회의에서 주주권행사 분과위원 9명 가운데 2명이 경영참여형 주주권 행사에 찬성하고 5명은 반대한 바 있다. 나머지 2명은 대한항공에 대한 경영참여 주주권 행사에는 반대하고 한진칼에 대해서는 찬성표를 던졌다. 즉 대한항공은 찬성 2명·반대 7명, 한진칼은 찬성 4명·반대 5명으로 결론을 냈다.

12) 재계에서는 문 대통령이 국민연금에 가이드라인을 제시한 것으로 해석함

13) 일부 매매차익을 중복으로 계산하고 산출 기간을 잘못 적용하면서 문제가 발생했다는 이유. 복지부는 이 과정에서 수탁자위원들에게 비밀유지 서약서도 받은 것으로 드러남. 복지부의 해명은 비밀유지 서약서를 받은 건 단기매매차익의 원래 자료가 비공개 자료이기 때문이며 차익 자체를 숨기려고 서약서를 받은 건 아니라고 해명하였음

14) 12명 위원 중 5명이 반대하자 박 장관이 중재에 나서 표결도 없이 밀어붙였다고 알려짐

전문위의 의결을 뒤집고, 단순 찬반 결의도 아닌 적극적 주주권 행사(주주제안)를 한 것은 문형표 전 장관의 행위와 본질적으로 구별될까?

	박근혜 정부	문재인 정부	비고
당시의 상황	-SK와 SK C&C의 경우 의결권행사 자문기관인 ISS 등이 합병 찬성의견을 제기 하였음에도 의결권행사 전문위원회의 반대결정, 전문위원회에 부의될 경우 반대 결정이 내려질 가능성¹⁵⁾ -박근혜 대통령 ‘합병 안전에 대한 국민연금공단의 의결권 행사 문제를 잘 챙겨보라’는 지시를 고용복지수석 비서관에게 함. 이를 문형표가 인지하고 있었음 (2심 판결문 제39면)	-문형표 전 장관이 국민연금의 의결권 행사에 부당하게 영향력을 행사하였다는 이유로, 직권남용권리행사방해죄로 2심에서 2017. 11. 24. 징역 2년 6월의 실형을 받음 -문대통령, 대기업 대주주의 중대 위법에 대해 적극적 의결권 행사 천명 후 이미 결론을 내린 수탁자전문책임위의 2차 회의가 열림	-개별적인 투자결정은 기금운용본부가 독립적으로 판단, 특정 주식의 의결권 행사는 전문위원회에서 심의, 의결을 요청할 수 있도록 규정되어 있고, 의결권 행사지침을 마련하는 등으로 복지부 등 행정기관이나 정치권력 또는 이익집단이 국민연금기금의 개별적인 투자 의사결정 과정에 개입하지 못하도록 제도적 장치가 마련되어 있는 상황 (2심 판결문 제34, 54면)
보건복지부장관	-문형표는 연금정책국장에게 ‘삼성 합병 건이 성사되었으면 좋겠다’고 밝힘 -복지부 직원 국민연금공단을 찾아가 ‘투자위원회에서 결정하라’고 지시	-박능후, 수탁자책임 전문위원회¹⁶⁾의 결정을 뒤집고 기금운용위원회에서 주주권 행사하도록 의결. 표결이 없었다고 알려짐	-문형표의 경우, 의결권행사 전문위원회의 의결을 거치지 않았던 것으로 직권남용이 인정되었는데, 박능후의 경우 수탁자책임 전문위원회의 결정이 있었음에도 이를 뒤집었음
국민연금공단	-기금운용본부 직원들 2015. 7. 6. 보건복지부 방문하여 의결권 전문위원회에 부의하겠다는 입장을 밝힘. 복지부 직원 ‘당신네들 반대하겠다는 거야’	?	
의결 생략/무시 의결시 영향력 행사	-문형표는 의결권 전문위원회에 부의하겠다는 기금운용본부의 입장을 확인 후, 7. 6. 복지부 직원들에게 전문위원회에서 합병 안전을 찬성 의결하는 방안을 모색하라고 지시 -찬성4, 반대4, 기권1로 파악되자 투자위원회에서 결정하기로 -복지부, 기금운용본부 담당자들을 복지부로 오게 하여 ‘투자위원회에서 처리하는 것이 장관님의 의중이다’	-수탁자책임 전문위원회의 결정을 뒤집고 기금운용위원회에서 주주권 행사하도록 의결. -2년간 예상 순손실액을 108억원에서 72억으로 36% 만에 수정	-홍원선 투자위원회 위원이 다른 위원들을 설득한 것이 업무상 배임의 행위태양으로 인정되었음. 박능후 장관은 직접 중재(?)까지 하였다고 알려짐

