연구보고서-2008-19-1

국민연금기금의 주식의결권행사 제도 선진화를 위한 해외사례 연구

National Pension Fund's concentration in domestic equity market and it's implication on proxy voting

원종욱
김성민

한국보건사회연구원

국민연금기금의 주식의결권행사 제도 선진화를 위한 해외사례 연구

연구보고서 2008-19-1

발 행 일 2008년 12월
저 자 원 종 욱 외
발 행 인 김 용 하
발 행 처 한국보건사회연구원
주 소 서울특별시 은평구 진흥로 268(우: 122-705)
전 화 대표전화: 02) 380-8000
홈페이지 http://www.kihasa.re.kr
등 록 1994년 7월 1일 (제8-142호)
인 쇄 처 대명기획
가 격 6,000원

ⓒ 한국보건사회연구원 2008

ISBN 978-89-8187-509-1 93330

머리말

국민연금 적립기금의 규모가 커짐에 따라 경제적 파급효과가 커질 수밖에 없다. 국내 금융시장에서 기금이 차지하는 비중이 높아져, 주식시장과 채권시장의 최대 기관투자자의 역할을 하게 되었다. 금융시장 측면에서 보자면, 국민연금이 장기적인 안목에서 투자를 하고 있어, 주식시장의 급등락을 어느 정도 완화시킬 수 있는 완충장치의 역할도 하고 있는 것이 사실이다. 그러나 국민연금의 성격상 적립기가 끝나고 본격적인 급여지급기가 도래하면 금융자산의 매각이 불가피하기 때문에 이러한 점을 우려하는 목소리도 있다. 또한 주식투자의 경우, 국민연금의 지분이 높아짐에 따라 의결권행사가 뜨거운 이슈로 재기되고 있다. 해외사례를 보면, 연금수탁자로서 성실의무를 다해야 하며, 이러한 의무 중에는 기업지배구조에 대한 관리·감독의 의무도 포함된다. 미국의 CalPERS와 캐나다의 CPPIB의 사례를 보면 현재 국민연금기금이 행사하는 의결권행사보다는 좀 더 기준과 방법론에 있어 개선할 여지가 많다고 본다.

본 연구는 해외 주요 연금기금의 의결권행사 관련 제도와 사례, 그리고 의결권행사가 기업의 가치 관련 해외자료와 국민연금의 사례를 분석한 것이다. 본 연구를 계기로 국민연금의 주식의결권행사 관련 연구와 정책개발이 활성화될 것으로 기대하는 바이다.

2008년 12월

한국보건사회연구원

원장 김용하

목 차

Abstract ····· **9**

요 약 ····· **11**

제1장 서론 ····· **29**

제2장 기금운용 현황 및 국내금융시장비중 ····· **31**
제1절 적립금 현황 ····· 31
제2절 해외투자 및 외부위탁투자의 비중 ····· 32
제3절 해외 주요 연금기금의 자산배분 ····· 33
제4절 국내투자 비중에 대한 평가 ····· 35

제3장 국민연금과 해외 주요 연금기금의 주식의결권행사지침 ····· **42**
제1절 미국 CalPERS의 주식의결권행사 지침
(Global Principles of Accountable Corporate Governance) ····· 42
제2절 캐나다 CPPIB의 주식의결권행사 지침
(Proxy Voting Principles and Guidelines) ····· 72
제3절 국민연금기금 주식의결권행사 지침 ····· 85

제4장 주요 공적연금기금의 주식의결권행사 내역 ····· **101**
제1절 미국 CalPERS의 2007~2008년도 주식의결권행사 실적 ····· 101
제2절 CPPIB의 주식의결권행사 내역 ····· 106

제3절 해외연기금의 주식의결권행사지침, 의결권행사결과 비교분석 110
제4절 국민연금의 주식의결권행사실적 ····· 112

제5장 주식**의결권행사와 기업의 가치 -Entrenchment Model을 중심으로- 121**
제1절 Entrenchment의 내용 ····· 121
제2절 Entrenchment와 기업가치 및 주가 수익률 ····· 127

제6장 결론 및 정책건의 ····· 137

참고문헌 ····· **139**

부 록 ····· **141**

표 목 차

<표 2- 1> 적립금 및 수익률 현황 ····· 31
<표 2- 2> 해외투자 내역 ····· 32
<표 2- 3> 주식부문의 내부투자와 위탁투자 내역 ····· 32
<표 2- 4> 채권부문의 내부투자와 위탁투자 내역 ····· 33
<표 2- 5> 미국 CalPERS의 자산구성내역 ····· 34
<표 2- 6> 캐나다 CPPIB의 자산구성내역 ····· 35
<표 2- 7> 국민연금기금의 국내투자구성 전망 ····· 36
<표 2- 8> 국민연금기금의 국내투자비중 85%시 국내금융시장
비중 15%유지를 위한 향후 금융시장규모 ····· 36
<표 2- 9> 시가총액 상위 10위 기업의 국민연금 지분율(2007.12기준) ···· 37
<표 2-10> 국민연금투자 44개 기업의 자산비중 ····· 40
<표 2-11> 자산군별 자산비중 ····· 41
<표 3- 1> 2007년말 현재 보유지분율별 투자기업 수 현황 ····· 86
<표 3- 2> 보유비중별 투자기업 수 현황 ····· 86
<표 3- 3> 2007년 말 현재 국민연금의 주식의결권행사 세부기준 주요 내용 ··· 87
<표 4- 1> CalPERS의결권행사 내역 ····· 101
<표 4- 2> 임원의 보상에 관한 안건에 반대한 사례 ····· 102
<표 4- 3> 주주들이 상정한 안건에 찬성한 사례 ····· 103
<표 4- 4> 주주들이 상정한 안건에 반대한 사례 ····· 104
<표 4- 5> Website의결권행사 실적 ····· 104
<표 4- 6> 해외투자기업에 대한 의결권 반대표 행사사례 ····· 105
<표 4- 7> 위임장경쟁에 대한 CalPERS의 입장(경영진에 찬성한 사례) 105

<표 4- 8> 인수합병관련 표결예시 ····· 106
<표 4- 9> 경영진이 상정한 안건에 반대한 사례 ····· 107
<표 4-10> 주주상정 안건 중 찬성하는 안건범주 ····· 108
<표 4-11> 주주상정 안건중 반대한 사례 ····· 108
<표 4-12> CPPIB의 의결권행사 총괄표 ····· 109
<표 4-13> 해외연기금의 일반적인 의결권행사지침 주요내용 ····· 110
<표 4-14> 해외연기금 의결권행사지침 사례 ····· 111
<표 4-15> 국민연금 투자기업의 보유지분율 분포 ····· 112
<표 4-16> 국민연금기금의 연도별 의결권 행사현황 ····· 113
<표 4-17> 행사안건 중 반대사유 분석 ····· 114
<표 4-18> 주요 반대 안건의 상세 이유 및 해당 기업 ····· 117
<표 4-19> 국민연금기금의 의결권행사 내용 ····· 118
<표 4-20> 국민연금 의결권행사 사례(1) ····· 119
<표 4-21> 국민연금 의결권행사 사례(2) ····· 119
<표 4-22> 국민연금 의결권 행사 사례(3) ····· 120
<표 4-23> 국민연금 의결권 행사 사례(4) ····· 120
<표 5- 1> Entrenchment 조항과 기타 조항의 내용 ····· 122
<표 5- 2> 연도별 entrenchment 조항을 갖고 있는 기업의 빈도 ····· 123
<표 5- 3> 연도별 entrenchment 조항을 갖고 있는 기업의 빈도 ····· 124
<표 5- 4> entrenchment 조항의 수와 빈도 ····· 125
<표 5- 5> entrenchment조항 간 상관계수(Correlation):1990-2002 ····· 126
<표 5- 6> 기업분류별 Entrenchment조항의 수 ····· 126
<표 5- 7> Tobin'Q 와 entrenchment index ····· 128
<표 5- 8> 연도별 entrenchment index와 Tobin's Q ····· 129
<표 5- 9> Entrenchment 수준별 수익률 ····· 131
<표 5-10> Entrenchment 지수별 투자전략과 주식 수익률 ····· 132

<표 5-11> 국민연금 지분 5%이상 보유 기업의 2년간 수익률 ····· 132
<표 5-12> 2005년 12월 이후 국민연금 지분 5%이상 유지한 기업의
지분율 변화 ····· 135

그림 목차

[그림 2-1] 주요 기금의 해외투자비중 ····· 38
[그림 2-2] 주요 해외기금의 해외투자구성내역 ····· 39
[그림 2-3] 주요 해외기금의 주식, 채권투자비중 ····· 39
[그림 5-1] 지분율과 수익률(2006.1~2007.12) ····· 134

Abstract

National Pension Fund's concentration in domestic equity market and it's implication on proxy voting

As the size of the Korean Pension Fund increases at an exponential rate, Fund's concentration of domestic equity market deepens each year. One major issue that arises from the high concentration in domestic equity market is exercising proxy voting rights. Korean National Pension Fund has paid less attention to the corporate governance while investment returns were the prime concern for last ten years.

Even UN asks major fund management companies including pension funds to make positive contributions in environment, social issues, and corporate governance through exercising proxy voting. Korean National Pension Fund will join UN-PRI in 2009, and it's proxy voting standard has to be reviewed to accommodate more active roles as a major share holder.

요 약

제1장 서론

□ 국민연금의 국내주식지분이 급증함에 따라 대두되는 이슈가 주식의결권 행사이다.

- 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 전 세계 18개 연금기금과 2006년 4월에 체결하였다.

□ 최근에 들어서, 주식의결권행사전문위원회를 국민연금관리공단 기금운용 본부 내에서 구성하여 운영하고 있다.

- 본 연구는 해외주요 공적연금기금의 주식의결권행사와 관련된 각종 제도를 살펴보고, 향후 국민연금의 주식의결권행사와 관련된 제도개선의 벤치마크로 활용하고자 한다.
- 국민연금이 급증하고 있는 국내주식지분으로 인해 주식시장에서의 책임성이 강조되고 있으며 UN의 Responsible Investment 협약에 가입될 가능성 등을 감안하여 각종 제도의 개선이 고려돼야 한다.

제2장 기금운용 현황 및 국내금융시장비중

제1절 적립금 현황

□ 국민연금의 적립금규모는 2008년 12월 말 현재 235조 9천억 원으로 2007년 말 대비 16조 3천억 원이 증가하였다.

- 금융부문 내에서는 2008년 말 기준 채권의 비중이 81.0%로 가장 높고 주식은 14.5%를 차지하고 있다.

제2절 해외투자 및 외부위탁투자의 비중

- 해외투자는 2006년 17조에서 2007년 23조로 크게 늘어나는 추세이며 주식의 비중이 크게 증가하고 있다.

제3절 해외 주요 연금기금의 자산배분

□ 미국 캘리포니아공무원연금인 CalPERS의 자산배분을 살펴보면, 주식의 비중이 우리나라에 비해 상당히 높다는 것이다.

- 우리나라의 2008년 주식투자비중은 14.5%인데 반해 CalPERS는 2007년에 62.4%(AIM포함 68%), CPPIB 62.8%등으로 상당히 높은 것을 알 수 있다.
- 반대로 채권의 경우에는 우리나라 81.0%(2008년)인데 반해 CalPERS는 23.8% CPPIB(2007)는 27.7%로 큰 차이를 보이고 있다.
- 미국의 CalPERS와 CPPIB는 주식 60, 채권형 30, 기타 10 이라는 자산배분의 기본방향을 가지고 있는 것으로 알려져 있다.
- 수익률 면에서도 높은 주식비 중으로 인해 2006년 CalPERS와 CPPIB 모두 15%를 넘는 수익률을 보인 반면 우리나라의 국민연금 기금 수익

률은 5~6% 수준에 그치고 있다.

- 자산군의 구성과 투자스타일에 있어서도 대체투자, 부동산, 인플레이션 연계상품 등으로 다양하다.

제4절 국내투자 비중에 대한 평가

□ 2008년 기준으로 우리나라의 채권상장잔액규모는 860조 이고 종류별로는 특수채의 규모가 462조로 가장 크다.

- 국공채는 상장규모가 지속적으로 증가하고 있으나 회사채의 규모는 계속 감소하고 있다.
- 국민연금이 투자대상으로 하고 있는 A등급 이상의 회사채의 상장잔액이 크게 감소하고 있다.

□ 현재 국민연금기금의 금융시장 투자액은 211조원으로 국내금융시장에서 국민연금이 투자 가능한 KOSPI대형주시가총액 477조와 채권 중 국채, 특수채 그리고 회사채 중 A등급이상 상장금액 793조원의 합계액인 1,271조원의 약 16%에 해당한다.

- 국민연금의 국내투자를 현재 투자가능한 국내 금융시장의 16%로 유지시키기 위해서는 2015년 KOSPI대형주 시가총액이 1,165조원으로 성장해야 하고, 채권시장은 1,936조원으로 성장해야만 한다.
- 이 수준은 주식시장과 채권시장이 연 평균 26%수준으로 성장을 해야 한다는 것이다. 2008년에 비해 주식시가총액이 2.43배 증가하는 것이다.

□ 현재 국민연금은 국내 주식투자 비중을 지속적으로 증가시킬 계획을 가지고 있다.

- 이 경우, 채권시장의비중은 감소할 수 있지만 주식시장의 점유율은 6% 수준이 아니라 10%이상까지 증가할 가능성이 크다.
- 국내대기업을 국민연금이 실질적으로 소유하는 문제점이 발생하므로

국내투자의 한도설정이 필요하다.

□ 국내 금융시장의 규모가 큰 미국의 CalPERS도 해외투자의 비중이 23.5%에 달한다.

- 국내금융시장의 규모가 상대적으로 작은 캐나다 CPPIB는 해외투자비중이 48.2%로 큰 것을 알 수 있다.
- 해외투자의 구성을 살펴보면 해외 기금은 주식에 거의 100%를 투자하는 것을 알 수 있다.
- 반면 우리나라의 국민연금은 해외투자도 채권에 66%를 투자하고 있어 상반된 모습을 보이고 있다.

제3장 국민연금과 해외 주요 연금기금의 의결권행사지침

제1절 미국 CalPERS의 의결권행사 지침(Global Principles of Accountable Corporate Governance)

□ CalPERS 기업지배지침서(Global Principles of Accountable Corporate Governance)는 오랜 기간의 경험과 제도의 성숙에 의해 완성된 것이다.

- 오랜 기간 기업지배관련 행위를 통해 알게 된 것은
  - 경영진도 좋은 실적을 내고 싶어 한다는 것
  - 기업경영과 관련하여 장기적인 전략을 수립하고자 하지만 종종 주주들이 인내심이 없다는 것
  - 기업의 투명성과 관계없이 모든 기업이 수익의 등락을 경험한다는 것
- CalPERS가 경험한 바에 의하면 좋은 기업지배는 책임 있는 기업지배이다.
- 기업이 장기간 침체하는 것을 간과하는 것과 기업의 경영에 영향력을

행사하여 침체에서 벗어날 수 있도록 도와주는 둘 간의 차이가 좋은 기업지배의 예가 될 것이다.

□ CalPERS의 Global Principle of Accountable Corporate Governance(GPACG)는 책임 있게 의결권을 행사하고 리스크를 감안한 장기수익이 최대가 될 수 있도록 기업지배에 참여하는 것이다.

- 주주는 단지 보유만 하는 수동적인 위치가 아닌 적극적인 자세로 기업경영에 관심을 보여야 한다는 취지하에 투자하는 기업의 장기적인 수익에 반하지 않는 방향으로 적극적으로 의결권행사를 하고 있다.

□ 기업지배 지침의 핵심내용은 기업의 국적과 규모에 관계없이 장기적이고 안정적인 수익을 추구하는 경우 모두 적용돼야 하는 기준이다.

- 주주의 이익극대화: 기업의 지배구조는 주주의 이익을 극대화하고 보호할 수 있는 체계를 갖추고 있어야 한다.
- 책임성: 이사들은 주주들에게 책임을 다해야하며, 경영진은 이사들에게 책임을 다해야한다.
- 투명성: 재무, 일반경영, 그리고 기업운영에 관한 모든 정보는 다른 기업의 실적과 비교가 될 수 있도록 투명하게 제공되어야 한다. 기업의 정보는 국제회계기준(IFRS)이 정한 기준을 충족하는 형식으로 제공돼야 한다.
- One-share/One-vote: 모든 주주는 동등하게 대우받아야 한다.
- Proxy Material: 의결권대리행사와 관련한 모든 정보는 의결권행사를 하기에 부족함이 없도록 상세한 정보를 포함하고 있어야 하고 모든 주주에게 제공돼야 한다. 직접 투표에 참여하든 대리참여를 하든 모든 투표결과는 공개돼야 한다.
- Code of Best Practice: 회사의 주식이 거래되는 모든 국가에 모범경영지침을 운영해야 하며, 주주의 이익보호, 부당한 고용행위, 기업의 사회적 역할 등에 있어서 이 지침을 준수하는 지를 공개해야 한다.

- 장기적인 안목: 이사진과 경영진은 장기적인 안목에서 기업을 운영해야 한다. 주주들은 각기 다른 투자목적을 갖고 있지만 경영진이 단기적 성과에 집착하지 않도록 분위기를 조성해야 한다.
- 이사진 구성에 대한 참여: 이사진구성에 주주들이 실질적으로 참여할 수 있어야 한다.

□ CalPERS는 국내의결권행사기준에 대해서는 Council of Institutional Investors Corporate Governance Policies(기관투자자 기업지배 정책위원회)의 지침을 원용하고 있다.

- 이사회의 독립성과 리더십
  - 독립성은 책임성의 가장 핵심적인 요소이며, 이사회의 독립성이 기업지배구조의 근간이 된다는 것이 보편화 되어 있다.
  - 기업의 지배구조 관련 기준을 보면 독립성이 보장된 이사의 선임을 중요한 사안으로 지적하고 있으나 독립성이 보장된 이사의 선임만으로 부족한 경우도 많다는 것을 지적하고 있다.
  - 이사들은 기업의 경영과 재정적 이해관계, 인사 관련 이해관계, 그리고 전문직인 경우 직무관련 독립성까지 보장되어야 한다.
- 이사회, 이사, 최고경영진 평가
  - CalPERS는 개별 기업의 이사회 구성원(이사)들은 기업경영을 효과적으로 관리·감독할 수 있도록 자신의 역량이 이사의 역할에 부합해야 한다.
  - 이사회는 이사들의 능력을 평가할 수 있는 평가체계를 갖추고 있어야 한다.
  - 이사회는 이사의 구성상 다양성을 전문분야, 경력 등을 고려하여 기업의 성격에 적합한 이사를 선임한 내용을 공개해야 한다.
- 임원과 이사의 보수

- 이사회는 보수규정을 수립하고, 실행하고 주주들에게 공개해야 하며, 독립성이 보장된 평가위원회에 의해 보수규정이 만들어지고, 또 이 규정을 준수하도록 감독해야하는 역할을 수행해야 한다.
- 임원에 대한 보상은 현금과 주식으로 혼합된 구조를 가져야 한다.
- 임원의 보수규정은 매년 주주들에게 보내져 검토를 할 수 있도록 제공돼야 한다.
- 임원과의 고용계약내용은 상세히 공시돼야 한다.
- 총보수와 함께, 보수의 구성상 기본급여, 단기적 성과급여, 그리고 장기적 성과급여등의 구성 내용 등이 공시돼야 한다.

– 회계감사의 엄격성

- CalPERS는 기업성과에 대한 시장과 투자자에 대한 투명성제고를 위해 회계감사의 엄격성을 위해 ①외부회계감사인의 선정, ②회계감사 외 업무에 대한 보수, ③외부감사인의 독립성, ④내부통제에 대한 의견, ⑤회계감사의 감독, ⑥감사위원회 위원의 자격, ⑦외부감사인의 책임, ⑧외부감사인의 선정, ⑨외부감사인의 교체와 같은 사항을 준수하도록 권장한다.

– 기업의 책임

- CalPERS는 해외 12개국의 19개 연금기금과 공동으로 책임 있는 투자원칙(The Principle for Responsible Investment)에 서명을 했다.
- 이 원칙은 2006년 4월에 협정되었고, 기관투자자들이 환경, 사회문제, 바람직한 기업지배구조에 기여를 한다는 취지에서 시작되었다.
- 이 모임의 시작은 UN사무총장이 발의하여 UNEP Finance initiative와 UN Global Compact 가 공동으로 추진하였다. 이 조직은 여섯 가지 원칙을 준수할 것을 선포하였다.

– 주주의 권리

  • CalPERS는 ①다수주주의 의결권행사, ②이사선임에서의 다수주주의 의결권, ③주주들의 회의소집 권한, ④주주들의 발의권 등 9개 사항을 기업지배구조원칙에 명시할 것을 권고한다.

제2절 캐나다 CPPIB의 의결권행사지침(Proxy Voting Principles and Guidelines)

□ 캐나다 CPPIB는 건전한 기업지배구조는 장기적인 관점에서 기업이익을 제고시킨다고 믿고 있으며, 의결권행사가 기업지배구조의 중요한 요소이다.

– 캐나다 CPPIB의 의결권행사지침은 두 가지 목적을 두고 제정되었다.

  • 기업경영진과 이사회이사들에게 CPPIB는 제안되는 안건에 대해 어떤 방향으로 의결권을 행사할 것이라는 기본방향을 알려주는 것

  • 이사회와 다른 중요 사안에 대해 의사소통을 하는 방편으로 사용하는 것

– 의결권행사를 통해, CPPIB는 기업을 경영하려는 의도는 없으며, CPPIB는 기업지배구조에서 각 영역의 경영진, 이사회, 주주들의 역할이 각기 다름을 인식하고 있다.

  • 주주들은 기업을 소유하고, 주주들의 의사는 이사회를 통해 전달되며, 경영진은 주주들을 위해 기업을 운영하며, 경영진은 중요 안건에 대해 이사회에 보고를 하는 역할에 충실해야 한다.

– CPPIB는 장기적인 안목을 가진 투자자이며, 경영진과 사안별로 견해가 일치하지 않는다고 해서 주식을 매각하고 관계를 청산하는 것을 지향하지 않는다.

  • CPPIB가 요구하는 경영진의 기업경영의 제 1목표는 장기적이고

지속가능한 기업이익의 창출임을 명시하고 있다.

□ CPPIB의 의결권행사는 의결권대행기관인 RiskMetrics Group의 ISS Governance Service 가 제공한 지침을 채택하고 있다.

– ISS는 전 세계의 의결권행사 관련 자료를 분석하는 서비스를 기관투자자들에게 제공하고 있다.

  • CPPIB가 추구하는 가치를 ISS는 고려하여 의결권행사의 지침을 Customize 해주고 있다.

  • ISS는 각국의 특수한 환경까지 고려한 종합적인 의결권분석서비스를 제공하여 해외투자에 대한 의결권행사가 가능하도록 지원해주고 있다.

  • CPPIB는 매월 ISS로부터 의결권행사 결과보고서를 제공받고 있다.

  • 의결권행사의 세부지침은 CPPIB와 유사한 내용으로 구성되어 있다.

제3절 국민연금기금 의결권 행사지침

□ 기금운용위원회는 의결권 행사에 있어 주요 사안을 결정하기 위해서 “국민연금 주식의결권 행사 전문위원회”(이하 “전문위원회”)를 구성하고 있다.

– 전문위원회는 의결권 행사 일반원칙 및 세부기준 뿐만 아니라 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안에 대해 검토하거나 결정하며, 이를 기금운용위원회에 보고하는 기능을 한다.

– 전문위원회는 9명의 위원으로 구성되어 있으며 임기는 2년이다. 위원들은 기금운용위원회의 추천을 받아 보건복지부 장관이 위촉하고 있다.

– 현재 전문위원회는 정부측 2명, 경제계추천 2명, 노동계 공동추천 2명,

지역가입자 추천 1명, 보사연 추천 1명, 시민단체 추천 1명으로 구성되어 있다.

□ 2007년 말 현재 주주총회 의안별 의결권 행사 세부기준은 총 41개 항목으로 구성되어 있으며, 그 주요 내용은 아래와 같다.

- 재무제표승인
- 주주의 권리 및 주주총회
- 이사회
- 감사 및 감사위원회
- 임직원의 보상
- 합병, 영업양수도
- 주식발행
- 이사 선임
- 임원퇴직금 또는 퇴직위로금 지급규정

제4장 주요 공적연금기금의 의결권행사 내역

제1절 미국 CalPERS의 2007~2008년도 의결권행사실적

□ 미국 CalPERS는 Glass Lewis에 의결권행사를 위임하고 있으며, Glass Lewis는 단순히 의결권행사를 대리하는 수준이 아니라, 의결권행사내용 분석 및 의결권행사지침의 수립 등 다양한 서비스를 제공한다.

<표 1> CalPERS의결권행사 내역

기간	의결권 행사된 이사회 개최 수	의결권 행사한 총 안건 수	주주들이 안건이 상정된 횟수	주주들의 상정 안건 지지율
2008. 7.1~9.30	1,308	8,819	35	64%
2008. 4.1~6.30	5,797	53,917	743	72%
2008. 1.1~3.30	1,042	6,695	46	67%
2007. 10.1~12.31	1,164	6,981	38	81%
2007. 7.1~9.30	1,107	7,341	48	90%

자료: CalPERS Website, Committee meeting archive

– CalPERS가 반대표를 행사한 임원보상관련 의결권내용이다.

<표 2> 임원의 보상에 관한 안건에 반대한 사례

기업명	총회일자	사유
TRM Corp	2008. 7.10	동종업종과 비교해 볼 때 지나치게 높은 수준이라고 판단하여 반대함.
Impac Mortgage Holding Inc.	2008. 7.10	주식형보상에 evergreen조항(매년 발행주식의 일정 % 반복해서 임원급여로 지급)이 포함되어 있어 반대함.
Delta Three Inc.	2008. 7.23	Stock option을 행사하면서 추가적인 stock option이 주어지는 Reload 조항이 포함되어 있어 반대함.
Tessco Technology Corp.	2008. 7.24	CalPERS는 주식형보상 수급자격은 최소 3년 이상이 되어야 한다고 보아 반대함.
Capstone Turbine Corp.	2008. 8.28	stock option의 가격을 재조정할 수 있어 반대함.

자료: CalPERS Website, Committee meeting archive

– CalPERS가 주주들이 상정한 안건에 대해 찬성한 예는 아래 표와 같다.

<표 3> 주주들이 상정한 안건에 찬성한 사례

기업명	총회일자	안건	사유
Centex Corp	2008. 7.10	기후변화	기후변화가 기업경영에 미칠 향후 파급효과(기회, 위기)에 대해 보다 면밀한 공시가 필요함.
Dell Inc	2008. 7.18	임원보상에 대한 권고안	CalPERS는 주주들이 제기한 임원보상에 대한 권고안은 기업과 주주들의 장기적인 이익에 도움이 된다고 판단함.
Napster Inc	2008. 9.18	이사선임에 필요한 다수의결	이사선임에는 다수의 찬성에 의해 의결돼야 한다는 원칙을 갖고 있기 때문에 찬성함.
3Com Corp	2008. 9.24	이사들의 재선임에 대한 동등기준적용	CalPERS는 모든 이사들의 재선임여부가 매년 투표를 통해 의결되어야 한다는 원칙을 갖고 있기 때문에 찬성
Worthington Industries Inc.	2008. 9.24	직원채용에 있어 차별폐지	CalPERS는 채용관 관련된 모든 차별에 대해 반대하므로 안건에 찬성함.
FedEx Corp	2008. 9.29	이사회의장의 독립성	이사회 의장은 기업으로부터 독립성이 유지되어야만 경영에 대한 관리·감독에 충실할 수 있다고 생각함.

자료: CalPERS Website, Committee meeting archive

제2절 CPPIB의 의결권행사 내역

□ CPPIB는 2006년 7월 1일부터 2007년 6월 30일까지 총 2,629회의 총회에 참석하여 안건 표결에 참여하였다.

– 이 중 640개 총회표결은 캐나다기업에 대한 것이고 평균적으로 이들 기업에 대해 2%~3%의 주식을 보유하고 있다.

– 798개 총회표결은 미국기업관련 안건이고, 1,191안건은 미주지역이 아닌 다른 국적 기업의 안건이었다.

– 외국기업은 평균적으로 0.11%의 주식을 보유하고 있다.

– 2007년 의결권을 행사한 안건 수는 총 15,938건이었다. 경영진의 의견에 동의를 한 비율은 84.8%이고, 반대를 한 안건 수는 15.2%이었다.

<표 4> CPPIB의 의결권행사 총괄표

분류		안건 수	경영진에 반대 안건 수	경영진 반대 (%)
경영진 상정안건				
	일반경영	4,963	270	5.4
	이사진관련	5,146	489	9.5
	자본 관련(신부발행 등)	1,526	236	15.5
	기업구조조정 및 합병	565	67	11.9
	임금 외 보상	2,736	929	34.0
	인수방어 관련	219	97	44.3
주주상정 안건				
	일반경영	107	35	32.7
	이사진 관련	203	122	60.1
	지배구조 관련(poison pill등)	49	34	69.4
	과다 보상관련	196	74	37.8
	일반 경제연건 관련	2	0	0
	인권 및 사회문제(ILO기준 등)	14	5	35.7%
	건강/환경관련(유전자재조합 등)	71	29	40.8
	기타 기부관련	97	27	27.8
	기타 사회관련	44	7	15.9
총계		15,938	2,421	15.2

– 경영진의견에 반대를 한 주요 안건은 다음과 같다.

<표 5> 경영진이 상정한 안건에 반대한 사례

안건	반대 사유
주식형 성과급의 도입 또는 제도변경	비용이 과다하거나, 비경영진이사를 지급대상에 포함, 너무 포괄적인 권한을 이사회에 부과하는 등의 사유로 반대함.
Shareholder rights plan의 도입 또는 수정	부분입찰의 제외, 중간청산금지에 대한 면제조항 제외, 수용할 수 없는 예외 조항 등 이 포함되어 반대함.
보통주 신주발행	기존 보통주의 25%이상발행이면서 특별한 경영상의 목적을 갖고 있지 않아 반대함
주주들의 결의안 채택 ESG(환경, 사회문제, 배구조개선)에 대한 투명성 제고 안 상정	현행 CPPIB의 Policy on Responsible Investing과 일치하여 주주들의 결의안에 찬성함.

