

公的 年基金의 支配構造와 機關投資者로서의 役割

郭 管 勳*

차 례

- I. 들어가며
- II. 기관투자자로서 공적연기금의 역할과 기능
 - 1. 기관투자자의 의의
 - 2. 기관투자자로서의 공적연기금
- III. 공적연기금의 바람직한 지배구조에 대한 검토
 - 1. 공적연기금의 역할과 의결권남용의 문제
 - 2. 미국에 있어서 공적연기금의 지배구조
 - 3. 공적연기금 지배구조의 개선방안
- IV. 맺으며

* 韓國法制研究院 副研究委員, 法學博士

I. 들어가며

증권시장에서 기관투자자의 비중 및 역할 확대는 증권시장의 선진화를 위한 하나의 조건으로 평가되고 있다. 기관투자자는 장기적 관점에서 투자를 행하므로 시장의 건전화에 기여할 뿐만 아니라, 기업의 경영활동에 대한 충실한 감시자로서 기업지배구조 개선에도 크게 기여할 수 있기 때문이다. 그러나 지금까지 증권시장에서 기관투자자의 투자규모가 크지 않았으며 그 역할 또한 미미한 수준이었던 것이 현실이다. 이처럼 증권시장에서 기관투자자의 규모가 작았던 이유는 여러 가지가 있겠지만, 진정한 의미에서 기관투자자라 할 수 있는 연기금의¹⁾ 주식투자가 활발하지 못하였던 것도 중요한 이유 중의 하나였다고 할 수 있다.

2005년의 기금관리기본법 개정을 통한 연기금의 주식투자 전면 허용은 기관투자자의 수가 증가될 수 있는 제도적 발판을 마련하였다는 점에서 의미가 있다.²⁾ 동 개정을 통해 연기금의 주식투자가 활성화될 수 있는 여건이 마련되었으며, 실제로 최근 증권시장에서 기관투자자가 차지하는 비중도 급격하게 증가하고 있다.³⁾ 이에 따라 외국인 투자자와 개인투자자가 양대 세력을 형성하고 있는 주식시장이 개인투자자, 외국인 투자자 및 기관투자자의 3자 구도로

-
- 1) 일반적으로 기관투자자라고 하면 은행, 증권, 보험, 투신, 연기금 등을 꼽을 수 있으나, 연기금을 제외한 대부분의 기관투자자는 영업상의 이익을 중시함에 따라, 기업의 지배구조에 영향력을 미치고 기업가치를 제고하는 등 진정한 의미에서의 기관투자자 역할을 행하는 것은 연기금이라고 할 수 있다. 박상수, “연기금의 주식투자 허용과 기관투자자의 역할 제고방안”, 『상장협』 제51호, 2005. 3, 20면.
 - 2) 종전의 기금관리기본법 제3조 제3항은 ‘기금관리주체는 당해 기금으로 주식과 부동산을 매입할 수 없다. 다만, 당해 기금의 설치목적과 공익에 위배되지 아니하는 범위 안에서 기금 운용계획에 반영된 경우에는 그러하지 않는다’고 규정하여 기금의 주식투자를 원칙적으로 금지하고 있었다. 이에 따라 57개 공적연기금(2004년 8월 현재) 중에서 개별법에서 주식투자를 허용하고 있는 25개 기금을 제외하고, 주식투자를 금지하고 있는 14개 기금 및 주식투자에 관한 명문조항이 없던 18개 기금의 경우 주식투자가 금지되었었다. 2005년 1월에 개정된 기금관리기본법은 제3조 제3항을 삭제함에 따라 원칙적으로 모든 연기금의 주식투자가 가능하게 되었다.
 - 3) 기금관리기본법 개정 후 연기금이 2005년 5월에 3,403억원을 순매수한 데 이어 6월에는 6,309억원, 7월에는 833억원을 순매수하였다. 물론 8월에는 6,599억원 어치를 순매도하기도 하였지만 9월에 다시 5,778억원의 순매수를 기록하는 등 연말까지 연기금의 순매수 규모가 계속 증가할 것으로 예상되고 있다. 이에 대한 내용은 매일경제신문, 2005년 9월 20일자 참조.

정립되어 가고 있는 상황이다.⁴⁾ 더욱이 2005년 12월의 퇴직연금 도입으로 국내 증권시장 규모의 비약적 성장과 함께, 증권시장에서 기관투자자의 역할도 더욱 중요해 질 것으로 전망되고 있다.⁵⁾

그러나 한편으로 공적연기금의 전면적인 주식투자 허용에 대해 우려하는 견해도 상당수 존재하고 있다. 가장 크게 우려되고 있는 부분은 연기금의 의결권 행사에 관련된 문제이다. 개정된 기금관리기본법은 기금이 보유하고 있는 주식에 대해 의결권 행사를 원칙적으로 허용하고 있으며(제3조의 6), 연기금의 투자규모를 생각할 때 연기금은 대주주로서 기업의 의사결정에 중요한 역할을 할 것이 예상되고 있다. 그런데 공적연기금은 그 성격상 정부의 영향을 강하게 받을 수밖에 없으며, 따라서 연기금의 의결권 행사는 결국 정부에 의한 인위적인 기업통제의 수단으로 활용될 수 있다는 것이다. 이러한 점을 고려하여 실무계에서는 국민연금의 의결권 행사를 법제도적으로 금지하자는 주장도 제기되고 있는 상황이다.⁶⁾

그러나 기관투자자가 기업지배구조 개선 등 본래적 기능을 수행하기 위해서는 무엇보다도 적극적인 의결권 행사가 필요하며, 따라서 연기금의 의결권 행사를 제한하는 것은 바람직하지 않다. 물론 국민연금과 같은 공적연기금의 경우 기금납입자와 운영자가 달라 대리인비용이 발생할 우려가 있고, 또한 정부의 영향력도 무시할 수 없다는 문제점이 있는 것은 사실이다. 그러나 이는 연기금의 의사결정이 객관적이고 합리적으로 이루어질 수 있도록 하기 위한 제도적 장치를 마련하는 것으로 해결해야 할 문제이지 의결권 행사 자체를 막는 것으로 해결될 문제는 아니라고 판단된다.

결국 연기금의 주식투자와 관련하여 최우선적으로 고려해야 할 것은 연기금이 합리적 의사결정을 할 수 있는 지배구조의 구축이며, 이는 연기금의 증권시장의 중요한 기관투자자로서 역할을 할 수 있도록 하기 위한 전제조건이라

4) 이철용, “국민연금 주식투자 확대의 쟁점과 해법”, 『상장』 2005년 6월호, 한국상장회사협의회, 6면.

5) 미국의 경우 퇴직연금중 하나인 ‘401K’의 도입에 따라 1982년 11월에 1000선을 돌파한 다우지수가 그 후 17년만인 99년 4월에 1만을 넘게 되는 등, 미국 증시가 80년대 말부터 90년대 말까지 비약적으로 성장을 이룬 배경에는 401K 플랜의 영향이 매우 컸다는 것이 일반적인 평가이다. 이러한 측면에서 우리나라의 경우도 퇴직연금의 도입에 따라 증권시장의 규모가 비약적으로 성장할 것이 예상되고 있다. 이에 대한 내용은 매일경제신문 2005년 11월 7일자 A21면 참조.

6) 이철용, 전계논문, 7면.

는 점에서도 매우 중요하다고 생각된다. 본 논문은 이러한 점에서 기관투자자로서 연기금의 역할과 이를 위한 지배구조 개선방안을 살펴보고자 한다.

II. 기관투자자로서 공적연기금의 역할과 기능

1. 기관투자자의 의의

(1) 기관투자자의 개념

현행법은 기관투자자를 ① 은행 등의 금융기관, ② 간접투자자산운용업법상의 자산운용회사, ③ 증권거래법에 의한 증권금융회사, ④ 법률에 의해 설립된 기금을 관리·운용하는 법인으로서 재정경제부령이 정하는 법인, ⑤ 법률에 의하여 공제사업을 영위하는 법인으로서 재정경제부령이 정하는 법인, ⑥ 기타의 법인 중 상장유가증권에의 투자를 통한 증권시장의 안정을 목적으로 설립된 조합으로서 재정경제부장관이 정하는 조합의 조합원으로 정하고 있다(증권거래법 시행령 제2조의 4 제1항, 법인세법 시행령 제17조 제1항).