	-투자위원회 회의에서 찬성 의결을 이끌어내기 위하여, 기금운용본부 리서치팀은 합병시너지 수치를 근거 없이 부풀림 (하루만에 작성) -투자위원 홍완선은 개별위원을 접촉하여 찬성으로 유도함		
청와대 관여	-복지부 사무관, 청와대 고용복지수석실 행정관에게 '투자위원회 논의추진방향 검토'라는 이메일 보내는 등으로 보고	-문대통령, 전면에 나서 가이드라인을 줌	-박 전대통령보다 개입 정도가 더 뚜렷함
찬성 의결 전제로 한 대응 방안	-복지부에서는 찬성의결 전인데도 7. 9. 찬성의결될 것을 전제로 한 대응방안 문건을 작성	?	
보건복지부장관의 입장	(수사기관에서의 진술) -합병 찬성 유도의 필요성에 대한 묵시적 공감대가 있었음 -투자위원회를 통하여 이 사건 합병 안건을 찬성으로 의결하는 것이 수월하겠다는 생각에 승인하였음	?	

(1) 문형표 전 장관은 박 전 대통령의 비서관 등을 통한 간접적인 지시를 알고 있었음이 1, 2심에서 인정되었고, 합병 안건에 대해 어떡해든 국민연금의 찬성 표결을 이끌어내기 위하여 의결권행사 전문위원회에서 의결하면 불리해질 것 같자, 이를 건너뛰고 국민연금 직원으로 구성된 투자위원회의 의결을 거쳤다는 이유로 직권을 남용하여 의무 없는 일을 하게 하였다는 이유로 직권남용죄로 유죄판결을 받았다.

박능후 장관의 행위는 이와 다를까? 의결권행사 전문위원회가 개편된 조직인 '수탁자책임 전문위원회'가 불가 결의를 하였음에도 대통령의 직접적인 가이드라인 제시에 따라 2차 회의를 열고, 다시 최고 의결기구인 기금운영위원회에서 뒤집는 것은 직권남용에 해당할 가능성이 농후해 보인다. 최고권력자인 대통령의 언질과 대통령의 평소의 정책 목표(경제 민주화?)를 누구보다 잘

- 15) 동일한 지배주주가 보유지분을 달리하여 지배하는 회사들을 합병하는 사안으로 지배주주의 보유지분이 낮은 회사의 주가가치가 저평가되어 합병비율이 부적정하다는 논란이 제기되고 합병이 재벌기업의 지배구조 개편 및 지배관 승계와 직접적으로 연결된 사례로서 의견권행사지침의 명시적인 기준이 없었음 (2심 판결문 제33면)
- 16) 국민연금 의결권 행사를 자문해온 의결권행사전문위원회를 확대 개편한 조직임

알고 있는 복지부 장관의 의결 뒤집기는 1, 2심 판결의 논리대로라면 직권남용죄에 해당하지 않는다고 하는 것이 오히려 이상할 지경이다. (그러나 아직 언론 보도 외에는 사실관계를 확인 할 수 없어 구체적인 의사결정 과정 등은 확인할 수 없었다는 한계가 있다)

‘직권남용죄의 남용’이라고 비판받고 있듯이, 공무원의 합리적인 의사 판단을 지극히 제한하여 적극적인 공무수행을 위촉시키는 직권남용죄의 확대는 바람직하지 않아 보인다. 문형표 전 장관의 사례의 경우 (형사범죄로 단죄할 수 있는지 여부를 떠나) 문 전 장관이 다소 무리한 측면이 있어 보이는 것이 사실이다. 그러나 전 정권 인사들에게 이렇게 엄격한 잣대를 들이치는 순간, 바로 현 정부의 모든 정책집행자 들 역시 정권이 바뀔 후 단죄가 되지 않는다고 누가 확실할 수 있겠는가? 전문위원회의 의견과 달리 판단하고 정책을 집행할 가능성은 충분하고 (이를 연금 사회주의 등으로 비판하는 것을 떠나) 이를 직권남용으로 단죄하는 것만은 피해야 하지 않을까?

