

정책토론

국민연금의 **스튜어드십 코드** 바람직한 시행 방향은?

정부의 국민연금 스튜어드십 코드
시행확정에 따른 바람직한 시행방향 모색

2018. 8. 29(수)
10:00 ~ 12:00
헌정기념관 대강당

최준선 성균관대 법학전문대학원 명예교수

좌 장

발 제

윤창현 서울 시립대 교수

가영기 고려대 법학전문대학원 교수
정우용 한국상장회사협의회 전문위원
이원일 제브라투자자문사 대표
최경일 보건복지부 국민연금제정과정

토론

| 주 최 | 자유한국당 정책위원회

| 주 관 | 국회 보건복지위원회 이명수 위원장,
한반도선진화재단, (사)기업법연구소

개 요_Program

■ 목적

- 정부의 국민연금 스튜어드십 코드 시행확정에 따른 바람직한 시행방향 모색

■ 일시 및 장소

- 2018. 8. 29(수), 10:00 ~ 12:00
- 헌정기념관 대강당

■ 주최 및 주관

- 주최 : 자유한국당 정책위원회
- 주관 : 국회 보건복지위원회 이명수 위원장, 한반도선진화재단, (사)한국기업법연구소

■ 참석대상

- 당 : 김병준 비상대책위원장, 김성태 원내대표, 함진규 정책위의장, 김용태 사무총장, 이명수 국회보건복지위원장, 김명연 당 보건복지위 간사 및 보건복지위원 등
- 좌장 : 최준선 성균관대 법학전문대학원 명예교수
- 발제 : 윤창현 서울시립대 교수
- 토론 : 강영기 고려대 법학전문대학원 교수, 정우용 한국상장회사협의회 전무, 이원일 제브라투자자문사 대표, 최경일 보건복지부 국민연금재정과장 등

■ 진행(안)

시간	소요 시간	내용	비 고
10:00~10:25	25'	○ 개회 및 국민의례 ○ 참석자 소개 및 인사말씀 ○ 기념촬영	진행 : 정책위
10:25~11:35	80'	- 토론회 - ○ 발제(20') 및 토론(각 15')	좌장 : 최준선 교수
11:35~11:55	20'	○ 플로어 질의 응답	
11:55~12:00	5'	○ 마무리 말씀 및 폐회	

목 차_Contents

개회사

- 함진규 (자유한국당 정책위의장) 1

환영사

- 이명수 (국회 보건복지위원장) 3
- 최준선 ((사)한국기업법연구소 이사장) 5

축 사

- 김병준 (자유한국당 비상대책위원장) 7
- 김성태 (자유한국당 원내대표) 9
- 김용태 (자유한국당 사무총장) 11
- 김명연 (자유한국당 보건복지위원회 간사) 13

주제발표

- ‘국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 문제점과 개선방향’ · 15
윤창현 (서울시립대 교수)

토 론

- 좌 장 최준선 (성균관대 법학전문대학원 명예교수)
- 토론문 ‘일본의 스튜어드십 코드의 운영상황과 한국에의 시사점을 찾아서’ 23
강영기 (고려대학교 법학전문대학원 연구교수)
- 토론문 ‘국민연금의 스튜어드십 코드 도입, 바람직한 시행방향’ · 36
정우용 (한국상장회사협의회 전무)
- 토론문 ‘국민연금의 스튜어드십 코드 – 상장기업의 ROE향상을 도모’ · 41
이원일 (제브라투자자문사 대표)
- 토론문 ‘국민연금기금 수탁자책임에 관한 원칙 주요 내용’ · 48
최경일 (보건복지부 국민연금재정과장)

개 회 사

국회의원 함진규
(자유한국당 정책위의장)



반갑습니다. 자유한국당 정책위의장 함진규입니다.

바쁘신 일정 중에도 ‘국민연금의 스튜어드십 코드 시행, 바람직한 방향은?’이라는 주제로 열린 정책토론회에 참여해주신 모든 분들께 깊이 감사드립니다.

지난 7월, 정부는 국민연금이 보유한 주식에 대한 주주권을 행사하겠다는 ‘스튜어드십 코드’ 도입을 강행했습니다. 한마디로 정부가 ‘기업 길들이기’에 나서겠다는 것입니다. ‘스튜어드십 코드 도입’에 앞서 국민연금이 기업 경영에 개입할 수 있는 구체적 기준을 제시해 기업에게 예측 가능성을 줘야 했지만, 스튜어드십 코드 도입을 결정한 이후에도 보건복지부는 별도의 가이드라인을 만들 계획이 없다면서 국민연금 기금운용위원회에 전적으로 위임하겠다는 뜻을 밝힌 바 있습니다.

하지만, 기금운용위원회 구성을 살펴보면 과연 기업 경영 참여에 대한 판단을 올바르게 내릴 수 있는 독립성과 전문성을 갖추었는지 강한 의구심이 듭니다. 위원장은 보건복지부장관이고, 차관 4명과 국민연금공단 이사장이 당연직으로 들어가며, 나머지 인사들 역시 대부분 보건복지부장관이 위촉하기 때문입니다. 그래서 친(親)정부 인사로 기금운용위원회가 꾸려질 가능성이 매우 높고, 정부 입김에 따라 기업의 의사결정이 뒤바뀔 수 있습니다. 이런 이유로 재계에서는 ‘연금사회주의’라며 강하게 반발하고 있고, 국민연금만 바라보며 노후를 준비해온 대다수 국민들은 수익률을 제고하기는커녕 도리어 원금마저 까먹는 것은 아닌지 불안해하고 있습니다.

한편, 경영 참여 문구가 포함된 ‘스튜어드십 코드’가 도입되면 ‘위헌’이란 얘기까지 나오고 있는 상황입니다. 헌법 제126조에는 ‘국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요로 인하여 법률이 정하는 경우를 제외하고는, 사영기업의 국유 또는 공유로 이전하거나 그 경영을 통제 또는 관리할 수 없다’고 분명하게 규정하고 있기 때문입니다.

국민연금 자산 635조원은 정부의 쌈짓돈이 아니라 국민들이 노후를 위해 맡긴 돈입니다. 장기적 안목에서 국민의 안정된 노후를 위해 수익률을 높이기 위해 힘써야 하는 것이지, 기업지배구조를 바꾸는 수단으로 활용하거나 기업 경영을 압박하는 용도로 쓰라는 돈이 결코 아닙니다.

이에 자유한국당 정책위원회는 이명수 국회 보건복지위원회 위원장님, 한반도 선진화재단, (사)한국기업법연구소와 함께 국민연금의 스튜어드십 코드 시행을 앞두고 ‘정권의 집사’가 아니라 ‘국민의 집사’로서 국민 노후자산을 안정적으로 운용할 수 있도록 바람직한 방향을 모색하는 토론회를 준비했습니다. 각계의 내로라하는 전문가들을 모셔서 고견을 듣고 현장의 목소리도 들어보는 시간을 마련했습니다. 흔쾌히 좌장을 맡아주신 최준선 성균관대 명예교수님과 발제를 해주신 윤창현 서울시립대 교수님, 토론자로 참여해주신 강영기 고려대 교수님, 정우용 한국상장회사협의회 전무님, 이원일 제브라투자자문사 대표님, 최경일 보건복지부 국민연금재정과장님께 진심으로 감사드립니다. 오늘 들려주신 귀한 말씀은 깊이 새겨서 우리 당 정책으로 충실히 반영하겠습니다.

오늘 토론회 주최자로서 이 자리를 빛내주신 내외귀빈들께 다시 한 번 감사의 말씀을 드리며, 함께 하신 모든 분들의 건강과 행복을 기원합니다.

환영사

국회 보건복지위원장 이명수
(자유한국당, 국회의원)



안녕하십니까? 국회 보건복지위원장 이명수입니다.

먼저 오늘 자유한국당 정책위원회 주최 「국민연금의 스튜어드십 코드, 바람직한 시행 방향은?」 토론회에 오신 여러분께 감사의 말씀을 전합니다. 또한 토론회 개최에 노력해 주신 함진규 자유한국당 정책위의장님 비롯해서 한반도선진화재단과 (사)한국기업법연구소 등 관계자분들께도 감사드립니다.

국민연금 운용기금은 2018년 5월말 기준으로 634조원이며, 그 중에 약 132조원 이상을 국내 주식투자로 운용할 만큼 ‘주식시장의 공룡’으로 불리고 있습니다. 지난해 말 국민연금이 지분 5% 이상을 보유한 국내기업은 약 272개에 이르며 지분 10%이상 보유 기업도 96개에 달합니다.

국민연금은 코스피·코스닥 시가총액의 7%에 해당하는 엄청난 금액을 국내 기업에 투자하고 있지만, 정작 투자지분 대비 기업의 이사회와 경영진을 제대로 견제하지 못하고 ‘찬성 거수기’에 불과하다는 비난여론이 꾸준히 지적되어 왔습니다. 또한 복핵 등 지정학적 리스크 등으로 인해 우리 기업들의 가치가 저평가된 기저에는 ‘재벌’로 대표되는 오너 일가로의 쏠림과 그에 따른 불투명한 지배구조가 자리 잡고 있었다는 비판도 있었습니다.

이러한 문제점을 해결하고자 정부는 지난 7월 국민연금의 「스튜어드십 코드」 도입이라는 카드를 꺼내들었습니다. 하지만, 이를 두고 정부가 민간기업 경영에 개입할 가능성이 커져 ‘관치경제’를 우려하거나 ‘의결권 행사 자문서비

스'에 대한 수요 증가에 따라 의결권 행사 자문사가 상장회사의 로비대상이 될 우려의 목소리도 있습니다. 의결권 자문사의 공정성 및 투명성 확보를 위한 제도적 대응책도 필요한 상황입니다.

이번 토론회를 통해 국민연금 스튜어드십 코드 도입을 위한 국내 사회 전반적인 인프라가 제대로 준비되어 있는지 면밀히 검토되고, 추후 발생하게 될 부작용에 대한 대책에 대해서도 활발한 논의가 이루어지는 토론이 되기를 바랍니다.

끝으로, 오늘 토론회의 좌장을 맡아주신 최준선 성균관대 명예교수님과 발제를 맡아주신 윤창현 서울시립대 교수님을 비롯, 토론자로 참석해주신 강영기 고려대 교수님, 정우용 한국상장회사협의회 전무님, 이원일 제브라투자자문사 대표님, 최경일 보건복지부 국민연금재정과장님께도 감사의 말씀을 전합니다.

다시 한 번 오늘 토론회에 참석해 주신 모든 분들께 감사드리며, 건강과 행복을 기원합니다.

고맙습니다.

환영사

(사)한국기업법연구소 이사장 최준선

(성균관대 법학전문대학원 명예교수)



존경하는 김병준 자유한국당 비상대책위원장님, 김성태 원내대표님, 함진규 정책위의장님, 김용태 사무총장님, 이명수 국회보건복지위원장님, 김명연 보건복지위 간사님, 내외빈 여러분! 안녕하십니까?

오늘 ‘국민연금의 스튜어드십 코드, 바람직한 시행 방향은?’이라는 주제로 자유한국당 정책위원회 주최, 국회 보건복지위원회 이명수 위원장, 한반도선진화재단, (사)한국기업법연구소가 공동 주관하는 토론회를 개최하게 된 것을 기쁘게 생각합니다.

오늘 소중한 발제를 해 주실 윤창현 교수님께 감사드리고, 지정토론에 참여해 주실 강영기 교수님, 정우용 전무님, 이원일 대표님, 보건복지부 최경일 과장님께 감사드립니다. 이 자리에 참석해 주신 상장회사의 임직원 여러분께도 깊이 감사드립니다.

국민연금은 지난 7월 30일 스튜어드십 코드 시행을 확정했습니다. 현재 세계 20개국에서 시행되고 있는 스튜어드십 코드의 한국 시행은 지난 정부부터의 추진과제로서 오랫동안 논의되었던 것인데, 2016년 말 한국에도 도입되었으며 이번에 국민연금도 이를 도입하여 시행하기로 한 것입니다. 코드 그 자체는 기관투자자들이 고객을 위해 스스로 지켜야 할 연성법(soft law)인 자율규범입니다. 코드가 자본시장의 건전한 발전과 개인투자자들의 이익을 보호하기 위한 기관투

자자들의 행동준칙이므로 누구도 이의 도입과 시행을 반대할 이유는 없을 것입니다. 그럼에도 기업들은 불안해 합니다. 2018년 08월 17일자 연합뉴스를 보면 8월 17일 보건복지부와 국민연금공단에 따르면 국민연금 기금운용발전위원회는 4차 재정추계 결과를 바탕으로 ” 불공정 인수합병에 위임장 대결 등 ‘주주권 행사’ 조기 도입 검토 “ 등 의결권 행사 개선방안을 제시했다고 합니다. 기금운용발전위원회는 지배주주를 위해 기업의 자산과 이익을 유용하고 기업가치를 훼손하는 이른바 ‘터널링’ (Tunneling) 행위는 지속해서 나타나고 있다고 진단하면서, 환경(E)과 사회책임(S), 지배구조(G) 등 사회책임투자(ESG)를 강화해 ‘착하지 않은’ 기업에 대한 투자를 제한하거나 배제하는 이른바 주주관여 전략을 적절히 펼쳐 수익률 제고를 도모할 필요가 있다는 점을 제안했다고 합니다. 기업경영환경에 큰 영향을 미치는 결정입니다. 이런 결정을 할 수 있는 법적 근거가 바로 스튜어드십 코드입니다.

오늘 토론회는 스튜어드십 코드의 도입으로 점차 강화되고 있는 국민연금 등 기관들의 자본시장개입의 올바른 방향을 모색하고, 기업 관계자들의 많은 질의응답을 통하여 궁금증을 해소하고 기업의 대응 방안을 찾아보는 자리가 되기를 기원합니다.

감사합니다.

축 사

비상대책위원장 김병준
(자유한국당)



안녕하십니까?

자유한국당 비상대책위원회 위원장 김병준입니다.

정부의 국민연금 개편안에 대한 국민들의 우려가 높아지는 상황에서, 시의적절한 토론회가 열리게 되어 매우 뜻깊게 생각합니다. 토론회를 준비하신 자유한국당 정책위원회 함진규 정책위의장님과 이명수 국회 보건복지위원장님, 그리고 한반도선진화재단과 (사)한국기업법연구소에 깊이 감사드립니다. 좌장을 맡아주신 최준선 교수님과 발제를 맡아주신 윤창현 교수님, 토론자로 참석해주신 정우용 전무님, 이원일 대표님, 보건복지부 최경일 국민연금재정과장님께도 각별한 감사의 말씀을 드립니다.

국민연금은 국민들의 안정된 노후를 책임지는 가장 중요하고 기초적인 기반입니다. 평생을 모아 은퇴 이후의 삶을 준비해 온 국민의 입장에서, 국민연금의 지속가능성은 그 무엇보다 심각한 문제가 아닐 수 없습니다. 최근 보험료 인상, 의무가입 기간 연장, 지급시기 지연 등 정부의 개편안이 논란이 되고 있는 상황에 스튜어드십 코드까지 시행될 예정이어서 국민 불안이 더욱 커지고 있습니다. 이러한 국민적 관점에서, 국민연금의 스튜어드십 코드 시행이 연금의 안정성에 미칠 영향을 면밀히 분석하여 국민의 불안을 덜어줄 대책을 마련해야 하겠습니다.

또한, 국민연금이 국민의 집사(steward)가 아니라 정권의 집사가 될 것이라는 우려도 제기되고 있습니다. 현재와 같이 국민연금의 독립성과 투명성이 미흡한 상황에서 스튜어드십 코드를 통해 기업 경영에 직접 참여하게 되면, 자칫 이는

정부가 시장에 과도하게 개입하는 ‘연금 관치주의’로 귀결될 수 있기 때문입니다. 실제로 이 제도를 먼저 도입한 대부분의 국가들의 경우를 살펴보면, 정부 정책이 아닌 연금 가입자의 이익을 최우선으로 하여, 의사결정의 전문성과 독립성을 보장하고 있습니다. 국민들의 노후소득보장의 마지노선이 되어야 할 국민연금이 정부의 정치적 의도로 낭비되는 일이 없도록, 올바른 견제 방안과 대책이 반드시 필요합니다.

국민연금 문제를 국민연금 만의 문제로 바라보는 좁은 시야로는 현재 제기되는 복잡하고 어려운 현안들을 풀어낼 수 없습니다. 산업구조를 혁신하여 새로운 국가 성장 모델을 만들고 미래세대의 일자리와 소득을 늘려나감으로써, 연금을 감당할 수 있는 사회를 만드는 것이 보다 근본적인 해결책이 될 것입니다. 스튜어트십 코드 시행 역시 이 문제 하나로 바라볼 것이 아니라, 보다 넓은 시각에서 미래를 바라보며 해결 방안을 찾아나가야 하겠습니다.

