

# Hansun Brief

발행일: 2018년 8월 27일(통권70호) / 발행인: 박재완 / 발행처: 한반도선진화재단 / 서울 중구 퇴계로 197, 407호 / 전화: 02-2275-8391 / email: hansun@hansun.org / www.hansun.org 

## 국민연금의 스투어드십 코드 시행 방향

최준선

성균관대학교 법학전문대학원 명예교수

### 목 차

1. 머리에
2. 투자대상기업 감시 의무
3. 중장기 성장동력을 훼손 우려
4. 의결권 행사내역 사전공시 제한
5. 기금운용의 독립성 제고
6. 결 어

2,000원으로 내 마음같은 '정책후원' 하기

✉ 문자 한 통 #7079-4545

### 1. 머리에

지난 7월 30일, 우리나라 자본시장에 상장기업의 입장에서 아주 곤혹스러운 제도가 도입되었다. 바로 국민연금의 스투어드십 코드 도입이다. 이 정부 들어 새로 도입되어 기업환경을 어렵게 만든 것들로써 최저임금의 급격한 인상, 탈 원전 정책, 법정근로시간 단축 등이 있다. 물론 이것들도 기업에 생각 이상의 고통을 주는 제도이긴 하지만 적어도 상장기업 정도면 감당할 수 있는 수준이었기 때문에 소상공인이나 자영업자들이 받는 충격만큼은 아니었다. 그러나 국민연금의 스투어드십 코드 도입은 상장기업들이 매우 우려하는 부분이다. 스투어드십 코드는 일반 투자자(고객)들의 자금을 모아 전문적으로 투자하고, 그 수익을 고객들에게 돌려주는 기관투자자(기관)들이 고객 재산을 선량하게 관리하고자 만든 자율적 행동 규범이다. 기관들이 고객을 위해 스스로 지켜야 할 규범을 만들고 실천한다는 데 반대할 이유는 없을 것이다. 미국과 일본을 비롯한 세계 20개국 이미 도입한 이 제도를 한국이 도입한다고 해도 이상할 것은 없다.

## 2. 투자대상기업 감시 의무

문제는 행동규범 중 가장 중요한 부분인 투자대상 기업을 감시할 의무이다. 스튜어드십 코드에 따르면 기관들이 자신의 투자대상회사의 재무사항은 물론이고, 비재무사항 등에 관하여 주기적으로 점검해야 한다. 투자대상회사를 점검한 결과, 우려사항이 있다면 건설적인 입장에서 대화하는 등 주주활동을 적극 수행해야 하고, 충실한 의결권행사를 위하여 의결권 정책을 제정해 공개해야 한다. 주주총회 안건에 대한 적극적으로 의결권을 행사한다는 것이다. 지금까지 기관투자자들은 의결권 행사에 크게 신경 쓰지 않았다. 왜냐하면 그들의 관심은 수익률 제고에 있기 때문에 투자대상기업이 얼마나 성과가 좋은가에만 관심을 둘 뿐, 회사의 지배구조나 합병, 분할 등 구조조정에 대해서는 신경 쓸 여력이 없었던 것이다. 지배구조가 좋지 않아 수익이 나쁘면 주식을 매도하면 그만이지, 그 회사를 개조하겠다고 덤빌 필요가 없었던 것이다. 그런데 스튜어드십 코드 아래서는 적극적인 의결권 행사는 기본이고, 투자대상 회사의 재무사항 뿐 아니라 환경(E)과 사회책임(S), 지배구조(G) 등 사회책임투자(ESG)를 강화해 ‘착하지 않은’ 기업에 대한 투자를 제한하거나 배제하는 이른바 주주참여 전략을 적절히 펼쳐 수익률 제고를 도모한다는 것이다. 나아가 대주주나 그 일가의 일탈행위까지 점검하고 간섭한다는 것이니, 당연히 경영권은 위축될 수밖에 없다.