현행법은 기관투자자를 개별적으로 열거하는 형태를 취하고 있고 명확한 정의를 내리고 있지 않으며, 이에 따라 기관투자자의 정의에 대해서는 다양한 견해들이 존재하고 있다.⁷⁾ 다만 기관투자자에 대한 다양한 정의들을 종합하여 다음과 같이 4가지의 공통된 특징을 도출해 볼 수 있다. 즉, (i) 대규모 거래(large trading) (ii) 장기투자(long-term investment) (iii) 고객을 대신하는 투자(investment on behalf of customers)와 (iv) 집단적 투자(collective investment)의 4가지의 특징을 갖는 자를 기관투자자라고 한다.⁸⁾

(2) 기관투자자의 역할

기관투자자의 정의 및 분류를 바탕으로 볼 때, 우리나라 증권시장에 중요한 의미를 갖는 기관투자자는 증권회사, 투자신탁회사, 보험회사, 은행, 투자금융

7) 기관투자자의 정의에 대해서는 Phillip Davis/Benn Steil, Institutional Investors, MIT Press(2001); 고광수 외, 『한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구』, 한국증권연구원, 2005, 9~11면; 이승돈, “자본시장 안정적 발전을 위한 기관투자자의 역할”, 국내 기관투자자 육성 방안 세미나 자료, 한국증권업협회, 2004, 9면 참조.

8) 고광수 외, 전계서, 11면 참조.

회사, 상호신용금고 등의 금융기관 및 연기금⁹⁾을 들 수 있다.¹⁰⁾ 금융기관의 경우에는 지급결제 및 자금조성, 자원의 배분 및 이전, 위험관리, 가격정보제공 등의 역할을 담당하며, 연기금은 합리적인 자산배분 및 장기투자를 통한 시장안전관 역할, 주주권한 행사로 인한 경영투명성 제고 등에 있어 중요한 역할을 하는 것으로 평가되고 있다.¹¹⁾

이러한 기관투자자의 역할 중에서 무엇보다도 중요한 것은 증권시장의 건전한 투자환경 조성과 기업 지배구조 개선에 기여할 수 있다는 점이다. 기관투자자는 기업의 주주로서 경영자에 대한 감시·감독을 통한 기업지배구조 개선에 기여하게 된다. 주주의 경영에 대한 감시·감독은 주주 자신의 목적인 이익실현의 가능성을 높이는 수단이며 동시에 주주로서의 책임이라고 할 수 있다. 다시 말해서, 기업은 중요한 경제자원을 이용하여 사업을 행하고 있기 때문에 기업에게는 풍요로운 사회 실현을 위해 효율적인 자원이용의 책임이 있으며, 아울러 기업의 소유자인 주주는 이와 같은 방향으로 기업을 이끌 책임이 있는 것이다.¹²⁾

기관투자자는 속성상 위와 같은 주주 본연의 역할을 가장 충실하게 수행할 수 있는 존재이다. 연기금 등의 기관투자자가 보유하는 주식은 대규모이기 때문에 시장에서 적극적으로 매매를 행하는 액티브 운용(active management)을 행하기 어려우며 주가지수 등에 연동하는 패시브 운용(passive management)을 행하는 것이 일반적이다. 이러한 패시브 운용의 경우 문제가 있는 주식을 신속하게 처분하는 것이 불가능하므로, 중장기적 관점에서 투자를 행하는 것이 일반적이다.¹³⁾ 따라서 기관투자자는 장기적으로 주가 가치를 증대시키기 위해 일상적인 경영감시 및 의결권 행사 등을 통해 주주로서 적극적인 역할을 행하게 되고 이는 궁극적으로 기업지배구조 개선에 기여하게 되는 것이다.

또한, 기업의 장기적 가치를 평가함에 있어 기업의 재무적 정보뿐만 아니라

9) 2005년 11월 현재 연기금은 총 57개로 사업성기금 37개, 사회보험 6개, 재정성 5개, 금융성 9개로 구분되고 있다. 이에 대한 상세한 내용은 기획예산처 홈페이지(www.mbp.go.kr) 참조.

10) 참고로 증권거래소의 경우 투자주체를 분류하면서 기관투자자를 증권(증권거래법에 의한 증권회사), 보험(생명보험회사, 손해보험회사, 보증보험회사, 재보회사), 투신(투자신탁 운용회사, 증권투자회사 등), 은행(시중은행, 지방은행, 특수은행, 농수축협), 종금·저축은행(종합금융회사, 상호신용금고), 기금·공제회(연기금 등)로 구분하고 있다.

11) 노회진, “사모펀드와 기관투자자의 관계”, 『상장협』 제51호, 2005. 3, 67면.

12) 年金總合センター, 『機關投資者の株主議決權行使とコーポレート・ガバナンス』別冊商事法務 第274号, 商事法務, 2004, 4頁.

13) 谷本寛治, 『SRI - 社會的責任投資入門』, 日本經濟新聞社, 2003, 4頁.

기업이 '사회적 책임(Corporate Social Responsibility : CSR)'을 다하고 있는가를 중요한 판단기준으로 하는 '사회적 책임투자((Socially Responsible Investment : SRI)'를 통하여 건전한 투자환경의 조성에도 커다란 역할을 할 수 있다.

이처럼 기관투자자는 증권시장에서 매우 긍정적인 역할을 하고 있으며, 이에 따라 연기금을 중심으로 기관투자자를 적극 육성할 필요가 있다는 주장들이 설득력을 얻고 있다.¹⁴⁾

2. 기관투자자로서의 공적연기금

(1) 공적연기금의 현황

우리나라에 있어서 기관투자자는 은행, 증권, 보험, 투신 등의 금융기관과 연기금으로 대별할 수 있다. 양자는 모두 기관투자자로서 의미 있는 역할을 하고 있지만, 기업지배구조개선 및 건전한 투자환경 조성이라는 측면에서 보았을 때 연기금을 진정한 의미의 기관투자자라고 할 수 있다.¹⁵⁾ 금융기관의 경우 고객의 확보를 위해 수익률을 중시할 수밖에 없으며 따라서 자신의 영업적 이익을 먼저 고려하기 때문에 감시자로서의 주주역할을 수행하는데 한계를 갖는다. 반면에 연기금은 영업적 이익만이 아니라 기업의 사회적 책임 등 공공적인 측면도 함께 고려하기 때문이다.

그러나 종전까지 공적연기금의 주식투자 비율이 매우 미미한 수준이었으며,¹⁶⁾ 따라서 증권시장에서 기관투자자의 역할도 그다지 두드러지지 않았던 것이 사실이다.¹⁷⁾ 그 규모가 가장 큰 국민연금을 비롯한 대부분의 연기금은 보다 안정적인 채권에 대한 투자가 일반적이었으며, 주식에 대한 투자는 예외적인 경우에만 가능하므로 그 투자비중이 적었던 것이다.¹⁸⁾ 그러나 연기금의

14) 이와 같은 측면에서 미국을 비롯한 많은 국가의 증권시장에서 기관투자자의 역할이 점차 중요해지고, 그 영향력이 점차 확대되고 있는데, 이처럼 자본시장에서 기관투자자가 지배적 역할을 하게 되는 과정을 '기관화(institutionalization)'라고 한다. Phillip Davis/Benn Steil, *op.cit.*, p.10.

15) 박상수, 전계논문, 20면.

16) 2003년 말 기준으로 연기금의 주식투자 비중은 4.4%에 그쳤다.

17) 우리나라의 경우 1999년부터 2003년까지의 통계를 보면 기관투자자가 소유하고 있는 주식의 가치는 시가총액의 16% 내외에 불과하며 이는 2001년 한 해 동안 기관투자자들이 차지하는 비율이 54.5%였던 미국이나 영국 및 33.5%의 프랑스에 비해 매우 낮은 수준이다. 박상수, 전계논문, 18면.

18) 2003년 기준으로 55개 연기금의 포트폴리오 내용을 보면 국공채 등에 대한 투자비중이

수익률 저하로 인한 기금고갈¹⁹⁾의 문제가 제기됨에 따라 보다 다양한 자산운용의 필요성이 제기되고 있으며,²⁰⁾ 기업지배구조개선 및 외국자본에 대한 대응세력으로서 연기금의 역할이 필요하다는 점에서도 주식투자의 필요성이 다각적으로 제기되었다. 이러한 점에서 볼 때 2005년 기금관리법의 개정을 통해 연기금의 주식투자를 전면적으로 허용한 조치는 시의적절하다고 생각된다.