자료: CPPIB Proxy Voting Report 2006. 7.1 ~2007. 6.30

제4절 국민연금의 의결권행사실적

□ 국민연금기금은 2007년 9월말 기준 국내 주식투자로 589개 상장기업에 투자하고 있으며 1개사 당 평균 2.60%의 지분을 보유하고 있다.

- 투자기업의 보유지분율 분포를 보면 지분율 1.0%~5.0%가 299개사로 전체의 50.8%를 차자하고 있으며 보유지분율이 5%이상인 기업은 91개사로 전체의 15.4%를 차지하고 있다.
- 국민연금 기금운용본부는 2007년 9월 말까지 총 419회의 주주총회에 상정된 1,857개 안건에 대하여 [국민연금기금 의결권 행사지침]에 따라 의결권을 행사하였다고 밝혔다.
- 국민연금이 주주총회에서 의결권을 행사한 기업의 수도 333개에서 419개로 86개사가 늘어났다.
- 2007년 국민연금이 의결권을 행사한 총 안건의 수는 1,857건이었다.
- 이 중 찬성이 95.2%, 반대가 4.8%를 차지하였으며, 기권 및 중립은 없었다.
- 의결권 행사 시 반대의결은 2005년 2.7%, 2006년 3.8%, 2007년 4.8%로 증가하는 추세를 보이고 있다. 반면 중립 및 기권 의견은 2005년 1.7%, 2006년 0.5%, 2007년 0.0%로 감소하고 있다.
- 국민연금의 의결권행사 내역

<표 6> 국민연금기금의 연도별 의결권 행사현황

연도	주식투자 기업 수	행사주주 총회 수	행사 안건 수	행사내역		
				찬성	반대	중립/기권
2007**	607*	419	1,857	1,767	90	0
				95.2%	4.8%	0.0%
2006***	495	333	1,526	1,461	58	7
				95.7%	3.8%	0.5%
2005	382	316	1,388	1,327	38	23
				95.6%	2.7%	1.7%
2004	351	347	1,134	1,082	16	36
				95.4%	1.4%	3.2%
2003	329	164	782	767	15	0
				98.1%	1.9%	0.0%
총계	2,164	1,579	6,687	6,404	217	66
				95.77%	3.25%	0.99%

*2007년 주식투자기업수에는 상장기업 589개사 외에 사회가반시설투자회사, 부동산투자회사 등 대체투자회사 18개사 포함
**2007년 1~9월 행사현황
***2006년 1분기 행사현황
자료: "2007 국민연금의결권행사현황분석, 2008년 1월, "좋은기업지배구조연구소" 인용

제5장 의결권행사와 기업의 가치 -Entrenchment Model을 중심으로-

제1절 Entrenchment의 내용

□ 의결권행사와 기업의 가치와 관련하여서는 다양한 연구가 있지만 본 보고서는 entrenchment model를 이용한 기업 가치 모델을 소개한다.

- Entrenchment model을 연구한 논문은 많으나 그중에서 Bebchuck, Cohen & Ferrell(2005) 의 "What matters in Corporate Governance"의 내용을 소개한다.
- Entrenchment는 기업의 지배구조와 관련하여 이사회의 규정 또는 회사

정관에 명시되어 있는 조항 중 다수의 주주이익을 대변한다고 보기 어려운 규정의 수를 나타내는 용어이다.

- Investor Responsibility Research Center(IRRC)는 기업지배구조를 전문적으로 컨설팅하는 조직으로, 미국 내 상장기업의 기업지배구조를 분석하여 경영진에 유리하고, 대다수 주주들의 이익을 대변한다고 보기 어려운 기업지배구조조항을 24개로 구분하였다.
- 이들 24개 조항(GIM Index) 중 외부세력에 의해 기업의 인수를 어렵게 하는 6개 조항들을 entrenchment 조항이라고 분류하였다.
    - Entrenchment조항은 Staggered Board, Limits to Amend Bylaws, Limits to Amend Charter, Supermajority, Golden Parachutes, Poison Pill, Crown Jewel

- 연도별 entrenchment 조항을 갖고 있는 기업의 빈도

<표 7> 연도별 entrenchment 조항을 갖고 있는 기업의 빈도

Entrenchment 조항	연도					
	1990	1993	1995	1998	2000	2002
Staggered Board	59.2%	60.5%	61.8%	59.5%	60.5%	61.9%
Limits to Amend Bylaws	14.5%	16.2%	16.1%	18.2%	20.0%	23.2%
Limits to Amend Charter	3.3%	3.4%	3.1%	3.0%	3.3%	2.5%
Supermajority	39.0%	39.5%	38.4%	34.1%	34.1%	32.3%
Golden Parachutes	53.3%	55.7%	55.2%	56.9%	67.4%	70.2%
Prison Pill	54.4%	57.6%	56.6%	55.4%	59.9%	59.0%

자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

제2절 Entrenchment와 기업가치 및 주가 수익률

□ Bebchuk, Cohen, & Ferrell(2005)은 entrenchment과 기업 가치와의 관계를 분석하기 위해 Kaplan & Zingales(1997)의 방법론을 사용하였다.

- 기업이 인수를 방어하기 위해 만든 조항들이 과연 기업의 가치에 얼마나 기여를 하는지를 분석하기 위해서 OLS 분석을 실시하였다.
- 종속변수는 Tobin's Q로 기업의 시장가치와 기업의 장부가가치의 비율이다.
- 설명변수는 level of insider ownership(경영진과 이사진의 주식소유비중), ROA(return on Asset: 순수익/자산), CAPEX/Asset(자본지출/자산), Leverage(Debt/Asset: 자산대비 부채비율), R&D per Sales(연구개발비/매출), Delaraware Incorporation(델라웨어주 법인여부), Company Age(기업 창업연수), Asset(자산), Other Provision Index(GIM Index(24개조항 중 해당개수)-entrenchment index), Entrenchment E(총 entrenchment 조항수), entrenchment index 1(entrenchment 조항이 하나인지 여부 1, 0), entrenchment index 2(entrenchment 조항이 2개인지 여부 1, 0), entrenchment index 3(entrenchment 조항이 3개를 갖고 있는지 여부 1, 0), entrenchment index 4(entrenchment 조항이 4개인지 여부 1, 0), entrenchment 5-6(entrenchment 조항이 5이상 6개인지 여부 1, 0)로 구성되어 있다.
- 기업이 인수에 대비해 마련한 각종 조항들(entrenchment index)은 기업의 가치에 음(-)의 관계가 있는 것으로 분석되었다.
- Entrenchment 조항의 수가 커지면 커질수록 마이너스 계수가 커지는 것을 알 수 있다. 추정식 (2)에서, entrenchment index 1의 계수는 -0.092인데 반해 entrenchment index 5-6의 계수는 -0.282로 조항의 수와 거의 비례하여 상승하는 것을 알 수 있다. 연도별로도 Entrenchment Index와 기업 가치는 모든 기간에 있어 음(-)의 관계이면서 통계적으로 유의하나, 기타조항은 1998년 을 제외하면 통계적으로 유의하지 않은 것을 보이고 있다.

□ 이 논문은 Entrenchment조항의 수와 수익률 간의 관계를 분석하고 있

는데, Gompers, Ishii, and Metrick(2003)의 투자전략(Long vs. Short)모델과 Carhart(1997)의 4 factor model을 혼합하여 entrenchment와 수익률 간의 관계를 분석하였다.

- entrenchment조항이 하나도 없는 기업만으로 구성된 portfolio의 월평균 수익률은 1.74% 인데 반해 entrenchment 조항을 5개 이상 가지고 있는 기업만으로 구성된 주식 portfolio의 월 평균 수익률은 1.26%로 큰 차이를 보이고 있다.
- 기업이수에 방어적인 조항을 많이 가지고 있는 기업일수록 주식 수익률이 낮다는 것을 보여주고 있다.

□ CalPERS나 CPPIB와 같이 기업지배구조에 대한 발전적인 방향에서의 보다 적극적인 의견제시가 우리나라의 국민연금에서도 필요한 시기가 되었다는 것을 알 수 있음.

- 지금까지는 국민연금은 극히 보수적인 입장을 취하였으며 큰 문제가 되지 않는 한 기업의 지배구조에 대해 의결권행사를 통해 간여하지 않은 것이 사실임.
- 해외문헌을 보더라도 기관투자자들의 적극적인 의결권행사야 말로 기업을 장기적으로 수익성이 높고, 가치가 높은 기업으로 발전시킨다는 것을 알 수 있음.
- 국민연금의 주식지분이 급증하는 상황에서 UN에서 조차 권장하는 ESG(환경, 사회문제, 기업지배구조)에 대한 적극적인 의견의 제시는 더 이상 미룰 수 없는 시점임.

제1장 서론

국민연금기금은 2008년 227조에서 2015년 575조, 2025년에는 1,304조로 급증할 것으로 추계되고 있다. 2008년 국민연금기금의 국내주식규모는 기금의16.4%인 31조 8천억 원이었고, 이 수준은 KOSPI대형주시가총액의 6.5%이다. 기금의 규모가 급증하고 있어, 국내주식투자의 비중을 16.4%로 지속하는 경우, 2015년에는 94조가 된다. 2008년부터 2015년까지 금액기준으로 거의 3배가 증가하는 것이다. 국민연금이 주 투자대상으로 하는 KOSPI대형주의 시가총액이 2015년까지 1.5배 증가하고 국민연금의 주식투자가 추계와 같이 94조가 되는 경우, 국민연금의 KOSPI대형주 지분은 13%로 증가하게 된다.

국민연금의 국내주식지분이 급증함에 따라 대두되는 이슈가 의결권행사이다. 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 전 세계 18개 연금기금과 2006년 4월에 체결하였다. UN이 전 세계 대형공적연금기금에게 이 협정을 통하여 ESG(Environment, Social Factor, Governance Structure)에 보다 적극적인 자세를 취할 것을 요구하고 있다.

환경(지구온난화), 사회문제, 기업지배구조 등의 이슈에 대해 기업에 영향력을 행사 줄 것을 요구하고 있으며, ESG를 투자분석과, 투자의사결정 과정에 포함시켜 줄 것을 요구하고 있다. 공적연금기금들은 투자를 하고 있는 기업들이 ESG 이슈에 대해 경영에 어떻게 반영하고 있는지를 이사회나 주주총회에서 보고서형태로 공시하도록 요구하고 있다. 자산의 규모가 국민연금보다 작은 CalPERS와 CPPIB도 의결권행사지침을 통해 ESG 관련 안건에

대해 어떻게 표결에 행해야 하는지를 구체적으로 밝히고 있다. 의결권행사 지침을 개발하고, 의결권행사를 대행해 주는 전문기업들은 CalPERS와 CPPIB를 위해 전세계기업의 주주총회에 상정되는 안건에 대해 철저히 분석하여 의결권을 행사하고 있다.

국민연금은 이들 기금보다 기금의 규모가 더 크고, 향후 기금의 증가속도도 훨씬 크지만 책임 있는 투자자로서의 역할정립이 수립되어 있지 않다. 최근에 들어서, 의결권행사위원회를 국민연금관리공단 기금운용 본부 내에서 구성하여 운영하고 있다.

본 연구는 해외주요 공적연금기금의 의결권행사와 관련된 각종 제도를 살펴보고, 향후 국민연금의 의결권행사와 관련된 제도개선의 벤치마크로 활용하고자 한다. 국민연금이 급증하고 있는 국내주식지분으로 인해 주식시장에서의 책임성이 강조되고 있으며 UN의 Responsible Investment 협약에 가입될 가능성 등을 감안하여 각종 제도의 개선이 고려돼야 한다. 기업지배구조와 관련하여 또 다른 이슈로 제기되는 것이, 주식수익율과 기업지배구조이다. 이와 관련된 학술논문을 소개하고 우리나라에서의 적용가능성을 검토해 보았다.

제2장 기금운용 현황 및 국내금융시장비중

제1절 적립금 현황

국민연금의 적립금규모는 2008년말 기준으로 235조 9천억 원으로 2007년 말 대비 16조 3천억 원이 증가하였다. 금융부문에 235조 5천억 원 복지 및 기타부문에 4천억 원이 운용되고 있다. 금융부문 내에서는 2008년 말 기준 채권의 비중이 81%로 가장 높고 주식은 14.0%를 차지하고 있다.

<표 2-1> 적립금 및 수익률 현황

(단위: 억 원)

운용부문		기금규모			운용 수익률	
		06년 말 (비중)	07년 말	08년 12월 말	07년	08년
운용총계		189.6	219.6	235.9	6.84	0
금융부분	금융계	189.0	219.1	235.5	6.86	0
	주식	22.0 (11.6%)	38.5 (17.5%)	33.1 (14.0%)	33.66	△40
	채권	164.2 (86.8%)	174.6 (79.5%)	190.8 (81%)	2.65	11.08
	대체투자	2.2 (1.1%)	5.4 (2.45%)	8.7 (3.7%)	6.08	2.9
	정기예금	0.2	0.2	0.3	5.3	4.6
	단기자금	0.4	0.4	1.6	4.75	4.6
기타		0.6	0.5	0.44		

자료: 국민연금공단 기금운용본부

제2절 해외투자 및 외부위탁투자의 비중

해외투자는 2006년 17조에서 2007년 23조로 크게 늘어나는 추세이며 주식의 비중이 크게 증가하고 있다. 해외주식투자는 100%는 외부위탁에 의해서 투자되고 있다. 주식부문투자에서는 위탁의 비중이 점차 커지고 있는데 국내내부의 비중이 줄고 해외위탁의 비중이 커지는 것을 알 수 있다.

<표 2-2> 해외투자 내역

(단위: 억 원)

구분	2006년 말	2007년 말	2008년 6월 말
해외투자총계	177,850(100%)	232,509(100%)	276,458(100%)
주식	12,638(7.1%)	53,812(23.1%)	90,455(32.7%)
채권	164,291(92.3%)	173,628(74.7%)	176,749(64.0%)
대체투자	9,210(0.5%)	5,069(2.1%)	9,266(3.3%)

자료: 국민연금공단 기금운용본부

<표 2-3> 주식부문의 내부투자와 위탁투자 내역

(단위: 억 원)

구분	2006년 말	2007년 말	2008년 6월 말
주식투자	219,863(100%)	384,704(100%)	409,004(100%)
국내내부	101,301(46%)	152,408(39.6%)	149,936(36.6%)
국내위탁	105,924(48%)	178,484(46.4%)	168,613(41.2%)
해외내부	0	0	0
해외위탁	12,638(5.7%)	53,812(14%)	90,455(22.1%)

자료: 국민연금공단 기금운용본부

채권투자는 상당부분(85%) 국내직접투자에 의해 이루어지고 있다. 주식과는 달리 채권해외투자는 위탁보다는 내부직접투자비중이 훨씬 큰 것을 알 수 있다.

<표 2-4> 채권부문의 내부투자와 위탁투자 내역

(단위: 억 원)

구분	2006년 말	2007년 말	2008년 6월 말
채권투자	1,642,257(100%)	1,746,270(100%)	1,790,741(100%)
국내내부	1,423,749(86.7%)	1,491,862(85.4%)	1,530,768(85.5%)
국내위탁	54,217(3.3%)	80,780(4.6%)	83,224(4.6%)
해외내부	154,299(9.4%)	150,689(8.6%)	150,180(8.4%)
해외위탁	9,992(0.6%)	22,939(1.3%)	26,569(1.5%)

자료: 국민연금공단 기금운용본부

제3절 해외 주요 연금기금의 자산배분

1. 미국 CalPERS

미국 캘리포니아공무원연금인 CalPERS는 우리나라의 국민연금이 기금운용에 있어 가장 많이 벤치마킹하는 기관이다. CalPERS의 자산배분을 살펴보면, 주식의 비중이 우리나라에 비해 상당히 높다는 것이다. 우리나라의 2008년 주식투자비중은 14.5%인데 반해 2007년 CalPERS는 62.4%(AIM포함 68%), 2007년 CPPIB 62.8%등으로 상당히 높은 것을 알 수 있다. 반대로 채권의 경우에는 우리나라 81%(2008년)인데 반해 CalPERS는 23.8%(20007년) CPPIB는 27.7%(2007년)로 큰 차이를 보이고 있다.

미국의 CalPERS와 CPPIB는 주식 60, 채권형 30, 기타 10 이라는 자산배분의 기본방향을 가지고 있는 것으로 알려져 있다. 수익률 면에서도 높은 주식비 중으로 인해 2006년 CalPERS와 CPPIB 모두 15%를 넘는 수익률을 보인 반면 우리나라의 국민연금 기금 수익률은 5~6% 수준에 그치고 있다. 자산군의 구성과 투자스타일에 있어서도 대체투자, 부동산, 인플레이션 연계

상품 등으로 다양하다. CalPERS와 CPPIB는 자산의 구성면이나 자산의 국내외 분산 면에서 우리의 국민연금보다 앞서 있음을 알 수 있다.

대체투자는 일반 주식투자와는 달리 다양한 스타일의 투자형태를 갖고 있으며 최근에는 Inflation Linked 자산의 추가 등으로 지속적으로 상품을 개발하여 자산군에 추가시키고 있다. 주식 60%, 채권형 30% 기타 10%의 기본원칙을 갖고 자산을 운용하는 것을 알 수 있다.

<표 2-5> 미국 CalPERS의 자산구성내역

자산구분		2006년 말 자산비중(수익률)	2008년 말 8월 자산비중(수익률)
현금성자산 (Total Cash Equivalent)		0.5%(5.1%)	1.6%(-9.3%)
대체투자(Alternative Investment Management)		5.7%(20.9%)	10.8%(19.6%)
채권형투자 Fixed Income		23.8%(7.7%)	23.7%(7.7%)
주식투자	국내주식	40.2%(13.5%)	29.1%(-12%)
	해외주식	22.4%(26.4%)	22.7%(-9%)
부동산		7.5%(27.7%)	10.1(5.9%)
Inflation Linked			1.9(10%)
합계		100%(15.8%)	100%(-2.6%)

2. 캐나다 CPPIB

<표 2-6> 캐나다 CPPIB의 자산구성내역

자산구분		2006년 말 자산비중(수익률)	2008년 말 8월 자산비중(수익률)
현금성자산 (Total Cash Equivalent)		0.6%	
대체투자 (Alternative Investment Management)			1.5
채권형투자 Fixed Income		27.7%	24.5
주식투자	국내주식	29.6%	23.5
	해외주식	33.2%	39.2
부동산		4.2%	5.6
Inflation Linked		4.6%	6.1
합계		100%(15.5%)	100%(-0.3%)

제4절 국내투자 비중에 대한 평가

2008년 기준으로 우리나라의 채권상장잔액규모는 860조 이고 종류별로는 특수채의 규모가 462조로 가장 크다. 국공채는 상장규모가 지속적으로 증가하고 있으나 회사채의 규모는 계속 감소하고 있다. 국민연금이 투자대상으로 하고 있는 A등급 이상의 회사채의 상장잔액이 크게 감소하고 있다.

<표 2-7>은 국내투자비중이 2008년 수준인 89%를 유지하고 국내주식과 국내채권의 비중이 각각 12%, 88%를 유지하는 경우, 2025년까지의 주식과 채권의 투자금액추정치이다. 2015년에 주식은 61조, 채권은 453조가 투자될 것으로 추정된다.

<표 2-7> 국민연금기금의 국내투자구성 전망

(단위: 억 원)

연도	적립기금증가 추이	국내주식 (비중: 12%)	국내채권 (비중: 88%)	국내투자 (기금대비비중: 89.6%)
2008	2,355,208	253,485	1,858,897	2,112,383
2010	3,252,940	349,756	2,564,878	2,914,634
2015	5,750,980	618,345	4,534,532	5,152,878
2020	9,239,850	993,468	7,285,436	8,278,905
2025	13,044,470	1,402,541	10,285,303	11,687,845

현재 국민연금기금의 금융시장 투자액은 211조원으로 금융부문투자의 89%를 차지하고 있다. 이 투자금액은 국내금융시장에서 국민연금이 투자 가능한 KOSPI대형주시가총액 477조와 채권 중 국채, 특수채 그리고 회사채 중 A등급이상 상장금액 793조원의 합계액인 1,271조원의 약 16%에 해당한다.

<표 2-8> 국민연금기금의 국내투자비중 85%시 국내금융시장 비중 15%유지를 위한 향후 금융시장규모

(단위: 억 원)

연도	주식: KOSPI대형주 시가총액 (국민연금주식투자액)	채권: 국채,특수채, 회사채 A등급이상	투자가능 금융시장규모	국민연금국내 투자금액의 시장비중
2008	4,776,729	7,939,359	12,716,088	0.16
2010	6,590,864	10,954,595	17,545,459	0.16
2015	11,652,206	19,366,991	31,019197	0.16
2020	18,721,094	31,116,104	49,837,198	0.16
2025	26,429,731	43,928,536	70,358,267	0.16

주: 2010년 이후 금융시장규모는 현재의 국민연금투자비중 16%를 유지하는 것으로 가정한 경우를 상정해서 추계한 금액이고 주식시가총액과 채권의 상장총액은 2008년 비중인 (KOSPI대형주37%:투자가능채권63%)을 적용하여 추산한 것임.

국민연금의 국내투자를 현재 국내 금융시장의 15%로 유지시키기 위해서는 2015년 KOSPI대형주 시가총액이 1,226조원으로 성장해야 하고, 채권시장은 2,037조원으로 성장해야만 한다. 이 수준은 주식시장과 채권시장이 연평균 13%수준으로 성장을 해야 한다는 것이다. 2008년에 비해 주식시가총액이 2.56배 증가하는 것이다.

현재 국민연금은 국내 주식투자 비중을 지속적으로 증가시킬 계획을 가지고 있다. 이 경우, 채권시장의비중은 감소할 수 있지만 주식시장의 점유율은 6% 수준이 아니라 10%이상까지 증가할 가능성이 크다. 국내대기업을 국민연금이 실질적으로 소유하는 문제점이 발생하므로 국내투자의 한도설정이 필요하다.

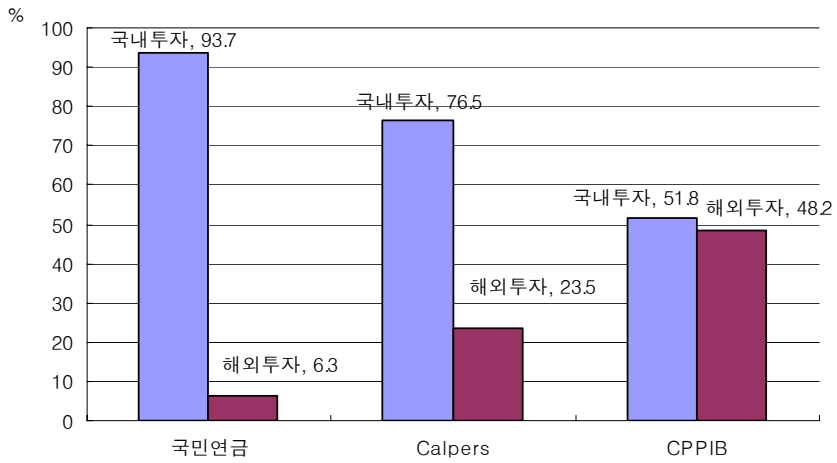
<표 2-9> 시가총액 상위 10위 기업의 국민연금 지분율(2007.12기준)

시가총액순위	종목명	지분율(%)
1	삼성전자	3.63
2	POSCO	3.92
3	현대중공업	3.97
4	국민은행	4.42
5	신한지주	4.42
6	LG전자	5.74
7	LG필립스LCD	4.20
8	현대차	4.55
9	SK텔레콤	3.43
10	한국전력	2.73

자료: 국민연금연구원

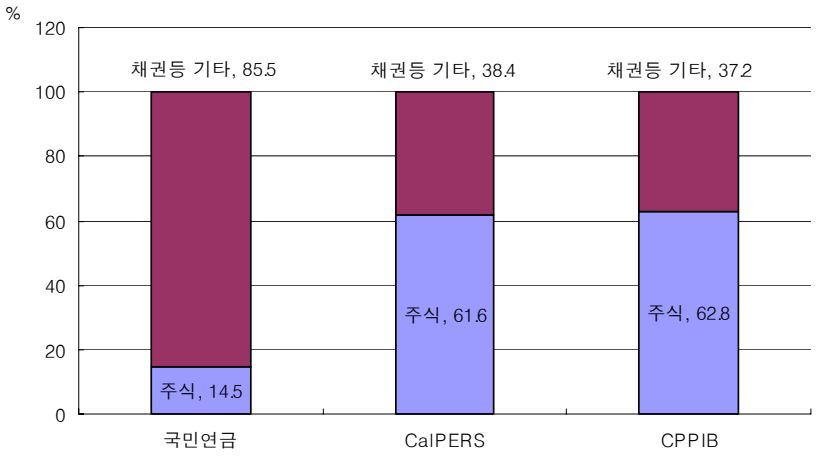
1. 해외 주요기금의 국내투자와 해외투자 비중

[그림 2-1] 주요 기금의 해외투자비중



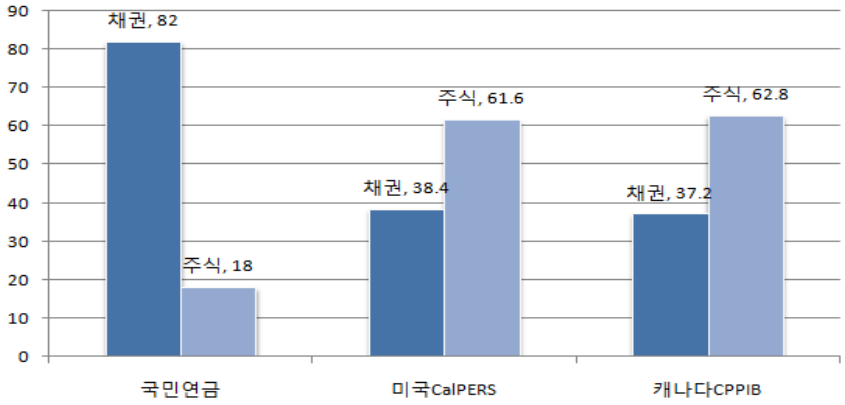
국내 금융시장의 규모가 큰 미국의 CalPERS도 해외투자의 비중이 23.5%에 달한다. 국내금융시장의 규모가 상대적으로 작은 캐나다 CPPIB는 해외투자비중이 48.2%로 큰 것을 알 수 있다. 국민연금은 해외투자비중이 2007년도 10.4%에서 2008년말 글로벌금융위기 여파로 인해 6.3%로 감소하였다. 해외투자의 구성을 살펴보면 해외 기금은 주식에 거의 100%를 투자하는 것을 알 수 있다. 반면 우리나라의 국민연금은 해외투자도 채권에 66%를 투자하고 있어 상반된 모습을 보이고 있다.

[그림 2-2] 주요 해외기금의 해외투자구성내역



또한 해외기금은 해외투자 뿐만 아니라 기금전체에서 주식이 차지하는 비중을 일정수준으로 정해놓고 관리하는 것을 알 수 있다. 미국의 CalPERS와 CPPIB는 주식 60%, 채권형 30% 기타 10%로 자산배분을 하는 것을 알 수 있다.

[그림 2-3] 주요 해외기금의 주식, 채권투자비중



<표 2-10> 국민연금투자 44개 기업의 자산비중

자산군	회사명	실제보유비중	KOSPI시가총액비중	길제보유비중 -KOSPI시가총액비중
		w	W	w-W
자동차	기아차	0.024106	0.022447	0.001659
	현대모비스	0.025513	0.018656	0.006857
	현대차	0.073460	0.049950	0.02351
	소계	0.123079	0.091052	0.03202
은행	기업은행	0.011312	0.016238	-0.004926
	신한지주	0.059300	0.034958	0.02434
	외환은행	0.002779	0.020997	-0.01821
	우리금융	0.010589	0.038368	-0.02777
	하나금융지주	0.027852	0.021895	0.00595
	소계	0.111832	0.132456	-0.02062
건설	GS건설	0.023498	0.006102	0.01739
	대우건설	0.004693	0.010767	-0.006075
	두산중공업	0.004526	0.009284	-0.00475
	삼성물산	0.008506	0.007745	0.00076
	현대건설	0.009287	0.012169	-0.00288
	소계	0.050510	0.046068	0.004442
소비생활 용품	KT&G	0.024422	0.017566	0.00685
	소계	0.024422	0.017566	0.006856
에너지 화학	LG석유화학	0.004488	0.036421	-0.03193
	S-Oil	0.003199	0.018579	-0.01538
	KCC	0.010139	0.004946	0.00519
	동양제철화학	0.000149	0.001170	-0.0010
	소계	0.017974	0.061116	-0.04314
증권금융	삼성증권	0.011941	0.010024	0.001917
	삼성화재	0.017207	0.015395	0.001812
	소계	0.029148	0.025419	0.003729
IT	LG 필립스	0.008597	0.008602	-0.00000495
	삼성전자	0.258995	0.230264	0.02873
	삼성SDI	0.009793	0.011620	-0.001827
	하이닉스	0.043894	0.040104	-0.00379
	소계	0.321279	0.290590	0.00306

<표 2-11> 자산군별 자산비중

자산군	회사명	실제보유비중	KOSPI시가 총액비중	실제보유비중 - KOSPI시가총액비중
		w	W	w-W
통신	KT	0.042423	0.027253	0.01517
	KTF	0.007996	0.010341	-0.002345
	SK텔레콤	0.034973	0.034234	0.000739
	소계	0.085392	0.071828	0.01356
조선	대우조선해양	0.013494	0.012755	0.00073
	삼성중공업	0.007133	0.009796	-0.002662
	현대미포조선	0.000351	0.002826	-0.002474
	현대중공업	0.014430	0.013792	0.000638
	소계	0.035408	0.039168	-0.00376
철강	POSCO	0.047754	0.041093	0.00666
	현대제철	0.004990	0.005028	-0.0003075
	소계	0.052744	0.046121	-0.006623
서비스	강원랜드	0.004720	0.010486	-0.005766
	소계	0.004720	0.010486	-0.005766
유통	SK네트웍스	0.000525	0.008946	-0.008421
	롯데쇼핑	0.003685	0.027336	-0.02365
	신세계	0.012189	0.020239	-0.008051
	소계	0.016399	0.056522	-0.040122
전기가스	한국가스공사	0.002969	0.005868	-0.002899
	한국전력	0.085368	0.056182	0.029186
	소계	0.088338	0.062050	0.026287
기계	두산인프라코어	0.000889	0.007502	-0.006613
	소계	0.000889	0.007502	-0.006613
종합상사	LG	0.017298	0.012453	0.004845
	SK	0.022172	0.016546	0.005626
	대우인터네셔널	0.000978	0.008999	-0.0080
	소계	0.037997		0.00245
해상운송	현대상선	0.000388	0.004058	-0.003671
	소계	0.004058		-0.003671

제3장 국민연금과 해외 주요 연금기금의 의결권행사지침

제1절 미국 CalPERS의 의결권행사 지침

(Global Principles of Accountable Corporate Governance)

1. 기본원칙

CalPERS는 미국 내 연금기금 중 최대 규모로 2008년 5월 기준으로 자산규모가 2500억불에 달한다. CalPERS의 운용기금운용목표는 연금가입자의 이익을 최대한 보장하기 위해 기금의 재정건정성을 확보하는 것이다. CalPERS 운용위원회(Board of Administration)은 투자위원회, 경영진, 210명의 자산운용가들의 조언을 종합하여 기업지배지침서를 작성하게 되었다. 기금운용의 최종 목표는 주어진 리스크하에서 최대한의 수익을 올리는 것으로 기금을 효율적으로 그리고 효과적으로 운용할 수 있도록 시스템을 구축하는 노력을 경주하고 있다.