박능후 장관의 행위는 현재의 법원의 기준으로는 직권남용에 해당할 여지가 너무나 커 보인다. 2심 판결은 홍완선이 업무상 배임죄를 범하였다고 인정하면서 ‘국부유출의 비난 등 의결권행사 기준과 무관한 사유를 들어 적극적으로 위원들의 자율적이고 독립적인 판단을 저해하는 임무위배 행위’를 하였다고 판단하였다(판결문 제56면). 문재인 대통령과 대통령의 가이드라인을 받은 박능후 장관은 의결권행사 기준과 무관한 사유인 ‘대기업 대주주의 탈법행위’ (이른바 ‘갑질 논란’)를 들어 위원들의 독립적인 판단을 무시한 것은 아닌가?

더욱이 한진그룹에 대해 과다하다 싶은 정도의 구속영장 청구를 검찰을 동원하여 반복한 행태까지 고려한다면, 적극적 주주권 행사가 선의로 읽히지만은 않는다.

(2) 한편 2심 재판부는 문형표 전 장관과 함께 기소된 홍완선 국민연금 투자위원회 위원의 업무상 배임죄에 대한 판결에서 ‘불공정한 합병비율에 따라 예상되는 주주가치의 훼손을 보전하면서 국민연금공단에 최대한 이익이 되는 조건으로 합병이 성사되도록 당시 국민연금공단이 가진 사실상의 캐스팅보트를 잘 활용하여 중간 배당을 요구하나 반대의결로 합병비율의 개선을 요구하는 등으로 필요한 조치를 하고, 투자위원회에서 각 위원들이 합리적이고 진지

한 노력을 기울여 자율적이고 독립적으로 판단할 수 있도록 함으로써 국민연금 공단의 손해 발생을 막아야 할 업무상 임무가 있다'고 판시하였다(서울고등법원 2017노 1886 판결 제55면).

국민연금 공단이 사법부가 판단하기에 적절한 행위¹⁷⁾를 취하지 않은 것을 업무상 배임이 성립하는 행위태양의 하나로까지 본 것이다. 사후적으로 보았을 때 손실이 발생한다면 업무상 배임죄로 처벌받는다라는 2심의 논리에 따른다면(그 손해액이 정확히 특정되지도 못하였다), 작금의 국민연금관리공단의 과도한 경영권 참여 의욕이 향후 어떠한 결과와 (형사처벌을 포함한) 파장을 가져올지 예상하기가 쉽지 않다. (위 판결에서 업무상 배임의 구성요건인 재산상 손해와 관련해서도 '최소 1,387억 상당의 손해'라고 하여 손해액을 특정하지 못한 것까지 고려할 때, 문형표 장관의 지시를 충실히(?) 수행한 투자위원회 위원을 업무상 배임으로 처벌한 것은 법리를 떠나¹⁸⁾ 지나치게 가혹한 것이 아닌가 생각된다.)

3. 국민연금의 주주권 행사의 문제점

국내 상장기업들 특히 대기업의 경우 '오너리스크'가 코리아 디스카운트로 작용하고 있는 것은 사실이나, 국민연금의 이번 적극적 주주권 행사가 대기업의 지배구조 개선에 영향을 미치는지는 지극히 의문이다.

가. 자본시장법 등 법령에 의한 제한

◁ 이른바 '10%룰'

; 경영 참여를 통해 획득한 내부정보로 단타매매 수익을 올릴 수 있는 점을 방지하기 위한 제도. 장기수익을 목적으로 6개월 이상 해당 종목을 보유할 경우 경영참여형 주주권을 행사해도 매매차익을 반환하지 않을 수 있어 국민연금의 의지가 의심스럽다는 비판이 있으나, 이는 법리를

17) 제일모직, 삼성물산 합병의 경우에 삼성물산 주주의 입장에서는 이익이 침해된 것으로 볼 수 있지만 회사의 지속적 성장이라는 측면에서 보면 합병이 정당화될 가능성도 충분하기 때문이다(권종호, "엘리트 사태에 비추어 본 기관투자자의 의결권행사의 쟁점 - 국민연금의 의결권 행사와 스톱워드십 코드를 소재로", 「경영법률」제26권 제2호, (한국경영법률학회, 2016). 실제로 합병무효 소송은 회사 측이 승소하였다.

18) 업무상 배임죄는 그 성립여부가 가장 불투명한 죄 중의 하나이다. 민사상의 채무 불이행을 형사처벌하는 특이한 경우로서 자본주의의 천국인 미국에서는 배임죄 자체가 없다고 한다. 따라서 배임죄는 그 성립범위가 갈수록 축소되어 가고 있으며, 전원합의체에서 판례 변경으로 무죄 선고가 되는 경우가 종종 있다.

오해한 것으로 보임¹⁹⁾

◁ 정관변경의 의결 정족수

; 정관변경은 주총 특별결의 사항으로 발행주식 총수의 3분의 1, 출석 의결권 3분의2 이상이 찬성하면 의결됨.