오늘 토론회를 통해 바람직한 대안을 많이 제시해 주시기 바라며, 앞으로 자유한국당은 여러분과 국민들의 의견을 적극 수렴하여 최선의 방안을 찾는 데 더욱 힘을 쏟겠습니다.

함께 해주신 여러분 모두의 건승과 행복을 기원합니다.

감사합니다.

축 사

국회의원 김성태
(자유한국당 원내대표)



여러분 반갑습니다. 자유한국당 원내대표 김성태 의원입니다.

국민연금 스튜어드십 코드의 바람직한 시행 방향을 짚어보는 오늘 토론회의 개최를 진심으로 환영합니다.

문재인 정권의 막무가내식 공약 밀어붙이기에 대한민국이 신음하고 있습니다. 이 정권이 도그마처럼 붙잡고 있는 소득주도성장의 결과는 ‘재난 수준의 실업 사태’와 ‘역대 최악의 소득격차’ 일 뿐임이 만천하에 드러났습니다.

맹목적인 탈원전 정책으로 미래 먹거리인 원전 수출은 막히고, 대한민국은 전 세계의 조롱거리가 됐습니다. 국민들은 살인적인 폭염에 전기료 폭탄까지 걱정해야 할 지경입니다. ‘삼천리 금수강산’은 옛말이 되어 전국의 산하(山河)가 태양광 패널로 뒤덮이고 있습니다.

스튜어드십 코드 도입 역시 마찬가지입니다. 이념과 당위에 매몰된 이 정권이 반드시 전제되어야 할 독립성과 투명성은 외면한 채, 성급하게 스튜어드십 코드를 도입한다면 국가적 재앙이 될 수밖에 없습니다.

이미 문재인 정권은 635조의 국민 노후기금을 책임지는 막중한 자리에 낙하산 인사를 임명했고, 1년째 자리를 비워둔 기금운용본부장(CIO) 인사에 청와대가 개입한 사실까지 밝혀졌습니다. 국민연금이 정권의 거수기가 될 것이라는 국민적 우려를 우리가 외면하지 말아야 할 이유입니다.

지난 2010년 제도를 처음 도입한 영국에서조차 스튜어드십 코드는 실패한 정책으로 평가받고 있습니다. 문재인 정권은 선부른 관치(官治)로 기업 손목 비틀기에 나서기 전에, 매년 6%대를 유지하던 기금운용 수익률을 1%대로 떨어뜨린 그 무능함을 먼저 되돌아봐야 할 것입니다.

보험료는 높이고, 수급연령은 늦추는 정부의 국민연금 개편안 때문에 국민적 분노가 폭발하고 있습니다. 저희 자유한국당은 국민연금의 실질적인 제도 개선은 물론, 그 투명성과 독립성을 강화하기 위한 방안을 적극 강구해나갈 것을 약속드립니다.

아무쪼록 오늘 토론회의 심도 깊은 논의를 통해 그 해안이 도출되길 기대합니다.

감사합니다.

축 사

국회의원 김용태
(자유한국당 사무총장)



안녕하십니까. 자유한국당 사무총장 김용태입니다.

‘국민연금의 스튜어드십 코드 시행, 바람직한 방향은?’ 토론회를 개최하신 함진규 정책위의장님을 비롯해 이명수 국회 보건복지위원장님, 보건복지위원님들께 깊은 감사의 인사를 드립니다.

얼마 전 보건복지부는 국민연금의 수익률을 제고하기 위함이라며, 국민연금이 투자한 기업에 대해 의사결정에 적극 참여하는 스튜어드십 코드를 국민연금에 도입하는 방안을 의결했습니다.

기업은 나라마다 다른 문화, 즉 다른 지배구조를 가지고 있습니다. 특히 한국의 경우 안정적인 이사회가 결정을 내리고 전문 CEO가 전담하는 구조가 잘 정착된 유럽기업들과는 달리, 효율적이고 빠른 의사결정을 위해 강력한 오너십이 중시되어 왔습니다. 이런 시장 환경에 의사결정이 느린 연기금이 기업 의사결정에 참여하는 시스템이 과연 적합할지 의문입니다. 게다가 해외에서 시행되고 있는 스튜어드십 코드의 경우, 투자자의 이익 극대화에 초점을 맞춰져 있는 반면, 정부의 스튜어드십 코드 시행 내용은 제한적 경영참여를 허용하는 등 기배 지배구조 개선에만 집중하고 있습니다. 이는 향후 왜곡된 스튜어드십 코드로 전략할 우려가 높습니다.

정부가 기업 오너의 황제적 경영, 잘못된 의사결정의 리스크에 대한 견제를 하려는 것이라면, 외부감사법이나 연동된 공시를 통해 견제장치로 해소할 수 있

음에도 정부는 연기금의 수익률 제고라는 명분을 앞세워, 기업 지배구조에 국가가 개입하려는 행보를 보이고 있습니다. 이는 기업경영의 자율성과 경쟁력을 크게 훼손시키려는 의도로 밖에 보이지 않습니다.

이러한 상황에서 오늘 토론회 개최는 매우 뜻 깊다고 생각합니다.

토론회의 좌장을 맡아주신 최준선 교수님을 비롯한 발제 및 토론자 분들께 감사의 인사를 드리며, 오늘 토론내용과 함께 기업 및 투자 관계자 등 각계의 현장 목소리를 바탕으로 국민노후자금이 안정적으로 운용되고, 기업의 자율성과 경쟁력이 제고로 국가 경제가 되살아날 수 있는 대안들이 만들어 지는 계기가 되었으면 합니다.

다시 한 번 토론회 개최를 축하드리며, 이 자리에 참석해 자리를 빛내주신 여러분들께 감사드립니다.

감사합니다.

축 사

국회의원 김명연

(자유한국당, 국회 보건복지위원회 간사)



안녕하십니까?

안산 단원갑 자유한국당 국회의원 김명연입니다.

바쁘신 와중에도 불구하고 「국민연금의 스튜어드십 코드 시행, 바람직한 방향은?」 토론회에 참석해주신 내·외빈 여러분께 감사의 말씀을 드립니다. 아울러 오늘 토론회 준비를 위해 노고를 아끼지 않으신 자유한국당 정책위원회를 비롯, 오늘 행사를 주관해주신 관계자여러분께도 감사의 인사를 드립니다.

국민연금이 기업에 대한 적극적 주주권 행사를 하기위한 스튜어드십 코드가 7월 말에 도입이 결정되었습니다. 이제 스튜어드십 코드 도입으로 앞으로 우리가 나아가야 할 방향성은 무엇인지, 또 기금운용의 묘는 어떻게 발휘할 것인지 진지하게 고민할 때입니다.

스튜어드십 코드는 기금의 장기수익제고와 국민연금 주주권행사의 투명성과 독립성을 위해 도입되었다고는 하나 자칫 기업에 대한 지나친 경영간섭으로 변질될 수 있다는 우려가 많습니다. 어떠한 경우에도 국민연금이 재벌개혁의 수단으로 악용된다거나 정부의 지나친 경영간섭으로 이어져서는 안 됩니다.

실제 스튜어드십 코드를 도입하고 있는 여러나라에서도 기대하는 수익률에 못미쳐 기금운용에 큰 도움이 안 된다는 사례가 속속 드러나고 있기도 합니다. 이에 스튜어드십 코드 도입이 목표하는 바가 무엇인지 다시 한 번 검토해야 합니다.

아무쪼록, 오늘 토론회를 통해 앞으로 추진 될 스튜어드십 코드 도입이 어떤 의미를 가지며, 이 정책이 앞으로 나아가야 할 바람직한 방향에 대해 논의하는 뜻 깊은 토론회가 되길 바랍니다.

오늘 논의된 전문가 여러분의 고견을 살피 스튜어드십 코드 도입이 바른 방향으로 정착될 수 있도록 당 의원님들과 함께 제도개선에 최선을 다하겠습니다.

다시 한 번, 오늘 참석해주신 모든 분들께 감사드립니다.

국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 문제점과 개선방향

윤 창 현

(서울시립대학교 경영학부 교수)



국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 문제점과 개선방향

서울시립대학교
경영학부 윤창현

I. 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 개요

1. 개 요

□ **지속적으로 제기되었던 국민연금의 기업 경영간섭 우려에도 불구하고, 국민연금기금의 장기수익성 제고와 주주권 행사의 독립성·투명성 제고**라는 목표 하에 스튜어드십 코드 도입

- 코드 7개 원칙의 이행방안을 담은 국민연금 수탁자 책임 원칙 등 제정 및 기존 규정·지침 개정(안)* 마련

* (제정) 국민연금 수탁자 책임에 관한 원칙, 수탁자 책임활동 지침, 수탁자 책임전문위원회 운영규정 등
(개정) 기금운용지침, 기금운용위원회 운영규정, 의결권 행사 지침 등

*18.7.6., 광태선 전 베이킹자산운용 대표와 매일경제 단독 인터뷰 내용

(취청은 기금운용조직... 광태선 “국민연금, SC 준비부족”, 매일경제, 18.7.7)

- 광 전 대표는 기금운용본부장 공모과정에서 서류와 면접심사에서 역대급 점수를 받고도 최종 낙마
- 지난 4월 김성주 국민연금공단 이사장과 대화 자리를 갖고 스튜어드십 코드에 대한 본인의 생각 피력, 스튜어드십 코드를 도입해서 기업들을 개선하고 경영 효율성을 높이려는 취지는 좋지만 과거에 잘못된 일로 벌주는 ‘징벌제’로 활용될 가능성이 크다는 취지 전달

드루킹 특검에서 밝힌 김경수 경남도지사에게 전달한 보고서 내용

(“드루킹, 김경수에 ‘개성공단 2000만평 개발 정책’도 제안했다”, 동아일보, 2018.8.1)

- ‘공동체를 통한 재벌개혁 계획 보고’ 문건으로 ‘경제도 사람이 먼저다(경인선)’ 공동체 회원들이 대기업의 소액주주로서 국민연금공단과 함께 기업 지분을 최대한 확보하는 것이 핵심이며, 지분을 확보해 대기업에 경영권을 행사할 수 있게 되면 문재인 정부 출범 후 개성공단에 대한 대기업 투자를 활성화시킬 수 있다는 전략

I. 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 개요

- 국민의 노후 자금인 국민연금 운용은 '수익성' 과 '안정성' 이 최우선 원칙이 되어야 하며 정부나 시민단체에 의해 '정치적·사회적 목적' 을 위한 도구로 이용되는 것은 막아야

기금운용원칙 국민연금기금 운용원칙(출처 : 국민연금기금운용본부 홈페이지)



2

II. 국민연금의 스튜어드십 코드 주요 내용 및 문제점

1. '조직 신설 : 수탁자책임전문위원회' 주요 내용

- 정치·경제 권력으로부터의 독립성과 전문성 강화를 위해 종전의 의결권전문위를 확대·개편
- 국민연금의 주주권 행사 및 책임투자에 관한 사항을 검토·결정

< 국민연금 의결권 행사 체계 변화 >

※ 국민연금기금수탁자 책임 활동에 관한 지침(안) 제5조 및 국민연금기금 수탁자책임 전문위원회 운영규정(안) 제2조, 제3조, 제6조



분과별 특수성·전문성을 고려하여 분과위원회가 의결한 사항은 전체위원회에서 의결한 것으로 봄

그러나, 아래의 경우 주주권 행사 분과위가 아닌 전체위원회에서 심의·의결

- ① 분과위원회가 전체위원회의 심의·의결이 필요하다고 요구하는 경우
- ② 전체위원회 위원 5인 이상(1/3이상) 요구하는 경우
- ③ 위원장이 필요하다고 판단하는 경우

3

II. 국민연금의 스튜어드십 코드 주요 내용 및 문제점

문제점 : 국민연금 주주권 행사의 독립성과 투명성 확보 불가

- **현재 기금운용위의 위촉직 위원을 추천받는 기금위 소속 기관·단체 구성이 편파적**
 - ▷ 20명 위원 중 14명의 위촉직 위원은 기금위 소속 기관·단체 추천을 받아 보건복지부 장관(위원장)이 위촉
기금위 소속 기관·단체는 사용자 단체와 공인회계사회를 제외하고는 기업 이윤 창출보다 사회 정의 실현
같은 정치적 활동 위주의 노동자단체와 시민단체, 정부 산하 조직(농협·수협, 정부 산하 연구기관·단체)으로 구성
- **국민연금 주주권 행사의 독립성과 투명성을 확보하기 위해 수탁자책임전문위를 신설하겠다고 했으나,**
수탁자책임전문위 역시 기금위 소속 기관·단체 추천 민간 전문가를 보건복지부 장관이 위촉하도록
하고 있어, **기금위 편파성이 그대로 유지되고 오히려 주주권 행사 독립성과 투명성을 저해하는** 측면 존재
 - ▷ 수탁자책임전문위(14인 이내) 내 주주권행사 분과위(9인 내외)가 주주권 행사 활동을 전담하긴 하나,
전체위의 심의·의결 방법을 폭넓게 인정하고 있고, 책임투자 분과위(5인 내외)는 탈정치화 되기 어려워
['환경·사회·지배구조 전문가' 로 위원 자격 명시] 위원회 구성의 편파성은 근본적으로 해결되지 않음

4

II. 국민연금의 스튜어드십 코드 주요 내용 및 문제점

2. '주주권행사 범위 확대' 주요 내용

- 초기에는 자본시장법상 경영참여에 해당하지 않는 주주권부터 행사
 - **경영참여 주주권은 제반여건이 구비... 된 후에 이행방안을 마련하여 시행,**
그 이전이라도 기금운용위원회 의결한 경우 시행 가능
 - 임원 선임·해임 관련 주주제안 등 회사에 사실상 영향력을 행사하는 주주권(자본시장법시행령 § 154)
 - 국민연금은 경영참여 주주권 행사를 하더라도 5% Rule을 예외 적용받도록 자본시장법시행령 개정 추진
 - 또한, **기금자산 가치를 심각하게 훼손할 우려가 있는 기업에 대해 효과적인 수단**을 강구·적극 이행
 - 기업명 공개, 공개서한 발송, 타주주의 주주제안 및 기업에서 상정하는 관련 안건에 대한 의결권행사 연계, 의결권행사 사전공시 등

문제점 : 국민연금에 대한 5% 를 예외 적용의 정당성 결여

- 기업명 공개, 공개서한 발송 등은 여론의 힘을 활용하는 것으로 기업에 상당한 영향력을 미칠 것으로 예상됨.
따라서 **자본시장법상 경영참여 주주권 행사 방법이 아니더라도 다른 투자자들에 비해 여러가지 방법으로 영향
력 행사가 가능함.**
 - ⇒ 보다 강력한 경영참여를 적극 행사할 수 있도록 **5% 를 예외 적용하는 것이 타당한지 의문**
- 영국, 독일, 프랑스 등 주요국들은 대량보유 보고의무를 '3% 이상' 으로 강화하고 있으며, 보고기간도 2일 이
내(영국, 호주), 3일 이내(홍콩)로 정하고 있음. 그에 반해 **우리나라는 보고의무 비율(5% 이상)과 보고기간(발생
일로부터 5일 이내)이 상당히 완화되어 있는데, 최소한의 규제조차 예외 적용을 하는 것이 바람직한지 의문**
- 국내 연기금에 대해서만 '예외 적용' 을 인정하는 것은 **해외 투자자들에게 불공정한 환경으로 비춰질 우려**

5

Ⅱ. 국민연금의 스튜어드십 코드 주요 내용 및 문제점

3. '위탁운용사에 의결권행사 위임 및 가점 부여' 주요 내용

- 코드 도입 및 이행여부에 대해 가점 부여
- 위탁운용사에 의결권행사 위임
 - 단, ① 불통일행사 문제를 고려하여 의결권행사 위임에 신중하겠다는 입장
 - ② 위탁운용사의 의결권행사가 국민연금의 수익 제고 등에 반할 경우 의결권 회수 가능

문제점 : 위탁운용사에 대한 과도한 영향력 행사

- [코드 도입에 대한 가점 부여] 위탁운용사 선정·평가에 스튜어드십 코드 도입 여부를 포함시키는 것은 실질적으로 일반기관투자자에 대한 스튜어드십 코드 도입 강제화
- [위탁운용사에 의결권행사 위임]
 - * 국민연금의 주주권행사 독립성을 확보하기 위해 위탁운용사에 의결권행사를 위임하고 독립된 의결권 행사를 보장하려는 것이므로 기본적인 전제는 불통일행사가 가능해야 하나, 이에 대한 개선 계획 내용은 없음 (5% 를 제도 완화 조치와는 매우 대조적)
 - * 위탁운용사가 국민연금의 수익 제고 등에 반할 경우 의결권을 회수할 수 있도록 하는 것은 위탁운용사에 대한 영향력 행사로 비칠질 수 있으므로 '수익 제고 등에 반하는 경우' 에 대해 명확한 기준을 제시할 필요