CalPERS 기업지배지침서(Global Principles of Accountable Corporate Governance)는 오랜 기간의 경험과 제도의 성숙에 의해 완성된 것이다. 1980년대 말과 90년대 초는 기업지배구조에 관해 학습을 경험한 기간이었다. 어떻게 기업의 경영진에게 영향력을 행사할 수 있는지 그리고 다른 주주들에게 어떤 안건에 대해 동조를 구해 낼 수 있는 지등을 학습한 기간이었다.

1993년부터 실적이 좋지 않은 기업으로 관심을 두게 되었다. 실적이 좋지

않은 기업에 대한 관심을 기울인 이후 이들 기업들이 실질적인 성과를 거두게 되어 기업지배의 가치를 보여주는 계기가 되었다. 오랜 기간 기업지배관련 행위를 통해 알게 된 것은, a) 경영진도 좋은 실적을 내고 싶어 한다는 것 b) 기업경영과 관련하여 장기적인 전략을 수립하고자 하지만 종종 주주들이 인내심이 없다는 것 c) 기업의 투명성과 관계없이 모든 기업이 수익의 등락을 경험한다는 것이다. CalPERS가 경험한 바에 의하면 좋은 기업지배는 책임 있는 기업지배이다. 기업이 장기간 침체하는 것을 간과하는 것과 기업의 경영에 영향력을 행사하여 침체에서 벗어날 수 있도록 도와주는 둘 간의 차이가 좋은 기업지배의 예가 될 것이다.

2. 목적

CalPERS의 Global Principle of Accountable Corporate Governance(GPACG)는 책임 있게 의결권을 행사하고 리스크를 감안한 장기수익이 최대가 될 수 있도록 기업지배에 참여하는 것이다. 본 지침서에서 CalPERS는 shareowner라는 표현을 shareholder 표현대신 사용하고 있다. 주주는 단지 보유만 하는 수동적인 위치가 아닌 적극적인 자세로 기업경영에 관심을 보여야 한다는 취지에서이다. CalPERS는 이런 원칙하에 투자하는 기업의 장기적인 수익에 반하지 않는 방향으로 적극적으로 의결권행사를 하고 있다. 기업의 이사선임에서도 CalPERS의 이익을 대변할 수 있는 후보자에 대해 투표를 행사하고 있다. GPACG는 핵심부문, 국내부문, 해외부문, 신흥경제부문등 4개 부분으로 나누어 져 있다. 동일한 기준을 미국 내, 해외 각국의 기업에 적용하는 것은 기업의 경쟁수준, 각국의 제도 등이 달라 무리가 있으므로 각기 다른 원칙을 적용하고 있다. 기본적으로는 핵심부문은 장기적 관점에서 수익률을 추구하는 것을 강조 하고 있기 때문에 거의 모든 기업에 적용될 수 있다고 본다. 미국기업이나 미국 내 상장기업의 경우, 핵심부문(Core)을 원용하여

국내부문으로 발전시켰다. 신흥경제의 경우, 핵심부문과 함께, 환경보호와 사회적 이슈의 고려 등을 포함시켰다.

3. 기업지배지침의 내용

1) 의결권행사의 핵심내용(Core)

핵심부문은 기업의 국적과 규모에 관계없이 장기적이고 안정적인 수익을 추구하는 경우 모두 적용돼야 하는 기준이다.

① 주주의 이익극대화

기업의 지배구조는 주주의 이익을 극대화하고 보호할 수 있는 체계를 갖추고 있어야 한다.

② 책임성

이사들은 주주들에게 책임을 다해야하며, 경영진은 이사들에게 책임을 다해야한다.

③ 투명성

재무, 일반경영, 그리고 기업운영에 관한 모든 정보는 다른 기업의 실적과 비교가 될 수 있도록 투명하게 제공되어야 한다. 기업의 정보는 국제회계기준(IFRS)이 정한 기준을 충족하는 형식으로 제공돼야 한다.

④ One-share/One-vote

모든 주주는 동등하게 대우받아야 한다.

⑤ Proxy Material

의결권대리행사와 관련한 모든 정보는 의결권행사를 하기에 부족함이 없도록 상세한 정보를 포함하고 있어야 하고 모든 주주에게 제공돼야 한다. 직접 투표에 참여하든 대리참여를 하든 모든 투표결과는 공개돼야 한다.

⑥ Code of Best Practice

회사의 주식이 거래되는 모든 국가에 모범경영지침을 운영해야 하며, 주주의 이익보호, 부당한 고용행위, 기업의 사회적 역할 등에 있어서 이 지침을 준수하는 지를 공개해야 한다.

⑦ 장기적인 안목

이사진과 경영진은 장기적인 안목에서 기업을 운영해야 한다. 주주들은 각기 다른 투자목적을 갖고 있지만 경영진이 단기적 성과에 집착하지 않도록 분위기를 조성해야 한다.

⑧ 이사진 구성에 대한 참여

이사진구성에 주주들이 실질적으로 참여할 수 있어야 한다.

2) 국내 의결권행사 기준

CalPERS는 국내의결권행사기준에 대해서는 Council of Institutional Investors Corporate Governance Policies(기관투자자 기업지배 정책위원회)의 지침을 원용하고 있다.

가. 이사회의 독립성과 리더십

독립성은 책임성의 가장 핵심적인 요소이다. 미국에서는 이사회의 독립성이 기업지배구조의 근간이 된다는 것이 보편화 되어 있다. 기업의 지배구조 관련 기준을 보면 독립성이 보장된 이사의 선임을 중요한 사안으로 지적하고 있으나 독립성이 보장된 이사의 선임만으로 부족한 경우도 많다는 것을 지적하고 있다. 궁극적으로는 이사들이 경영진과의 관계하는 방식을 변경해야 하는 경우가 많다. 그리고 이사들은 기업의 경영과 재정적 이해관계, 인사 관련 이해관계, 그리고 전문직인 경우 직무관련 독립성까지 보장되어야 한다. 이사회의 독립성을 위해 아래 사항을 준수할 것을 권고한다.

① 독립성이 보장된 다수의 이사

최소한 독립성이 보장된 이사의 수가 다수가 되어야 한다.

② 독립성이 보장된 이사 간담회

독립성이 보장된 이사들이 경영진 참여 없이 1년에 최소 1회 이상 간담회를 갖도록 해야 한다. 독립성이 보장된 이사 중 한 사람이 모임을 주관해야 한다.

③ 독립성이 보장된 이사의 정의

각 기업은 매년 의결권행사보고서에 이사의 독립성에 관한 규정을 공시해야 하며 부록 B에 명시된 내용을 최소한 의 기준으로 담고 있어야 한다. 부록 B의 내용은 다음과 같다.

독립적 이사는 다음과 같은 조건을 만족해야 한다.

- 현재 또는 과거 5년간 해당 기업의 임원으로 취업한 적이 없어야 한다.
- 지난 3년간 연 $50,000이상의 보상을 해당 기업으로부터 받은 적이 없어야한다.
  단, 이사의 자격으로 받는 수당과 기업에 대한 투자로 얻은 이익금은 제외한다.
- 해당기업에 자문을 한 기업이나 해당 기업과 지배관계에 있는 기업에 지난 3년간 연 $50,000이상의 보상을 받는 위치에서 일을 하지 않았어야 한다.
- 현재, 해당 기업과 거래 관계로 인해 $200,000이상의 매출을 올린 기업이나 기업의 매출의 2%이상을 해당기업과 거래하는 기업에 고용되어서는 안 된다.
- 비영리단체로서 $200,000이상의 기부를 받거나, 전체 기부금의 2%이상을 해당기업에 받는 단체에 고용되어 있어서는 안 된다.
- 상호 이사선임제에 의해 다른 기업과 교차로 이사를 선임하는 기업의 직원이어서는 안 된다.
- 해당기업의 모기업이나 자회사와도 위에 제시된 관계가 있어서는 안 된다.

④ 이사회 의장의 독립성

이사회의장은 독립적인 인물이 의장으로 선임돼야 한다. 최고경영자(CEO)가 이사회의장을 맡는 경우는 아주 제한적인 경우에만 가능하도록 해야 한다. 이 경우, 기업지배구조보고서에 겸직이 어떻게 주주의 이익에 최선인지를 명시화해야 한다. 이런 경우, 독립적인 이사로 하여금 부록 C에 명시된 임무를 수행 하도록 해야 한다.

부록 C의 내용은 다음과 같다.

<독립적 의장/ 선임이사의 임무 지침서>

- 이사회의 일정과 안건을 조정하며 경영진이 포함 되지 않는 독립적인 이사들의 모임을 주관한다.
- 이사회의 회의를 주관한다.
- 경영진으로부터 제공받는 정보의 범위, 질, 적시성 등에 대해 정의를 내리고 이사회가 효율적으로 운영될 수 있도록 역할을 한다.
- 최고경영진의 고용, 해고, 보상을 관장한다.
- 이사회에 직접 보고하는 컨설팅사의 재계약 여부를 승인한다.
- 이사회의 위원으로 구성된 하부위원회의 역할을 부여한다.
- 하부 위원회 의장과 함께 하부위원회를 구성 할 위원을 면접한다.
- 위원회 사무국 또는 경영진에게 기업지배구조원칙을 준수하는지를 점검한다.
- 민감한 사안에 대해서는 경영진과 이사들의 중간 역할을 한다.
- 경영진, 이사회구성원의 성과평가를 관장한다.
- 총 이사회에 하부 이사회 의장과 구성원을 추천한다.
- 주주들과의 언로 항상 확보한다.

⑤ 새로운 CEO를 선임하는 경우, 이사회의장의 겸직을 재고하도록 한다.

⑥ CEO에서 은퇴를 하는 경우, 이사회의 구성원으로 참여해서는 안 되며, 최소한 각종 위원회에 위원으로 참여하는 것을 금지해야 한다.

⑦ 이사회는 경영진과 소통할 수 있는 시스템이 확보하고 있어야 한다.

⑧ 이사들로 구성되는 위원회의 독립성

회계감사를 관장하는 위원회와, 이사선임을 관장하는 위원회, 경영진의

보수를 결정하는 위원회는 구성원 모두가 독립성이 보장된 위원들로 구성돼야 한다.

⑨ 총 이사회가 규정에 명시되어 있지 않는 새로운 하부 위원회를 별도로 두고자 할 때는 위원회의 구성과 임무에 대해 명시하고 공시해야 한다.

⑩ 이사회는 주주의 이익을 최대한 보호하기 위해서 적절한 지원을 받을 수 있어야 한다.

나. 이사회, 이사, 최고경영진 평가

CalPERS는 개별 기업의 이사회 구성원(이사)들은 기업경영을 효과적으로 관리·감독할 수 있도록 자신의 역량이 이사의 역할에 부합해야 한다.

이사로서의 역할을 성실히 수행하기 위해서는 많은 시간을 할애해야 하고 사명감을 가지고 임무를 수행해야한다. 따라서 이사회는 이사들의 능력을 평가할 수 있는 평가체계를 갖추고 있어야 한다. CalPERS는 이과 같은 취지에서 다음과 같은 지침을 권고한다.

① 기업지배구조 원칙

이사회는 기업지배구조에 대한 원칙을 문서화하여 갖추고 있어야 하며 최소한 1년에 한번씩 이 원칙을 재점검해야 한다.

② 이사의 전문분야와 구성의 다양성

이사회는 이사의 구성상 다양성을 전문분야, 경력 등을 고려하여 기업의 성격에 적합한 이사를 선임한 내용을 공개해야 한다. 이사의 구성상 핵심 역량은 회계와 재무 해외시장, 기업경영의 경험, 산업에 대한 이해, 위기에

대한 대처, 고객중심의 사고체계, 리더십과 전략적 계획수립 그리고 여성과 소수인종에 대한 배려 등을 고려해야 한다.

③ 이사, 위원회 위원에 대한 기대수준

이사회는 이사들의 이사회, 각 위원회에 대한 참여, 기여, 그리고 성과에 대한 기대수준을 명문화하여 갖추고 있어야 한다. 매년 이사들에 대한 기여도 및 성과를 평가해서 주주들에게 결과를 공시해야 한다. 이사의 재선임은 기본적으로 이사회에 대한 기여 및 성과를 바탕으로 결정 되어야 한다.

④ 이사의 선임

새로운 이사선임을 추천할 때, 이사회는 현재 이사들의 임기, 이사회의 다양성, 모든 아이디어에 대한 유연한 입장견지 등을 종합적으로 고려하여 추진되도록 한다.

⑤ 이사들의 역할분담

의결권지침서에 각 위원회에 소속된 위원이사의 투입시간에 대한 지침을 명시하여 여러 위원회에 동시에 참여하는 위원의 업무한계를 명시화 하도록 한다.

⑥ 이사의 참석률

각 이사들은 자신이 참여하는 위원회에 최저 75%이상의 참석률을 유지해야 한다.

⑦ 이사회는 이사회의 규모를 항상 검토하여 효율적인 운영이 될 수 있는지를 점검한다.

⑧ CEO의 성과평가

독립적인 이사들로 구성된 위원회는 최고경영자의 성과평가지침을 수립하고, 최상의 성과를 낼 수 있도록 유도한다. 주기적으로 최고경영자의 성과를 지침에 준하여 평가한다.

⑨ 이사회는 최고경영자의 후계문제를 지속적으로 검토하고 점검해야 한다.

주주의 이익을 최대화 할 수 있는 최고경영자의 덕목에 대해 항상 이사회는 안목을 갖고 있어야 한다.

CEO의 후계와 관련해서 다음과 같은 사항을 점검해야 한다.

- 이사회에 자주 안건으로 거론되고 논의돼야 한다.
- 외부 채용을 감안한 가운데 내부 경영진 중에서 최고경영자후보를 물색하는 노력을 지속적으로 해야 한다.
- 내부인사 중 후보가 있는지에 대해서는 이사들이 후보들에 대한 평가가 가능하도록 자료가 계속 제공돼야 한다.
- 최고경영자후계준비는 장기적인 안목에서 점진적인 경영권이양과 사망, 퇴직 등의 매우 단기적인 경우에도 대비할 수 있는 대안을 갖고 있어야 한다.
- CEO 가 참석하지 않은 이사들의 회동에서 경영권이양과 관련된 대비책을 논의하면서, 이사들과 CEO는 항상 공석에 관한 대비책을 주기적으로 논의해야 한다.
- 최고경영자의 후계관련 대비책은 문제의 본질을 훼손하지 않는 범위에서 주주들에게 공시되어야 한다.

⑩ 이사 후임자 선임

이사들의 후임선정에 관해서도 지속적으로 계획을 수립하고 논의를 해야 한다. 이사선임에 대한 점검사항은 다음과 같은 내용을 갖고 있어야 한다.

- 이사회의 상시 의사안건으로 상정돼야 한다.
- 현행 이사 중 퇴직으로 인한 공백에 의한 후임자 선임뿐만 아니라, 사고나 다른 응급 상황 시 발생하는 공백에 대해서도 준비를 하고 있어야 한다.
- 위원회의 위원역할을 순번으로 한다든지 위원회의 운영에 지장이 발생하는 등의 문제는 제 때 보고될 수 있도록 해야 한다.
- 주주들의 의견을 청취할 수 있는 시스템이 구축되어 있어야 한다.
- 후임 이사의 선임에 지장을 초래하지 않는 범위 내에서 후임이사선임 준비사항이 주주들에게 공개돼야 한다.

다. 임원과 이사의 보수

임원의 보수에 관련하여 CalPERS는 다음과 같은 사항을 권장한다.

① 총보수의 구성과 체계

- 이사회는 보수규정을 수립하고, 실행하고 주주들에게 공개해야 한다. 독립성이 보장된 평가위원회에 의해 보수규정이 만들어지고, 또 이 규정을 준수하도록 감독해야하는 역할을 수행해야 한다. 임원의 보수규정은 능력 있는 임원의 채용과 재계약을 저해하는 요인이 되어서는 안 된다.
- 임원에 대한 보상은 현금과 주식으로 혼합된 구조를 가져야 한다.
- 임원의 보수규정은 매년 주주들에게 보내져 검토를 할 수 있도록 제공

돼야 한다.

- 임원과의 고용계약내용은 상세히 공시돼야 한다.
- 총보수와 함께, 보수의 구성상 기본급여, 단기적 성과급여, 그리고 장기적 성과급여등의 구성 내용 등이 공시돼야 한다.
- 동료와의 평가를 통한 상대적 급여수준과 다른 기준에 의한 급여 내용 등이 공개돼야 한다.

② 보너스 규정

- 임원의 성과급(인센티브급여)는 주주들에게 제공된 이익 또는 가치제고를 위해 기여한 수준에 상응하게 지급되는 구조를 갖고 있어야 한다.
- 임원의 성과급은 옵션 등 그 내용을 상세히 공시해야 한다.
- 성과와 관련하여, 총주가이윤(total stock return), 자본이윤(return on capital), 시가총액에 대한 이윤(return of equity), 자산에 대한 이윤(return on asset)등의 내용이 작성된 보고서를 바탕으로 전년도의 성과와 비교하여 성과급지급의 근거를 제시해야 한다.
- 성과를 기반으로 급여가 지급되는 경우, 여러 종류의 성과지표를 활용하여 급여구조가 설계되어야 한다.
- 목표성과(기본성과)수준이 공시되어야 하고, 이 수준을 넘지 못했을 경우에는 성과급이 지급되지 않아야 한다.
- 목표달성기간의 연장 등 목표수준에 대한 조정이 필요한 경우, 이 내용을 상세히 공시해야 한다.
- 경영성과를 허위로 작성하여 성과급을 지급한 경우, 성과급을 회수할 수 있는 규정을 갖고 있어야 한다.

③ 주식에 의한 보상

- 임원이 주식 구입하는 경우 그리고 장기 보유하는 경우, 임원의 주식 보유에 관한 지침서를 갖고 있어야 하며 주식보유에 대한 조건 등이 공시돼야 한다.
- 성과급을 대신해 주식을 지급하는 경우, 목표성과에 대한 기준표에 주식의 완전한 소유권이전의 소요기간(vesting)에 대한 조건 등이 명시돼야 한다. 인하된 가격에 주식을 제공하거나 소유권이전의 소요기간(vesting)을 앞당기는 것은 바람직한 정책이 아니다.
- 기업이 합병, 인수, 또는 경영권이 이전되는 경우, 아직 소유권이 발생하지 않은 성과급 성격의 주식에 대해 소유권이전의 기간을 앞당겨 주는 것은 안 되며, 새로운 기업의 주식으로 교환해 줄 것을 권장한다.
- 아직 소유권이 완전히 발생하지 않은 주식성과급에 대해 배당성격의 현금보상을 지급하는 경우, 이 내용을 공시해야 한다.
- 성과급으로 지급된 주식의 소유권은 최소 3년 이상 기간이 경과한 후 이전되도록 규정해야 한다.
- 임원에게 지급되는 stock option은 주식의 수, 지급일, 행사가격, 그리고 지급일기준 주가 등이 투명하게 공개돼야 한다.
- 임원과 직원들에 제공되는 stock option은 이사회에서 CEO로부터 서면 보고를 받은 후 제공되는 것을 권장한다.
- 지급되는 stock option의 가격재조정은 이사회의 승인 없이 이루어져서는 안 된다.
- stock option이 지급된 이후 매년 일정수준의 주식이 추가로 지급되는 규정(Evergreen)이 있어서는 안 되며, stock option을 행사하는 경우, 기존에 보유한 주식으로 행사가격을 지불하는 규정(Reload)도 금지해야 한다.
- 각 직급에 stock option이 어떻게 지급되는지를 공시해야 한다.

- 자사주매입을 계획하는 경우, 다른 자산배분의 대안을 함께 고려한 계획수립인지를 명문화해야 한다.
- 기존의 주식성과보상에 추가적으로 소요되는 주식성과보상은 동종업종의 경쟁업체 보다 많은 금액을 지출해서는 안 된다. 단, 타 업체에 비해 성과가 우수한 경우에는 예외가 될 수 있다.

④ 퇴직보상 규정

- 퇴직관련 보상규정은 보상대상 퇴직의 범위와, 근속기간, 지급공식 등이 주주들이 쉽게 접할 수 있는 매체형태로 제공돼야 한다.
- 일반적인 퇴직보상수준을 넘어서 지급하고자 하는 경우, 주주들의 재승인이 필요하다.

⑤ 기타 다른 형태의 보상에 대해서도 상세한 기준을 명문화해야 한다.

⑥ 연금제도와 관련해서는 확정급여 또는 확정기여형별로 제도의 내용이 상세히 표로 작성되어 있어야 한다.

이사의 보상규정은 다음과 같은 내용을 포함한다.

이사의 보상은 현금과 주식의 혼합 형태로 지급되는 것을 권장한다. 이사들의 주식취득과 보유기간 등 보유에 따른 제한 조건 등이 주주들에게 공시돼야 한다.

라. 회계감사의 엄격성

CalPERS는 기업성과에 대한 시장과 투자자에 대한 투명성제고를 위해 회

계감사의 엄격성을 위해 다음과 같은 사항을 준수하도록 권장한다.

① 외부회계감사인의 선정

매년 외부회계감사인의 선정은 주주들의 추인을 받아야 한다.

② 회계감사 외 업무에 대한 보수

이사회는 별도 회계감사위원회를 통해 외부감사인 에게 지급되는 감사 외 업무에 대한 지나친 보수를 금지해야 한다. 외부회계감사인의 독립성을 보장하기 위해서는 기업과 이해관계가 설정되어서는 안 된다. 감사외의 기타 업무에 대해 높은 보수가 지급되는 것은 철저히 사전 심의를 받아야 하며 의결권행사보고서(proxy statement)에 매년 명시되어야 한다.

③ 외부감사인의 독립성

이사회의 감사위원회는 매년 외부감사인의 독립성을 점검해야 한다. 외부회계감사인 으로부터 다음과 같은 독립성유지 서약서를 받아야 한다.

- 회계법인, 감사업무를 위해 회계법인과 연계되어 있는 다른 회계법인 및 조직의 감사대상기업과의 관계 여부
- 이러한 관계가 감사업무에 미치는 영향
- 감사업무와 관련하여 회계위원회와의 협의내용

④ 내부통제에 대한 의견

이사회산하 회계위원회는 경영진이 외부회계 감사인에게 제출한 기업의 내부통제의 작동에 관한 진술내용에 대해 어떻게 평가하는지를 보고하도록 한다.

⑤ 회계감사의 감독

감사위원회는 회계감사가 적절히 진행되는지를 전반적인 사항에 대해 감독을 해야 한다.

⑥ 감사위원회 위원의 자격

감사위원회위원의 최소 자격요건을 증권거래법 S-K Section 407(d)(5)(i)에 명시된 것에 준하는 범위에서 설정되어야 한다.

⑦ 외부감사인의 책임

회계감사의 부실로 인해 기업에 끼치는 손실에 대해 외부감사인이 책임지는 부분을 제한하는 내용이 감사계약에 포함되지 않도록 감독해야 한다.

⑧ 외부감사인의 선정

감사위원회는 다수의 후보군을 대상으로 적정한 감사인의 선정을 하도록 감독해야 하며 소수의 회계 법인에 집중되는 것을 방지해야 한다.

⑨ 외부감사인의 교체

감사위원회는 외부 감사인을 5~7년을 주기로 교체하는 것을 권장해야 한다.

마. 기업의 책임

주주들은 기업의 책임 있는 경영에 영향을 줄 수 있는 좋은 세력이 될 수 있다. 주주들이 중심이 된 기업지배구조는 궁극적으로 기업의 수익을 올리는 역할을 하는 것으로 보고되고 있다. 따라서 CalPERS는 해외 12개국의 19개 연금기금과 공동으로 책임 있는 투자원칙(The Principle for Responsible Investment)에 서명을 했다. 이 원칙은 2006년 4월에 협정되었고, 기관투자자

들이 환경, 사회문제, 바람직한 기업지배구조에 기여를 한다는 취지에서 시작되었다. 이 모임의 시작은 UN사무총장이 발의하여 UNEP Finance initiative와 UN Global Compact 가 공동으로 추진하였다. 이 조직은 다음의 여섯 가지 원칙을 준수할 것을 선포하였다.

첫째, 환경(Environment), 사회문제(Social), 기업지배구조(Governance)를 투자분석과 의사결정과정에 포함시킨다.

둘째, 적극적인 기업의 소유자로서 역할을 다하고, 소유권관련 정책과 지침에 ESG 문제를 항상 고려한다.

셋째, 투자대상 기업의 환경, 사회문제, 기업지배구조에 대한 입장과 실천의지 및 실적으로 공개토록 유도한다.

넷째, 금융 산업 전반에 걸쳐 PRI(책임 있는 투자원칙)가 채택되고 실천될 수 있도록 노력을 경주한다.

다섯째, 서명한 20개 기관은 이 원칙들이 실천되는데 상호 협조한다.

여섯째, 이 원칙의 준수와 실천사항을 상호 보고하도록 한다.

CalPERS는 자신들이 투자한 기업이 사회적으로 책임 있는 기업으로 경영되어지기를 기대하고 있다. 사회적으로 적절하지 않은 경영행위가 발견될 시에는 CalPERS는 이 문제를 해결되도록 최선의 노력을 경주하고 있다. 1999년 9월 기업의 사회적 책임을 강화하기 위해 CalPERS는 Global Sullivan Principles of Corporate Social Responsibility를 이사회에서 채택하였다. 이사회는 주주와 기업의 중간 매개자로서 기업의 사회적 책임에 대한 의무를 다하는 것을 감독하는 역할을 수행해야 한다.

따라서 이와 같은 취지에서 CalPERS는 Global Sullivan Principle을 통해 다음의 사항을 권고한다.

① 인권침해

기업이 경영하고 있는 사업장에서 인권침해가 발생하지 않도록 최선의 노력을 경주해야 한다. UN의 Global Compact나 Global Sullivan Principle 과 유사한 원칙을 회사의 기준으로 채택하여 운영해야 한다.

Global Sullivan Principle의 내용은 다음과 같다.

- 전 세계적으로 인권보호에 대한 관심을 표명하며, 특히, 직원, 지역사회, 그리고 거래처의 인권보호에 노력을 경주한다.
- 인종, 성별, 연령, 종교적 배경으로 인한 어떠한 차별도 발생하지 않도록 관심을 기울인다. 또한, 사업장에서 아동노동착취, 육체적 징벌, 여성에 대한 학대, 강제적인 노동행위 등이 발생하지 않도록 최선의 노력을 한다.
- 근로자의 각종 단체 가입에 대해 자유가 보장돼야 한다.
- 근로자가 최저한의 생계에 필요한 급여가 지급돼야 하고, 직업훈련과 인적자원의 배양을 위한 교육기회가 제공될 수 있도록 노력을 한다.
- 사업장을 안전하고 건강한 일터가 될 수 있도록 노력한다. 그리고 근로자의 건강과 환경 그리고 지속가능한 개발을 추구해야 한다.
- 지적재산권을 보호해야 하며, 각종 거래 시 뇌물의 지급과 수령을 엄격히 금지해야 한다.
- 사업을 하는 지역의 지역사회의 삶의 질 증진을 위해 정부와 지역단체와 협조한다.
- 거래를 하는 모든 기관에 대해 위와 같은 기준과 원칙이 적용될 수 있도록 노력을 한다.

② 환경보호 관련 공시

CalPERS는 지속가능한 수익률의 창출이라는 장기적 관점에서 기후변화와 같은 민감한 환경문제에 대해 기업이 대응하는 방향에 대해 지속적으로

공시하도록 권장하며, 환경관련 정책을 수립할 때, Global Framework for Climate Risk Exposure를 원용하도록 권장한다. Global Framework for Climate Risk Disclosure의 내용은 다음과 같다.

- 각 기업이 배출하는 온실가스의 총량을 공개토록 한다. 투자자들은 이 통계를 기초로 기업의 장기적인 수익성을 검토하는 자료로 활용할 수 있도록 한다. 1990년 이후 직접적인 배출량, 간접적인 배출량을 기록하고 공개하며, 현재의 직·간접배출량도 포함한다. 또한 향후 예상되는 배출량도 공개하도록 하고 있다.
- 온실가스배출과 관련한 기업의 경쟁력분석을 실시하고, 향후 기업의 장기적인 수익성에 미칠 영향력을 철저히 분석하도록 한다. 기업의 온실가스 관련 입장을 공식적으로 표명토록 하며, 온실가스배출을 최소화하기 위해 기업이 취하고 있는 모든 조치에 대해서도 기록하고 공시하도록 한다.
- 기후변화가 기업의 경영에 미치는 물질적 파급효과를 상세히 분석하고 공개하도록 한다. 투자자들이 기후변화에 따른 기업의 물질적 효과를 감안하여 투자결정을 할 수 있도록 한다.
- 기후변화에 대한 정부의 각종 규제나 제도 변경이 기업의 경영에 어떻게 영향을 줄 것인지를 철저히 분석하고 그 결과를 보고하도록 한다. 향후 정부정책의 변화로 인해 온실가스감축에 소요되는 각종 비용의 추계 등을 포함한다.