남양유업 지분은 최대주주인 홍원식 회장(51%)을 포함해 오너 일가가 53.85%로 과반을 넘어선다. 2대주주인 국민연금(6.55%)에 비해 압도적으로 많다. 남양유업 오너 일가가 전체 상장 주식수(72만주) 중 39만주에 가까운 주식을 보유해 이미 국민연금의 주주제안 부결을 위한 3분의 1(24만주)이상 요건을 충족한다. 국민연금이 주주제안 가결을 위한 3분의 2(48만주) 이상 지분 확보는 사실상 불가능함.

◁ 주주제안의 의결 정족수

; 상법 시행령 제12조 4호²⁰⁾에 따르면 `임기 중에 있는 임원의 해임에 관한 사항`은 이사회가 그 주주제안을 거부할 수 있다. 이 경우 임시 주주총회 소집과 주총 특별결의를 통해 주주제안을 관철시켜야 하는데 발행 주식 총수 3분의 1 이상의 찬성과 주총에 출석한 주주 의결권 3

19) 자본시장법 제172조 (내부자의 단기매매차익 반환) ① 주권상장법인의 임원(「상법」 제401조의2제1항 각 호의 자를 포함한다. 이하 이 장에서 같다), 직원(직무상 제174조제1항의 미공개중요정보를 알 수 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자에 한한다. 이하 이 조에서 같다) 또는 주요주주가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 금융투자상품(이하 "특정증권등"이라 한다)을 매수(권리 행사의 상대방이 되는 경우로서 매수자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매도를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)한 후 6개월 이내에 매도(권리를 행사할 수 있는 경우로서 매도자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매수를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)하거나 특정증권등을 매도한 후 6개월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 그 법인은 그 임직원 또는 주요주주에게 그 이익(이하 "단기매매차익"이라 한다)을 그 법인에게 반환할 것을 청구할 수 있다. 이 경우 이익의 산정기준·반환절차 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다. ⑥ 제1항은 임직원 또는 주요주주로서 행한 매도 또는 매수의 성격, 그 밖의 사정 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우 및 주요주주가 매도·매수한 시기 중 어느 한 시기에 있어서 주요주주가 아닌 경우에는 적용하지 아니한다.

시행령 제198조(단기매매차익 반환의 예외) 법 제172조제6항에서 "대통령령으로 정하는 경우"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다.

13. 그 밖에 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로서 증권선물위원회가 인정하는 경우

단기매매차익 반환 및 불공정거래 조사·신고 등에 관한 규정 제8조(단기매매차익 반환의 예외) 영 제198조제13호에서 "그 밖에 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로서 증권선물위원회가 인정하는 경우"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다.

6. 다음 각목의 어느 하나에 해당하는 기금의 관리나 운용을 위한 매매. 다만 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것(임원의 선임, 해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 영 제154조 제1항이 정하는 것을 말한다)이 아닌 경우에 한한다.

가. 「국민연금법」에 따른 국민연금기금

20) 제12조(주주제안의 거부) 법 제363조의2제3항 전단에서 "대통령령으로 정하는 경우"란 주주제안의 내용이 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다.

4. 임기 중에 있는 임원의 해임에 관한 사항[법 제542조의2제1항에 따른 상장회사(이하 "상장회사"라 한다)만 해당한다]인 경우

3월 주총, 국민연금 경영개입 쟁점과 전망

분의 2 이상의 찬성이 필요하다. 한진 오너 일가의 한진칼 지분율이 28.93%인 점을 감안하면 특별결의 통과는 사실상 불가능함

나. 대상선택의 자의성

◁ 오너 가족의 사회적 일탈 행위가 문제 되었던 한진그룹과 대리점주에게 본사 영업직원이 갑질을 한 남양유업은, 현 정부의 가장 중요한 정책 목표인 경제민주화에 역행하는 이른바 ‘갑질’로서 이들 기업이 적극 주주권 행사의 대상이 된 것은 우연이 아닌 것으로 보임.

