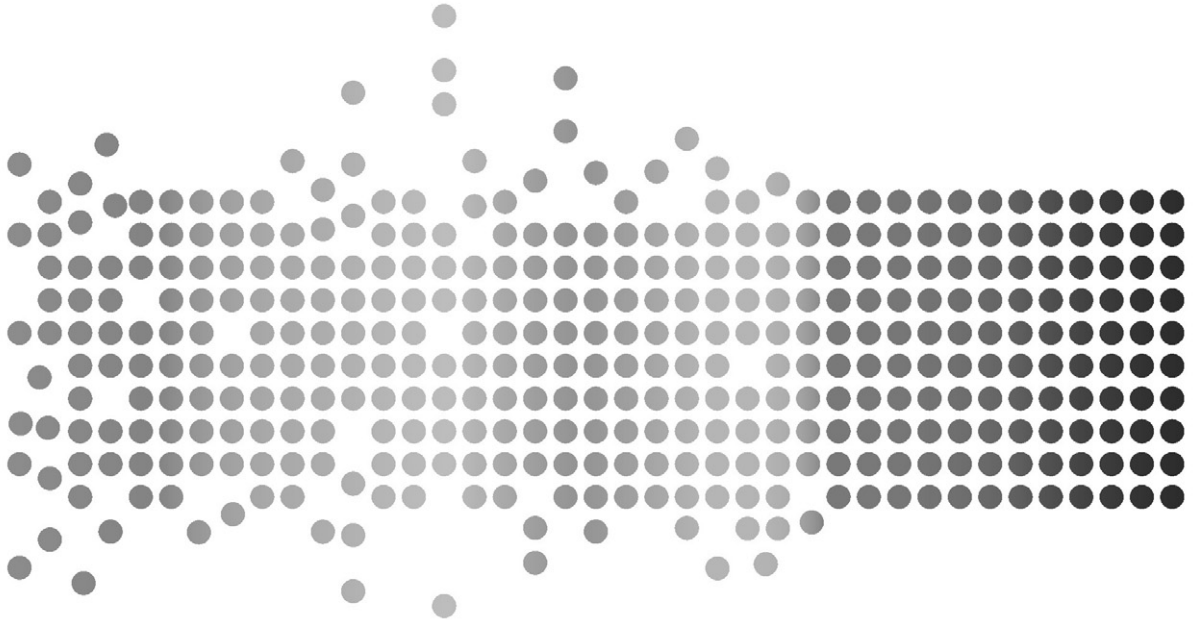


# 해외 공적연금의 주식의결권 행사관련 지침 및 가이드라인 해외사례 분석을 통한 제도개선방안 연구

A Study on Public Pension Proxy Voting Principles and Guidelines

원종욱 · 김성민 · 강지원



연구보고서 2011-52

---

**해외 공적연금의 주식의결권 행사관련 지침 및  
가이드라인 해외사례 분석을 통한 제도개선방안 연구**

---

발행일 2011년 12월  
저자 원종욱 외  
발행인 김용하  
발행처 한국보건의사회연구원  
주소 서울특별시 은평구 진흥로 235(우: 122-705)  
전화 대표전화: 02) 380-8000  
홈페이지 <http://www.kihasa.re.kr>  
등록 1994년 7월 1일 (제8-142호)  
인쇄처 대명기획  
가격 6,000원

---

© 한국보건의사회연구원 2011

ISBN 978-89-8187-852-8 93330

## 머리말

국민연금기금의 규모가 커짐에 따라 최근 국민연금기금의 주식의결권에 대한 논의가 활발해지고 있다. 특히 최근 국민연금의 주식의결권 행사를 강화할 필요가 있다는 주장이 제기 되고 있어 이와 관련한 제도발전방안에 대한 관심이 높아지고 있다. 그러나 국민연금의 주식의결권 행사에 대한 관심은 높지만 의결권행사 강화가 무엇을 의미하는지 혹은 어떤 방향으로 강화되어야 하는지에 대한 구체적인 로드맵은 결정되지 않아 불확실성과 의문이 증폭되고 있다.

더구나 지금까지 국민연금기금이 주식의결권을 행사하지 않은 것이 아니라는 점에서 의결권 강화를 바라보는 상반된 시각이 존재하고 이에 대한 우려가 제기되는 것이 사실이다. 따라서 선진국의 공적연금 주식의결권 행사를 위한 지침과 가이드라인 그리고 선진금융시장에서 일반적으로 채택되고 있는 의결권행사관련 평가기준은 우리나라 의결권 행사 강화의 정책방향을 제시할 뿐만 아니라 지향점을 논의하는데 중요한 자료로 기여할 것으로 기대된다.

특히, 선진금융시장에서 공적연금의 의결권행사지침으로 널리 사용되고 있는 RiskMetrics Group의 「International Proxy Voting Guidelines」 과 국민연금기금 의결권 행사내용을 비교분석하고, 미국과 일본의 공적연금 의결권 지침을 소개함으로써 국민연금의 의결권행사발전방안도출에 시사점을 얻을 수 있을 것으로 기대한다.

마지막으로 본 연구결과는 우리 연구원의 공식적인 견해가 아니라 연

구진의 개별적 연구 활동의 결과임을 밝힌다.

2011년 12월  
한국보건사회연구원장  
김 용 하

# 목차

Abstract .....	1
요 약 .....	3
<b>제1장 연구의 배경 및 목적 .....</b>	<b>29</b>
1. 연구의 배경 .....	29
2. 연구의 목적 .....	30
<b>제2장 주주행동주의의 이론적 검토 .....</b>	<b>33</b>
1. 기관투자자의 주주행동주의의 역할 .....	33
2. 공적연금의 주주행동주의의 역할 .....	35
3. 헤지펀드의 주주행동주의의 역할 .....	36
4. 능동적인 주주권행사를 위한 수단 .....	37
<b>제3장 국민연금기금의 운용현황 및 국내주식투자비중 .....</b>	<b>45</b>
1. 국민연금의 국내주식시장 점유율분석 1(보사연추계) .....	45
2. 국민연금의 국내주식시장점유율분석 2(한국재무학회추계) .....	49
3. 해외 주요 공적연금운용현황 및 국내주식시장 점유율 .....	51
<b>제4장 국내 기관투자자의 주식의결권행사 현황 및 문제점 .....</b>	<b>59</b>
1. 국내 기관투자자의 주식의결권행사 현황 .....	59
2. 국내 기관투자자의 주식의결권행사 문제점 .....	64

<b>제5장 국민연금과 해외 주요 공적연금의 의결권행사내역 비교분석</b> ..	69
1. 국민연금의 의결권행사 내역 .....	69
2. 해외 주요 기금의 의결권 행사 동향 .....	71
<b>제6장 국민연금보유지분과 의결권행사 결과분석</b> .....	89
1. 임계확률을 통한 국민연금영향력 분석(한국재무학회 2009) .....	89
2. 국민연금지분율에 따른 의결권행사(보사연 분석) .....	92
<b>제7장 국민연금의 의결권행사지침과 글로벌지침과의 차이점</b> ....	101
1. 국민연금기금의 관리체계와 주식의결권행사 .....	101
2. RiskMetrics의 「International Proxy Voting Guidelines」 ..	104
3. 국민연금의 의결권행사지침과의 차이점 .....	110
<b>제8장 기업의 지배구조평가 관련 국제지표</b> .....	115
1. RiskMetrics사의 지배구조 위험지표 .....	115
2. GRI의 지속가능보고서(Sustainability Reporting) .....	122
<b>제9장 국민연금기금의 바람직한 의결권행사 전문성강화 방안</b> ..	131
<b>참고문헌</b> .....	135
<b>부록</b> .....	139

**표목차**

〈표 3- 1〉 부문별 투자금액과 비중 .....	45
〈표 3- 2〉 국민연금 국내주식투자의 KOSPI시가총액 대비 비중전망	46
〈표 3- 3〉 KOSPI 시가총액 증가율(과거 10년) .....	46
〈표 3- 4〉 시가총액의 GDP대비 비중 .....	47
〈표 3- 5〉 우리나라의 GDP 장기추계 .....	48
〈표 3- 6〉 GDP대비 시가총액 추계 .....	48
〈표 3- 7〉 국내주식시장 시가총액과 국민연금기금의 주식시장 점유율 추정치: 1안 .....	50
〈표 3- 8〉 국내주식시장 시가총액과 국민연금기금의 주식시장 점유율 추정치: 2안 .....	51
〈표 3- 9〉 해외 주요 공적연금의 기금규모(2010년말 기준) .....	52
〈표 3-10〉 해외 주요 공적연금의 자산배분(2010년말 기준) .....	55
〈표 3-11〉 해외 주요 공적연금의 기금규모(2010년말 기준) .....	56
〈표 3-12〉 주요 국가의 공적연금의 국내주식투자규모 및 점유율 .....	56
〈표 4- 1〉 5% 이상 지분보유기업에 대한 의결권 행사내역 .....	60
〈표 4- 2〉 5% 이상 지분보유기업에 대한 의결권 반대행사 내역 중 안건별 분류현황 .....	60
〈표 4- 3〉 5% 이상 지분보유기업에 대한 직접/간접운용 분류별 의결권 행사내역 .....	61
〈표 4- 4〉 2010년 집합투자업자 의결권공시 내역 .....	62
〈표 4- 5〉 상장기업별 집합투자업자 반대표시 안건 .....	63
〈표 4- 6〉 집합투자업자의 불행사내역 .....	64
〈표 5- 1〉 국민연금기금의 의결권행사 내역 .....	69
〈표 5- 2〉 의결권 반대행사 내역 .....	70

〈표 5- 3〉 미국 CalPERS 2010년 의결권행사 내역 .....	71
〈표 5- 4〉 임원보상안건에 대한 반대 사례 .....	72
〈표 5- 5〉 주주안건 찬성 사례 .....	72
〈표 5- 6〉 주주상정 안건에 반대한 사례 .....	73
〈표 5- 7〉 website 의결권 행사 사례 .....	74
〈표 5- 8〉 해외 의결권 행사 사례 .....	75
〈표 5- 9〉 인수합병 관련 의결권행사 사례 .....	75
〈표 5-10〉 경영진 상정안건에 반대한 비중 .....	76
〈표 5-11〉 CPPIB의 주주상정 안건 표결 사례 .....	77
〈표 5-12〉 일본 GPIF의 국내주식의권행사결과 .....	80
〈표 5-13〉 기업지배구조관련 안건 행사결과 .....	80
〈표 5-14〉 임원의 보상관련 안건 행사결과 .....	81
〈표 5-15〉 주주의 권리관련 안건 행사결과 .....	82
〈표 5-16〉 대적인수에 대한 방어 관련안건 행사결과 .....	82
〈표 5-17〉 기업지배구조관련 안건 행사결과 .....	84
〈표 5-18〉 임원의 보상관련 안건 행사결과 .....	84
〈표 5-19〉 주주의 권리관련 안건 행사결과 .....	85
〈표 5-20〉 인수방어 관련안건 등 .....	86
〈표 6- 1〉 최대주주 지분율 50%미만 기업에 대한 국민연금 지분율의 임계 확률 분포 .....	90
〈표 6- 2〉 최대주주 지분율 50%미만 기업에 대한 지분율 관련 기초통계 ..	91
〈표 6- 3〉 국민연금기금의 5%이상 지분보유 기업 수 .....	92
〈표 6- 4〉 5%이상 지분 유지 기업(3-4회) .....	93
〈표 6- 5〉 5%이상 지분 유지 기업(1-2회) .....	95
〈표 6- 6〉 국민연금기금의 5%이상 지분보유 기업수 .....	95

〈표 6- 7〉 의결권 반대행사 내역 .....	96
〈표 6- 8〉 지분보유 비중과 의결권 반대행사내역-1 .....	97
〈표 6- 9〉 지분보유 비중과 의결권 반대행사내역-2 .....	97
〈표 8- 1〉 이사회 의장의 자격 및 분류에 대한 평가 .....	116
〈표 8- 2〉 ISS 의결권 평가점수 최고점수 및 최저점수 .....	117
〈표 8- 3〉 ISS 지배구조 평가점수 최고점수 및 최저점수 .....	118
〈표 8- 4〉 RiskMetrics Group의 위험 수준평가 척도 : 이사회구성영역(예시) .....	119
〈표 8- 5〉 RiskMetrics Group의 지배구조 위험 수준평가 척도 : 임원의 보상(예시) .....	120
〈표 8- 6〉 RiskMetrics Group의 지배구조 위험 수준평가 척도 : 주주의 권리(예시) .....	121
〈표 8- 7〉 RiskMetrics Group의 지배구조 위험 수준평가 척도 : 회계감사(예시) .....	122
〈표 8- 8〉 경제성과 세부지표 .....	124
〈표 8- 9〉 환경부문 세부지표 .....	124

## 그림목차

[그림 3-1] 해외 주요 공적연금의 수익률 .....	53
[그림 3-2] 해외 주요 공적연금의 자산배분 .....	54
[그림 3-3] 해외주요 공적연금의 해외투자 자산배분 .....	55
[그림 7-1] 기금운용위원회 및 산하전문위원회 .....	102





# Abstract

As the amount of domestic equity investments of National Pension Fund increases drastically, exercising the proxy voting has become very sensitive issue in Korea. The future direction of proxy voting practices requires agenda setting and transparent disclosing. While formulating development strategy, National Pension Fund needs communications with many interest parties. Through diverse terms of communication, National Pension Fund should deliver clear message on how it will proceed in upgrading proxy voting practices. This study looks into the proxy voting guidelines and evaluation methodologies of corporate governance that are generally accepted in advanced financial markets. Through comparing with standards of advanced financial markets, authors attempt to raise issues and agenda for future development strategies of proxy voting of National Pension Fund of Korea.



# 요약

## 1. 연구의 배경 및 목적

- 국민연금기금의 국내주식투자규모가 커짐에 따라 주식의결권에 대한 논의가 활발히 진행되고 있음.
  - 의결권행사의 강화가 의미하는 바가 무엇인지에 대해 구체적인 논의 없이 강화라는 단어만이 강조되는 경우 불확실성과 의문을 야기 시킬 수 있음.
  - 본 연구는 공적연금인 국민연금이 의결권행사의 전문성을 강화하는 것이 어떤 의미를 가진 것인지에 대해 살펴보았음.

## 2. 주주행동주의의 이론적 검토

- 주주들의 적극적인 경영개입을 통한 주주행동주의(shareholder activism)는 기업경영권시장(market for corporate control)과 더불어 기업의 내부자인 경영자를 견제함으로써 대리인문제를 효과적으로 규율하는 것으로 알려져 있음.
  - 1980년대 말부터 선진자본시장을 중심으로 활발히 행사되어 현재까지도 상당한 관심을 받고 있음(Gillan and Starks, 2000).
  - Gillan and Starks(2007)는 주주행동주의를 대리인문제를 완

화시킴으로써 주주이익을 높이려는 행동으로 정의하고 있음.

- 특히, 기업경영권시장의 경영자 견제기능은 점차 줄어들고 있는 추세인데 반해 경영권분쟁(corporate control contest)없이 일정수준이상의 지분만을 소유하고 기업경영에 적극적으로 개입함으로써 경영자 견제가 가능한 주주행동주의에 대한 관심은 활발히 대두되고 있음(Karpoff, 2001).
- 이에 따라 연금기금이나 헤지펀드(hedge fund), 자산운용사 등 상대적으로 대규모의 주식투자가 가능한 기관투자자의 적극적인 주주행동주의가 투자대상기업의 기업가치 및 기업지배 구조에 영향을 미쳐 투자자 보호(investor protection)와 자본시장발전을 리드해 나가는지는 매우 중요한 이슈로 제기되고 있음(Gompers and Metrick, 2001).

□ 다수의 기존연구들은 공적연금을 연구대상으로 이들의 주주행동주의의 영향력을 확인하고 있음(Carleton, Nelson, and Weisbachet., 1998; Del Guercio and Hawkins, 1999; Hann, 2002; English, Smythe, and McNeil, 2004).

- Del Guercio and Hawkins(1999)는 공적연금은 기업지배구조에 있어 주요한 역할을 해오고 있음을 주장함.
- 공적연금이 대상기업에 대한 감시 및 가치증진효과가 이전에 인식되었던 것 보다 성공적으로 평가되고 있음을 발견하였음.
- 반면, Woidtke(2002)는 기관투자자들 각각의 동기부여구조와 관련된 가치효과를 기업에 투자된 공적연금(pension fund)과 사적연금(private fund)의 지분율을 사용하여 분석한 결과 기관투자자의 감시역할이 가치효과(valuation effect)와 연관이 있는 것으로 나타났으며, 이러한 가치효과는 기관투자자의 목적함수에 따라 달라짐을 발견하였음.

□ 최근 주주행동주의에 대한 연구들은 헤지펀드(hedge fund)에도 초점을 맞추고 있음.

- 헤지펀드의 투자전략은 단기적인 성과에만 치중하는 펀드와 달리 저평가된 주식을 취득하여 장기투자하고, 부채를 투자자금으로 조달하여 효율적으로 활용하기 때문임.
- 헤지펀드의 주주행동주의에 초점을 맞춘 연구들은 헤지펀드가 기업의 지분을 대량으로 취득한 경우(13D filing) 투자대상기업의 주가반응이 긍정적으로 나타나고 있음을 확인하고 있음.
- Brav, Jiang, Partnoy and Thomas(2008)와 Klein and Zur(2006)은 2004년부터 2005년까지 헤지펀드의 주식대량매수시 주가반응이 긍정적임을 확인할 수 있었음.
- 반면 Gillan and Starks(2007)은 헤지펀드의 주식대량매입이 후 몇 년동안 주가의 상승 및 운용성과의 증가가 있었지만 이러한 변화의 원인을 주주행동주의로 단언하기 어렵다는 주장을 하고 있음.

□ 능동적인 주주권행사를 위한 수단으로는 주주협의회를 통한 협의채널 강화, 주주제안권 행사, 사외이사 후보추천, Focus List 활용, 주주소송의 활용 등이 있음.

- 국민연금은 주식의결권행사를 보다 전문적으로 수행해야하는 과제와 함께 적극적인 공시와 투명성 강화가 요구되고 있는 만큼 공적연금인 국민연금은 위에 제시된 적극적이고 능동적인 주주권행사를 시행하는 것은 적절치 않을 수 있음.

### 3. 국민연금기금의 운용현황 및 국내주식투자비중

□ 국민연금적립기금은 앞으로 기하급수적으로 증가하며, 국내주식비중을 2010년 말 기준인 17%로 하고, 현재의 KOSPI 시가총액대비 비중인 4.8%를 유지하기 위해서는 KOSPI시가총액이 큰 폭으로 신장되어야함.

〈표 1〉 국민연금 국내주식투자의 KOSPI시가총액 대비 비중전망

(단위: 억원)

연도	국민연금 적립기금증가 추이	국내주식 (비중: 17% 유지) A	KOSPI시가총액 B	비중 A/B
2010	3,235,972	549,755	11,410,000	4.8%
2015	5,750,980	977,666	20,368,041*	4.8*
2020	9,239,850	1,570,774	32,724,458*	4.8*
2025	13,044,470	2,217,559	46,199,145*	4.8*

주: 2015년 이후 KOSPI 시가총액 및 비중은 2010년말 비중(4.8%)를 가정한 경우의 필요 KOSPI시가총액임

- 2015년의 KOSPI 시가총액 2,036조원(추정)은 2010년말 대비 78% 증가한 것을 의미함.
- 2020년의 KOSPI 시가총액은 3,272조원(추정)이 되어야 하며 이는 2015년 대비 60.7%가 신장한 것임.
- 지난 10년간 KOSPI시가총액의 상승률을 감안해 볼 때 향후 5년, 10년 동안 60%~70%수준의 증가율은 기대하기 어려울 것으로 예상되므로 국민연금기금의 KOSPI시가총액대비 국내주식투자비중은 7~8%대로 전망됨.

□ 시가총액과 GDP와의 관계를 보면 지난 10년간 시가총액의 GDP대비 비중은 지속적으로 증가하여 2010년 기준으로 시가총액은 GDP의 97%에 달하므로 향후 시가총액을 GDP와의 비중을 통해 가늠해 볼

수 있음.

- 향후 시가총액이 2010년 비중인 97%가 유지된다는 가정과 지난 3년 평균인 80%를 유지한다는 가정 하에 시가총액장기 전망을 해 보았음.
- 추계결과 2025년에 최소 2,121조원(추계2안)에서 최고 2,672조원(추계1안)으로 계산되었음.
- 앞서 국민연금의 우리나라 주식시장점유율을 4.8%로 유지하기 위해서 필요한 2025년의 시가총액은 4,619조원으로 계산된 바 있으며 이 수준은 추계2안에 의한 시가총액대비 2.17배에 달함.
- 달리 표현하자면 2025년에 실제 점유율은 10.45%가 될 수 있다는 것임(주식투자비중 17%유지시).

〈표 2〉 GDP대비 시가총액 추계

(단위: 조원)

	2008년 국민연금 재정추계GDP 기준 (1안)		조세연구원 추계GDP 기준 (2안)		국회예산정책처 <sup>1)</sup> 추계G DP기준 (3안)	
	0.97	0.8	0.97	0.8	0.97	0.8
	2015	1543.173	1272.72	1522.124	1255.36	1549.963
2020	2114.309	1743.76	2023.614	1668.96	2066.391	1704.24
2025	2672.932	2204.48	2571.955	2121.2	2658.188	2192.32
2030	3378.995	2786.8	3206.917	2644.88	3323.802	2741.28
2035	4052.175	3342	3826.553	3155.92	4100.481	3381.84
2040	4859.409	4007.76	4410.202	3637.28	4948.649	4081.36
2045	5688.274	4691.36	5020.235	4140.4	5683.618	4687.52
2050	6658.565	5491.6	5567.121	4591.44	6326.631	5217.84

자료: 1) 국회예산정책처 내부자료

□ 한국재무학회 「국민연금기금의 시장영향력을 고려한 적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구-2009」는 국민연금기금의 국

내주식시장점유율을 2개의 다른 방식으로 추정하였음.

- 1안에 따른 추정결과 국내주식시장의 시가총액은 지속적으로 증가하며, 2015년에는 1,192조원, 2050년에는 6,208조원으로 추계되었음.
- 국민연금기금이 적립기금의 10%, 15%, 20%, 25%를 투자할 경우 2009년부터 2055년까지 국민연금기금의 국내 주식시장 평균 시장점유율은 각각 4.82%, 7.22%, 9.63%, 12.04%로 추정하고 있음.
- 2안은 전 세계 주요 국가의 국가별 주식시장 시가총액과 GDP와의 관계를 2000년부터 2007년까지의 연간자료를 이용한 패널모형을 통해 추정한 후 국민연금장기재정추계(2008년)에 제시된 자료를 이용하여 주식시장의 시가총액을 추정하였음.
- 2안은 1안 보다 국내주식시장의 시가총액이 크게 추정되어 2015년에 2,055조원, 2050년에 6,558조원으로 계산되었음.
- 이에 따라 국민연금기금의 국내 주식시장 점유율은 1안 보다 낮아져, 적립기금의 10%, 15%, 20%, 25%를 투자할 경우 평균점유율이 각각 3.41%, 5.11%, 6.81%, 8.52%로 계산되었음.

□ 해외 주요 공적연금운용현황 및 국내주식시장 점유율을 살펴보면 미국의 Social Security Trust Fund가 GDP대비 비중은 17.9%로 가장 규모가 큼.

- 미국 다음으로 규모가 큰 공적연금기금은 일본의 GPIF로 1조 3,128억불 규모이며 GDP대비 비중도 25.9%로 높음.
- 우리나라의 국민연금은 전 세계에서 3번째로 규모가 큰 공적연금기금으로 2010년말 기준으로 2,804억불 규모이며 GDP대

비 비중은 전 세계에서 가장 높은 27.6%를 보이고 있음.

- 캐나다의 Canadian Pension Plan은 1,360억불 규모로 우리나라 다음으로 세계 4번째로 규모가 큰 공적연금이며 GDP대비 비중은 8.6%를 차지하고 있음.

□ 해외주요 공적연금의 2010년 수익률은 2009년에 비해 감소하였으며 2010년도 수익률이 높은 순으로는 뉴질랜드, 노르웨이 스웨덴 등임.

- OECD국가들의 2010년 공적연금단순평균 수익률은 6.3%로 2009년의 10.6%에 비해 크게 감소하였음.
- 자산비중을 감안한 가중평균은 3.9%로 2009년의 7.3%보다 크게 하락하였음.

□ 해외 주요 공적연금의 기금규모와 시가총액대비 비중은 아래와 같음.

〈표 3〉 해외 주요 공적연금의 기금규모(2010년말 기준)

국가별 증시	시가총액 (백만불)		시가총액상승률 2010/2009 (달러화 기준)	공적기금의 시가총액비중 (2010년말 기준)
	2010	2009		
미국 NYSE Euronext	13,394,081.8	11,837,793.3	13.1%	19.48%
캐나다 TSX Group	2,170,432.7	1,676,814.2	29.4%	6.27%
한국 Korea Exchange	1,091,911.5	834,596.9	30.8%	25.68
일본 Tokyo SE Group	3,827,774.2	3,306,082.0	15.8%	34.28

자료: 「Annual Statistics Reports-Equity Markets」, World Federation of Exchange 2011

- 2010년말 기준으로 계산해 보면 일본공적연금인 GPIF의 국내증시점유율은 3.77%, 캐나다는 0.88%, 그리고 우리나라의 국민연금은 4.36%로 분석되었음.
- 캐나다의 시가총액은 우리나라 증시규모 보다 크지만 캐나다

의 공적연금인 CPPIB는 해외주식비중이 39.4%로 국내주식비중 14.1%보다 월등히 높음.

〈표 4〉 주요 국가의 공적연금의 국내주식투자규모 및 점유율(2010년말 기준)

(단위: 10억불)

국가	공적연금 기금명	자산규모	국내주식 비중	국내주식 투자금액 (A)	증시시가 총액 (B)	국내 증시 점유율
일본	GPIF	1,312.8	11.0%	144.41	3,827	3.77%
한국	National Pension Fund	280.4	17.0%	47.67	1,091	4.36%
캐나다	Canadian Pension Plan	136.0	14.1%	19.18	2,170	0.88%

#### 4. 국내 기관투자자의 주식의결권행사 현황 및 문제점

□ 유가증권시장 상장법인 주식보유 집합투자업자 등의 의결권행사 공시현황을 지난해 동 기간과 비교·분석한 결과 2010년도 공시대상 공시건수는 전년대비 8.12% 감소하였으며, 주주총회 안건 반대비율은 0.33%로 전년대비 0.10%p 감소하였음.

- 그러나 최근 국민연금기금이 주식시장 내 점유율을 점차 높여감에 따라 대주주로서 주식의결권 반대행사가 증가하는 추세에 있으며 2010년도 8.1%의 반대비율을 나타내고 있음.
- 전체 안건중의 98%에 대해 찬성하였고 찬성비율이 전년 동기 대비 0.32%p 감소하였음.
- 반대비율은 전년대비 0.10%p 감소한 0.33%이며 중립비율은 전년대비 0.77%p 증가한 1.40% 불행사비율은 전년대비 0.13%p 증가한 0.47%를 나타내고 있음.