③ 지속가능한 기업의 발전계획

기업들은 지속가능한 성장 및 발전계획을 수립하고 이에 대한 성과를 측정하고 공시하도록 해야 한다. 지속가능한 성장 및 발전에 대해 외부 주주들에 대해서 책임감을 갖고 있어야 한다.

바. 주주의 권리

주주들과 주주들의 이익을 대변하는 이사들 간의 관계설정에 대해서는 기업지배구조원칙에 명시되어 있어야 한다. CalPERS는 다음과 같은 사항을 기업지배구조원칙에 명시할 것을 권고한다.

① 다수주주의 의결권행사

주주들의 의결권행사는 최대주주 집단에게만 제한되어서는 안 되며, 다수주주(majority)들이 기업의 규정과 정관을 수정할 수 있는 권리가 주어져야 한다. 또한 이사들을 특별한 사유 없이도 퇴진시킬 수 있어야 한다.

② 이사선임에서의 다수주주의 의결권

경쟁이 없는 이사선임에 있어서는 대리권 행사를 통해 다수주주의 찬성이 있어야만 선임이 가능해야 한다. 경쟁이 있는 이사선임에서는 복수의 대리권행사를 통해서 이사선임이 이루어져야 한다. 이사의 해임은 50%이상의 유보표를 받아야 가능하다. 해임 결정된 기존 이사는 투표 결과 후 90일 이내 사임을 해야 한다.

③ 주주들의 회의소집 권한

주주들은 특별이사회를 소집할 수 있는 권한이 있어야 한다.

④ 주주들의 발의권

주주들에게 결의안을 발의할 권한이 주어져야 하며, 다수주주들의 찬성으로 통과된 결의안은 이사회에서 효력이 발생되어야 한다.

⑤ 다른 기업을 인수하기 위해 주식을 매입하고 고가에 매수할 것을 권유하

는 행위를 하지 않아야 한다.

⑥ 주주들의 승인 없이 인수, 합병에 대응하기 위해 Poison Pill(인수를 어렵게 만드는 정책)을 사용해서는 안 된다.

⑦ 모든 이사는 매년 재신임을 받아 선출되어야 한다.

⑧ 의결권에서 행사된 대리권(proxy)의 내용은 비밀로 지켜져야 한다.

⑨ 경쟁이 있는 이사선임에서 모든 주주들은 복수투표권이 부여되어 누적적으로 투표할 수 있어야 한다.

3) 해외투자 기업지배구조 원칙(International Principles of Accountable Corporate Governance)

CalPERS의 해외투자 기업지배구조원칙은 국제기업지배구조결의안(International Corporate Governance Initiatives: ICGN)을 원용하여 관리하고 있다. ICGN의 원칙은 다음과 같은 내용을 담고 있다.

가. 주주의 이익극대화를 기업의 경영목표로 설정

① 주주이익의 극대화

기업경영의 최우선 목표는 주주들의 이익을 극대화하는 것으로 설정돼야 한다. 기업의 지배구조의 작동은 이사회의 경영목표에 대한 감독에 초점이 맞춰져 있다. 기업은 동종 비교집단과 비교하여 보다 높은 실적을 올릴 수 있도록 노력을 경주해야 한다. 다른 고려사항이 있을 경우, 명문화하여 공시하도록 한다.

② 기업경영의 장기적 관점

주가가 장기적인 관점에서 가치가 상승할 수 있는 전략을 이사회를 수립해야 한다.

나. 공시와 투명성

① 목적

경영에 관한 많은 정보를 특히, 사안이 중대한 것에 대해서는 적시에 공시를 해야 한다.

금융시장에서 제시하고 있는 지침을 준수하여 공시를 해야 하며, 투자자들은 이 정보를 바탕으로 의사결정을 할 수 있어야 한다.

② 기업의 소유권과 의결권관련 정보의 공개

재무정보와 기타 경영정보와 함께, 기업의 경영목표, 위험노출정도, 이해관계자의 명단과 기업지배구조 그리고 다른 기업과의 이해관계 등을 상세히 명문화하고 공시돼야 한다. 특별의결권행사, 주주합의문, 대주주현황, 교차소유 및 교차보증내용, 의결권행사에서의 차별성, 그리고 이해관계자와의 거래 내용 등이 공시돼야 한다.

다. 회계감사

① 회계원칙

국제기업지배구조결의안(ICGN)은 가장 엄격한 수준의 국제회계기준의 적용을 권고한다.

② 회계감사인의 독립성

모든 기업은 주주들의 이익보장을 위해 매년 재무제표에 대한 회계감사

를 실시해야 한다.

이사회의 감사위원회의 감독 하에 외부의 독립성이 보장된 회계 감사인에 의해 감사가 이루어져야 한다. 경영진의 감사인과의 감사관련 의사소통은 회계위원회의 감독을 받아야 하며, 외부감사인의 회계감사업무외의 서비스에 대한 보수는 이사회의 승인을 받아야 한다. 또한 보수금액과 내역이 상세히 공시돼야 한다.

③ 정기회계 감사

매년 기업은 모든 재무제표가 엄격한 회계기준에 의해 작성되었고, 실적 및 모든 중요 사안이 경영진의 주장과 일치하는지 여부에 대해 객관적이 공정한 의견제시를 받아야 한다.

④ 감사업무의 범위

감사인의 감사업무의 범위는 적용되는 법률에 명시된 바에 준한다. 주주들의 권한으로 감사의 업무범위가 확장될 수도 있어야 한다.

⑤ 재무제표와 내부통제시스템의 승인

이사회는 매년 기업의 재무제표의 적정성과 이와 관련된 내부통제시스템이 적절한지를 의결해야 한다.

라. 주주들의 소유권, 책인, 의결권, 그리고 보완장치

① 주주들의 소유권

모든 주주들의 소유자로서 권리를 행사할 수 있는 장치가 마련되어 있어야 한다. 주주들이 알아야 하는 경영전반에 대해 통보를 해주어야 하며, 의결권행사가 보장돼야 한다.

② 이사회는 소액주주와 외국인주주들의 권리가 형평성 있게 보호될 수 있도록 감독해야 한다.

③ 동등한 의결권행사

1주에 1의결권이라는 원칙은 지켜져야 하며, 이와는 달리 일부 주주들에게 더 많은 의결권이 부여되는 경우 그 정당성을 명문화해서 공시해야 한다.

④ 의결권참여

주주총회에서 모든 주주들이 의결권을 행사할 수 있어야 한다. 특히 외국인주주들을 위해 보완이 보장되는 다양한 매체(전화 또는 전자통신)를 통해 의결권을 행사할 수 있도록 해야 한다.

⑤ 기업지배구조에 대한 참여

주주들은 중요 기업지배구조 관련 의사결정에 참여할 수 있는 경로가 보장돼야 한다. 이사들의 선임과 해임, 외부감사인의 선정, 그리고 4조 9항(아래에서 설명)의 중요결정사안에 대해서도 참여가 가능해야 한다.

⑥ 주주회의의 소집권

10%미만의 주주들에 의해서도 주주회의가 소집될 수 있는 장치가 있어야 한다. 회의 소집을 통해 경영관련 지침의 상정 및 의결이 가능해야 한다.

⑦ 주주들의 결의안상정

주주들이 주주총회에 의결사항을 상정할 수 있는 법적 근거가 마련되어 있어야 한다. 상정되는 결의안의 내용에 따라 이사회의 권고사항 또는 이사회의 의무사항으로 처리돼야 한다.

⑧ 주주들의 질의권

주주들은 이사회를 통해 각종 경영관련 내용에 대해서 또는 회계감사의 내용에 대해서 질의 할 수 있는 권리가 보장돼야 한다.

⑨ 4조 9항의 중요 결정사안

중요결정사안은 주주들의 이익을 침해할 수 있는 것으로서, 기존 주식의 가치를 희석(dilute)시킬 수 있는 결정사안, 기업의 가치를 잠식시킬 가능성 있는 사안으로 타기업의 인수·합병, 일부 사업부서의 폐쇄 또는 매각 등이다. 이런 사안에 대해서는 주주들의 사전 동의 없이 이루어 져서는 안 된다. 기업의 내규와 정관의 개정 또한 이사회를 통해 승인받아야 한다. 주주들에 대한 공지가 충분한 시간을 두고 이루어져야 한다.

⑩ 의결권행사권리

모든 주주들이 의결권을 행사할 수 있는 시스템이 구축되어 있어야 한다. 주주들이 손쉽게 권리를 행사할 수 있어야 하며, 권리행사의 장애요인이 될 수 있는 것을 사전에 제거해야 한다.

⑪ 기관투자자의 의무

기관투자자들은 International Corporate Governance Initiatives(ICGN)가 명시한 바와 같이 주주로서의 책임을 성실히 수행해야 한다.

⑫ 기관투자자들의 의견조율

기관투자자들이 일부 사안에 대해서 서로 의견조율을 할 수 있는 법적 근거가 구비되어 있어야 한다.

⑬ 대리권 행사

의결권에 대리권을 행사하는 대리인은 권한소유자의 지침에 따라 성실히 대리권을 행사해야 한다.

⑭ 등록된 주주와 실제주주

모든 기업은 주주명부에 등록된 주주와 실제주주가 같은지 여부를 확인하여 명문화해야 한다. 법적인 장치가 없는 경우, 법제도정비 노력을 경주해서, 명부상의 주주에게 실제 소유주의 실체를 통보해 줄 것을 의무화하는 제도가 구비되어 있어야 한다.

⑮ 의결권행사 결과 공시 및 주주들의 권익보호

모든 의결사안에 대해서 표결결과를 공개해야 한다. 기업은 각 의결사안에 대한 투표결과를 득표내역과 함께 발표를 해야 한다. 주주들은 의결권행사에 있어서 형평성이 결여되었다고 판단되면 이에 대응할 수 있는 시스템을 갖추고 있어야 한다. 기업이 속한 국가나 지역의 법률로 소액주주나 대주주이외의 주주들의 권익침해들 법적으로 보장하는 법이 제정되어 있어야 하며, 법률정비가 미비한 경우, 기업 자체적으로 이를 시정할 수 있는 제도장치가 정비되어 있어야 한다.

마. 이사회

① 이사회의 책임

- 기업의 전략, 중요 기업운용 안건, 리스크 정책, 연간예산과 사업계획을 검토하고 승인한다. 이들 사안에 대해 실적평가기준을 설정하고, 실적평가결과를 관리한다. 기업의 주요 자본지출 또는 자본취득에 대해서도 관리·감독 한다.
- 기업의 지배구조의 효율성을 관리·감독하고 필요한 경우 최근의 동

향을 반영할 수 있도록 수정한다.

- 주요 경영진의 보수를 결정하고, 필요한 경우 새로운 경영진의 채용계획을 수립한다.
- 주요 경영진의 보수체계를 회사의 장기적인 이익이 극대화되는 방향으로 체결되도록 노력한다.
- 이사회의 이사선임을 투명하고 공식화 한다.
- 기업경영과 관련하여 이해관계자와의 거래 등을 면밀히 검토하고 관리하여 기업의 자산이 유용되지 않도록 노력한다.
- 기업의 회계감사와 내부통제시스템이 높은 질적 수준을 유지하는지를 관리·감독한다.
- 공시와 기타 의견 수렴 및 정보교류가 원활하게 이루어질 수 있도록 관리·감독한다.

② 이사의 자격

이사들은 기업경영을 관리·감독할 수 있도록 고유한 영역별로 능력과 경험을 겸비한 사람들로 구성되어야 한다.

③ 주주들의 이익을 대변하는 역할

이사들은 주주들의 이익을 대변하는 수탁자이다. 이사들의 행위는 주주들로부터 책임을 지는 위치에 있다. 따라서 수탁자로서의 주의의무를 성실히 수행할 책임이 있다.

④ 이사들의 의사결정의 독립성

기업지배구조에 있어서 가장 중요한 것이 이사들의 의사결정과정에 독립성을 유지하는 것이다. 외부의 영향으로 자유롭고 기업과 주주들의 이익을 최우선으로 하는 의사결정을 내릴 수 있어야 한다.

⑤ 독립성을 훼손하는 요인

경영진으로부터 컨설팅을 수주 받거나, 대주주를 대변하는 이사의 경우, 기업의 이익을 대변하기 보다는 대주주의 사적인 이익을 대변하는 행위는 독립성이 훼손되는 예이다.

⑥ 독립성에 대한 정의공시

기업차원에서 정의하는 이사회의 독립성에 관한 규정을 공시해야 한다. 이사회 또는 이사의 독립성에 대해서는 지역마다 다를 수 있으므로 개별 기업차원의 독립성이 명문화되어 있어야 한다.

⑦ 이사들의 독립성

독립성이 엄격히 유지될 수 있는 이사들로 이사회는 구성되어야만 한다. 경영진이 이사로 참여하는 것은 제한되어야 한다. 각 이사는 전문성을 겸비한 인물로 선정되어야 한다.

⑧ 독립성이 없는 비임원 이사

독립성이 일부 훼손되는 경우에도 이사회의 비임원인 일반 이사로 선출될 수 있다. 회사와의 과거 경력 또는 회사와의 관계로 인해 소수에 한정되어 비임원 이사로 선임될 수도 있다.

⑨ 이사회구성에 대한 정보

기업들은 이사진의 구성에 대해 상세한 정보를 공시해야 한다. 개별 이사들의 자격, 경력, 과거 또는 현재 다른 이사회의 이사로의 선임여부, 이사회 참석횟수, 그리고 의결권행사 내역 등이 공시에 포함되어 투자자들이 이사회의 질적 수준을 가늠할 수 있는 정보가 제공되어야 한다.

⑩ 이사들의 재선임

모든 이사들은 정기적으로 재선임 여부를 주주들이 결정할 수 있어야 한다. 최소한 3년에 한 번씩은 모든 이사들이 개별적으로 재신임대상이 되어 주주들의 투표로 선출되는 시스템이 갖추어져 있어야 한다.

⑪ 이사회 의장의 자격

이사회의장은 CEO나 전임 CEO출신이 선출되어서는 안 된다. 철저하게 독립성이 유지될 수 있는 이사 중에 선임이 되어야 한다. 선임될 당시 임원 보상규정에 해당되는 인사를 선임해서도 안 된다. 만약에 이런 규정을 위배하는 경우, 별도의 장치를 두어 이사회의 독립성이 훼손되지 않도록 노력을 기울여야 한다.

⑫ 이사회 산하 위원회

이사회는 산하에 위원회를 둘 수 있으며, 각 위원회의 운영목적, 기능, 그리고 참여이사의 자격 요건 등을 공시해야 한다.

⑬ 주요 위원회

이사회 산하 주요 위원회로는 회계감사위원회, 보상위원회, 그리고 임면/지배구조위원회 등을 두어야 한다. 모든 위원회의 구성원은 독립성이 엄격하게 보장돼야 하며, 최소한 회계감사위원회는 모든 위원들이 독립성이 엄격히 보장된 이사들로 구성해야 한다.

⑭ 이해관계자 간 거래

모든 기업은 기업과 이해관계가 설정되는 사람 또는 조직과의 거래내용을 관리·감독할 수 있어야 한다. 해당 위원회는 이해관계자와의 거래가 기업입장에서 공정한 조건에서 거래가 성사된 것인지, 기업의 이익에 위배되는지 등을 면밀히 감독해야 한다.

⑮ 이사들의 업무평가

모든 기업은 이사들의 개별 이사들의 업무능력과 성과를 평가할 수 있는 체계를 갖고 있어야 하며, 평가결과를 공시해야 한다.

바. 기업지배구조 원칙의 채택

① 기업지배구조원칙의 채택

모든 기업은 International Corporate Governance Initiatives(ICGN)가 거의 맥을 같이하는 국가기업지배구조원칙을 채택하여야 한다. 지역에 따라 국가기업지배구조원칙이 없는 경우에는 기업은 독자적으로 기업지배구조원칙을 개발하여 채택해야 한다. 일반적으로 ICGN이 개별 국가차원의 기업지배구조원칙보다 엄격하지만 가능한 ICGN을 채택할 것을 권장한다.

② 주주와 기업 간 기업지배구조관련 의견조율

기업과 이사회, 그리고 주주들 간 기업지배구조 관련 의견의 불일치 또는 갈등사항은 가능한 정부대표 등을 통하여 대화와 중재를 통하여 조정하는 것을 권장한다. 대화와 중재가 실패하는 경우, 극단적으로는 투자자들은 결의안을 채택하거나 특별회의를 소집할 수도 있다.

4) 신흥시장에 적용되는 기업지배구조원칙

CalPERS는 기업지배구조 기본원칙(Core Principle)을 기본으로 하면서, 내용을 확장시킨 원칙을 신흥시장 기업지배구조원칙으로 권장하고 있다. CalPERS는 책임 있는 기업정신을 권장하고 있다. 환경, 사회문제, 그리고 기업지배구조는 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확신하고 있다. 이런 확신 하에 UN에서 추진한 책임 있는 투자자원칙(The Principles for Responsible Investment)에 가입하였다. 신흥시장의 기업들은 책임 있는

기업정신을 준수할 수 있는 방향으로 자본이 투자되는 것을 권장하고 있다. 이러한 원칙에서 벗어난 사례가 발견되는 경우, 투자대상에서 제외하는 등의 조치를 취하고 있다.

신흥시장의 개별 기업들이 ICGN의 모든 사항을 준수할 것으로는 기대하고 있지 않지만 환경, 사회문제, 그리고 기업지배관련 운영상황에 대해서 적절하고 정확하게 공시해 줄 것을 요구하고 있다. 투자자들이 이런 일련의 경영행위를 투자의사결정에 감안할 수 있도록 환경을 조성해 주어야 한다. 좋은 기업지배구조와 지속가능한 발전은 동시에 달성될 수 있는 목표라고 보고 있다. 신흥시장의 기업들은 ICGN중 핵심원칙(Core Principle)을 우선적으로 준수할 수 있어야한다. 기업경영이 지속가능한 환경, 사회, 기업발전정신에 입각하여 의사결정이 수립될 것을 권장하고 있다.

제2절 캐나다 CPPIB의 의결권행사지침(Proxy Voting Principles and Guidelines)

1. 의결권행사의 기본원칙

1) 의결권행사와 기업지배구조

캐나다 CPPIB는 건전한 기업지배구조는 장기적인 관점에서 기업이익을 제고시킨다고 믿고 있으며, 의결권행사가 기업지배구조의 중요한 요소이다. 의결권행사를 통하여 주주들의 견해가 경영에 반영될 수 있기 때문이다. 주주들은 경영진이나 이사회에 직접 의사를 전달하는 방법도 있다. 기업지배구조와 관련하여 다른 투자집단(Canadian Coaliation on Good Governance)과 공동으로 대처하기도 한다. 캐나다 CPPIB의 의결권행사지침은 두 가지 목적을 두고 제정되었다. i) 기업경영진과 이사회이사들에게 CPPIB는 제안되

는 안건에 대해 어떤 방향으로 의결권을 행사할 것이라는 기본방향을 알려주는 것이다. ii) 이사회와 다른 중요 사안에 대해 의사소통을 하는 방편으로 사용하는 것이다.

이 지침은 확고부동한 불변의 원칙은 아니며 각 사안별로 기업별로 달리 대응할 수도 있다. CPPIB의 의결권행사에 적시되어 있지 않지만 더 좋은 방안이나 원칙이 있을 수 있다는 점도 고려하고 있다. CPPIB의 의결권행사지침과 다른 견해에 대해서는 기업경영진이나 이사회로부터 견해를 항상 청취할 준비가 되어 있다.

2) 이사회와 경영진의 책임

의결권행사를 통해, CPPIB는 기업을 경영하려는 의도는 없다. CPPIB는 기업지배구조에서 각 영역의 역할과 책임에 대해 이해하고 있으며, 경영진, 이사회, 주주들의 역할이 각기 다름을 인식하고 있다. 주주들은 기업을 소유하고, 주주들의 의사는 이사회를 통해 전달되며, 경영진은 주주들을 위해 기업을 운영하며, 경영진은 중요 안건에 대해 이사회에 보고를 하는 역할에 충실해야 한다. 일반적인 원칙은 이사회의 권위와 위상이 높아야 하며 경영진의 책임성을 관리할 수 있어야 한다는 것이다.

3) 장기적인 안목

CPPIB는 장기적인 안목을 가진 투자자이다. 경영진과 사안별로 견해가 일치하지 않는다고 해서 주식을 매각하고 관계를 청산하는 것을 지향하지 않는다. 바람직한 이사회와 경영진은 주주들의 장기적인 관점을 잘 이해하고 기업경영도 이러한 방향으로 운영해 줄 것으로 기대하고 있다. 단기적인 이익이 발생할 수 있는 의결안건이지만 장기적인 시각에서는 기업의 이익을 낮출 수 있는 사안에 대해서는 CPPIB는 반대의견을 표명하는 것을 원칙

으로 한다.

CPPIB가 요구하는 경영진의 기업경영의 제 1목표는 장기적이고 지속가능한 기업이익의 창출임을 명시하고 있다.

4) 투자자의 책임

기업경영이 환경, 사회문제, 그리고 바람직한 기업지배구조 등에 책임감을 갖고 임할 때 기업의 장기적인 이익은 제고될 것으로 믿고 있다. 의결권행사가 책임 있는 투자자의 역할임을 CPPIB는 믿고 있다.

5) 의결권행사 방법

CPPIB의 의결권행사는 의결권대행기관인 RiskMetrics Group의 ISS Governance Service 가 제공한 지침을 채택하고 있다. ISS는 전 세계의 의결권행사 관련 자료를 분석하는 서비스를 기관투자자들에게 제공하고 있다. CPPIB가 추구하는 가치를 ISS는 고려하여 의결권행사의 지침을 Customize 해주고 있다. ISS는 각국의 특수한 환경까지 고려한 종합적인 의결권분석서비스를 제공하여 해외투자에 대한 의결권행사가 가능하도록 지원해주고 있다. CPPIB는 매월 ISS로부터 의결권행사 결과보고서를 제공받고 있다.

2. 주주들의 의결권보장

1) 주주들의 의결권행사내역의 공시

기업들은 의결권행사의 내역을 공시해야 하며, 의결권을 행사한 주주들의 신원은 비밀이 보장되는 범위에서 상세한 내역을 제3기관에게 위탁하여 관리하도록 해야 한다.

공시의 내용에는 총투표 수, 안건별 찬성표, 반대표, 투표참여율 등이 표로 작성되어 총회에 보고되어야 한다. 총회가 종료된 후 빠른 시간 내 기업 사이트에 결과를 상세히 공개해야 한다.

2) 주주들의 의견존중

의결권행사내역을 공개함으로써, 경영진은 개별 안건별로 주주들의 지지와 반대견해의 강도를 인지할 수 있다. 이사회는 많은 지지를 받은 안건과 소수지지를 받은 안건에 대해 관심을 가지고 관리할 수 있다. 주주들로부터 많은 지지를 받은 안건에 대해서는 다음회기까지 후속조치를 촉구하는 결의안채택을 고려하는 것도 검토해 볼 수 있다. 이사회는 다수의 지지를 받은 안건에 대해 후속조치가 왜 없는지를 다음 이사회까지 보고를 받도록 해야 한다.

3) 초대형지분과 일반주주간의 형평성

주주들 간 권리에 있어 지분의 규모에 따라 차별화되는 어떠한 정책도 수용하지 않는다. CPPIB는 모든 안건에 대해 2/3이상의 찬성으로 결의안을 채택하는 기업의 정관에 대해 반대한다. 기업의 근본을 바꾸는 안건이 아닌 이상 다수의 찬성으로 가결이 될 수 있어야 한다. CPPIB는 Super-Majority Voting 에 대해 반대를 행사한다.

4) 주주들의 안건 상정

주주들이 자유롭게 이사회에 안건을 상정하는데 찬성하고 있다. CPPIB는 모든 주체가 상정한 안건에 대해 사안별로 심도 있게 검토하여 찬성여부를 결정한다. 이사회의 역할과 권한을 축소하는 어떠한 안건에 대해서도 반대

의견을 표시한다.

5) 다수 안건을 통합한 단일 안건상정

경영진과 주주들은 여러 안건을 하나의 안건으로 통합하여 상정하는 경우가 있다. 기업의 장기적인 이익을 침해할 수 있는 안건이 다른 긍정적인 안건과 혼합되어 단일 안건으로 상정되는 경우, CPPIB는 개별 사안에 대해 모두 찬성하는 경우에만 단일안건에 찬성을 한다.

3. 이사회

1) 독립성

효율적인 이사회의 근본은 주주들의 이익을 대변하는 데 모든 역량을 집결할 수 있는 구조를 갖고 있어야 한다. 이사진은 경영진으로부터 독립성을 유지할 수 있는 인사들로 구성돼야 한다. 기업과 직접적 또는 간접적인 물질적 관계가 없는 인사들이어야 한다. 물질적 관계는 이사들의 객관적인 견해를 침해할 수 있는 관계를 의미한다. 즉, 주주들의 이익을 대변하는 것에 반하는 의사결정을 할 수 있는 물질적 관계를 의미한다. 창업자가 동업자나 가족의 형태로 최고경영진 또는 주주로 참여하는 경우, 대다수의 이사가 독립성을 유지하는 것은 어렵다. 그럼에도 불구하고, 상장된 공개기업의 경우, 대다수의 이사들은 독립성을 유지해야 한다는 것이 CPPIB의 공식적인 견해이다. 독립성이 유지된 이사에 대해서만 선임에 찬성표를 행사한다.

2) 이사의 자격요건

이사의 경험과 인격이 가장 중요한 요건이다. 이사진 전원은 재무, 회계,

지배구조, 그리고 경제일반에 관한 깊은 이해와 경력이 있는 사람들로 구성돼야 한다. 이사들의 자신의 분야를 넘어서는 역할을 수행하여 효율적인 역할수행에 장애를 초래해서는 안 된다. 이사들은 외부 다른 기업의 이사로 활동을 할 수는 있으나, 충실한 이사로서의 역할수행을 위해서는 외부활동에 대한 자제가 필요하다.

CPPIB는 기업이 정한 이사자격요건관련 지침을 구비하고 있는 것에 찬성을 행사하고, 이사들의 자격요건을 공개하는데 항상 찬성의결의 행사한다.

CPPIB는 이사들이 6개 이상의 상장기업의 이사로 선임되어 활동하는 경우 문제제기를 하고, CEO가 2개 이상의 상장기업의 이사로 활동하는 데도 문제제기를 한다.

3) 이사의 개별선임 안과 일괄선임 안 (Separte Voting vs. Slate Voting)

모든 이사는 개개인별로 선임 안이 가결돼야 하면 경영진이 추천안 전원에 대해 일괄 선임여부를 묻는 방식에 대해서는 반대의견을 행사한다. 누적의결권(cumulative voting)에 대해서는 사안별로 검토해서 찬성과 반대를 행사하며, 이사진선출에 있어서는 누적의결권을 찬성한다. 이사선임에서 누적의결권행사는 소액지분주주들의 의견이 반영될 수 있는 장치로 찬성을 한다.

4) Staggered Board

이사들의 일부를 재선임을 묻는 Staggered Board 방식이 정관에 명시되는 것을 허용할 수도 있다. 예를 들어, 이사의 1/3이상이 3년에 한번 재선임 되도록 하는 방식으로, CPPIB는 개별이사에 대해 선임여부를 묻는 조건하에서 Staggered Board방식에 찬성을 한다. 이사를 해임할 때나 선임할 때 단순다수원칙에 의해 의결될 수 있어야 한다. 여러 후보가 경쟁을 하는 경우에

는 다수투표방식이 아닌 복수투표방식으로 선출할 수도 있다. 다수선출방식에 의해 다수표를 얻는 후보가 없을 경우에는, 기존 이사가 다수표를 받는 후보가 나올 때까지 이사직을 수행한다.

5) 이사선임 안건에 대한 접근성

일부 국가나 주법에 의하면, 주주들이 자신이 추천하는 사람을 이사선임 후보에 올리는 권한이 없는 경우도 있다. 회사에서 추천하는 이사후보가 아닌 다른 사람을 추천하는 경우, 투표관련 비용을 주주가 부담해야 하는 경우도 있다. CPPIB는 기업이 일정한 지분이상을 가지는 경우, 이사후보의 추천이 가능하도록 하는 규정을 별도로 제정하는 것을 권장하며, 이런 안에 대해 찬성표를 행사한다.

6) 이사회의 효율적인 업무수행

이사회는 이사회 전체와 개별 이사에 대해 기대하는 업무수행수준을 명시화하여 헌장으로 제정할 것을 권장한다. 이사회에 대한 자체평가를 통해 이사진의 전문성, 효율성 등을 기초로 교체가능성을 검토할 수 있어야 한다. 업무수행평가가 일정 수준 이하인 이사에 대해서는 사임을 권유해야 한다. 단지, 연령의 초과, 직업전환 등으로 이사를 교체하는 것은 효율적이고 생산적인 이사회운영이라고 볼 수 없다.

7) 이사진의 재임 및 연령제한

이사의 재선임 횟수와 연령제한에 대해서는 이사회의 자체결정에 따르는 것으로 한다. 단순한 연령 및 재임제한 보다는 실질적인 기여의 수준 등에 의해 선임여부가 결정되는 것을 권장한다. 따라서 CPPIB는 이사의 연령 및

재임회수에 대해 제한을 두는 것에 반대한다.

8) 이사의 참석률

이사들이 참석해야 하는 모든 회의에 대해 참석률을 공시하는 것에 대해 찬성한다.