◁ 국민연금은 표면적으로는 주주를 홀대하는 저배당 문제를 제기하면서 두 회사에게 스튜어드십 코드 적용을 강화해야 한다는 논리를 내세우고 있음. 이 같은 배당 확대 주장이 틀린 말은 아님에도 10% 이상 연금이 지분율을 갖고 있는 기업은 신세계(13.62%) 등 31개사에 이르는데 이들 중에 시가 배당률이 1%도 안 되는 회사가 많음에도 이른바 ‘갑질 논란’이 일어난 위 회사에게 집중한 것은 대상 선택이 지나치게 자의적이라 할 것임

◁ 더욱이 위 두 회사는 지난해 국민연금이 투자해서 이익을 낸 기업이기까지 함. 저배당은 커녕 10대그룹 계열사들 대다수는 연금이 지난해 투자했다가 원금을 -17.8%나 까먹을 정도로 손해를 보았음. 이런 회사들의 경영 상태에 대해서는 문제제기를 하지 않고 있다는 것 역시 자의성을 보여주는 것임

다. 주주권 행사의 실효성

◁ 남양유업의 배당성향이 상장사 평균까지 높아지더라도 국민연금이 가져가는 배당금은 1억원에 못 미침 (작년 국민연금의 배당총액은 4,112남만원) .²¹⁾

◁ 현대그린푸드의 경우, 국민연금이 남양유업에 주주제안을 하기로 결정한 다음 날인 2월 8일 전년 대비 2배 이상으로 늘어난 배당계획을

21) 포쓰저널, 2019. 2. 11.자 “[단독분석] 삼성·롯데 놔두고... ‘잔행’만 건드리는 국민연금

발표함

； 국민연금을 의식한 조치임. 상장사 평균까지 배당성향이 높아질 경우 국민연금이 추가로 가져가는 배당금은 50억원 가량이나, 반면 국민연금의 현대그린푸드 보유지분 평가액은 110억원 이상 하락함.

투자수익률 제고를 목적으로 주주권을 행사하고 있다고 표방하고 있으나, 중견기업을 대상으로 배당액을 높이려는 시도만으로 장기적 투자개념으로 봤을 때 개별기업의 고배당이 이와 같이 꼭 원하는 결과를 가져오는지는 지극히 의문임

스튜어드십코드 도입의 필요성과 법적 개선방안

전 지 현
변호사

○ 기관투자자의 역할론

▶ 환경적 요인

- 기업지배구조에 대한 통제는 소유와 경영의 분리 메커니즘에 대한 통제로 내부적 통제는 이사와 감사간의 통제, 외부적 통제는 채권자나 기관투자자와 같은 이해관계자에 의한 감시가 그 내용임
- 특히 1980년대 후반 증시의 급격한 팽창 이후, 2013년 기준 미국의 경우 기투의 보유 비율이 50%내외(전체 시총대비, 일본은 30%내외)로 기관투자자의 주식 소유 비율이 높아지면서 매각하고 빠지는 식의 월스트리트 전략이 어려워지고, 기업 경영의 투명성 및 절대 지배주주의 독단 견제위해 적극적인 감시 코드 필요해짐

▶ 의결권 행사 현황²²⁾

- 국민연금 경우 2013년 10% 를 해제 되면서 내부 지분을 대폭 상승, 지난해 3분기 기준 국내주식 투자 규모가 57조 3천억에 이르고, 5% 이상 투자 회사가 299개
- 투자 유형을 보면 1개 종목 평균 8.6개월 보유, 미국 9.7개월 일본 12.1개월임에 비추어 단기 수익 창출에 주안점, 민간 자산운용사 3개월, 은행 1~6개월, 증권사 2주~3개월임을 감안하면 장기
- 국민연금 의결권 행사는 연금의 주식투자가 전면적으로 허용된 2005년 이후 해마다 증가 추세, 주식 보유건수와는 상관관계, 반대 의결도 점차 증가, 2006년 3.87%에서 2010년 이후 10% 내외까지 상승, 그 중 이사·감사 선임 안건 반대 의결은 2014. 기준 20% 약간 상회(전체 이사선임 안건 486개 중 101건, 감사선임 안건 266건 중 62건), 재무제표 승인과 같은 주주의 적극적 권리 활동에 대한 반대율은 사실상 0%, 의결권 행사의 한계
- 이에 비해 민간 투자사 반대율은 2013년 기준 1.5%, 특히 금융그룹이나 기업집단 소속인 경우 1%에 못 미치는 상황임, 대기업집단 소속 집단 보험사 경우 경연진 제안 반대율 0%, 이해상충 문제로 짐작

▶ 관련 법규

22) 2013~2015년 한국기업지배구조원 보고서 참조

- 자본시장법 제37조(신의성실의 원칙, 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기나 제3자 이익 도모해선 안 됨), 제84조(이해관계인과의 거래 제한), 87조(집합투자업자의 이해상충시 의결권 행사 제한)
- 국가재정법 제62조(기금관리주체는 설치목적과 공익에 맞게 기금관리 운용, 수익성 공공성 고려하여 효율적 관리), 제64조(기금관리주체는 주식의 의결권을 기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사), 기금 설치목적에 맞게 기금 관리 운용 의무, 투명하고 효율적인 관리, 주식의 의결권을 기금의 이익을 위하여 신의성실에 따라 행사, 제79조(기금 자산의 투명한 운용을 위해 자산운용지침을 심의회 심의를 거쳐 정하고 국회 소관상임위에 제출, 의결권행사에 대한 기준과 절차 포함되게),