(2) 공적연기금의 역할

1) 증권시장의 활성화

우리나라의 경우 증권시장의 규모에 비하여 기관투자자가 차지하는 비중이 그다지 크지 않았다. 그러므로 기업이 타인자본을 많이 사용할 수밖에 없는 금융환경이었으며, 외국투자자의 규모 확대에 의해 금융시장의 불확실성이 증가하는 등 많은 문제점들이 지적되었다.²¹⁾ 물론 점차 글로벌화 되어가는 증권시장에서 외국인투자자의 비중이 증가한다는 것 자체가 문제가 될 수는 없겠지만, 외국인투자자의 이기적 투자행태나 국내기업과의 무분별한 경영권 다툼에서 볼 수 있듯이 많은 문제점을 가지고 있는 것이 사실이다.

이러한 문제의 발생은 기관투자자들의 저조한 투자가 가장 큰 원인의 하나이며, 그 중에서도 연기금이 법적 제약으로 인해 주식투자가 제한되었던 것이 중요한 원인 중에 하나였다고 할 수 있다.²²⁾ 그러나 연기금의 주식투자가 원칙적으로 허용됨에 따라 그 투자규모가 점차 커지고 있어 증권시장이 점차 활성화되고 있으며, 올해 말로 예정된 퇴직연금이 도입되는 경우 증권시장의 규모가 더욱 확대될 것으로 전망된다.

높고 주식에 대한 투자비중은 4%에 그치고 있다. 특히, 그 규모가 가장 큰 국민연금의 경우 채권에 대한 투자비율이 2004년 말 기준으로 84.2%에 이르고 있다.

19) 참고로 국민연금의 경우 현재 상태를 유지하면 2047년에 기금이 소진될 것으로 예상되며, 이에 2030년까지 보험료는 인상하고 급여는 삭감하는 것을 내용으로 하는 개정안이 상정되어 있다.

20) 국민연금의 경우 2004년 말을 기준으로 채권에 대한 투자비중이 84.2%에 달한다. 그러나 2004년 11월 기준 국공채 수익률이 3.1%에 그친데 반하여 물가상승률은 5.7%에 이르고 있다. 즉, 채권에 대한 투자가 안정적일 수는 있으나 저조한 수익률로 인하여 기금이 고갈될 수 있다는 점에서 주식에 대한 투자 필요성이 존재한다고 할 수 있다.

21) 노회진, 전계논문, 49면.

22) 박상수, 전계논문, 19면.

2) 기업지배구조개선

기관투자자를 크게 금융기관과 연기금으로 구분할 때, 대부분의 금융기관은 자신의 고객에게 최대한 수익률을 제공하기 위해 투자를 하는 ‘재무적 투자자(financial investor)’라고 할 수 있다. 이들은 기본적으로 기업의 성과가 좋지 않은 경우에는 시장에서 보유주식을 즉시 매도하는, 소위 ‘Wall Street Rule’에 따른 투자를 하는 것이 일반적이다. 물론 장기적인 관점에서 수익을 얻기 위한 방법으로 기업의 지배구조개선에 적극 관여하고, ‘주주행동(Shareholder Activism)’을 통해 기업의 의사결정에 직·간접적으로 관여하기도 한다. 하지만, 기본적으로 고객의 수익을 먼저 고려해야 한다는 점에서 어느 정도 한계가 있을 수밖에 없다.

이러한 측면에서 보았을 때, 공적연기금의 경우 영업적 이익보다 공공적 이익을 위한 투자를 보다 장기적인 관점에서 행할 수 있으므로 기업의 주요 대주주로서 기업지배구조 개선에 중요한 역할을 할 수 있을 것이라는 점에서는 의문이 없다. 특히, 최근에는 주주들이 기업에 대한 충분한 지식을 가지고 경영권의 창출과 감독기능을 행하는 동시에 주주의 의무로서 기업에 대한 지원자 역할을 하는 투자행태인 ‘관계투자(Relationship Investment)’라는 개념이 등장하고 있다.²³⁾ 이러한 관계투자가 기업의 지배구조개선과 경쟁력 강화에 중요한 역할을 할 것으로 평가되고 있으며,²⁴⁾ 특히 기관투자자로서의 연기금은 이러한 관계투자를 효율적으로 행할 수 있는 주체로서 그 역할이 더욱 더 중요해 질 것으로 예상되고 있다.

3) 사회적 책임투자 실현

가. 사회적 책임투자의 의미

사회적 책임투자(SRI)란 투자자가 투자판단을 함에 있어 기업의 재무적 가치만을 보고 판단하는 것이 아니라 기업이 사회적 또는 환경적 측면에서 ‘기업의 사회적 책임(CSR)’을 다하고 있는지의 여부를 중요한 요소로 고려하는 것을 말한다. 다시 말해서 건전한 경제활동을 하고 사회적 책임을 부담하는 기업에 대해 투자를 행하는 투자방법의 하나인 것이다.²⁵⁾

23) 관계투자에 관한 상세한 내용은 박경서, “관계투자의 발전전망”, 『상장협』 제51호, 2005. 3, 79면 이하 참조.

24) Jennifer Hill, Visions and Revisions of the Shareholder, 48 Am. J. Comp. L. 39, 61(2000).

25) 谷本寛治, 前掲論文, 1頁.

최초의 사회적 책임투자는 종교단체가 자신의 종교적 가치관에 따라 투자를 행하는 형태²⁶⁾ 및 시민단체가 사회운동, 반전운동 및 환경운동의 한 방법으로 행하였다. 즉 투자수익을 희생하면서 사회적 가치를 실현하기 위한 사회운동의 한 형태로 이루어졌던 것이다.²⁷⁾ 그러나 기업의 사회적 책임수행 여부가 기업 가치를 판단하는 중요한 기준이 되고, 아울러 사회적 책임투자가 통상의 주식투자와 비교할 때 그 투자수익이 결코 적지 않다는 점에서 이제는 고수익을 위한 투자형태의 하나가 되었다.²⁸⁾

자본주의경제 하에서 기업은 싸고 좋은 물건을 만들어 시장에 제공하고 그 성과를 이해관계자(stakeholder)에게 분배하는 것이 중요하였다. 즉, 기업은 어떠한 방법으로도 좋은 물건을 저렴하게 생산하여 제공하는 것을 통해 나름대로 사회에 공헌을 한다고 생각하였다. 그러나 아무리 저렴한 물건이라 할지라도 그 과정에서 환경이 오염되거나 노동력 착취 등이 이루어진다면 사회 전체적으로 이익이라고 할 수 없을 것이다.²⁹⁾ 또한 이러한 문제가 있는 기업의 경우 아무리 재무상황이 건전하고 유망하다고 하여도 사회적 비난의 대상이 되며, 이를 감시하는 NGO 등에 의해 보이콧이나 공익소송의 대상이 될 수 있다. 이 경우 기업이 거대한 손해배상을 부담하는 등 이미지가 실추될 것이며, 이는 당해 기업에 대한 시장평가와 직접적인 연관성을 갖게 된다. 따라서 투자자는 투자 리스크 관리의 측면에서 당해 기업이 사회적으로 비난받을 행위를 했는지를 판

26) 최초의 사회적 책임투자는 1920년에 미국의 종교단체가 종교적 교의에 따라 담배산업이나 주류산업 등을 투자 대상에서 제외하였던 것으로부터 시작되었다. 이에 대한 상세한 내용은 Steve Schueth, *Socially Responsible Investing in the United States*, 43 J. Bus. Ethics 189(2003) 참조.

27) 대표적이 예로 1970년대에 베트남전을 계기로 일어난 반전운동의 일환으로 군수업체 등에 투자하지 않을 것을 요구하는 주주제안과 1971년에 GM에 대하여 인종분리정책을 행하는 남아프리카 공화국에서 철수할 것을 요구하는 주주제안이 이루어졌던 것이 대표적인 예이다. 谷本寬治, 前掲論文, 10~15頁.