6

Ⅱ. 국민연금의 스튜어드십 코드 주요 내용 및 문제점

4. '연차별·단계별 주주활동 이행' 계획의 주요 내용

- [18.下] 배당정책 수립요구 강화를 위해 비공개대화 대상기업 확대(연 4~5개 → 연 8~10개),
필요시 직접 주주제안권 행사 가능
의결권행사 사전공시 범위 및 내용 등에 대해서는 전문위원회에서 결정
주주대표소송 등 소송근거를 마련하여 시행 가능
- [19년] 횡령, 배임 등을 중점관리사안으로 정하고, 해당기업과 비공개 대화 추진
 - * 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진일가 사익편취행위, 임원보수한도 초과, 기금본부가 의결권지침에 따라 지속 반대하였으나 개선이 없는 사안 등
 - 통상 1년간 비공개 대화 진행이 원칙, 그러나 개선여지 없을 경우 수탁자책임전문위 의결을 거쳐 즉각 기업명 공개, 공개서한 발송, 의결권행사 연계 등 조치 가능
- [20년] 기업명 공개 등 공개 주주활동, 관련 의결권 안건에 대해 반대
 - 기업측에서 사외이사 후보 추천을 요청하는 경우에 대비 인력풀 마련 후 20년부터 시행
 - 한편, 예상치 못한 기업가치 훼손, 주주권의 침해 이슈 발생시 사안이 중대하다고 판단될 경우, 즉각 공개 주주활동(기업명 공개, 공개서한 발송 등) 이행

7

Ⅱ. 국민연금의 스튜어드십 코드 주요 내용 및 문제점

문제점1 : 본질적으로 ‘기금의 안정성·수익성’ 과 관계 없는 활동 포함

- ‘예상치 못한 기업가치 훼손 등’에 대해 **주주활동이 필요한지 판단하는 기준은 기금의 안정성과 수익성임**. 즉, 기업가치 훼손의 정도(주가, 즉 실적), 기금의 안정성과 수익성 훼손의 정도, 기업가치 훼손이 사회적 물의로 인한 것인지에 대한 관련성 여부, 관련성의 정도가 임원 해임 등을 요구할 정도인지 등 **구체적 판단기준 필요**
- **횡령, 배임** 등은 공시를 통해 투자자들에게 투자 위험 요소로 알리고 있으며, 그 책임과 손해배상은 형사·민사에서 다루지고 있음. 이에 대해 **적극적 주주권 행사로 대응한다는 것은 기금의 안정성과 수익성 추구가 아닌 기업 ‘별주기’ 수단으로 활용하는 것**

문제점2 : 과도한 영향력 행사

- 국민연금은 공개 주주활동을 통한 여론 형성이 매우 쉽기 때문에 기업명 공개, 공개서한 발송 등을 통한 **과도한 기업 압박 수단으로 남용되지 않도록 견제 필요**
- 비공개 대화를 통해 ‘사외이사 후보 추천’ 이 자발적 요청이 아닌 ‘**암묵적 주주제안**’ 이 될 가능성 우려

8

Ⅲ. 국민연금의 스튜어드십 코드 실행 개선방안

.. 주주권 행사의 독립성 전문성 확보를 위한 운용위 및 기금위 개편 : 기금운용공사 수준

- 기금운용위 및 수탁자책임전문위 구성의 편파성 논란을 해소하고, 철저히 수익성 위주의 기금운용을 염두에 둔 전문가 중심의 거버넌스 체계 개편 : 국민연금 이사장의 독립성과 전문성(국회의 역할)
- 운용위 소속 단체 및 위원 자격요건 등을 재검토하여 사회적 합의를 구한 후 재구성

위원회 구성은 ‘독립성과 전문성 확보’가 핵심 기준

① 탈정치화, 탈이해관계화를 통한 독립성 확보

- 정치적·사회적 활동을 하는 운용위 소속 단체에 대한 재검토 필요, 위원선임시 정치적 단체 활동 경력자배제 등

② 전문가 확보 및 육성

- 철저히 **전문성을 최우선**으로 한 자산운용 전문가로 구성

③ 전문가 외에 국민연금임을 감안한 위원 포함이 필요하다면 **독립성이 훼손되지 않는 방법**으로 개선

- 특정 시민단체를 제외하고 자격 요건 중심으로 대안 모색

- 연금의사결정에 대한 독립성과 투명성 확보를 위해 **의결권 행사 방향 결정에 대한 사후 공시내용 강화**

· 의결권 행사 관련한 회의록, 최종 의결권 행사 방향 결정의 근거 및 이유, 의결권 자문사의 자문내용, 기타 협의 내용 등

9

Ⅲ. 국민연금의 스튜어드십 코드 실행 개선방안

2. 5% 룰 예외 적용 재검토 및 5% 룰 제도 개선 필요

- 형평에 어긋나는 5% 룰 예외 적용의 재검토 필요

또한, 5% 룰 제도는 주요국과 같이 지분비율(3%)을 낮추거나 보고기한을 단축(3일 이내)하는 검토 필요

3. 위탁운용사에 대한 코드 도입 가점 부여 재검토 필요

- 시급한 도입이 필요한 부분이 아님에도 자율규제를 강제화하는 것은 부적절

4. 위탁운용사에 실질적인 의결권 위임이 될 수 있도록 개선 필요

- 불통일행사 관련 제도 개선, 의결권 행사 내용에 대해 간섭하는 '의결권 회수' 권한은 재검토 필요

5. 본질적으로 기금의 안정성과 수익성 추구에 직접적 관련이 없는 활동 최소화

6. 공정한 경쟁환경 조성을 위한 제도(차등의결권, 포이즌필 등) 마련도 검토 필요

7. 과도한 주주자본주의 연금사회주의 펀드자본주의의 움직임에 대한 보다 근본적 대책마련의 필요성 증대

8. 국가기간산업에 대한 미국의 엑손-플로리오 법에 준하는 심사위원회의 도입과 안보적 관점에서의 기업 경영권 보호 장치도 도입해야

토 론

- 최 준 선 (좌장 / 성균관대 법학전문대학원 교수)
- 강 영 기 (고려대 법학전문대학원 연구교수)
- 정 우 용 (한국상장회사협의회 전무)
- 이 원 일 (제브라투자자문사 대표)
- 최 경 일 (보건복지부 국민연금재정과장)





일본의 스튜어드십 코드의 운영상황과 한국에의 시사점을 찾아서

강 영 기 (고려대 법학전문대학원 연구교수)



[토론문 요약]

스튜어드십 코드는 코포리트 거버넌스의 향상을 목적으로 한 기관투자자의 행동규범으로서, 기관투자자의 지배(영향)력과 관련된 Soft law의 일종이며, 기업경영의 수익력 향상을 도모하거나 기업의 부정을 감시하는 역할을 수행한다. 일본의 금융청이 제정한 일본판 스튜어드십 코드는 회사법과 같은 구속력이 없고, 기관투자자의 재량을 존중하여 원칙주의(Principle-based approach)와 Comply or Explain approach를 토대로 하고 있다. 이러한 스튜어드십 코드를 수용하고 공적연금이나 사적연금 등 연금금의 자산을 운용한다는 것은 최종수익자인 연금가입자의 이익을 위해서도 바람직한 방향이라고 할 수 있다.

우리나라 국민연금이 기금운용에 있어서 스튜어드십을 적극적으로 도입하겠다고 한 것은 일면 바람직한 방향이라고 볼 수 있지만, 문제는 스튜어드십 행동과 그 활용을 위한 충분한 준비가 된 상태에서 추진하는 것이 옳다고 보는데, 우리나라의 국민연금과 유사한 공적연금인 GPIF의 스튜어드십 활동을 참고로 한다면 투명한 기금운용을 통한 국민연금 가입자들의 신뢰 확보에도 도움이 될 수 있을 것으로 판단된다.

GPIF에는 2017년 9월말까지 운용위원회가 설치되어 있었는데, 11인 이내의 위원이 후생노동 대신의 임명을 받고 GPIF에 의한 연금적립금의 운용상황 기타 관리운용업무 실시상황의 감시, 관리운용업무에 관한 이사장의 자문에 대한 의견진술 및 건의에 관한 권한을 행사하였다. 또한 위원 전원으로 구성된 ‘거버넌스 회의’는 GPIF의 투자원칙 및 행동규범의 입안, 실시상황의 감시 등을 수행하였는데, ‘연금적립금 관리운용독립행정법인(GPIF)법’의 개정으로 2017년 10월부터 새로이 ‘경영위원회’가 설치되었다. 경영위원회의 위원의 임기는 5년(최초로 임명된 위원은 2년 반부터 4년 반의 3가지로 나누어 임기를 설정)이다.

한편 자금운용기관의 공모에 대한 응모자격에 대해 제시하고 있는 것에 비추어 공모를 통해 지정된 자금운용기관에 자금운용을 위탁하는 것을 알 수 있다. 또한 GPIF의 운용위탁기관별 운용자산액과 실적수익률 등 운용상황에 대해 적극적으로 공시하고 있어서 투명한 운영을 통해 자연적으로 독립성이 확보되고 있다고 판단된다. 이러한 정도의 정보공시대세를 확보하면서 스튜어드십 활동을 하고자 하는 것이라면 국민연금의 스튜어드십 코드의 적극적 활용은 얼마든지 찬성할만한 일이라고 생각한다.

I. 들어가며

국민연금의 스튜어드십 도입 및 이후에 가져올 기업의 자율성 훼손의 우려와 관련하여 논의가 필요한 상황인데, 그것은 스튜어드십 코드의 수용여부는 기업의 자율적인 판단에 맡겨진 행동규범임에도 불구하고 자산운용사에 투자자금의 운용을 맡기는 국민연금의 영향력이 너무나도 큰 상태에서는 자산운용사의 스튜어드십 코드의 수용이 자율적이 아닌 강제적인 규범으로

작용할 가능성이 높다는 우려가 존재하기 때문이다. 과연 이러한 상황이 허용되어도 되는 것인지, 그러한 우려가 현재화되지 않도록 하기 위해서 필요한 것은 무엇인지에 대해서 돌아보고자 한다.

우선 기관투자자의 스튜어드십은 수탁자책임이 있는 기관투자자의, 상장기업 주주로서의 책무를 가리키며, 이때의 기관투자자는 소수주주의 입장에 있고, 스튜어드십 활동이란 소수주주의 입장에서 의결권행사와 engagement 등을 통해서 투자대상기업에게 영향을 미치는 것을 가리킨다. 2010년에 제정된 영국의 스튜어드십 코드 이후, 일본에서는 정부의 성장전략에 따른 지시를 받아 2014년 2월에 일본판 스튜어드십 코드가 금융청에 의해 제정, 공표되었는데, 2017년 5월 29일에 3년 만에 개정이 되었다. 이하에서는 이러한 일본판 스튜어드십 코드의 도입과 그 개정으로 인한 영향 등에 대해서 살펴보고 우리가 참조할 만한 내용은 무엇인지를 생각해보고자 한다.

II. 일본의 스튜어드십 코드 도입의 경위

영국에 이어 일본에서도 스튜어드십 코드가 제정되고 수많은 기관투자자가 그 수용을 표명하고 있다. 동 코드를 수용한 기관투자자는 목적 있는 대화 등을 통하여 투자대상기업의 지속적 성장을 촉진함으로써 투자수익의 확대를 도모하는 스튜어드십 책임을 완수할 것이 요청된다. 2014년에 제정된 동 코드는 현재, 형식에서 실질의 단계로 이행되고 있다. 그것은 스튜어드십 책임을 완수하기 위한, 투자대상기업의 지속적 성장에 기여할 심도 있는 대화와 적절한 의결권행사가 실질적으로 이루어지고 있는지에 관한 것으로서, 그 검증에는 그것들이 어떻게 어느 정도 이루어지고 있는지를 파악할 필요가 있다. 기관투자자가 투자대상기업에 미치는 영향에 대해서 수많은 선행연구에서는 재무데이터를 이용하여 일본의 기관투자자도 투자대상기업의 기업가치, 실적향상으로 연결된다는 것을 보여주고 있다. 그런데 퇴출이나 발언의 결과로서 긍정적인 효과를 초래한다고 하고는 있지만 동 코드가 요구하는 관련 정도는 분명하지 않다. 한편, 동 코드의 실효성이 검토되고 있는데, 동 코드가 요구하는 스튜어드십 책임과 수탁자책임의 양립은 곤란하다고 보는 견해도 있다. 그러므로 동 코드를 수용한 기관투자자가 스튜어드십 책임에 대하여 어떻게 인식하고 어떻게 의결권을 행사하며 대화를 하는지를 살펴볼 필요가 있다. 기관투자자의 투자대상기업에 대한 관여는 다양한 형태가 있겠지만, 의결권행사와 대화로 한정하고 그 상황에 따라 동 코드의 실효성을 생각해보는 것인데, 본래 누가 어떻게 의결권행사와 대화를 실시하는지도 명확하지 않은 부분이 많다. 또한 실질주주가 의결권행사의 판단을 모두 일임하고 있는지, 의안에 대해서 제대로 조사를 하고 있는지, 어느 정도 의결권행사와 대화에 관여하고 있는지 여부에 따라 스튜어드십 코드의 실효성이 달라질 수 있다.

여하튼 기관투자자의 스튜어드십의 동기는 수탁자책임이고, 연금수익자에 대해서 수탁자책임을 지는 것은 연금기금 등 자산보유자(Asset owner)이다. 그런데 연금기금은 자신이 운용을 하는 경우도 있지만, 많은 경우는 운용의 전문가인 운용기관에 위탁하고 있다. 위탁운용의 경우는 운용기관도 연금기금에 대해서 수탁자책임을 부담한다. 양자에게 스튜어드십 책임이 있는 것은 물론인데, 실제로 의결권행사와 engagement를 통한 스튜어드십 활동의 주체는 누구인가.

주식에 투자한 자금의 보유자는 연금기금이라는 의미에서 보면 최종적인 실질주주는 연금기금이 될 것이다. 가령 위탁운용기관의 지시에 따라 보유한 주식종목이라도 주주로서의 책무를 다하는 것은 연금기금이 된다. 여러 위탁운용기관의 지시를 통해 보유한 주식의 발행기업에 대

해서도 보유주식수를 합제한 다음에 일관된 의사표시를 해야 마땅하다. 만일 위탁운용기관의 재량으로 의결권을 행사한 경우에는 동일한 의안에 대하여 서로 다른 투표가 이루어질 수 있는데, 이러한 불통일행사(cross voting)로 인하여 자산보유자(Asset owner)의 주주책임을 다할 수 없다고 생각되는 경우에는 연금기금이 스튜어드십 활동을 직접 행사하게 될 것이다.

한편, 위탁운용에서 투자대상기업에 대한 투자판단, 즉 주식의 구입을 결정한 것은 운용기관으로서, 매매판단을 한 자가 의결권행사에 대한 의안을 음미하고 경영진에 대한 지지여부를 판단하게 될 것이다. 운용기관의 배후에 있는 연금기금 등의 자산보유자(Asset owner)가 해당기업에 대한 충분한 지식이 있는 경우만 있는 것은 아니므로, engagement에 있어서도 해당 투자대상기업을 분석하여 실제로 구입한 펀드매니저가 기업과 직접 대화하는 것이 타당해 보인다. 그리고 투자신탁 등 공모펀드와 사모펀드에 대해서는 운용기관이 스튜어드십 활동을 하므로, 운용기관도 스튜어드십 활동의 주체가 된다.

본래 기관투자자의 의결권행사와 engagement는 외부감시(monitoring)로서 코포리트 거버넌스의 일부를 이루는데, 이러한 모니터링의 목적은 Agency문제의 발생을 막기 위한 것이다. 기관투자자가 주주로서 요구하는 장기적인 기업가치의 향상과 경영진이 멀어지지 않도록 하기 위해서는 경영진을 내부에서 감시하는 이사회기능의 향상과 인센티브를 중시하게 되므로, 의결권행사나 engagement 와 관련된 Agenda(의제)는 이사회에 관한 것과 보수에 관한 것이 중심이 될 것이다.