▶ 기관투자자의 의결권 행사의 문제

- ① 적극적 의결권 행사가 기업의 효율성 해침, ② 국민연금의 독립성과 전문성 부족, ③ 정부의 사기업 관여, 연금사회주의 양산, 2천만 가입자의 노후자금 위탁, 안정적인 운용 외 역할 수행은 안 됨, 정치적 쟁점 비화 가능성, ④ 이해상충의 문제, ⑤의결권 행사의 비용·절차적 문제(상법 542조의 4 주총 2주전 소집 공고, 정보 부재)



- ① 거대 자본 규모의 거대함, 중장기적 투자성향, 월스트리트룰의 지양, 투자전략 변경 필요성, ② 기업가치 재고 가능성, 캘퍼스 효과(캘리포니아 공무원 퇴직연금, 의결권 행사부터 주주제안까지 폭넓은 주주권 행사, 경영진 압박 효과, 경영성과 개선 효과), ③ 이해 상충문제 경우 민간 기관투자자 경우 자본시장법 87조 2항(새도우보팅 폐지 이후 집합투자업자의 의결권 행사제한 조항), 국민연금 경우 사회책임투자형 위탁운용사 선정기준으로 의결권행사 가이드라인, 의결권 행사 외부 공개 등 반영 필요
- ④ 정부의 시장 관여 문제점에는 공감, 의사결정의 독립성 타당성 보장 필요

- 의결권 행사 필요성에는 공감...새로운 강행규정을 통한 일률적 규제는 어렵, 각 기관 특성에 맞는 가이드라인 필요, 여기서 외국에서 시행하고 있는 스튜어드십 코드에 주목, 이는 시장규율을 기반으로 한 모범규준, 연성규범, 공시라는 수단을 통해 시장규율을 작동, 기투가 수탁자 책임을 성실히 이행하도록

○ 스튜어드십 코드

▶ 개념

- 성경의 청지기 정신, 청지기란 청지기란 자산을 관리하는 사람, 기관투자자는 청지기로서 하느님의 뜻에 따라 자산을 관리, 기독교적 관점의 윤리투자, 사회책임투자가 기독교 정신에 부합, 사회책임 투자는 주주행동주의(기업의 주인으로서의 권리 및 책임을 다하며 기업경영에 적극 참여, 사회와 환경에 긍정적인 변화가 생길 수 있도록, 이사의 보수한도 결정, 기입지배구조 개선에 노력)를 포함한 다양한 의미,

- 스튜어드십을 확장하면 자연환경 사회적 문제 인류번영 문제까지 기투의 책임에 적용, 일부 국가의 코드에서 이런 점들이 발견되기도, 이런 것들이 기관투자자 본연의 역할에 반하지 않는지는 논쟁의 여지가 있음

○ 각국의 스튜어드십 코드 도입

▶ 영국

- 영국(기관투자자의 주식 보유 비율이 전체의 85%)은 기독교 역사, 일찍부터 수탁자 책임관한 법리 발달,
- 2008년 금융위기 이후 재인식, 금융위기의 원인이 기관투자자의 수수방관에서 비롯되었다는 인식, 2009년 워커 보고서 권유에 따라 2010년 6월 FRC가 스튜어드십 코드를 제정, 지배구조 개선 경영성과회복 기업시스템에 대한 신뢰회복 의도(이는 2009년 기관투자자단체 ISC가 작성한 내용),
- 원칙중심주의 코드를 운영하여 자율적 선택에 맡김, 기관투자자에게 요구되는 투자 대상회사와의 관계에 대한 모범기준을 정하고 '준수하거나 준수하지 않으면 설명'(comply or explain)원칙 적용
- 1) 어떻게 이행할것인가 하는 방침, 2) 이익충돌의 관리에 대한 방침 제정 공표의 무 3)투자대상 모니터링 의무 4) 투자대상 기업에 대한 활동 강화 시기와 방법에 대한 지침 5) 다른 투자자와의 협조에 관한 집단적 관여 원칙 6)의결권 행사 및 행사 결과 공시에 대한 방침 정할 의무 7) 활동 결과에 대한 위탁자에 대한 정기적 보고 의무...회사의 부실 상장회사의 단기주의 도적적 해이를 방지한데 문제가 있었다 판단, 책임경영 지속가능한 가치 구현