## 3. 중장기 성장동력을 훼손 우려

국민연금은 총액이 635조원이나 되는 세계 3대 규모의 거대 공룡이다. 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입했다는 것은 국민연금이 투자한 기업의 주주총회에서 적극적인 의결권을 행사하고, 더 나아가 경영에 참여하여 회사의 중요한 경영활동에 관여하게 된다는 것을 의미한다. 국민연금의 투자대상 기업들은 앞으로 경영상 중요한 결정을 할 때마다 국민연금의 눈치

를 살펴야 한다는 것이다. 합병, 분할 등 구조조정이나 (사외)이사, 감사(위원) 선임 등의 안건에 대해 국민연금이 반대하면 부결될 가능성이 높아지게 될 것이다. 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 상장회사가 276개사, 투자규모는 131.1조원이고, 주요 상장기업의 1대주주 또는 2대주주이기 때문에 결코 무시할 수 없기 때문이다. 스튜어드십 코드 도입은 노동계와 시민단체들이 줄기차게 주장해 온 재벌개혁의 수단으로 활용될 수 있기 때문에 기업의 불안이 커지는 것이다. 잘못된 주주권 행사는 기업의 중장기 성장동력을 훼손하고 경영 분란을 일으킬 수 있다.

연금의 일반적인 투자 행위는 수익성을 기준으로 대상을 결정하고 미래 수익 여부에 따라 팔고 사는 것이다. 국민연금도 적극적인 의결권 행사를 통하여 배당이익을 제고한다고 한다. 이를 위해 투자한 회사에 대해 투자자로서 의결권 등의 권리를 직접 행사하겠다는 것이다. 회계장부열람, 배당확대 압력, 주주대표소송, 경영진 일가의 배임 횡령 및 사익편취행위에 대한 감시 및 고발, 위법행위 이사진 해임청구와 같은 것들에서 논란이 예상된다.

## 4. 의결권 행사내역 사전공시 제한

국민연금은 스튜어드십 코드 도입 전에 공청회를 열어 의견을 수렴하기도 했다. 재계와 언론은 국민연금 운용의 안정성과 수익성을 강조하며 급진적 코드 도입을 우려한다는 견해를 내놨다. 그 결과 국민연금의 의결권 행사내역 사전공시를 최소화하는 작은 성과를 올렸다. 사전공시란, 국민연금이 결정한 의결권 행사내역을 의결권 행사 직전에 공시하는 것을 말한다. 그러나 완전히 저지된 것은 아니고, 전문위에서 결정하면 사전공시를 할 수 있도록 정했다.

국민연금은 주식투자자금의 46%를 2017년 기준 34개의 자산운용사, 총 85개 펀드에 위탁하여 운용한

다. 이들 자산운용사들도 스투어드십 코드를 도입하여야 하고 의결권을 행사해야 한다. 자산운용사들이 의결권을 행사할 때 독자적으로 판단하기보다는 국민연금의 눈치를 볼 가능성이 크다. 따라서 국민연금이 사전에 의결권 행사방향을 공시하면 자산운용사들도 모두 그 방향으로 따라갈 것이며, 국민연금과 위탁운용사들이 모두 한 방향으로 의결권을 행사하여 기업의 주주총회가 무력화될 수 있기 때문에 사전공시는 반드시 제한되어야 한다.

## 5. 기금운용의 독립성 제고

스튜어드십 코드 도입 후 1, 2년이 지나면 국민연금의 경영참여가 점점 강화될 가능성이 크다. 코드를 운영하고 결정하는 위원회의 구성원을 보면 지금부터 걱정이 앞설 수밖에 없다. 현재도 정부의 수많은 위원회 구성 자체가 이미 기울어진 운동장이라는 비판이 많다. 기금운용위원회뿐만 아니라 신설될 수탁자책임전문위원회에도 기업의 발전을 위해 노력하는 인사들보다는 노동, 시민, 사회운동 경력의 인사들이 다수를 차지하지 않을까 재계는 우려하고 있다.

국민연금의 운용에 있어서의 안전성과 수익성은 국가 운영에 비유하면 헌법적 가치와 동일하다. 이 두 개의 가치는 국민연금의 고갈 시기를 늦추고 국민 부담과 저항을 낮출 수 있는 것이기 때문에 국민연금 존립의 결정적 요소다. 이것을 지킬 수 있는 것은 오로지 정치권력으로부터의 독립이다. 그리고 기금 운용은 정치색 없는 전문가들에게 맡겨야 한다. 주주권 행사를 위한 코드 도입의 기준도 결코 기금운용의 최고 가치로부터 자유로울 수 없다. 따라서 국민연금의 주식투자 중 90% 이상을 차지하는 상장회사(코스피)의 의견과 입장을 대변할 수 있는 인사도 위원에 포함되어야 할 것이다.

기금운용에 대한 글로벌 스탠다드는 우리가 코드

를 도입할 때 참고한 캐나다, 노르웨이, 일본과 같은 선진국 사례에서 찾을 수 있다.