〈표 5〉 2010년 집합투자업자 의결권공시 내역

(단위 : 건, %, %p)

구분	2009년		2010년		수량증감	비율증감	
	수량(A)	비율(B)	수량(C)	비율(D)	(C-A)	(D-B)	
공시건수	2,634	-	2,420	-	△214	-	
의결 건수 기준	의사 표시 안건 수*	11,372	100	9,688	100	△1,684	-
	찬성	11,196	98.45	9,507	98.13	△1,689	△0.32
	반대	49	0.43	32	0.33	△17	△0.10
	불행 사	39	0.34	46	0.47	7	0.13
	중립	72	0.63	136	1.4	64	0.77
의결 주식 수 기준	총 의결 권주 식수	3,802,571,777	100	3,817,390,627	-	14,818,850	-
	찬성	3,690,725,345	97.06	3,673,071,139	96.15	△17,654,206	△0.84
	반대	10,515,250	0.28	9,084,778	0.24	△1,430,472	△0.04
	불행 사	50,081,902	1.32	55,139,497	0.13	5,057,595	0.13
	중립	45,920,519	1.21	80,095,213	2.14	34,174,694	0.93

주: \* 의사표시 안건수에 당해기업에 의결권 행사를 공시한 기관투자자의 수 × 의사표시 대상 주종 안건수

□ 국내 기관투자자의 주식의결권행사 문제점은 국내자본시장에서 일반 기관투자자의 의결권행사비율이 저조하다는 것을 지적할 수 있음

- 국내 일반 기관투자자들은 소수를 제외하곤 국민연금기금에 비해 구체적이고 명확한 주식의결권 행사지침을 보유하고 있지 않으며, 경영진에 대해 매우 우호적인 방향으로 주식의결권을 행사할 가능성이 높다는 것을 보여주고 있음.
- 우선 국외자산운용사와 달리 국내 자산운용사의 경우 의결권 행사 담당직원 혹은 지배구조업무 담당 부서가 없는 경우가 대부분임.

- 대규모기업집단(재벌) 소속 금융기관들이나 이들과 이해관계 (business relation)를 갖는 기업의 경우에는 충실 및 선관주의 의무가 있는 가입자 또는 주주의 이익과 기업집단(business group)의 총수, 계열회사 경영진의 이익 사이에 충돌(conflict of interest)이 발생하는 경우, 주로 후자에게 이익이 되는 방향으로 주식의결권을 행사할 가능성이 큼.
- 즉, 일반 기관투자자의 경우 투자대상기업과 상업적인 거래관계가 형성되어 있는 경우가 많은데, 이 경우 투자대상기업 경영진에 반대되는 주식의결권을 행사하면 자신에게 오히려 불리할 수 있기 때문에 주로 경영진에 우호적으로 주식의결권을 경향을 보이고 있음.

## 5. 국민연금과 해외 주요 공적연금의 의결권행사내역 비교분석

□ 국민연금기금은 2010년 한해동안 총 528회의 주주총회에 참석하여 2,153건의 상정안에 대하여 의결권을 행사하였음.

- 참석한 주주총회에 상정된 총 2,153건의 안건에 대해, 찬성 1,979건(91.9%), 반대 174건(8.1%), 기권 0건(0%)을 행사하였음.

〈표 6〉 국민연금기금의 의결권행사 내역

행사년도	주식투자 기업수	행사 주총수	행사 안건수	행사내역		
				찬성 (비중)	반대 (비중)	종립 (비중)
2010.12~ 2011.11	424 <sup>1)</sup>		1970		154 7.8%	
2010누계 (1월~12월)	563	528	2,153	1,979 91.9%	174 8.1%	0 0.05
2009	581	494	2,003	1,865 93.1%	132 6.6%	6 0.3%
2008	505	514	2,010	1,899 94.5%	109 5.4%	2 0.1%
2007	584	453	1,926	1,830 95.0%	96 5.0%	0 0.0%
2006	535	487	1,878	1,796 95.6%	70 3.7%	12 0.6%
2005	383	317	1,395	1,334 95.6%	38 2.7%	23 1.7%

주: 1) 국민연금공단 홈페이지에 공시된 실적을 바탕으로 연구진이 계산한 의결권행사 국내기업수임.

2) 지분율 1%이상 기업에 대해 의결권을 행사하며, 1% 미만 기업은 중요한 안건만을 대상으로 함.

자료: 국민연금기금 실무평가위원회 회의자료 2011.2

- 2010년 행사한 총 174건의 반대의견 중 이사 및 감사 선임 반대가 96건으로 전체 반대 건수의 55.17%를 차지하고, 정관 변경(41건, 3.56%), 이사 및 감사의 보상(24건, 13.79%), 기타(13건, 7.47%)으로 보고되었음.
- 이사 및 감사 선임에 대한 반대사유는 사회이사 및 감사의 9년 이상 재직으로 인한 독립성 결여가 45건, 5년내 계열사 상근임직원 사유가 20건, 이사회출석률미달이 19건, 기타 12건으로 구성되어 있음.
- 국민연금관리공단 홈페이지에 공시된 자료를 기초로 2010년 12월부터 2011년 11월 까지 거의 1년 동안 실제 의결권을 행사한 기업을 대상으로 조사한 결과 총 424개 국내기업에 대해 의결권을 행사하였고 1970개 안건에 대해 154개 안건을

반대하여 약 7.8%를 차지하고 있음.

- 2010년 12월부터 2011년 11월 까지 실시된 주식의결권행사에 서도 이사/감사선임이 85건으로 55%를 차지하고 정관변경 28건 18%, 이사/감사의 보상은 18건 11.6%를 각각 차지하였음.

□ 미국의 대표적인 공적직역연금인 CalPERS는 2010년 한해 동안 총 10,677개 의총에 참여하여 주식의결권을 행사하였으며, 의결권의 총 안전수는 95,508건 이었음.

- 주주들이 상정한 안전은 911건이며 이에 대한 찬성비율은 아래와 같음.

〈표 7〉 미국 CalPERS 2010년 의결권행사 내역

기간	참여 주주총회수	의결권 안전수	주주상정 안전수	주주상정안전 찬성비중
2010 1~3월	1,272	8,728	111	51%
2010 4~6월	6,872	69,057	729	58%
2010 7~9월	1,203	9,983	38	73%
2010 10~12월	1,330	7,740	33	45%

자료: CalPERS Board Meeting Archive

□ 캐나다의 공적연금인 CPPIB는 2010년 한해 동안 총 3,245안전(캐나다: 530, 미국: 674, 북미이외지역: 2,041)에 대해 의결권을 행사하였고 이 중에서 11%에 해당하는 안전에 대해 반대를 하였음.

- 2009년에는 경영진 상정안전(29,238)에 대해 15% 반대하였으나 이는 이사선출안전의 계산방식이 변경된 것에 의해 총 안전수가 감소한 것에 기인함.
- 2010년부터는 개별 이사의 선출을 다른 안전으로 계산하고 있기 때문에 안전수가 증가하였음.

〈표 8〉 경영진 상정안건에 반대한 비중

안건	반대건수 및 비중	반대사유
주식보상안 도입 또는 수정	473/1,214 (39%)	의결권행사지침에 위반되거나, 비용이 많이 소요되고, 보통주가치를 희석시키고, 임원이 아닌 임원이 포함되어 있거나, 안건의 수정 등에 관해 이사회에 지나치게 많은 권한이 부여되어 있는 경우
주주권의 도입 또는 수정	48/105 (46%)	주주의 가치를 제고시킬 수 있는 인수제안에 대응할 수 있는 이사회준비가 부족한 경우
승인된 보통주수의 추가발행	31/64 (48%)	주주가치를 증가시키지 않는 보통주의 발행
출석저조한 이사의 선임	131안건에 대해 유보 또는 반대	정당한 사유 없이 이사회 참석율이 75%미만인 이사의 선임

□ 일본의 공적연금기금인 GPIF는 기업의 경영에 직접적인 영향력을 미치는 것을 방지하기 위해서 직접 의결권행사를 하지 않고 기금의 외부위탁기관에게 행사를 위탁하고 있음.

- 지난 1년간(2010.4~2011.4) 외부위탁기관에 의해 수행된 의결권행사결과를 분석하면 총 175,166안건에 대해 의결권을 행사하였고, 경영진이 제안한 안건은 173,323건(98.9%)이고 주주들이 제안한 안건은 1,843(1.1%)건 이었음.
- 경영진이 제안한 안건에 대해 찬성한 안건수는 153,093건 (88.3%)이고 반대한 안건수는 20,230건(11.7%)임.
- 경영진이 제안한 안건에 대해 반대한 비율은 2009년에 7.8%였고, 2010년 11.7%로 증가한 것을 알 수 있음.

〈표 9〉 일본 GPIF의 국내주식의권행사결과(2009~2010년)

	안건제안주체	총계	찬성	반대
2010년	총계	175,166	87.4%	12.6%
	경영진	173,323	88.3%	11.7%
	주주	1,843	2.6%	97.4%
2009년	총계	157,737	92.6%	7.4%
	경영진	149,789	92.2%	7.8%
	주주	7,848	40.4%	59.6%

## 6. 국민연금보유지분과 의결권행사결과분석

### □ 임계확률을 통한 국민연금영향력 분석(한국재무학회 2009)

- 한국재무학회(2009)는 국민연금보유지분이 국내기업에 대한 의결권행사과정에서 의결권경쟁에서 이기기 위한 임계확률분석을 통해 국민연금보유지분의 영향력을 분석하였음.
- 이 분석은 국민연금이 경영권의 향배를 포함한 경영의사 결정에 실질적인 영향력을 행사하기 위해서는 국민연금의 지분율이 일정 수준 이상 이어야 하며, 동시에 최대주주의 지분율이 상대적으로 낮아야 한다는 것을 전제하고 있음.
- 이 보고서는 분석대상 446개 기업중 지분율이 50%를 상회하는 133개 기업을 제외한 나머지 기업들에 대한 임계확률을 산출한 결과를 다음과 같이 제시하였음.

〈표 10〉 최대주주 지분율 50% 미만 기업에 대한 국민연금 지분율의 임계확률분포

임계확률	2009년 3월 지분율 기준	지분율 2배 증가시
50%미만	4	8
50%이상 60%미만	38	39
60%이상 70%미만	67	71
70%이상 80%미만	89	87
80%이상 90%미만	60	56
90% 이상	52	49

자료: 박영석 외, 「국민연금기금의 시장영향력을 고려한 적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구」, 한국재무학회 2009

- 이 보고서는 결론적으로 임계확률이 60%미만인 기업에 대해서 지배주주가 존재하지 않는 민영화된 공기업과 지배주주의 지분율이 낮고 지분이 분산되어 있는 일부 중소기업을 제외하고는 국민연금이 의결권을 통해 영향력을 행사할 수 있는 여지는 매우 제한적인 것으로 분석하고 있음.
- 국민연금의 지분율이 2배가량 증가하는 경우에도 현재와 같은 수준으로 최대주주의 지분율이 유지되고 기타주주들, 특히 우호지분과 자산운용사들의 지분에 큰 변화가 없다면 지분율 상승에도 불구하고 국민연금이 의결권을 통해 기업들에 대해 영향력을 행사할 수 있는 범위는 매우 제한적임을 밝히고 있음.

□ 국민연금지분율에 따른 의결권행사분석(보사연분석)

- 본 연구는 국민연금공단홈페이지에 공시된 5%이상 지분보유 자료와 의결권행사내역자료를 분석하여 보유지분과 의결권행사내역간의 관계를 분석하였음.
- 우선 지난 4년 동안(2008년 3월 ~2011년 3월) 국민연금기금이 5%이상 지분율을 공시한 적이 있는 기업현황을 살펴본 결과, 2011년 3월말 공시기준으로 5%이상지분보유 기업수는

149개로 지난 4년 중 가장 많음.

- 5%이상지분을 2011년 3월 기준으로 과거 4년 동안 5%이상 지분보유로 공시된 기업과, 3년 동안, 2년 동안, 그리고 2011년 최초로 5%지분초과 기업으로 공시된 기업 등으로 구분해보았음.
- 2011년 기준으로 4년 계속 5%이상 지분초과를 경험한 기업의 수는 32개 기업이고 3년 동안 5%이상 지분초과를 경험한 기업의 수는 37개로 조사되었음.

〈표 11〉 국민연금기금의 5%이상 지분보유 기업수(2008-2011)

기간	5%이상 지분보유 기업수	의결권행사 반대건수 (2010.12-2011. 11)
4년 연속	32	6
3년간	37	6
2년간	35	6
1년(2011년)	44	17
합계	148	35

□ 지난 4년 동안 5%이상 지분초과를 경험한 기업들의 의결권행사 (2010년 12월 ~2011년 11월)내역을 별도로 살펴보았음.

- 5%이상 지분초과를 경험한 기업의 수는 총 148개이고 이들 기업들의 의결안건에 대해 반대를 한 건수는 35건 임.

〈표 12〉 2010.12 ~2011.11(1년간) 의결권 반대행사 내역

반대안건	반대행사 건수 (전체) (A)	지난 4년간 5%초과지분 경험기업 (B)	5%초과지분 미경험기업 (C=A-B)
정관변경	28(18.1%)	6(17.1%)	
이사/사외이사선임	52(33.7%)	16(45.7%)	
재무제표승인	17(11.0%)	1(2.8%)	
감사위원/감사선임	33(21.4)	9(25.7%)	
이사/감사보수한도	18(11.6%)	3(8.5%)	
임원퇴직금규정	1(0.65)		
주식매수선택권부여	2(1.30%)		
기타	3(1.95)		
총 계	154(424개 기업)	35/(148개 기업)	119/(276개기업)
기업당 반대건수	0.36	0.23	0.43

- 5%지분초과 경험과 미경험을 구분해 볼 때 의결권에서 반대를 경험할 확률은 5%초과지분을 경험한 기업들은 17.56%인 반면에 5%지분초과를 경험하지 않은 기업들의 확률은 32.2%로 두 배 정도 높은 것을 알 수 있음.
- 즉, 5%지분초과기업들이 국민연금의 반대의결권을 경험할 확률이 더 낮다는 것을 보여주고 있음.
- 4년중 5%초과지분 경험기업 중에서 4년 연속 5%초과지분 경험기업과 4년 중 3회 이하 경험기업으로 구분해서 비교해 본 결과 4년 연속 5%초과지분 경험기업군인 1 그룹의 반대행사기업확률이 15.62%로 2그룹의 18.1%, 3그룹의 32.2%에 비해 현저히 낮은 것을 알 수 있음.
- 연구진이 분석한 결과 지분율과 의결권행사에서 반대할 확률은 비례하지 않는다는 것을 확인할 수 있었음.

〈표 13〉 지분보유 비중과 의결권 반대행사(2011 1년간)내역-2

	4년 연속 5%지분초과 경험기업 중 반대 행사 기업 (1그룹)	4년 중 3회 이하 5%지분초과 경험기업 중 반대행사 기업 (2그룹)	5%초과지분 미경험기업 중 반대행사 기업 (3그룹)
기업수 (의결권행사기업수)	5 (32)	21 (116)	89 (276)
반대행사기업확률	5/32= 15.62%	21/116= 18.1%	89/276= 32.2%
반대행사 의결권수 (반대행사 기업수)	6 (5)	29 (21)	119 (89)
반대행사 기업당 반대의결권수	6/5= 1.2	29/21= 1.38	119/89 =1.33

## 7. 국민연금의 의결권행사지침과 글로벌기준과의 차이점

□ 의결권행사와 관련하여 국제적인 기준으로 인정받는 것 중 하나가 RiskMetrics Group의 「International Proxy Voting Guidelines」 인.

– 이 가이드라인은 전세계 국가별로 의결권행사의 세부지침을 별도로 두고 있는데 한국에 적용되는 가이드라인중 국민연금 기금의 지침과 차이가 나는 부분을 비교해 보았음.

– RiskMetrics의 한국의결권행사 세부지침과 우리나라 국민연금의 의결권행사지침과 크게 다른 부분은 다음과 같음.

- 자산2조 이상의 상장법인경우 감사위원회에 사내이사를 선임코자 할 때 부결권추천 (2007년부터시행)
- 정관변경건시 신주, 전환사채, 신주 인수권부 사채의 발행을 통해 기존 주주에게 초래되는 희석가치가 20%를 초과할 경우, 부결권 추천(2008년부터시행)
- 상장회사를 대상으로 하여 사외이사 재선임 시 과거 이사회 참석율이 75% 미만일 경우, 부결권 추천- 이전에는사외

이사의 75% 참석율에 관한 규정이 자산 2조이상 상장회사에만 적용(2009년부터 시행)

- 자산 2조 이상의 상장법인 경우, 사외이사 대비 사내이사 비율이 과반수(>50%)를 초과하지 않을 경우, 독립성이 없는 이사선임전에 대하여 (founding family 제외) 부결권 추천(2010년부터 시행)
- 과거 회사의 직원 또는 임원이 2년이 경과한 이후에는 회사의 사외이사로 선임될 수 있다고 정하고 있으나 RiskMetrics는 5년을 최소경과기간으로 정하고 있음.

## 8. 기업의 지배구조평가 관련 국제지표

□ RiskMetrics사의 지배구조 위험지표(Governance Risk Indicators)

- 의결권행사전문 컨설팅 기관인 ISS는 2010년 9월 새로운 형태의 지배구조 위험지표를 개발하여 발표하였음.
- 이 지표는 회계감사, 이사회구성, 주주권, 임원보상체계 등 4개 부문에 대해 총 166개 항목으로 구성되어 있음.
- 우리나라 국민연금기금은 아직까지 ESG에 관한 언급은 하고 있지 않고 있으나 그러나 해외 의결권행사전문기관의 자문을 받게 되는 경우, 현재 해외에서 선진국을 중심으로 진행 중인 환경 및 지배구조에 관한 내용이 포함될 수 있을 것으로 전망됨.
- 4개 부문 총 166개 세부지표의 개별 항목에 대해 평가결과 -5점에서 5점의 점수를 부여하며 0점은 중립적인 점수이며 기준을 통과하는 수준이며, 플러스(+)점수는 벤치마크를 크게 상회하는 경우 부여됨.
- 마이너스(-)점수는 우려가 표명되는 경우 부여됨.

- 이 점수는 다시 정규화시켜 100점으로 환산되는데, 미국의 경우, 미국기업들의 최저점수(-4.07점)와 최고점수(3.69점)를 이용하여 100점으로 환산됨.
- <표 14>는 이사회구성영역중 세부평가지표인 “이사회회장의 자격과 분류”에 대한 평가기준임.

<표 14> 이사회 회장의 자격 및 분류에 대한 평가

	이사회 회장의 자격과 분류는?						
	프랑스	독일	네덜란드	스웨덴	영국	미국	캐나다
정보 없음	-5	-2	-5	-5	-5	-5	-5
임원이 의장인 경우	-5	-2	-5	-5	-5	-5	-5
의장이 비임원/비독립적인 이사인 경우	-2	-2	-2	-2	-2	-5	-5
의장이 독립적인 이사인 경우	5	1	1	1	1	1	5

- 예를 들어, 이사회구성의 경우 미국에서 낮은 우려수준으로 평가받기 위해서는 70점 이상을 받아야 함.
- 캐나다기업의 경우 85점 이상을 그리고 유럽은 80점이면 낮은 우려수준으로 평가됨.
- 주주의 권한(Shareholder's right)부문에서도 미국기업은 70점 이상이면 낮은 우려수준으로 평가되나 캐나다는 85점, 유럽은 80점 이상이면 낮은 우려로 평가됨.

□ GRI의 지속가능보고서(Sustainability Reporting)

- UN PRI가 강조하고 있는 ESG(Enviroment, Social Factor, Governance)를 종합적으로 보고하고 공시할 수 있는 보고체

계는 GRI(Global Reporting Initiative)가 개발한 GRI Reporting Guideline임.

- GRI는 비영리연구소로 미국의 환경단체인 CERES(Coalition for Environmentally Responsible Economics)와 UNEP(UN Environment Plan) 등이 공동으로 설립한 네덜란드 암스테르담에 소재한 연구소임.
- GRI의 지속가능보고서 체계는 기업의 전략과 조직을 소개하는 Strategy and Profile, 경제적성과를 소개하는 Economic, 기업의 생산활동상의 환경적 요인을 설명하는 Environmental, 사회적 문제를 다루고 있는 Social 영역으로 구성됨.

## 9. 국민연금기금의 바람직한 의결권행사 전문성강화 방향

□ 주식을 보유하는 데 그치지 않고, 장기적인 관점에서 기업의 가치를 증가시킬 수 있는 방향으로 의결권을 행사하는 경우 기업의 가치가 장기적으로 개선이 된다는 논문이 많이 발표되고 있음.

- 전 세계적으로 공적연금기금의 책임 있는 투자자로서의 역할이 강조되고 있으며 UN은 UNEP Finance Initiative 와 UN Global Compact가 공동으로 「The Principle for Responsible Investment」를 제정하여 전 세계 784개의 주요 기관투자자들이 회원으로 참여하고 있음.
- UN이 전 세계 대형투자사와 공적연금기금들에게 이 협정을 통하여 ESG(Environment, Social Factor, Governance Structure)에 보다 적극적인 자세를 취할 것을 요구하고 있음.
- 국민연금기금도 2009년 UN PRI에 회원으로 가입을 하였고 회원들이 책임 있는 투자자로서의 역할을 하고 있는 것을 감

안할 때 국민연금기금도 지금과 같은 보수적인 입장에서 보다 적극적인 주식의결권행사로 정책변화가 예상된다.

- 이에 따라, 상장기업 특히, 국민연금기금의 투자대상이 되는 대형우량주에 해당하는 기업들은 전 세계적으로 이슈로 제기되고 있는 ESG에 대해 보다 많은 관심을 가지고 대비를 해야 할 것으로 보임.

□ 따라서 국민연금의 의결권행사 전문성강화는 UN PRI가 역점을 두고 있는 ESG 이슈를 반영하는 방향으로 발전되는 것이 바람직함.

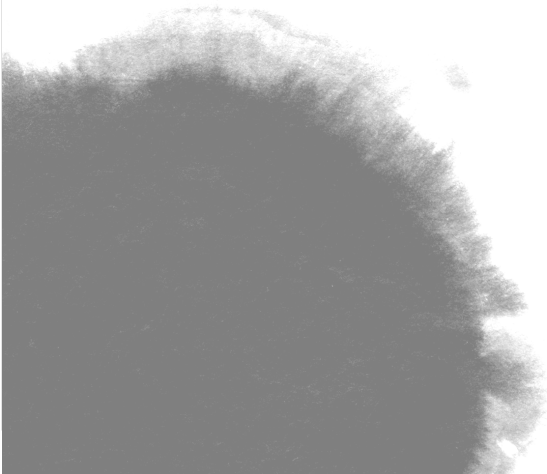
- 현재 우리나라에서 논란이 되고 있는 부분은 ESG 중에서 G 부분에 해당됨.
- 국민연금이 투자대상기업에게 전달해야 하는 메시지는 앞서 기술한 RiskMetrics사의 지배구조위험지표와 같은 지표를 채택하거나 이와 유사한 지표를 자체적으로 개발하여 자신들의 위험수준을 측정하고 관리해 줄 것을 권장하는 것임.
- ESG의 E에 해당되는 것은 앞서 기술한 지속가능보고서가 연계됨.
- 국민연금은 투자대상기업들에 대해 지속가능보고서의 작성과 공시를 권장할 필요가 있음.
- 이런 측면에서 볼 때, 국민연금의 의결권행사의 전문성강화는 2단계로 진행될 필요가 있음.
- 우선 1단계는 국민연금이 관심을 가지고 있는 영역에 대해 보다 객관적이고 투명한 기준을 제시하고 이를 권장하는 것임.
- 위에서 예시로 든 2개의 보고서를 작성하고 공시하는 것을 권장한다는 것을 공표하고, 2단계는 이 보고서 상의 지표의 수준을 어느 수준이상으로 유지하는 것을 권장하는 것이임.

- 의결권행사를 무조건 강화한다고 하는 것은 상당히 위험한 발상이며 구체적으로 어떤 것을 지수화 또는 지표화하여 관리해 나간다고 하는 것이 보다 바람직한 방향이며 의결권행사의 투명성과 객관성을 담보할 수 있음.
- 따라서 국민연금의 의결권행사의 전문성강화에 필요한 내용을, 특히 기업에 권장하는 각종 공시 관련 사항을 의결권행사지침에 명시하는 것이 필요함.



# 01

## 연구의 배경 및 목적





# 제1장 연구의 배경 및 목적

## 1. 연구의 배경

국민연금기금의 국내주식투자규모가 커짐에 따라 주식의결권에 대한 논의가 활발히 진행되고 있다. 그러나 의결권행사의 강화가 의미하는 바가 무엇인지에 대해서는 구체적인 논의 없이 강화라는 단어만이 강조되고 있어 불확실성과 의문을 야기 시킬 수 있다. 국민연금기금이 그동안 주식의결권행사를 하지 않은 것은 아니며 지금까지 주식의결권행사를 왔음에도 더욱 강화한다는 것은 무엇을 의미하는 것이고 과연 지금 논의되고 있는 방향이 국민연금이 앞으로 추구할 방향인지에 대해 보다 심도 있는 연구가 필요하다. 보건복지부 또는 공단(국민연금기금은 용본부가)의 공식적인 기본입장과 발전방안이 제시되지 않은 채 의결권 행사에 대한 논란이 가중되는 것은 의문을 낳게 하고 불확실성이 커지는 현상을 초래할 수 있다. 본 연구는 공적연금인 국민연금이 의결권행사의 전문성을 강화하는 것이 어떤 의미를 가진 것인지에 대해 살펴보았다. 특히, 국민연금기금이 UN PRI(Principles for Responsible Investment)에 가입되어 있는 것과 올해 의결권행사지침의 개정으로 의결권행사전문 컨설팅업체의 자문을 받게 되는 것과 연계하여 의결권행사에 있어 전문성강화의 방향에 대해 분석해 보았다.

## 2. 연구의 목적

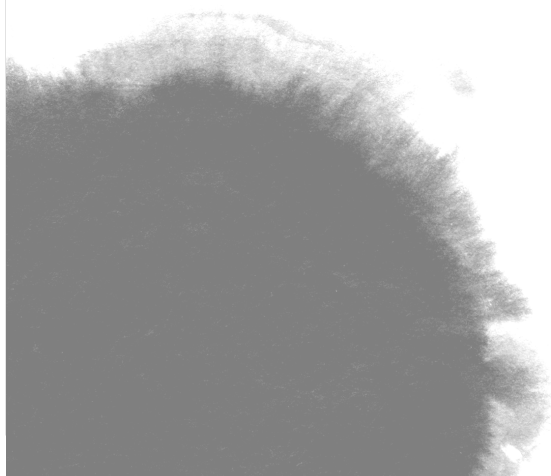
본 연구는 공적연금인 국민연금이 주식의결권행사를 함에 있어 감안해야 할 국제기준 또는 지침을 살펴보고 국민연금이 주식의결권행사방안을 발전시켜나가는 데 채택하기 적합한 기준과 지침을 제안하는 것에 목적을 두고 있다. 공적연금인 국민연금의 의결권행사는 민간연금기금 또는 다른 기관투자자들과 다를 수 있다. 국민연금투자원칙의 하나인 공공성의 원칙과 의결권행사가 어떻게 연계되어야 하는가도 심도 있게 토의되고 연구되어야 할 영역이다.

전 세계 대부분의 공적연금과 대형 기관투자자들이 참여하고 있는 UN PRI는 책임 있는 투자에 대해 합의점을 마련하여 실천에 옮기고 있다. 국민연금기금은 지금까지 수익률제고에 몰두하여 투자에 수반되는 책임인 주식의결권행사에 대해서는 보수적인 입장을 가지고 있었던 것이 사실이다. 국민연금도 UN PRI에 가입한 만큼 UN PRI가 추구하는 가치를 의결권행사에 반영하는 것이 필요하다. 본 연구는 공적연금인 국민연금의결권행사가 UN PRI의 실천사항을 어떤 형태로 반영해 나가야 하는지를 해외의 주요 공적연금기금의 의결권행산지침과 행사사례분석을 통해 살펴보았다.

주식투자대상기업의 수가 증가함에 따라 국민연금공단이 자체적으로 의결권행사를 하는 것은 점점 어려워 질 것으로 전망된다. 이에 따라 국민연금은 해외 의결권행사전문기관으로부터 컨설팅을 받을 수 있는 근거를 마련하였다. 앞으로의 과제는 국민연금이 이들 해외 컨설팅기관의 기존 지침을 어떻게 수용해야 하는가이다. 본 연구는 대표적인 의결권행사전문기관인 RiskMetrics의 의결권행산지침과 지배구조평가기준 등을 분석하여 국민연금이 수용할 수 있는 내용을 제안해 보았다.