9) 비경영자 이사만의 비공개 별도모임

독립성이 엄격히 유지되는 비경영자 이사들은 공식 이사회 이전과 이후에 별도로 비공개회의를 한 후, 이사회의장이 CEO에게 권고사항을 전달할 수 있는 체계를 갖고 있어야 한다.

10) 비경영자 이사들의 역할

비경영이사진은 경영전반에 걸쳐 임용과 보상관련 안건에 권한을 갖고 활동할 수 있는 체계를 갖고 있어야 한다. 성과평가위원회와 급여 및 보상위원회는 비경영진 이사들로만 구성되는 것을 권장한다. 이사회의 위원회에서 많은 논의와 정책의 방향이 결정되므로, 총회에서는 각 위원회위원장이 활동사항에 대해 보고하여야 한다.

11) 이사의 책임보험가입과 면책규정

이사들은 활동 중에 발생할 수 있는 법적인 소송에 대비해 보험에 가입돼야 하며, 정당한 업무활동범위 내에서는 면책권이 부여돼야 한다.
이사들이 업무수행을 위해 외부 전문가 법률자문을 별도로 둘 수 있으며 이 비용은 회사가 부담해야 한다.

4. 보상

이사들은 효율적인 임무수행을 위해 적절한 수준으로 활동에 대한 보상이 있어야 한다. 이사들의 보상수준은 주주들의 이해관계 등을 고려해서 결정돼야 하며, 투명하고 주주들이 이해할 수 있는 수준이어야 한다. 경영진의 보상은 이사회의 성과보상위원회에서 기업의 장기적 이익창출과 주주들의 장기적 수익중대 차원에서 결정돼야 한다.

1) 이사보수

비경영진 이사의 수당(보수)은 연간수당과 매번 이사회참석수당으로 구분하여 지급하고, 전문가로서 이사회참석이 경제적 기회비용이 크게 발생하지 않도록 적정한 수준으로 결정한다. 이사들에게 주식을 보상으로 지급하는 것은 찬성하며, 적정한 최소수준으로 stock grant, deffered share units등을 지급하는 것에 동의한다. 이사들이 이들 주식에 대해 최소보유연한을 충족시키도록 해야 한다.

그러나 stock option을 지급하는 것은 주주들의 이해와 연관하여 효율적이지 않다고 판단한다.

2) 이사들의 보상수준과 주식보유현황의 공개

각 이사들의 보상수준과 주식의 보유현황은 주기적으로 공개해야 한다.

3) CEO의 보상과 성과평가

이사회산하 성과평가위원회는 CEO의 과거실적, 향후 예상되는 실적 그리고 지급되는 보상수준에 대해 면밀히 검토하고 적절성에 대해 결정해야 한

다. 보상은 성과와 연계되는지를 면밀히 검토해야 하고 어떻게 연계되는 지가 의결권안내서에 명시되어야 한다.

4) 주식형 보상

주식형보상을 실시하는 경우, 주식형보상이 주주들의 이익과 일치하여 장기적으로 기업의 이익이 증대된다는 객관적인 근거가 제시될 수 있을 때 실시한다. 주식형보상은 지급을 위한 평가기준이 명확하게 제시돼야 하고, 최저성과기준이 명시되고 이 기준을 넘는 경우에만 지급이 되도록 한다. 주식형보상의 경우, option형보다는 주식을 증여하는 것이 더 바람직한 형태라고 본다.

- 일반주식형태가 주주들의 이해와 일치한다고 본다.
- 일반주식형태가 임원들이 느끼기에 더 나은 보상으로 인지할 가능성이 크기 때문에 보다 더 효과적이라고 본다.
- 일반주식형태가 option 보다도 회계처리 등 재무적인 관점에서 보다 명료하다.

CPPIB는 주식형보상안에 대해서는 사안별로 검토하여 표결에 임한다. 다만, 주식형보상안이 다음과 같은 내용이 포함되면 반대표결을 행사한다.

- 금액수준이 지나치게 높은 경우,
- 주주들의 동의 없이 stock option의 가격을 임의로 조정할 수 있도록 허용하는 내용이 있는 경우,
- 주식형 보상의 3년간 총 지급률이 다음의 금액에서 큰 금액(2% 또는 동종업종의 평균 보다 1 표준편차) 비교해 큰 경우,
- 성과에 연계되어 지급되지 못하는 방식인 경우

5) 임원의 주식보유기간

임원들은 회사에 재직하는 동안, 그리고 퇴사 후 최소 1년간은 주식을 보유하도록 하여 기업의 장기적인 이익과 보상이 일치할 수 있도록 한다.

6) 임원주식보유의 공시

주주들이 임원들의 보상수준이 적절한지를 이해할 수 있도록 총회회의 자료에 공시를 하도록 해야 한다. 공시는 기업의 임원의 보상원칙도 함께 첨부하여 보상제도와 실제보상을 잘 이해할 수 있도록 한다. 임원의 성과와 보상이 어떻게 연계되어있는지, 동종업종과 비교해 수준이 높은지 여부 등을 함께 공시해야 한다.

보너스, 연금제도, 각종 임원은퇴보상제도, 그리고 퇴직금제도 등 모든 항목에 대해 상세한 정보를 제공해야 한다.

7) 임원에 대한 대출

CPPIB는 임원에 대해 회사가 대출을 해 주는 것에 반대한다. 회사의 고유 영업영역인 경우, 일반 소비자와 동등한 조건에 대출이 되어야 한다.

8) 근로자의 자사주 매입

CPPIB는 근로자들이 자사주를 보유하는 것에 찬성하고, 매입가격은 최소 시가의 85% 이상 수준에서 낮은 가격으로 매입하는 것을 권장한다. 낮은 가격에 주식을 소유하는 것은 기존 주주들의 간접적인 지원에 의한 것이므로 가능한 근로자들은 가능한 장기간 보유를 해야 한다.

9) 주주들의 고위임원 보상에 대한 권고

CPPIB는 임원들의 급여와 보상에 대해 투명한 공시를 항상 권장하고 있다. 주주들이 상정한 임원 보수에 대한 권고안에 대해서는 사안별로 찬성과 반대 임장을 표명한다. 임원보수와 관련하여 주주들이 권고안을 상정하는 경우, 다음의 원칙을 준용하여 표결에 참여한다.

- 주주들의 장기적 이익에 상응하는 성과와 보상체계
- 독립적이고 효과적인 보상위원회의 운영
- 투명하고, 포괄적인 보상규정의 공시
- 비임원 이사에 대한 부당한 보상

5. 회계감사 기능

투자자들이 기업에 대한 신뢰는 엄정한 재무보고서의 작성에 기초한다. 이사회의 회계감사위원회는 기업의 재무업무와 재무관련 정보의 정확한 공시를 관리·감독하는 역할을 수행한다. 다른 중요한 기능 중에서, 기업의 내부통제시스템이 작동하는지를 관리하는 것이 가장 중요한 임무 중 하나이다. 기업의 지배구조와 관련하여 최근 가장 많은 발전이 있었던 분야이다. 따라서 별도의 의결권행사지침이 별도로 필요하지 않을 정도로 관련 규정 및 법규의 제정이 완비된 부문이다.

6. 자본의 구성

1) 발행 승인주의 증감

주주들은 기업의 신주발행에 대해 승인을 해야 하며, 신주발행은 총주식

수의 25%수준 내에서만 승인을 한다. 25%를 넘는 신주발행에 대해서는 장기적인 주주들의 이익 등을 감안하여 사안별로 검토한다.

2) 주식의 2중 등급제

캐나다 기업의 약 15%정도가 주당 투표권을 주식종류별로 달리하는 제도를 갖고 있다. 예를 들어, 창업주가 소유한 주식에 대해서는 많은 투표권을 행사할 수 있도록 하는 등의 제도이다. 이 제도의 취지는 경영권을 안정적으로 유지하여 기업경영의 지속성을 유지할 수 있다는 점이다. 그러나 CPPIB는 이러한 견해에 반대한다. CPPIB는 1주당 1표라는 기본원칙을 주장하고 있다.

3) 신주인수권(Pre-emptive Rights), 사모(Private Placement), Shares Buyback

CPPIB는 신주인권과 적정한 수준의 사모, 그리고 자사주매입에 대해 일반적으로 찬성하는 입장이다.

4) 기업인수에 대한 방어

CPPIB는 기금의 규모가 크기 때문에, 기업인수의 양편에 모두 노출되는 경우가 있다. 인수를 하는 방안이든, 인수가 되는 경우이든 재무적으로 공정한 거래인지를 우선 검토하며, 기업의 장기적 이익에 일치하는 지를 검토하여 사안별로 처리한다.

7. 책임 있는 투자자의 역할

1) 환경, 사회문제, 그리고 기업지배구조와 관련한 공시

CPPIB는 ESG(환경, 사회, 기업지배구조)에 대한 책임감에 대해 지대한 관심을 갖고 있으며 투자하는 기업들이 ESG에 대해 책임감을 갖는 방향으로 경영을 하도록 권장하고 있다.

제3절 국민연금기금 의결권 행사지침

국민연금의 주식의결권행사지침은 「국민연금법」에 의한 국민연금기금(이하 “기금”이라 한다)의 의결권 행사에 관한 기준, 방법 및 절차 등에 필요한 사항을 정하는 것을 목적으로 한다. 지침은 다음과 같이 구성되어 있다. 제1장 총칙, 제2장 행사기준, 제3장 행사방법, 제4장 행사절차등과 부칙을 정하고 있다.

기금은 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사할 선관주의 의무를 부담하고 있으며, 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사해야 한다. 기금은 기금 이름으로 보유하고 있는 모든 주식에 대해 의결권을 행사한다. 다만, 보유지분율이 100분의 1 미만인 경우 행사하지 아니할 수 있다.

기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금관리공단의 기금운용본부에 설치한 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사한다. 다만, 보유지분율이 1000분의 30 미만이고 보유비중이 1000분의 5 미만인 주식의 의결권 행사에 대하여는 「국민연금기금운용규정」에서 다르게 정할 수 있다.[1] <표 참조>

1) 행사대상 범위와 관련하여, 2007년 전문위원회 회의에서 심도 있는 토의 후 현행과 같이 결정하였으며 추후 여건 변화 등을 고려하여 필요시 개정함.

<표 3-1> 2007년말 현재 보유지분율별 투자기업 수 현황

(개)	2003	2004	2005	2006	2007
5% 이상	43	81	90	80	104
3~5%	65	69	105	109	115
1~3%	105	125	185	202	179
1% 미만	96	83	135	155	193
기타	2	2	1	1	0
합계	309	358	515	546	591

<표 3-2> 보유비중별 투자기업 수 현황

	2003	2004	2005	2006	2007
0.50%	32	35	42	46	45
1%	17	19	22	20	24

한편, 투자위원회가 판단을 하기 곤란한 안건에 대하여 공단은 국민연금기금운용위원회(이하 “기금운용위원회”라 한다)에 결정을 요청할 수 있다. 기금운용위원회는 의결권 행사에 있어 주요 사안을 결정하기 위해서 “국민연금 주식의결권 행사 전문위원회”(이하 “전문위원회”)를 구성하고 있다. 전문위원회는 의결권 행사 일반원칙 및 세부기준 뿐만 아니라 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안에 대해 검토하거나 결정하며, 이를 기금운용위원회에 보고하는 기능을 한다. 전문위원회는 9명의 위원으로 구성되어 있으며 임기는 2년이다. 위원들은 기금운용위원회의 추천을 받아 보건복지부 장관이 위촉하고 있다.

1. 의결권 행사지침 및 행사내역 공시, 의결권 행사지침 검토주기

기금운용본부는 공단의 인터넷 홈페이지에 국민연금기금 의결권 행사지침과 상장주식에 대한 의결권행사내역을 주주총회 후 14일 이내에 공시한

다. 또한 분기별로 기금 보유주식의 의결권 행사내역을 기금운용위원회에 제출한다. 기금운용위원회는 이 지침을 매년 검토하여 심의·의결한다. 다만, 필요 시 검토시기를 조정할 수 있다.

2. 의결권 행사세부기준

2007년 말 현재 주주총회 의안별 의결권 행사 세부기준은 총 41개 항목으로 구성되어 있으며, 그 주요 내용은 아래 <표 3-3>과 같다.

<표 3-3> 2007년 말 현재 국민연금의 주식의결권행사 세부기준 주요 내용

구분	내용
재무제표승인	"적정" 이외의 의견일 경우에는 기권 또는 반대
	배당금 지급수준이 주주가치를 훼손할 정도로 과소하거나 또는 과다한 경우 반대
주주의 권리 및 주주총회	초다수결의 등 주주총회 결의 요건 강화에 반
	다수의 정관변경 안건이 일괄 상정되고 이 중 일부 안건에 대하여 반대하는 경우에는 동 안건 전체에 대하여 반대
이사회	이사회의장과 CEO의 분리에 찬성
	이사추천위원회 도입과 동 위원회 내에서 사외이사 비중 증가에 찬성
	시차임기제폐지에 찬성
	집중투표제 배제에 반대
감사 및 감사위원회	감사위원회의 사외이사 비중을 정당한 사유 없이 낮추는 안에 반대
임직원의 보상	시장요인을 고려하거나 경영성과를 조건으로 연간 주식연계보상 물량이 총 발행주식수의 3% 미만인 경우 주식매수선택권은 찬성
	사외이사들에게 지급된 주식 또는 주식매수선택권이 퇴직 전에 매각 또는 행사하지 못하는 안에 대해 찬성
합병, 영업양수도	영업에 필요한 주요 자산을 처분하여 경영권을 방어하려는 안에 반대
주식발행	기존 주주의 신주인수권을 약화시키는 제3자 배정에 반대
	경영권방어를 목적으로 하는 우선주발행에 반대
이사 선임	과도한 겸임 또는 주주권익침해 경력이 있는 후보는 반대
	사외이사의 자격요건 강화(최근 5년 이내 당해회사 또는 계열사의 상근임직원이었던 자, 이사회 참석률이 60% 미만이었던 자는 반대)
임원퇴직금 또는 퇴직위로금 지급규정	황금낙하산 도입에 반대

3. 총칙

제1장 총칙

제1조(목적) 이 지침은 「국민연금법」에 의한 국민연금기금(이하 “기금”이라 한다)의 의결권 행사에 관한 기준, 방법 및 절차 등에 필요한 사항을 정하는 것을 목적으로 한다.

제2조(적용범위) 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권 행사에 관하여는 다른 법령이 정하는 경우를 제외하고는 이 지침에 따른다.

제3조(선관주의) 기금은 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사한다.

제4조(주주가치 증대) 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다.

제5조(행사대상) 기금은 기금 이름으로 보유하고 있는 모든 주식에 대해 의결권을 행사한다. 다만, 보유지분율이 100분의 1 미만인 경우 행사하지 아니할 수 있다.

제2장 행사기준

제6조(행사기준의 기본원칙) 개별 안건에 대한 의결권행사기준은 다음과 같은 기본원칙에 따라 정한다.

1. 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성한다.
2. 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안건에 대하여는 반대한다.
3. 위의 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 경우에는 중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다.

제7조(의안별 세부기준) 주주총회 의안별 의결권 행사 세부기준은 별표 1과 같다.

제3장 행사방법

제8조(의사결정) 이 지침에 따른 의결권은 다음과 같이 행사한다.

1. 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금관리공단(이하 “공단”이라 한다)의 기금운용본부(이하 “기금운용본부”라 한다)에 설치한 투자위원회(이하 “투자위원회”라 한다)의 심의·의결을 거쳐 행사한다. 다만, 보유지분율이 1000분의 30 미만이고 보유비중이 1000분의 5 미만인 주식의 의결권 행사에 대하여는 「국민연금기금운용규정」에서 다르게 정할 수 있다.
2. 투자위원회가 판단을 하기 곤란한 안건에 대하여 공단은 국민연금기금운용위원회(이하 “기금운용위원회”라 한다)에 결정을 요청할 수 있다.

제9조(위임장 제공) 기금은 의결권을 직접 행사함을 원칙으로 하되 필요한 경우 주식을 발행한 회사, 기금 외의 다른 주주 및 위탁운용사 등에 위임장을 제공하여 의결권을 행사하게 할 수 있다. 이 경우 제공하는 위임장에 기금의 의견을 기재함을 원칙으로 한다.

제4장 행사절차 등

제10조(공시 및 제출) ①기금운용본부는 다음 각 호의 사항을 공단의 인터넷 홈페이지에 공시한다.

1. 국민연금기금 의결권 행사지침
2. 상장주식에 대한 의결권행사내역. 이 경우 그 내역을 별표 2에 따라 주주총회 후 14일 이내에 공시한다.

②기금운용본부는 분기별로 기금 보유주식의 의결권 행사내역을 기금운용위원회에 제출한다.

제11조(내부통제) 기금운용본부의 준법감시기능을 담당하는 자는 기금의 의결권 행사가 관련 법규 및 이 지침을 준수하고 있는지의 여부를 점검한다.

제12조(기록 보관) 기금운용본부는 의결권 행사내역을 기록하고 보관하여야 한다.

제13조(의결권 행사지침 검토주기) 기금운용위원회는 이 지침을 매년 검토하여 심의·의결한다. 다만, 필요시 검토시기를 조정할 수 있다.

4. 의결권행사 세부기준

국민연금 의결권행사의 세부기준은 다음과 같다.

1) 재무제표 승인

가. 외부감사인의 감사의견

"적정" 이외의 의견일 경우에는 기권 또는 반대한다.

나. 이익잉여금 처분의 적정성

회사의 적정배당 정책에 의한 배당에 찬성한다. 다만, 배당금 지급수준이 회사의 이익규모, 재무상황, 임직원에 대한 보상 및 기부금 등을 고려하여 주주가치를 훼손할 정도로 과소하거나 또는 과다한 경우 반대한다.

2) 정관 변경

2-1) 주주의 권리 및 주주총회

가. 회사명 변경

회사명 변경이 인지도 하락 등으로 주주가치를 훼손하지 않는 한 찬성한다.

나. 회계연도 변경

잦은 회계연도 변경 등으로 주주가치를 훼손하지 않는 한 찬성한다.

다. 주주총회의 의결정족수 변경

① 주주총회의 의결정족수를 변경하는 안에 대하여 원칙적으로 반대한다. 다만, 정당한 사유가 있는 경우에는 찬성할 수 있다. ② 특히 초다수결의 등 주주총회 결의요건 강화에 반대한다.

라. 의결주체의 변경

정당한 사유 없이 주주총회 결의사항을 이사회 결의사항으로 변경하는 안에 반대한다.

마. 연계된 안건

다수의 정관변경 안건이 일괄 상정되고 이 중 일부 안건에 대하여 반대하는 경우에는 동 안건 전체에 대하여 반대한다.

바. 의결권 대리행사자의 범위

대리인자격을 주주로 제한하는 안에 반대하고, 주주 이외의 자에게도 대리인 자격을 인정하는 안에 찬성한다.

사. 전자투표 및 서면투표

① 전자투표 또는 서면투표의 방법으로도 의결권 행사가 가능하도록 하는 안에 찬성한다. ② 주주총회에 주주가 직접 참여하지 않고 전자적 수단에 의해서만 투표하도록 하는 안에 반대한다.

2-2) 이사회

가. 이사회의 규모

이사의 수에 관한 제안에 대하여 사안별로 검토하여 투표하되, 이사회 내 위원회 활동을 제약할 만큼 이사의 수를 제한하거나 개별이사의 영향력을 무력화할 정도로 많은 이사를 두는 안에 반대한다.

나. 사외이사의 비중

사외이사의 비중을 높이는 안에 찬성하고 정당한 사유 없이 낮추는 안에 반대한다.

다. 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 고위

경영자(최고경영자(CEO), 최고재무책임자(CFO)등)가 이사회 의장직을 수행하는 것을 금지하는 안에 찬성한다.

라. 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.

마. 시차임기제

시차임기제의 폐지에 찬성하고, 시차임기제의 도입에 반대한다.

바. 사외이사의 임기

정당한 사유 없이 사외이사의 임기를 단축하거나 연장하는 안에 반대한다.

사. 이사후보 투표방식에 대한 변경

이사후보 각각에 대해 개별적으로 투표하는 방식으로의 변경에 찬성하고, 일괄적으로 투표하는 방식으로의 변경에 반대한다.

아. 집중투표제

정관에서 집중투표제를 배제하는 안에 반대하고, 집중투표제 배제조항을 삭제하는 안에 찬성한다. 다만, 정당한 사유가 있는 경우에는 그러하지 아니할 수 있다.

2-3) 감사 및 감사위원회

가. 감사위원회 설치 및 구성요건

① 최근 사업년도 말 현재 자산총액이 2조원 미만인 회사의 경우 상근감사 대신 감사위원회를 설치하여 그 구성원의 과반수를 독립적 사외이사로 충원하는 안에 찬성한다. ② 감사위원회의 사외이사 비중을 정당한 사유 없이 낮추는 안에 반대한다.

나. 외부감사인의 독립성

피감사회사가 외부감사인으로부터 감사 외에 경영자문서비스 등을 제공받는 것을 금지하는 안에 찬성한다.

2-4) 임직원의 보상

가. 이사 및 경영진 보상

① 보상위원회를 설치하는 안에 찬성하고, 이를 번복하는 안에 반대한다. ② 보상위원회를 모두 사외이사로 구성하는 안에 찬성하고, 이를 번복하는 안에 반대한다. ③ 경영진의 성과와 보상을 연계하는 안에 찬성하고, 성과에 근거하지 않은 경영진 보상체계에 반대한다. ④ 이사의 재임기간 중 분식회계, 허위공시, 주가조작 등으로 주가를 인위적으로 높인 사실이 사후에 밝혀질 경우 부당하게 받은 보상을 반환시키는 안에 찬성한다.

나. 주식 연계 보상

① 임직원에게 주식매수선택권을 부여하는 안에 원칙적으로 찬성한다. 다

만, 시장요인을 고려하거나 특정 경영성과 달성을 조건으로 하는 경우에 한한다. ② 증권거래법의 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 주식가치의 변동 시 기존 주식매수선택권의 실질가치 및 기존주주의 주식가치를 유지하기 위하여 조정하는 경우 찬성할 수 있다. ④ 주식매수선택권의 권리유보기간을 단축하는 안에 반대한다.

다. 자사주 매수를 위한 회사의 대부

임직원들에게 자사주 매수를 위해 자금을 대부해주는 안에 반대한다.

2-5) 자본 구조

가. 채무재조정

채무재조정의 일환으로 보통주 혹은 우선주를 새롭게 발행하려는 안에 대하여는 기존 주주의 권리 희석, 제안 조건, 경영권관련 쟁점, 이해상충 등을 고려하여 사안별로 투표한다.

나. 증권의 전환

증권의 전환을 가능하게 하는 안에 대하여는 기존 주주의 권리 희석, 전환비율, 재무적 사항, 경영권 문제, 이해상충 등을 고려하여 사안별로 투표한다.

다. 신주우선인수권

신주우선인수권을 약화시키는 안에는 원칙적으로 반대한다. 다만, 주식의 발행사유, 발행가격, 발행규모, 유동성 등 여러 가지 조건을 검토하여 필요하다고 판단되면 찬성할 수 있다.

라. 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.

3) 이사, 감사 및 감사위원회 위원의 선임

가. 사내이사의 선임

① 객관적 사실에 근거하여 아래의 경우에는 이사 후보에 대해서 반대할 수 있다.

- 법령상 이사로서의 결격 사유가 있는 자
- 과도한 겸임으로 충실한 의무수행이 어려운 자
- 기업가치의 훼손 내지 주주 권익의 침해의 이력이 있는 자

② 이사 후보의 수가 선임예정 이사의 수를 초과하는 경우 장기적으로 주주가치 증대에 더 적합한 후보에 대해 찬성한다.

나. 사외이사의 선임

사내이사의 선임을 준용하되 객관적 사실에 근거하여 아래의 각 호에 해

당하는 경우에는 반대할 수 있다.
① 당해회사 또는 계열회사(비영리법인 포함)의 최근 5년 이내 상근 임직원,
② 이사회 참석률이 60% 미만이었던 자

다. 감사 및 감사위원회 위원의 선임

감사 및 감사위원회 위원은 가. 사내이사의 선임 및 나. 사외이사의 선임의 건을 준용한다.

4) 이사 및 감사의 보상

가. 이사보수한도 승인

① 이사회가 제시한 안에 원칙적으로 찬성한다. ② 보수한도 수준이 회사의 규모, 경영성과 등에 비추어 과다한 경우에는 반대한다. 다만, 개별등기임원에 대한 보상 내역과 보상 체계 등 객관적으로 보상 수준에 대해 판단할 수 있는 자료를 제공하는 경우 사안별로 검토한다.

나. 감사보수한도 승인 : 가. 이사보수한도 승인을 준용한다.

다. 임원퇴직금 또는 퇴직위로금 지급규정 승인

황금낙하산(Golden Parachute)[2] 계약 등 경영진에 대한 과도한 퇴직금 지급에 대하여는 정당한 사유가 없는 한 원칙적으로 반대한다.

---

2) 황금낙하산 : 임원 해임 시 거액의 퇴직금을 지급하도록 하거나 주식을 싼 값에 인수할 수 있도록 하여 적대적 인수를 시도하는 주체의 인수비용을 증가시키는 계약

5) 주식매수선택권의 부여

가. 주식매수선택권의 부여

① 임직원에 대한 주식매수선택권 부여는 아래의 각 호 중 하나 이상에 해당하는 경우에 한하여 찬성한다.

- 시장요인을 고려하는 경우
- 특정 경영성과 달성을 조건으로 하는 경우
- 연간 주식연계보상 물량이 총 발행주식수의 3% 미만인 경우

② 사후에 주식매수선택권 행사가격을 조정하거나 기발행 주식매수선택권을 취소하고 행사가격을 조정하여 새로운 주식매수선택권을 발행함으로서 똑같은 효과를 추구하는 안에 대하여 반대한다. ③ 사외이사들에게 보상의 일부를 주식매수선택권으로 지급하는 경우 퇴직 전에 매도 또는 행사할 수 없도록 하는 안에 찬성한다.

6) 합병 및 영업양수도

가. 합병 및 인수

① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다. ② 기금이 주식매수청구권을 행사하고자 하는 경우 반대할 수 있다.

나. 영업양수도

① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다. ② 기금이 주식매수청구권을 행사하고자 하는 경우 반대할 수 있다. ③ 영업에 필요한 주요 자산을 처분하여 경영권을 방어하려는 안에 반대한다.

다. 회사분할

① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다. ② 기금이 주식매수청구권을 행사하고자 하는 경우 반대할 수 있다.

7) 자본의 감소

가. 자본의 감소

자본의 감소를 가져오는 안에 원칙적으로 반대한다. 다만 다음의 경우 찬성할 수 있다.

- 회사의 회생을 위하여 자본 감소가 불가피한 경우
- 자본조달, 구조조정 등을 위하여 자본감소가 불가피한 경우
- 회사의 사업축소나 폐업계획에 기금이 동의한 경우
- 자사주 매입을 통한 소각으로 주주가치가 훼손되지 않는 경우
- 유상감자로 주주가치가 훼손되지 않는 경우

8) 기타

가. 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.

나. 신주우선인수권

주식을 제3자에게 배정하는 안에 대하여 원칙적으로 반대한다. 다만, 주

식의 발행사유, 발행가격, 발행규모, 유동성 등 여러 가지 조건을 검토하여 필요하다고 판단되면 찬성할 수 있다.

다. 지주회사 설립을 위한 기업분할, 주식교환 등

사안별로 검토하여 행사하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다.

라. 주주총회 안건의 사전공시

이사 및 감사의 선임, 이사 및 감사의 보수한도, 임원퇴직금 또는 퇴직위로금 지급규정 승인 등 사전 검토가 필요한 안건에 대해서 주주총회 2영업일 전까지 그 내용을 공시하지 않은 경우 반대를 원칙으로 한다.

제4장 주요 공적연금기금의 의결권행사 내역

제1절 미국 CalPERS의 2007~2008년도 의결권행사 실적

미국 CalPERS는 Glass Lewis에 의결권행사를 위임하고 있다. Glass Lewis는 단순히 의결권행사를 대리하는 수준이 아니라, 의결권행사내용 분석 및 의결권행사지침의 수립 등 다양한 서비스를 제공한다. 분기별로 Glass Lewis는 투자위원회에 의결권행사내역에 대한 보고서를 제출한다.

<표 4-1> CalPERS의결권행사 내역

기간	의결권 행사된 이사회 개최 수	의결권 행사한 총 안건 수	주주들이 안건이 상정된 횟수	주주들의 상정안건 지지율
2008. 7.1~9.30	1,308	8,819	35	64%
2008. 4.1~6.30	5,797	53,917	743	72%
2008. 1.1~3.30	1,042	6,695	46	67%
2007. 10.1~12.31	1,164	6,981	38	81%
2007. 7.1~9.30	1,107	7,341	48	90%

자료: CalPERS Website, Committee meeting archive

1) 사안별 의결권행사 내역

의결권 행사 내역 중 중요 사안에 대해 CalPERS는 별도로 공시를 하고 있다.

(1) 임원의 보상

CalPERS가 반대표를 행사한 임원보상관련 의결권내용이다.

<표 4-2> 임원의 보상에 관한 안건에 반대한 사례

기업명	총회일자	사유
TRM Corp	2008. 7.10	동종업종과 비교해 볼 때 지나치게 높은 수준이라고 판단하여 반대함.
Impac Mortgage Holding Inc.	2008. 7.10	주식형보상에 evergreen조항(매년 발행주식의 일정 % 반복해서 임원급여로 지급)이 포함되어 있어 반대함.
Delta Three Inc.	2008. 7.23	Stock option을 행사하면서 추가적인 stock option이 주어지는 Reload 조항이 포함되어 있어 반대함.
Tessco Technology Corp.	2008. 7.24	CalPERS는 주식형보상 수급자격은 최소 3년 이상이 되어야 한다고 보아 반대함.
Capstone Turbine Corp.	2008. 8.28	stock option의 가격을 재조정할 수 있어 반대함.

자료: CalPERS Website, Committee meeting archive

2) 주주들이 상정한 안건

CalPERS가 주주들이 상정한 안건에 대해 찬성한 예는 아래 표와 같다.