▶일본

- 도입 배경에 영미와 차이, 주주중심주의를 전면에 내세울 경우 기업 내지 경영진 기타의 이해관계자의 반발을 초래할 우려, 적극적 행동주의 펀드에 대한 거부감, 과거 적대적 M&A나 주주제안이 일본에서 실패로 끝난 경험, 회사를 주주의 소유물로 보는 것이 아니라 종업원을 비롯한 이해관계자 공동체로 보는 일본의 사회문화적 배경, 이에 따라 영국식 코드와는 차이
- 1) 스튜어드십 책임 이행위한 명확한 방침 제정, 이를 공표해야 2) 책임 이행 위한 이익 충돌에 대한 명확한 방침 제공, 공표해야 3) 투자대상 기업의 지속적 성장을 목표로 책임이행위한 당해 기업의 상황 정확한 파악 의무 4) 기업과 건설적 목적을 가진 대화하면서 인식 공유, 문제개선 노력 강조 5) 대상 기업의 지속적 노력 강조 6) 고객 수익자에 정기적 보고 의무 7) 지속적 성장에 도움이 되도록 사업 환경에 깊은

이해, 적절한 판단 위한 실력 구비 강조

○ 각국 스튜어드십 코드 비교

- 기관투자자간 연대활동관련, 영국은 공동 관여조항, 일본은 의견을 교환할 장을 마련할 수 있다 정도로 표현(이후 2017년 지침에 들어감), 이는 아시아권 사회문화적 배경
- 이해상충 관련, 일본은 상충회피 방안 마련 공표하도록, 영국은 구체적 규정 없음 우리도 없음
- 투자대상회사에 대한 관여 관련, 영국은 명확한 가이드라인 제정하도록, 일본은 규정 없음, 도입 배경에 차이(주주역할/기업가치 향상)
- 미공개정보 관련, 영국은 남용에 대한 별도 규정 없음, 일본은 자제요청 정도
- 관여 대상 관련, 영국은 성과 경영전략 보수 위험관리 ESG 라고 열거, 일본은 개별 기관투자자에 일임

○ 우리나라

▶ 도입 배경

- 98년 이전까지 기관투자자의 의결권행사 전면 금지, 98년 증권투자신탁업법 개정, 기관투자자의 의결권행사 허용, 2002년 자본시장법 87조 기관투자자의 의결권행사 여부에 대한 공시의무 부과, 국가재정법 64조 공적연기금의 의결권행사 내용 공시, 2004년 국민연금기금의결권행사지침 마련, 2015년 12월 자본시장연구원과 한국기업 지배구조원이 주최 도입 공청회, 2016년 삼성물산 제일모직 합병 이후 가속화

▶ 2016년 12월 16일 한국형 스튜어드십 코드 '기관투자자의 책임에 관한 원칙' 제정

- ① 타인의 자산을 관리운영하는 수탁자로서 충실한 책임 이행하기 위한 정책 공개
- ② 이해상충문제를 어떻게 해결해야 할지에 관한 명확한 정책 마련, 공개
- ③ 투자대상회사의 중장기적 가치를 제고, 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 주기적 점검,
- ④ 대상회사와 공감대 형성, 책임이행 위한 활동전개 시기와 절차 방법 공개
- ⑤ 의결권 행사를 위한 지침 절차 세부기준을 포함한 의결권 정책 마련 공개, 의결권 행사의 구체적인 내용과 사유 공개,
- ⑥ 의결권 행사와 이행활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고
- ⑦ 기투는 필요한 역량과 전문성 갖춰야
- 2017년 말 기준 참가 기업 16개, 영국 234개, 일본 214개
- 추진주체 민간, 적용대상 자산소유자 및 운용자, 적용방식 comply or explain, 영국 일본과 비슷, 수탁자 책임으로 표현한 점에 차이
- 역량과 전문성 강조(계몽적 효과), 일본과 유사