# 02

## 주주행동주의의 이론적 검토





## 제2장 주주행동주의의 이론적 검토

### 1. 기관투자자의 주주행동주의의 역할

주주들의 적극적인 경영개입을 통한 주주행동주의(shareholder activism)는 기업경영권시장(market for corporate control)과 더불어 기업의 내부자인 경영자를 견제함으로써 대리인문제를 효과적으로 규율하는 것으로 알려져 있으며, 1980년대 말부터 선진자본시장을 중심으로 활발히 행사되어 현재까지도 상당한 관심을 받고 있다(Gillan and Starks, 2000). Gillan and Starks(2007)는 주주행동주의를 대리인문제를 완화시킴으로써 주주이익을 높이려는 행동으로 정의하고 있다. 특히, 기업경영권시장의 경영자 견제기능은 점차 줄어들고 있는 추세인데 반해 경영권분쟁(corporate control contest)없이 일정수준이상의 지분만을 소유하고 기업경영에 적극적으로 개입함으로써 경영자 견제가 가능한 주주행동주의에 대한 관심은 활발히 대두되고 있다(Karpoff, 2001). 이에 따라 연금기금이나 헤지펀드(hedge fund), 자산운용사 등 상대적으로 대규모의 주식투자가 가능한 기관투자자의 적극적인 주주행동주의가 투자대상기업의 기업가치 및 기업지배구조에 영향을 미쳐 투자자 보호(investor protection)와 자본시장발전을 리드해 나가는지는 매우 중요한 이슈로 제기되고 있다(Gompers and Metrick, 2001).

Becht, Franks, Mayer, and Rossi.(2009)는 주주행동주의를 보유한 지분에 대한 주식의결권(voting rights)을 이용하여 주주총회에서 경영

자와 이사진에게 압력을 행사하고, 지분의 매각의 위협을 통해 영향력을 행사하는 것이라고 정의하고 있다. 개인투자자들에 비해 상대적으로 높은 지분율을 갖는 기관투자자들이 주주행동주의의 주체로서 활동할 가능성이 높는데, 이들이 무임승차문제(free riding problem)를 발생시킬 가능성이 낮으며(Grossman and Hart, 1980; Shleifer and Vishny, 1986) 효과적이고 전문화된 감시활동이 가능하다는 주장을 하고 있다. 이러한 맥락에서 다수의 연구들이 기관투자자의 지분율과 기업가치가 정(+)의 관계를 갖으며, 이들이 기업에 대한 효율적 감시의 주체로서 활동하고 있음을 주장하고 있다(Brickly, Lease, and Smith, 1988; Holderness and Sheehan, 1988; McConnell and Servaes, 1990, Coffee, 1991). 반면, 기관투자자들이 투자대상기업과 업무상의 연계(business relation)를 갖는 경우 효율적 감시보다는 자신들의 이해관계에 따라 협력하는 것이 서로에게 이익이 되므로 현 경영진을 지지하게 되어 오히려 기업가치가 하락할 수도 있음을 보여주는 연구도 존재한다는 주장도 제기되고 있다(Pound, 1988).

기관투자자의 주주행동주의의 역할에 대해서는 긍정적인 시각과 부정적인 시각이 공존하고 있음. 기관투자자가 기업 가치나 기업지배구조 개선에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 주장한 연구들은 높은 주식의결권을 가진 기관 투자자에 의한 주주제안(shareholder proposal), 사적협상(private negotiation)이 소액주주(minority shareholder)의 무임승차문제(free rider problem)를 완화함으로써 주주가치제고에 기여할 수 있다는 주장을 제기하고 있다(Mackenzie, 1993). 대주주(blockholder)로서 기관투자자는 자신이 보유한 주식가치를 극대화하기 위해서라도 적극적으로 투자기업의 경영활동에 개입함으로써 기업지배구조 문제를 해결하고 기업 가치를 극대화할 유인을 갖고 있다는 것이다(Jensen and Meckling, 1976; Gillan and Starks, 2000).

반면 기관투자자의 역할에 대해 부정적인 시각을 보이는 이들은 기관 투자자들이 사실상 투자기업경영에 개입하여 기업지배구조를 개선할 능력이나 경험이 전혀 없기 때문에 주주행동주의의 영향력이 거의 없을 것임을 지적하고 있다(Lipton and Rosenblum, 1991; Wohlstetter, 1993). 또한 정치적 목적이 개입되어 주주의 부의 극대화에 관심을 두지 않거나(Romano, 1993), 오히려 근시안적인 투자성향이 짙어 단기이익에 집착하여 기업의 장기적인 발전을 저해할 수 있다는 것을 주장하고 있다.

## 2. 공적연금의 주주행동주의의 역할

다수의 기존연구들은 공적연금을 연구대상으로 이들의 주주행동주의의 영향력을 확인하고 있다(Carleton, Nelson, and Weisbach, 1998; Del Guercio and Hawkins, 1999; Hann, 2002; English, Smythe, and McNeil, 2004). Del Guercio and Hawkins(1999)는 공적연금은 기업지배구조에 있어 주요한 역할을 해오고 있음을 주장하고 있다. 공적연금이 대상기업에 대한 감시 및 가치증진효과가 이전에 인식되었던 것 보다 성공적으로 평가되고 있음을 발견하였다.

반면, Woidtke(2002)는 기관투자자들 각각의 동기부여구조와 관련된 가치효과를 기업에 투자된 공적연금(pension fund)과 사적연금(private fund)의 지분율을 사용하여 분석한 결과 기관투자자의 감시역할이 가치효과(valuation effect)와 연관이 있는 것으로 나타났으며, 이러한 가치효과는 기관투자자의 목적함수에 따라 달라짐을 발견하였다. 사적연금의 경우 펀드 운용자에 대한 보상이 펀드의 성과와 관련되어 투자대상기업의 주주가치에 긍정적인 영향을 미침을 확인한 것이다. 반면 공적연금의 경우 사회적 영향력이나 정치적 입장을 고려하기 때문에 오히려 투자대

상기업의 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 주장하고 있다.

투자대상기업의 기업지배구조 변화를 분석한 대부분의 연구들은 주주 행동주의가 기업지배구조 개선에 유의한 영향력을 갖고 있음을 보여주고 있다(Karpoff, 2001; Smith, 1996). Grundfest(1993)는 주주들의 주식의결권 반대행사는 공개적으로 경영자의 무능을 신호하고 교체가능성을 높임으로써 기업지배구조를 개선시킬 수 있는 최소한의 전략으로 고려할 수 있다고 주장하고 있다. Del Guercio, Cole, and Woitdke(2008)는 대상기업의 이사진이 주식의결권의 반대행사에 주의를 기울이는지에 대해서 대상기업의 이사회, 기업지배구조 변경여부, 그리고 대상기업 경영진의 명성도의 변화를 통한 분석결과 전반적으로 이사회, 기업지배구조와 주식의결권 반대행사 간에 주요 관계가 없는 것으로 나타난 반면 주식의결권 반대행사 대상기업이 경영자에게 좀 더 우호적으로 정관을 개정하거나, 인수방어전략을 추가하고 있다는 것을 확인하였다.

### 3. 헤지펀드의 주주행동주의의 역할

최근 주주행동주의에 대한 연구들은 헤지펀드(hedge fund)에도 초점을 맞추고 있다. 헤지펀드의 투자전략은 단기적인 성과에만 치중하는 펀드와 달리 저평가된 주식을 취득하여 장기투자하고, 부채를 투자자금으로 조달하여 효율적으로 활용하기 때문이다. 헤지펀드의 주주행동주의에 초점을 맞춘 연구들은 헤지펀드가 기업의 지분을 대량으로 취득한 경우(13D filing) 투자대상기업의 주가반응이 긍정적으로 나타나고 있음을 확인하고 있다. Brav, Jiang, Partnoy and Thomas(2008), Klein and Zur(2006)는 2004년부터 2005년까지 헤지펀드의 주식대량매수시 주가반응이 긍정적임을 확인할 수 있었다. 반면 Gillan and

Starks(2007)는 헤지펀드의 주식대량매입이후 몇 년 동안 주가의 상승 및 운용성과의 증가가 있었지만 이러한 변화의 원인을 주주행동주의로 단언하기 어렵다고 주장을 하고 있다. 또한 Partnoy and Thomas(2006)는 헤지펀드는 성과가 나타나지 않으면 투자자금을 회수해 버리는 특성을 가지므로 경영진에게 압력을 가하여 대리인 비용을 감소시키는 전략을 쉽게 사용할 수 있지만, 다른 기관투자자들에 비해 상대적으로 매우 빈번하게 거래하는 경향이 있기 때문에 헤지펀드가 대리인문제를 완화시키지 않는다는 주장을 제기하였다. 헤지펀드의 주주행동주의에 대한 다양한 의견이 제기되고 있지만 이들 연구들은 사전선택편의(pre-selection bias)와 정보의 누출문제(information of leakage)에 노출되어 있다는 단점을 가지고 있다. 특히, 헤지펀드의 대량주식매입공시의 경우 사전에 투자자들에게 알려질 가능성이 높고, 투자대상기업이 저평가된 기업에 집중될 가능성이 존재하기 때문이다.

#### 4. 능동적인 주주권행사를 위한 수단

##### 가. 주주협의회를 통한 협의채널 강화

투자기업의 주주 중 일정 지분 이상을 보유한 외부주주 중심으로 주주협의회를 구성하여 개별기업의 지배구조 개선을 모색하는 방식이다. 기관투자자 행동주의는 CalPERS와 CalSTRS가 일종의 주주협의회 CII(Council of Institutional Investor)를 만들어 주주권보호를 위해 노력하면서 시작되었다(1985년 1월). 특정 기관 투자자에 의해 독점되지 않고 공동의 접근방안을 모색한다는 점에서 장점을 갖고 있다. 주주권행사의 효과를 높이기 위해 연기금 및 기관투자자들이 전략적 제휴를 맺는 방식도 취하고 있다. 이는 UN PRI Clearing House

Engagement 효과를 강화하기 위해 UN PRI 회원들이 공동으로 투자 기업에 대한 Engagement를 실행하는 것도 이러한 취지에서 시작된 것이다.

## 나. 주주제안권 행사

경영진과 협의를 통한 우호적인 주주권 행사를 하되 협의가 원활하지 않거나 심각한 지배구조상의 문제가 있을 경우에 행사하는 방식으로 주주제안은 적극적인 주주권 행사의 수단이며 이를 위해서는 단계적 행사 지침이 필요하다. 주기적으로 기업의 실적 등을 모니터링을 한 후, 문제 기업을 판별하고 경영진 협의를 통한 설득 등의 과정을 거친 후 주주제안을 통해 투자자의 견해를 경영진에게 전달하는 방식이다.

## 다. 사외이사 후보추천

많은 기업들이 독립성이 보장되고 전문성을 갖춘 사외이사를 선임하는 데 어려움을 겪고 있다. 국내 기업 중에는 상당수의 사외이사가 대주주 또는 집행임원에 의해 추천 및 선임되어 독립성이 미약한 것도 사실이다. 국내 67개 재벌그룹의 247개 상장기업의 사외이사 총748명 가운데 32.1%(240명)은 총수일가나 경영진, 회사와 직접적인 이해관계나 학연으로 연결되어 있다는 분석도 제기되고 있다. 경영감독과 사외이사의 독립성 강화를 위해 사외이사 후보추천의 필요성이 제기되고 있다. CalPERS도 최근 SEC(Rule 14a-11)에 의해 사외이사 후보추천이 가능해 짐에 따라, CalSTRS와 함께 사외이사 후보추천 업무를 추진하고 있다. CalPERS는 사외이사 후보 추천을 위해 가장 먼저 자격을 갖춘 다양한 사외이사 후보풀이 필요함을 인식하고 사외이사 후보 추천뿐 구성 및 교육/인증 프로그램을 진행하고 있다. 후보추천의 공정성과 투

명성 확보가 중요하므로 사외이사후보추천위원회를 구성할 때 독립성이 확보되어야 한다. 후보인력풀 도입 및 관리를 위해 이사 후보들의 책임성, 독립성, 전문성, 자율성, 지도력 등을 기초로 엄격한 추천 기준을 제정하여 인력풀을 관리할 필요가 있다. 경영참여의 가능성을 축소하고 기업 이사회(또는 사외이사후보추천위원회)의 자율성과 독립성을 존중하기 위하여 복수의 인력풀(3명)을 제시하는 방안도 가능하다.

#### 라. Focus List 활용

경영성과와 지배구조관행 등에 문제가 있는 기업들을 대상으로 적극적인 경영개입 사전 단계로서 Focus List를 작성하여 관리하는 하는 수단으로 활용되고 있다. CalPERS는 투자비중, 소유 집중도 등을 고려, 기업성과가 나쁘고 지배구조가 열악한 기업 10여개를 매년 선정(Focus list)해 공표하고 있다. CalPERS는 Focus List가 대상기업의 수익률개선에 크게 기여하고 있다는 것을 실적으로 보여주고 있다(누적초과수익률(5년): -84.2%(선정 전) 15.4%(선정 후)).

Focus List 공개 등을 통해 다른 주주들에게 해당기업의 문제점을 알려주고 해결책을 제시하는 방식으로 해당 경영진은 언론의 부정적 보도를 우려하여 적극적으로 주주와의 협의에 임하게 되며 경영개선을 위해 노력하게 된다. 이 제도를 도입하기 위해서는 Focus List 선정을 위한 내부지침을 도입하고 대상기업에 대한 경영자 협의 및 의결권행사 등이 수반되어야만 한다. 투자자치 훼손을 방지하기 위한 적극적 개입방식이다.

#### 마. 주주소송의 활용

투자자들이 자신들의 주장을 가장 강력하게 전달하는 방식이다. 투

자대상기업에 있어 심각한 수준의 주주권 훼손이 발생하는 경우 지배구조에 대한 가장 강력한 개입방법인 주주소송 제기가 가능하다. 증권집단소송, 주주대표소송 등과 관련한 지침과 외부의 소송참여 요청에 대한 대응 절차 및 기준 등이 마련되어야 하며 소송참여여부는 소송의 규모를 기준으로 소요비용 및 승소 가능성 등을 고려하여 결정된다.

## 바. 연금사회주의에 대한 우려

정부 및 정치권이 국민연금의 주주권 행사를 통해 민간 기업에 대해 부당하게 영향력을 행사하려는 의도를 통상적으로 연금 사회주의로 표현되고 있다. 국민연금의 주식투자 비중이 확대함에 따라, 국민연금이 기업자들을 대신하여 기업경영에 막대한 영향력을 행사하여 기업의 경영을 공공성과 연계시키려는 의도에 대해 우려를 표시하는 것이다. 국민연금이 의결권 행사를 적극적으로 하는 경우 연금사회주의라는 반론이 제기될 가능성도 있다. 한국재무학회(2009)의 임계확률을 통한 분석결과, 국내기업들의 소유구조 특성상 국민연금의 영향력은 매우 제한적이라는 것을 지적하고 있지만 국민연금의 의결권행사는 공정성과 투명성을 확보할 수 있는 절차 마련이 요구되고 있다. 현재 국민연금은 의결권행사전문위원회를 두고 있어 전문성과 독립성은 확보되어 있으나 민감하고 중요한 의사결정을 전담하고 주주권행사 남용을 방지할 수 있는 별도 위원회구성이 필요하다는 의견도 제기되고 있다.

국민연금은 주식의결권행사를 보다 전문적으로 수행해야 하는 과제와 함께 적극적인 공시와 투명성 강화가 요구되고 있는 만큼 공적연금인 국민연금은 위에 제시된 적극적이고 능동적인 주주권행사를 시행하는 것은 적절치 않을 수 있다. 국민연금의 의결권행사는 직접적 경영개입을 자제하고 기업의 자율성을 최대한 보장할 수 있는 방향으로 추진되

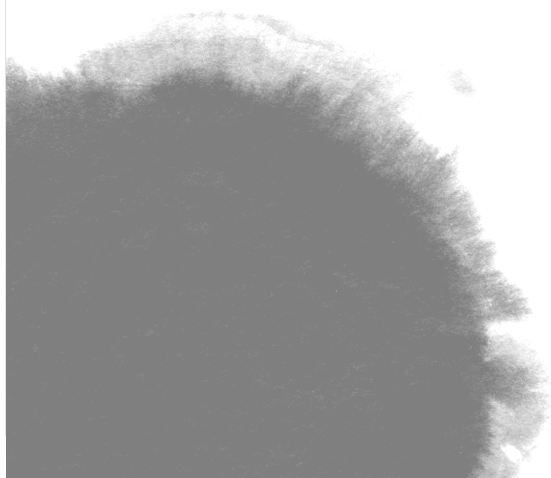
고 있으나 이러한 기본입장을 유지할 수 있는 제도적 보완이 필요하다.

국민연금의 주식의결권전문성강화는 단계적, 점진적 시행을 통해 충분한 국민적 공감대 형성이 필요하다. 정책토론회, 의결권전문위원회의 심층 토의 및 기금운용위원회 보고를 통해 중장기적인 주주권 행사 방향을 설정하는 것이 필요하다. 컨퍼런스 등을 개최해 국내외 이해관계자 및 전문가의 의견을 수렴한 후, 몇 년에 걸쳐 단계적이고 점진적으로 발전시켜 나가야만 한다. 이러한 과정을 거친 후 능동적인 주주권 행사는 소유가 분산되어 경영감독기능이 미약한 기업을 선별해 시행하는 것을 검토해 볼 수 있다. 대상 기업 선별을 위해 지분율, 보유비중, 임계확률 등을 고려해 합리적인 기준이 마련이 선행되어야 한다.



# 03

## 국민연금기금의 운용현황 및 국내주식투자비중





# 제3장 국민연금기금의 운용현황 및 국내주식투자비중

## 1. 국민연금의 국내주식시장 점유율 분석 1(보시연추계)

2010년 12월말 기준으로 KOSPI 상장 927개사의 시가총액은 약 1,141조원 이다. 국민연금기금이 보유한 국내주식의 시가총액은 55조원으로 전체시가 총액의 4.8%를 차지하고 있다.

〈표 3-1〉 부문별 투자금액과 비중

(시가기준, 단위: 억원, %, %포인트)

구분	2010년말(A)		2009년말(B)		증감(A-B)	
	금액	비중 <sup>1)</sup>	금액	비중	금액	비중
금융부문	3,235,975	99.9	2,772,519	99.9	463,456	0.0
국내주식	549,755	17.0	363,103	131.1	186,652	3.9
해외주식	199,185	6.2	131,948	4.8	67,237	1.4
국내채권	2,165,173	66.9	2,048,853	73.8	116,320	-6.9
해외채권	132,882	4.1	105,434	3.8	27,448	0.3
대체투자	188,981	5.8	125,222	4.5	63,759	1.3
복지부문	1,282	0.04	1,540	0.1	-258	0.0
기타	2,650	0.1	2,365	0.1	285	0.0
기금자산계	3,239,908	100	2,776,424	100	463,484	0.0

국민연금적립기금은 앞으로 기하급수적으로 증가하며, 국내주식비중이 2010년 말 기준인 17%로 하고, 현재의 KOSPI 시가총액대비 비중인 4.8%를 유지하기 위해서는 KOSPI시가총액이 큰 폭으로 신장되어야만 한다.

〈표 3-2〉 국민연금 국내주식투자의 KOSPI시가총액 대비 비중전망

(단위: 억원)

연도	국민연금 적립기금증가 추이	국내주식 (비중: 17% 유지) A	KOSPI시가총액 B	비중 A/B
2010	3,235,972	549,755	11,410,000	4.8%
2015	5,750,980	977,666	20,368,041*	4.8*
2020	9,239,850	1,570,774	32,724,458*	4.8*
2025	13,044,470	2,217,559	46,199,145*	4.8*

주: 2015년 이후 KOSPI 시가총액 및 비중은 2010년말 비중(4.8%)을 가정하는 경우의 필요 KOSPI시가총액임

2015년의 KOSPI 시가총액 2,036조원(추정)은 2010년말 대비 78% 증가한 것이 된다. 2020년의 KOSPI 시가총액은 3,272조원(추정)이 되어야 하며 이는 2015년 대비 60.7%가 신장한 것이다. 지난 10년간 KOSPI시가총액의 상승률을 감안해 볼 때 향후 5년, 10년 동안 60%~70%수준의 증가율은 기대하기 어려울 것으로 예상된다. 따라서 국민연금기금의 KOSPI시가총액대비 국내주식투자비중은 7~8%대로 전망된다.

〈표 3-3〉 KOSPI 시가총액 증가율(과거 10년)

(단위: 억원, %)

년도	회사 수	시가총액	전년대비증가율
2010	777	11,418,855	28.6
2009	770	8,879,352	53.9
2008	765	5,769,277	-39.3
2007	746	9,519,179	35.1
2006	731	7,045,875	7.55
2005	702	6,550,746	58.7
2004	683	4,125,881	16.1
2003	684	3,553,626	37.3
2002	683	2,586,808	1.1
2001	689	2,558,501	36.0
2000	704	1,880,415	

시가총액과 GDP와의 관계를 보면 지난 10년간 시가총액의 GDP대비 비중은 지속적으로 증가하여 2010년 기준으로 시가총액은 GDP의 97%에 달한다. 따라서 향후 시가총액을 GDP와의 비중을 통해 가늠해 볼 수 있다. 향후 시가총액이 2010년 비중인 97%가 유지된다는 가정과 지난 3년 평균인 80%를 유지한다는 가정 하에 시가총액장기전망을 해 보았다.

〈표 3-4〉 시가총액의 GDP대비 비중

(단위: 10억)

	국내총생산 (A)	시가총액 (B)	비중 B/A
2000	603,236	188,041	0.31
2001	651,415	255,850	0.39
2002	720,539	258,681	0.36
2003	767,114	355,363	0.46
2004	826,893	412,588	0.50
2005	865,241	655,075	0.76
2006	908,744	704,588	0.78
2007	975,013	951,918	0.98
2008	1026,452	576,928	0.56
2009	1065,037	887,935	0.83
2010	1172,803	1141,885	0.97

우리나라의 GDP는 2008년 국민연금재정추계시 사용된 수치를 사용하는 경우, 2015년 1590조원, 2020년 2,179조원, 2030년 3,483조원으로 증가할 것으로 전망된다. 국회예산정책처의 추계는 이 보다 조금 낮은 수준으로 추계되었고 조세연구원의 2009년 추계는 큰 차이를 보이고 있다.

〈표 3-5〉 우리나라의 GDP 장기추계

(단위: 조원)

	2008년 국민연금재정추계 (보사연인구적용)	조세연구원	국회예산정책처
2015	1,590.90	1,569.20	1,597.90
2020	2,179.70	2,086.20	2,130.30
2025	2,755.60	2,651.50	2,740.40
2030	3,483.50	3,306.10	3,426.60
2035	4,177.50	3,944.90	4,227.30
2040	5,009.70	4,546.60	5,101.70
2045	5,864.20	5,175.50	5,859.40
2050	6,864.50	5,739.30	6,522.30

추계결과 2025년에 최소 2,121조원(추계2안)에서 최고 2,672조원(추계1안)으로 계산되었다. 앞서 국민연금의 우리나라 주식시장점유율을 4.8%로 유지하기 위해서 필요한 2025년의 시가총액은 4,619조원으로 계산된 바 있으며 이 수준은 추계2안에 의한 시가총액대비 2.17배에 달한다. 달리 표현하자면 2025년에 실제 점유율은 10.45%가 될 수 있다는 것이다(주식투자비중 17%유지시).

〈표 3-6〉 GDP대비 시가총액 추계

(단위: 조원)

	2008년 국민연금 재정추계GDP 기준 (1안)		조세연구원 추계GDP 기준 (2안)		국회예산정책처 <sup>1)</sup> 추계G DP기준 (3안)	
	0.97	0.8	0.97	0.8	0.97	0.8
2015	1543.173	1272.72	1522.124	1255.36	1549.963	1278.32
2020	2114.309	1743.76	2023.614	1668.96	2066.391	1704.24
2025	2672.932	2204.48	2571.955	2121.2	2658.188	2192.32
2030	3378.995	2786.8	3206.917	2644.88	3323.802	2741.28
2035	4052.175	3342	3826.553	3155.92	4100.481	3381.84
2040	4859.409	4007.76	4410.202	3637.28	4948.649	4081.36
2045	5688.274	4691.36	5020.235	4140.4	5683.618	4687.52
2050	6658.565	5491.6	5567.121	4591.44	6326.631	5217.84

자료: 1) 국회예산정책처 내부자료

## 2. 국민연금의 국내주식시장점유율분석 2(한국재무학회추계)

한국재무학회의 「국민연금기금의 시장영향력을 고려한 적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구-2009」는 국민연금기금의 국내주식시장점유율을 2개의 다른 방식으로 추정하였다.

### 가. 국내GDP를 이용한 추계(1안)

제 1안은 국내주식시장의 시가총액과 GDP와의 관계를 1974년부터 2008년까지의 연간자료를 이용한 장기균형식을 추정하여 도출하되, 2008년도의 일시적 충격을 반영하기 위해 ECM(error correction model)을 이용하여 장기균형에 근접해 지는 기간까지는 별도로 추정하는 방식을 이용하였다. 장기적인 추정은 국민연금장기재정추계(2008년도)에 제시된 자료에 대입하여 주식시장 시가총액을 추정하였다.

1안에 따른 추정결과 국내주식시장의 시가총액은 지속적으로 증가하며, 2015년에는 1,192조원, 2050년에는 6,208조원으로 추계되었다. 국민연금기금이 적립기금의 10%, 15%, 20%, 25%를 투자할 경우 2009년부터 2055년까지 국민연금기금의 국내 주식시장 평균 시장점유율은 각각 4.82%, 7.22%, 9.63%, 12.04%로 추정하고 있다.

〈표 3-7〉 국내주식시장 시가총액과 국민연금기금의 주식시장 점유율 추정치: 1안

(단위: 10억원, %)

연도	주식시 가 총액	적립금의 10%		적립금의 15%		적립금의 20%		적립금의 25%	
	금액	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
2009	576,888	28,477	4.95	42,716	7.40	56,954	9.87	71,193	12.34
2010	682,809	32,529	4.76	48,794	7.15	65,059	9.53	81,324	11.91
2015	1,191,945	57,510	4.82	86,265	7.24	115,020	9.65	143,775	12.06
2020	1,701,530	92,399	5.43	138,998	8.15	184,797	10.86	230,996	13.58
2025	2,237,982	130,445	5.83	195,667	8.74	260,889	11.66	326,112	14.57
2030	2,933,704	173,895	5.93	260,842	8.89	347,789	11.85	434,737	14.82
2035	3,593,818	213,105	5.93	319,657	8.89	426,210	11.86	532,762	14.82
2040	4,398,668	241,357	5.49	362,085	8.23	482,713	10.97	603,392	13.72
2045	5,226,901	244,048	4.67	366,072	7.0	488,096	9.34	610,121	11.67
2050	6,207,742	211,015	3.40	316,523	5.1	422,031	6.80	527,539	8.50
2055	7,245,650	128,638	1.78	192,957	2.66	257,276	3.55	321,995	4.44
평균			4.82		7.22		9.63		12.04

자료: 박영석 외, 「국민연금기금의 시장영향력을 고려한 적정 국내주식투자 비중과 의결권 행사에 관한 연구」 한국재무학회, 2009

## 나. 전 세계 주요 국가의 GDP를 이용한 추계(2안)

2안은 전 세계 주요 국가의 국가별 주식시장 시가총액과 GDP와의 관계를 2000년부터 2007년까지의 연간자료를 이용한 패널모형을 통해 추정된 후 국민연금장기재정추계(2008년)에 제시된 자료를 이용하여 주식시장의 시가총액을 추정하였다. 2안은 1안 보다 국내주식시장의 시가총액이 크게 추정되어 2015년에 2,055조원, 2050년에 6,558조원으로 계산되었다. 이에 따라 국민연금기금의 국내 주식시장 점유율은 1안 보다 낮아져, 적립기금의 10%, 15%, 20%, 25%를 투자할 경우 평균점유율이 각각 3.41%, 5.11%, 6.81%, 8.52%로 계산되었다.