28) 미국의 사회적 책임투자 조사회사의 하나인 'KLD Research & Analytic'가 1990년 5월부터 발표해 오고 있는 사회적 주가지수인 'Domini 400 Social Index'가 있는데, 동 지수에 포함되는 기업에 대한 선별기준은 기부 등 커뮤니티에 대한 기여도, 고용관계, 환경문제, 알콜이나 도박 등에 대한 투자 여부 등을 모두 고려하여 판단한다. 그런데 이러한 Domini 400 Social Index가 미국의 대표적 주가지수인 S&P 500보다 수익률이 훨씬 높다는 조사 결과가 있다. 물론 이 결과만으로 사회적 책임투자가 일반적인 주식투자보다 높은 수익을 올린다고 단언할 수는 없지만, 적어도 사회적 책임투자라고 해서 일반투자에 비해서 무조건 수익이 낮은 것은 아니라는 사실은 알 수 있다. 谷本寬治, 前掲書, 17頁.

29) George Djurasovic, *The Regulation of Socially Responsible Mutual Funds*, 22 Iowa J. Corp. L. 257, 258(1997).

단하게 되며, 더 나아가 사회적 책임을 다하고 있는지를 중요한 투자결정의 요소로 고려하는 사회적 책임투자가 이루어지게 되었던 것이다.³⁰⁾

이처럼 사회적 책임투자의 의미가 변화하면서 사회적 책임투자를 행하는 주체도 주로 종교단체 및 그 밖의 비영리단체였던 것이 개인은 물론 기업체, 대학, 병원 재단, 연금펀드 등으로 다양화되었으며, 특히 연금펀드의 경우 그 규모 및 공익적 성격으로 인하여 그 역할이 더욱 중요해지고 있다.³¹⁾

사회적 책임투자의 유형은 크게 ① 사회적 스크린(Social Screen) ② 주주행동(Shareholder Activism 또는 Shareholder Engagement) ③ 사회적 투자(Social investment 또는 Social Finance)의 세 가지 형태로 나눌 수 있다. 사회적 스크린이란 투자자가 기업의 사업내용이나 사업 활동과정에서 사회 및 환경 등에 미치는 영향을 고려하여 투자판단을 하는 것을 말하고, 주주행동(주의)이란 주주의 입장에서 기업경영에 적극적으로 관여하여 경영에 영향을 미치는 것을 말한다.³²⁾ 또한 사회적 투자란 자신이 속한 커뮤니티의 이익을 고려하여 투자대상을 선정하는 것을 말한다.³³⁾

나. 주요국의 사회적 책임투자

사회적 책임투자가 가장 먼저 시작된 곳은 역시 미국이다. 1920년대 기독교 종교단체가 교회자금을 운용함에 있어 주류, 담배 및 도박관련 산업과 관련된 기업을 투자대상에서 제외하였던 것이 그 시작이었다.³⁴⁾ 이후 1970년대를 전후해서는 반전운동 등 사회운동의 일환으로서 사회적 책임투자가 이루어졌다. 그러나 미국에서 현대적 의미의 사회적 책임투자가 이루어지기 시작한 것은

30) Pall A. Davidsson, Legal Enforcement of Corporate Social Responsibility within the EU, 8 Colum. J. Eur. L. 529, 531(2002).

31) Social Investment Forum, 2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States (2003) (visited Oct. 10, 2005) <http://www.citizensfunds.com/pdfs/sri_trends_report_2003.pdf> , p.3.

32) 주주행동의 경우 과거에는 주로 주주총회에서 주주제안의 형태로 이루어지는 경우가 많았다. 그러나 최근에는 그뿐만 아니라 기관투자자가 경영진과의 일상적인 커뮤니케이션을 통해 지속적으로 경영에 관여하는 형태로 이루어지는 경우도 많다. 谷本寬治, 前掲論文, 7~8頁.

33) 사회적 책임투자의 유형에 관한 상세한 내용에 대해서는 곽관훈, “공적연기금의 주식투자에 관한 법적쟁점 - 사회적 책임투자(SRI)의 관점에서 -”, 한국재정법포럼 창립 세미나 발표자료, 2005. 10, 115면 이하 참조.

34) 기독교 단체들은 담배, 주류 등의 비윤리적인 산업에 관련된 기업의 주식을 ‘Sin Stocks’ 이라고 부르며 이러한 기업에 투자하는 것을 비윤리적인 행위로 생각하였다. 谷本寬治, 前掲論文, 10頁.

1990년대부터 이다. 1990년에 들어오면서 사회적 책임투자의 자산총액이 급증하기 시작하는데,³⁵⁾ 이 시기부터 이전의 사회운동적 성격에서 벗어나 리스크 관리를 위한 투자형태의 하나로서 자리 잡기 시작한다.

1990년대 이후 사회적 책임투자의 급격한 성장배경에는 기관투자자들의 적극적인 참여가 있었다.³⁶⁾ 기관투자자는 투자수익을 희생하면서 자신의 가치관을 실현하고자 하였던 사회운동가나 종교단체와는 구별되며, 이들은 수탁자 책임을 부담하고 운용수익의 최대화를 주된 목적으로 하고 있다. 이러한 기관투자자들이 사회적 책임투자에 적극적인 이유는 크게 두 가지로 분석되고 있다. 가장 중요한 이유는 상술한 바와 같이 사회적 책임투자가 통상의 주식투자보다 수익률이 결코 적지 않다는 사실이 입증되었다는 점이다. 그리고 또 한 가지 이유는 기업이 사회적 책임을 다하고 있는가의 여부가 주가에 영향을 미치는 리스크 요인이라는 인식의 확산이다. 실제로 미국의 경우 1990년대 들어서 소비자나 NGO로부터 비판을 받은 기업은 평판뿐만 아니라 주가도 하락하는 일이 빈발하였다. 따라서 투자자 입장에서는 기업이 사회적 책임을 다하고 있는가가 리스크 관리적 측면에서 중요한 판단요소가 되었던 것이다.

한편, 영국의 경우는 미국과 달리 정부차원에서 사회적 책임투자를 적극 추진한 경우이다.³⁷⁾ 영국은 2000년 7월에 연금법 개정을 통해 연금법상의 공시 제도인 'SIP(Statement of Investment Principle)'를 개정하였다. 동 개정을 통해 새로운 공시내용을 추가하였는데, 구체적으로 ① 투자종목의 선택, 보유, 매각에 있어서 사회, 환경 및 윤리에 관한 고려를 행하였는가, 행하고 있다면 어느 정도인가를 공시하도록 하고, 또한 ② 투자에 부수하는 권리(의결권 포함)의 행사에 대하여 규정하는 방침이 있는가, 있다면 그 기준을 공시하도록 하

35) 현재 펀드시장이 가장 발달되어 있는 미국의 경우 펀드투자금의 약 8분의 1에 해당하는 12% 가량이 SRI 펀드에 투자되고 있다. 미국의 SRI투자펀드 규모는 84년 400억달러에서, 95년 6390억달러로 99년에 1조 4900달러로, 2001년에는 2조 3400억 달러로 급성장하였다. Social Investment Forum, *op.cit.*, p.2 이하 참조.

36) 또한 1974년 마련된 '종업원소득보장법(Employment Retirement Income Security Act : ERISA법)'의 제정과 확정기여형연금제도인 '401(k)Plan'의 도입으로 기관투자자뿐만 아니라 개인투자자에 의한 투자도 증가하였다. 이에 대한 내용은 石垣修一, 『年金資産運用のためにエリサ法ガイド』, 東洋經濟新報社, 2003 참조.

37) 참고로 1998년에 보고된 영국의 '연금에 관한 의회 보고서(Green Paper)'에서는 수익자 이익의 관점에서 수탁자는 그 투자에 관련하여 도덕적, 사회적 및 환경적 문제를 고려해야 하며, 모든 수탁자는 그러한 문제들을 연금자산의 투자판단 시에 당연히 고려해야 한다고 지적하고 있다.