Ⅲ. 일본 기업연금의 스튜어드십 코드 도입 및 개정의 영향

1. 일본에서의 스튜어드십 코드 제정

일본부흥전략(日本再興戰略)이 2013년 6월에 각료회의에서 결정되고, 기업의 지속적 성장을 위하여 기관투자자가 완수해야 할 역할에 대해서 검토가 진행되었다. 그 결과로서 2014년 2월에 일본판 스튜어드십 코드가 제정되었고, GPIF(연금적립금 관리운용독립행정법인)¹⁾를 비롯하여 지방공무원공제연금 등의 대표적인 공적연금과 운용기관이 동 코드의 도입을 표명하였다.²⁾ 그리고 GPIF는 스튜어드십 책임을 완수하기 위한 방침을 책정하고 2015년 1월에 위탁운용기관의 스튜어드십 코드에 대한 대응상황을 공시하면서 거버넌스 개혁이 시작되었다. 동 코드는 영국 처럼 7개의 원칙으로 되어 있으나 내용에는 다른 점이 있다.³⁾ 각각의 원칙을 간결하게 요약하면, 원칙1과 2에서 스튜어드십 책임을 완수하기 위한 방침과 관리해야 할 이해상충에 대한 방침을 정하여 공표할 것을 요구하고, 원칙3에서는 투자대상기업의 상황파악을, 원칙4에서는 문제의 개선을 위한 목적을 가진 대화를 요구한다. 원칙5에서는 투자대상기업의 지속적 성장에 기

1) GPIF(Government Pension Investment Fund)는 후생노동성이 관장하는 후생연금과 국민연금의 관리운용업무를 수행하는 독립행정법인을 가리킨다. 이것은 연금자금운용기금을 개조하여 2006년 설립된 것으로서, 후생연금보험법 및 국민연금법의 규정에 의거하여 후생노동대신으로부터 기탁된 적립금의 관리 및 운용과 더불어 그 수익을 국고에 납입함으로써 후생연금보험사업 및 국민연금사업의 안정적인 운영에 기여하는 것을 목적으로 하고 있다. 현재 GPIF는 연금적립금의 관리 및 운용에 관한 구체적인 방침을 정한 '관리운용방침'을 책정하고 신탁은행과 투자고문 회사에 운용을 위탁하고 있다. 운용자산액이 연금기금으로서는 세계최대이며, 운용상황은 웹사이트(www.gpif.go.jp)에서 공표된다.

2) 2015년 6월 11일 현재 대형기관투자자를 중심으로 191개 기관이 도입을 표명하였다고 한다. http://www.fsa.go.jp/news/26/sonata/20150611-1/list_01.pdf

3) 일본판 코드에서는 제4원칙에 engagement가 제창되어 강조되고 있지만, 영국의 코드 원칙에는 이것이 없고, 영국의 코드에는 포함되어 있는 escalation에 관한 가이드라인의 책정과 공동 engagement의 장려는 일본판 코드에 들어 있지 아니하다.

여할 의결권행사와 그 결과의 공표를, 원칙6에서는 의결권행사도 포함한 스튜어드십 책임을 완수하고 있는지에 대한 보고를, 원칙7에서 투자대상기업의 이해를 높인 상태에서 기관투자자가 기업의 지속적 성장에 기여할 수 있는 실력을 갖추도록 요구하고 있다. 여기서 말하는 스튜어드십 책임은 기관투자자(자산보유자와 자산운용자)가 투자대상기업과 그 사업 환경에 관한 깊은 이해를 토대로 하여 건설적인 ‘목적을 위한 대화(engagement)’ 등을 통해, 해당 기업의 기업가치의 향상과 지속적인 성장을 촉구함으로써 ‘고객·수익자’의 중장기적인 투자수익(return)의 확대를 도모할 책임을 의미한다.

engagement는 주식의 매각을 통한 압력과는 달리, “투자자의 발언권을 행사하여 직접적이고 탄력적으로 경영자를 규율할 수 있도록 하는 것”으로 보며, Winter(2011)는 투자대상기업과의 관여정도를 기준으로 하여, 기관투자자의 engagement 수준을 ‘Compliance’ ‘Intervention’ ‘Stewardship’의 3단계로 분류하는데,⁴⁾ 동 코드는 장기적 관점에서 기업에 매우 깊이 관여하는 제3단계(Stewardship)까지 요구하는 것이라 할 수 있다. 동 코드를 형식에서 실질로 전환하기 위해 금융청은 ‘스튜어드십 코드 및 코포리트 거버넌스 코드의 후속(follow-up)회의’를 만들었고 2016년 11월에는 동 회의가 보고서를 공표하였다.

한편, 일본에서는 스튜어드십 제정 이전부터 기관투자자의 의결권행사에 대한 추진노력이 진행되었고, 2009년 금융심의회 금융분과회 보고를 계기로 일본투자고문업협회와 투자신탁협회의 업계규칙으로서 의결권행사 가이드라인과 행사결과의 공표가 규정되었으며, 공적연금기금도 자율적으로 의결권행사에 노력하였기 때문에, 스튜어드십 코드에서의 의결권행사는 의결권행사 가이드라인과 행사결과에 대한 공시의 강화문제가 중심적인 과제가 될 것으로 본다.

2. 스튜어드십 코드의 개정의 영향

2014년 2월 제정되어 3년 만인 2017년 5월 29일에 개정⁵⁾된 일본판 스튜어드십 코드와 더불어 2015년 3월 공표되어 6월 1일부터 적용되어 2018년 5월에 개정된 코포리트 거버넌스 코드가 적절히 조화되어 효과적인 코포리트 거버넌스가 실현될 것을 기대하였는데, 일본기업의 코포리트 거버넌스 개혁과 관련하여 스튜어드십 코드의 도입을 표명한 기관투자자의 대부분은 스튜어드십 활동의 불충분하다는 지적이 있어서 스튜어드십 코드의 개정을 통해 거버넌스를 형식에서 실질로 심화시키고자 하였다. 동 스튜어드십 코드의 주요 개정 부분은 의결권행사결과의 개별공시, 운용기관의 거버넌스와 이해상충 관리 등의 강화, 자산보유자(Asset owner)에 의한 효과적인 체크, 집단적 engagement 등인데, 코드에 대응한 기관투자자의 구체적 노력을 보면 다음과 같다.⁶⁾

(1) 기관투자자의 의결권행사결과의 개별공시

동 코드의 개정내용 중 가장 주목받은 것이 의결권행사결과의 개별공시였다. 지금까지 일본 국내의 기관투자자(주로 신탁은행이나 투신투자고문회사)에 의한 의결권행사결과의 공시방법은 의안별 찬반합계건수의 공시(집계공시)가 일반적이었지만, 앞으로는 회사마다의 의안별 개별공

4) Jaap W. Winter(2011) “Shareholder Engagement and Stewardship: The Realities and Illusions of Institutional Share Ownership”

5) 개정 후의 코드는 <http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf> 참조

6) 이하의 내용은 証券代行コンサルティング部, “日本版スチュワードシップ・コードの改訂の影響と個別開示の状況”, 証券代行ニュース 第71号, 三井住友信託銀行, 2017.11, 1-3頁

시가 주류가 될 것이라고 한다. 동 코드가 개정되기 전인 2017년 4월에 Nomura Asset management가 1-3월에 개최된 주주총회의 의결권행사의 결과를 개별 공시하였고, 이후 大和証券投資信託委託, 三菱UFJ信託銀行, 三井住友信託銀行이 뒤를 이었다. 三井住友信託銀行의 경우에는 의결권행사결과의 개별공시와 더불어 ‘당사 가이드라인에 의거한 행사내용의 판단 이유’와 ‘당사 가이드라인 이외의 기준에 의한 행사판단이 있던 경우’의 공시도 하고 있어서, 보다 투명성을 높이려는 노력이 느껴졌다. 개별공시는 신탁은행과 투자신탁·투자고문회사 등이 8월 말까지 실시하였고, 9월 이후 생명보험회사 등이 뒤를 잇는 등, 30개 사를 넘는 기관 투자자가 실시하였다고 한다.

(2) 운용기관의 거버넌스 및 이해상충관리 등의 강화

예를 들면, 동일한 금융그룹의 증권회사와 투자고문회사를 둔 기관이나 대출업무와 자산운용 업무를 제공하는 신탁은행이 의결권행사결과를 개별적으로 공시함으로써 투명성을 확보하고 이해상충이 없다는 것을 대외적으로 보여주는 효과가 나타날 수 있다. 그리고 운용기관이 독자적인 의결권행사 가이드라인에 대해서 구체적인 판단기준을 공시함으로써 기업이 기관투자자의 각 의안에 대한 인식과 반대이유에 대해서 이해하기 쉽게 하는 효과도 있을 것으로 보고 있다. 예컨대, 三井住友信託銀行은 2017년 2월에 ‘책임 있는 기관투자자로서의 의결권행사 방안(責任ある機関投資家としての議決権行使の考え方)’을 공표하고, 의결권행사 가이드라인에서 종전에 상세하게 공시하지 않았던 각 의안에 대한 구체적인 판단기준을 제시하였다. 이러한 움직임은 운용기관의 거버넌스와 이해상충관리 등을 강화하고, Fiduciary duty(信託義務)를 완수하려는 노력이라고 할 수 있다.

(3) 자산보유자(Asset owner)에 의한 효과적인 점검

세계최대의 운용자산규모를 가진 일본의 공적연금인 GPIF(연금적립금관리운용 독립행정법인)는 투자형태의 최상위에 위치하는 자산보유자(Asset owner)로서 그 영향력이 강하다. 특히 2015년 9월에 유엔책임투자원칙(United Nations Principles for Responsible Investment: UN-PR I)⁷⁾에 서명한 이후, 2016년 10월에 스튜어드십 추진과의 신설, 2017년 7월에 3가지의 ESG 지수의 채용 등 스튜어드십 활동에 관한 새로운 노력을 보였다. 또한 사적연금인 기업연금연합회(Pension Fund Association: PFA)⁸⁾도 자산소유자(Asset owner)로서 2017년 3월에 ‘스튜어드십 검토회보보고서’를 공표하는 등 기업연금기금에 대한 계몽활동을 전개하고 있다.

(4) Passive 운용에서의 engagement

GPIF에 의한 새로운 노력 등을 감안하여 자금의 운용을 위탁받은 운용기관(Asset manager)은 조직의 체제강화를 도모하기 위해 ‘스튜어드십 추진부’와 ‘책임투자부’ 등의 부서를 설치

7) 2006년 코피아난(Kofi Atta Annan)사무총장이 금융업계에 대해 제창한 원칙으로 기관투자자의 의사결정 프로세스에 ESG(환경, 사회, 거버넌스)과제를 수탁자책임의 범위 내에서 반영하도록 한 세계 공통의 가이드라인의 성격을 가지는데, 이는 법적 구속력이 없는 원칙이지만 ESG과제를 고려하는 것이 기관투자자의 입장에서 볼 때 투자리스크 매니지먼트의 기준 및 사회적 책임이 된다고 인식되고 있다.

8) 기업연금연합회는 1967년 2월에 후생연금보험법에 의거하여 전국 후생연금기금 연합체로서 설립되어, 법률개정으로 2005년 10월에 명칭을 변경한 법인조직이다. 기관투자자로서 2006년 6월 현재 12조 6천억 엔을 운용하고 있었는데, 국내 상장회사 약 1000개사, 약 4조 4천억 엔의 주식을 투자하였다.

하였다. 이들 부서는 ‘Passive 운용에서의 engagement 활동’이 그 역할로서, 비재무정보인 ESG를 테마로 기업과의 대화 등에 힘쓰고 있다. 그리고 해외의 대형연금기금으로부터도 주주 총회 종료 후에 의안에 대한 반대이유를 전하는 engagement letter나 자본효율의 개선 및 독립 사외이사의 증원, 비재무정보의 공시를 보다 충실히 할 것을 요구하는 engagement letter를 투자대상기업의 사장에게 일제히 보내는 사례도 증가하는 등 기업과의 대화의 기회를 확대하려는 움직임이 보이고 있다.

(5) 집단적 engagement

영국의 것을 참고로 2014년에 제정한 스튜어드십 코드에는 집단적 engagement에 대한 기재가 없었지만 코드가 개정되면서 포함되었다. 미국에서는 대형연금기금과 대형운용기관 등 38개사가 “The Investor Stewardship Group(ISG)”에 참가할 것을 표명하고 2018년 1월 1일부터 활동을 개시하였는데, 일본에서도 국내의 기관투자자가 협력하여 기업과의 대화를 도모하는 집단적 engagement가 활발해질 것이 기대되고 있다.

3. 기업연금과 스튜어드십 코드

기관투자자와 투자대상기업과의 건설적인 대화를 촉구하는 ‘일본판 스튜어드십 코드’가 후생노동성 ‘확정급부기업연금에 관한 자산운용관계자의 역할 및 책임에 관한 가이드라인’에 포함되어 2018년 4월 1일부터 적용되었다. 구체적으로는 운용기관의 정성평가를 할 때 ‘코드를 수용한 운용수탁기관의 추진방침’을 고려할 것과 운용기관의 보고를 수령한 경우에는 가입자에게 알리는 것이 바람직하다고 보고 있다. 또한 ‘스튜어드십 코드 및 코포리트 거버넌스 코드의 후속(follow up)회의’에서는 ‘투자자와 기업의 대화 가이드라인(안)’이 제시되고, 운용기관이 기업과 ‘기업연금이 자산보유자(Asset owner)로서 기대되는 기능을 다하는데 필요한 추진노력’에 관한 대화가 포함되었다. 이처럼 기업연금을 둘러싼 환경이 변화하고 있기에 기업연금과 동 코드를 도입하는 경우의 의미에 대해서 생각해본다.

(1) 기업연금이 코드 도입을 검토하는 이유

동 코드를 수용하는 기업연금은 자신이 운용하는 경우를 제외하고 운용수탁기관의 스튜어드십 활동을 감시(monitoring)하게 되므로, 기업연금의 입장에서 중점을 두는 것은 “운용수탁기관에 대하여 투자대상기업의 기업가치 및 자본효율을 높이고, 지속적 성장을 촉진하는 것을 목적으로 한 중장기적 관점에서의 대화를 하도록 요구하며, 감시(monitoring)하는 일”이 될 것이다.

따라서 기업연금이 동 코드의 도입에 적극적인 경우는 “운용수탁기관과 투자대상기업이 건설적인 대화를 통해서 기업가치가 향상되고 주식의 기대수익률이 상승하는 것”을 상정하고 있는 것이다. 다만, 동 코드가 기업가치의 향상에 기여하고 있는지를 검증하기가 쉽지 않은데, ①코드는 운용기관에 대해서 기업과의 중장기적인 대화를 요구하고 있고 ②기업과의 대화에 관한 데이터는 개별운용기관이 보유하기 때문에 외부에서 그것을 검증하기 어렵기 때문이다,

일본에서는 현시점에서 기업연금이 코드를 수용하는 의의는 ‘경제·사회적인 이익의 최대화’의 측면이 크지만, 의결권행사결과에서 효과가 나타나고 있기 때문에 중장기적으로도 효과가

나타날 것으로 기대하고 있다. 또한 자산보유자(Asset owner)가 기업과 ESG에 관한 대화를 나누고 결과가 순조롭지 않더라도 기업가치가 파괴되지는 않는다는 견해를 토대로 하여 반드시 ‘운용이익의 최대화’와 ‘경제·사회의 이익최대화’를 비교할 문제는 아니라는 견해도 있다.

(2) 운용기관의 스튜어드십 활동의 효과

스튜어드십 활동의 효과는 운용기관의 의결권행사결과로 나타나고 있다고 한다. 일본의 경우, 동 코드를 제정한 직후에 이루어진 대형신탁은행의 의결권행사결과와 3년이 경과한 후에 이루어진 행사결과를 비교한 결과, 기업매수방어수단과 관련된 의안의 반대비율이 큰 폭으로 증가하고 있었다. 기업매수방어수단은 장기적으로 기업가치의 향상을 도모하려는 경영진이 도입하는 경우도 있지만, 경영진이 자신의 지위보전을 위해 활용된다는 비판도 있다. 통상 최고의 매수방어수단은 “기업가치와 주식시가총액을 높이는 것”이라고 보는데, 반대비율이 증가한 것은 기업가치향상을 위한 운용기관의 의사표시의 표출이라고 볼 수도 있다.

(3) 코드 도입에 관한 기업연금의 추진내용

1) 코드의 도입과정

코드의 도입은 ‘도입의 표명’ 및 ‘코드의 각 원칙에 따른 공표항목’을 책정하고 그 내용을 금융청에 통지함으로써 완료된다. 이때 웹사이트를 가진 기업연금은 웹상에서 공표하고 그 웹주소를 보고하면 된다. ‘코드도입의 표명’과 ‘코드의 각 원칙에 따른 공표항목’은 공적연금과 다른 기업연금이 도입한 내용을 참고로 하여 기재하면 되므로 도입자체의 장벽은 높지 않다.