1인의 추계결과인 7.22%(주식비중 15%)는 연구진이 전망한 7~8% (주식비중 17%)와 유사한 결과를 보이고 있다.

〈표 3-8〉 국내주식시장 시가총액과 국민연금기금의 주식시장 점유율 추정치: 2안

(단위: 10억원, %)

연도	주식시가 총액	적립금의 10%		적립금의 15%		적립금의 20%		적립금의 25%	
	금액	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
2009	1,352,311	28,477	2.11	42,716	3.16	56,954	4.21	71,193	5.26
2010	1,468,484	32,529	2.22	48,794	3.32	65,059	4.43	81,324	5.54
2015	2,055,189	57,510	2.80	86,295	4.20	115,020	5.60	143,775	7.00
2020	2,666,183	92,399	3.46	138,998	5.19	184,797	6.93	230,996	8.66
2025	3,278,791	130,445	3.98	195,667	5.97	260,889	7.96	326,112	9.95
2030	3,917,397	173,895	4.44	260,842	6.66	347,789	8.88	434,737	11.10
2035	4,549,744	213,105	4.68	319,657	7.03	426,210	9.37	532,762	11.71
2040	5,207,535	241,357	4.63	362,085	6.95	482,713	9.27	603,392	11.59
2045	5,869,436	244,048	4.16	366,072	6.24	488,096	8.32	610,121	10.39
2050	6,558,165	211,015	3.22	316,523	4.83	422,031	6.44	527,539	8.04
2055	7,256,926	128,638	1.77	192,957	2.66	257,276	3.55	321,595	4.43
평균			3.41		5.11		6.81		8.52

자료: 박영석 외, 「국민연금기금의 시장영향력을 고려한 적정 국내주식투자 비중과 의결권 행사에 관한 연구」 한국재무학회, 2009

### 3. 해외 주요 공적연금운용현황 및 국내주식시장 점유율

미국의 Social Security Trust Fund는 전 세계에서 기금규모가 가장 큰 공적연금이며, GDP대비 비중은 17.9%이다. 미국의 Social Security Trust Fund는 주식에는 투자하지 않고 전액 정부채권에만 투자하여 기금의 국내주식시장 점유율 분석에서 제외된다.

미국 다음으로 규모가 큰 공적연금기금은 일본의 GPIF로 1조 3,128

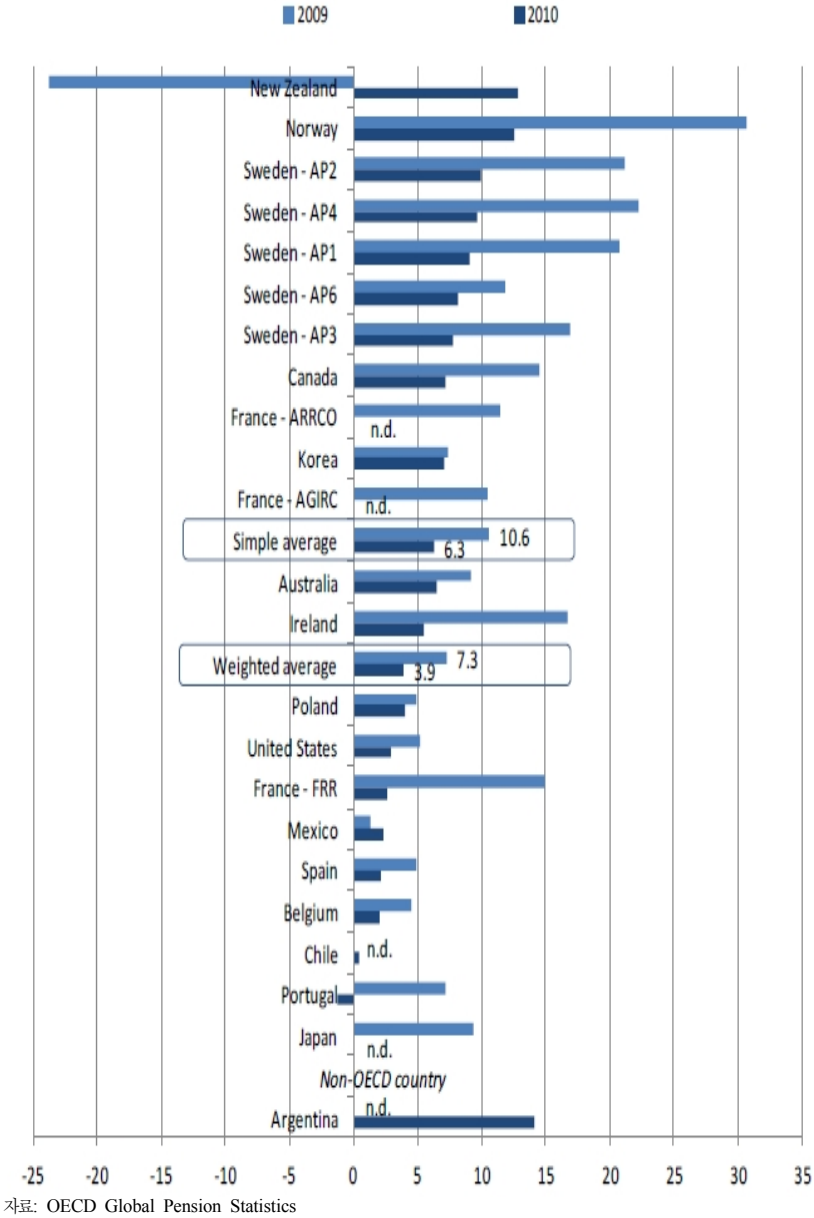
역불 규모이며 GDP대비 비중도 25.9%로 높다. 우리나라의 국민연금은 전 세계에서 3번째로 규모가 큰 공적연금기금으로 2010년말 기준으로 2,804억불 규모이며 GDP대비 비중은 전 세계에서 가장 높은 27.6%를 보이고 있다. 캐나다의 Canadian Pension Plan은 1,360억불 규모로 우리나라 다음으로 세계 4번째로 규모가 큰 공적연금이며 GDP대비 비중은 8.6%를 차지하고 있다.

〈표 3-9〉 해외 주요 공적연금의 기금규모(2010년말 기준)

국가	기금명	설립연도	자산규모	
			10억불	GDP대비 비중
미국	Social Security Trust Fund	1940	2609	17.9
일본	GPIF	2006	1312.8	25.9
한국	National Pension Fund	1988	280.4	27.6
캐나다	Canadian Pension Plan	1997	136.0	8.6
스웨덴	National Pension Funds(AP1-AP 4 and AP6)	2000	124.7	27.2
스페인	Social Security Reserve Fund	1997	85.3	6.1
프랑스	AGIRC-ARRCO	n.d.	71.7	2.7
	Pension Reserve Fund	1999	49.0	1.9
호주	Future Fund	2006	65.8	5.5
노르웨이	Government Pension Fund	2006	23.1	5.6

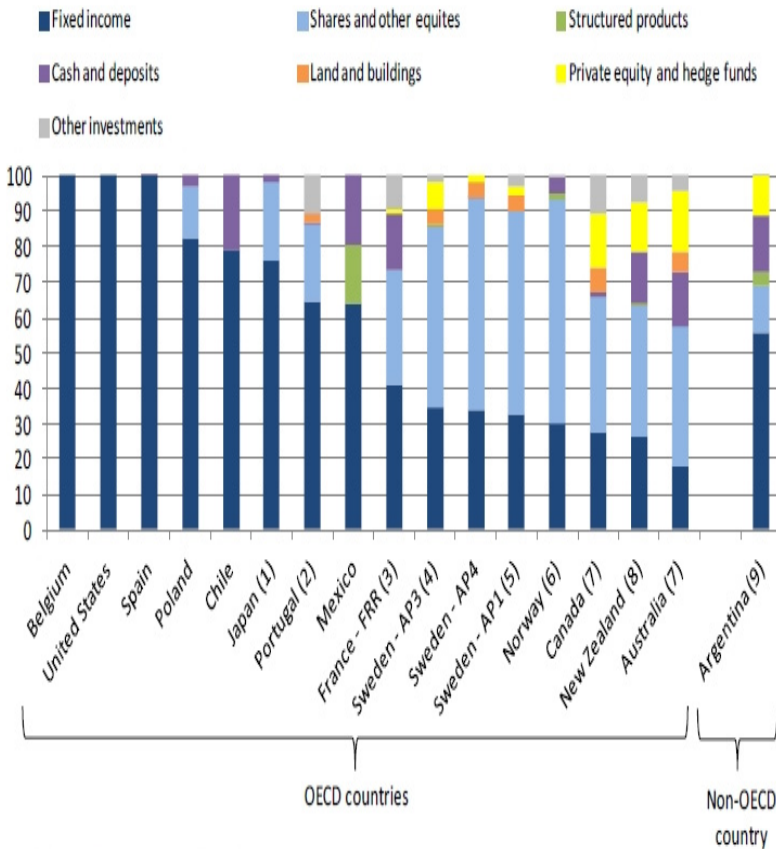
자료: 「Pension Market in Focus」 July 2011- issue 8, OECD

[그림 3-1] 해외 주요 공적연금의 수익률



해외주요 공적연금의 2010년 수익률은 2009년에 비해 감소하였으며 2010년도 수익률이 높은 순으로는 뉴질랜드, 노르웨이 스웨덴 등이다. OECD국가들의 2010년 공적연금단순평균 수익률은 6.3%로 2009년의 10.6%에 비해 크게 감소하였다. 자산비중을 감안한 가중평균은 3.9%로 2009년의 7.3%보다 크게 하락하였다.

[그림 3-2] 해외 주요 공적연금의 자산배분



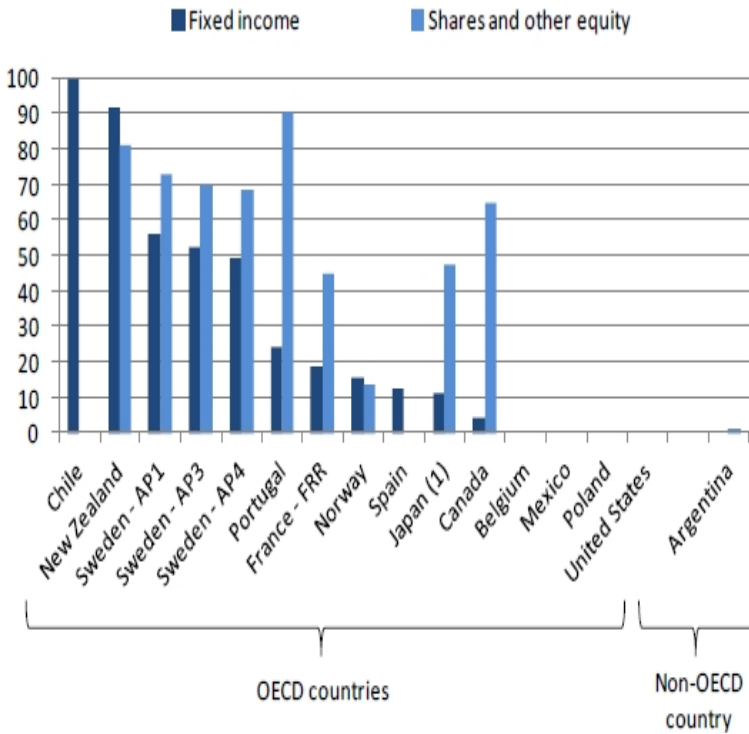
자료: OECD Global Pension Statistics

〈표 3-10〉 해외 주요 공적연금의 자산배분(2010년말 기준)

국가	국내주식	해외주식	기타
미국	-	-	미국은 국내 채권 100%
캐나다	14.1	39.4	46.5
일본	11.0	9.0	80
한국	17.0	6.2	76.8

(단위: %)

[그림 3-3] 해외주요 공적연금의 해외투자 자산배분



자료: OECD Global Pension Statistics

〈표 3-11〉 해외 주요 공적연금의 기금규모(2010년말 기준)

국가별 증시	시가총액 (백만불)		시가총액상승률 2010/2009 (달러화 기준)	공적기금의 시가총액비 중 (2010년말 기준)
	2010	2009		
미국 NYSE Euronext	13,394,081.8	11,837,793.3	13.1%	19.48%
캐나다 TSX Group	2,170,432.7	1,676,814.2	29.4%	6.27%
한국 Korea Exchange	1,091,911.5	834,596.9	30.8%	25.68
일본 Tokyo SE Group	3,827,774.2	3,306,082.0	15.8%	34.28

자료: 「Annual Statistics Reports-Equity Markets」, World Federation of Exchange 2011

2010년말 기준으로 계산해 보면 일본공적연금인 GPIF의 국내증시점 유율은 3.77%, 캐나다는 0.88%, 그리고 우리나라의 국민연금은 4.36%로 분석되었다. 캐나다의 시가총액은 우리나라 증시규모 보다 크지만 캐나다의 공적연금인 CPPIB는 해외주식비중이 39.4%로 국내주식비중 14.1%보다 월등히 높다.

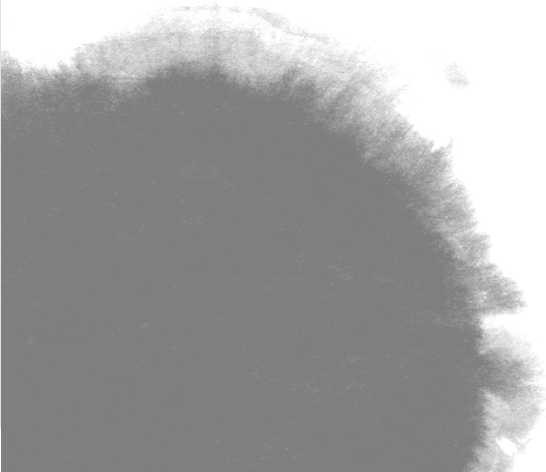
〈표 3-12〉 주요 국가의 공적연금의 국내주식투자규모 및 점유율(2010년말 기준)

(단위: 10억불)

국가	공적연금 기금명	자산규모	국내주식 비중	국내주식 투자금액 (A)	증시시가 총액 (B)	국내 증시 점유율
일본	GPIF	1,312.8	11.0%	144.41	3,827	3.77%
한국	National Pension Fund	280.4	17.0%	47.67	1,091	4.36%
캐나다	Canadian Pension Plan	136.0	14.1%	19.18	2,170	0.88%

## 04

국내 기관투자자의 주식의결권행사 현황 및  
문제점





## 제4장 국내 기관투자자의 주식의결권행사 현황 및 문제점

### 1. 국내 기관투자자의 주식의결권행사 현황

과거 한국주식시장에서는 주주행동주의의 발달수준이 매우 미비하여, 대부분의 기관투자자들이 주식의결권 행사에 대해 매우 소극적인 태도를 취하고 있었다(정윤모, 2001). 유가증권시장 상장법인 주식보유 집합투자업자 등의 의결권행사 공시현황을 지난해 동 기간과 비교·분석한 결과 2010년도 공시대상 공시건수는 전년대비 8.12% 감소하였으며, 주주총회 안건 반대비율은 0.33%로 전년대비 0.10%p 감소하였다. 그러나 최근 국민연금기금이 주식시장 내 점유율을 점차 높여감에 따라 대주주로서 주식의결권 반대행사가 증가하는 추세에 있으며 2010년도 8.1%의 반대비율을 나타내고 있다.

#### 가. 국민연금기금 주식의결권행사 내역(2005~2010년도)

국민연금은 2010년 1~12월중 총 528회의 주주총회에 참석하여 2,153건의 상정안에 대하여 의결권을 행사하였다. 참석한 주주총회에 상정된 총 2,153건의 안건에 대해, 찬성 1,979건(91.9%), 반대 174건(8.1%), 기권 0건(0.0%)을 행사하였다. 2010년 행사한 총 174건의 반대 의견 중 이사 및 감사 선임 반대가 96건으로 전체 반대 건수의 55.17%를 차지하고, 정관 변경(41건, 23.56%), 이사 및 감사의 보상

(24건, 13.79%), 기타 (13건, 7.47%)의 순이다. 이사 및 감사 선임에 대한 반대 사유는 사외이사 및 감사의 9년 이상 재직으로 인한 독립성 결여가 45건, 5년 내 계열사 상근임직원 사유가 20건, 이사회 출석률 기준미달이 19건, 기타 12건을 차지하고 있다. 국민연금은 5%이상 지분을 보유한 기업에 대해 공시를 하고 있다. 이들 기업에 대한 의결권 행사를 살펴보면 아래 표와 같다.

〈표 4-1〉 5% 이상 지분보유기업에 대한 의결권 행사내역

(단위 : 건, %)

연도	행사대상 보유기업수	행사 주주총회수	행사 안건수	행사내역		
				찬성	반대	중립/기권
2006	83	88	399(100%)	377(94.5%)	19(4.8%)	3(0.7%)
2007	80	87	362(100%)	342(94.5%)	20(5.5%)	0(0.0%)
2008	110	121	508(100%)	485(95.5%)	22(4.3%)	1(0.2%)
2009	134	142	653(100%)	612(93.7%)	40(6.1%)	1(0.2%)
계	407	438	1,922(100%)	1,816	101	5

주: 2009년은 1월-7월말 기준

〈표 4-2〉 5% 이상 지분보유기업에 대한 의결권 반대행사 내역 중 안건별 분류현황

(단위 : 건, %)

연도	이사선임	감사선임	재무제표 승인	정관변경	이사/감사 보수한도	기타	총계
2006	12	2	0	2	0	3	19
2007	6	4	0	4	3	3	20
2008	6	2	0	7	4	3	22
2009	15	10	0	12	2	1	40
계	39 (38.6%)	18 (17.8%)	0 (0.0%)	25 (24.8%)	9 (8.9%)	10 (9.9%)	101 (100.0%)

주: 기타항목은 감사, 주식매수선택권, 임원퇴직금규정개정 등

〈표 4-3〉 5% 이상 지분보유기업에 대한 직접/간접운용 분류별 의결권 행사내역

(단위 : 건, %)

구분	직접		간접	
	찬성	반대	찬성	반대
2006	104(98.1%)	2(1.9%)	273(91.0%)	17(9.0%)
2007	125(96.2%)	5(3.8%)	217(93.5%)	15(6.5%)
2008	154(97.5%)	4(2.5%)	331(94.8%)	18(5.2%)
2009	324(95.0%)	17(5.0%)	288(92.6%)	23(7.4%)
계	707(96.2%)	28(3.8%)	1,109(93.8%)	73(6.2%)
총계	735		1,182	

주: 괄호는 의결권을 행사한 전체기업 대비 반대기업 비중을 나타냄

#### 나. 집합투자기관의 주식의결권행사 내역(2005~2010년도)

유가증권시장 상장 12월 결산법인 정기주주총회 관련 자산운용사 등 집합투자업자 의결권행사 공시자료를 분석한 자료에 따르면 ('2010.3.25. 한국거래소 보도자료' 인용) 2010.1.1 ~ 3.19까지 공시)된 유가증권시장 상장법인 주식보유 집합투자업자 등의 의결권행사공시대상 공시건수는 2,420건으로 전년대비 8.12% 감소하였으며, 주주총회 안건 찬성비율은 98.13%로 전년대비 0.32%p 감소하였다. 반대비율은 0.33%로 전년대비 0.10%p 감소하였고, 주요 반대 의사 표시 안건으로는 감사선임(12건), 이사선임(10건)에 집중되었다.

1) 집합투자업자는 주주총회일 5일 전까지 의결권 행사 내용을 증권시장을 통하여 공시해야 함

## 1) 집합투자업자 등의 의결권 행사 공시현황

〈표 4-4〉 2010년 집합투자업자 의결권공시 내역

(단위 : 건, %, %p)

구분	2009년		2010년		수량증감 (C-A)	비율 증감 (D-B)	
	수량(A)	비율(B)	수량(C)	비율(D)			
공시건수	2,634	-	2,420	-	△214	-	
의결건수 기준	의사표시 안건수*	11,372	100	9,688	100	△1,684	-
	찬성	11,196	98.45	9,507	98.13	△1,689	△0.32
	반대	49	0.43	32	0.33	△17	△0.10
	불행사	39	0.34	46	0.47	7	0.13
	중립	72	0.63	136	1.4	64	0.77
의결주식수 기준	총의결권 주식수	3,802,571,777	100	3,817,390,627	-	14,818,850	-
	찬성	3,690,725,345	97.06	3,673,071,139	96.15	△17,654,206	△0.84
	반대	10,515,250	0.28	9,084,778	0.24	△1,430,472	△0.04
	불행사	50,081,902	1.32	55,139,497	0.13	5,057,595	0.13
	중립	45,920,519	1.21	80,095,213	2.14	34,174,694	0.93

주: \* 의사표시 안건수에 당해기업에 의결권 행사를 공시한 기관투자자의 수 × 의사표시 대상 주총 안건 수

2010년도 의결권 공시건수는 2,420건으로 전년 동기간(2,634건) 대비 8.12% 감소하였다. 12월 결산 정기주총 대상법인 643개 회사 중 3/19(금)까지 주총예정 기업은 총588(91.44%)개소 이다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 시행으로 공시의무 집합투자기구의 자산총액 기준이 10억원에서 100억원으로 상향 조정됨에 따라 의결권 공시 대상 법인수가 감소한 것이다. 의결권 공시대상 법인 기준은 자산총액의 5%

또는 10억원에서 자산총액의 5% 또는 100억원으로 상향조정 되었다. 집합투자업자들은 상장기업의 주총안건에 대부분 찬성하는 경향을 보이고 있다. 전체 안건중의 98%에 대해 찬성하였고 찬성비율이 전년 동기 대비 0.32%p 감소하였다. 반대비율은 전년대비 0.10%p 감소한 0.33%이며 중립비율은 전년대비 0.77%p 증가한 1.40% 불행사비율은 전년 대비 0.13%p 증가한 0.47%를 나타내고 있다.

## 2) 주요 특이사항

12월 결산법인 주총안건에 대한 집합투자업자들의 반대의사 표시 안건은 감사선임(12건), 이사선임(10건), 정관변경(4건)에 집중되어 있다.

〈표 4-5〉 상장기업별 집합투자업자 반대표시 안건

의사 구분	감사 선임	스톡 옵션	이사 보수	이사 선임	재무 제표	임원 퇴직금	특별 공로금	정관 변경	총계
반대 건수	12	1	1	10	1	1	2	4	32

기업별 반대 주요사례는 다음과 같다.

- 태광산업(주) : 미래에셋맵스자산운용 등 9개 집합투자업자가 감사선임 승인의 건에 대하여 반대표시
- 대한통운(주)의 : 유진자산운용이 정관 일부 변경, 이사 선임, 정관변경 승인의 건에 대하여 반대를 표시

집합투자업자별 반대 주요사례는 다음과 같다.

- 세이에셋코리아자산운용(4건), 드림자산운용(2건)이 반대의사 표시
- 세이에셋코리아자산운용은 (주)헬라인의 정관 일부 변경의 건, 임원 퇴직금 규정 개정의 건 등 총 3사 4개의 안건에 대해 반대의사 표시
- 유리자산운용은 송원산업(주)의 이사 선임의 건 등 총 2사 2개의 안건에 대해 반대의사 표시

의결권 불행사는 전년대비 0.13%p 증가한 0.47%를 나타내었고, 불행사 주요안건은 이사 또는 감사 선임의 건이 대부분을 차지하고 있다.

〈표 4-6〉 집합투자업자의 불행사내역

집합투자업자	불행사의결건수		불행사의결주식수	
	건수	비율(%)	수량	비율(%)
미래에셋자산운용투자자문	33	71.74	50,330,744	91.28
대한생명보험	5	10.87	3,931,350	7.13
푸르덴셜자산운용	4	8.7	870,768	1.58
신한비엔피파리자산운용	3	6.52	540	0
리자드코리아자산운용	1	2.17	6,095	0.01
총계	46	100	55,139,497	100

## 2. 국내 기관투자자의 주식의결권행사 문제점

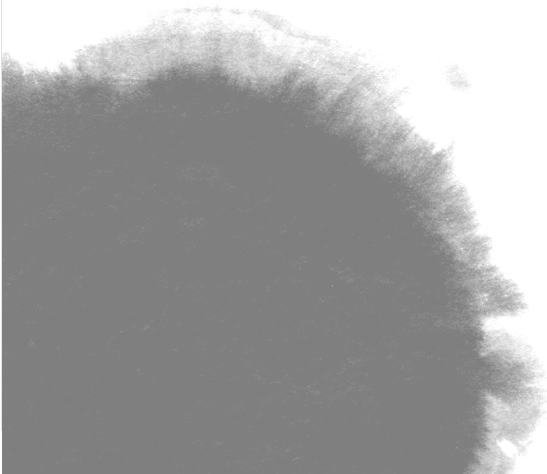
국내자본시장에서 일반 기관투자자의 의결권행사비율이 저조하다는 것을 지적할 수 있다. 국내 일반 기관투자자들은 소수를 제외하곤 국민연금기금에 비해 구체적이고 명확한 주식의결권 행사지침을 보유하고 있지 않으며, 경영진에 대해 매우 우호적인 방향으로 주식의결권을 행

사할 가능성이 높다는 것을 보여주고 있다. 우선 국외자산운용사와 달리 국내 자산운용사의 경우 의결권행사 담당직원 혹은 지배구조업무 담당 부서가 없는 경우가 대부분이다. 투자하는 상장회사에 대한 주주로서의 주주권/의결권 행사가 투자전략중의 하나로 여겨지지 않는 문화가 자리 잡고 있다는 것을 알 수 있다. 이에 대한 주된 이유로 한국자본시장 내 대규모기업집단의 존재를 들 수 있다. 대규모기업집단(재벌) 소속 금융기관들이나 이들과 이해관계(business relation)를 갖는 기업의 경우에는 충실 및 선관주의 의무가 있는 가입자 또는 주주의 이익과 기업집단(business group)의 충수, 계열회사 경영진의 이익 사이에 충돌(conflict of interest)이 발생하는 경우, 주로 후자에게 이익이 되는 방향으로 주식의결권을 행사할 가능성이 크다는 것이다. 즉, 일반 기관투자자의 경우 투자대상기업과 상업적인 거래관계가 형성되어 있는 경우가 많은데, 이 경우 투자대상기업 경영진에 반대되는 주식의결권을 행사하면 자신에게 오히려 불리할 수 있기 때문에 주로 경영진에 우호적으로 주식의결권을 경향을 보이고 있다.



## 05

국민연금과 해외 주요 공적연금의  
의결권행사내역 비교분석





# 제5장 국민연금과 해외 주요 공적연금의 의결권행사내역 비교분석

## 1. 국민연금의 의결권행사 내역

국민연금기금은 2010년 한 해 동안 총 528회의 주주총회에 참석하여 2,153건의 상정안에 대하여 의결권을 행사하였다. 참석한 주주총회에 상정된 총 2,153건의 안건에 대해, 찬성 1,979건(91.9%), 반대 174건(8.1%), 기권 0건(0%)을 행사하였다.

〈표 5-1〉 국민연금기금의 의결권행사 내역

행사년도	주식투자 기업 수	행사 주총 수	행사 안건 수	행사내역		
				찬성 (비중)	반대 (비중)	중립 (비중)
2010.12~ 2011.11	424 <sup>1)</sup>		1970		154 7.8%	
2010누계 (1월~12월)	563	528	2,153	1,979 91.9%	174 8.1%	0 0.05
2009	581	494	2,003	1,865 93.1%	132 6.6%	6 0.3%
2008	505	514	2,010	1,899 94.5%	109 5.4%	2 0.1%
2007	584	453	1,926	1,830 95.0%	96 5.0%	0 0.0%
2006	535	487	1,878	1,796 95.6%	70 3.7%	12 0.6%
2005	383	317	1,395	1,334 95.6%	38 2.7%	23 1.7%

주: 1) 국민연금공단 홈페이지에公示된 실적을 바탕으로 연구진이 계산한 의결권행사 국내기업수임.

2) 지분을 1%이상 기업에 대해 의결권을 행사하며, 1% 미만 기업은 중요한 안건만을 대상으로 함.