▶ 2018년 7월 30일 국민연금 스튜어드십코드 도입 선언

- ① 주주권 행사 범위 관련 자본시장법상 경영참여 해당 안되는 것부터 우선, 임원 선임 해임등 회사에 사실상 영향주는 주주권(자본시장법 시행령 154조), 경영참여주주권은 제반여건이 마련된 후에, ② 위탁운용사 의결권행사 위임, 코드 도입 및 이행여부 가점 부여...의결권행사 위임 추진 위해 자본시장법 시행령 개정 추진, ③ 위임시 가이드라인 설정, 이해상충문제 해결하고 수탁자 책임의 충실한 이행 차원에서 코드 도입여부 및 이행여부에 대한 가점 부여, 의결권행사가 수익제고 등에 반할 경우 의결권 회수 ④ 수탁자 책임 활동은 기금운용본부가 주관, 전문가 구성 수탁자책임전문위원회설치하여 의결권 주주권 행사, 책임투자관련 주요사항 검토하게, ⑤ 연차별 단계별 주주활동...2018년 하반기는 배당정책 수립요구 강화를 위해 비공개대화기업 확대, 필요시 직접 주주제안권 행사할 수 있도록, 2019년 횡령 배임 부당지원 경영진일가 사익편취 임원보수과다 등을 중점 관리사안으로, 비공개 대화 1년 정도 추진, 개선여지 없으면 즉각 기업명 공개, 공개서한, 의결권행사연계 2020년 비공개대화에도 개선없는 기업에 주주활동 전환, 의결권 행사 예상치 못한 기업가치 훼손, 주주권익 침해 이슈발생시 비공개대화 우선 실시하되, 사안이 중대하다고 판단될 경우 즉각 공개 주주활동

▶ 2019. 1. 8. 자본시장법 시행령 개정안 통과

▶ 2019. 1. 23. 문재인 대통령 스튜어드십코드 언급, 이후 1. 24, 1. 29. 수탁자위 대한항공 · 한진칼 주주권 행사 반대

▶ 2019년 1월 국민연금 수탁자책임활동에관한 가이드라인 정립

- ① 지분을 5%이상 또는 보유비중 1%이상 투자기업 중에서 횡령배임, 부당지원, 경영진사익편취, 과도한임원보수, 이사 감사 선임 안건 중 2회 이상 반대의결권 행사(반대횟수, 안건의 중요도, 개선여지, 보유비중 등 고려)에도 개선없는 행위 등에 해당할 경우 '중점관리'대상 기업으로 선정, 이후 비공개대화, 그럼에도 결과 없으면, 공개서한발송, 비공개공개 중점관리기업선정, 임원의 선해임 직무정지 합병분할 자산처분 회사 해산까지 주주권행사 강도 높여감
② 땅콩회항 가습기 살균제같은 컨트러버설이슈 야기 기업, 위와 같은 주주권 행사 컨트러버설이슈 야기 또는 ESG 평가 등급을 기준으로 선정
③ 법령 위반 으로 기금에 손해입혔을시 기업 또는 임직원 대상으로 손해배상 소송, 이사 감사 등의 책임 해태시 주주대표소송

6) 2019. 2. 1. 기금운용위 한진칼 경영권 참여 결정, 정관변경 추진(사내 이사 배임 횡령으로 금고 이상 확정시 사퇴, 제한적 경영권 참여)

○ 법적 문제

- 자본시장법 174조 미공개 정보 부당이용 금지
- 자본시장법 제147조 주식대량보유 보고제도, 자본시장법 147조 '5%이상 보유 또는 1%이상 변동 또는 보유목적의 변경시 보유사항 공시 의무',
- 기관투자자의 연대 활동으로 인한 문제

○ 평가

- 장단기 투자의 기준은 1년, 점점 짧아지는 추세, 미국 기투들도 1980년대 57개월에서 2009년 5개월, 고객 투자대상회사 자산소유자 운용자 투자자문사 재간접펀드 등 복잡, 위험분산 투자다각화 특징이 나타남...회사 미래에 헌신?
- 이해상충문제로 일본 경우 현재 민간 투자사들은 거의 미가입,
- 패시브지수투자 방식의 증가(2012년 11%에서 2020년 22% 증가로 예상, 분산투자 장기보유가 특징, 투자 대상회사에 대한 관심 감소
- 우리나라 연기금 경우, 정부 개입 문제...삼성물산 제일모직 합병이 스튜어드십 부재로 인한 결과?
- 영국 경우, 최근까지 운용성과 보면 코드 가입 기관은 증가세, 200여개에서 300여개로, 효과는 별 없, 그 중 제대로 준수하는 곳은 30여개, 코드 주관하는 FRC의 2014년 보고서에 따르면 대부분 준수에 실패

This image shows a blank sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.



바른사회시민회의

바른사회
CITIZENS UNITED FOR BETTER SOCIETY

서울시 중구 통일로 86 비비앙3차 9층(순화동)

Tel : 02-741-7660~2

Fax : 02-741-7663

<http://www.cubs.or.kr>