2) 운용수탁기관의 추진방침의 감시(monitoring)

기업연금의 입장에서 이에 대한 감시의 실시에 관한 장벽이 존재한다고 보는데, 코드의 도입에 관한 지원이나 코드에 따른 기업연금운영에 관한 컨설팅 과정에서 제시되는 운용수탁기관 모니터링항목으로는 ①스튜어드십 책임의 완수를 위한 방침 ②이해상충관리책임 ③의결권행사 방침 및 기준 ④의결권행사체제 ⑤의결권행사결과 ⑥engagement 실시방침 ⑦engagement 실시체제 ⑧engagement 실시상황 ⑨ESG정보의 파악방법 및 활용방안, 그리고 자기평가 등이 있다. 각각의 항목에 대해서는 여러 가지 체크포인트가 있는데, 예컨대 ⑤의결권행사결과의 체크포인트로는 개별의안의 행사결과 공시의 유무와 개별의안의 행사이유 공시의 유무 등이 있으며, 행사결과의 공시는 코드의 지침 5-3에서 공표하도록 하고 있고, 행사이유의 공시도 “기관투자자가 의결권행사의 찬반 이유에 대해서 대외적으로 명확히 설명하는 것 또한 가시성을 높이는 데 기여한다”고 기재되어 있어서, 운용기관의 실시상황을 감시(monitoring)하게 될 것이다. 또한, ④의결권행사체제와 관련해서는 지침2-3의 내용처럼 독립성을 가진 제3자 위원회의 설치유무 등을 확인하고 경영진에 대해서 개선을 권고할 권한이 있는지 여부, 의결권행사기준의 개정 등에 대해 적절한 검토가 이루어지는지 여부 등 유효성을 확인하는 것도 중요한 내용이 될 것이다.

3) engagement 실시상황의 감시(monitring)

engagement 실시상황의 감시(monitring)는 인원의 제약 등으로 인하여 기업연금에게 가장 큰 장애요인이 될 것으로 보는데, 코드의 지침1-5에서는 감시(monitring)에 있어서 “운용기관과 투자대상기업과의 사이의 대화의 실질에 중점을 두어야 하고, 면담회수 등의 형식적인 확인에 그쳐서는 아니된다”고 하면서 대화내용에 대한 감시가 필요하다고 할 수 있다. 대화내용의 감시와 관련해서는 경제산업성(価値協創ガイダンス)과 금융청(投資家と企業の対話ガイドライン(案))의 지침이 제시되었는데, 양 지침은 “운용기관과 기업이 대화할 필요가 있는 사항을 정리한 것”이며, 양 지침에 따라 운용수탁기관으로부터 대화사례에 관한 보고를 받는 것과 양 지침을 참고로 하여 기업연금으로서의 운용수탁기관에 요구하는 대화내용을 정리하여, 대화사례를 제시하는 것도 방안이 될 것으로 본다. 그리고 구체적인 감시(monitring) 실시방법으로는 4분기 운용보고회를 활용하는 것도 고려할 수 있는데, 이러한 보고회는 운용전략의 초과수익 획득상황이나 향후의 운용방침을 감시하는 장이며, 스튜어드십 활동의 실적보고 및 향후 활동방침을 체크하는 장으로 활용하는 것은 업무의 효율성 측면에서 유익할 것이다. 그런데, 기업연금이 체크하는 경우에 운용기관에 대해 성급한 대화결과를 요구하지 않는 것이 중요하다. 코드가 요구하는 것은 운용기관과 기업의 ‘중장기적인 관점’에 따른 ‘건설적인 대화’이고 ‘단기적인 관점’에 따른 ‘적대적인 대화’가 아니기 때문이다. 이러한 점을 경시한다면 자산보유자(Asset owner)인 기업연금이 코드의 취지에 반하게 될 우려가 있으므로 유의하여야 한다.

4. GPIF(연금적립금 관리운용 독립행정법인)의 2017년 스튜어드십 활동 보고내용

GPIF는 웹페이지에서 스튜어드십 활동에 관한 사항을 공시하고 있고 ‘정보공개청구제도’를 통하여 GPIF가 보유하는 법인문서의 공시를 누구든지 청구할 수 있도록 하고 있다.⁹⁾ 공시청구가 있는 경우에는 원칙적으로 공시·불공시 여부의 결정이 30이내에 서면으로 통지된다.

(1) GPIF의 입장에서 본 스튜어드십 활동의 의의

Universal owner(광범위한 자산을 가진 자금규모가 큰 투자자)이자 초장기투자자(100년 후를 염두에 둔 연금재정의 일익을 담당)인 GPIF의 입장에서, ESG의 고려는 부(負)의 외부성(환경·사회문제 등)을 최소화하고 시장전체의 지속적이고 안정적인 성장에 불가결한 요소이다. GPIF 자신은 일부 자산을 제외하고 운용수탁기관을 통해 날마다 매매나 주식에 대한 의결권행사를 실시하고 있기 때문에, 운용수탁기관과 투자대상기업과의 사이에서 지속적인 성장에 기여할 ESG도 고려한 ‘건설적인 대화(engagement)’를 촉진함으로써 ‘장기적인 기업가치 향상’과 ‘경제전체의 성장’으로 이어지며, 최종적으로 ‘장기적인 투자수익향상’이라는 투자구조(investment chain)에서 Win-Win 환경의 구축을 지향함으로써 스튜어드십 책임의 완수하는 것을 목표로 하고 있다.

(2) GPIF의 운용수탁기관의 스튜어드십 활동의 상황

9) 법인문서의 공시결정 등에 대한 심사기준이 공시되고 있으며, 그 내용은 웹페이지에서 확인할 수 있다.

국내 및 외국주식 Passive 운용수탁기관을 중심으로 스튜어드십 활동을 통괄하는 전문부서 등이 강화되고 있고, 스튜어드십 활동에 관한 본격적인 추진이 이루어지는 모습을 보였다. 특히, 국내주식 Passive 운용수탁기관은 투자대상기업과 장기적인 기업가치향상의 관점에서 engagement를 실시하는 전담부서의 설치 등 체제정비와 강화가 이루어지고, engagement의 구체적인 노력이 보고되는 사례가 증가하였다.

한편, GPIF는 스튜어드십 활동원칙에서, 운용수탁기관에 대해 ESG의 고려, 특히 중대한 ESG 과제에 대해서 적극적인 engagement의 실시를 요구하고 있다. 국내주식운용수탁기관이 생각하는 중대한 ESG과제를 확인한 바, Passive 운용기관은 E(환경)와 S(사회) 등 장기적인 과제를 특히 중대한 ESG과제로 인식하는 반면, Active 운용기관은 G(거버넌스)를 중대한 과제로 인식하고 있었다.

(3) 운용수탁기관에 대한 기대와 과제

GPIF의 스튜어드십 활동원칙, 의결권행사원칙을 고려한 대응과 종전부터 과제로 거론되어 온 사항 중에서 특히 올해는 ①스튜어드십 시대의 ‘새로운 Passive 운용’ 비즈니스모델의 제안(스튜어드십 활동의 적정한 효과측정 및 평가체계의 확립, engagement의 action plan의 책정) ②투자스타일에 맞는 ESG 통합의 실천(기업규모, 업종특성을 고려한 효과적인 ESG 통합, 중대한 ESG 과제에 대한 노력)에 역점을 두고자 한다.

(4) GPIF의 향후 대응

GPIF는 쌍방향의 커뮤니케이션을 중시한 운용수탁기관과의 engagement를 강화할 것이다. 중대한 ESG 과제의 추진, 일부 외국계 등 운용부문의 독립성이 외형적으로 알기 어려운 조직에 대한 대응으로서, 사례연구를 활용한 운용수탁기관의 거버넌스·이해상충방지의 실효성을 확인할 것이며, engagement의 일환으로서 운용수탁기관에 대한 자산보유자(Asset owner)에 의한 공동engagement를 검토할 것이다. 또한 스튜어드십 시대의 ‘새로운 Passive 운용’ 비즈니스모델에 대응한 평가방법과 수수료체계의 검토, engagement를 포함한 평가방법도 개선할 것이다.

(5) 운용위원회와 관련하여

GPIF에는 2017년 9월말까지 운용위원회가 설치되어 있었는데, 11인 이내의 위원이 후생노동 대신의 임명을 받고 GPIF에 의한 연금적립금의 운용상황 기타 관리운용업무 실시상황의 감시, 관리운용업무에 관한 이사장의 자문에 대한 의견진술 및 건의에 관한 권한을 행사하였다. 또한 위원 전원으로 구성된 ‘거버넌스 회의’는 GPIF의 투자원칙 및 행동규범의 입안, 실시상황의 감시 등을 수행하였는데, 연금적립금 관리운용독립행정법인(GPIF)법의 개정으로 2017년 10월부터 새로이 ‘경영위원회’가 설치되었다. 경영위원회의 위원의 임기는 5년(최초로 임명된 위원은 2년 반부터 4년 반의 3가지로 나누어 임기를 설정)이다. 한편 자금운용기관의 공모에 대한 응모자격에 대해 제시하고 있는 것에 비추어 공모를 통해 지정된 자금운용기관에 자금운용을 위탁하는 것을 알 수 있다.¹⁰⁾ 또한 GPIF의 운용위탁기관별 운용자산액과 실적수익률 등 운용

10) 운용위탁기관 공모에 대해서는 http://www.gpif.go.jp/operation/kokunai_kabushiki_koubo.html 참조

상황에 대해 적극적으로 공시하고 있어서 투명한 운영을 통해 자연적으로 독립성이 확보되고 있다고 판단된다.

5. 일본 기관투자자의 스튜어드십 책임에 대한 인식과 대화의 상황

(1) 수탁자책임이 중장기적 관점의 투자를 저해한다는 시각과 관련하여

수탁자책임이란 “타인의 자금을 관리·운용하는 자가 자신의 이익이 아니라 수익자의 이익을 위하여 행동하는 것을 보증” 하는 것이며, 충실성과 신중성이 특히 요구된다. 충실성(충실의무)은 “수탁자는 수익자의 이익을 위하여 성실하게 행동하고, 수익자간의 이해상충에 대해서 공평한 균형을 취하고 이해상충을 회피하여, 스스로 혹은 제3자의 이익을 위해서 행동하면 아니 된다고 하는 의무” 이고, 신중성(주의의무)은 “수탁자는 상당한 주의, 기술, 배려를 가지고 행동하고, ‘통상적으로 신중한 자’가 투자하도록 투자하여야” 한다는 의무이다. 일본의 법령에서는 수탁자책임이라는 용어를 명시적으로 사용하지는 않고, 위임사무를 처리하는 수임인이 부담하는 일반적인 의무로 규정한 것이 일본민법 제644조인데, 수임인의 주의의무로서 “수임인은 위임의 본지에 따라 선량한 관리자의 주의로써 위임사무를 처리할 의무를 진다”고 규정한다. 법률실무와 법원에서는 ‘충실의무’는 민법 제644조에 의해 정해진 의무의 일부로 인식하고 있으며, 민법 644조의 규정이 연금기금 등의 수탁기관에도 적용되고, 연금과 투자에 관한 법률에 따른 특정의무에 따르게 된다. 이들 기관이 수익자에 대해 부담하는 의무는 특정되어 있지 않지만, 일반적인 신중의무(주의의무)와 충실의무는 연금수익자에 대해서도 부담하는 의무이고, 이들 연금의 자산관리 및 운용을 하는 자는 수익자의 재무수익을 최대화 하도록 노력해야 한다는 것이 일반적인 인식이다. 의결권행사와 관련하여 미국에서는 의결권행사가 수탁자책임에 포함된다고 1988년의 Avon letter에 의해 공적으로 명시되었지만, 일본에서는 수탁자책임과 의결권행사의 관계에 대해서 법령상의 규정은 없다. 동 코드의 제정으로 이를 수용한 경우에는 기관투자자가 의결권행사를 할 것이 요구되지만, 법적 구속력을 가지는 규범은 아니다. 수탁자책임과 스튜어드십 책임의 차이점에 대하여, “종래의 수탁자책임에서는 다양한 책임의 완수형태(단기적인 투자 또는 장기적인 투자)가 허용되지만, 스튜어드십 책임의 완수형태는 투자대상기업의 성장에 대해 관심을 둔 운용방법이라는 점에서 보다 한정적이다. 즉, 스튜어드십 코드에 준거한 기관투자자와 운용자는 단순히 운용의 수행이 기대되는 것이 아니라, 투자대상기업의 지속적 성장에의 기여까지 기대를 받고 있어서, 이러한 조건을 충족하는 투자형태는 기업과 대화할 필요가 있는 장기적인 투자에 한정” 된다고 보고 있는데,¹¹⁾ 기관투자자에 대해 스튜어드십 책임을 요구하는 것에 대해 의문을 제기하는 견해도 있다. 예컨대 “기관투자자의 입장에서 수익자에 대한 책임을 완수하기 위해서 투자대상기업과 운명을 함께 하기가 어려울 것이고, 기관투자자에게 중장기적인 관점을 요구하는 것에도 무리가 있을 것”이라는 시각이다.¹²⁾ 그리고 수익자의 재무수익의 최대화가 수탁자책임이라고 하는 의무로서 요구되는 상황에서, 원칙인 스튜어드십 책임이 요구되는 중장기적인 관점에서의 의결권행사와 대화를 어떻게 수행할 것인지, 동 코드를 수용한 기관투자자가 어떻게 생각하고 있는지를 파악하는 것도 직접 묻는 수밖에 없다.

11) 北川哲雄, スチュワードシップとコーポレートガバナンス, 東洋経済新報社, 2015

12) 松村勝弘, “コーポレートガバナンス・コードと証券市場”, 『証券経済学会年報』 第50号 別冊, 2016 참조
http://www.sess.jp/publish/annual_sv50/m84_12.pdf

(2) 기관투자자가 투자대상기업에 미치는 영향과 관련하여

동 코드에서 기관투자자가 스튜어드십 책임을 완수할 것을 요구하는 것은 이들 투자자가 커다란 영향을 미치는 존재이기 때문이다. 현재의 일본시장에서의 주식보유비율은 외국인투자자가 30% 정도로서 매우 큰 비중을 차지하고 있지만, 국내 기관투자자의 보유비율도 높아지고 있다. 외국인투자자가 미치는 영향에 대한 한 연구에서는 외국인투자자의 주식보유비율의 증가가 기업가치의 상승을 가져온다고 보고 있다.¹³⁾ 국내 기관투자자와 관련해서는 내외 기관투자자의 주식보유가 퇴출과 발언의 압력을 통해 기업가치와 기업실적에 대해 긍정적 효과를 미친다고 보는 연구가 있는데,¹⁴⁾ 기관투자자(투자신탁, 연금기금 등)가 주식을 소유함으로써 경영자는 주가하락을 막기 위하여 이러한 투자자의 의향을 고려하게 되고, 결과적으로 기업가치와 실적향상으로 이어진다고 보고 있다. 이처럼 선행연구들은 기관투자자가 투자대상기업에 미치는 영향에 대해서 재무데이터정보를 이용하여 검증하고 있지만, 기업가치의 향상과 실적향상이 engagement의 결과인지 여부, 의결권행사가 영향을 미치고 있는지, 혹은 기타 이유로 인한 것인지도 분명치 않다. 또한 코드에서는 기관투자자가 중장기적인 투자수익을 얻기 위하여 투자대상기업의 기업가치 향상, 지속적 성장을 촉진시킬 것을 요구하고 있는데, 어떻게 기관투자자가 기업에게 영향을 준 결과인지도 명확하지 않다. 그리고 최근에 많은 기관투자자가 의결권을 행사하고 있는데, 의결권행사는 최후의 수단이고 그에 이르기까지 투자대상기업과 대화를 하고 개선을 촉구하는 제안을 하도록 하고 있지만, 일본의 기관투자자가 어느 정도의 대화를 하고 있는지에 대해서 재무데이터정보로 판별하는 것은 곤란하고 어떠한 선행연구에도 명확히 밝히지 못하고 있는 것이 사실이다.

(3) 코드에서 요구하는 내용에 대한 기관투자자들의 인식과 현황

스튜어드십 코드에서 요구하는 기업의 지속적 성장에 기여하는 것(스튜어드십 책임)을 수탁자 책임을 다해야 하는 기관투자자에게 요구할 수 있는지와 관련하여 조사한 내용을 보면, 자산보유자로서의 기관투자자가 직접 기업에 관여하는 경우도 있지만 기본적으로는 운용기관에 운용을 위탁하며, 운용의 위탁을 받은 기관투자자가 투자대상기업과 대화를 나누면서 상황을 파악하고 주주총회 의안을 면밀히 검토하는데, 조사대상이 된 기업들의 대부분이 연간 수차례의 대화를 나누는 등 적극적으로 투자대상기업에 관여하는 자세를 보이고 있었다. 더구나 투자대상기업에 대한 깊은 이해를 위하여 단기적인 주주이익을 요구하는 일방적인 관점에서의 대화에 그치지 아니하고, 현재상황에 대한 대화를 적극적으로 실시하고 있음이 밝혀졌다고 한다. 또한 기관투자자가 스튜어드십 책임을 어떻게 인식하고 있는지를 살펴보니, 역시 법적으로 의무화되고 있는 수탁자책임을 완수하기 위한 주주이익의 확보가 가장 우선되어야 한다고 인식하고 있었지만, 의결권행사결과와 대화상황을 볼 때 스튜어드십 책임도 중요하다고 인식하고 이를 적극적이고 적절하게 완수하고자 하는 모습을 보였으며, 스튜어드십 코드를 도입한 기관투자자들은 2가지 책임의 양립을 도모하고자 노력하고 있다고 한다.