자료: 국민연금기금 실무평가위원회 회의자료 2011.2

2010년 행사한 총 174건의 반대의견 중 이사 및 감사 선임 반대가 96건으로 전체 반대 건수의 55.17%를 차지하고, 정관변경(41건, 3.56%), 이사 및 감사의 보상(24건, 13.79%), 기타(13건, 7.47%)로 보고되었다. 이사 및 감사 선임에 대한 반대사유는 사회이사 및 감사의 9년 이상 재직으로 인한 독립성 결여가 45건, 5년 내 계열사 상근임직원 사유가 20건, 이사회출석률미달이 19건, 기타 12건으로 구성되어 있다.

국민연금관리공단 홈페이지에 공시된 자료를 기초로 2010년 12월부터 2011년 11월 까지 거의 1년 동안 실제 의결권을 행사한 기업을 대상으로 조사한 결과 총 424개 국내기업에 대해 의결권을 행사하였고 1970개 안전에 대해 154개 안전을 반대하여 약 7.8%를 차지하고 있다. 2010년 12월부터 2011년 11월 까지 실시된 주식의결권행사에서도 이사/감사선임이 85건으로 55%를 차지하였다. 정관변경 28건 18%, 이 사/감사의 보상은 18건 11.6%를 각각 차지하였다.

〈표 5-2〉 2010.12 ~2011.11(1년간) 의결권 반대행사 내역

반대안건	반대행사 건수
정관변경	28
이사/사외이사선임	52
재무제표승인	17
감사위원/감사선임	33
이사/감사보수한도	18
임원퇴직금규정	1
주식매수선택권부여	2
기타	3
총 계	154

자료: 국민연금공단 홈페이지 공시내역

## 2. 해외 주요 기금의 의결권 행사 동향

### 가. 미국 캘리포니아공무원연금기금(CalPERS) 의 의결권행사 동향

CalPERS는 2010년 한 해 동안 총 10,677개 의총에 참여하여 주식 의결권을 행사하였으며, 의결권의 총 안건 수는 95,508건 이었다. 주주들이 상정한 안건은 911건이며 이에 대한 찬성비율은 아래 표 <표 5-3>과 같다.

<표 5-3> 미국 CalPERS 2010년 의결권행사 내역

기간	참여 주주총회수	의결권 안건 수	주주상정 안건 수	주주상정안건 찬성비중
2010 1~3월	1,272	8,728	111	51%
2010 4~6월	6,872	69,057	729	58%
2010 7~9월	1,203	9,983	38	73%
2010 10~12월	1,330	7,740	33	45%

자료: CalPERS Board Meeting Archive

2010년 10월 ~12월 까지 참여한 의결권행사 중에서 주요 안건별로 찬성과 반대내역을 살펴보면 아래와 같다.

#### ① 임원의 보상안건에 반대한 사례

대체적으로 과도한 임원에 대한 보상에 대해 반대를 하는 것으로 보이며 특히, 주식옵션에 대한 조건을 강화하는 것에 찬성하고 있다.

〈표 5-4〉 임원보상안건에 대한 반대 사례

회사명	일자	반대사유
Veint Systems Inc	10/5	주식옵션 자격은 최소 3년의 Vesting 기간이 필요함
Array Biopharm Inc	11/04	보상안에 reload stock option(추가적인옵션부여), "evergreen(정상적인 보상 이상의 추가보상안(stock option)이 포함됨
Radiant Pharmaceutical Corp.	12/03	"evergreen(추가적인 보상안)이 포함되어 있음
WHX Corp.	12/9	stock option에 대한 가격재평가를 허용하고 있음.

② 주주상정 안건에 찬성한 사례

임원보상에 대한 엄격한 기준준수와 이사회회장의 경영과 외부 이해 집단으로 부터의 독립성을 강조하고 있으며 공정한 인사정책도 지지하고 있다.

〈표 5-5〉 주주안건 찬성 사례

회사명	일자	안건	반대사유
News Corp.	10/22	임원보상 관련 Advisory Vote (권고 목적의 표결)	CalPERS는 임원보상에 대한 Advisory Vote는 주주와 회사의 이익을 대변함
Harris Corp.	10/22	이사회 의장의 중립성	경영진과 이해집단 으로부터 독립성을 유지할 수 있는 이사회회장은 경영에 대해 보다 객관적인 입장을 유지할 수 있음
Regis Corp.	10/28	MacBridge Principel (공정한 인사원칙)관련 안건	CalPERS는 공정한 인사정책과 근로기준에 대해 강력하게 지지하는 입장임.

### ③ 주주상정 안건에 반대한 사례

지나치게 순수한 경영진의 의사결정을 제한하려는 안에 대해 반대를 하고 있다.

〈표 5-6〉 주주상정 안건에 반대한 사례

회사명	일자	안건	반대사유
Coach Inc.	11/3	제품생산에서 모 피사용을 중단하는 안건	CalPERS는 해당 안건은 전적으로 경영진의 판단에 맡기는 것이 바람직함.
Devry Inc.	11/10	의료적 목적이 아닌 교육목적의 수의과적 수술의 금지	CalPERS는 해당 안건은 기업의 장기적인 경쟁력을 약화시킬 수 있음.

### ④ website를 통한 의결권 행사사례

주주총회에 직접 참석하지 않고 website를 통해 의결권을 행사한 경우에도 이사의 선임, 성과에 기반을 둔 보상, 이사회위원장의 독립성에 대해 적극적으로 표결을 하고 있다.

〈표 5-7〉 website 의결권 행사 사례

회사명	표결	안건	사유
Oracle Corp 10/6	찬성	임원의 퇴사 후 지분유지	CalPERS 는 임원들이 퇴사 후 일정기간 지분을 계속보유 해야 한다고 믿고 있으며, 이 안건은 퇴사 후 2년간 기존 보유지분의 75%를 계속유지해야함을 명시화 하고 있음.
P&G company 10/12	반대	이사선출	Kenneth Chenault 이사가 과도하게 많은 상장사 이사를 겸하고 있어 이사선임에 반대함.
Cardinal Health 10/27	찬성	성과에 기반을 둔 Stock Option	CalPERS는 성과에 기반을 둔 보상체계를 찬성하고 있음.
Microsoft Corp 11/16	반대	“지속가능 환경위원회 ”의 설립	CalPERS는 지속가능한 환경정책에 대해 항상 지원하고 찬성하는 입장을 갖고 있으나, 본 안건은 이사회가 관련법에 따라 구성되는 것이 아니므로 동 위원회를 구성할 것인가를 결정하는 것이 바람직 함.
Clarion Company 11/17	찬성	이사회 위원장의 독립성	경영진으로부터 중립성을 유지할 수 있는 이사회위원장은 경영에 대해 보다 객관적인 입장을 유지할 수 있음

⑤ 해외의결권 행사 중 반대사례

해외투자 기업에 대한 의결권도 국내기업과 동일하게 이사선임과 주주의 이익극대화에 초점이 맞추어져 있다. 호주기업과 일본기업에 대한 의결권행사에서는 독립성이 훼손된 특정 이사후보의 선임에 반대를 하였다.

〈표 5-8〉 해외 의결권 행사 사례

회사명	국가	안건	사유
Sunland Group Limited 10/15	호주	이사선임	이사 후보인 Soheil Abedian은 독립성이 훼손되어 이사선임에 반대함.
Uchida Yoko Company 10/16	일본	인수방어 계획의 수정	CalPERS는 인수방어계획의 수정은 주주이익을 대변하지 못하는 것으로 생각함.
Chiyoda Integre Company Limited 11/26	일본	이사선임 (감사선출)	감사후보인 Akira Yamashita 는 독립성이 훼손되어 감사선임에 반대함.

⑥ 인수합병에 대한 의결권행사 사례

끝으로, 인수합병안건에 대해서는 주주의 이익을 극대화할 수 있다는 견해에서 3건에 대해 찬성을 하고 있다.

〈표 5-9〉 인수합병 관련 의결권행사 사례

인수대상	인수자	일자	표결
Psychiatric Solutions Inc.	Universal Health Services Inc.	10/5	찬성
DivX Inc	Sonic Solutions	10/7	찬성
Mirant Corp	RRI Energy Inc	10/25	찬성

나. 캐나다 CPPIB의 의결권행사지침 및 행사실적

① 경영진 상정안건에 반대한 사례

CPPIB는 2010년 한 해 동안 총 3,245안건(캐나다: 530, 미국: 674, 북미이외지역: 2,041)에 대해 의결권을 행사하였고 이 중에서 11%에

해당하는 안전에 대해 반대를 하였다. 2009년에는 경영진 상정안전 (29,238)에 대해 15% 반대하였으나 이는 이사선출안전의 계산방식이 변경된 것에 의해 총 안전수가 감소한 것에 기인한다. 2010년부터는 개별 이사의 선출을 다른 안전으로 계산하고 있기 때문에 안전수가 증가하였다.

〈표 5-10〉 경영진 상정안전에 반대한 비중

안전	반대건수 및 비중	반대사유
주식보상안 도입 또는 수정	473/1,214 (39%)	의결권행사지침에 위반되거나, 비용이 많이 소요되고, 보통주가치를 희석시키고, 임원이 아닌 임원이 포함되어 있거나, 안전의 수정 등에 관해 이사회에 지나치게 많은 권한이 부여되어 있는 경우
주주권의 도입 또는 수정	48/105 (46%)	주주의 가치를 제고시킬 수 있는 인수제안에 대응할 수 있는 이사회준비가 부족한 경우
승인된 보통주수의 추가발행	31/64 (48%)	주주가치를 증가시키지 않는 보통주의 발행
출석 저조한 이사의 선임	131안전에 대해 유보 또는 반대	정당한 사유 없이 이사회 참석률이 75%미만인 이사의 선임

자료: 「2011 Annual Report」, CPPIB Homepage

## ② 주주가 상정한 안전에 찬성한 사례

CPPIB는 주주들이 상정한 총 788안전에 대해 의결권을 행사하였고 이는 총 의결안전의 3%에 해당한다.

〈표 5-11〉 CPPIB의 주주상정 안건 표결 사례

안건 내용	찬성률	찬성사유	일부 안건 반대사유
환경과 사회적위험관련 기업의 성과보고서공시	18/26 (69%)	투자자로 하여금 장기적인 기업의 재무적 성과를 판단할 수 있는 근거로 활용될 수 있음.	기존에 공시를 하고 있는 기업에 대해 추가적인 공시나 과도한 요구를 하는 경우
기업의 사회적책임 관련 기준 설정	16/31 (52%)	기업의 사회적책임에 대해 높은 기준을 설정하는 것은 기업의 장기적 재무적 성과와 연계되어 있어 찬성함.	과도하게 상세한 내용을 담고 있거나 추가적인 내용을 과도하게 요구하는 경우
이사선임에 대한 과반수 원칙	27/28 (96%)	과반수(다수결)표결원칙은 주주들로 하여금 특정 이사선임에 반대할 수 있는 기회를 제공함. 과반수를 획득하지 못한 이사가 선임되는 것에 반대함.	기존에 과반수 원칙을 준수하고 있는 경우, 추가적인 요구를 하는 경우
이사회 의장과 CEO의 분리	17/28 (61%)	각기 다른 역할을 가진 별도의 직책이므로 분리되는 것이 바람직함.	회사가 외부 이사 중 선임이사를 임명하여 별도의 역할을 부여한 경우.
이사의 구분철폐 (Declassify BOD)	17/25 (68%)	이사를 구분하는 경우, 선임하는데 어려움이 있고, 전체 이사를 한꺼번에 재선임할 수 없음.	이사가 구분되어 있으나 개인별로 선임되었고 단순한 과반수의결원칙에 의해 해임이 가능한 경우.

#### 다. CalPERS와 CPPIB의 의결권행사지침이 주는 시사점

CalPERS와 CPPIB의 의결권행사의 기본방향은 투자대상회사를 경영하지 않는다는 것이며, 주주, 이사회, 경영진의 3자간 역할분담과 책임에 대해 강조하고 있다. 또한 UN PRI가 제시하고 있는 책임 있는 투자에 적극 동참한다는 것도 명시하고 있다.

전반적인 의결권행사지침은 국민연금과 거의 동일하나 향후 국민연금

기금의 의결권 전문성강화방향을 시사한 것은 UN PRI가 강조하고 있는 ESG(Environment, Social Factor, Governance)에 대한 공시를 적극 권장하고 있다는 것이다. 구체적으로는 ESG에 대한 공시를 요구하는 안에 찬성(기업의 지속가능성보고서 제출을 요구하고 특히 탄소배출량과 같은 환경요인에 대한 구체적인 통계를 공시하도록 요구한다)하는 것을 명시하고 있다.

따라서 우리나라 대기업들이 의결권행사와 관심을 가져야 할 부분은 ESG이다. 외국의 주요 연기금과 공적연기금들은 RiskMetrics Group과 같은 의결권행사 컨설팅회사의 자문을 받아 의결권행사지침을 만들고 의결권을 행사하고 있다. 이들 의결권행사지침기업들은 ESG와 관련하여 각종 지표와 가이드라인을 참조하고 있으며 대표적인 것이 GRI(Global Reporting Initiative)가 개발한 GRI Reporting Guideline과 Risk Metrics(또는 ISS)의 Governance Risk Indicators 이다.

## 라. 일본 GPIF의 의결권행사

### 1) 의결권행사의 기본방향

일본 노동후생성의 GPIF 주식의결권행사에 대한 기본입장은 주주들의 장기적인 이익을 극대화할 수 있는 방향으로 행사한다는 것이다. 그러나 민간시장에서 기업의 경영활동에 영향력을 행사하지 않기 위해 노력하고 있다.

GPIF의 중장기 기금운용목표는 기업의 경영에 직접적인 영향력을 미치는 것을 방지하기 위해서 직접 의결권행사를 하지 않고 기금의 외부 위탁기관에게 행사를 위탁하고 있다. GPIF는 외부 위탁기관들에 대해 주주들의 이익이 극대화될 수 있는 기업의 지배구조의 중요성을 인식하도록 제안하고 있다.

GPIF는 모든 자산운용 위탁기관들이 정교한 의결권행사지침을 작성할 것을 권고하고 있으며 의결권행사결과를 GPIF에 보고하도록 하고 있다. GPIF는 외부위탁기관들이 의결권행사지침을 제출하여 승인받도록 하고 있다. 외부위탁기관들이 질 높은 의결권행사를 위해 매년 모든 위탁기관과 협의하고 의결권행사평가회의를 개최하고 있다. 2010년에 GPIF는 위탁기관들이 4월부터 6월까지 행사한 의결권행사결과에 대해 “의결권행사지침의 수립”, “조직적 체계”, 그리고 “실제 행사결과” 등의 관점에서 평가를 수행하였다. 평가결과 전반적인 의결권행사는 만족할 만 수준이라고 평가하였고 일부 사례에서 개선점이 발견되어 위탁기관에게 조치할 것을 지시하였다.

## 2) 국내주식의결권행사내역

지난 1년간(2010.4~2011.4) 외부위탁기관에 의해 수행된 의결권행사결과를 분석하면 다음과 같다. 총 175,166안건에 대해 의결권을 행사하였고, 경영진이 제안한 안건은 173,323건(98.9%)이고 주주들이 제안한 안건은 1,843(1.1%)건 이었다. 경영진이 제안한 안건에 대해 찬성한 안건 수는 153,093건(88.3%)이고 반대한 안건 수는 20,230건(11.7%)이었다. 주주들이 상정한 안건에 대해 찬성한 안건 수는 47건(2.6%)이었고 반대한 안건은 1,796건(97.4%)이었다. 경영진이 제안한 안건에 대해 반대한 비율은 2009년에 7.8%였고, 2010년 11.7%로 증가한 것을 알 수 있다.

〈표 5-12〉 일본 GPIF의 국내주식의결권행사결과(2009~2010년)

	안건제안주체	총계	찬성	반대
2010년	총계	175,166	87.4%	12.6%
	경영진	173,323	88.3%	11.7%
	주주	1,843	2.6%	97.4%
2009년	총계	157,737	92.6%	7.4%
	경영진	149,789	92.2%	7.8%
	주주	7,848	40.4%	59.6%

자료: 「Review of Operation in Fiscal 2010」, GPIF Homepage

기업지배구조와 관련하여 경영진이 제안한 안건에 대해 반대한 비율은 아래 <표 5-13>과 같다. 이사의 선임에 대해 경영진이 제안한 안건에 대해 반대한 비율은 10.6%였고, 외부이사의 선임에 대한 반대비율은 22.3%, 그리고 감사선임에 대해서는 17.9% 이 중에서 외부감사인 선임에 대해서는 23.8%를 반대하였다.

〈표 5-13〉 기업지배구조관련 안건 행사결과

제안안건		기업의 지배구조에 대한 안건				회계감사인의 선임
		이사의 선임	외부이사선임	감사의 선임	외부감사인선임	
의결권행사수		128,609	15,883	18,049	12,506	244
경영진 제안안건	총계	128,013 (100%)	15,755 (100%)	18,041 (100%)	12,498 (100%)	244 (100%)
	찬성	114,384 (89.4%)	12,234 (77.7%)	14,807 (82.1%)	9,523 (76.2%)	244 (100%)
	반대	13,629 (10.6%)	3,521 (22.3%)	3,234 (17.9%)	2,975 (23.8%)	0 (0.0%)
주주상정안건	총계	596 (100%)	128 (100%)	8 (100%)	8 (100%)	0 (0.0%)
	찬성	3 (0.5%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	반대	593 (99.5%)	128 (100.0%)	8 (100%)	8 (100%)	0 (0.0%)

임원의 보상과 관련하여서는 이사의 보수와 보너스에 대해 반대한 비율은 2~3%로 낮으나 이사의 퇴직보너스에 대해 반대한 비율은 43.2%로 상당히 높은 것으로 나타났다. 주식옵션부여에 대한 반대비중도 27.1%로 높은 것으로 나타났다.

〈표 5-14〉 임원의 보상관련 안건 행사결과

제안안건		이사의 보수	이사의 보너스	이사의 퇴직보너스	주식옵션 부여
의결권행사수		974	2,684	3,318	1,927
경영진제안 안건	총계	950 (100%)	2,684 (100%)	3,311 (100%)	1,927 (100%)
	찬성	930 (97.9%)	2,598 (96.8%)	1,879 (56.8%)	1,405 (72.9%)
	반대	20 (2.1%)	86 (3.2%)	1,432 (43.2%)	522 (27.1%)
주주상정안건	총계	24 (100%)	0 (0%)	7 (100%)	0 (0%)
	찬성	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (14.3%)	0 (0.0%)
	반대	24 (100%)	0 (0.0%)	6 (85.7%)	0 (0.0%)

배당지급에 대해 경영진의 안건을 반대한 비중은 2.4%로 상대적으로 낮았고 인수합병관련 안건에 대해 반대한 비중도 1.2%로 낮은 것으로 나타났다. 정관변경에 대해 경영진이 상정한 안건에 대해 반대한 비중은 4.9%였다.

〈표 5-15〉 주주의 권리관련 안건 행사결과

제안안건		지본운용관련 안건 (정관변경관련 안건제외)			정관변경 관련안건
		배당지급	자사주매입	인수 및 합병	
의결권행사수		12,170	112	498	4,745
경영진제 안건	총계	12,035 (100%)	112 (100%)	498 (100%)	3,672 (100%)
	찬성	11,748 (97.6%)	112 (100%)	492 (98.8%)	3,492 (95.1%)
	반대	287 (2.4%)	0 (0.0%)	6 (1.2%)	180 (4.9%)
주주상정 안건	총계	135 (100%)	0 (0%)	0 (0%)	1,073 (100%)
	찬성	2 (1.5%)	0 (0%)	0 (0%)	41 (3.8%)
	반대	133 (98.5)	0 (0%)	0 (0%)	1,032 (96.2%)

적대적인수방어에 대해 반대한 비중은 49.1%~ 87.5%로 높았다.

〈표 5-16〉 대적인수에 대한 방어 관련안건 행사결과

제안안건		인수방어 (Rights Plan)		기타안건
		Warning type	Trust-type	
의결권행사수		1,670	8	158
경영진제안안 건	총계	1,670 (100%)	8 (100%)	158 (100%)
	찬성	850 (50.9%)	1 (12.5%)	151 (95.6%)
	반대	820 (49.1%)	7 (87.5%)	7 (4.4%)
주주상정안건	총계	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
	찬성	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
	반대	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)

### 3) 해외주식의결권행사내역

일본 GPIF의 해외주식의결권은 외부위탁기관 20개금융사가 GPIF를 대리해서 행사하고 있다. 이들 20개 금융사의 23개 펀드가 2011년 1년 (2010.3 ~2011. 3)동안 총 141,912건의 해외주식의결권을 행사하였다. 이 중에서 경영진이 제안한 안건은 135,694건이었고 주주들이 제안한 안건은 6,218건 이었다. 경영진이 제안한 안건의 찬성률은 93.3% 이었다.

기업의 지배구조와 관련하여 경영진이 상정한 안건은 총 83,890건 이었고 GPIF를 대리한 위탁금융사가 이에 대해 찬성한 비율은 94.3% 였다. 이사선임에 대한 찬성률은 93.8%, 감사선임은 94.5% 그리고 외부회계감사인의 선임은 98.8%로 조사되었다. 임원의 보상과 관련하여 경영진이 상정한 안건은 11,394건 이었고 이에 대해 찬성한 비율은 88.5%였다. 이사의 보수에 대한 안건은 찬성률이 90.6%, 이사의 보너스와 관련된 안건에 대해서는 92.1%, 그리고 이사의 퇴직보상관련 안건의 찬성률은 44.3%였다. 주식옵션부여에 대해서 찬성한 비율은 88.7%였다.

〈표 5-17〉 기업지배구조관련 안건 행사결과(해외주식의결권)

제안안건		기업의 지배구조에 대한 안건		
		이사의 선임	감사의 선임	회계감사인의 선임
의결권행사수		73,017	2,575	8,556
경영진제안안건	총계	72,773 (100%)	2,570 (100%)	8,555 (100%)
	찬성	68,247 (93.8%)	2,429 (94.5%)	8,452 (98.8%)
	반대	4,526 (6.2%)	141 (5.5%)	103 (1.2%)
주주상정안건	총계	244 (100%)	5 (100%)	1 (0.0%)
	찬성	120 (49.2%)	4 (80.0%)	0 (0.0%)
	반대	124 (50.8%)	1 (20%)	1 (100.0%)

〈표 5-18〉 임원의 보상관련 안건 행사결과(해외주식의결권)

제안안건		이사의 보수	이사의 보너스	이사의 퇴직보너스	주식옵션 부여
의결권행사수		7,498	591	399	4,014
경영진제안안건	총계	6,699 (100%)	535 (100%)	357 (100%)	3,803 (100%)
	찬성	6,070 (90.6%)	493 (92.1%)	158 (44.3%)	3,372 (88.7%)
	반대	629 (9.4%)	42 (7.9%)	199 (55.7%)	431 (11.3%)
주주상정안건	총계	799 (100%)	56 (100.0%)	42 (100.0%)	211 (100.0%)
	찬성	341 (42.7%)	34 (60.7%)	26 (69.1%)	38 (18.0%)
	반대	458 (57.3%)	22 (39.3%)	16 (38.1%)	173 (82.0%)

〈표 5-19〉 주주의 권리관련 안건 행사결과(해외주식의결권)

제안안건		자본운용관련 안건 (정관변경관련 안건제외)			정관변경 관련안건
		배당지급	자사주매입	인수 및 합병	
의결권행사수		3,794	3,926	8,032	5,735
경영진제안안건	총계	3,785 (100%)	3,925 (100%)	8,029 (100%)	4,853 (100%)
	찬성	3,770 (99.6%)	3,562 (90.8%)	7,175 (89.4%)	4,671 (96.2%)
	반대	15 (0.4%)	363 (9.2%)	854 (10.6%)	182 (3.8%)
주주상정안건	총계	9 (100%)	1 (100%)	3 (100%)	882 (100%)
	찬성	1 (11.1%)	0 (0%)	0 (0%)	520 (59.0%)
	반대	8 (88.9)	1 (100.0%)	3 (100.0%)	362 (41.0%)

주주의 권리와 관련하여 경영진이 상정한 안건은 20,592건 이었고 이에 대해 찬성한 비율은 70.4%였다. 배당지급에 관한 안건에 대해 찬성한 비율은 99.6%였고 자사주매입은 90.8% 그리고 인수합병관련 안건에 대해서는 89.4%였다. 정관변경에 대해서는 96.2%에 대해 찬성하였다.

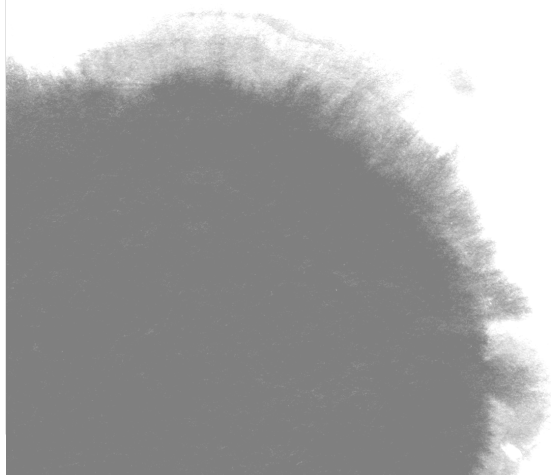
인수방어관련 안건에 대해서는 79.4%에 대해 찬성하였고 재무제표의 승인은 96%에 대해 찬성하였다.

〈표 5-20〉 인수방어 관련안건 등(해외주식의결권)

제안안건		인수방어 (Rights Plan) pre-warning type	재무제표의 승인	기타안건
의결권행사수		517	5,335	17,923
경영진제안안건	총계	441 (100.0%)	5,335 (100.0%)	14,034 (100.0%)
	찬성	350 (79.4%)	5,121 (96.0%)	12,670 (90.3%)
	반대	91 (20.6%)	214 (4.0%)	1,364 (9.7%)
주주상정안건	총계	76 (100.0%)	0 (0.0%)	3,889 (100.0%)
	찬성	61 (80.3%)	0 (0.0%)	1,202 (30.9%)
	반대	15 (19.7%)	0 (0.0%)	2,687 (69.1%)

## 06

## 국민연금보유지분과 의결권행사관련 결과분석





## 제6장 국민연금보유지분과 의결권행사 결과분석

### 1. 임계확률을 통한 국민연금영향력 분석(한국재무학회 2009)

한국재무학회(2009)는 국민연금보유지분이 국내기업에 대한 의결권행사과정에서 의결권경쟁에서 이기기 위한 임계확률분석을 통해 국민연금보유지분의 영향력을 분석하였다. 이 분석은 국민연금이 경영권의 항배를 포함한 경영의사 결정에 실질적인 영향력을 행사하기 위해서는 국민연금의 지분율이 일정 수준 이상 이어야 하며, 동시에 최대주주의 지분율이 상대적으로 낮아야 한다는 것을 전제하고 있다. 최대주주의 지분율이 50%를 상회하는 기업들에 대해서는 국민연금의 지분율에 상관없이 기업의 주요 의사결정, 특히 경영권 관련 의사결정에는 영향력 행사가 불가하므로 이들 기업은 분석에서 제외하였다.

이 보고서는 국민연금의 영향력행사 가능성을 계량적으로 측정하기 위한 하나의 척도로 최대주주 지분율이 50% 미만인 기업에 대해 다음과 같은 임계확률을 기업별로 산출하였다.

$$\text{임계확률} = (0.5 - \text{국민연금지분율}) / (1 - \text{국민연금지분율} - \text{최대주주지분율}) \quad 1)$$

즉, 임계확률은 국민연금이 최대주주와의 의결권경쟁에서 이기기 위해서는 국민연금과 최대주주를 제외한 기타주주의 지지를 최소한 얼마만큼 획득해야하는지를 측정하는 것이다. 예를 들어 국민연금의 지분율이 5%이고 최대주주의 지분율이 45%인 경우 이 확률은  $(0.5 - 0.05) / (1 - 0.05 - 0.45) = 90\%$ 로 계산된다. 즉 국민연금이 의결권 경쟁에서 이기기 위해서는 국민연금과 최대주주 이외의 기타주주로부터 90% 이상의 지지를 받아야만 한다는 것을 의미한다. 국민연금지분율이 최대주주의 지분율을 초과할 경우 임계확률은 50% 미만이 되며, 최대주주의 지분율이 증가할수록, 국민연금의 지분율이 하락할수록 임계확률이 커지는 구조를 가지고 있다. 이 보고서는 분석대상 446개 기업 중 지분율이 50%를 상회하는 133개 기업을 제외한 나머지 기업들에 대한 임계확률을 산출한 결과를 다음과 같이 제시하였다.