였다.³⁸⁾ 동 법의 개정은 사회적 책임투자를 명시적으로 규정하고 있지는 않지만, 동 개정을 통해 사회적 책임투자에 대한 관심이 높아졌으며 그 규모도 비약적으로 증가하기 시작하였다.³⁹⁾

일본의 경우는 앞에서 살펴본 미국이나 영국에 비해 사회적 책임투자가 그다지 활발히 이루어지지 않고 있는 상황이다. 그러나 최근 미국 등의 많은 국가에서 ‘기업의 사회적 책임’에 대한 관심이 높아짐에 따라, 일본기업의 사회적 책임 수행에 대한 외국 기관투자자, 자산운용회사, 기업평가기관 등의 조사 및 평가가 본격화되는 추세이다. 이에 따라 사회적 책임투자에 대한 관심이 증가하고 있으며, 2003년에는 ‘스미토모신탁은행(住友信託銀行)’이 기업연금을 대상으로 하는 ‘사회적 책임투자 펀드(SRI펀드)’를 개발하는 등 사회적 책임투자의 움직임이 서서히 일어나고 있다.⁴⁰⁾

다. 사회적 책임투자를 위한 공적연기금의 역할

기관투자자는 그 특성상 장기적 관점에서 투자를 행하는 것이 일반적이다. 이 경우 장기적 관점에서 주식가치를 판단할 수 있는 기준이 필요하며, 그 기준의 하나로서 기업이 사회적 책임을 충실히 수행하고 있는가를 고려할 수 있을 것이다. 이에 반해 금융기관과 같은 기관투자자는 영업이익을 중요시할 수밖에 없으므로 사회적 책임투자를 적극적으로 행할 것을 기대하기는 어렵다. 이러한 점을 고려할 때, 공적연기금이 사회적 책임투자 활성화에 주도적 역할을 할 수 있을 것으로 기대된다.

실제로 미국의 경우도 사회적 책임투자가 입법화되어 있지 않기 때문에 각 기업연금의 경우 사회적 책임투자에 그다지 적극적이지 않다. 그러나 ‘뉴욕시 교직원연금기금(NYCERS)’이나 ‘캘리포니아주 공무원퇴직연금기금(CalPERS)’과 같은 공무원 연금은 스스로 공공적 성격을 가지고 있다는 사실을 인식하고 있다. 따라서 사회적 책임투자를 통해 기업들이 사회적 책임을 적극 수행하도록 유인할 책임이 있다는 점을 분명히 하고 있다.⁴¹⁾

38) 谷本寛治, 前掲論文, 18頁 이하 참조.

39) 영국의 SRI추진단체인 UK SIF(UK Social Investment Forum)에 따르면 연금법 개정 이후에 연금기금의 59% 정도가 투자전략의 하나로서 기업의 사회적 책임(CSR) 수행여부를 투자판단의 중요한 고려사항으로 하고 있다고 한다. 상세한 내용은 UK SIF 홈페이지(<http://www.uksif.org>) 참조.

40) 谷本寛治, 前掲論文, 21頁.

41) 年金総合センター, 前掲書, 132頁.

사회적 책임투자는 투자의 힘을 통해서 기업경영에 영향을 미치는 것, 다시 말해서 사회적 책임을 다하는 기업에 대한 선별 투자를 통해 궁극적으로 다른 모든 기업들이 사회적 책임을 다하는 환경을 조성하는 것이라고 할 수 있다. 즉, 사회전체의 이익을 위한다는 측면에서 공적 성격의 연기금에게 가장 적합한 투자방법이라고 할 수 있다. 뿐만 아니라 사회적 책임을 다하는 기업이 장기적으로 우량한 기업으로 성장하고 경쟁에서 살아남을 수 있다는 측면에서도 연기금에게 적합한 형태의 투자방법이라고 생각된다.

Ⅲ. 공적연기금의 바람직한 지배구조에 대한 검토

1. 공적연기금의 역할과 의결권남용의 문제

(1) 공적연기금의 의결권남용 가능성

기금관리기본법 개정을 통한 공적연기금의 전면적 주식투자 허용에 대해 우려하는 견해들도 상당수 존재하고 있다. 연기금의 주식투자와 관련된 가장 큰 우려 중의 하나는 의결권행사의 허용에 관한 문제이다. 현행 기금관리기본법은 연기금이 보유한 주식의 의결권행사를 원칙적으로 허용하고 있다(제3조의 6). 주식을 소유하고 있는 연기금도 주주이므로 의결권을 행사하는 것은 당연하다고 할 수 있다.

그런데 연기금의 경우 그 규모가 거대할 뿐만 아니라 그 속성장 정부의 영향력 하에 있을 수 있다는 점에서 정부에 의한 인위적 활용 및 기업통제의 수단으로 사용될 가능성이 있다는 것이다. 이와 같이 공적연기금의 의결권이 남용되는 경우 증권시장에 대해 미치는 부작용이 적지 않을 것이라는 우려가 제기되고 있다.⁴²⁾

연기금의 의결권행사와 관련한 또 하나의 문제가 연기금이 M&A 시장의 ‘백기사(white knight)’로서 역할할 수 있다는 우려이다.⁴³⁾ 연기금, 특히 국민

42) 이철용, 전제논문, 6면.

43) 최근 언론보도를 보면 삼성물산이 소버린의 적대적 M&A가 시도되는 경우 국민연금을 백기사로 활용하려 한다는 보도가 있었으며, 또한 재경부의 경우도 국내 토종자본 육성을 위한 사모펀드 도입방안을 마련하면서 국민연금 등 공적연기금의 활용을 공개적으로 거론한 예가 있다. 물론 아직까지 실제 사례가 있었던 것은 아니나, 그러한 가능성은 충분히 존재하고 있다.

연금과 같은 경우 그 투자규모가 크기 때문에 어떠한 입장을 취하느냐에 따라 M&A의 결과가 틀려질 수 있을 정도의 영향력을 가지기 때문이다. 물론 이 자체가 잘못되었다고 할 수는 없지만, 기업의 경영권 다툼에 연기금이 개입될 개연성이 있으며 시장질서에 혼란을 줄 수 있다는 점에서 문제점이 존재하는 것은 사실이다.⁴⁴⁾ 이와 같이 연기금이 의결권을 행사하는 경우 여러 가지 문제점이 있다는 이유로 실무계 일부에서는 연기금의 의결권 행사 자체를 법제도로 금지해야 한다는 견해도 존재하고 있다.

(2) 의결권 남용문제 해결의 기본방향

공적 연기금의 경우 의사결정이 제3의 독립된 위원회에⁴⁵⁾ 의해 이루어지나, 이러한 위원회의 구성과 의사결정이 정부의 영향력을 완전히 배제할 수 있다고 장담하기는 어렵다. 따라서 실무계의 우려와 같이 의결권의 남용 가능성이 존재하는 것도 사실이다. 그러나 이를 막기 위해 공적연기금의 주식투자 및 의결권행사 자체를 막는 것이 과연 바람직한 것인지 의문이 있다.

특정기업의 주식을 가지고 있는 연기금도 당연히 주주이며, 주주는 회사의 의사결정에 대해 직접적으로 이해관계를 가지고 위험을 부담하는 존재이다. 이처럼 위험을 부담하는 자가 의사결정권을 갖는다는 것은 조리상의 원칙이므로 주주인 연기금이 의결권을 갖는 것은 당연한 것이다.⁴⁶⁾ 다만, 의결권의 남용으로 왜곡된 의사결정이 이루어질 가능성이 있는 경우 예외적으로 법률에 의해 의결권을 제한하는 등의 조치를 취할 수 있다.

의결권의 남용을 막는 방법은 크게 (i) 주식취득 및 의결권행사를 직접적으로 제한하는 방법과 (ii) 의결권행사기준을 제시하여 의결권행사가 합리적으로 이루어질 수 있도록 제한하는 방안을 생각해볼 수 있다. 먼저 (i)의 경우는 현행법상 그 예를 많이 찾아볼 수 있다. 예를 들어 상법의 경우 회사가

44) 물론 이와 같은 연기금의 역할에 대해 최근 외국자본에 의한 국내기업의 위협과 관련하여 국내기업을 지키는 토종자본의 육성이라는 점에서 오히려 긍정적으로 보는 견해도 다수 존재하고 있다. 그러나, 점차 글로벌화 되어가고 있는 자본시장에서 연기금을 외국자본에 대응한 국내기업의 경영권 방어수단으로 활용하는 것이 과연 바람직한지에 대해서는 의문이 있으며, 보다 심도 깊은 논의가 필요하다고 생각된다.

45) 기금의 운영은 소관부처나 위탁받은 기금운용기관이 맡아서 하고 있는데, 올해부터는 여유자금이 1조원을 넘는 11개 기금은 10명 이내의 전문가로 자산운용위원회를 구성해 기금의 자산운용을 심의 및 의결하도록 하고 있다.

46) 이철송, 『회사법강의』, 박영사, 2005, 416면.