13) 岩壺健太郎·外木好美, “外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係一分散不均一性による同時方程式の識別”, 『経済研究』第58巻1号, 2007 참조

14) 宮島英明·保田隆明, “株式所有構造と企業統治一機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか”, 『ファイナンシャルレビュー』平成27年第1号, 財務省財務総合政策研究所, 2015 참조

Ⅳ. 맺으며 - 우리나라의 기관투자자 스튜어드십 코드 도입 시의 유의점

스튜어드십 코드는 코포리트 거버넌스의 향상을 목적으로 한 기관투자자의 행동규범으로서, 기관투자자의 지배(영향)력과 관련된 Soft law의 일종이며, 기업경영의 수익력 향상을 도모하거나 기업의 부정을 감시하는 역할을 수행한다. 일본의 금융청이 제정한 일본판 스튜어드십 코드는 회사법과 같은 구속력이 없고, 기관투자자의 재량을 존중하여 원칙주의(Principle-based approach)와 Comply or Explain approach를 토대로 하고 있다. 한편 실제로 기관투자자들이 투자대상기업의 중장기적 성장에 기여하는 스튜어드십 책임을 어떻게 인식하고 의결권행사와 대화를 실시하고 있는지와 관련하여 관리가 위탁되고 있는 주식의 의결권행사까지의 과정과 대화상황을 검토한 연구보고서¹⁵⁾를 보면, 동 코드의 정착을 위해서는 수탁자책임과 스튜어드십 책임과의 관계에 대해서 적극적인 대화와 의결권행사를 통해 기업의 중장기적 성장을 촉구하는 것이 결과적으로 수탁자책임의 완수로 이어진다는 인식을, 자산운용자인 기관투자자, 자산보유자인 기관투자자는 물론 최종수익자까지 가지고 있을 필요가 있으며, 그러한 의미에서 볼 때, 연금의 단기적인 상승이나 하락에 대하여 최종수익자도 지나치게 반응을 보이기보다는 중장기적 관점에서 바라보는 것이 바람직하다고 하고 있다. 더구나 대화의 Quality까지는 평가하지 않고 있는 점에 대한 우려와 더불어, 이들 대화가 실제로 기업에 대해 어떻게 영향을 미치는지도 명백하지 않고 코드의 실효성을 엄밀하게 검증하기 위해서는 자산운용에 대한 대화의 상황과 구체적인 조사가 필요하다고 하면서 여전히 과제가 많다고 결론내리고 있다. 현재 기업들의 코포리트 거버넌스의 향상에 기여하고 있는 것으로 평가되고 있는 일본의 경우에도 향후 과제로 여겨지고 있는 이러한 부분들은 스튜어드십 코드의 도입을 결정한 국민연금의 대응방향에 시사하는 점이 있다고 본다.

한편, 사적연금이기는 하지만, 공적연금의 운용을 참고로 하여 운용하고 있는 기업연금의 경우도 참고가 될 것으로 생각한다. 본래 기업연금은 기업의 경영적인 측면과 투자자로서의 측면을 가지는 특수한 존재이기에, 기업연금운영자는 코포리트 거버넌스 코드와 스튜어드십 코드의 2가지 코드를 모두 의식하면서 행동할 것이 요구된다. 또한 기업연금운영자에게는 법적으로 수탁자책임이 부과되는데, 2가지 코드가 기업가치의 향상을 목표로 하여 제정된 이상, 기업연금 거버넌스에 관한 행동원칙을 세우는데 있어서 기업가치와의 관계를 염두에 두어야 하며, 직접적인 이해관계자(연금가입자 및 수급권자) 이외의 이해관계자까지 의식한 고차원의 거버넌스 행동이 필요하다고 할 수 있다.

이러한 내용을 토대로 일본의 공적연금인 GPIF의 스튜어드십 운용상황 등 투명한 관리 운용 상황에 비추어볼 때, 국민연금의 스튜어드십 코드 도입의사표명에 적합한 투명성의 확보 등에 대한 준비가 제대로 되어 있다고 볼 수 있는지가 우선 검토되어야 할 것으로 보이고, 코드 도입 이후에 어떠한 형태로 운용의 투명성을 담보하고 신뢰성을 확보하고자 하는지에 대한 충분한 설명도 있어야 할 것으로 본다. 코드의 도입 자체가 보장해주는 것이 전혀 없는 것은 아니지만, 코드의 운용에 있어서 투명성이 담보되지 않는다면 국민연금의 최종수익자인 가입자들에 대해 국민연금이 부담하는 수탁자책임은 완수되기 어렵다고 할 수 있고, 운용의 독립성이 확보되고 있다는 설명도 어렵기 때문이다. 따라서 스튜어드십 코드를 적극적으로 도입하고 활용하려는 취지는 나쁘다고 할 수 없으나 코드에 기초한 운용의 준비가 제대로 된 상황이 아닌 상태에서는 독립성과 불투명성에 대해 우려하는 목소리를 잠재우기는 어려울 것으로 본다.

15) 鳥居陽介, スチュワードシップ・コード受け入れ表明後の機関投資家の受託者責任と企業の中長期的成長, 2016年かんぽ財団助成 調査研究報告書



국민연금의 스텝어드십 코드 도입, 바람직한 시행방향

정 우 용 (한국상장회사협의회 전무)



국민연금의 스튜어드십 코드 도입, 바람직한 시행방향에 대한 토론문

한국상장회사협의회 정 우 용 전무

- 국민연금기금운용위원회가 지난 7월 30일, 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 방안」을 심의·의결하였다. 2016년 말 스튜어드십 코드가 제정되면서 국민연금의 코드 도입은 예고된 수순을 밟은 것이라 할 수 있다. 코드의 7가지 원칙은 어찌 보면 너무도 당연한 내용이므로 국민연금의 코드 도입 자체를 반대할 이유는 크지 않다.
- 그러나 기금운용위에서 최종 의결된 세부 이행방안은 국민연금의 경영간섭 우려인 소위 연금사회주의 논란을 해소시켜 주지 못한 채 통과되었다. 즉, 기금의 투자 결정 및 의결권 행사의 독립성을 확보하지 못한 채 국민연금이라는 거대 조직의 주주권 행사는 과도하게 강화된 측면이 있다.
- 결국 국민연금의 코드 도입 자체는 당연한 대원칙을 정하는 것으로써 자연스럽게 받아들여진 것이지만, 이를 실현시키는 구체적인 방안들은 사회적 합의가 부족한 면이 있어 보완해야 할 많은 문제점들이 있다.
- 이러한 상황 속에서 국민연금의 올바른 코드 시행방향을 제시할 수 있도록 자리를 마련해 주신 자유한국당 정책위원회와 이명수 보건복지위원회 위원장님, 한반도선진화재단, 기업법연구소 측에 감사드린다. 또한 발표에 수고해주신 윤창현 교수님을 비롯한 모든 참석자분들께도 감사드린다. 앞서 발표자께서 주요 문제점과 바람직한 시행방향을 정확하고 논리적으로 설명해주셨으므로 저의 토론은 기업의 입장에서 중요한 문제들에 대해 추가적인 의견을 말씀드리는 것으로 대신하겠다.

[바람직한 시행방향을 위해 필요한 세부 개선방안]

【1】 과도한 경영참여 주주권 행사의 견제 필요

- 국민연금은 세계 3대 연기금이며 가장 근본적인 목적은 국민의 노후자금을 잘 관리하는 것이므로 모든 활동이 국민과 언론의 주목을 받는다. 동일한 주주권 행사를 하더라도 일반 기관투자자들과 비교할 수 없는 막강한 영향력이 발휘될 수밖에 없는 이유다. 따라서 자본시장법상 경영참여 주주권 행사를 하지 않더라도 공개서한 발송, 공개답변 요구, 회사명 공개와 같은 활동만으로도 충분히 강력한 영향력을 행사할 수 있다. 이는 기업 입장에서 보면 이미지를 훼손시키고 헤지펀드들에게 약점을 잡힐 수 있는 강력한 조치다. 그럼에도 불구하고 최종 결의에서는 경영참여 주주권 행사 여부가 중점적으로 논의되었고, 코드 원칙에 명시화하는 것으로 수정되었다.

- 경영참여 주주권 행사는 신중한 접근이 필요하다. 의결권자문사가 만능이 될 수 없듯 수탁자책임전문위도 만능은 아니기 때문이다. 만약 잘못된 판단으로 인해 기업의 장기 성장 동력을 훼손하거나 경영분란을 일으킨다 해도 책임질 사람은 아무도 없다. 따라서 국민연금이 경영참여 주주권을 행사하고자 한다면 기업 성과와 직접적인 연관성이 있고, 긍정적인 효과를 명백하게 기대할 수 있는 경우로 한정해야 한다. 이에 대한 세부기준 마련이 필요하다.
- 또한 경영참여 주주권행사를 자유롭게 해주는 5% 룰 완화(자본시장법 시행령 개정)는 다른 주주들, 특히 해외 연기금 등 기관투자자들과의 차별적 대우를 적용하자는 것이므로 형평에 어긋나며 사실상 주주평등의 원칙에 반하는 것으로 허용되어서는 안 된다.

【2】 전문위 의결을 통한 사전공시 재검토 필요

- 의결권 행사의 사전공시는 최종 기금운용위원회 의결시 재계와 언론의 우려에 따라 전면적인 사전공시에서 수탁자책임전문위원회 의결을 통한 제한적 사전공시로 수정되었다. 그러나 사전공시는 다른 기관투자자들에게 막대한 영향을 미칠 수 있어 완전히 금지해야 한다는 것이 재계의 입장이다.
 - 우선 국민연금이 의결권 행사내역을 사전공시하게 되면 연금자산위탁 기관투자자의 의결권 행사에도 필연적으로 중대한 영향을 끼칠 것이다. 이는 연금위탁자산에만 영향을 미치는 것이 아니라 기관투자자가 운용 중인 고유자산과 자체 펀드 등에도 영향을 미칠 수밖에 없다. 결국 국민연금의 의결권행사 사전공시는 위탁자산분을 초과하는 큰 영향력을 갖게 된다.
 - 또한, 국내 다른 기관투자자에게도 영향력이 확대될 수 있다. 국내 기관투자자 대다수는 국민연금의 자산운용위탁을 희망하고 있으며, 위탁사 선정시 좋은 평가를 받기 위해 대다수 기관투자자는 국민연금의 의결권 행사 방향에 눈치를 볼 수밖에 없을 것이다.
- 본래 일반 기관투자자들은 의결권 행사 내용 등을 사전(주주총회일 5일전까지)에 공시해야만 했다. 그러나 대형 자산운용사의 의결권 행사 결정을 중소 자산운용사가 따라가는 문제가 발생되었고, 사전공시가 글로벌 스탠다드와 맞지 않는다는 문제가 제기되어 2012년 6월 시행령 개정을 통해 사후공시로 변경되었다.
 - 의결권 행사 내용 등을 사전에 공시해야 했던 당시에 국민연금은 사후공시가 원칙이었다. 국민연금 내 사전공시 여부에 대한 논의가 있었으나 의결권행사전문위에서 연금사회주의 우려가 있다며 사전공시를 반대했다. 국민연금의 주주권행사가 소극적이던 시기였음에도 사전공시를 하지 않기로 결정했던 것이다.
 - 국민연금은 앞으로 수탁자 책임활동에 관한 지침 등에 따라 공개서한 발송 등 적극적인 입장 표명을 할 것이다. 여기에 글로벌 스탠다드도 아니고, 대부분의 자산운용사 의결권 행사 결정에 지대한 영향을 미치는 사전공시까지 고집할 필요가 있는지 의문이다. 이는 소위 “연금사회주의”에 대한 우려만 키울 뿐이다.

- 같은 행위에 대해서도 대기업과 중소기업이 각기 다른 제재를 받듯 자본시장에 절대적 영향을 미치는 국민연금은 그에 맞는 제약을 받아야 한다. 미국 캘퍼스(Calpers)와 같은 일부 사전공시 사례를 국민연금과는 비교할 수 없다. 국민연금이 시장에서 차지하는 비중은 7%로써 0.3%인 캘퍼스의 20배를 초과한다. 이는 유의미한 수준을 넘어 결정적인 영향력을 미친다는 뜻이다. 따라서 국민연금의 사전공시는 제재되어야 한다.

【3】 위탁운용사에 대한 영향력 축소 관련 개선방안

(1) 위탁운용사에 ‘완전한 의결권 행사 위임’

- 위탁운용사에 대한 의결권 행사 위임은 국민연금의 발표대로 과도한 영향력을 축소하기 위한 것이다. 따라서 완전한 위임이 되어야 한다. 위탁운용사의 의결권행사 위임을 코드 도입 운용사에게만 주겠다던가 평가를 통해 일부 운용사에게만 제한적으로 위임하겠다던가 하는 조건을 달아서는 안 된다.
- 또한, 위탁운용사의 의결권 행사가 국민연금 수익제고 등에 반할 경우 의결권을 회수하겠다는 단서를 단 것도 영향력 축소라는 목적과 배치되는 내용이다. 이와 같이 위탁운용사의 의결권 행사에 영향을 미칠 수 있는 단서들은 삭제되어야 한다.
- 일본은 GPIF(Government Pension Investment Fund, 후생연금펀드)라는 독립행정법인 형태로 운용되며, 후생노동대신(장관)이 이사장과 감사 등을 임명하고 운용방안에 관여하기 때문에 정부의 요구에 따라 주식 비중을 늘리기도 하는 등 독립성이 떨어진다. 때문에 의결권 행사는 철저히 위탁운용사에 위임하고 있다. 독립법인은 큰 틀에서의 기본 지침 외에 구체적인 의결권 행사지침을 만들지도 않는다.

(2) 코드 도입에 대한 가점 부여

- 영국에서 시작된 스튜어드십 코드는 현재 미국, 일본, 캐나다 등 20여개 국가가 도입했지만 아직까지 코드 도입과 기업 경영성과와의 상관관계는 밝혀진 바가 없다. 이와 같은 의문에도 불구하고 자율규제라는 점이 강조되었기 때문에 세계의 저항도 크지 않았다. 그러나 연성규범인 스튜어드십 코드 도입을 위탁운용사 평가항목으로 추가하면서 현실적으로는 기관투자자의 코드 도입 자체를 강제하게 되었다. 이는 사실상 자율규제가 아니므로 개선되어야 한다.

【4】 자본시장과 기업 발전을 고려한 ‘장기 수익성 제고’ 원칙 명확화

- 코드 원문에서 밝히고 있는 바와 같이 국민연금은 중장기적 관점에서 기업가치 제고를 추구함으로써 연금의 장기수익성을 도모해야 한다. 국민연금이 단기적 수익성에 초점을 둘 경우 오히려 기업의 중장기 발전을 저해하고 단기성과 위주의 투자환경을 조성하는 역효과가 발생할 수 있기 때문이다.

- 그러나, 국민연금법이 도입한 코드의 원칙별 이행방안 어디에도 기업의 중장기 가치를 고려하여 수탁자 활동을 하겠다는 표현이 없다. 오히려 의결권 행사 세부지침에서는 다른 헤지펀드나 적극적 주주행동주의를 표방하는 기관투자자와 동일한 주주권 행사원칙들을 열거하고 있다. 예컨대, “Ⅶ. 합병 및 영업양수도 등”에서 “주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대” 하며, “기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권할 수 있다”고 명시하고 있다. 이러한 부분을 세부지침에도 명시화할 필요가 있다.

[맺음말]

- 국민연금법 제1조(목적)는 “이 법은 국민의 노령, 장애 또는 사망에 대하여 연금급여를 실시함으로써 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지하는 것을 목적으로 한다.”라고 규정하고 있다. 즉, 국민연금기금은 국민의 생활 안정과 복지 증진을 위한 것이며, 기금 운용도 여기에 초점을 맞춰야 한다.
- 그런데 최근의 논의 과정을 보면 국민연금기금의 역할이 기업 지배구조 개선을 위한 것처럼 비춰지고 있다. 물론 130조 원가량을 주식에 투자하고 있기 때문에 기업의 지배구조 개선이 기업의 실적 향상에 도움이 되고, 이를 통해 기금 수익률이 증가한다고 생각할 수는 있다. 그러나 기업의 지배구조에는 정답이 없으므로 어떤 지배구조가 바람직하다고 말할 수는 없다.
- 앞으로 국민연금의 스튜어드십 코드 실행이 국민의 재산인 기금의 미래 안정성과 수익성에 도움이 되는 방향으로 나아가길 바란다. 앞서 말씀드린 바와 같이 국민연금의 운용에 있어 안전성과 수익성이라는 두 개의 가치를 지킬 수 있는 것은 오로지 기금 운용의 독립성·전문성 확보와 기업의 중장기 발전을 고려한 주주권 행사가 되도록 해야 한다. 국민연금기금의 목적은 국민의 생활 안정과 복지 증진이라는 점을 강조하면서 토론을 마치고자 한다.