〈표 6-1〉 최대주주 지분율 50% 미만 기업에 대한 국민연금 지분율의 임계확률분포

임계확률	2009년 3월 지분율 기준	지분율 2배 증가시
50%미만	4	8
50%이상 60%미만	38	39
60%이상 70%미만	67	71
70%이상 80%미만	89	87
80%이상 90%미만	60	56
90% 이상	52	49

자료: 박영석 외, 「국민연금기금의 시장영향력을 고려한 적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구」, 한국재무학회 2009

〈표 6-2〉 최대주주 지분율 50% 미만 기업에 대한 지분율 관련 기초통계

	평균	표준편차
최대지분율(2008년 말 기준)	33.16%	10.66%
국민연금지분율(2009년 3월 기준)	3.94%	2.67%
임계확률(2009년 3월 지분율 기준) A	75.13%	12.50%
2009년 3월 지분율이 2배 증가시 지분율	6.45%	3.56%
2009년 3월 지분율이 2배 증가시 임계확률 B	74.10%	12.96%
A - B	1.03%	0.76%

자료: 박영석 외, 「국민연금기금의 시장영향력을 고려한 적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구」, 한국재무학회 2009

이 분석을 통해 보고서는 국민연금이 의결권을 통해 기업에 영향력을 미칠 가능성이 상대적으로 높은 기업은 임계확률이 60%미만인 기업으로 정하고 이에 해당하는 기업의 수는 42개인 것으로 분석하였다.

이들 기업 중 민영화된 공기업을 제외한 38개 기업의 주주 구성과 지분구조를 상세히 분석한 결과 26개 기업의 경우 국민연금 외에 지분율이 공시된 주주 중 우호지분과 자산운용사 지분의 합이 10%를 상회하는 것으로 분석되었다. 이 들은 최대주주에 대해 우호적으로 의결권을 행사할 가능성이 매우 높으므로 이들 기업에 대한 국민연금의 영향력을 제한적인 것으로 분석하고 있다. 나머지 12개 기업의 지분구조의 특성은 최대주주의 지분율이 낮은 동시에 지분이 다수의 주주들에게 분산되어 있다는 것을 지적하고 있다. 이들 기업 중 일부 중소기업을 제외한 나머지 기업들은 삼성전자를 포함한 대기업으로서 지분율이 공시되지 않은 주주들의 상당수는 자산운용사 등 기관투자자들로서 이들 역시 최대주주에 우호적으로 의결권을 행사할 가능성이 높은 것으로 보고 있다. 이 보고서는 결론적으로 임계확률이 60%미만인 기업에 대해서 지배주주가 존재하지 않는 민영화된 공기업과 지배주주의 지분율이 낮고 지분이 분산되어 있는 일부 중소기업을 제외하고는 국민연금이 의결

권을 통해 영향력을 행사할 수 있는 여지는 매우 제한적인 것으로 분석하고 있다. 보고서는 국민연금의 지분율이 2배가량 증가하는 경우에도 현재와 같은 수준으로 최대주주의 지분율이 유지되고 기타주주들, 특히 우호지분과 자산운용사들의 지분에 큰 변화가 없다면 지분율 상승에도 불구하고 국민연금이 의결권을 통해 기업들에 대해 영향력을 행사할 수 있는 범위는 매우 제한적이라고 분석하고 있다.

## 2. 국민연금지분율에 따른 의결권행사(보사연 분석)

한국재무학회(2009)의 분석에 따르면 국민연금지분율 상승은 임계확률을 낮추는 데 기여하여 의결권행사를 통해 경영권에 개입할 가능성이 높아지는 것으로 분석하고 있다. 결론적으로 국민연금이 기업들에 대해 영향력을 행사할 수 있는 범위는 제한적이라고 밝히고 있어 본 연구는 국민연금공단홈페이지에 공시된 5%이상 지분 보유 자료와 의결권행사내역자료를 분석하여 보유지분과 의결권행사내역간의 관계를 분석해 보았다.

우선 지난 4년 동안(2008년 3월 ~2011년 3월) 국민연금기금이 5% 이상 지분율을 공시한 적이 있는 기업현황을 살펴보았다. 2011년 3월 말 공시기준으로 5%이상 지분 보유 기업 수는 149개로 지난 4년 중 가장 많다.

〈표 6-3〉 국민연금기금의 5%이상 지분보유 기업수(2008-2011)

기간	5%이상 지분보유 기업수
2011. 3월말 기준	149
2010. 3월말 기준	93
2009.3월말 기준	143
2008.3월말 기준	100

자료: 국민연금공단 홈페이지 공시내역

5% 이상 지분을 2011년 3월 기준으로 과거 4년 동안 5%이상 지분 보유로 공시된 기업과, 3년 동안, 2년 동안, 그리고 2011년 최초로 5% 지분초과 기업으로 공시된 기업 등으로 구분해 보았다. 2011년 기준으로 4년 계속 5%이상 지분초과를 경험한 기업의 수는 32개 기업이고 3년 동안 5%이상 지분초과를 경험한 기업의 수는 37개로 조사되었다.

〈표 6-4〉 5%이상 지분 유지 기업(2008.3~2011.3)-1

기업수	4회(2011년 포함)	3회(2011년 포함)
1	건설화학	고려제강
2	녹십자	기아차
3	다음커뮤니케이션	넥센타이어
4	동아제약	대덕전자
5	롯데삼강	대한항공
6	삼성물산	모두투어네트워크
7	세방	삼성엔지
8	세아제강	삼성전기
9	신세계아이앤씨	삼성SDI
10	신세계푸드	삼양사
11	에스비에스	삼영이앤씨
12	에이스디지털	씨제이씨지브이
13	엘지화학	에스케이브로드밴드(주)
14	오리온	우리파이낸셜
15	유니드	위닉스
16	유한양행	케이씨씨
17	제일모직	케이티
18	한국공항	케이티비투자증권
19	한국투자금융지주	코오롱인더스트리
20	한라건설	기움증권
21	한미약품	포스코
22	한솔케미칼(한솔케미언스)	풍산
23	한일시멘트	하나금융지주
24	현대차	한국제지
25	현대해상	한샘
26	호텔신라	한섬
27	CJ제일제당	한진해운
28	LG상사	한화

〈표 6-4〉 계속

기업수	4회(2011년 포함)	3회(2011년 포함)
29	LG패션	휴스틸
30	LS산전	휴켄스
31	S&T 대우	CJ
32	S&TC	KB금융지주(주)
33		LG전자
34		LIG손해보험
35		LS
36		S&T중공업
37		SK케미칼

자료: 국민연금관리공단 홈페이지 지분공시자료

2011년 3월 최초로 5%이상 지분초과를 경험한 기업의 수는 44개로 조사되었다.

〈표 6-5〉 5%이상 지분 유지 기업(2008.3~2011.3)-2

2회(2011년 포함)			1회(2011년)				
1	계룡건설	31	SK네트웍스	1	고려아연	31	한신공영
2	내셔널푸라스	32	SK이베이션	2	국도화학	32	한진중공업
3	네오위즈게임즈	33	SKC	3	네패스	33	현대그린푸드
4	동국제강	34	호남석유	4	넥센	34	현대상사
5	동양기전	35	GS	5	다산네트웍스	35	현대차2우B
6	삼성전자			6	대우인터내셔널	36	화신
7	삼성정밀화학			7	대한유화	37	환인제약
8	삼성증권			8	동일산업	38	힐라코리아
9	삼성화재			9	삼광유리	39	BS금융지주
10	세아베스틸			10	삼양제넥스	40	KH바텍
11	세종공업			11	삼화콘덴서	41	OCI
12	신한금융지주회사			12	세방전지	42	SIMP AC
13	엘지디스플레이			13	송원산업	43	S-Oil
14	엘지생명과학			14	에스비에스콘텐츠헤브	44	STX엔진
15	엘지하우시스			15	엔씨소프트		
16	제일기획			16	엘엠에스		
17	중근당			17	오씨아이 머티리얼즈		
18	케이피케미칼			18	우리투자증권		
19	코스맥스			19	이오테크닉스		
20	태영건설			20	인탑스		

〈표 6-5〉 계속

2회(2011년 포함)			1회(2011년)		
21	하나투어		21	일진전기	
22	하이닉스반도체		22	진성타이씨	
23	한국가스공사		23	카프로	
24	한라공조		24	케이씨씨건설	
25	한화케미칼		25	케이씨텍	
26	현대건설		26	테크노세미켄	
27	현대모비스		27	파트론	
28	현대제철		28	한국내화	
29	KPX화인케미칼		29	한세실업	
30	S&T홀딩스		30	한솔테크닉스	

자료: 국민연금관리공단 홈페이지 지분공시자료

지난 2008년부터 2011년까지 국민연금기금이 5%이상 지분을 보유한 기업 수는 총 148개인 것으로 나타났다. 이 중 4년 연속 5%이상 지분 보유 기업의 수가 32개이며, 이들 기업에 대해서 지난 1년간 의결권 행사 반대 건 수는 6건으로 나타났다. 반면에 2011년 1년동안 5% 이상의 지분을 보유한 기업(44개 업체) 중 의결권 행사 반대건수는 17건으로 상대적으로 높게 나타난다.

〈표 6-6〉 국민연금기금의 5%이상 지분보유 기업 수(2008~2011)

기간	5%이상 지분보유 기업수	의결권행사 반대건수 (2010.12~2011. 11)
4년 연속	32	6
3년간	37	6
2년간	35	6
1년(2011년)	44	17
합계	148	35

지난 4년 동안 5%이상 지분초과를 경험한 기업들의 의결권행사(2010년 12월 ~2011년 11월)내역을 별도로 살펴보았다. 5%이상 지분초과를 경험한 기업의 수는 총 148개이고 이들 기업들의 의결안건에

대해 반대를 한 건수는 35건 이었다.

〈표 6-7〉 2010.12 ~2011.11(1년간) 의결권 반대행사 내역

반대안건	반대행사 건수 (전체) (A)	지난 4년간 5%초과지분 경험기업 (B)	5%초과지분 미경험기업 (C=A-B)
정관변경	28(18.1%)	6(17.1%)	
이사/사외이사선임	52(33.7%)	16(45.7%)	
재무제표승인	17(11.0%)	1(2.8%)	
감사위원/감사선임	33(21.4)	9(25.7%)	
이사/감사보수한도	18(11.6%)	3(8.5%)	
임원퇴직금규정	1(0.65)		
주식매수선택권부여	2(1.30%)		
기타	3(1.95)		
총 계	154(424개 기업)	35/(148개 기업)	119/(276개 기업)
기업당 반대건수	0.36	0.23	0.43

지난 1년간(2010.12 ~2011.11) 424개 국내기업(1970개 안건)에 대해 의결권을 행사하였고, 기업당 반대 건수는 0.36건 이었다. 지난 4년 동안 5%초과지분을 경험한 기업은 148개 기업이고, 기업당 반대건수는 0.23건 이었다. 5%지분초과를 경험하지 않은 기업들의 기업당 반대건수는 0.43건 이었다. 실제로 의결권에서 반대를 행사한 기업만을 분석해 보면 지난 1년간 1건 이상 반대를 한 기업은 총 115개 기업이고 이 중에서 지난 4년간 5%지분 경험 기업은 26개 기업이었다. 5%지분초과 경험과 미경험을 구분해 볼 때 의결권에서 반대를 경험할 확률은 5%초과지분을 경험한 기업들은 17.56%인 반면에 5%지분초과를 경험하지 않은 기업들의 확률은 32.2%로 두 배 정도 높은 것을 알 수 있다. 즉, 5%지분초과기업들이 국민연금의 반대의결권을 경험할 확률이 더 낮은 것을 보여주고 있다.

〈표 6-8〉 지분보유 비중과 의결권 반대행사(2011 1년간)내역-1

	반대행사 기업 (전체) (A)	지난 4년간 5%초과지분경험 기업 중 반대 행사 기업 (B)	5%초과지분 미경험기업 중 반대행사 기업 (C=A-B)
기업수 (의결권행사기업수)	115 (424)	26 (148)	89 (276)
반대행사기업확률	$115/424=$ 27.1%	$26/148=$ 17.56%	$89/276=$ 32.2%
반대행사 의결권수 (반대행사 기업수)	154 (115)	35 (26)	119 (89)
반대행사 기업당 반대의결권수	$154/115$ =1.33	$35/26$ =1.34	$119/89$ =1.33

기업당 반대의결권수는 5%초과지분경험 기업과 미경험기업간 차이가 나지 않는 것을 알 수 있다. 4년 중 5%초과지분 경험기업 중에서 4년 연속 5%초과지분 경험기업과 4년 중 3회 이하 경험기업으로 구분해서 비교해 보았다. 이들 기업을 1그룹, 2그룹, 3그룹으로 구분하여 비교해 보면, 1 그룹의 반대행사기업확률이 15.62%로 2그룹의 18.1%, 3그룹의 32.2%에 비해 현저히 낮은 것을 알 수 있다.

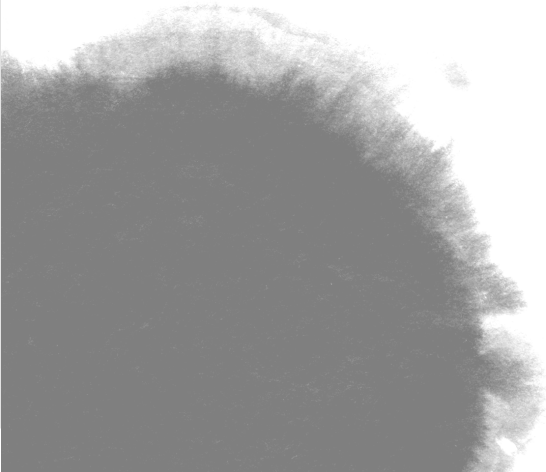
〈표 6-9〉 지분보유 비중과 의결권 반대행사(2011 1년간)내역-2

	4년 연속 5% 지분초과 경험기업 중 반대 행사 기업 (1그룹)	4년 중 3회 이하 5%지분초과 경험기업 중 반대행사 기업 (2그룹)	5%초과지분 미경험기업 중 반대행사 기업 (3그룹)
기업수 (의결권행사기업수)	5 (32)	21 (116)	89 (276)
반대행사기업확률	$5/32=$ 15.62%	$21/116=$ 18.1%	$89/276=$ 32.2%
반대행사 의결권수 (반대행사 기업수)	6 (5)	29 (21)	119 (89)
반대행사 기업당 반대의결권수	$6/5=$ 1.2	$29/21=$ 1.38	$119/89$ =1.33

이것이 시사하는 것은 국민연금이 4년 연속 5%초과지분을 보유하고 있는 기업들에 대한 의결권행사에서 반대할 확률이 다른 그룹에 비해 특히 5%지분 이하를 보유하고 있는 기업들에 비해 현저히 낮다는 것이다. 국민연금의 지분율이 높으면 높을수록 의결권행사에서 반대할 확률이 오히려 낮아진다는 것이다. 따라서 국민연금의 단순한 지분율상승이 경영권에 대한 개입가능성이 높아질 것이라는 우려는 자료분석결과 찾아볼 수 없었다. 물론 반대할 확률이 낮은 것과 반대를 하여 성사를 시키는 확률은 다르다. 실제 국민연금기금이 의결권에서 반대를 하여 성사된 안건에 대한 자료를 확보할 수 없기 때문에 심층적인 분석을 할 수 없는 한계가 있다. 연구진분석의 일차적 성과는 현재까지의 자료를 기초로 분석한 결과 지분율과 의결권행사에서 반대할 확률은 비례하지 않는다는 것을 확인할 수 있었다는 것이다.

## 07

국민연금의 의결권행사지침과 근로별기준과의  
차이점



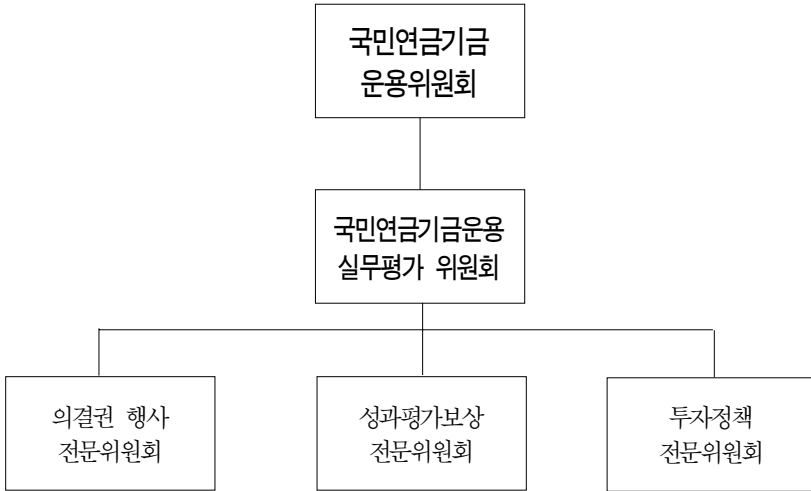


# 제7장 국민연금의 의결권행사지침과 글로벌지침과의 차이점

## 1. 국민연금기금의 관리체계와 주식의결권행사

국민연금기금의 주식의결권행사는 기금의 관리운영체계 내에서 이루어지고 있다. 우선 국민연금 관련 주요 의사결정은 국민연금기금운용위원회의 의결을 거치게 된다. 기금운용위원회는 전문성 보다는 민주성이 강조된 형태로 가입자단체(사용자, 근로자, 농어민, 지역가입자)와 정부당연직위원, 연금전문가 등으로 구성된 최고심의의결기구이다. 기금운용위원회는 하부에 실무평가위원회와 3개의 전문위원회를 두고 있다. 주식의결권과 관련하여서는 주식의결권행사전문위원회를 두고 있어 의결권행사와 관련한 주요 안건을 보고 받고 심의·의결하게 된다. 주식의결권과 관련하여 중대한 정책의 변화가 발생하는 경우 기금운용위원회의 결정이 필요하다. 의결권행사전문위원회는 의결권행사지침을 작성하고 필요한 경우 보완하는 과정에서 기금운용위원회를 자문하는 역할을 수행한다. 의결권행사와 관련된 주요 결정은 기금운용위원회의 심의·의결로 이루어진다. 따라서 주식의결권행사와 관련한 중대한 정책의 변화는 기금의 관리운영체계 내에서 사전적으로 논의되고 심의되고 의결되는 과정이 선행되는 것이고 이 과정에는 기금운용위원회에 위원으로 참여하고 있는 다양한 이해관계자들의 의견이 반영될 수밖에 없다.

[그림 7-1] 기금운용위원회 및 산하전문위원회



기금운용본부가 시행하는 의결권행사는 기금운용위원회가 심의·의결한 의결권행사 세부지침에 근거하여 이루어지고 있다. 다만, 추가적인 해석이 필요한 부분에 대해서는 의결권행사전문위원회의 자문을 받고 있다. 국민연금기금의 국내주식의결권행사 세부지침은 I. 재무제표의 승인, II.정관변경, III. 이사, 감사 및 감사위원회 위원의 선임, IV. 이사 및 감사의 보상, V. 주식매수선택권의 부여, VI. 합병 및 영업양수도, VII. 자본의 감소, VIII 기타 등 8개 부문에 총 42개 항목으로 구성되어 있다. 해외 공적연금기금인 캐나다의 CPPIB나 미국캘리포니아주 공무원연금인 CalPERS와 비교해 거의 유사한 구성을 갖고 있다. 다만, 부분별로 이들 기금에 비해 세부적인 내용까지 기술되어 있지 않다는 차이점은 있다. 세부지침을 해외기금과 비교하는 것은 또 다른 연구가 될 수 있기 때문에 최근에 개정된 내용만을 소개하면 다음과 같다. 국민연금기금 의결권 행사지침은 2011년 2월 기금운용위원회의결을 거쳐 개정되어 다음과 같은 내용이 추가되었다.

- 1) 해외주식 의결권 행사 세부기준 마련을 위한 근거 추가
- 2) 국내주식에 대해서도 외부의결권 행사전문기관의 자문을 받을 수 있는 근거마련
- 3) 국내주식 세부기준의 개정
  - ① 적정 배당규모판단기준에 ‘투자기회’를 추가하고 ‘자사주소각 규모’를 ‘자사주매입규모’로 변경  
(적정배당 규모 판단시 투자기회와 자사주 매입규모 등을 고려할 필요가 있다는 취지)
  - ② 안전에 대한 충분한 검토를 위해 주주총회 소집공고기간을 늘리는 안에 찬성하고, 정당한 이유 없이 줄이는 안에 반대하는 조항 신설
  - ③ 『은행 등 사외이사 모범규준』에 따른 시차임기제가 도입되는 경우에 한하여 좀 더 신중한 판단을 할 수 있도록 단서조항 신설 (시차임기제 폐지에 찬성하고 도입에 반대한다. 다만 정당한 사유가 있는 경우 달리 행사할 수 있다. 이 경우, 정당한 사유는 은행 등 사외이사 모범규준에 의한 경우로 해석하여 적용함)
  - ④ 대주주의 의결권행사 제한(3%)을 회피하기 위하여 편법으로 감사대신 감사위원회를 설치하는 것이 명백한 경우 반대할 수 있는 단서 조항 신설  
(발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 감사를 선임할 때에 의결권을 행사하지 못함 (상법 제 542조의 2 제 3항))

## 2. RiskMetrics의 「International Proxy Voting Guidelines」

의결권행사와 관련하여 국제적인 기준으로 인정받는 것 중 하나가 RiskMetrics Group의 「International Proxy Voting Guidelines」이 있다. 이 가이드라인은 전세계 국가별로 의결권행사의 세부지침을 별도로 두고 있는데 한국에 적용되는 가이드라인 중 국민연금기금의 지침과 차이가 나는 부분을 비교해 보았다.

### 가. RiskMetrics의 한국관련 의결권행사 세부지침

RiskMetrics는 한국에서의 의결권행사기본지침을 정해놓고 있으며 해외투자자들을 위해 국내에서 의결권을 행사할 때 이 지침을 감안하고 있다.

#### 1) 재무제표의 승인(현금배당 및 주식배당 포함)

다음의 내용이 해당되지 않는 한 재무제표승인에 찬성한다.

- 특별한 사유 없이 배당률이 지속적으로 30%미만인 경우
- 회사의 재정상황에 비취 과도한 배당
- 회계방식 또는 외계감사절차에 대해 의문이 있는 경우
- 공시돼야 하는 항목에 대해 경영진이 주주들에게 적극적으로 정보를 제공하지 않는 경우

## 2) 이사/감사 또는 감사위원 선임

### ① 이사의 선임

다음의 항목에 해당되는 경우, 이사선임에 반대한다.

- 적절한 시기와 절차에 따라 공시되지 않은 경우
- 이해상충이 되는 거래관계가 있는 경우
- 금전거래와 재무제표의 수정에 우려할 만한 의문이 있는 경우
- 소액주주의 권한을 침해한 기록이 있는 경우
- 이사회가 최소한의 지배구조 기준을 충족시키지 못하는 경우
- 파산한 기업과 밀접하게 개입되어 있었던 이사
- 과거 주주의 이익을 대변하지 않는 방향으로 의사결정을 해온 이사
- 이사의 자격으로서 의도적으로 부당한 행위 또는 심각한 수준의 직무태만 등으로 선량한 관리자의 주의의무를 위반한 경우
- 기소를 당하였거나 수사대상인 이사
- 정당한 사유 없이 이사회에 75%이상 참석하지 않은 경우

이에 추가로, 이사후보가 이사회활동에 긍정적인 기여를 할 것으로 확신되지 않는 한 이사회로부터 추천을 받지 못하는 주주추천 이사후보에 대해서는 반대의견을 제시한다.

### ② 감사위원회 위원선임

RiskMetrics는 대기업의 경우 최소한 3명 이상의 이사로 구성된 감사위원회를 구성하도록 되어 있고 이들 중 2/3는 사외이사로 구성되어야 한다는 것이 법으로 명시되어 있는 것을 의결권행사시 감안한다.

다음의 경우 감사위원으로 선임(재선임)을 반대한다.

- 감사보고서 또는 회계감사절차에 심각한 우려가 있는 경우
- 회계감사위원회 위원으로 추천되는 후보 중에 자격조건에 우려가 있는 경우
- 파산한 기업과 밀접하게 개입되어 있었던 후보
- 과거 주주의 이익을 대변하지 않는 방향으로 의사결정을 한 전력 이 있는 후보
- 감사위원의 자격으로서 의도적으로 부당한 행위 또는 심각한 수준의 직무태만 등으로 선량한 관리자의 주의의무를 위반한 경우 (행위의 결과 손실을 초래한 것과 무관하게)
- 기소를 당하였거나 수사대상인 후보
- 정당한 사유 없이 감사위원회에 75%이상 참석하지 않은 경우
- 내부이사가 감사위원후보가 되는 경우(핵심 기업에만 해당)
- 지난 3년 동안 회사와 심각한 수준의 거래를 한 적이 있는 후보 로 객관성과 독립성이 결여되었다고 판단되는 후보

이에 추가로, 이사회후보가 이사회활동에 긍정적인 기여를 할 것으로 확신되지 않는 한 이사회로부터 추천을 받지 못하는 주주추천 이사회후보에 대해서는 반대의견을 제시한다.

### ③ 감사의 선임

다음 사항에 해당되는 경우 감사의 선임에 반대한다.

- 회계감사보고서와 감사절차에 심각한 우려가 있는 경우
- 선임하려는 감사에 대해 우려가 있는 경우
- 후보가 해당 기업의 임원을 역임한 적이 있거나 해당 기업과 특

수관계인으로 판단되는 경우

- 의도적으로 부당한 행위 또는 심각한 수준의 직무태만 등으로 선량한 관리자의 주의의무를 위반한 경우(행위의 결과 손실을 초래한 것과 무관하게)
- 기소를 당하였거나 수사대상인 후보
- 지난 3년 동안 회사와 심각한 수준의 거래를 한 적이 있는 후보로 객관성과 독립성이 결여되었다고 판단되는 후보

### ③ 이사와 감사의 보상상한설정

#### ③-1 이사의 보상상한

RiskMetrics는 다음에 해당되지 않는 한 이사의 보상상한설정에 찬성한다.

- 한국의 다른 기업과 비교하여 과도하다고 판단되는 경우
- 회사가 이익을 내고 지난 2년 동안 배당률이 계속 30%이하인 상태에서 보상상한을 상향조정하는 경우
- 최근 2년 동안 적자가 발생한 경우

#### ③-2 감사의 보상상한

RiskMetrics는 다음에 해당되지 않는 한 감사의 보상상한설정에 찬성한다.

- 한국의 다른 기업과 비교하여 과도하다고 판단되는 경우

#### ④ 정관의 변경

##### ④-1 신주발행, 전환사채발행, 신주인수권부사채의 발행 관련 정관변경

한국에서 자주 상정되는 정관변경 관련 안건으로 신주발행과 전환사채 등의 발행으로 구분하고 있다. RiskMetrics는 다음의 경우에 한해서만 이와 관련한 정관변경에 대해 찬성한다.

- 기존 주주에 대한 희석률이 20%를 넘지 않는 경우 또는
- 기발행주식의 20% 이내로 한도를 설정하는 경우

##### ④-2 우선주발행 관련 정관변경

RiskMetrics는 우선주발행조건이 기존 주주들의 권리에 부정적으로 작용하지 않는 한 기발행자본금의 50%한도로 우선주를 발행하는 경우 찬성한다.