<표 4-3> 주주들이 상정한 안건에 찬성한 사례

기업명	총회일자	안건	사유
Centex Corp	2008. 7.10	기후변화	기후변화가 기업경영에 미칠 향후 파급효과(기회, 위기)에 대해 보다 면밀한 공시가 필요함.
Dell Inc	2008. 7.18	임원보상에 대한 권고안	CalPERS는 주주들이 제기한 임원보상에 대한 권고안은 기업과 주주들의 장기적인 이익에 도움이 된다고 판단함.
Napster Inc	2008. 9.18	이사선임에 필요한 다수의결	이사선임에는 다수의 찬성에 의해 의결돼야 한다는 원칙을 갖고 있기 때문에 찬성함.
3Com Corp	2008. 9.24	이사들의 재선임에 대한 동등기준적용	CalPERS는 모든 이사들의 재선임여부가 매년 투표를 통해 의결되어야 한다는 원칙을 갖고 있기 때문에 찬성
Worthington Industries Inc.	2008. 9.24	직원채용에 있어 차별폐지	CalPERS는 채용관 관련된 모든 차별에 대해 반대하므로 안건에 찬성함.
FedEx Corp	2008. 9.29	이사회의장의 독립성	이사회 의장은 기업으로부터 독립성이 유지되어야만 경영에 대한 관리·감독에 충실할 수 있다고 생각함.

자료: CalPERS Website, Committee meeting archive

3) 주주들이 상정한 안건에 반대한 사례

<표 4-4> 주주들이 상정한 안건에 반대한 사례

기업명	총회일자	안건	사유
Calgles Inc.	2008. 7.11	Controlled-Atmosphere Killing (가스사용 도축)	경영진과 이사회가 의사결정을 할 수 있는 사안이라고 판단하여 반대함.
Alliant Tech System Inc	2008. 8.05	의료보험제도 개선안 채택	CalPERS는 개선안이 너무 제한적이어서 장기적으로 기업에게 불이익이 초래될 가능성이 크다고 판단하여 반대함.
CET System	2008. 8.12	임원의 보상수준을 제한하는 안건	이 안건은 유능한 인재를 채용하고 계속 잔류시키기에는 제한적이기 때문에 기업의 장기적인 이익에 반할 수 있다고 판단하여 반대함.

자료: CalPERS Website, Committee meeting archive

4) Website를 통한 의결권행사 사례

<표 4-5> Website의결권행사 실적

기업명	표결	안건	사유
Dell Corp (2008. 7.18)	반대	이사선임	이사후보 T.Luce는 경영에 참여하는 이사로 회계감사위원회의 위원으로 활동하여 반대함.
Yahoo Inc. (2008. 8.1)	찬성	성과연계 보상 체계안	CalPERS는 성과연계보상 체계를 원칙으로 하고 있음.
Heinz HJ Co 2008. 8.13	초대형다수 원칙의 완화	찬성	CalPERS는 모든 안건이 다수원칙에 의해 의결되는 것을 원칙으로 함.
FedEX Corp 2008. 9.29	임원보상에 대한 주주들의 권고안	찬성	이사들이 제기한 임원보상에 대한 권고안은 기업과 주주들의 이익에 도움이 된다고 판단함.

자료: CalPERS Website, Committee meeting archive

5) 해외기업에 대한 의결권행사 사례

<표 4-6> 해외투자기업에 대한 의결권 반대표 행사사례

기업명	국가	안건	사유
Big Yellow PLC 2008. 7.9	영국	회계감사인 선임	회계 감사인에게 감사 외 업무관련 용역수수료가 과다하다고 판단하여 반대함.
Berkeley Group Holdings 2008. 8.28	영국	Stock Option Plan	Stock option의 권리가 3년 근속 후에 발생하는 것을 원칙으로 함.
Richemont	덴마크	이사선임	이사후보 L.Douro에 대해서 유보함. 보상위원회는 독립된 이사로만 구성되는 것을 원칙으로 함.

6) 위임장경쟁(Proxy Contest)에 대한 투표사례

<표 4-7> 위임장경쟁에 대한 CalPERS의 입장(경영진에 찬성한 사례)

기업명	경영진 퇴진요구 대표발의 주주	안건	CalPERS 표결	사유
Big Yellow PLC 2008. 7.9	Perry Rod, Thomas Sailors, Kevin Sin호	주가의 부진과 이사회의 경직성 구조(entrenched board)	경영진에 찬성	CalPERS는 이사회의 최근 노력에 대해 동의하고 반대 측의 대안은 전략이 결여 되었다고 판단됨.

7) 인수합병 관련 표결 예시

<표 4-8> 인수합병관련 표결예시

대상기업	인수기업	일시	표결	사유
Electronic Data Systems Corp.	Hewlett Packard Co.	2008. 7. 31	찬성	CalPERS는 전략적 제휴와 주가 프리미엄 등을 고려하여 합병이 바람직하다고 생각하여 찬성함.
Wm. Wrigly Jr. Co.	Mars Inc.	2008. 9. 25	찬성	CalPERS는 전략적 제휴와 주가 프리미엄 등을 고려하여 합병이 바람직하다고 생각하여 찬성함.
Hilb Rogal & Hobbs Co.	Willis Group Holdings Limited	2008. 9. 29	찬성	CalPERS는 전략적 제휴와 주가 프리미엄 등을 고려하여 합병이 바람직하다고 생각하여 찬성함.

제2절 CPPIB의 의결권행사 내역

CPPIB는 2006년 7월 1일부터 2007년 6월 30일까지 총 2,629회의 총회에 참석하여 안건 표결에 참여하였다. 이 중 640개 총회표결은 캐나다기업에 대한 것이고 평균적으로 이들 기업에 대해 2%~3%의 주식을 보유하고 있다. 798개 총회표결은 미국기업관련 안건이고, 1,191안건은 미주지역이 아닌 다른 국적 기업의 안건이었다. 외국기업은 평균적으로 0.11%의 주식을 보유하고 있다. 2007년 의결권을 행사한 안건 수는 총 15,938건이었다. 경영진의 의견에 동의를 한 비율은 84.8%이고, 반대를 한 안건 수는 15.2%이었다.

1) 경영진의견에 반대한 안건

경영진의견에 반대를 한 주요 안건은 다음과 같다.

<표 4-9> 경영진이 상정한 안건에 반대한 사례

안건	반대 사유
주식형 성과급의 도입 또는 제도변경	비용이 과다하거나, 비경영진이사를 지급대상에 포함, 너무 포괄적인 권한을 이사회에 부과하는 등의 사유로 반대함.
Shareholder rights plan의 도입 또는 수정	부분입찰의 제외, 중간청산금지에 대한 면제조항 제외, 수용할 수 없는 예외 조항 등이 포함되어 반대함.
보통주 신주발행	기존 보통주의 25%이상발행이면서 특별한 경영상의 목적을 갖고 있지 않아 반대함
주주들의 결의안 채택 ESG(환경, 사회문제, 배구조개선)에 대한 투명성 제고 안 상정	현행 CPPIB의 Policy on Responsible Investing과 일치하여 주주들의 결의안에 찬성함.

자료: CPPIB Proxy Voting Report 2006. 7.1 ~2007. 6.30

2) 주주들의 안건상정

CPPIB는 투자대상기업에 대해 ESG(Environemnt, Social factors, Governance practice)문제에 대해 투명한 공시를 해 줄 것을 요구하고 있다. 기업의 경영목표나 실천사항 중 어떤 부문이 환경과 사회문제를 완화할 수 있었는지를 자료로 공개할 것을 요구하고 있다. 예를 들어, 주주들이 상정한 안건에 대해 40%를 경영진에 반대표를 행사 하였다. 주주들이 상정한 안건의 상당수는 건강과 환경관련 의제이었다. 주주들은 기업들이 향후 기후변화의 요인이 기업경영의 지속가능성과 연관하여 미치게 될 파급효과에 대해 보고서로 공개해 줄 것을 요구하는 내용이다. 이 대상에 속하는 기업으로는 Exxon Mobil 과 Ultra Petroleum이 있다. 주주들이 상정한 안건에 대해서는 대체적으로 다음과 같은 내용에 대해서는 찬성을 한다.

<표 4-10> 주주상정 안건 중 찬성하는 안건범주

안건분류	CPP가 찬성한 안건 수와 찬성률	평균 주주들의 찬성률	안건상정대상기업명
임원보상에 대한 제한	41/43(95.3%)	42.44%	Motorola Blockbuster
이사 선임 시 다수표결	39/40(97.5%)	49.3%	International Paper Praxair
의결권 상정권한	2/2(100%)	44.2%	United Health Group Hewlett-Packard
이사들의 등급폐지	24/29(82.8%)	69%	Kellwood
복수투표제 신설 또는 부활	16/21(76.2%)	34.8%	Bristol-Myers Squibb
지속가능성 보고서 발간	14/15(93.3%)	24.4%	Allegheny Technologies, Loblaws
온실가스배출 목표량 설정	6/8(75%)	19.9%	Exxon Mobil Ford Motor Company

자료: CPPIB Proxy Voting Report 2006. 7.1 ~2007. 6.30

3) 주주상정 안건중 반대한 안건범주

<표 4-11> 주주상정 안건중 반대한 사례

안건	반대 사유
아주 우수한 성과에 대한 보상 (Avaya, United Technologies)	• 과도하게 명시화되어, 동종업종의 성과를 넘었을 경우에만 주식형보상을 지급할 것을 요청함. • 성과연계보상에 기본적으로 찬성하지만 성과평가는 보상위원회에서 논의되고 결정되는 것이 마땅하다고 판단함.
추가적인 임원퇴임플랜 (Supplemental Executive Retirement Plan:SERP)의 도입(Manulife Financial, Goodyear)	• 과도하게 명사화되어, SERP의 한도는 고위임원의 연봉수준으로 제한되어야 하며, 이 연봉에는 보너스와 각종 성과급은 제외되어야 함. • 앞으로 부담해야 할 임원에 대한 각종 보상수준에 대해 염려하고 있으며, 보상위원회가 임원퇴임플랜 등에 관련하여 공시를 충실히 해 줄 것을 요구함.
“Wolf in Sheep’s Clothing/Trojan Horse Proposals (Goldman Sachs)	• 지구온난화, 각종 기부행위, 그리고 지속가능보고서는 외적으로는 진전이 있는 것으로 보이나 실제로는 현재 기업의 ESG정책의 장애요인이 될 가능성이 있음. • 효과에 비해 비용이 과다함.

4) 의결권행사 총괄

<표 4-12> CPPIB의 의결권행사 총괄표

분류		안건 수	경영진에 반대 안건 수	경영진 반대 (%)
경영진 상정안건				
	일반경영	4,963	270	5.4
	이사진관련	5,146	489	9.5
	자본 관련(신부발행 등)	1,526	236	15.5
	기업구조조정 및 합병	565	67	11.9
	임금 외 보상	2,736	929	34.0
	인수방어 관련	219	97	44.3
주주상정 안건				
	일반경영	107	35	32.7
	이사진 관련	203	122	60.1
	지배구조 관련 (poison pill등)	49	34	69.4
	과다 보상관련	196	74	37.8
	일반 경제연건 관련	2	0	0
	인권 및 사회문제 (ILO기준 등)	14	5	35.7%
	건강/환경관련 (유전자재조합 등)	71	29	40.8
	기타 기부관련	97	27	27.8
	기타 사회관련	44	7	15.9
총계		15,938	2,421	15.2

제3절 해외연기금의 의결권행사지침, 의결권행사결과 비교분석

아래 <표 4-13>은 CalPERS, CPPIB를 비롯한 ISS, OTPP, OMERS, AP7 등 해외연기금의 일반적인 의결권행사지침 주요내용을 요약하고 있다.

<표 4-13> 해외연기금의 일반적인 의결권행사지침 주요내용

구 분	해외 Proxy Voting Guideline 주요내용
이사 및 감사의 선임	- 이사회의 독립성(Independence)에 찬성 - 철저한 이사선출 프로세스 및 자격요건 확립 - 개별이사선출에 찬성(집단투표 'Slate Voting' 반대) - 감사의 독립성 찬성 - 집중투표제(Cumulative Voting): 건별 검토 - 시차임기제(Staggered/Classified Board) 반대 - 이사회 출석률 - 과도한 겸임 여부
이사 및 감사의 보상 경영진 보상	- 주식연계보상(Equity-based Compensation): 건별 검토 (OTPP의 경우 'Dilution Effect' 5%이내, 'Burn Rate' 1% 이내, 현재시가 100%이상의 행사가격, 5년이내 행사 등을 자세히 규정하고 있음) - '황금낙하산(Golden Parachute)'같은 과도한 보상 반대 - 보상내역 공개(Disclosure)에 찬성 - 이사회의장과 CEO 분리 찬성
기업 인수합병 관련	- 추가적인 매수 혹은 저가매수를 가능하게 하는 주식매수권(Shareholder Rights Plan)에 반대 - 소수주주주식매수(Going Private Transactions), 레버리지바이아웃(LBO) 등에 대해서는 건별 검토하되 소수주주의 이익에 반할 경우 반대 - '크라운쥬얼(Crown Jewel)' 방어전략에 반대 - '그린메일(Green Mail)'지불에 반대 - 모든 주주에 가능한 최고가(Highest Possible Price)를 지불하는 'Fair Price'에 찬성 - 초다수결의제(Super Majority) 반대

주: CalPERS(California Public Employees Retirement System)
ISS: Institutional Shareholder Services(의결권행사/기업지배구조에 관한 자문기관)
OTPP: Ontario Teachers' Pension Plan(2005년 총자산 $96billion)
CPPIB: Canada Pension Plan Investment Board(2005년 총자산 $99billion)
OMERS: Ontario Municipal Employees Retirement System(2005년 총자산 $41billion)
AP7: The seventh Swedish pension fund(2005년 총자산 SEK55billion)

다음으로 <표 4-14>는 해외연기금의 의결권행사지침 사례를 보여주고 있다.

<표 4-14> 해외연기금 의결권행사지침 사례

구 분	사례 1	사례 2
1.주총의결정족수변경 (Super Majority)	OTPP: -건별검토하나 발행주식수의 2/3를 초과하는 초다수결의제에 대하여 반대 -의결정족수 50%이상 증가를 요하는 안건에 반대	OMERS: 2/3를 초과하는 초다수결의제에 대하여 반대
2.연계된 안건 (Shareholder Proposals)	CPPIB: 안건은 건별로 검토함이 원칙. 개별안건에 대하여 모두 찬성하는 경우에 한하여 연계된 안건에 찬성	OTPP: 안건에 대하여 개별검토가 원칙
3.이사회의장과 CEO분리 (Separation)	CPPIB: 이사회의장과 CEO분리에 찬성	OMERS: 이사회의장과 CEO분리에 찬성
4.시차임기제 (Staggered Board))	OTPP: 시차임기제는 주주로 하여금 이사회 구성이나 활동에 대한 근본적 변화를 어렵게 하므로 반대	CPPIB: 개별후보에 대한 투표가 가능하다면 찬성, 단체 후보에 대한 투표에는 반대
5.집중투표제 (Cumulative Voting)	OMERS: 안건별 검토하나 원칙적으로 반대	OTPP, CPPIB: 안건별 검토
6.이사및경영진 보상공개 (Disclosure)	CPPIB: 이사의 경우 자세한 공개, 경영진의 경우 완전 공개함	OTPP: 재무제표상 비용처리와 함께 자세한 Footnote 제시
7.우선주 발행	OTPP: 우선주 발행 반대	OMERS: 우선주 발행 반대
8.황금낙하산 (Golden Parachute)	OTPP: 원칙적으로 반대	OMERS: 건별 검토하나 원칙적으로는 반대

주: OTPP: Ontario Teachers' Pension Plan(2005년 총자산 $96billion)
CPPIB: Canada Pension Plan Investment Board(2005년 총자산 $99billion)
OMERS: Ontario Municipal Employees Retirement System(2005년 총자산 $41billion)

제4절 국민연금의 의결권행사실적

국민연금 기금운용본부는 기금이 보유하고 있는 주식에 대해 의결권을 행사하고 이를 공시한다. 2007년 의결권행사현황을 살펴보면 다음과 같다.[3] 국민연금기금은 2007년 9월말 기준 국내 주식투자로 589개 상장기업에 투자하고 있으며 1개사 당 평균 2.60%의 지분을 보유하고 있다. 투자기업의 보유지분율 분포를 보면 지분율 1.0%~5.0%가 299개사로 전체의 50.8%를 차지하고 있으며 보유지분율이 5%이상인 기업은 91개사로 전체의 15.4%를 차지하고 있다.

<표 4-15> 국민연금 투자기업의 보유지분율 분포

지분율	투자기업수(개)	비중(%)
1%미만	199	33.8%
1-3%	188	31.9
3-5%	111	18.8
5-10%	79	13.4
10%이상	12	2.0
총계	589	100.0%

자료: “2007 국민연금의결권행사현황분석, 2008년 1월, ”좋은기업지배구조연구소” 인용

1. 국민연금의 2007년 의결권 행사 현황

국민연금 기금운용본부는 2007년 9월 말까지 총 419회의 주주총회에 상정된 1,857개 안건에 대하여 [국민연금기금 의결권 행사지침]에 따라 의결권을 행사하였다고 밝혔다. 2007년 9월 말까지 국민연금이 주식투자를 한 기업수는 607개로 2006년의 495개에 비해 무려 112개나 늘어났다. 국민연금

3) 참조 및 인용 “2007 국민연금의결권행사현황분석, 2008년 1월, ”좋은기업지배구조연구소”

이 주주총회에서 의결권을 행사한 기업의 수도 333개에서 419개로 86개사가 늘어났다. 2007년 국민연금이 의결권을 행사한 총 안건의 수는 1,857건이었다. 이 중 찬성이 95.2%, 반대가 4.8%를 차지하였으며, 기권 및 중립은 없었다. 의결권 행사 시 반대의결은 2005년 2.7%, 2006년 3.8%, 2007년 4.8%로 증가하는 추세를 보이고 있다. 반면 중립 및 기권 의견은 2005년 1.7%, 2006년 0.5%, 2007년 0.0%로 감소하고 있다.[4)]

<표 4-16> 국민연금기금의 연도별 의결권 행사현황

연도	주식투자 기업 수	행사주주 총회 수	행사 안건 수	행사내역		
				찬성	반대	중립/기권
2007**	607*	419	1,857	1,767	90	0
				95.2%	4.8%	0.0%
2006***	495	333	1,526	1,461	58	7
				95.7%	3.8%	0.5%
2005	382	316	1,388	1,327	38	23
				95.6%	2.7%	1.7%
2004	351	347	1,134	1,082	16	36
				95.4%	1.4%	3.2%
2003	329	164	782	767	15	0
				98.1%	1.9%	0.0%
총계	2,164	1,579	6,687	6,404	217	66
				95.77%	3.25%	0.99%

*2007년 주식투자기업수에는 상장기업 589개사 외에 사회가반시설투자회사, 부동산투자회사 등 대체투자회사 18개사 포함
**2007년 1~9월 행사현황
***2006년 1분기 행사현황
자료: "2007 국민연금의결권행사현황분석, 2008년 1월, "좋은기업지배구조연구소" 인용

4) 문형표(2007)에 의하면 2008년 총 행사안건 1,917건중 반대행사비중은 5.37%인 103건을 기록함. 반대 행사한 103건의 내역을 살펴보면, 이사및 감사선임(안) 반대가 46건(54.7%)로 가장 많고, 정관변경(안) 반대가 21건(25%) 이사 및 감사 보수한도(안) 반대가 12건(14.29%) 주식매수선택권(안) 반대가 5건(5.9%) 기타 19건으로 조사됨. 자료: 문형표, 「연금기금운용의 평가와 정책과제」, 2007 한국개발연구원

2. 2007년 의결권 행사안건 중 반대사유 분석[5)]

2007년 국민연금이 반대의견을 낸 안건은 총 90건이었으며, 이 중 이사 및 감사선임 안 반대가 49건(55.56%)로 가장 많았고, 정관변경 24건(26.67%), 이사 및 감사 보수한도 11건(12.22%), 기타 6건(6.67%) 순이었다. 주주총회 안건 중 재무제표 승인의 건에 대한 반대의견은 없었다. 이사 및 감사 선임 안에 대한 반대사유 중 출석률 기준미달이 41건(83.67%)으로 가장 많았다. 그러나 국민연금이 반대의사를 표시한 안건 모두 원안대로 주주총회에서 의결되었다.

<표 4-17> 행사안건 중 반대사유 분석

행사안건	반대사유	반대건수	비중
정관변경	사외이사 임기 임의단축	6	6.67%
	우선주에 대한 보통주 유상증자 및 전환허용 등	5	5.56%
	우선주 CB, BW 발행한도 증액 과도	4	4.44%
	전환주식 도입 및 발행한도 증액	4	4.44%
	집중투표제 배제	3	3.33%
	시차임기제 도입	2	2.22%
	소계	24	26.67%
이사 및 감사선임	이사회출석률 미달	41	45.56%
	계열사상근임직원	5	5.56%
	기업가치 훼손 및 주주권익 침해 이력	2	2.22%
	감사후보 미정	1	1.11%
	소계	49	55.56%
이사 및 감사보수한도	경영성과대비 과도	9	10.00%
	임원퇴직금 세부내역 사전 미공시	2	2.22%
	소계	11	12.22%
주식매수선택권	물량 과다	5	5.56%
	권리유보기간 단축	1	1.11%
	소계	6	6.67%
총계		90	100.00%

자료: “2007 국민연금의결권행사현황분석, 2008년 1월, ”좋은기업지배구조연구소” 인용 중 반대사유 분석

5) “2007 국민연금의결권행사현황분석, 2008년 1월, ”좋은기업지배구조연구소” 인용 및 참조

3. 기존 주주의 권리 희석 우려가 있는 정관 변경 안에 대한 반대

국민연금이 정관변경 안건 중 가장 많은 반대 의견을 낸 사유는 기존주주의 권리 희석 우려에 따른 반대였다. 총 12개 회사가 정관변경 안에 기존 주주의 권리 희석이 우려되는 사항을 상정한 것이다. 국민연금은 전환주식을 도입하는 경우나 주식관련 사채의 발행한도를 증액하는 경우에 반대를 표명하였다. 화인텍과 용현비엠, 케너텍의 경우 전환사채 및 신주인수권부사채의 발행한도를 각각 300억 원에서 1,000억 원으로 케이엘테크는 100억 원에서 300억 원으로 증액하는 안건을 상정하였다. 동양제철화학과 동국제강, PSK은 증권의 전환을 가능하게 하도록 전환주식 도입안건을 상정하였다. 파워로직스의 경우 전환사채의 전환으로 발행 가능한 보통주의 발행한도가 250억 원에서 500억 원으로 확대되었다. 또한 국민연금은 보통주로 전환될 수 있는 우선주의 발행에 대해서도 엄격하게 판단하여 두산과 미래에셋증권, 메리츠화재의 정관변경 안에 반대를 표명하였다. 두산은 유상증자 시 우선주에 대해 타종주식을 배정할 수 있도록 하여 기존 주주의 권리가 희석될 우려가 있는 정관변경 안을 상정하였다. 미래에셋증권은 이사회 결의에 의한 전환우선주 발행조항을 신설함에 있어 발행주식 한도를 5,000만 주로 정하였다. 이는 현 총 발행주식수 3,710만주를 초과하는 전환우선주가 발행 가능하게 되므로 기존 주주의 권리희석 우려가 있어 반대의견을 받았다. 메리츠화재는 의결권 없는 우선주만을 발행하게 하는 조항을 삭제하고 이사회 결의에 의해 법령이 정하는 우선주 발행한도까지 보통주로 전환이 가능한 전환우선주를 발행할 수 있도록 함에 따라 역시 반대의견을 받았다.

4. 시차임기제 및 사외이사 임기단축 등의 정관변경 안에 대한 반대

현대모비스는 사내이사와 사외이사의 임기를 1~3년으로 차등하여 시차임기제를 도입하였으며, 솔믹스는 임기가 만료되지 않은 경우라도 매년 정기

주주총회 당일 임기가 적게 남은 임원의 순대로 사임하기로 변경함으로써 시차임기제를 도입하였다. 현대백화점, 현대DSF, 세종공업, 현대H&S, 씨씨에스, 현대엘리베이터는 정당한 사유 없이 사외이사의 임기를 단축하는 정관변경 안을 상정하여 반대의견을 받았다. 현대EP와 제일상호저축은행은 집중투표제를 배제하는 정관변경안건을 상정하여 반대의견을 받았다.

5. 기업가치 훼손 등의 전력이 있는 사내이사 후보에 대한 반대

이사 및 감사선임 안건에서는 두산과 두산중공업이 반대의견을 받았다. 두산과 두산중공업은 두산건설 및 두산산업개발에 대한 횡령 및 분식회계로 인해 유죄판결을 받았던 박용성, 박용만 후보를 사내이사로 선임하는 안건을 상정하였다. 이에 국민연금은 두 후보가 기업가치를 훼손한 바 있으며 주주 권익을 침해한 전력이 있음을 이유로 반대의견을 표명하였다.

6. 이사 및 감사의 보수한도가 과도한 경우 반대

이사 및 감사의 보수한도 안건에서는 회사의 규모 및 경영성과에 비추어 과다한 증액이라고 판단되는 경우 반대의견을 내었다. SKC, 신세계푸드, 성도이엔지, 세보엠이씨, SK가스, 한샘, 유니슨, 희림, 대상홀딩스 등 총 9개 기업이 반대의견을 받았다.

7. 불합리한 주식매수선택권 부여 반대

주식매수선택권 부여의 건에 있어서는 에이스안테나, 하나투어, 동양ENP, 한미캐피탈이 반대의견을 받았다. 구체적인 사유는 시장요인을 고려하지 않으며, 특정 경영성과 달성을 조건으로 하지도 않고 당기 부여물량이 총 발행주식 대비 3% 이상이었기 때문이다.

<표 4-18> 주요 반대 안건의 상세 이유 및 해당 기업

행사안건	반대사유	회사명
정관변경	기존 주주의 권리 희석 우려(세부기준 24조)	화인텍/동양제철화학/두산/두산산업개발/용현비엠/동국제강/PSK/파워로직스/케너텍/케이엘테크/미래에셋증권/메리츠화재
	시차임기제도입 (세부기준 14조)	현대모비스/솔믹스
	정당한 사유 없는 사외이사 임기단축 (세부기준 15조)	현대백화점/현대DSF/세종공업/현대H&S/씨씨에스/현대엘리베이터
	집중투표제 배제 (세부기준 17조)	현대EP/제일상호저축은행
이사/감사선임	사내이사후보의 기업가치 훼손 및 주주권익 침해 (세부기준 27조)	두산중공업/두산
이사/감사보수	과도한 증액 (세부기준 30조)	SKC/신세계푸드/성도이엔지/세보엠이씨/SK가스/한샘/유니슨/희림/대상홀딩스
스톡옵션	성과달성조건이 없는 과도한 스톡옵션 (세부기준 33조)	에이스안테나/하나투어/동양ENP/한미캐피탈

자료: “2007 국민연금의결권행사현황분석, 2008년 1월, ”좋은기업지배구조연구소” 인용

국민연금은 2008년 1월부터 8월까지 총 1,917 안건 중 103개 안건에 대해 반대를 행사 하였다. 반대 행사율은 5.3%로 2007년의 4.8%에 비해 조금 증가하고, 매년 반대행사비중이 증가하는 추세이다.

<표 4-19> 국민연금기금의 의결권행사 내용

연도	회사	주주총회	안건	행사내역		
				찬성	반대	기권
2008.1~8	553		1,917		103	
2007.1~7	592	402	1,810	1,722 (95.14%)	88	0
2006	535	487	1,878	1,796 (95.60)	70	12
2005	383	317	1,395	1,344 (95.60%)	38	23
2004	352	348	1,145	1,093 (95.5%)	16	36
2003	329	164	782	767 (98.10%)	15	0
2002	284	138	653	645 (98.8%)	8	0

자료: 문형표, 「연금기금운용의 평가와 정책과제」, 2007 한국개발연구원

국민연금의 2008년 반대 의결권을 행사한 내역을 살펴보면, 이사 및 감사 선임(안) 반대가 46건(54.7%)로 가장 많고, 정관변경(안) 반대가 21건(25%) 이사 및 감사 보수한도(안) 반대가 12건(14.29%) 주식매수선택권(안) 반대가 5건(5.9%) 기타 19건으로 조사되었다.

국민연금이 공시한 의결권행사내역을 살펴보면 다음과 같다. 이사선임의 경우, CalPERS나 CPPIB가 실명을 밝히면서 찬성하는 경우에도 찬성의 사유를 밝히는 것에 비해, 공시의 내용이 부족하다는 것을 알 수 있다.

<표 4-20> 국민연금 의결권행사 사례(1)

의결권 대상법인	NHN	행사내용	반대 시 사유
주주총회 일자	2008. 11.14		
안건 1)	코스탁 조건부 상장폐지	찬성	
2)	사내이사선임	찬성	
3)	사외이사선임	찬성	

자료: 국민연금 공단 홈페이지

<표 4-21> 국민연금 의결권행사 사례(2)

의결권대상 법인	주총일자	의안내용	행사내용	반대 시 사유
세종공업	2008. 10. 10	이사선임	찬성	
예스엘	2008. 10. 11	이사선임	찬성	
풀무원 홀딩스	2008. 10. 27	합병계약서 승인	반대	주식매수청구권 확보
진성 티이씨	2008. 10. 29	분할계획서	찬성	

자료: 국민연금 공단 홈페이지

<표 4-22> 국민연금 의결권 행사 사례(3)

의결권대상 법인	주총일자	의안내용	행사내용	반대 시 사유
삼성증권	2008. 6. 5	재무제표승인	찬성	
		이사선임	찬성	
		감사위원선임	찬성	
		이사보수한도	찬성	
삼성화재해상보험	2008. 6. 5	재무제표승인	찬성	
		이사선임	찬성	
		이사보수한도	찬성	
대우증권	2008. 6. 5	재무제표승인	찬성	
		정관변경	찬성	
		이사선임	찬성	
		사외이사 감사위원선임	찬성	
		사외이사 아닌 감사선임	찬성	
		이사보수한도	찬성	

자료: 국민연금 공단 홈페이지

<표 4-23> 국민연금 의결권 행사 사례(4)

의결권대상 법인	주총일자	의안내용	행사내용	반대 시 사유
서부트럭터미널	2008. 11. 7	합병계약 승인	반대	주식매수청구권확보
LG이노텍	2008. 11. 14	합병계약 승인	반대	주식매수청구권 확보
LG마이크론	2008. 11. 14	합병계약 승인	반대	주식매수청구권 확보

자료: 국민연금 공단 홈페이지

제5장 주식의결권행사와 기업의 가치
-Entrenchment Model을 중심으로-

제1절 Entrenchment의 내용

주식의결권행사와 기업의 가치와 관련하여서는 다양한 연구가 있지만 본 보고서는 entrenchment model를 이용한 기업 가치 모델을 소개한다. Entrenchment model을 연구한 논문은 많으나 그중에서 Bebchuck, Cohen & Ferrell(2005) 의 "What matters in Corporate Governance"의 내용을 소개한다.