토론 3

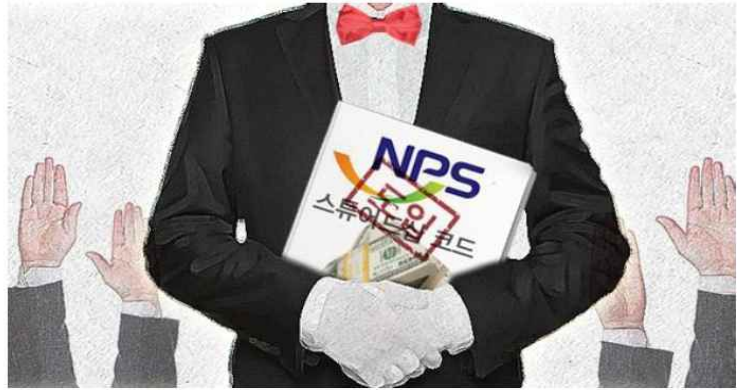
국민연금의 스튜어드십 코드 - 상장기업의 ROE 향상을 도모

이 원 일 (제브라투자자문사 대표)



국민연금의 스튜어드십 코드

· 상장기업의 ROE 향상을 도모



이원일, CFA & Ph.D.
제브라투자자문
8월 29일, 2018
<http://www.zebraam.com>



Zebra Investment Management

Not for Distribution

피할 수 없는 선택

- 스튜어드십 코드는 상장기업의 지배구조개선과 자본시장의 효율성 향상을 목표
- 시행 초기 한국자본시장의 특수성으로 인해 일본이나 영국에 비해 많은 문제점이 대두될 가능성
- 우리나라 자본시장의 특성상, 이해상충이 상존해 있고 상장기업의 지배구조가 선진시장에 비해 낙후되어 있어, 한국형 스튜어드십 코드의 도입은 철저한 준비가 필요
- 주주관여냐? 경영참여냐? 경영간섭이냐?: 경영효율성 저하 논쟁
- 주주관여나 의결권 행사 등에 있어 국민연금 등 기관투자자 및 의결권 자문기관들의 경험이 적고, 전문가도 많지 않으며 또한, 많은 경우 정답이 없으므로 이로 인한 시행착오가 많을 것으로 예상
- 국민연금의 역할이 무엇보다 중요: 신뢰받는 위협(credible threat)으로서의 역할
다만, 준비가 제대로 되었는지는 의문이며 투명한 목표설정이 필요
- 자본시장의 효율성을 높이고 상장기업들의 지속가능 성장을 위해서는 피할 수 없는 성장통



Zebra Investment Management

Not for Distribution

2

수탁자 의무의 진화: 거스를 수 없는 글로벌 트렌드

- 수탁자의 의무(fiduciary duty)는 정적인 개념이 아닌 진화하는 개념!!
- 반복되는 금융위기로 인해, 최근에는 모든 투자의사결정 즉, 주주관여(Engagement)와 의결권(Proxy Voting)행사까지 포함하는 개념으로 진화
- 2008년 글로벌 금융위기 이후, 상장 기업의 최고경영진들 역시 소액주주와 지속가능 성장을 위한 수탁자의 의무를 다해야 한다는 개념으로 진화
- 수탁자의 의무가 진화함에 따라 기관투자자들도 사회책임투자, 지배구조투자, 나아가서 행동주의 투자를 표방하는 추세 증가

Buy & Hold



Wall Street Walk



Engagement & Proxy Voting



Zebra Investment Management

Not for Distribution

3

투자 전략의 진화: 사회책임 > 지배구조 > 행동주의



- 환경, 사회, 그리고 경제적으로 지속가능성장을 위한 기업의 사회적 책임, CSR
- ESG (Environment, Social, and Governance)에 기반한 투자
- 상장기업이 사회적 책임을 수행하도록 하는 철학을 바탕으로 한 투자 - Impact Investing
- 더 나은 기업 경영을 위해 주주관여 (Engagement)를 통한 주주 가치 제고
- 스튜어드십 코드
- 적대적이기보다 관계형 주주관여
- 적극적/공격적인 기업 경영 관여
- 적대적인 방향으로 자주 발생
- 헤지펀드: Event driven strategy
- 엘리엇, 칼 아이칸, TCI (The Children's Investment Fund), 퍼싱스퀘어 등



Zebra Investment Management

Not for Distribution

4

균형과 견제 속에 이해상충의 최소화

- **기업지배구조 코드** : 상장기업 경영자는 주주로부터 신뢰를 얻어 기업경영을 대신하는 수탁자
- 기관투자자들의 수동적인 “수탁자의 의무” 만으로는 더 이상 투자자들의 이익을 보호할 수 없음
- **스튜어드십 코드**는 수탁자의 의무를 구체화, 객관화하여 기관투자자들이 적극적으로 투자자의 이익을 보호하고 창출하여, 상장기업의 지속가능성장을 향상시키려는 취지에서 정립됨
- 고객의 자산을 관리하는 기관투자자들이 경영자들이 기업지배구조 코드를 잘 지켜나가는지를 모니터링하고 적절한 **주주관여와 의결권행사**를 통해 **이해상충**을 최소화 함으로서 주주 이익을 도모

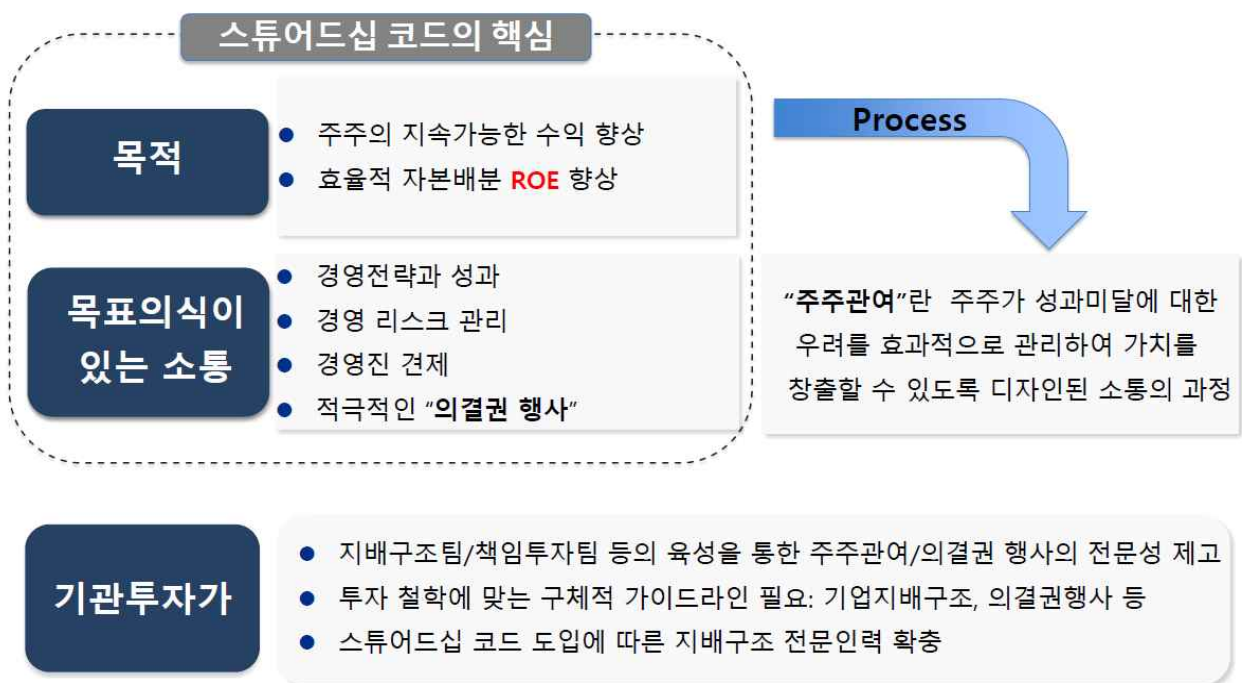


Zebra Investment Management

Not for Distribution

5

스튜어드십 코드의 핵심은 주주관여와 의결권 행사



Zebra Investment Management

Not for Distribution

6

한국 자본시장의 현주소: 62 years old!!!

국가 경제의 3요소



- 1960년대 이후 1990년대 까지 유능한 창업주들에 의한 고도 성장 - 이들이 대기업으로 성장
- 2000년대 이후 대기업 중심의 자본집약을 통한 고성장 모델의 한계 직면 - 줄어드는 낙수 효과
- 부족한 자원과 높은 임금으로 2010년 대 들어 자본의 효율적 투자만이 성장의 필수 조건
- 현재 국가 전체 투자가능 민간자본의 70% 이상이 상장기업에게 편중되어 있고 많은 비중의 상장기업이 경영효율성 문제가 나타남 - 안전위주의 경영/경영권 분쟁/비효율적 투자 등 막대한 비용발생 등
- 이들의 투자사결정에 따라 국가 경제의 미래가 결정
- 상장기업의 지배구조 개선을 통한 자본의 효율적 투자가 절실- 이를 위해 스튜어드십 코드를 통한 주주의 견제 기능 필요



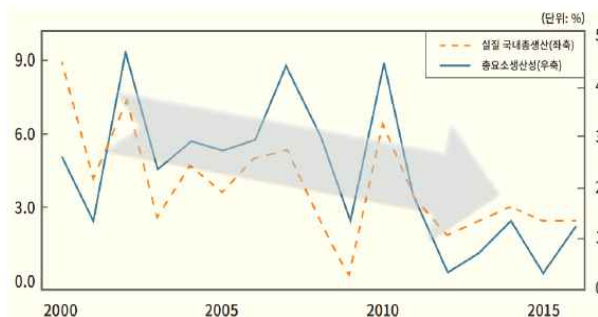
Zebra Investment Management

Not for Distribution

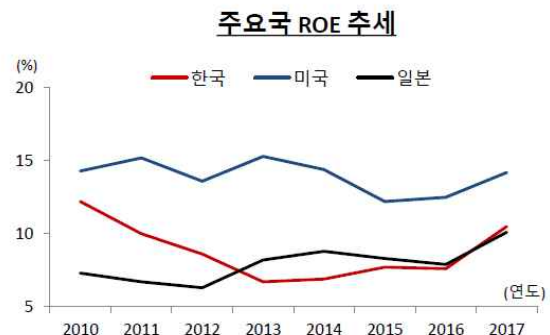
7

2000년대 중반 이후: 상장기업의 생산성 저하 국면 진입

- KDI의 연구에 따르면 한국경제의 **총요소생산성 증가율의 둔화**는 자원배분 **효율성 하락**에서 기인
- 기업을 대규모 기업집단 소속 여부에 따라 분류한 뒤 측정한 결과, 공정위 기업집단 소속을 유지한 기업의 기여도가 2000년대 중반 이후 지속적으로 감소하여 총요소생산성 하락 초래
- **우리나라 상장기업 평균 ROE**는 미국, 유럽, 일본 등 경제규모가 큰 나라에 비해서도 **낮은 편**
- 도입초기 스튜어드십 코드의 목표는 자본의 효율성 향상 즉 상장기업 **ROE** 향상에 초점