소유한 자기주식(제369조 제2항), 비모자회사간 상호보유주식(제365조 제3항), 특별이해관계인의 주식(제368조 제4항) 등에 대해 의결권행사를 제한하고 있다. 상법상의 의결권행사는 주주 고유의 권리로서 전적으로 개인의 의사에 따라 이루어지게 되므로 (ii)의 경우와 같이 의결권행사 방향을 통제하는 것은 불가능하다. 따라서 주주개인의 이익을 위해 의결권행사가 남용되는 것을 막기 위해서는 (i)의 경우와 같이 사전에 의결권행사를 제한할 수밖에 없다.

연기금의 경우도 의결권 남용가능성이 동일하게 존재하므로 위 (i)의 경우와 같이 의결권행사를 원천적으로 제한하는 것도 가능하며, 아울러 의결권행사를 위한 의사결정이 개인이 아닌 제3자적 입장의 공식적 기구를 통해 이루어진다는 점에서 (ii)의 방법도 가능하다. 다시 말해서 연기금의 의결권행사가 특정한 또는 집단의 이익만을 추구하는 등 남용되는 것을 사전에 예방하기 위하여 의결권행사 기준을 사전에 정하여 통제하는 것도 하나의 방법이 될 수 있는 것이다. 이처럼 연기금의 의결권 남용을 막는 방법은 위 (i)과 (ii)의 방법이 모두 가능하며, 어떤 것을 선택하는가의 문제는 그 사회적 비용(cost)과 이익(benefit)을 비교형량하여 선택하여야 할 것이다.

먼저 (i)의 경우와 같이 의결권 행사를 제한하는 경우에는 의결권의 남용 자체를 원천적으로 차단할 수 있을 것이다. 그러나 기관투자자의 중요한 기능 중의 하나가 기업지배구조개선 효과나 ‘사회적 책임투자(SRI)’의 실현이라는 점을 고려할 때, 가장 중요한 기관투자자의 하나인 연기금의 의결권 제한은 이러한 긍정적 기능도 제한해 버리는 결과를 가져올 수 있다. 뿐만 아니라 주식의 가치는 수익권과 의결권 가치의 합이라고 할 수 있으며, 따라서 의결권의 제한은 주식의 가치하락이라는 결과를 가져오게 된다는 점⁴⁷⁾에서도 많은 문제점을 가지고 있다.

이에 반해 (ii)의 경우는 의결권 행사가 가능하므로 기관투자자로서의 본래적 기능을 수행할 수 있다는 장점이 있다. 물론 의결권의 남용 가능성을 완전히 차단하는 것은 어려울 것이라는 단점이 존재하는 것도 사실이다. 하지만 사회전체의 이익이라는 측면에서 볼 때 기관투자자로서 연기금의 역할이 보다 중요하며, 또한 의결권의 남용문제는 후술하는 바와 같이 연기금의 지배구조 개선을 통해 해결해야 할 문제이다. 따라서 연기금에 대해서는 (ii)의 경우와 같이 의결권 행사를 허용하되, 연기금의 의사결정이 합리적으로 이루어질 수

47) 박상수, 전계논문, 24면.

있는 지배구조의 구축과 함께 의결권행사의 기준을 명확히 하는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

2. 미국에 있어서 공적연기금의 지배구조

미국 등 상대적으로 선진화된 증권시장을 갖고 있는 국가들의 경우 기관투자자로서의 연기금 역할의 중요성에 대해 오래 전부터 인식하고 있었으며, 이에 따라 연기금이 기관투자자로서 본래적 역할을 다할 수 있도록 하기 위한 방안들을 강구하였다. 특히, 미국의 경우 CalPERS 등 기관투자자로서 활발히 활동하는 연기금이 존재하는 등 우리에게 많은 시사점을 주고 있으며, 세계 각국에 있어 연기금의 운용에 관하여 하나의 모델이 되고 있다는 점에서 그 논의의 가치가 있다. 따라서 이하에서는 미국의 연기금 지배구조와 관련한 특징을 필요한 범위 내에서 간략히 살펴보기로 한다.

(1) 연기금 관리위원회의 구성 및 운영원칙

미국의 대표적인 연기금인 CalPERS의 경우 관리위원회(Board of Administration)에서 중요 사항을 결정하도록 하고 있다.⁴⁸⁾ 관리위원회는 총 13명으로 구성되며, 이중 6명은 참여자 집단의 투표에 의해 선출되며,⁴⁹⁾ 그 외 3명의 지명직과 4명의 당연직으로 구성된다.⁵⁰⁾ 이중 당연직인 4명은 주 공무원이며, 3명의 지명직도 주지사가 지명하는 2인과 의회 의장과 상원 규정위원회가 공동으로 지명하는 1명으로 구성됨에 따라 어느 정도 주 정부의 영향을 받을 수밖에 없을 것이다. 아울러 관리위원회는 산하에 8개의 위원회(Committee)를 두어 구체적 사안을 처리하고 있는데, 동 위원회는 사안에 따라 구성되므로 유동적인 조직이다.⁵¹⁾

48) CalPERS에 관한 상세한 내용은 홈페이지(<http://www.calpers.ca.gov>) 참조.

49) 선출직은 CalPERS 참여자 중 2명, 주 정부 참여자 중 1명, 학교 참여자 중 1명, public agency 참여자 중 1명과 퇴직 참여자 중 1명으로 구성된다. 조성훈 외, 『공적연기금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로』, 한국증권연구원, 2004, 83면.

50) <<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/organization/board/member-at-large/home.xml>> 참조.

51) 2005년 11월 2일 현재 총 8개의 위원회가 존재하고 있다. 구체적으로 ① Ad Hoc Board Governance Committee ② Benefits & Program Administration Committee ③ Finance Committee ④ Health Benefits Committee ⑤ Performance & Compensation Committee ⑥ Investment Committee ⑦ Investment Policy Subcommittee ⑧ R Street Subcommittee

또한 CalPERS의 경우 1998년에 ‘기업지배구조 원칙과 가이드라인(Corporate Governance Principles and Guidelines)’을 정하여 기관투자자로서 CalPERS의 입장을 공표하였다.⁵²⁾ 즉, CalPERS는 의결권 행사 및 주주제안권의 행사를 통해 미국뿐만 아니라 해외의 기업들이 위 지배구조 기준을 충족시킬 수 있도록 적극적인 역할을 하고 있는 것이다. 특히 ‘관심종목(Focus List)’를 작성하여⁵³⁾ 특히 개선여지가 있는 기업에 대해 경영진과의 대화, 의결권 및 주주제안권의 행사 등을 통해 적극적인 주주행동을 하도록 정하고 있다.

(2) 엄격한 수탁자 책임의 규정

미국의 경우 1974년에 성립한 ‘종업원소득보장법(Employment Retirement Income Security Act: 이하 ERISA법)’이 연기금의 지배구조와 관련하여 가장 중요한 역할을 하고 있다. 동 법은 기금을 관리하는 자에게 신탁법상의 수탁자책임을 적용하는 것을 골자로 하고 있다.

ERISA법은 기금을 관리하는 자에 대해서 수탁자로서 신탁법상의 두 가지 원칙인 충실의무와 신중의무를 규정하고 있다.⁵⁴⁾ 먼저 충실의무와 관련해서 동법은 수탁자는 오직 가입자와 수권권자의 이익을 위해 행동해야 하며 (§404(a)(1)), 연금자산의 사용목적도 가입자 및 수권권자에 대한 급부 외에는 기금의 운용을 위한 경우에만 적절한 비용을 사용할 수 있도록 하고 있다 (§404(a)(1)(A)). 또한 이른바 ‘신중한 원칙(prudent man rule)’도 정하고 있는데, 이는 운용기관이 최선의 운용을 해야 한다는 원칙을 말한다.

이러한 원칙들은 미국의 신탁법의 원칙을 받아들인 것으로, 신탁법의 경우 나름대로의 구체적인 기준이 확립되어 있는 상황이다. 미국의 신탁법은 충실의무와 관련해서 수탁자에 대해 수익자의 이익을 위해서만 신탁을 운영할 의무를 지고, 수탁자가 자기의 계산으로 수익자와 거래할 때에는 공정하게 처리하고 나아가 거래 시에 수탁자가 알거나 알 수 있었던 모든 중요사항을 수익자에게 통지할 의무를 정하고 있다(제2차 신탁법 Restatement 제170조). 또한,

으로 구성되어 있다. <<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/organization/board/board-committees.xml>> .

52) 年金總合センタ, 前掲書, 115~116頁.