Entrenchment는 기업의 지배구조와 관련하여 이사회의 규정 또는 회사정관에 명시되어 있는 조항 중 다수의 주주이익을 대변한다고 보기 어려운 규정의 수를 나타내는 용어이다. Investor Responsibility Research Center(IRRC)는 기업지배구조를 전문적으로 컨설팅하는 조직으로, 미국 내 상장기업의 기업지배구조를 분석하여 경영진에 유리하고, 대다수 주주들의 이익을 대변한다고 보기 어려운 기업지배구조조항을 24개로 구분하였다. 이들 24개 조항(GIM Index) 중 외부세력에 의해 기업의 인수를 어렵게 하는 6개 조항들을 entrenchment 조항이라고 분류하였다. Entrenchment조항은 Staggered Board(이사회 이사의 선임 또는 재선임을 개인별로 안건으로 상정해야 함에도 일부 이사를 package로 묶어서 동일 안건으로 선임하는 조항), Limits to Amend Bylaws(규정개정에 대한 제한으로 발의나 통과를 어렵게 만드는 조항), Limits to Amend Charter(정관의 개정을 제한하는 것으로, 주주들이 발의하거나 발의된 안건이 통과되는 것을 어렵게 만드는 조항), Supermajority(주주총회의 상정된 안건(정관변경 등)이 다수의 찬성으로 통과되지 않고, 다수보다 훨씬 많은 수의 주주찬성으로만 통과될 수 있도록 하는 조항),

Golden Parachutes(기업의 인수·합병으로 인해 경영진이 퇴진할 때, 과도한 보상을 받도록 규정한 조항), Poison Pill(기업의 인수를 어렵게 만드는 각종 규정으로, 기업의 핵심자산의 매각, Crown Jewel(기존 주주들에게 신규주식을 부여하는 규정 등의 내용이 포함되는 조항) 의 6개 항목을 포함한다. 이들 조항은 과도하게 기업의 경영권을 방어하거나, 현 체제를 견고히 하여 기업지배구조를 경직적으로 유지하려는 의도가 있는 규정이나 정관의 조항을 의미한다. 이외에도 18개의 조항은 entrenchment 조항보다는 덜 하지만 현 체제(경영진 또는 이사회)를 보호하려는 의도가 있는 조항들로 구분하고 있다.

<표 5-1> Entrenchment 조항과 기타 조항의 내용

Entrenchment 조항	내용
Staggered Board	순차적 이사재신임(1년에 수명씩 묶어서 재신임 상정)
Limits to Amend Bylaws	규정개정에 대한 제한
Limits to Amend Charter	정관개정에 대한 제한
Supermajority	다수결 기준을 초과하는 초다수결로 기업의 인수·합병관련 조항을 수정할 수 있도록 하는 규정
Golden Parachutes	기업의 인수·합병 시 고위경영진에 대한 과도한 보상
Poison Pill	기업의 인수를 어렵게 하기 위한 방어수단 (가치자산의 매각, 기존주식에 대한 추가주식 인수권한부여등)
기타조항	
Limits to Special Meeting	임시총회 또는 이사회개최에 대한 제한
Limits to Written Consent	주주들이 경영진이 개최하는 정식이사회나 주총 외에 의결안을 서면으로 상정하고 승인하는 제도를 금지
No Cumulative Vote	집중투표 금지
No Secret Ballot	의결권 투표의 비밀보장 결여
Director Indemnification	이사회 이사에 대한 면책권부여
Director Indemnification Contracts	이사회 이사에 대한 면책권부여를 위한 계약
Director Liability	이사회 이사의 의사결정과정상 발생하는 문제에 대한 회사와 주주로 부터의 면책
Compensation Plans	이사 및 경영진 보상제도
Severance Agreements	경영진 퇴직보상
Unequal Vote	주주의 종류별로의결권에 대한 투표권을 차별
Blank Check	우선주를 발행하는 권한을 이사회에 백지위임
Fair Price	기업의 인수 합병 시 인수자가 경영권을 위해 인수한 주

Entrenchment 조항	내용
	식의 가격과 나머지 주주들의 주식 간에 동등한 가격으로 인수해야 하는 규정
Cash Out Law	주주들이 경영권을 소유한 주주들에게 자신들의 주식을 최근에 거래한 가장 높은 가격으로 매도하도록 하는 규정
Director Duties	이사의 임무
Business Combination Law	기업 합병법
Anti-green Mail	기업의 인수를 목적으로 주식을 매집한 주체에게 시장가 이상으로 주식을 매수해주는 것
Pension Parachutes	기업의 인수 합병으로 경영권이 교체될 경우, 전임경영진에 대해 과도한 연금혜택보장으로 인수를 어렵게 만드는 규정
Silver Parachutes	기업의 인수 합병 시 전임경영진의 퇴진 시 과도한 보상 제공으로 인수를 어렵게 만드는 규정

IRRC는 1990년, 1993년, 1995년, 1998년, 1999년, 2002년 6회에 걸쳐 entrenchment 조항관련 자료를 출간하였다. 이 자료는 S&P 500에 속한 1,400~1800개 미국상장기업을 대상으로 한 것이다.

<표 5-2> 연도별 entrenchment 조항을 갖고 있는 기업의 빈도

Entrenchment 조항	연도					
	1990	1993	1995	1998	2000	2002
Staggered Board	59.2%	60.5%	61.8%	59.5%	60.5%	61.9%
Limits to Amend Bylaws	14.5%	16.2%	16.1%	18.2%	20.0%	23.2%
Limits to Amend Charter	3.3%	3.4%	3.1%	3.0%	3.3%	2.5%
Supermajority	39.0%	39.5%	38.4%	34.1%	34.1%	32.3%
Golden Parachutes	53.3%	55.7%	55.2%	56.9%	67.4%	70.2%
Prison Pill	54.4%	57.6%	56.6%	55.4%	59.9%	59.0%

자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

6개의 entrenchment조항 중 Golden Parachutes가 가장 흔한 조항으로 2002년 조사대상 S&P 기업의 70.2%가 이 조항을 가지고 있는 것으로 조사되었다. 그 다음으로 빈도가 높은 조항이 Staggered Board로 61.9%, Poison pill,

59%로 조사되었다. 가장 빈도가 낮은 항목은 Limits to Amend Charter 로 2.5%의 기업만이 이 조항을 갖고 있는 것으로 조사되었다.

기타 조항 중에는 Blank Check(우선주 발행을 이사회에 완전 위임)이 90.8%로 가장 높고, 그 다음으로는 No Cumulative Vote(집중투표제의 금지) 조항이 90.4%로 거의 모든 기업이 이들 조항을 갖고 있는 것으로 조사되었다. 주주들 간 투표권의 차별을 두는 Unequal Vote, 경영권을 지배하는 대주주에게 최근의 거래된 주가 중 가장 높은 가격으로 자신의 주식을 매각할 수 있는 규정인 Cash Out Law, 퇴임 경영진에게 과도한 보상을 보장하는 Pension Parachutes 와 Silver Parachutes 등의 규정은 거의 모든 기업이 갖고 있지 않는 규정으로 조사되고 있다.

<표 5-3> 연도별 entrenchment 조항을 갖고 있는 기업의 빈도

기타 조항	연도					
	1990	1993	1995	1998	2000	2002
Limits to Special Meeting	24.8%	30.0%	32.0%	34.8%	38.3%	50.2%
Limits to Written Consent	24.8%	29.3%	32.1%	33.3%	36.2%	46.4%
No Cumulative Vote	81.6%	83.6	85.0%	87.8%	89.0%	90.4%
No Secret Ballot	97.1%	90.5%	87.8%	90.4%	89.1%	88.8%
Director Indemnification	40.8%	39.5%	38.5%	24.5%	23.6%	19.1%
Direct Indemnification Contracts	16.6%	15.2%	12.6%	11.2%	9.1%	8.1%
Director Liability	72.7%	69.2%	65.5%	47.2%	43.1%	33.9%
Compensation Plans	45.3%	66.1%	72.8%	63.2%	72.6%	74.0%
Severance Agreements	13.1%	5.5%	10.2%	11.2%	9.2%	6.1%
Uneuqal Vote	2.4%	2.0%	1.9%	1.7%	1.5%	1.6%
Blank Check	76.7%	80.1%	85.9%	88.0%	89.4%	90.8%
Fair Price	58.0%	59.1%	57.6%	49.4%	48.5%	44.0%
Cash out Law	4.1%	3.7%	3.6%	3.1%	2.7%	2.5%
Director Duties	10.4%	11.1%	10.9%	9.9%	10.2%	10.8%
Business Combination Law	84.1%	87.5%	87.4%	88.4%	89.0%	89.1%
Anti-green Mail	19.7%	20.8%	20.1%	17.1%	15.8%	15.0%
Pension Parachutes	4.0%	5.3%	4.0%	2.2%	1.5%	1.0%
Silver Parachutes	4.1%	4.9%	3.5%	2.4%	2.0%	1.7%

자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

Entrenchment조항의 수를 연도별로 살펴보면, 3개를 갖고 있는 기업의 빈도가 2002년에 27.2%로 가장 높다. Entrenchment조항의 수는 3개를 중심으로 거의 표준분포를 하는 것으로 보인다. Entrenchment조항을 하나도 가지고 있지 않은 기업은 조사대상의 7.3%밖에 되지 않으며, 6개 모든 조항을 다 가지고 있는 기업도 0.4%로 극히 드문 것으로 조사되었다.

<표 5-4> entrenchment 조항의 수와 빈도

Entrenchment Index	연도					
	1990	1993	1995	1998	2000	2002
0	13.0%	11.0%	11.0%	10.7%	7.9%	7.3%
1	18.2%	17.3%	17.6%	19.0%	18.0%	15.4%
2	24.3%	25.0%	25.4%	25.9%	24.0%	26.8%
3	25.4%	25.7%	25.3%	25.1%	27.6%	27.2%
4	14.7%	16.3%	16.7%	15.9%	18.2%	18.3%
5	3.7%	4.3%	3.8%	2.8%	3.8%	4.6%
6	0.7%	0.4%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%
합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

Entrenchment조항 간 상호 상관관계를 살펴보면 Poison Pill과 Golden Parachutes가 0,31로 높은 상관관계를 보였다. 규정의 변경과 정관의 변경과도 상호 상관관계가 높아, 두 조항을 동시에 가지고 있을 확률이 높을 암시한다.

<표 5-5> entrenchment조항 간 상관계수(Correlation):1990-2002

	Classified Board	Golden Parachute	Limits to Amend Bylaw	Limits to Amend Charter	Super-majority	Prison Pill
Classified Board	1					
Golden Parachute	0.167	1				
Limits to Amend Bylaw	0.202	0.063	1			
Limits to Amend Charter	0.093	0.018	0.24	1		
Supermajority	0.176	0.037	0.047	0.092	1	
Prison Pill	0.225	0.31	0.079	0.018	0.062	1

자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

기업의 상장시기 그리고 S&P 500기업인지의 여부등과 entrenchment조항의 수와의 관계를 살펴보면, 기업의 분류가 entrenchment조항의 수에 영향을 주지 않는 것으로 분석된다. S&P500 기업들의 entrenchment조항의 평균은 2.58개로 S&P 500이 아닌 기업의 평균은 2.46으로 조금 낮으나 큰 차이를 보이고 있지 않다. 기업의 상장시기가 90년대인 기업의 평균 조항 수는 2.3개, 1980년대 상장기업은 2.35개, 그리고 1980년대 이전 상장기업은 2.82로 이 또한 큰 차이를 보이고 있지 않다.

<표 5-6> 기업분류별 Entrenchment조항의 수

2002년 기업분류	평균	표준편차
S&P 500	2.58	1.29
Not in S&P 500	2.46	1.30
1990년대 상장	2.30	1.28
1980년대 상장	2.35	1.29
1980년대 이전 상장	2.82	1.27

자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

제2절 Entrenchment와 기업가치 및 주가 수익률

1) Entrenchment Index와 기업가치

Bebchuk, Cohen, & Ferrell(2005)은 entrenchment과 기업 가치와의 관계를 분석하기 위해 Kaplan & Zingales(1997)의 방법론을 사용하였다. 기업이 인수를 방어하기 위해 만든 조항들이 과연 기업의 가치에 얼마나 기여를 하는지를 분석하기 위해서 OLS 분석을 실시하였다. 종속변수는 Tobin's Q로 기업의 시장가치와 기업의 장부가가치의 비율이다. 설명변수는 level of insider ownership(경영진과 이사진의 주식소유비중), ROA(return on Asset: 순수익/자산), CAPEX/Asset(자본지출/자산), Leverage(Debt/Asset: 자산대비 부채비율), R&D per Sales(연구개발비/매출), Delaraware Incorporation(델라웨어주 법인 여부), Company Age(기업창업연수), Asset(자산), Other Provision Index(GIM Index(24개조항 중 해당개수) - entrenchment index), Entrenchment E(총 entrenchment 조항수), entrenchment index 1(entrenchment 조항이 하나인지 여부 1, 0), entrenchment index 2(entrenchment 조항이 2개인지 여부 1, 0), entrenchment index 3(entrenchment 조항이 3개를 갖고 있는지 여부 1, 0), entrenchment index 4(entrenchment 조항이 4개인지 여부 1, 0), entrenchment 5-6(entrenchment 조항이 5이상 6개인지 여부 1, 0)로 구성되어 있다.

<표 5-7> Tobin'Q 와 entrenchment index

설명 변수	종속변수: Log(Industry Adjusted Tobin's Q)OLS(standard error)	
	(1)	(2)
entrenchment index E	-0.044*** (0.004)	
entrenchment index 1		-0.092*** (0.023)
entrenchment index 2		-0.0146*** (0.022)
entrenchment index 3		-0.0155*** (0.023)
entrenchment index 4		-0.206** (0.023)
entrenchment index 5-6		-0.282*** (0.027)
Other Provision index	0.010*** (0.003)	0.010*** (0.003)
Log(Asset)	0.015*** (0.004)	0.015*** (0.004)
Log(Company Age)	-0.048*** (0.008)	-0.047*** (0.008)
Delaware Incorporation	-0.03*** (0.01)	-0.028*** (0.01)
Insider ownership	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
Insider ownership square	-0.00003 (0)	-0.00003 (0)
ROA	0.008 (0.009)	0.008 (0.009)
CAPEX/Assets	0.994*** (0.089)	1.00** (0.09)
Leverage	-0.544*** (0.046)	-0.553*** (0.046)
R&D Sales	0.002** (0.001)	0.001* (0.001)

주: 유의도 수준 10%: *, 5%:**, 1%:***
자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

기업이 인수에 대비해 마련한 각종 조항들(entrenchment index)은 기업의 가치에 음(-)의 관계가 있는 것으로 분석되었다. Entrenchment 조항의 수가 커지면 커질수록 마이너스 계수가 커지는 것을 알 수 있다. 추정식 (2)에서, entrenchment index 1의 계수는 -0.092 인데 반해 entrenchment index 5-6의 계수는 -0.282로 조항의 수와 거의 비례하여 상승하는 것을 알 수 있다. 연도별로도 Entrenchment Index와 기업 가치는 모든 기간에 있어 음(-)의 관계이면서 통계적으로 유의하나, 기타조항은 1998년 을 제외하면 통계적으로 유의하지 않은 것을 보이고 있다.

<표 5-8> 연도별 entrenchment index와 Tobin's Q

연도	Log(Industry Adjusted Tobin's Q) Mean regression		Industry-adjusted Tobin's Q Mean Regression	
	Entrenchment조항 Index	기타조항 Index	Entrenchment조항 Index	기타조항 Index
1992	-0.01(0.009)	0.003(0.006)	-0.028(0.021)	-0.002(0.014)
1993	-0.018*(0.011)	-0.003(0.007)	-0.058**(0.027)	-0.011(0.016)
1994	-0.018**(0.009)	0.004(0.006)	-0.052***(0.02)	0.010(0.014)
1995	-0.016(0.011)	0.0013(0.008)	-0.067(0.032)	0.008(0.026)
1996	-0.024**(0.01)	0.011(0.007)	-0.074*(0.029)	0.029(0.025)
1997	-0.014*(0.008)	0.005(0.007)	-0.058*(0.027)	0.017(0.022)
1998	-0.064***(0.014)	0.022**(0.009)	-0.209***(0.053)	0.066(0.033)
1999	-0.068***(0.015)	0.005(0.01)	-0.327***(0.077)	0.015(0.054)
2000	-0.03**(0.013)	0.003(0.009)	-0.089***(0.041)	-0.010(0.028)
2001	-0.017*(0.01)	0.006(0.007)	-0.044*(0.027)	0.016(0.019)
2002	-0.05***(0.013)	0.013*(0.007)	-0.0119***(0.028)	0.020(0.015)
Fama-Macbeth	-0.03***(0.000)	0.006**(0.00)	-0.102(0.001)	0.014***(0.000)

주: 유의도 수준 10%: *, 5%:**, 1%:***
자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

2) Entrenchment Index 와 주식 수익률

이 논문은 Entrenchment조항의 수와 수익률간의 관계를 분석하고 있다. Gompers, Ishii, and Metrick(2003)의 투자전략(Long vs. Short)모델과 Carhart(1997)의 4 factor model을 혼합하여 entrenchment와 수익률 간의 관계를 분석하였다. Carhart(1997)모델에 entrenchment index가 높은 포트폴리오와 낮은 포트폴리오간 수익률의 차이를 보기 위하여 Gompers, Ishii, and Metrick(2003)의 모델을 차입하였다.

$$Diff_t = \alpha + b_1 MKTRF_t + b_2 HML_t + b_3 SMB_t + b_4 Momentum_t + e_t \quad \text{.....1)}$$

Diff는 포트폴리오에 포함된 entrenchment index 수준별로 Long(장기보유)과 Short(단기보유)간 수익률의 차이를 의미한다. MKTRF는 시장전체의 평균 수익률에서 미국채 수익률(무위험 수익률)을 뺀 수익률을 의미한다. HML(High Minus Low)은 베타(주가변동에 따른 위험이 높은)가 높은 기업의 주식(High)의 수익률에서 베타가 낮은(Low)주식의 수익률을 뺀 수익률이다. SMB(Small Minus Big)는 소형주(Small:주가가 낮은 주식) 의 수익률에서 대형주(High:주식가격이 높은 주식)의 수익률을 뺀 수익률이다.

Momentum은 지난 11개월간 수익률 상위 30%인 주식의 평균 수익률에서 하위 30% 수익률을 뺀 값이다. 이 모델이 의미하는 것은 특정 포트폴리오를 장기보유하거나 단기 보유하는데 따른 수익률의 차이가 전반적인 시장의 등락(MKTRF), 고위험·고수익형 주식과 저위험·저수익형 주식 간 수익률 프리미움(HML), 소형주와 대형주간 수익률차이(SMB), 그리고 지난 11개월간 지속적으로 수익률이 높았던 주식이 탄력을 받아 계속 좋은 수익률을 내는 현상(Momentum)등으로도 설명이 되지 않는 초과 수익률을 계산하고자

하는 것이다. 식 1)은 entrenchment index가 높은 주식을 조기에 매도하고, index가 낮은 주식을 장기간 보유하는 투자전략이 그 외의 다른 투자전략에 비해 초과 수익률을 나타내는지를 보려는 의도이다.

아래 표는 Entrenchment의 수준이 낮은(조항이 없거나, 1개)기업과 높은 기업(조항의 수가 5개 이상인 기업)간 월간 평균수익률의 차이를 보여주고 있다. 수익률 계산기간은 1990년 9월부터 1999년 12월까지로 동일한 entrenchment 수준(조항의 수)인 기업들의 주식을 보유한 portfolio수익률을 조사한 것이다. 즉, 조사기간 중 entrenchment조항이 하나도 없는 기업만으로 구성된 portfolio의 월평균수익률은 1.74% 인데 반해 entrenchment 조항을 5개 이상 가지고 있는 기업만으로 구성된 주식 portfolio의 월 평균 수익률은 1.26%로 큰 차이를 보이고 있다. 기업이수에 방어적인 조항을 많이 가지고 있는 기업일수록 주식 수익률이 낮다는 것을 보여주고 있다.

<표 5-9> Entrenchment 수준별 수익률

Entrenchment Index Level	Equal Weight(동일비중)	Value Weight(자산비중)
Index 5-6	1.26%	1.51%
Index 4	1.40%	1.85%
Index 3	1.46%	1.93%
Index 2	1.59%	2.26%
Index 1	1.72%	2.33%
Index 0	1.74%	2.45%

자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

투자전략과 수익률도 분석을 하였는데, entrenchment index가 0(인수에 대비한 과도한 방어적인 규정을 하나도 가지고 있지 않는)인 기업의 주식을 장기간 보유하고, index가 5이상인 기업의 주식을 단기만 보유 또는 매도하는 투자전략을 취하는 portfolio의 월간 abnormal return은 0.61% 자산 가치

비중을 감안한 수익률은 1.16%로 분석하였다. 아래 표가 시사하는 것은 entrenchment index가 높은 기업일수록 조기에 매도하고 낮은 기업의 주식은 장기 보유하는 것이 수익률을 높이는 투자전략이라는 것을 보여주고 있다.

<표 5-10> Entrenchment 지수별 투자전략과 주식 수익률

Long - Short Portfolios	동일가중 수익률	자산비중감안 수익률
Index 0- Index 5,6	0.61***	1.16***
Index 0- index 4,5,6	0.42***	0.74***
Index 0,1 - Index 4,5,6	0.41***	0.62***
Index 0,1 - Index3,4,5,6	0.32***	0.52***
Index 0,1 - Index 3,4,5,6	0.25***	0.47***

주: 통계적 유의도 *: 10%, **: 5%, ***: 1%
자료: Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, 『What matters in Corporate Governance』, Discussion Paper No. 491, Harvard Law School

결론적으로 Entrenchment Model이 시사하는 바는 미국의 자본시장에서 경영권을 지나치게 방어하는 형태의 기업지배구조는 장기적으로 수익성이 상대적으로 낮을 수 있다는 것을 보여주고 있다.

3) 국민연금의 지분과 수익률

(1) 국민연금의 지분현황

<표 5-11> 국민연금 지분 5%이상 보유 기업의 2년간 수익률

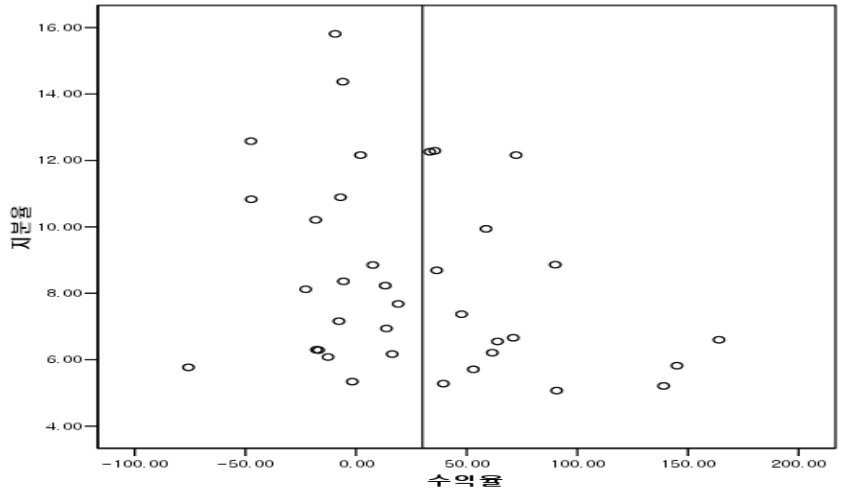
회사명	2년 누적 시간가중수익률(%) (2006.1-2007.12)	지분율(%) (2007.12)
건설화학	164	6.6
고려제강	145	5.82
대덕GDS	139	5.21
대한전선	90.66	5.07
대한항공	90.00	8.86
대한항공우	72.32	12.16

회사명	2년 누적 시간가중수익률(%) (2006.1-2007.12)	지분율(%) (2007.12)
동아타이어	71.05	6.66
동원F&B	63.93	6.55
디씨엠	61.56	6.21
롯데삼강	58.76	9.94
메리츠화재	53.02	5.71
삼천리	47.69	7.37
삼환기업	39.44	5.28
성신양회	36.45	8.69
세방	35.60	12.29
신세계IC	33.33	12.26
KOSPI 100	29.71	
KOSPI 대형주	31.27	
에스엘	19.06	7.68
우주일렉트로	16.36	6.17
위닉스	13.73	6.94
유성기업	13.20	8.23
유한양행	7.59	8.85
인지컨트롤스	2.00	12.16
제일모직	-1.69	5.34
코리안리	-5.67	8.36
한국금융지주우	-5.95	14.37
한국제지	-7.03	10.89
한라건설	-7.72	7.16
한솔제지	-9.44	15.81
한솔LCD	-12.63	6.08
한진	-16.92	6.29
호텔신라	-17.88	6.3
FnC코오롱	-18.20	10.21
GS우	-22.75	8.12
LG상사	-47.34	10.83
LS산전	-47.50	12.58
WISCOM	-75.71	5.77

국민연금이 5%이상 지분소유에 대한 공시를 시작한 2004년부터 2008년까지 계속 5%이상 지분을 소유하고 있는 기업 36개에 대해 지분율과 2006년 1월부터 2007년 12월까지 2년간의 수익률을 분석해 보았다. 수익률은 금

융위기 등으로 인해 편의가 발생할 수 있는 2008년은 제외하고 2006년과 2007년 일 단위 시간가중 2년 기하 평균 수익률을 계산해 보았다. 수익률은 164%에서 -75%까지 아주 다양한 결과를 보였다. 이들 36개 기업은 국민연금이 2004년부터 현재까지 지속적으로 5%이상 지분을 보유하고 있기 때문에 국민연금이 수년간 영향력 있는 주주의 지위를 유지한 기업들이다. 이들 기업의 수익률을 KOSPI100수익률과 KOSPI대형주수익율과 비교해 보았다. 이들 지수 수익률보다 높은 수익률을 보인 기업은 16개이고 나머지 20개 기업은 지수수익률 보다 낮은 수익률을 보였다. 앞에서 CalPERS와 CPPIB의 책임 있는 투자(Responsible Investing)는 환경과 사회적 문제에서도 책임감을 갖는 것이지만, 기업의 경영이 지속적인 가치경영이 될 수 있도록 지배구조의 건전성을 확보하는 것도 중요하다. 국민연금의 의결권행사가 CalPERS나 CPPIB보다는 소극적이었다고 판단되고, 지분이 높은 기업의 실적이 좋지 않은 경우에는 대주주로서 기업경영에 적극적으로 참여를 했어야만 한다고 본다.

[그림 5-1] 지분율과 수익률(2006.1~2007.12)



위 [그림 5-1]은 이들 36개 기업의 지분율과 2년 누적 수익률의 산포도를 나타낸 것이다. 국민연금지분율과 수익률 간에는 어떠한 양상도 찾아볼 수 없다. 국민연금이 장기간 많은 지분을 보유한 것과 기업의 실적개선과는 무관하다는 것을 시사하므로 국민연금이 지분에 대한 책임의식을 가져야 하며, 의결권행사의 지침 등을 정교히 해서 기업실적이 수년 간 부진한 경우에는 적극적으로 안건상정 등으로 이사회 이사의 교체 또는 경영진교체 등도 고려해야 한다.

국민연금이 주식투자에 대한 비중을 2008년 초까지 지속적으로 늘려왔기 때문에 국내주식시장에서의 비중이 커지고 있다. 이에 대한 우려의 목소리도 있는 것이 사실이다. 2004년부터 2008년 현재까지 지속적으로 지분 5% 이상을 보유하고 있는 기업들에 대한 지분변화를 살펴보면, 이들 기업에 대한 지분상승이 일어나지는 않은 것으로 보인다. 다만, 지분 5%이상 기업의 수가 2005년에는 87개 기업에서 2007년 말에는 102개소로 5%이상인 기업의 수가 늘어나는 것을 알 수 있다.