##### ④-3 감자(Reduction in Capital) 및 증자

RiskMetrics는 주주들에 대해 자본금을 반환하는 형태의 감자에 찬성한다. 주식환매 또는 특별배당의 대안으로 사용되는 자본운용전략으로 추진되는 경우로 기존 주주들의 자본가치에 중대한 변화가 없는 경우이다. 현금보상을 수반하지 않는 감자(Reduction in Capital)의 경우 회사의 순자산이 총부채 또는 자본금규모 이하로 하락할 우려가 있어 추진되는 경우 찬성한다. RiskMetrics는 이러한 조치가 통상적인 회계처리의 일환으로 추진되는 경우 찬성하고 있다. RiskMetrics는 증자로 인해 기존 자본금의 가치가 증자 후 자본금가치의 30%이하로 하락하지

않는 한, 기존 자본의 100%한도 내에서 추진되는 일반적인 증자에 찬성한다.

#### ⑤ 주식옵션의 부여

한국의 현행법에 의하면 기존 발행 자본규모의 10%이내를 한도로 주식옵션을 부여할 수 있도록 되어 있다. 그러나 RiskMetrics는 안정형 기업(mature company)의 회석률이 5%를 초과하거나 성장형기업의 회석률이 10%를 초과하여 부여되는 경우 주식옵션부여에 반대한다.

#### ⑥ 이사 또는 감사의 해임

이사 또는 감사의 해임과 관련하여서는 다음의 사항을 고려하여 결정한다.

- 동종업계와 비교한 상대적 경영실적
- 기존 이사/감사 와 신규후보의 전략
- 후보의 독립성
- 후보의 경험과 전문적 지식
- 회사의 지배구조 현황
- 경영진의 구축효과 가능성
- 주주들과의 소통 및 대응방식

### ⑦ 사외이사의 독립성

한국의 현행법은 사외이사의 독립성 조건으로 9개를 제시하고 있다. 이들 9개 항목은 RiskMetrics의 기본방향과 일치하나 이 중에서 5번째 항목(사외이사의 독립성)에 대해서는 다른 입장을 갖고 있다. 과거 회사의 직원 또는 임원이 2년이 경과한 이후에는 회사의 사외이사로 선임될 수 있다고 정하고 있으나 RiskMetrics는 5년을 최소경과기간으로 정하고 있다.

## 3. 국민연금의 의결권행사지침과의 차이점

RiskMetrics의 한국의결권행사 세부지침과 우리나라 국민연금의 의결권행사지침과 크게 다른 부분은 다음과 같다.

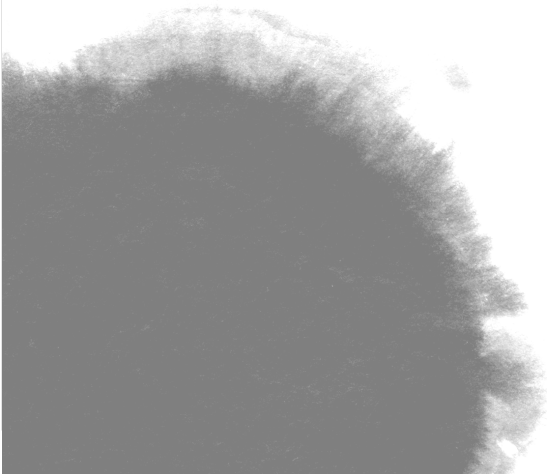
- ① 자산2조 이상의 상장법인경우 감사위원회에 사내이사를 선임코자 할 때 부결권추천 (2007년부터시행)
- ② 정관변경건시 신주, 전환사채, 신주 인수권부 사채의 발행을 통해 기존 주주에게 초래되는 희석가치가 20%를 초과할 경우, 부결권 추천(2008년부터시행)
- ③ 모든 상장회사를 대상으로 하여 사외이사 재선임 시 과거 이사회 참석률이 75% 미만일 경우, 부결권 추천- 이전에는사외이사의 75% 참석률에 관한 규정이 자산 2조원 이상 상장회사에만 적용 (2009년부터 시행)
- ④ 자산 2조 이상의 상장법인 경우, 사외이사 대비 사내이사 비율이 과반수(>50%)를 초과하지 않을 경우, 독립성이 없는 이사선임건에 대하여 (founding family 제외) 부결권 추천(2010년부터 시행)

위에 요약한 바와 같이 규정의 형식적인 차이를 제외하고도 분석하는 과정에서 차이가 상당부분 존재하고 있다. 각 시장에 중점을 두어 작성된 국가 별 내부규정에 포함되지 않는 내용이 등장할 경우 RiskMetrics의 default position은 항상 첨부서류의 첫 번째 문건에 의존하고 있다. 첫 번째 첨부서류가 포괄적이며 지배구조상의 기본적 원칙 및 전 세계 기관투자자들의 기대치를 잘 요약하고 있는 만큼 기업 지배구조의 기본적 원칙과 국가 별 내부규정을 동시 적용하는 분석과정이 전시장에 걸쳐 시행되고 있다. 예를 들어 한국의 국회에서 2010년 주총 시늬에 앞서 급작스럽게 포이즌필(poison pill)을 도입 관련상법 개정안을 승인한다고 하면 국가 별 내부규정의 수정은 불가피하겠지만 포이즌 필 관련 안전분석은 첫 번째 첨부서류의 포괄적 내부규정 / 기업지배구조의 기본원칙에 근거하여 판단되고 있다.



## 08

## 기업의 지배구조평가 관련 국제기준





# 제8장 기업의 지배구조평가 관련 국제지표

## 1. RiskMetrics사의 지배구조 위험지표(Governance Risk Indicators)

의결권행사전문 컨설팅 기관인 ISS는 2010년 9월 새로운 형태의 지배구조 위험지표를 개발하여 발표하였다. 이 지표는 회계감사, 이사회구성, 주주권, 임원보상체계 등 4개 부문에 대해 총 166개 항목으로 구성되어 있다. 우리나라 국민연금기금은 아직까지 ESG에 관한 언급은 하고 있지 않고 있다. 그러나 해외 의결권행사전문기관의 자문을 받게 되는 경우, 현재 해외에서 선진국을 중심으로 진행 중인 환경 및 지배구조에 관한 내용이 포함될 수 있을 것으로 전망된다. 예를 들어, 캐나다의 CPPIB는 RiskMetrics사의 자문을 받고 있다. RiskMetrics사는 한국에도 지사를 갖고 있고 이 분야에 세계적인 명성이 있는 만큼 이 기업의 의결권행사관련 평가방법을 참조하는 것이 필요하다.

특히, 지배구조와 관련하여 이들 전문기관들이 개별기업을 평가하는 척도가 어떤 것인지를 파악하는 것은 중요하다. RiskMetrics Group의 경우, 자체적인 지배구조위험척도(Governance Risk Indicators)를 2010년부터 개발하여 하반기부터 적용하고 있다. 이 척도는 크게 4개 영역(이사회 구성, 보상, 주주의 권리, 감사)으로 구성되어있다. 현재 이 척도가 적용되는 국가는 미국, 캐나다, 영국, 프랑스, 독일, 네덜란드, 스웨덴, 일본, 호주 등 9개국 이다. RiskMetrics Group 의 Governance

Risk Indicators의 평가대상이 되는 기업은 미국 내 6,400개 기업 그리고 다른 지역의 1,600개 기업이 된다.

### 가. 지표의 계산방법

4개 부문 총 166개 세부지표의 개별 항목에 대해 평가결과 -5점에서 5점의 점수를 부여한다. 0점은 중립적인 점수이며 기준을 통과하는 수준이며, 플러스(+)점수는 벤치마크를 크게 상회하는 경우 부여되는 점수이다. 마이너스(-)점수는 우려가 표명되는 경우 부여되는 점수이다. 이 점수는 다시 정규화시켜 100점으로 환산된다. 예를 들어, 미국의 경우, 미국기업들의 최저점수(-4.07점)와 최고점수(3.69점)를 이용하여 100점으로 환산된다. -4.07점을 받은 기업은 0점으로 처리하며 3.69점은 100점이 주어진다. 따라서 2.5점은 84.53점으로 계산된다. 세계 주요 7개국 상장기업에 대한 최고점과 최저점은 다음과 같이 계산되었다. <표 8-1>은 이사회구성영역 중 세부평가지표인 “이사회회장의 자격과 분류”에 대한 평가기준이다.

<표 8-1> 이사회 의장의 자격 및 분류에 대한 평가

	이사회 의장의 자격과 분류는?						
	프랑스	독일	네덜란드	스웨덴	영국	미국	캐나다
정보 없음	-5	-2	-5	-5	-5	-5	-5
임원이 의장인 경우	-5	-2	-5	-5	-5	-5	-5
의장이 비임원/비독립 적인 이사인 경우	-2	-2	-2	-2	-2	-5	-5
의장이 독립적인 이사인 경우	5	1	1	1	1	1	5

이렇게 계산된 raw 점수를 정규화시켜 100점으로 환산하여 최종적으로 우려수준별로 구분된다. 미국, 캐나다, 유럽 등에 적용되는 우려수준은 각기 다르다는 것을 알 수 있다. 예를 들어, 이사회구성의 경우 미국에서 낮은 우려수준으로 평가받기 위해서는 70점 이상을 받으면 된다. 캐나다기업의 경우 85점 이상을 그리고 유럽은 80점이면 낮은 우려수준으로 평가된다. 주주의 권한(Shareholder's right) 부문에서도 미국기업은 70점 이상이면 낮은 우려수준으로 평가되나 캐나다는 85점, 유럽은 80점 이상이면 낮은 우려로 평가된다.

〈표 8-2〉 ISS 의결권 평가점수 최고점수 및 최저점수

	회계감사부문						
	프랑스	독일	네덜란드	스웨덴	영국	미국	캐나다
최저점수	-4.84	-5.0	-4.84	-4.55	-5.0	-5.0	-5.0
최고점수	0.25	0.30	0.25	0.15	0.30	0.0	0.0
	이사회구성						
최저점수	-4.38	-4.26	-4.79	-4.28	-4.96	-5.0	-4.89
최고점수	0.39	0.24	0.58	0.42	0.28	3.56	4.5
	주주의 권리						
최저점수	-4.88	-4.85	-4.75	-4.85	-4.85	-4.83	-5.0
최고점수	0.16	0.13	0.16	0.13	0.00	2.58	2.20
	임원의 보상						
최저점수	-4.27	-4.33	-4.34	-4.46	-4.48	-4.07	-4.50
최고점수	0.16	0.13	0.16	0.13	0.0	2.58	2.20

〈표 8-3〉 ISS 지배구조 평가점수 최고점수 및 최저점수

우려수준-시장	회계감사부문	이사회구성	주주의 권한	임원보상
높은수준 -미국	0~75	0~55	0~35	0~55
중간수준 -미국	≥75~90	≥55~70	≥35~60	≥55~70
낮은수준 -미국	≥90~100	≥70~100	≥60~100	≥70~100
높은수준 -캐나다	0~75	0~55	0~55	0~45
중간수준 -캐나다	≥75~90	≥55~85	≥50~75	≥45~65
낮은수준 -캐나다	≥90~100	≥85~100	≥75~100	≥65~100
높은수준 -유럽	0~75	0~60	0~55	0~55
중간수준 -유럽	≥75~90	≥60~80	≥55~80	≥55~75
낮은수준 -유럽	≥90~100	≥80~100	≥80~100	≥75~100

자료: Governance Risk Indicators-New Measure of Governance-Related Risk, Institutional Shareholder Service, Inc, September 15, 2010

#### 나. 미국기업 Smith Co. 에 대한 평가결과(예시)

RiskMetrics사의 평가체계를 실제 미국기업에 적용하여 평가한 결과이다. 이사회구성영역은 10개 요소로 구성되어 있다. 이사회 독립성이 보장되는 경우 우려수준이 감소하고 독립성이 훼손되는 요소가 있는 경우에는 우려수준이 상향되는 것을 알 수 있다. 이사회 의장이 경영진 인지를 확인하는 것도 관심의 대상이 되고 있다. 소수 이사의 이해관계자로 거래관계(Related Party Transaction)는 우려수준에 영향을 미치지 않는다는 것을 보여주고 있다. 이사회 구성에서 6개 항목이 우려수준을 감소시키는 것으로 분석되었음에도 이사회 의장이 경영진인 경우 전체적인 우려수준은 중간정도로 평가하고 있다.

〈표 8-4〉 RiskMetrics Group의 지배구조 위험 수준평가 척도 - 이사회구성영역(예시)

평가요소	영향
이사의 구성이 73.33%독립적인 이사로 구성되어있는 경우	↙(우려수준 감소)
임명위원회의 구성이 83.33% 독립적인 이사로 구성되어 있는 경우	↙(우려수준 감소)
보상위원회가 100%의 독립적인 이사로 구성되어 있는 경우	↙(우려수준 감소)
감사위원회가 100%의 독립적인 이사로 구성되어 있는 경우	↙(우려수준 감소)
정당한 사유 없이 참석률이 75%미만이 이사가 없는 경우	↙(우려수준 감소)
회사가 이사회/지배구조 지침을 공시하고 있는 경우	↙(우려수준 감소)
이사의 6.67%가 이해관계자로 거래가 있었던 경우	■(우려수준에 영향 없음)
이사선임에 있어 이사사임원칙(director resignation policy)이 없는 다수결원칙(majority voting)을 갖고 있는 경우	■(우려수준에 영향 없음)
지난 의총에서 유보/반대표 50%이상을 받은 이사의 수에 대한 공시를 하지 않고 있는 경우	↘(우려수준 증가)
이사회회장이 경영진인 경우	↘(우려수준 증가)
이사회구성부문 종합평가	<input type="checkbox"/> : 낮은 우려수준 <input checked="" type="checkbox"/> : 중간정도의 우려수준 <input type="checkbox"/> : 높은 우려수준

임원보상부문에 10개의 평가요소로 구성되어 있다.

주주의 승인 없는 스탁옵션의 내용변경이 있는 경우 우려수준이 높아지는 것을 알 수 있으며, 스탁옵션에 대한 기준과 절차가 구체적으로 명시되어 있고 준수되는 경우에는 우려수준이 내려감을 알 수 있다. 임원보상에 있어 강조되는 부문은 스탁옵션의 수급권발생소요기간(vesting period)이다. 경영권이전(change in control agreement)으로 인한 퇴사시 적정한 보상을 하는 제도가 없는 경우, 우려수준이 감소하는 것을 알 수 있다. 이 제도가 악용되는 경우, 황금낙하산(golden parachute)등으로 발전할 가능성이 있기 때문에 우려를 보이고 있는 것이다.

〈표 8-5〉 RiskMetrics Group의 지배구조 위험 수준평가 척도 - 임원의 보상(예시)

평가요소	영향
스탁옵션의 수급자격발생소요기간(vesting period)이 최소 3년으로 책정되어 있는 경우	↳(우려수준 감소)
지난 3년 동안 주주의 승인없이 옵션의 가격재책정을 하거나 스탭옵션을 주식, 현금, 옵션 등으로 교환한 적이 없는 경우	↳(우려수준 감소)
고위임원에 대해 경영권이전으로 인한 퇴사시 적절한 보상을 하는 제도 (change in control agreement)가 없는 경우	↳(우려수준 감소)
비상임이사 중에 회사가 소득세를 부담해 주는 혜택을 받는 사람이 없는 경우 (tax gross-ups)	↳(우려수준 감소)
1년 이상 재임한 모든 이사들이 자사주를 보유하고 있는 경우	↳(우려수준 감소)
비상임이사 중에 다년간 보너스지급을 보장 받은 사람이 없는 경우	■(우려수준에 영향 없음)
경영권이전으로 인한 퇴사시 지급하는 보상에 소비세를 대납해 주지 않는 경우 (excise tax gross-ups)	■(우려수준에 영향 없음)
스탁옵션에 대한 수급자격발생소요기간 (minimum vesting period)이 공시되지 않는 경우	↳(우려수준 증가)
주식옵션등에 대해 가격재평가(repricing)과 현금매입에 대한 언급이 없는 경우	↳(우려수준 증가)
이사회 이사들에 대해 회사주식소유지침에 적용되는지 공시되지 않는 경우	↳(우려수준 증가)
보상부문 종합평가	■ : 낮은 우려수준 □ : 중간정도의 우려수준 □ : 높은 우려수준

주주의 권리부문은 8개요소로 구성되어 있다. 주주의 권리부문에서는 의결권행사 등에 있어서 다수결의 원칙이 아닌 초과다수결을 고수하는 경우 지배구조에 문제가 있다고 보고 있다. 이사회는 이사들은 매년 새로 신임을 받아야 한다는 것도 보여주고 있다. 이사회가 한도가 설정되

어 있지 않는 수준의 보통주를 발행할 수 있는 권한이 주어진 경우에도 지배구조에 문제가 있는 것으로 보고 있다. CPPIB의 의결권행사지침에 의하면 25%추가적인 발행권한을 부여하는 것을 정상적인 권한으로 보고 있다.

〈표 8-6〉 RiskMetrics Group의 지배구조 위험 수준평가 척도 - 주주의 권리(예시)

평가요소	영향
보통주의 종류가 의결권행사와 관련하여 여러 종류로 분류되어 있지 않는 경우	■(우려수준에 영향 없음)
주주가 승인하지 않는 poison pill(기업매수 방어수단)을 갖고 있지 않는 경우	■(우려수준에 영향 없음)
모든 이사회 이사들이 매년 새로 선출되지 않는 경우	ㄷ(우려수준 증가)
이사회가 한도가 설정되어 있지 않은 규모의 우선주발행을 할 수 있는 권한이 있는 경우	ㄷ(우려수준 증가)
정관과 내규를 변경하기 위해서는 초과과반수원칙(super majority vote)이 적용되는 경우	ㄷ(우려수준 증가)
합병승인을 위해서 초과과반수원칙(super majority vote)이 적용되는 경우	ㄷ(우려수준 증가)
특별주주총회를 소집하기 위해서 지분 85%가 필요한 경우	ㄷ(우려수준 증가)
주주들이 서면동의로 인해 특정 행위를 할 수 없는 경우	ㄷ(우려수준 증가)
주주의 권리부문 종합평가	<input type="checkbox"/> 낮은 우려수준 <input type="checkbox"/> 중간정도의 우려수준 <input checked="" type="checkbox"/> 높은 우려수준

회계감사부문에서는 감사인의 독립성을 보장하기 위해 과도한 컨설팅 서비스와 재무제표의 회계감사가 혼재되어 있는 것을 우려하고 있다. 컨설팅 등 기타 수수료가 33%를 차지하는 것은 걱정된 것으로 보고 있다. 8개 항목이 준수되고 있어 우려수준에 중립적인 영향을 주지만 이들 항목이 지켜지지 않는 경우, 반대로 우려수준이 올라갈 수 있다는 것을 시사하고 있다.

〈표 8-7〉 RiskMetrics Group의 지배구조 위험 수준평가 척도 - 회계감사(예시)

평가요소	영향
회계감사수수료에서 비감사부문 수수료가 33%를 차지하는 경우	■(우려수준에 영향 없음)
지난해 감사인이 적정의견(qualified opinion)을 낸 경우	■(우려수준에 영향 없음)
지난 2년간 금융규제기관에서 어떠한 행정 조치도 받지 않은 경우	■(우려수준에 영향 없음)
지난 2년 동안 재무제표 공시를 늦게 한 적이 없는 경우	■(우려수준에 영향 없음)
감사위원회에 2명의 재무전문가가 포함되어 있는 경우	■(우려수준에 영향 없음)
지난 2년 동안 내부통제시스템(Internal control system)에 중대한 취약점이 공시된 적이 없는 경우	■(우려수준에 영향 없음)
감사부문 종합평가	<input checked="" type="checkbox"/> 낮은 우려수준 <input type="checkbox"/> 중간정도의 우려수준 <input type="checkbox"/> 높은 우려수준

## 2. GRI의 지속가능보고서(Sustainability Reporting)

UN PRI가 강조하고 있는 ESG(Enviroment, Social Factor, Governance)를 종합적으로 보고하고 공시할 수 있는 보고체계는 GRI(Global Reporting Initiative)가 개발한 GRI Reporting Guideline가 있다. GRI는 비영리연구소로 미국의 환경단체인 CERES(Coalition for Environmentally Responsible Economics)와 UNEP(UN Environment Plan) 등이 공동으로 설립한 네덜란드 암스테르담에 소재한 연구소이다.

GRI의 지속가능보고서 체계는 기업의 전략과 조직을 소개하는 Strategy and Profile, 경제적성과를 소개하는 Economic, 기업의 생산 활동상의 환경적 요인을 설명하는 Environmental, 사회적 문제를 다루고 있는 Social 영역으로 구성되어 있다. Social 영역은 노사관계와 근

로환경을 다루는 Labor Practices and Decent Work, 인권을 다루는 Human Rights, 지역사회와의 관계를 다루는 Society, 그리고 생산한 제품의 안전성을 다루는 Product Responsibility 등으로 다시 세분된다. 외국의 공적연금기금들도 투자대상 기업에 대해 지속가능보고서의 작성과 공시를 강력히 권고하고 있으므로 우리나라의 대기업들도 이에 대해 보다 철저한 준비가 필요할 것으로 본다. 앞에서 살펴본 RiskMetrics사의 지배구조평가기준과 지속가능보고서의 작성지침은 우리나라 대기업이 선제적으로 대응해야하는 영역이므로 철저한 분석이 필요하다.

## 가. Strategy and Profile(기업의 전략과 일반현황)

### 1) Strategy(기업의 전략)

이 영역은 최고경영자가 기업의 단기, 중기(3~5년), 장기의 비전과 전략을 기술하는 것으로 이들 전략과 경제적 성과, 환경적 측면, 사회적 책임 등과 연계시켜 기술하게 된다. 이들 영역에서의 단기, 중기, 장기적 측면에서의 주요 예상되는 파급효과, 위험요인, 기회 등을 기술한다.

### 2) Organizational Profile(기업의 조직구성)

이 영역은 회사의 주요 브랜드, 생산제품, 서비스, 본사 및 사업장 및 생산시설 소재지, 종업원 수, 총자산, 지분구성, 국가별 매출 및 생산량 등의 기업의 기본적인 정보를 기술하게 된다.

### 3) 지배구조

기업의 의사결정을 담당하는 주요 위원회, 최고경영진의 구성 등이 설명된다.

특히 이사회와 독립적인 이사와 비임원이사 등의 구성현황도 포함된다. 이사회와 최고경영진의 경제적 성과와 기업내 환경정책 등

에 어떤 역할을 하게 되는지를 설명한다. 이사회 이사진과 최고경영진의 연령, 성별, 인종 등에 대한 사회문화적 다양성을 기술한다.

## 나. Economic Performance(경제적 성과)

우선 경제적 성과 영역은 총 9개 세부지표로 구성되어 있다.

〈표 8-8〉 경제성과 세부지표

지표	기술내용
EC1	매출, 운영비용, 인건비, 기부금 및 지역사회투자, 유보이익, 이자비용 및 공과금 등이 기술된다.
EC2	기후변화가 재무적인 파급효과
EC3	DB(확정급여)형 연금제도의 가입률 연금부채
EC4	정부로부터 수령한 주요 자금지원
EC5	지역최저임금 대비 초임의 비율(성별)
EC6	현지 공급업체현황 및 구매금액, 외주업체 관리지침
EC7	현지 출신 고위 관리직원 현황, 현지채용지침
EC8	영리적 기업활동, 공익활동, 현물지원 등을 통한 지역사회의 인프라개발에 대한 기여
EC9	간접적 경제적 성과(생산성 제고 등)

〈표 8-9〉 환경부문 세부지표

지표	기술내용
EN1	생산에 사용된 원료의 무게 또는 부피
EN2	원료 중 재활용된 원자재의 비율
EN3	직접 에너지 사용량(주요 에너지원별)
EN4	간접 에너지 사용량(주요 에너지원별)
EN5	절약 및 생산효율성제고를 통해 절약된 에너지 량
EN6	에너지 효율성제고 및 재생에너지를 위한 방안과 이를 통한 에너지 절약규모
EN7	간접에너지 사용절감을 위한 방안
EN8	용수 배출량
EN9	용수배출로 영향을 받은 수원
EN10	재활용 및 재사용된 물의 양
EN11	환경보호구역 등 보호지역에 인접한 용지의 규모(소유, 임대 등으로 운영하는)
EN12	환경보호구역 등 보호지역에 인접함에 따른 주요 파급효과에 대한 기술

〈표 8-9〉 환경부문 세부지표(계속)

지표	기술내용
EN13	보호된 주요 서식지
EN14	생물다양성의 과급효과를 관리하는 전략, 지침, 향후계획
EN15	기업활동 중인 지역의 국제자연보호연맹보호대상 동식물과 멸종위험의 수준
EN16	직접 및 간접 온실가스배출량
EN17	기타 간접 온실가스배출량
EN18	온실가스배출을 감소시키기 위한 정책 및 이로 인한 감소량
EN19	오존파괴물질의 배출량
EN20	NO, SO 및 기타 독성물질의 배출량
EN21	총 용수배출량(수질별, 최종도착지)
EN22	폐기물의 무게 및 폐기방법
EN23	폐수, 원유, 독극성물질 등의 유출량
EN24	바젤협약 부칙 1,2,3, 8조가 적용되는 폐기물의 수입 및 수출 등 국제적으로 이송된 물량
EN25	폐수의 배출로 영향을 받는 수중 종의 다양성보호 대상 동식물의 규모
EN26	생산제품(서비스)의 환경에 미치는 과급효과를 감소시키기 위한 정책
EN27	회수된 제품용기와 포장재의 비중
EN28	환경관련 법률과 규제위반으로 인한 벌금과 비금전적 행정조치
EN29	생산제품 및 생산과 관련된 재화 및 원자재의 운송이 환경에 미치는 과급효과 그리고 운송담당 직원에 미치는 과급효과
EN30	환경보호관련 지출비용 및 투자액(유형별)

자료: Sustainability Reporting Guidelines, GRI, 2010

## 다. 사회영역

사회영역은 고용, 노사관계, 근로환경 및 안전, 교육훈련, 종사자 및 임원의 사회문화적 다양성, 남녀평등, 인권관련 투자, 단체교섭, 미성년 노동, 강제노동, 지역사회와의 관계, 부패방지, 공공정책의 개입정도, 정 당기부금, 공정경쟁, 법률준수, 소비자안전, 소비자의 사생활보호 등 총 42개의 세부 항목으로 구성되어 있다.

## 라. 지속가능보고서의 작성기준

### ① 균형감각

보고서는 긍정적인 영향과 부정적인 영향을 균형적으로 기술한다.

### ② 비교가능성

보고서는 매년 비교가능한 형식으로 기술되어 연도별 비교가 가능해야 한다.

### ③ 정확성

정확한 통계자료를 사용하고, 통계생산을 위해 사용된 방법을 밝히고 이 방법으로 재계산 하는 경우 동일한 결과가 산출되어야 한다. 통계생산에 사용된 각종 가정을 밝히고 질적인(정성적인)평가를 한 경우 이를 뒷받침 할 수 있는 다른 보고서 또는 관련 자료를 밝혀야 한다.

### ④ 시의적절성

지속가능보고서에서 제공하는 모든 정보는 이해관계자들이 시의적절한 의사결정을 할 수 있도록 최신의 정보를 제공해야 하며 공시할 때는 적용시점을 분명히 명시해야 한다.

### ⑤ 명료성

이해관계자들이 목차, 링크, 기타 설명 등을 통해 쉽게 접근하고 이해할 수 있는 형태로 기술되어야 한다. 보고서는 전문용어, 약자 등 이해관계자들이 이해하기 어려운 용어를 사용하지 않는다.