53) 특정 관심종목을 선별하는 이유는 모든 보유주식 전체를 주주행동을 위해 사용하는 것은 시간이나 비용적 측면에서 비효율적이기 때문이라고 한다. 年金總合センタ, 前掲書, 115頁.

54) John H. Langbein, “What ERISA Means by “Equitable”: The Supreme Court’s Trail of Error in Russell, Mertens and Great-West”, 103 Col. L. Rev. 1317, 1325(2003).

신중의무에 대해서는 수탁자는 수익자에 대하여 신탁의 목적, 조항, 분배요건, 기타의 상황에 비추어 신중투자자(prudent investor)가 행할 것이라고 생각되는 방법으로 신탁자금을 투자·운영할 의무를 정하고 있다.⁵⁵⁾

ERISA법은 이러한 신탁법의 원칙을 수용함으로써 수탁자가 실제로 신탁의무를 이행함에 있어 연금가입자의 이익에 입각하여, 신중한 투자자로서 최대한 주의하여 신탁의무를 이행할 것을 명시적으로 규정하고 있는 것이다.⁵⁶⁾

(3) 의결권 행사 가이드라인

대표적인 연기금인 CalPERS의 경우 기업이 사회적 책임을 적극적으로 수행하는 것은 부차적으로 주주에게 이익이 된다고 판단하고 있다. 이러한 판단 하에 기업이 부적절한 행위를 하는 경우에는 이를 조기에 시정할 수 있도록 노력할 것을 정하고 있으며, 경우에 따라서는 당해 주식을 매각할 수 있다는 사실도 정하고 있다. 이처럼 미국 연기금의 경우 공적연기금으로서 책임을 가지고 기업이 사회적 책임을 적극적으로 수행할 수 있도록 유도해 나갈 것을 정하고 있으며, 그 방법의 하나로서 구체적인 의결권 행사기준을 정하고 있다.⁵⁷⁾

예를 들어 CalPERS의 의결권 행사기준을 보면 원칙적으로 의결권행사를 포함하여 투자판단을 함에 있어 위험(risk)과 수익(return)에 관한 고려를 초과하는 비재무적 정보에 대한 고려를 금지하고 있으나, 주주로서 투자대상 기업이 책임 있는 기업시민으로서의 행동을 촉진할 수 있도록 도와야 한다는 점을 분명히 하고 있다.⁵⁸⁾ 이러한 기본원칙을 바탕으로 구체적인 의결권 행사기준을 정하고 있는데, 예를 들면 환경보호원칙의 채용, 원자력관련사업에 종사하는 것을 금지하는 정관변경에 대해서는 반대할 것, 담배 제도 또는 판매에 관한 결의의 채택에 반대할 것 등을 정하고 있다. 또한 CalPERS뿐만 아니라 ‘캘리포니아주 교직원 퇴직연금기금(CALSTRS)’, ‘뉴욕시 교직원 퇴직연금기금(NYCERS)’ 등의 경우에도 투자대상 선정뿐만 아니라 의결권 행사에 있어서도 기업의 사회적 책임을 고려하는 내용을 담은 자체적인 기준을 마련하고 있다.⁵⁹⁾

55) 맹수석, “간접투자신탁업자의 주의의무와 투자고객 보호방안”, 한국증권법학회 정기세미나 자료, 2005. 6, 4면 이하 참조.

56) 조성훈 외, 전거서, 27면.

57) George Djurasovic, *op.cit.*, p.263.

58) 年金總合センタ, 前掲書, 153頁.

59) 이에 관한 상세한 내용은 年金總合センタ, 前掲書, 152~159頁 참조.

3. 공적연기금 지배구조의 개선방안

(1) 기금운영위원회 등의 독립성 및 책임의 강화

1) 독립성 확보의 필요성

현재 우리나라의 경우 연기금의 운영은 소관부처나 위탁받은 기금운용기관이 맡아서 하고 있는데, 특히 2005년 1월 기관관리기본법 개정으로 여유자금이 1조원을 넘는 기금은 10명 이내의 전문가로 자산운용위원회를 구성하여 자산운용에 관한 중요사항을 심의하도록 하고 있다(기금관리기본법 제11조의 3). 그러나 아직까지 이러한 운용위원회 등의 구성 및 활동이 연기금 운용의 독립성 및 전문성 확보에 미흡하다는 문제점이 지적되고 있다.

특히, 최근 많이 논란이 되고 있는 국민연금기금의 기금운영위원회의 경우 당연적으로 정부측 위원 7명과 위원장(보건복지부장관) 및 공단이사장이 추천하는 사용자대표 3인, 노동조합 대표 3인, 지역가입자 대표 6인과 관계전문가 2인 등 총 21명으로 구성된다(국민연금법 제84조 제2항). 이러한 기금운용위원회는 상설기구가 아니며, 회의는 연 4회 이상 개최할 것을 정하고 있다(국민연금법 제84조 제5항).

기금운용위원회에 관련하여 문제가 제기 되는 것은 먼저 위원회의 독립성에 관련된 문제이다. 기금운용위원회가 위원장인 보건복지부장관을 중심으로 정부측 인사가 7명에 이르고 아울러 사측, 노조측 대표 등 12명은 모두 정부측의 추천을 받게 되어 있어 정부의 영향력이 절대적일 수밖에 없다는 것이다. 또한 기금운용을 위해서는 전문적인 지식을 가진 전문가가 필요함에도 불구하고 현재는 2명의 전문가만 기금운용위원회에 참여하고 있을 뿐만 아니라, 상설기구가 아니므로 전문성을 가지기 어렵다는 점도 지적되고 있다.⁶⁰⁾

이와 관련하여 상술한 미국의 CalPERS의 경우를 통해 개선방안을 모색해 볼 수 있다. CalPERS의 관리위원회는 독립적인 상설기구로서 총 13명 중 6명이 참여자의 투표에 의해 선출하고 있다. 또한 산하에 8개의 전문적인 위원회를 둘 수 있도록 하여 전문성을 확보하고 있다. 일반적으로 CalPERS가 가장 성공적인 연금운용 사례로 꼽히고 있다는 점을 고려할 때 CalPERS의 이러한

60) 박상수, 전계논문, 34면.

독립성 및 전문성을 갖춘 관리위원회 구성은 우리에게 좋은 모델이 될 수 있을 것이다.

2) 투자판단 및 의결권 행사기준의 마련

기금운용위원회 등의 독립성과 전문성 확보가 중요한 선결요건임에는 틀림 없지만, 이것만으로 충분하다고 할 수는 없다. 예를 들어 CalPERS의 경우 그 구성상 어느 정도 독립성을 확보하고 있다고 할 수 있지만, 그래도 총 13명의 위원 중 주 정부측 인사가 7명으로 어느 정도 주 정부의 영향을 받을 수밖에 없다. 그럼에도 우리가 CalPERS를 모범사례로 주목하는 이유는 투자 및 의결권 행사와 관련하여 명확한 기준을 두고 있다는 점이다. 즉, CalPERS가 독립적인 운용을 할 수 있는 원동력은 그 독립적인 구성뿐만 아니라, 그 투자판단 및 의결권 행사에 대한 명확한 기준을 마련하고 있는 것도 중요한 원인의 하나라고 할 수 있다. 이러한 측면에서 보았을 때, 우리나라의 기금운용도 상술한 바와 같이 기금운용위원회의 독립성 확보뿐만 아니라 후술하는 바와 같이 투자 및 의결권에 관한 명확한 기준을 마련하는 것이 우선적으로 요구된다.

물론 현재 국민연금의 경우 자체적으로 ‘의결권 행사기준’을 마련하여 대응하고 있으나 그 기준이 모호할 뿐만 아니라 연금기금의 이익에 치우치고 있기 때문에 그 실효성에 의문이 있다. 예를 들어 경영권 분쟁과 관련된 의안에 대해서는 ‘현 경영진을 신뢰할 수 없거나 인수, 합병으로 인해 주식가치가 상승할 것으로 판단되는 경우 등을 제외하고는 현 경영진을 지지하는 것을 원칙으로 한다. 다만, 정당화할 수 없거나 높은 비용을 수반하는 경영권방어 관련 의안에는 반대의 의사표시를 할 수 있다.’고 정하고 있다. 또한, 의결권행사시 ‘보유주식의 가치를 증대하거나 가치 훼손을 방지하는 방향으로 기금의 이익을 위해 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사’하는 것을 기본원칙으로 하고 있다.⁶¹⁾

국민연금의 경우 이처럼 의결권행사에 대한 기준을 정하고 있으나 ‘현 경영진을 신뢰할 수 없는 경우’, ‘정당화 할 수 없는 경영권 방어’ 또는 ‘높은 비용’ 등 모호한 표현을 사용하고 있어 실제 의결권행사 방향을 판단할 시에는 기금운용본부내 실무직원의 주관적 판단에 좌우될 가능성도 존재하고 있다.⁶²⁾ 물론 의결권 행사의 기본원칙을 정하고 있어 나름의 판단기준을 제공

61) 국민연금관리공단 기금운용본부, “국민연금의 의결권 행사기준”, 2005. 2. 24 참조.