일본의 1,500조원이 넘는 공적연금은 GPIF(Government Pension Investment Fund)라는 독립행정법인 형태로 운용되며, 이사장과 감사는 후생노동 대신(장관)이 임명한다. 따라서 운용 과정에서 정부의 요구를 무시할 수 없으며 실제로 아베 정권은 본인의 정치적 목적을 위해 연금을 이용한 경우가 있다. 그러나 의결권 행사의 문제는 철저히 위탁운용사에 위임하는 것으로 해결하고 있다. GPIF는 직접 의결권을 행사하지도 않으며 큰 틀의 기본 지침 외에는 어떠한 구체적 의결권 행사지침도 존재하지 않는다.

노르웨이의 공적연금인 GPF(Government Pension Fund)는 노르웨이 은행에 운용관리를 위탁하며 실제 운용은 별도 조직인 NBIM(노르웨이은행투자공사)이 한다. 이곳은 우리나라의 한국투자공사 같은 곳이다.

캐나다도 기금을 운용하는 본부를 독립시켜 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)라는 독립기구를 설립했다. CPPIB에도 한국의 기금운용위원회와 같은 이사회가 있으나 정부는 이사 추천위원회 구성에만 관여하며 민간의 경제·금융 전문가를 중심으로 추천하고 정부 출신 인사는 아예 후보에서 배제한다. 실제로 12명의 이사회 구성원 중 9명(75%)이 금융회사나 기업 최고경영자(CEO) 출신이며, 나머지는 금융 분야의 전문성을 갖춘 교수와 변호사 출신이다.

정리하자면 ① 일본과 같이 의결권행사 권한을 전부 위임하거나 ② 노르웨이와 같이 한국은행 또는 한국투자공사와 같이 인사권이 독립된 별도조직을 구성하거나 ③ 캐나다와 같이 위원회 구성을 경제·금융 전문가로만 독립성을 확보할 수 있는 사례들이다. 이

는 어떠한 방식으로든 코드 도입과 관련하여 탈정치화 또는 탈이해관계화 하려는 노력을 보여준다.

## 6. 결 어

국민연금의 스튜어드십 코드 도입은 결정되었다. 그 시행에 있어서 가장 중요한 것은 국민연금의 주주 권 행사에 있어 독립성 확보와 기금 운용의 수익성 추 구이다. 먼저 기금운용위원회와 수탁자책임전문위원 회의 독립성 및 전문성 확보가 관건이다. 이를 위해서 는 기금운용위 및 수탁자책임전문위 구성부터 편파성 없어야 한다. 특히 기금운용위는 철저히 수익성을 기 준으로 기금운용을 잘 할 수 있는 전문가로만 구성해 야 한다. 기금운용위의 탈정치화, 탈이해관계화를 통 한 독립성 확보가 시급한 것이다. 각 위원을 선임할 때 정치·사회적 단체 활동전문가를 배제할 필요가 있다. 나아가 기금운용위와 수탁자책임전문위원회는 본질적 으로 기금의 안정성과 수익성 추구에 직접적 관련이 없는 활동 최소화해야 한다.

다음으로 국민연금이 위탁운용사에 연기금 운용을 위탁함에 있어서도 실질적인 의결권 위임까지 확보되 도록 해야 한다. 특히 위탁운용사가 스튜어드십 코드를 도입한 경우 정기평가에서 가점을 부여할 것을 검토하고 있다는데, 이는 결국 위탁운영사의 자율성을 해친다. 위탁운용사가 코드를 도입하건 말건 완전 자 율에 맡겨야 한다. 또한 이와 관련하여, 국민연금의 의 결권행사 방향을 사전에 공시한다면 위탁운용사들에 게 미리 의결권 행사의 가이드라인을 제시하는 효과가 있게 되고, 모든 기관투자자들이 이를 참고하여 일률 적인 의결권행사를 유도할 가능성이 크다. 수탁자책임 전문위가 결정한 의결권행사 방향을 사전에 공시해서 는 안 된다.

이제부터 우리는 스튜어드십 코드의 도입이 국민 의 재산인 기금의 미래 안정성과 수익성에 어떻게 도

움이 되는지 지켜보아야 한다.

**이 자료가 도움 되셨다면 수신번호 '#7079-4545'로 ☒ 문자후원 보내주세요.^^ (한 통 2,000원)**