자료: KDI 정책포럼 제270호, 4월 2018



자료: OECD

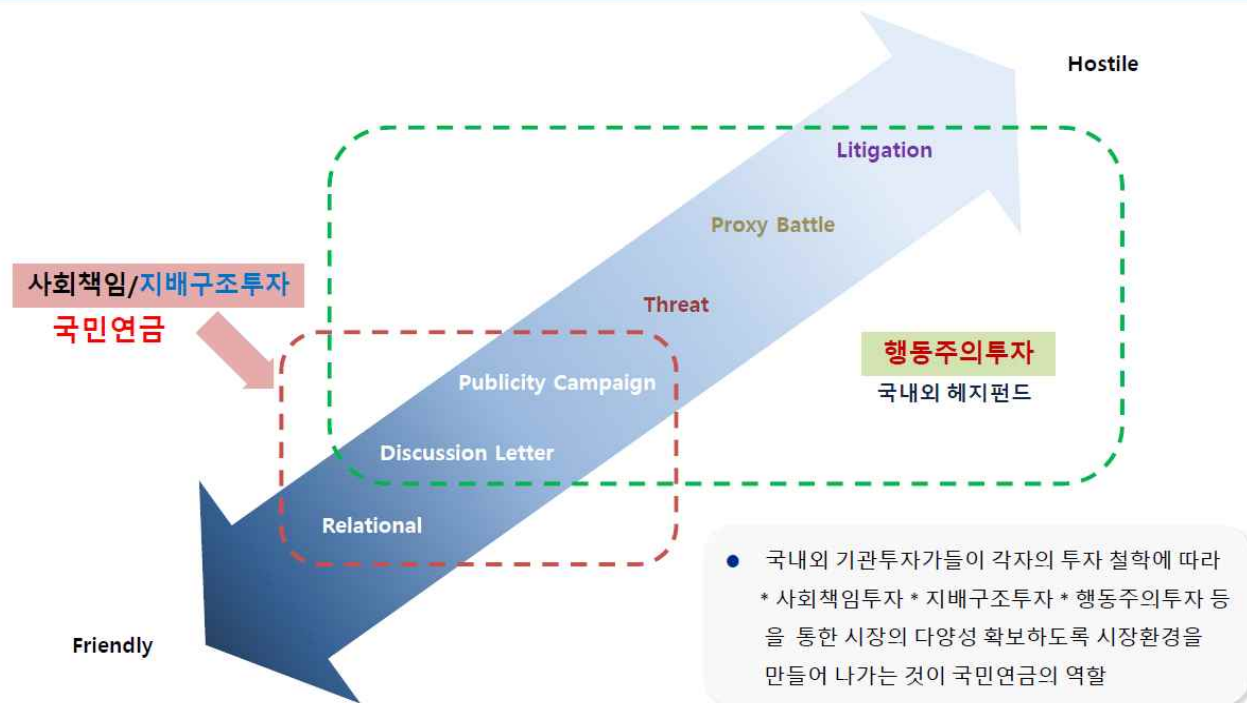


Zebra Investment Management

Not for Distribution

8

주주관여(Engagement)의 단계적 Positioning



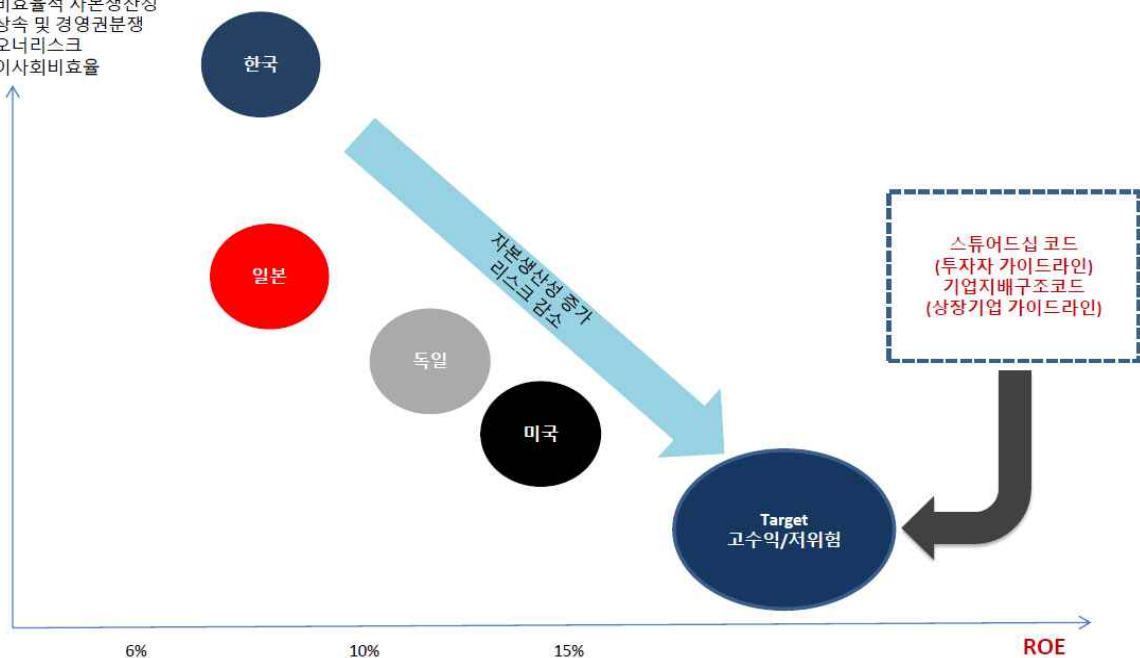
Zebra Investment Management

Not for Distribution

9

기업지배구조 코드와 스튜어드십 코드의 순기능

- 지배구조 리스크
- 비효율적 자본생산성
 - 상속 및 경영권분쟁
 - 오너리스크
 - 이사회비효율



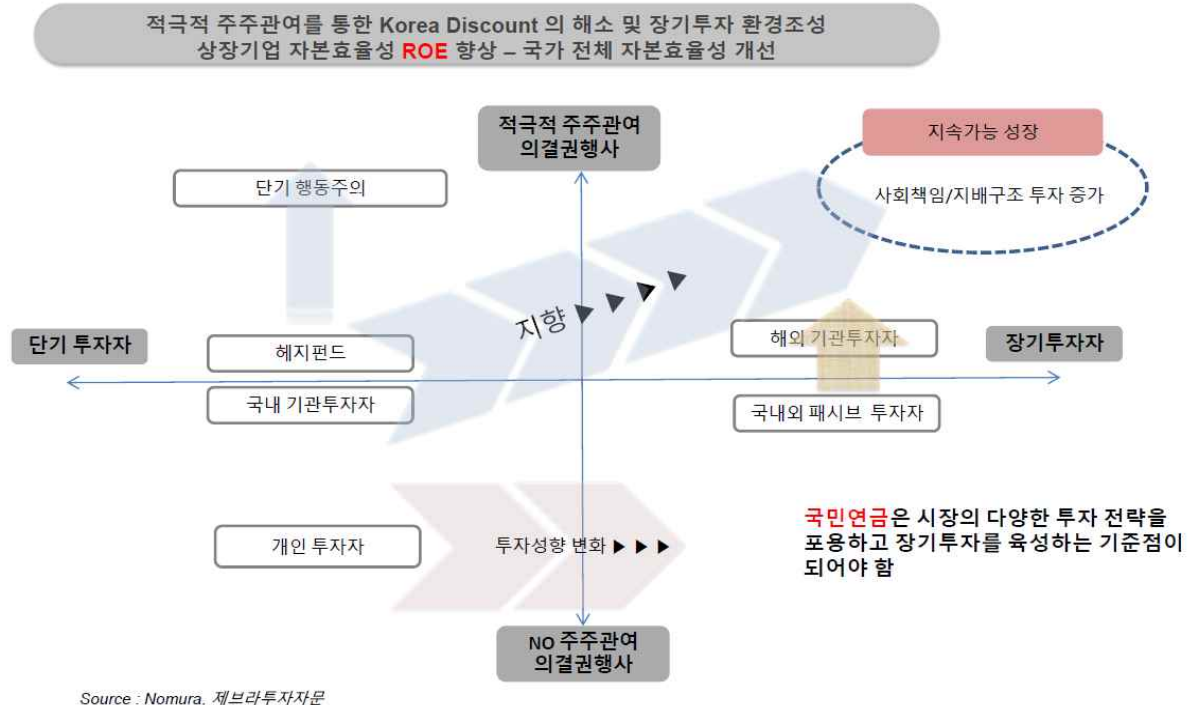
Source : Bloomberg, Nomura, 퀀트와이즈, 제브라투자자문



Zebra Investment Management

10

국민연금의 스튜어드십 코드 도입으로 인한 기대 효과



Zebra Investment Management

11

스튜어드십 코드 시행은 정치행위가 아닌 “투자의사결정”

- 국민으로부터 신뢰를 받아 수탁자의 의무 수행
- 스튜어드십 코드 시행을 위해 투명한 투자 철학과 주주관여/의결권행사 프로세스 정립이 우선
- 장기적 안목으로 지속가능 성장을 추구하는 철학이 있어야 함
- 단기적 경제성장의 둔화에 따른 거부감 증가 – 일관성 있는 추진력 약화 가능성
- 초기에는 ROE를 판단의 기준으로 하는 스튜어드십 코드 도입이 필요 - 정치적 투자의사결정 가능성의 배제-경제성장에 기여



- 국민연금이 Independent, Informed, Motivated, and Empowered Institutional Investor가 될 수 있어야 한다 – 제도적 개선 필요
- 시장의 다양성을 존중하고 모든 시장참가자들의 투자철학에 따른 스튜어드십 코드 도입을 포용하는 방향으로 시장의 중심을 잡아주는 역할
- 자본시장 개혁(Capital Market Reform)을 통한 자본효율성 극대화에 기여



Zebra Investment Management

Not for Distribution

12



국민연금기금 수탁자책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 주요 내용

최 경 일 (보건복지부 국민연금재정과장)



국민연금기금 수탁자책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 주요 내용

보건복지부 국민연금재정과장 최경일

I. 스튜어드십 코드 개요

- 연기금 등 기관투자자가 자금주인인 고객, 국민의 이익을 위해 주주 활동 등 수탁자 책임을 충실하게 이행토록 하는 7개 원칙

< 스튜어드십 코드 7개 원칙 >

구분	원칙 내용
원칙①	<수탁자 책임 정책 제정·공개> ○ 수탁자 책임 이행을 위한 정책을 제정해 공개할 것
원칙②	<이해상충 방지 정책 제정·공개> ○ 수탁자 책임의 이행과정에서 나타날 수 있는 이해 상충을 방지하기 위한 정책을 마련해 공개할 것
원칙③	<투자대상회사 주기적 점검> ○ 재무사항, 비재무사항 등에 관하여 투자대상회사를 주기적으로 점검할 것
원칙④	<수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행> ○ 투자대상회사를 점검한 결과, 우려사항이 있다면 건설적인 입장에서 대화하는 등 주주활동을 적극 수행하되, 내부지침을 마련해 그에 따를 것
원칙⑤	<의결권정책 제정·공개, 행사내역 및 사유공개> ○ 충실한 의결권행사를 위하여 의결권 정책을 제정해 공개하고, 고객 등이 쉽게 준수 여부를 점검할 수 있도록 의결권 행사 내역과 사유를 공개할 것
원칙⑥	<의결권행사 및 수탁자 책임이행 활동 주기적 보고> ○ 의결권 행사 포함, 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객에게 주기적으로 보고할 것
원칙⑦	<수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량과 전문성 확보> ○ 수탁자 책임을 효과적으로 이행할 수 있도록 역량과 전문성을 확보할 것

- 기관투자자는 자율적으로 스튜어드십 코드 도입을 결정하고, 7개 원칙을 준수 및 이행하되, 미이행 분야는 사유와 대안을 설명
- 이를 통해 기관투자자 주주활동을 강화하여 투자자 이익 증진, 투자 회사 중장기 성장 및 자본시장 발전에 기여

II. 국민연금 수탁자책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 필요성

1. 기금의 장기 수익 제고

- 국민연금은 대규모 장기투자자로 기업가치 훼손 우려 기업에 대해 Wall Street Rule* 적용이 어려움

* 투자기업 가치가 하락하면 해당기업 주식을 팔고 떠나는 소극적 투자원칙 → 이를 단순 적용할 경우 ▲대규모 보유주식 매각에 따른 손실, ▲다른 투자종목 발굴 애로 등 우려

- 이에 스튜어드십 코드를 도입하여, 기업가치 훼손 우려 기업과 문제해결을 위한 생산적인 대화 등 주주활동 이행을 통해 기금자산 보호 및 장기 수익 제고 가능

- 한편, 기관투자자의 주주활동(기업관여(engagement) 등)이 기업 가치 향상에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과 다수 존재

* (연구사례) ESG 요소관련 이사회와 대화 등 비공식 주주활동이 투자수익에 긍정적 영향을 미치는 것으로 확인(Dimson, Elroy et al. 2015, Active Ownership, Review of Financial Studies) 등

2. 정치·경제 권력으로부터 국민연금 주주권행사의 독립성·투명성 강화

- 스튜어드십 코드 세부원칙의 충실한 이행으로 달성 가능
 - (독립성) 이해상충 방지 정책 제정(원칙② 이행)을 통해 보다 독립적인 기금운용 의사결정 체계 구축
 - (투명성) 수탁자책임활동 지침(주주권행사 정책) 등 사전공개, 활동내역 공시(원칙 ④, ⑤, ⑥)로 기업의 예측가능성 제고, 시장을 통한 점검 가능
- 또한, 스튜어드십 코드 도입·이행으로 삼성물산 합병과정에서 초래된 국민연금에 대한 우려와 불신을 해소하고 대국민 신뢰도 제고 가능

Ⅲ. 국민연금 수탁자책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 이행방안

1. 기본 방향

(1) 충분한 의견수렴을 통해 스튜어드십 코드 도입

- 연구결과를 토대로 의결권전문위 논의, 공청회 등 폭넓은 의견 수렴을 거쳐 기금운용위원회에서 최종 의결

(2) 주주권행사 범위는 단계적 추진하되, 기금위 의결로 경영참여 주주권행사 가능

- 기금본부 조직·인력 상황*을 고려하여 점진적·단계적 추진하고,

* 현재 기금본부 의결권·주주권행사 전담조직은 1팀(책임투자팀) 9인으로 구성

- 자본시장법령상 경영참여 주주권*행사는 기금운용위원회 의결을 거쳐 행사할 수 있도록 함

* 임원 선임·해임 관련 주주제안 등 회사에 사실상 영향력을 행사하는 주주권(자본시장법시행령 §154)

** 경영참여 주주권행사시 지분 변동 수시공시, 단기매매차익 반환 의무 발생

- (5%이상 지분보유시) ▲지분 1% 이상 변동시, 5일 이내 공시

(10%이상 지분보유시) ▲1주 이상 변동시, 5일 이내 공시, ▲단기매매차익(6개월내 매매차익) 기업 반환

- 주주권행사시 위탁운용사, 의안분석 기관 등 외부 자원* 활용 및 기금본부 인력확충도 병행

* ▲(17년말 국내주식 위탁운용사 수) 34개 (총 85개 펀드), ▲(의안분석 자문기관) 2개소 활용 중

(3) 독립적인 주주권행사 방안 마련

- 가입자 대표 추천 민간 전문가 중심으로 구성된 ‘수탁자책임 전문위원회’를 신설(의결권전문위 확대·개편) 하고,

- 동 전문위 중심으로 기금본부 수행 중요 주주활동* 승인, 점검토록 하여 국민연금 주주권행사의 정치·경제권력으로부터 독립성을 강화

* (예) 투자기업에 대한 공개적인 주주권 행사

※ ‘기금운용위원회’는 수탁자 책임 활동 지침 등 정책 사항 최종 결정 역할

2. 원칙별 이행방안

(1) (원칙 1) 수탁자 책임 정책 제정·공개

- 국민연금 성격, 코드 도입 목적, 원칙별 핵심내용 등 명시

- * (기금성격) 대규모 장기투자자로 국민생활 안정과 복지증진 목적으로 자산을 운용
- * (도입목적) ▲기금의 장기 수익성 제고, ▲국민연금 주주활동 및 기금운용 의사결정의 독립성, 투명성 강화 등

(2) (원칙 2) 이해상충 방지정책 제정·공개

- 정치·경제 권력으로부터 독립성 강화 위해 가입자대표 추천 전문가 중심(정부인사 배제)으로 구성된 「수탁자책임전문위원회」 설치·운영

- ‘주주권행사, ‘책임투자 관련 주요 사항을 검토 또는 결정, 기금운용본부 주주활동 점검 역할(의결권전문위 확대 개편)

- 수탁자책임전문위 내부통제 및 투명성·책임성 강화 조치* 충실한 이행

- * ①위원 위촉시, 의무·준수사항 서약서 제출, ②전문위 안건부의 요구시 ▲금융거래 정보제공 동의서, ▲이해상충 여부 확인서 제출, ③발언내용 전부가 기록된 회의록 작성·보관 등

(3) (원칙 3) 투자대상회사 주기적 점검

- 재무적, 비재무적*(환경, 사회, 지배구조) 요인을 주기적 점검

- * (세부지표) ▲(환경) 탄소배출량, 대기오염물질 배출량 등 12개/ ▲(사회) 급여수준, 고용수준, 협력업체 지원 여부 등 21개/ ▲(지배구조) 대표이사와 이사회 의장 분리여부 등 19개

- 점검결과 수탁자책임전문위 또는 기금본부가 기업가치 훼손이 있다고 판단한 경우, 사실관계 확인, 개선대책 등을 요구하는 주주활동 추진

- * 비공개 주주활동을 우선하되, 기금수익에 미치는 영향이 중대하다고 판단될 경우 수탁자책임전문위 의결을 거쳐 공개 주주활동(기업명 공개, 공개서한 발송 등) 가능

(4) (원칙 4) 수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행

① `18년 하반기 시행 주주권행사

- (배당관련 주주활동) 배당정책 수립요구 강화(대상기업 확대 (연 4~5 → 8~10개) 등)

- (의결권 내역공시) 의결권행사 사전공시 범위 및 내용 등에 대해

서는 전문위원회에서 결정하도록 함

- (소송) 주주대표소송, 손해배상소송 시행근거, 소제기요건 등 마련·시행
- (예상치 못한 기업가치 훼손이슈 발생시) 비공개 대화 실시, 사안에 따라 공개 활동(공개서한 발송 등) 및 의결권행사 연계 추진

② '19년 시행 주주권행사

- (중점관리사안 선정, 비공개 대화) 기금수익, 주주가치 등과 밀접한 사안을 선정*하고 해당 기업과 개선을 요구하는 비공개 대화
 - * ▲ 횡령, ▲ 배임, ▲ 부당지원행위, ▲ 경영진일가 사익편취행위, ▲ 임원보수한도 과다, ▲ 기금본부가 의결권지침에 따라 지속 반대하였으나 개선이 없는 사안 등
- (이사회 구성·운영 등 가이드라인) 의결권 지침에 기 규정된 세부기준 등을 활용하여 이사회 구성·운영 등 관련 일반원칙* 마련
 - * (예시) 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성되어야 한다. (기업지배구조원이 제시한 '기업지배구조 모범규준' 등 활용)
- (위탁운용사 활용) 위탁운용사 선정·평가지 코드 도입·이행여부 가산점 부여, 위탁부문 의결권행사는 관계법령 개정* 후 위탁운용사에 위임
 - * 투자일임업자에게 의결권 위임행사를 허용하는 자본시장법 시행령 개정 중(금융위)
 - ** ▲의결권 위임시 위탁운용사의 영업상 이해상충 문제 등 해소를 위해 '의결권행사 위임 가이드라인' 수립·시행, ▲위탁운용사 의결권행사가 국민연금 수익 제고 등에 반할 경우 '의결권 회수' 등 보완책 마련

③ '20년 시행 주주권행사

- (비공개·공개 중점관리기업) 비공개대화에도 미개선 기업은 '비공개 중점관리기업('20년초), '공개 중점관리기업('20년말)으로 단계별 선정
- (미개선시 의결권 연계) 관련 있는 의결권 분야* 반대
 - * 비공개 대화 중 국민연금의 정당한 요구를 거부한 이사·사외이사 선임안건 반대 등

④ 경영참여 주주권행사* : 제반여건이 구비된 후 이행방안 마련하되, 기금 위 의결에 따라 시행 가능

* ▲ 사외이사 후보추천 및 주주제안, ▲ 의결권 위임장 대결 등

(5) (원칙 5) 의결권 정책, 행사내역·사유 공개 : 기 이행 중

- 의결권 정책(의결권행사 지침)은 이미 제정·공개 중('05.12~)
- 의결권행사 반대 사유도 상세 공시하도록 기 조치('18.4월 기금위 의결)
 - * (기금운용지침 개정) ▲(기존) 상장주식 의결권 행사 내역 → ▲(개선) 상장주식 의결권행사 내역 및 세부 반대사유

(6) (원칙 6) 의결권행사, 수탁자 책임 활동 주기적 보고 : 「연차보고서」 발간

- 의결권 내역과 주주활동 형태, 이슈, 결과 등 내역을 범주화하여 요약한 정보를 연차보고서 형태로 발간 추진

(7) (원칙 7) 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보

- 원활한 주주권행사를 위해 기금본부 전담조직(책임투자팀) 인력 및 조직 확충* 및 국내외 기관투자자와 협력 등

* ('18년) 책임투자팀 9명 → ('19년) 책임투자실(2팀) 30여명

IV. 향후 계획

- 기금운용본부, 의결된 지침·규정*에 따라 주주활동 이행(8월~)

* ▲수탁자 책임에 관한 원칙, ▲수탁자 책임활동에 관한 지침, ▲수탁자책임전문위 운영규정 등

- 연차별로 이행하며 향후('19~'20년) 주주활동을 위해 필요한 각종 가이드라인* 마련 병행

* ▲의결권행사 위임 가이드라인, ▲중점관리사안(횡령, 배임, 부당지원행위 등) 관련 가이드라인, ▲이사회 구성·운영, 이사·감사선임 등 관련 가이드라인 등

- 수탁자책임 전문위원회 위원 위촉 등 구성 및 운영

* 기금위 소속 단체, 기관에 위원 추천 요청(8.1) → 위원 위촉 등 전문위 구성 완료 및 운영(8월말~9월초)

MEMO

Handwriting practice lines consisting of 20 horizontal dotted lines.



MEMO

Handwriting practice lines consisting of 20 horizontal dotted lines.