62) 이철용, 전계논문, 7면.

하고는 있다. 그러나 동 기본원칙의 경우 ‘기금의 이익’을 최우선시 하도록 하고 있어, 기업의 경영권과 관련된 분쟁에 대해서도 기금의 이익이 최우선시 될 우려가 있다. 결국 연기금이 장기적 비전을 가지고 사회전체 및 이해관계자(stakeholder)의 이익을 고려하여 의결권을 행사하는 것이 아니라, 어떤 결정이 더 많은 수익을 가져올 수 있는가라는 단기적 이익에 급급한 판단이 이루어질 수 있는 것이다.

연기금이 스스로의 이익만을 추구하는 경우 상술한 기관투자자로서의 본래적 기능의 수행을 기대하기는 어려울 것이다. 따라서 연기금의 의결권행사에 대한 기준을 마련하는 경우에는 앞서 미국의 예에서 본 것과 같이 기금의 이익뿐만 아니라 중장기적 관점에서 기업의 사회적 책임을 우선 고려하는 사회적 책임투자(SRI) 등도 고려하도록 하는 것이 바람직할 것이다.

(2) 운영위원회 등의 책임 강화

CalPERS의 성공원인으로서 상술한 의결권 행사 등에 대한 기준마련 이외에도 관리위원회에 대해 엄격한 수탁자 책임을 묻고 있다는 것도 또 하나의 원인이라고 할 수 있다. 살펴본 바와 같이 미국의 경우 ERISA법을 통해 엄격한 수탁자 책임을 규정하고 있으며, 기금의 운용 및 중요사항을 결정하는 관리위원회는 ERISA법에 의해 충실의무 및 신중의무를 부담하게 되는 것이다. 이러한 책임의 부과는 기금의 소유자와 관리자(수탁자)가 다르기 때문에 발생할 수 있는 대리인비용(agency cost)을 최소화할 수 있다는 점에서 큰 의미가 있다.

우리나라의 경우도 기금관리기본법에서 기금관리주체가 보유한 주식의 의결권을 행사하는 경우에는 기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사할 것을 정하고 있다(기금관리기본법 제3조의 6). 즉, 기금의 의결권 행사에 대해서는 신의성실의 원칙을 정하고 있으므로 이에 따라 그 역할 및 책임을 판단할 수 있을 것이다. 그러나 동 규정은 미국의 경우와는 차이가 있으며, 몇 가지 점에서 그 실효성이 의문시되고 있다.

우선, 동 규정은 의결권 행사시에 대해서만 신의성실의 원칙을 정하고 있다. 하지만, 기관투자자로서 연기금의 역할은 의결권 행사를 통해서 뿐만 아니라 중요주주로서 경영진과의 일상적인 커뮤니케이션을 통해서도 이루어지며, 아울러 투자대상의 선정 자체도 중요한 의미를 가지고 있다. 따라서 의결권행사

뿐만 아니라 연기금의 운용 전반에 걸쳐서 신의성실의 원칙을 적용하는 것이 필요할 것이다.

또한, 동 규정은 ‘기금의 이익’을 위해 의결권을 행사하도록 하고 있다. 이 경우 기금의 이익이 무엇인지가 불분명하나, 기금의 ‘투자수익’을 염두한 것이라고 생각된다. 그러나 살펴본 바와 같이 연기금은 공적성격을 가진 기관투자자로서 중요한 역할이 요구되고 있다. 따라서 단순히 기금의 수익만이 아니라 기업지배구조 개선, 사회적 책임투자 등도 고려해야 할 필요가 있으며, 이는 장기적으로 기업이 최소한의 리스크로 최대한의 수익을 올릴 수 있는 방안이기도 하다. 따라서 상술한 CalPERS의 투자원칙에서 볼 수 있는 것과 같이 ‘기금의 이익’만이 아닌 ‘사회적 이익’도 고려하도록 하는 것이 필요하다.

마지막으로 위 두 가지 내용이 실효성을 가지도록 하기 위해서는 운영위원회의 주의의무 등에 대해서 명확한 기준을 마련하는 것이 필요하다. 기준이 불명확한 경우 그 책임 또한 불명확해지기 때문에 현실적으로 의미를 갖기 어렵기 때문이다. 따라서 이미 상술한 바와 같이 의결권 행사기준의 명확화뿐만 아니라 미국의 예에서 볼 수 있었던 것처럼 투자대상 선정 및 기업지배구조 개선을 위한 활동기준 등을 보다 구체적이고 명확하게 마련하는 것이 필요하다고 생각된다.

IV. 맺으며

우리나라가 동북아 금융허브로 도약하고 국내 경제 및 증권시장의 안정을 위해서는 증권시장의 불륨을 키워하는 것이 중요하다. 그러나 지난해 말 기준으로 GDP 대비 주식시장의 규모 및 시가총액이 미국, 일본은 물론 홍콩과 대만에도 뒤지는 것이 현실이다. 이러한 상황에서 연기금에 대한 주식투자 전면 허용은 증권시장에 새로운 활력소가 될 수 있다는 점에서 긍정적인 효과가 기대되고 있다.

연기금의 주식투자 허용은 높은 수익이 가능한 자산운용방법으로서도 중요한 의미를 갖지만, 상술한 바와 같이 우리 증권시장의 활성화를 위한 대안으로서 인식되고 있다. 뿐만 아니라 기업의 국제경쟁력 강화를 위한 지배구조개선 및 기업의 사회적 책임을 촉진할 수 있는 사회적 책임투자를 수행할 수 있는 중요한 기관투자자로서 의미를 가지고 있다.

이처럼 연기금의 주식투자가 현실적으로 증권시장에 긍정적인 역할을 하고 있는 상황에서, 발생 가능한 문제점만을 이유로 연기금의 주식투자를 반대하는 주장은 더 이상 설득력을 갖기 어렵다. 보다 중요한 문제는 기왕 본격화되는 연기금의 주식투자를 통해, 기관투자자로서 연기금이 기업, 투자자 및 증권시장 전체에 긍정적인 기능을 할 수 있도록 제도적 정비를 해나가는 것이라고 생각한다.

주제어 공적연기금, 사회적 책임투자, 기업의 사회적 책임, 기관투자자, 기업지배구조, 주주행동주의, 관계투자

The Governance of Public Pension Funds and the Role of Institutional Investors

Kwak, Kwan-Hoon*

Pension funds represent the largest pool of investment capital in the world. Institutional investors have both greater incentives to intervene in management than the individual shareholder, and that intervention by them is much more practicable. Therefore, institutional investors, specially pension funds, have a great role to improve of corporate governance in our markets.

The entity or party charged with managing pension funds has a fiduciary duty to act as if it were making investment decisions for itself. Ordinarily, this means that the fiduciary considers only economic criteria in order to maximize returns and increase the fund's total asserts. If the fund manager chooses to engage in 'socially responsible investing', by contrast, the manager considers noneconomic criteria in making investment choices. Socially responsible investing vary in their investment objectives and in their means of pursuing these objectives. Individuals have different views as to which types of investment are beneficial to society, and this is reflected, to a limited extent, in the variety of socially responsible funds available in the market. In such an instance, the socially responsible investor uses some combination of negative and positive screens to implement the fund's investment strategy in accordance with a broader social, political, or, normative framework.

In this article, with these issues in mind, I would like to explore problems of the governance of Public Pension Funds and the role of institutional investors. And then, I would try to examine roles and responsibility of Public Pension Funds for improvement of corporate governance.

KEY WORDS Public Pension · Fund, Socially Responsible Investment(SRI), Corporate Social Responsibility(CSR), Institutional Investors, Corporate Governance, Shareholder Activism, Relationship Investment
--

* Associate Research Fellow, Korea Legislation Research Institute, Ph. D. in law