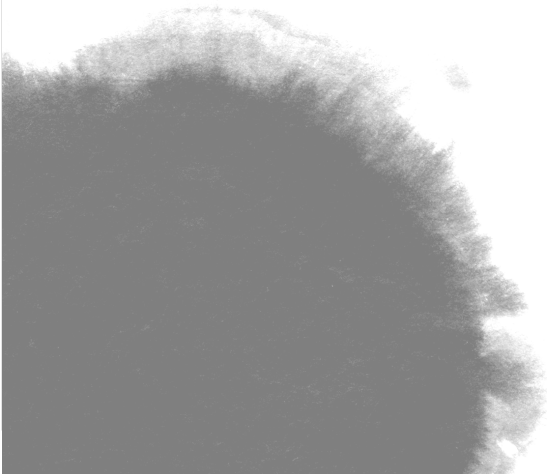
## ⑥ 신뢰성

지속가능보고서의 내용, 자료수집방법, 분석방법 등은 외부로부터 검증이 될 수 있어야 하며 검증이 된 경우 검증의 수준 등이 기술되어야 한다. 복잡한 계산식 또는 가정이 사용된 경우, 신뢰할 수 있는 입증자료가 제시되어야 한다. 원시자료의 제공자의 자료에 정확성 또는 오차범위에 대한 의견이 제시되어야 한다.



# 09

## 국민연금기금의 바람직한 의결권행사 전문성강화 방안





## 제9장 국민연금기금의 바람직한 의결권행사 전문성강화 방안

주식을 보유하는 데 그치지 않고, 장기적인 관점에서 기업의 가치를 증가시킬 수 있는 방향으로 의결권을 행사하는 경우 기업의 가치가 장기적으로 개선이 된다는 논문이 많이 발표되고 있다. 또한, 전 세계적으로 공적연금기금의 책임 있는 투자자로서의 역할이 강조되고 있다. 특히, UN은 UNEP Finance Initiative 와 UN Global Compact가 공동으로 「The Principle for Responsible Investment」를 제정하여 전 세계 784개의 주요 기관투자자들이 회원으로 참여하고 있다. UN이 전 세계 대형투자사와 공적연금기금들에게 이 협정을 통하여 ESG(Environment, Social Factor, Governance Structure)에 보다 적극적인 자세를 취할 것을 요구하고 있다.

2010 UN PRI는 회원기관들에게 설문조사를 실시하였고, 설문조사 결과 많은 수의 회원들이 UN PRI의 권고안 특히 ESG이슈를 투자의 의사결정전반에 반영하고 있다고 응답하였다. 2010년 보고서(Report on Progress)에 의하면 회원 중 Asset Owner의 95%와 Investment manger 87%가 ESG 이슈를 다루는 투자정책서를 채택하고 있는 것으로 보고되고 있다. 투자정책 전반에 UN PRI 권고안과 ESG이슈를 적극 반영하고 있다고 응답한 회원(Asset owners)의 비중, 별도의 내부 정책으로 관리하고 있다고 응답한 회원의 비중, 투자정책전반에 반영도 하고 내부적으로 별도 정책으로 관리도 한다고 답한 회원의 비중 등이 계속 증가하고 있다. 이것이 시사하는 것은 많은 해외 기관투자자들이

와 투자대상기업과의 사전적인 의견교환과 주식의결권행사를 통해 책임 있는 투자자로서의 역할을 강화해 나가고 있다는 것이다. 국민연금기금도 2009년 UN PRI에 회원으로 가입을 하였다. 기존 회원들이 책임 있는 투자자로서의 역할을 하고 있는 것을 감안할 때, 국민연금기금도 지금과 같은 보수적인 입장에서 보다 적극적인 주식의결권행사로 정책변화가 예상된다. 이에 따라, 상장기업 특히, 국민연금기금의 투자대상이 되는 대형우량주에 해당하는 기업들은 전 세계적으로 이슈로 제기되고 있는 ESG에 대해 보다 많은 관심을 가지고 대비를 해야 할 것으로 보인다.

UN PRI는 회원들로 하여금 다음의 6가지를 자발적으로 준수할 것을 요구하고 있다. 6개 원칙별로 회원들의 준수현황은 다음과 같다.

(1) 회원들은 자발적으로 ESG 이슈를 투자대상분석과 투자의사결정에 반영한다.

→ 2009년 회원의 64%가 적용하였으나 2010년 69%로 증가

(2) 의결권행사등을 통해 투자대상기업의 ESG이슈의 개선을 유도한다.

→ 의결권행사지침에 ESG이슈를 반영하는 회원의 비중은 88%에서 90%로 증가

(3) 투자기업에게 ESG 이슈관련 연차보고서를 공시하도록 요구한다.

→ ESG공시를 요구하는 회원의 비중은 2009년 21%에서 2010년 46%로 증가

(4) 금융권내에서 UN PRI 권고안의 수용성을 높이는데 노력한다.

→ ESG이슈를 외부투자관련 계약서에 조항으로 추가하는 회원 비중

2009년 63%에서 66%로 증가

(5) UN PRI 권고안의 효과적인 전파를 위해 회원간의 협조를 증진한다.

→ 회원간 협조에 참여한 회원비중은 2009년 75%에서 90%로 증가

(6) 회원들은 UN PRI 권고안을 투자에 어떻게 반영했는지 보고서를 작성하고 제출한다.

→ 2010년 회원의 94%가 투자에 대한 ESG이슈반영을 공시하고 있다.

따라서 국민연금의 의결권행사 전문성강화는 UN PRI가 역점을 두고 있는 ESG 이슈를 반영하는 방향으로 발전되는 것이 바람직하다. 현재 우리나라에서 논란이 되고 있는 부분은 ESG 중에서 G부분에 해당된다. 국민연금이 투자대상기업에게 전달해야 하는 메시지는 앞서 기술한 RiskMetrics사의 지배구조위험지표와 같은 지표를 채택하거나 이와 유사한 지표를 자체적으로 개발하여 자신들의 위험수준을 측정하고 관리해 줄 것을 권장하는 것이라고 본다. ESG의 E에 해당되는 것은 앞서 기술한 지속가능보고서가 연계될 수 있다. 따라서 국민연금은 투자대상 기업들에 대해 지속가능보고서의 작성과 공시를 권장할 필요가 있다.

이런 측면에서 볼 때, 국민연금의 의결권행사의 전문성강화는 2단계로 진행될 필요가 있다. 우선 1단계는 국민연금이 관심을 가지고 있는 영역에 대해 보다 객관적이고 투명한 기준을 제시하고 이를 권장하는 것이다. 위에서 예시로 든 2개의 보고서를 작성하고 공시하는 것을 권장한다는 것을 공표하고, 2단계는 이 보고서 상의 지표의 수준을 어느 수준이상으로 유지하는 것을 권장하는 것이다. 지속가능보고서는 정확한 정보의 제공과 이러한 정보의 공시를 권장하는 것을 의미하고 지배

구조위험지표는 “낮은 우려수준”으로 모든 영역이 관리될 수 있도록 권장하는 것을 의미한다. 우리나라의 대기업들이 이와 같은 기준을 적용하기 위해서는 국민연금의 의결권행사지침이 세부사항에 대해 보다 명확한 기준을 제시하는 것이 필요하다. 예를 들어, 독립적인 이사의 선임에서 이사의 독립성이 훼손되는 경우에 대해서 미국의 CalPERS나 캐나다의 CPPIB가 정하고 있는 것과 같이 구체적인 수치와 금액 등을 제시하여 독립성훼손의 경우를 구체적으로 명시하는 것이 필요하다. 의결권행사를 무조건 강화한다고 하는 것은 상당히 위험한 발상으로 생각된다. 구체적으로 어떤 것을 지수화 또는 지표화하여 관리해 나간다고 하는 것이 보다 바람직한 방향이며 의결권행사의 투명성과 객관성을 담보할 수 있다고 본다. 따라서 국민연금은 의결권행사의 전문성강화에 필요한 내용을, 특히 기업에 권장하는 각종 공시 관련 사항을 의결권행사지침에 명시하는 것이 필요하다.

## 참고 문헌

- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control”, 「The Journal of Political Economy」, Vol. 94, No. 3, Part 1. 461-488. 1986
- Becht, M., J. Franks, C. Mayer, and S. Rossi, “Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund”, 「Review of Financial Studies」 22(8), pp.3093-3129 2009
- Bethel, Jennifer E. and Stuart L. Gillan, “The impact of the institutional and regulatory environment on shareholder voting”, 「Financial Management」 31, 29-54. 2002
- Black, Bernard S., , “Shareholder activism and corporate governance in the United States”, 「The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law」 3, 459 -465. 1997
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy, and R. Thomas, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance”, 「Journal of Finance」 63(4), pp.1729-1775 2008
- Carleton, W. T., J. M. Nelson, and M. S. Weisbach, “The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAACREF”, 「Journal of Finance」 53(4), pp.1335-1362 1998

- CalPERS Homepage, Board Meeting Archive 「Review of Operation in Fiscal 2010」, GPIF Homepage
- Coles, Jeffrey and Chun-Keung Hoi, “New evidence on the market for directors: Board membership and Pennsylvania senate bill 1310” . 「Journal of Finance」 58, 197-230. 2003
- DeAngelo Harry and Linda DeAngelo, “Proxy contests and the governance of publicly held corporations”, 「Journal of Financial Economics」 23, 29 -59. 1989
- Del Guercio, Diane and Jennifer Hawkins, “The motivation and impact of pension fund activism”, 「Journal of Financial Economics」 52, 293 -340. 1999
- Del Guerio, D., L. Seery, and T. Woidtke, 「Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists “just vote no?”」 「Journal of Financial Economics」 90(1), pp.84-10320, 2008
- English, P., T. I. Smythe, and C. R. McNeil, “The "CalPERS effect" revisited”, 「Journal of Corporate Finance」 10(1), pp.157-174, 2004
- Fama, Eugene, 1980, “Agency problems and the theory of the firm”, 「Journal of Political Economy」 88, 288-307.
- Fama, Eugene and Michael Jensen, Separation of ownership and control, Journal of Law and Economics 26, 301-325. 1983
- Gillan, Stuart L. and Laura T. Starks, “Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors,” 「Journal of Financial Economics」 57, 275 - 305. 2000

- Gillan, S., and L. Starks, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 『Journal of Applied Corporate Finance』 19(1), pp.55-73 2007
- Gilson, Stuart, “Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: evidence on changes in corporate control when firms default”, 『Journal of Financial Economics』 27, 355-388. 1990
- Global Reporting Initiative, 『Sustainable Reporting Guidelines』, 2010.
- Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick, “Corporate governance and equity prices”, 『Quarterly Journal of Economics』, 107-155 2003
- Grossman and Hart, “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, 『Bell Journal of Economics』, vol11, no.1. 42-64, 1980
- Grundfest, Joseph A., , “Just vote no: A minimalist strategy for dealing with barbarians inside the gates”, 『Stanford Law Review』 45, 857-937. 1993
- Institutional Shareholder Service(ISS), 『Governance Risk Indicators』, 2010.
- Jensen, M. C. and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, 『Journal of Financial Economics』 3(4), pp.305-360, 1976
- Kaplan, Steven and David Reishus, “Outside directorships and corporate performance”, 『Journal of Financial Economics』 27, 389 - 410. 1990

- Karpoff, Jonathan M., Paul H. Malatesta, and Ralph A. Walkling, “Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence”, 「Journal of Financial Economics」 42, 365 -395. 1996
- Lipton, M., and S. A. Rosenblum, “A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors”, 「University of Chicago Law Review」 58(1), pp.187-253, 1991
- Mulherin, Harold J. and Annette B. Poulsen, “Proxy contests and corporate change: Implications for shareholder wealth”, 「Journal of Financial Economics」 47, 279 -313. 1998
- Nelson, J., “The "CalPERS effect" revisited again”, 「Journal of Corporate Finance」 12, 187-213, 2006
- OECD, 「Pension Market in Focus」 July 2011- issue 8.
- Parrino, Robert, Richard Sias, and Laura Starks, “Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover”, 「Journal of Financial Economics」 68, 3-46. 2003
- Prevost, Andrew K. and Ramesh Rao, “Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?”, 「Journal of Business」 73, 177-204. 2000
- Romano, Roberta, “Public pension fund activism in corporate governance considered”, 「Columbia Law Review」 93, 795-853. 1993
- RiskMetrics Group, 「2010 International Proxy Voting Guidelines Summary」, 2009.

- Smith, M., 「Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS, *Journal of Finance* 51, 227-252. 1996
- Szewczyk, Samuel H. and George P. Tsetsekos, “State intervention in the market for corporate control: The case of Pennsylvania senate bill 1310”, 「*Journal of Financial Economics*」 31, 3-23. 1992
- UN PRI(Principles for Responsible Investment), 「The Principle for Responsible Investment」, 2011.
- Wahal, S., 1996, “Public pension fund activism and firm performance”, 「*Journal of Financial and Quantitative Analysis*」 31, 1-23.
- Woidtke, Tracie, Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value, *Journal of Financial Economics* 63, 99 -131. 2002
- World Federation of Exchange, 「Annual Statistics Reports-Equity Markets」, 2011.
- Yermack, David, “Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors” 「*Journal of Finance*」 59, 2281-2308. 2004

국민연금기금 실무평가위원회 회의자료 2011.2

국민연금공단 홈페이지 공시내역

국민연금공단 홈페이지 의결권행사공시내역

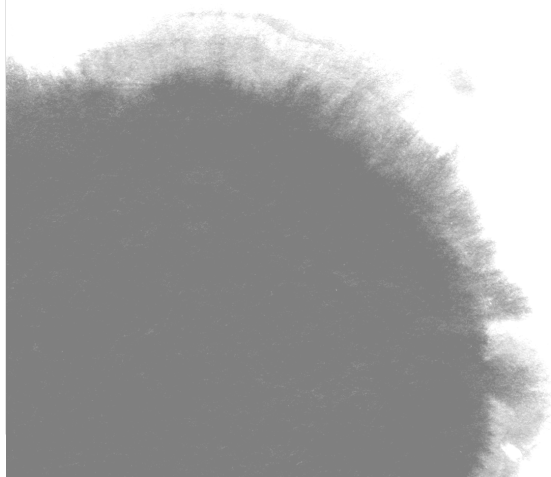
문형표, 「연금기금운용의 평가와 정책과제」, KDI 2007.12 ,

박경서, 「국민연금의 책임투자 및 주주권 행사방안」, 국민연금연구원,

2010.9.

박영석 외, 「국민연금기금의 시장영향력을 고려한 적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구」 한국재무학회, 2009

부 록





# 부록

## 부록 1. 국민연금의 국내주식 의결권 행사 세부지침

I. 재무제표 승인
1. 외부감사인의 감사의견
“적정” 이외의 의견일 경우에는 기권 또는 반대한다.
2. 이익잉여금 처분의 적정성
회사의 적정배당 정책에 의한 배당에 찬성한다. 다만, 배당금 지급수준이 회사의 이익규모, 재무상황, 투자기회, 자사주 매입규모, 임직원에 대한 보상 및 기부금 등을 고려하여 주주가치를 훼손할 정도로 과소하거나 또는 과도한 경우 반대한다.
II. 정관 변경
II-1. 주주의 권리 및 주주총회
3. 회사명 변경
회사명 변경이 인지도 하락 등으로 주주가치를 훼손하지 않는 한 찬성한다.
4. 회계연도 변경
잘못된 회계연도 변경 등으로 주주가치를 훼손하지 않는 한 찬성한다.
5. 주주총회의 결의요건 변경
① 주주총회의 결의요건을 변경하는 안에 대하여 원칙적으로 반대한다. 다만, 정당한 사유가 있는 경우에는 찬성할 수 있다.
② 특히 초다수결의 등 주주총회 결의요건 강화에 반대한다.
5의 2 주주총회 소집공고기간
주주총회 소집공고기간을 늘리는 안에 찬성하고, 정당한 이유 없이 줄이는 안에 반대한다.
6. 의결주체의 변경
정당한 사유 없이 주주총회 결의사항을 이사회 결의사항으로 변경하는 안에 반대한다.
7. 연계된 안건

다수의 정관변경 안건이 일괄 상정되고 이 중 일부 안건에 대하여 반대하는 경우에는 동 안건 전체에 대하여 반대한다.
8. 의결권 대리행사자의 범위
대리인 자격을 주주로 제한하는 안에 반대하고, 주주 이외의 자에게도 대리인 자격을 인정하는 안에 찬성한다.
9. 전자투표 및 서면투표
① 전자투표 또는 서면투표의 방법으로도 의결권 행사가 가능하도록 하는 안에 찬성한다. ② 주주총회에 주주가 직접 참여하지 않고 전자적 방법에 의해서만 투표하도록 하는 안에 반대한다.
II-2. 이사회
10. 이사회 규모의 규모
이사의 수에 관한 제안에 대하여 시안별로 검토하여 투표하되, 이사회내 위원회 활동을 제약할 만큼 이사의 수를 제한하거나 개별이사의 영향력을 무력화할 정도로 많은 이사를 두는 안에 반대한다.
11. 사외이사의 비중
사회이사의 비중을 높이는 안에 찬성하고 정당한 사유 없이 낮추는 안에 반대한다.
12. 이사회 의장과 CEO의 분리
① 이사회 의장과 최고경영자(CEO)의 직책을 분리하는 안에 찬성하고, 분리되어 있는 경우 정당한 사유 없이 이를 합치는 안에 반대한다. ② 고위경영자[최고경영자(CEO), 최고재무책임자(CFO) 등]가 이사회 의장직을 수행하는 것을 금지하는 안에 찬성한다. ③ 이사회 의장과 최고경영자(CEO)의 직책이 분리되어 있지 않은 경우, 선임사외이사(lead director) 도입 등 사외이사의 독립성을 제고하는 제안에 찬성한다.
13. 이사의 추천절차 및 자격기준
① 이사의 추천절차를 도입하거나 자격기준을 강화하는 안에 찬성하고, 정당한 사유 없이 추천절차를 폐지하거나 자격기준을 완화하는 안에 반대한다. ② 이사추천위원회에서의 사외이사 비중을 높이는 안에 찬성한다. ③ 다양한 경력과 능력을 가진 이사를 선임할 수 있는 안에 찬성한다.
14. 시차임기제
시차임기제의 폐지에 찬성하고, 시차임기제의 도입에 반대한다. 다만 정당한 사유가 있는 경우 달리 행사할 수 있다.
15. 사외이사의 임기
정당한 사유 없이 사외이사의 임기를 단축하거나 연장하는 안에 반대한다.
16. 이사회 투표방식에 대한 변경
이사회 각각에 대해 개별적으로 투표하는 방식으로서의 변경에 찬성하고, 일괄적으로 투

표하는 방식으로의 변경에 반대한다.
<b>17. 집중투표제</b>
정관에서 집중투표제를 배제하는 안에 반대하고, 집중투표제 배제조항을 삭제하는 안에 찬성한다. 다만, 정당한 사유가 있는 경우에는 그러하지 아니할 수 있다.
<b>II-3. 감사 및 감사위원회</b>
<b>18. 감사위원회 설치 및 구성요건</b>
① 최근 사업년도말 현재 자산총액이 2조원 미만인 회사의 경우 상근감사 대신 감사위원회를 설립하여 그 구성원의 3분의 2 이상을 사외이사로 충원하는 안에 찬성한다. 다만 상법 제54조의12에 근거한 의결권행사 제한을 회피하기 위해 감사위원회를 도입하는 것이 명백한 경우 원칙적으로 반대한다. ② 감사위원회의 사외이사 비중을 정당한 사유 없이 낮추는 안에 반대한다.
<b>19. 외부감사인의 독립성</b>
피감사회사가 외부감사인으로부터 감사 외에 경영자문서비스 등을 제공받는 것을 금지하는 안에 찬성한다.
<b>II-4. 임직원에 대한 보상</b>
<b>20. 이사 및 경영진 보상</b>
① 보상위원회를 설치하는 안에 찬성하고, 이를 반복하는 안에 반대한다. ② 보상위원회를 모두 사외이사로 구성하는 안에 찬성하고, 이를 반복하는 안에 반대한다. ③ 경영진의 성과와 보상을 연계하는 안에 찬성하고, 성과에 근거하지 않은 경영진 보상 체계에 반대한다. ④ 이사의 재임기간 중 분식회계, 허위공시, 주가조작 등으로 주가를 인위적으로 높인 사실이 사후에 밝혀질 경우 부당하게 받은 보상을 반환시키는 안에 찬성한다.
<b>21. 주식 연계 보상</b>
① 임직구연에게 주식매수선택권을 부여하는 안에 원칙적으로 찬성한다. 다만, 시장요인을 고려하거나 특정 경영성과 달성을 조건으로 하는 경우에 한한다. ② 상법 등 다른 법률에서 정한 발행허용범위 이내라도 일정 규모 이상의 주식매수선택권 부여계획의 경우 주주총회에서 승인받도록 하는 안에 찬성한다. ③ 사후에 주식매수선택권 행사가격을 조정하는 안에 반대한다. 다만, 증자 및 소각 등 주가치의 변동 시 기존 주식매수선택권의 실질가치 및 기존주주의 주가치를 유지하기 위하여 조정하는 경우 찬성할 수 있다. ④ 주식매수선택권의 권리행사 유효기간을 단축하는 안에 반대한다. ⑤ 사외이사들에게 보상의 일부를 주식 혹은 주식매수선택권으로 지급하는 경우 퇴직 전에 매도하거나 행사할 수 없도록 하는 안에 찬성한다.
<b>22. 자사주 매수를 위한 회사의 대부</b>
임직원들에게 자사주 매수를 위해 자금을 대부해주는 안에 반대한다.

II-5. 자본구조
23. 채무재조정
채무재조정의 일환으로 보통주 혹은 우선주를 새롭게 발행하려는 안에 대하여는 기존 주주의 권리 희석, 제안 조건, 경영권관련 쟁점, 이행상충 등을 고려하여 사안별로 투표한다.
24. 증권의 전환
증권의 전환을 가능하게 하는 안에 대하여는 기존 주주의 권리 희석, 전환비용, 재무적 사항, 경영권 문제, 이해상충 등을 고려하여 사안별로 투표한다.
25. 주주의 신주인수권
주주의 신주인수권을 약화시키는 안에는 원칙적으로 반대한다. 다만, 주식의 발행사유, 발행가격, 발행규모, 유동성 등 여러 가지 조건을 검토하여 필요하다고 판단되면 찬성할 수 있다.
26. 우선주
우선주 발행을 가능하게 하는 안에 대하여는 우선주의 의결권, 배당금, 전환권 및 기타 권리를 명백하게 하고 그 밖의 조건들이 합리적이면 찬성한다. 다만, 우선주 발행이 적대적 기업인수를 방어하는 수단으로 이용되는 경우에는 정당한 사유가 없는 한 원칙적으로 반대한다.
<b>III. 이사, 감사 및 감사위원회 위원의 선임</b>
27. 이사의 선임
<p>① 객관적 사실에 근거하여 아래의 경우에는 이사 후보에 대해서 반대할 수 있다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 법령상 이사로서의 결격 사유가 있는 자</li> <li>2. 과도한 겸임으로 충실한 의무수행이 어려운 자</li> <li>3. 기업가치 훼손 내지 주주 권익의 침해의 이력이 있는 자</li> </ol> <p>② 이사 후보의 수가 선임예정 이사의 수를 초과하는 경우 장기적으로 주주가치 증대에 더 적합한 후보에 대해 찬성한다.</p>
28. 사외이사의 선임
<p>이사의 선임을 준용하되 객관적 사실에 근거하여 아래의 각 호에 해당하는 경우에는 반대할 수 있다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 당해회사 또는 계열회사(비영리법인 포함)의 최근 5년 이내 상근 임직원</li> <li>2. 이사회 참석률이 직전 임기동안 60% 미만이었던 자</li> <li>3. 신규 임가를 포함하여 당해 회사에 사외이사로 재직할 연수가 10년을 초과하는 자</li> </ol>
29. 감사 및 감사위원회 위원의 선임
감사 및 감사위원회 위원은 27. 이사의 선임 및 28. 사외이사의 선임의건을 준용한다.
<b>IV. 이장 및 감사의 보상</b>
30. 이사보수한도 승인
① 이사회가 제시한 안에 원칙적으로 찬성한다.

② 보수한도 수준이 회사의 규모, 경영성과 등에 비추어 과도한 경우에는 반대한다. 다만, 개별등기임원에 대한 보상 내역과 보상 체계 등 객관적으로 보상 수준에 대해 판단할 수 있는 자료를 제공하는 경우 사안별로 검토한다.
31. 감사보수한도 승인
30. 이사보수한도 승인을 준용한다.
32. 임원퇴직금 또는 퇴직위로금 지급규정 승인
황금낙하산(Golden Parachute) <sup>2)</sup> 계약 등 경영진에 대한 과도한 퇴직금 지급에 대하여는 정당한 사유가 없는 한 원칙적으로 반대한다.
V. 주식매수선택권의 부여
33. 주식매수선택권의 부여
① 임직원에 대한 주식매수선택권 부여는 아래의 각 호 중 하나 이상에 해당하는 경우에 한하여 찬성한다. 1. 시장요인을 고려하는 경우 2. 특정 경영성과 달성을 조건으로 하는 경우 3. 연간 주식연계보상 물량이 총 발행주식수의 3% 미만인 경우 ② 사후에 주식매수선택권 행사가격을 조정하거나 기발행 주식매수선택권을 취소하고 행사가격을 조정하여 새로운 주식매수선택권을 발행함으로써 똑같은 효과를 추구하는 안에 대하여 반대한다. ③ 사외이사들에게 보상의 일부를 주식매수선택권으로 지급하는 경우 퇴직 전에 매도 또는 행사할 수 없도록 하는 안에 찬성한다.
VI. 합병 및 영업양수도 등
34. 합병 및 인수
① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다. ② 기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권 할 수 있다.
35. 영업양수도 등
① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다. ② 기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권 할 수 있다. ③ 영업에 필요한 주요 자산을 처분하여 경영권을 방어하려는 안에 반대한다.
36. 회사분할 및 분할합병
① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다. ② 기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권할 수 있다.
VII. 자본의 감소
37. 자본의 감소
자본의 감소를 가져오는 안에 원칙적으로 반대한다. 다만 다음의 경우 찬성할 수 있다. 1. 회사의 회생을 위하여 자본 감소가 불가피한 경우

2. 자본조달, 구조조정 등을 위하여 자본감소가 불가피한 경우
3. 회사의 사업축소나 폐업계획에 기금이 동의한 경우
4. 자사주 매입을 통한 소각으로 주주가치가 훼손되지 않는 경우
5. 유상감자로 주주가치가 훼손되지 않는 경우

VIII 기타

38. 주식분할 및 주식병합

- ① 발행주식수가 비례적으로 증가(감소)하는 주식분할(주식병합)에 대하여 찬성한다.
- ② 상장폐지를 피하려는 주식병합에 찬성한다.
- ③ 법정주식수가 비례적으로 감소하지 않는 주식병합에 대하여는 사안별로 검토한다.

39. 주식의 제3자 배정

주식을 제3자에게 배정하는 안에 대하여 원칙적으로 반대한다. 다만, 주식의 발생사유, 발행 가격, 발행규모, 유동성 등 여러 가지 조건을 검토하여 필요하다고 판단되면 찬성할 수 있다.

40. 지주회사 설립을 위한 기업분할, 주식교환 등

사안별로 검토하여 행사하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다.

41. 주주총회 안건의 사전공시

이사 및 감사의 선임, 이사 및 감사의 보수한도, 임원퇴직금 또는 퇴직 위로금 지급규정 승인 등 사전 검토가 필요한 안건에 대해서 주주총회 5영업일 전까지 그 내용을 공시하지 않은 경우 반대를 원칙으로 한다.

42. 비금융주력자 보유한도 초과분에 대한 의결권행사

금융지주회사법과 은행법의 적용대상이 되는 기업의 보유주식에 대한 의결권행사시, 행사 지침 및 세부기준에 규정되어 있는 많은 사안과 관련된 안건의 경우, 주주총회에 참석한 주주가 보유한 주식 수에서 국민연금기금이 보유한 주식 수 중 비금융주력자의 보유한도를 초과하는 주식 수를 뺀 주식 수의 결의내용에 미치지 아니하도록 의결권을 행사한다.

- 2) 황금낙산 임원 해임 시 거액의 퇴직금을 지급하도록 하여 적대적 인수를 시도하는 주체의 인수비용을 증가시키는 계약