<표 5-12> 2005년 12월 이후 국민연금 지분 5%이상 유지한 기업의 지분율 변화

기업명	2005년 12월	2006년 6월	2007년 6월	2007년 12월
건설화학	6.64	7.01	7.89	6.6
고려제강	7.32	8.33	6.2	5.82
대덕GDS	5.47	6.87	9.68	5.21
대한전선	8.06	6.44	7.77	5.07
대한항공	8.72	6.12	9.4	8.86
대한항공우	7.35	6.04	12.31	12.16
동아타이어	7.06	6.06	6.11	6.66
동원F&B	9.32	10.4	6.32	6.55
디씨엠	8.19	8.47	6.2	6.21
롯데삼강	7.19	6.8	10.56	9.94
메리츠화재	5.29	6.57	6.48	5.71

기업명	2005년 12월	2006년 6월	2007년 6월	2007년 12월
삼천리	7.95	8.34	8.44	7.37
삼환기업	7.59	6.71	5.75	5.28
성신양회	7.06	8.02	12.16	8.69
세방	8.1	9.35	10.91	12.29
신세계 I&C	9.44	11.83	8.88	12.26
에스엘	6.22	12.62	12.16	7.68
우주일렉트로	7.27	7.95	8.99	6.17
위닉스	7.13	8.22	7.07	6.94
유성기업	8.48	8.37	9.37	8.23
유한양행	10.36	8.06	8.75	8.85
인지컨트롤스	9.62	11.84	10.61	12.16
제일모직	8.55	6.49	6.98	5.34
코리안리	6.64	5.48	7.36	8.36
한국금융지주우	5.05	11.47	15.88	14.37
한국제지	7.27	9.74	10.47	10.89
한라건설	7.91	6.79	6.56	7.16
한솔제지	10.33	10.66	14.19	15.81
한솔LCD	13.43	11.04	6.38	6.08
한진	12.81	10.31	6.97	6.29
호텔신라	10.13	6.95	6.77	6.3
FnC코오롱	9.21	10.62	10.31	10.21
GS우	7.46	7.46	15.41	8.12
LG상사	8.4	7.68	11.05	10.83
LS산전	11.25	10.85	14.44	12.58
WISCOM	5.78	5.79	5.77	5.77

주: 2005년 12월에 5%이상인 기업 중에서 2007년 12월까지 지속적으로 5%가 유지된 기업만을 선정
자료: 국민연금관리공단 홈페이지

제6장 결론 및 정책건의

국민연금기금의 규모가 기하급수적으로 증가해 나감에 따라 기금운용위원회의 역할은 더욱 막중하게 되었다. 지금까지는 기금의 안정적인 운용에 초점이 맞추어져 있었어나 국내금융시장 특히 주식의 지분이 지속적으로 상승하는데 따른 의결권행사라는 새로운 임무를 수행해야만 한다. 주식의결권행사위원회는 매년 연도말 기금운용위원회에 의결권행사지침개선(안)을 상정하는 등의 노력을 통해 주식의결권행사위원회의 기능 및 역할이 지난 3~4년 동안 체계적으로 발전되어 왔다. 시장에서 국민연금은 바람직한 기업의 지배구조로의 정착을 위해 선두적인 역할을 해야함은 분명한 사실이다. 주식의결권행사와 관련하여 국민연금이 어떤 의견을 제시했는가는 시장에서 signaling 효과는 크며 기관투자자의 주식의결권행사방향에 간접적으로 영향력을 미칠 수 있을 것으로 판단된다.

CalPERS나 CPPIB와 같이 기업지배구조에 대한 발전적인 방향에서의 보다 적극적인 의견제시가 우리나라의 국민연금에서도 필요한 시기가 되었다는 것을 알 수 있다. 지금까지는 국민연금은 극히 보수적인 입장을 취하였으며 큰 문제가 되지 않는 한 기업의 지배구조에 대해 의결권행사를 통해 간여하지 않은 것이 사실이다. 해외문헌을 보더라도 기관투자자들의 적극적인 의결권행사야 말로 기업을 장기적으로 수익성이 높고, 가치가 높은 기업으로 발전시킨다는 것을 알 수 있다. 국민연금의 주식지분이 급증하는 상황에서 UN에서 조차 권장하는 ESG(환경, 사회문제, 기업지배구조)에 대한 적극적인 의견의 제시는 더 이상 미룰 수 없는 시점에 왔다고 본다. 공적연금이 기업을 지배한다는 반대의 여론도 있을 수 있으나, 전 세계적인 추세인 만큼 국민연금도 보다 전문적인 의결권행사 제도를 구축하여야 할 것이

다. UN등 세계기구나 CalPER와 CPPIB와 같은 해외공적연금은 보수적인 입장이 아닌 구체적인 사안에 까지 연금가입자의 이익을 대변하는 방향에서 기업의 성과와 경영목표등을 관리해 나가고 있다.
해외공적연금이 전문기관에 위탁하여 의결권행사관련 컨설팅서비스를 받는 것을 국민연금도 고려해 보아야 할 것이다. 국내주식 뿐만 아니라 해외 투자가 늘어나는 시점을 대비하기 위해서라도 전문기관과의 협력체계는 필요하다고 본다.

참고문헌

기금운용실무위원회, 회의자료, 2008년도 1차~3차.

한국증권선물거래소, 주식및 채권자료(각년도).

CalPERS, 『CFAR』 2007.

CPPIB, 『Annual Report』 2007.

연금기금운용의 평가와 정책과제, 문형표, 한국개발연구원 경제·인문사회연구회 협동연구 총서 07-01-04.

좋은기업지배구조연구소, 『국민연금가굼 보유주식에 따른 의결권 행사체계 합리화방안』, 2002.

좋은기업지배구조연구소, 『국민연금의결권행사현황분석』, 2008년 1월.

부 록

<부표 1> 지분율 10% 이상 종목명 및 지분율 연도별 5%지분 보유현황

기업명	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 6월말	2007년 12월말	2008년 3월말	총 누계
건설화학	7	6.64	7.01	7.89	6.6	6.75	41.89
고려아연	5.91	0	0	0	0	0	5.91
고려제강	5.71	7.32	8.33	6.2	5.82	6.27	39.65
광전자	8.07	8.06	5.77	0	0	0	21.9
광주신세계	0	5.17	0	6.08	0	0	11.25
금강철강	0	0	0	0	6.25	7.08	13.33
금호석유	5.11	0	0	6.06	0	0	11.17
금호전기	0	6.43	0	0	0	0	6.43
남해화학	0	0	0	0	0	5	5
넥센타이어	7.25	0	0	5.44	5.6	6.06	24.35
넥스턴	0	0	0	0	5.34	0	5.34
녹십자	0	0	0	0	5.3	5.67	10.97
농심	8.2	6.69	5.59	5.04	0	0	25.52
누리텔레콤	0	0	0	0	0	5.14	5.14
다음	0	0	0	0	5.37	6.79	12.16
대덕GDS	6.22	5.47	6.87	9.68	5.21	5.23	38.68
대상	6.46	6.77	0	0	0	5.63	18.86
대상홀딩스	0	6.27	5.44	0	0	0	11.71
대우증권	0	0	0	5.1	0	0	5.1
대원강업	8.11	6.08	5.51	0	0	0	19.7
대원제약	0	0	0	0	5.98	0	5.98
대창단조	0	0	0	0	6.28	9.94	16.22
대한전선	0	8.06	6.44	7.77	5.07	0	27.34
대한제강	0	0	0	0	6.83	7.61	14.44
대한항공	9.91	8.72	6.12	9.4	8.86	7.99	51
대한항공우	0	7.35	6.04	12.31	12.16	11.93	49.78
동국제강	0	0	0	0	0	5.39	5.39
동부건설	0	0	0	5.96	0	0	5.96
동부건설우	0	0	0	0	14.06	14.06	28.12
동부제철	5.02	0	0	0	0	0	5.02
동아제약	8.64	0	0	0	5.34	7.35	21.33
동아타이어	0	7.06	6.06	6.11	6.66	6.67	32.56
동양기전	12.33	0	0	5.13	0	0	17.46
동양종금증권	0	0	0	0	0	5.13	5.13
동원금속	0	7.58	0	0	0	0	7.58
동원산업	0	5.4	0	5.8	0	0	11.2
동원F&B	5.73	9.32	10.4	6.32	6.55	0	38.32

기업명	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 6월말	2007년 12월말	2008년 3월말	총 누계
동화약품	0	0	0	6.51	10.45	10.52	27.47
디씨엠	0	8.19	8.47	6.2	6.21	5.82	34.89
디에스엘시디	0	5.18	7.62	0	0	0	12.8
롯데삼강	0	7.19	6.8	10.56	9.94	8.7	43.19
리노공업	0	5.56	7.14	0	0	0	12.7
메리츠화재	0	5.29	6.57	6.48	5.71	0	24.05
모두투어 네트워크	0	0	0	5.93	5.17	5.82	16.92
모아텍	0	0	0	0	6.98	7.87	14.85
모젬	0	0	6.36	0	0	0	6.36
범우이엔지	0	0	8.09	0	0	0	8.09
삼성물산	0	0	0	5.35	5.24	5.28	15.87
삼성전기	0	5.38	6.29	6.07	0	0	17.74
삼성정밀화학	6.55	0	0	0	0	0	6.55
삼성증권	0	0	0	0	6.1	0	6.1
삼성테크윈	0	0	0	0	0	5.23	5.23
삼성SDI	5.93	0	0	0	0	0	5.93
삼양사	0	0	0	5.72	5.85	6.11	17.68
삼양제넥스	5.54	0	0	0	0	0	5.54
삼영무역	0	0	0	0	6.69	6.82	13.51
삼영전자	5.54	6.36	6.25	0	5.12	5.23	28.5
삼익악기	0	7.36	6.24	0	0	0	13.6
삼익THK	5.17	0	0	0	0	0	5.17
삼천리	9.74	7.95	8.34	8.44	7.37	7.51	49.35
삼환기업	5.15	7.59	6.71	5.75	5.28	5.33	35.81
상신브레이크	0	8.06	5.43	0	0	0	13.49
성도이엔지	0	0	5.89	0	0	0	5.89
성보화학	0	0	0	0	7.27	8.49	15.76
성신양회	0	7.06	8.02	12.16	8.69	5.23	41.16
세방	9.82	8.1	9.35	10.91	12.29	13.35	63.81
세아제강	5.57	0	0	5.16	0	5.32	16.05
세이브존I&C	6.91	0	0	0	0	0	6.91
세종공업	0	0	0	5.09	0	0	5.09
소프트맥스	0	0	5.45	0	0	0	5.45
신세계 I&C	0	0	11.83	8.88	12.26	8.06	41.03
신세계푸드	0	0	0	0	6.05	6.01	12.06
신세계I&C	0	9.44	0	0	0	0	9.44
신한지주	5.19	0	0	0	0	0	5.19

기업명	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 6월말	2007년 12월말	2008년 3월말	총 누계
신화인터텍	0	5.38	5.35	0	0	0	10.73
아가방	0	6.73	6.73	0	0	0	13.46
아가방컴퍼니	0	0	0	6.43	6.43	6.6	19.46
에스에프에이	0	5.03	0	0	6.51	5.23	16.77
에스엘	5.47	6.22	12.62	12.16	7.68	7.88	52.03
에이스디지텍	0	5.79	0	5.24	5.56	6.65	23.25
에프에스티	0	0	0	9.34	8.26	0	17.6
에피밸리	0	0	0	0	0	5.12	5.12
엠텍비젼	0	0	13.23	0	0	0	13.23
엠파스	0	5.09	0	0	0	0	5.09
오리온	6.12	0	0	0	8.5	10.53	25.15
오브제	0	0	5.24	0	0	0	5.24
우리투자증권	0	0	0	5.06	0	0	5.06
우주일렉트로	0	7.27	7.95	8.99	6.17	5.82	36.2
위닉스	0	7.13	8.22	7.07	6.94	7.43	36.78
유니드	0	0	0	0	5.66	5.64	11.3
유니퀘스트	0	5.73	5.94	0	0	0	11.67
유니테스트	0	0	0	0	0	6.4	6.4
유성기업	0	8.48	8.37	9.37	8.23	8.03	42.47
유한양행	11.51	10.36	8.06	8.75	8.85	9.59	57.11
율촌화학	0	0	0	7.84	0	0	7.84
이니텍	0	0	0	0	0	5.06	5.06
인지컨트롤스	0	9.62	11.84	10.61	12.16	7.84	52.06
인크루트	0	0	0	8.03	8	8	24.03
인탑스	0	0	0	6.26	0	0	6.26
인프라웨어	0	0	0	7.15	9.94	0	17.09
자화전자	8.17	0	0	0	0	0	8.17
전북은행	0	0	5.29	10.6	10.02	9.58	35.49
제일기획	0	0	0	6.73	5.37	0	12.1
제일모직	9.21	8.55	6.49	6.98	5.34	5.88	42.46
제일저축은행	0	0	0	6.86	5.55	0	12.41
종근당	5.2	6.77	5.98	6.35	0	0	24.3
지엔코	0	12.15	7.85	6.04	0	0	26.04
진성티이씨	0	10.56	8	0	0	0	18.56
코닉시스템	0	6.71	0	0	0	0	6.71
코디콤	0	7.87	9.27	0	0	0	17.14
코리아써키트	0	7.18	0	0	0	0	7.18
코리안리	9.44	6.64	5.48	7.36	8.36	10.5	47.78

기업명	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 6월말	2007년 12월말	2008년 3월말	총 누계
코스맥스	0	0	0	0	6.42	6.31	12.73
코오롱유화	6	6.3	7.37	0	0	0	19.67
크라운제과	0	5.44	0	0	0	0	5.44
태경산업	5.01	0	0	0	0	0	5.01
태영건설	0	0	0	0	5.9	7.99	13.89
테크노세미켐	0	5.46	0	0	0	0	5.46
텔레칩스	0	0	0	5.48	7.56	5.4	18.44
텔코웨어	0	6.2	0	0	0	0	6.2
티에스엠텍	0	0	6.67	6.28	0	0	12.95
티엘아이	0	0	0	0	5.27	5.72	10.99
파워로직스	0	8.88	0	0	0	0	8.88
퍼시스	0	5.55	0	0	0	0	5.55
평화산업	0	11.27	9.69	0	0	0	20.96
평화홀딩스	10.96	0	10.5	0	7.02	7.02	35.5
포리올	0	6.29	5.84	0	0	0	12.13
포인트아이	0	0	0	0	8.02	0	8.02
폴리플러스	0	0	0	0	0	5.78	5.78
풀무원	0	0	0	5.56	6.61	6.64	18.81
풍림산업	0	0	5.52	0	0	0	5.52
풍산	0	0	12.66	9.54	7.25	6.31	35.76
풍산홀딩스	5.76	0	0	0	0	0	5.76
하나마이크론	0	0	0	0	9.63	8.3	17.93
한국공항	0	0	5.34	5.71	5.98	6.01	23.04
한국금융 지주우	0	5.05	11.47	15.88	14.37	10.45	57.22
한국단자	0	0	0	6.34	0	0	6.34
한국제지	7.91	7.27	9.74	10.47	10.89	12.26	58.54
한국트로닉스	0	6.24	0	0	0	0	6.24
한국프랜지	10.38	0	0	0	0	0	10.38
한단정보통신	0	0	0	5.9	9.28	10.02	25.2
한라건설	11.51	7.91	6.79	6.56	7.16	6.88	46.81
한미약품	5.36	0	0	7.32	11.72	11.79	36.19
한미캐피탈	0	5.27	0	0	0	0	5.27
한샘	0	0	0	8.18	9.68	10.77	28.62
한섬	0	0	0	7.6	0	0	7.6
한성엘컴텍	0	0	8.53	7.17	0	0	15.7
한세실업	8.35	0	0	0	0	0	8.35
한솔제지	6.79	10.33	10.66	14.19	15.81	15.34	73.12

기업명	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 6월말	2007년 12월말	2008년 3월말	총 누계
한솔케미칼	0	0	0	0	5.81	5.66	11.47
한솔LCD	0	13.43	11.04	6.38	6.08	7.07	44
한일시멘트	0	0	5.2	5.91	5.55	5.56	22.21
한진	14.14	12.81	10.31	6.97	6.29	8.08	58.6
한진해운	5.61	0	0	6.29	5.33	0	17.23
한화	5.01	0	0	0	0	0	5.01
현대미포조선	5.77	0	0	0	0	0	5.77
현대백화점 H&S	0	6.77	0	0	0	0	6.77
현대제철	0	0	0	5.63	5.13	0	10.76
현대차	0	0	0	0	0	5.27	5.27
현대차2우B	5.27	0	0	0	0	0	5.27
현대해상	0	5.42	0	6.13	6.16	5.55	23.25
현대EP	0	0	0	0	5.23	5.26	10.49
현대H&S	0	0	5.82	7.16	0	0	12.98
현원	0	0	5.4	0	0	0	5.4
혜인	0	0	5.95	8.26	8.03	9.05	31.29
호텔신라	10.19	10.13	6.95	6.77	6.3	6.8	47.14
화인케미칼	0	5.37	0	0	0	0	5.37
환인제약	6.76	6.59	5.37	0	0	0	18.72
효성	0	0	5.18	7.11	6.16	6.34	24.79
휴켐스	8.58	8.24	5.98	0	0	0	22.8
희림	0	0	0	0	6.71	6.45	13.16
CJ	5.32	0	5.15	0	5.38	5.13	20.98
CJ CGV	0	8.69	8.4	0	0	0	17.09
CJ우	5.06	0	5.2	8.91	7.58	7.58	34.32
CJ제일제당	0	0	0	0	5.18	0	5.18
CJ제일제당 우	0	0	0	0	7.54	0	7.54
CJ제일제당우	0	0	0	0	0	7.54	7.54
FnC코오롱	0	9.21	10.62	10.31	10.21	10.24	50.59
GS건설	8.43	8.03	6.34	0	0	0	22.8
GS우	7.58	7.46	7.46	15.41	8.12	6.26	52.29
KCC	6.19	5.17	0	0	0	0	11.36
KODEX200	15.22	0	0	0	0	0	15.22
KPX케미칼	6.83	0	0	0	0	0	6.83
LG마이크론	0	6.73	7.5	0	5.96	5.42	25.61
LG상사	7.67	8.4	7.68	11.05	10.83	11.25	56.87
LG생명과학	6.22	9.74	7.65	0	0	0	23.61

기업명	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 6월말	2007년 12월말	2008년 3월말	총 누계
LG생활건강우	5.71	5.41	5.41	0	0	0	16.53
LG우	0	0	0	5.28	0	0	5.28
LG전자	0	0	0	0	5.74	5.87	11.61
LG패션	0	0	0	11.48	10.76	10.7	32.94
LG화학	5.07	6.08	0	7.86	6.62	6.41	32.04
LG화학우	8.21	6.9	0	0	0	0	15.11
LIG손해보험	5.01	0	5.1	5.16	0	0	15.27
LS	7.61	0	0	0	0	0	7.61
LS산전	8.74	11.25	10.85	14.44	12.58	10.78	68.64
S&T대우	0	0	0	6.12	7.99	7.97	22.08
S&T홀딩스	5.14	0	0	0	10.26	0	15.4
S&TC	0	0	10	10.61	0	5.74	26.35
SBS	6.56	6.39	0	0	6.25	6.95	26.15
SBS홀딩스	0	0	0	0	0	5.76	5.76
SIMPAC	0	0	5.13	0	0	0	5.13
SK	0	0	0	0	5.22	0	5.22
SK케미칼	0	0	0	8.87	8.65	10.45	27.97
SKC	0	0	0	5.57	0	0	5.57
STX엔진	5.15	0	0	0	0	0	5.15
STX조선	5.36	0	0	6.1	0	0	11.46
WISCOM	0	5.78	5.79	5.77	5.77	6.12	29.23

<부표 2> 지분율 10% 이상 종목명 및 지분율

종목명	지분율
한솔제지	15.807
한국금융지주우	14.375
동부건설우	14.062
LS산전	12.576
세방	12.290
신세계 I&C	12.259
인지컨트롤스	12.157
대한항공우	12.155
한미약품	11.723
한국제지	10.893
LG상사	10.825
LG패션	10.762
동화약품	10.445
S&T홀딩스	10.261
FnC코오롱	10.207
전북은행	10.022

<부표 3> 지분율 7%~10%미만 종목 명 및 지분율

종목명	지분율
롯데삼강	9.938
인프라웨어	9.938
한샘	9.677
하나마이크론	9.627
한단정보통신	9.283
대한항공	8.864
유한양행	8.846
성신양회	8.694
SK케미칼	8.651
오리온	8.498
코리안리	8.364
에프에스티	8.255
유성기업	8.228
GS우	8.117
혜인	8.029
포인트아이	8.020
인크루트	8.001
S&T대우	7.991
에스엘	7.683
CJ우	7.575
텔레칩스	7.558
CJ제일제당 우	7.544
삼천리	7.370
성보화학	7.271
풍산	7.248
한라건설	7.162
평화홀딩스	7.024

<부표 4> 지분율 6%~7% 미만 종목명 및 지분율

종목명	지분율
모아텍	6.977
위닉스	6.935
대한제강	6.828
희림	6.709
삼영무역	6.692
동아타이어	6.661
LG화학	6.620
풀무원	6.613
건설화학	6.604
동원F&B	6.550
에스에프에이	6.515
아가방컴퍼니	6.428
코스맥스	6.422
호텔신라	6.305
한진	6.289
대창단조	6.280
SBS	6.251
금강철강	6.246
디씨엠	6.209
우주일렉트로	6.167
효성	6.163
현대해상	6.157
삼성증권	6.102
한솔LCD	6.079
신세계푸드	6.047

<부표 5> 지분율 5%~6% 미만 기업명 및 지분율

기업명	지분율
대원제약	5.980
한국공항	5.980
LG마이크론	5.960
태영건설	5.897
삼양사	5.855
고려제강	5.822
한솔케미칼	5.808
WISCOM	5.771
LG전자	5.743
메리츠화재	5.714
유니드	5.660
넥센타이어	5.604
에이스디지텍	5.563
제일저축은행	5.551
한일시멘트	5.548
CJ	5.375
제일기획	5.366
다음	5.366
제일모직	5.345
동아제약	5.339
넥스턴	5.339
한진해운	5.328
녹십자	5.301
삼환기업	5.280
티엘아이	5.267
삼성물산	5.240
현대EP	5.230
SK	5.217
대덕GDS	5.211
CJ제일제당	5.176
모두투어네트워크	5.168
현대제철	5.128
삼영전자	5.115
대한전선	5.067

간행물회원제 안내

▶ **회원에 대한 특전**

- 본 연구원이 발행하는 판매용 보고서는 물론 「보건복지포럼」, 「보건사회연구」도 무료로 받아보실 수 있으며 일반 서점에서 구입할 수 없는 비매용 간행물은 실비로 제공합니다.
- 가입기간 중 회비가 인상되는 경우라도 추가 부담이 없습니다.

▶ **회비**

- 전체간행물회원 : 120,000원
- 보건분야 간행물회원 : 75,000원
- 사회분야 간행물회원 : 75,000원

▶ **가입방법**

- 홈페이지 - 발간자료 - 간행물회원등록을 통해 가입
- 유선 및 이메일을 통해 가입

▶ **회비납부**

- 신용카드 결재
- 온라인 입금 : 우리은행(019-219956-01-014) 예금주 : 한국보건사회연구원

▶ **문의처**

- (122-705) 서울특별시 은평구 진흥로 268 한국보건사회연구원 지식관리센터 간행물 담당자 (Tel : 02-380-8234)

도서판매처

- **한국경제서적(총판) 737-7498**
- **교보문고(광화문점) 1544-1900**
- **영풍문고(종로점) 399-5600**
- **서울문고(종로점) 2198-2307**
- **Yes24 http://www.yes24.com**
- **알라딘 http://www.aladdin.co.kr**

KIHASA 한국보건사회연구원 신간 안내

보고서 번호	서 명	저자	가격
연구 08-01	건강수명의 사회계층간 형평성과 정책과제	강은정	6,000
연구 08-02	여성 흡연과 음주의 요인 및 정책대안	서미경	9,000
연구 08-03	공공보건조직의 효율성 분석 및 운영 합리화 방안	신호성	7,000
연구 08-04	건강한 미래세대를 위한 영양 관련 요인 분석과 정책과제: 모유수유 및 아동·청소년 영양문제를 중심으로	김혜련	7,000
연구 08-05	남북한간 보건의료 교류·협력의 효율적 수행체계 구축방안 연구	이상영	6,000
연구 08-06	저소득층 생계비 지원정책의 개선방안 연구	강신욱	7,000
연구 08-07	건강보험 지불제도와 의료공급자의 진료행태: 의료공급자의 유인 수요와의 연관성 파악	허순임	미정
연구 08-08	공적연금의 지속 가능성에 관한 연구: 재정적·정치적 지속 가능성 중심으로	윤석명	미정
연구 08-09	국민연금 기금운용 성과 평가	원종욱	7,000
연구 08-10	사회통합을 위한 사회적 배제계층 지원방안 연구: 사회적 배제의 역동성 및 다차원성 분석을 중심으로	김안나	9,000
연구 08-11	사회재정지출의 효율성과 형평성 분석	최성은	6,000
연구 08-12	한국복지모형에 대한 연구: 그 보편성과 특수성	노대명	미정
연구 08-13	한국인의 행복결정요인과 행복지수에 관한 연구	김승권	미정
연구 08-14	다문화시대를 대비한 복지정책방안	김유경	미정
연구 08-15	아동 · 청소년복지 수요 추계 연구 I	김미숙	미정
연구 08-16	지역복지 활성화를 위한 사회자본형성의 실태와 과제	박세경	미정
연구 08-17	노년기 사회경제적 불평등의 다차원적 구조분석	이소정	8,000
연구 08-18-1	2008년 국민기초생활보장제도 모니터링 및 평가 연구-조건부 수급자를 중심으로	이태진	7,000
연구 08-18-2	국민기초생활보장제도 모니터링 실효성 제고를 위한 기초연구 - 법, 조직, 정보 인프라를 중심으로	이현주	6,000
연구 08-18-3	2008 빈곤통계연보	김태완	8,000
연구 08-18-4	의료급여 사례관리 효과분석 II	신영석	6,000
연구 08-18-5	의료급여 선택병의원제도에 대한 모니터링 및 평가 연구	신현웅	미정
연구 08-18-6	서구 근로빈곤문제의 현황과 쟁점	노대명	6,000
연구 08-19-1	국민연금기금의 의결권행사 기준개선을 위한 해외사례 연구	원종욱	6,000
연구 08-19-2	한국의 복지 GNP	홍석표	5,000
연구 08-20-1	저출산·고령사회 기본계획의 추진실태와 효율화 방안 연구	오영희	10,000
연구 08-20-2	저출산·고령사회관련 주요 현안 및 대응방안 연구	오영희	9,000
연구 08-20-3	저출산 대응 정책의 효과성 평가에 관한 연구	이삼식	7,000
연구 08-20-4	저출산·고령사회에 대응한 여성인적자본의 효율적 활용방안	신윤정	6,000
연구 08-20-5	노인 장기요양보장체계의 현황과 개선방안	선우덕	9,000
연구 08-20-6	농촌지역 고령자의 생활기능 자립을 위한 보건복지 지원체계 모형 개발	선우덕	5,000
연구 08-20-7	노후생활안정을 위한 인적 및 물적 자산 활용방안	김수봉	미정
연구 08-20-8	국제적 관점에서 본 고령화에 대한 정책적 대응현황과 과제	정경희	6,000

보고서 번호	서 명	저자	가격
연구 08-21-1	2008년 한국복지패널 기초분석 보고서	김미곤	15,000
연구 08-21-2	2007년 한국복지패널 심층분석 보고서	여유진	9,000
연구 08-22-1	한국의료패널 예비조사 결과 보고서	정영호	9,000
연구 08-22-2	2008년 한국의료패널 조사 진행 보고서	정영호	8,000
연구 08-23-1-1	사회재정사업의 평가	유근춘	미정
연구 08-23-1-2	사회재정사업의 평가 -가족복지서비스 전달체계의 운영평가: 상담서비스 네트워크를 중심으로	고경환	6,000
연구 08-23-2	사회재정평가지침-사례와 분류	유근춘	미정
연구 08-23-3	조세 및 사회보장 부담이 거시경제에 미치는 영향-연립방정식 모형을 이용한 시뮬레이션 분석	남상호	미정
연구 08-23-4	의료급여 재정모형과 재정지출 전망	최성은	미정
연구 08-23-5	복지제도의 발전방향 모색-가족부문 투자	유근춘	미정
연구 08-23-6	정부의 복지재정지출 DB 구축 방안에 관한 연구(2차년도)	고경환	5,000
연구 08-23-7	2008 사회예산 분석과 정책과제	최성은	7,000
연구 08-24-1	국립소록도병원의 만성병 관리체계에 대한 건강영향평가	강은정	5,000
연구 08-24-2	드림스타트의 건강영향평가	강은정	7,000
연구 08-24-3	KTX의 건강영향평가 -의료이용을 중심으로	김진현	미정
연구 08-24-4	기후변화에 따른 전염병 감시체계 개선방안	신호성	6,000
연구 08-25	보건의료자원배분의 효율성 증대를 위한 모니터링시스템 구축 및 운영(1년차)	오영호	5,000
연구 08-26	인터넷 건강정보 평가시스템 구축 및 운영	송태민	8,000
연구 08-27-1	능동적 복지의 개념정립과 정책과제	김승권	8,000
연구 08-27-2	보건복지재정 적정화 및 정책과제	유근춘	미정
연구 08-27-3	능동적 복지개념에 부합된 국민건강보험제도의 체계개편 방안	신영석	6,000
연구 08-27-4	능동적 복지와 사회복지서비스 실천방안	김승권	6,000
연구 08-27-5	능동적 복지 구현을 위한 건강투자 전략	최은진	6,000
연구 07-01	한미 FTA 협상과 의약품 관리제도의 발전적 개선방안	박실비아	8,000
연구 07-02	보건의료 인력자원의 지역별 분포의 적정성과 정책과제	오영호	9,000
연구 07-03	근거기반의 건강증진사업 추진 활성화 전략	최은진	7,000
연구 07-04	고령사회에 대비한 국가영양관리 발전전략 모색	김혜련	10,000
연구 07-05	건강보험 적정 보장성 확보방안	허순임	8,000
연구 07-07	국민연금운용시스템 및 관리감독체계 개선방안	원종욱	7,000
연구 07-08	근로빈곤층에 대한 국제비교연구: 실태와 정책을 중심으로	노대명	6,000
연구 07-09	교육 불평등과 빈곤의 대물림	여유진	7,000
연구 07-10	사회재정지출 성과관리 및 효과분석 방안	최성은	8,000
연구 07-11	한국 사회복지정책의 평가와 발전방안(II) - 지방자치단체를 중심으로 -	김승권	12,000
연구 07-12	사회서비스 공급의 역할분담 모형개발과 정책과제 - 국가·시장·비영리민간의 재정분담 및 공급참여 방식	강혜규	10,000
연구 07-13	한국의 아동빈곤실태와 빈곤아동지원방안	김미숙	7,000
연구 07-14	복지욕구 다양화에 따른 장애인 복지지표 개발연구	변용찬	7,000

보고서 번호	서 명	저자	가격
연구 07-15	유비쿼터스 기반의 e-Welfare 현황 및 발전방향 연구	정영철	7,000
연구 07-16	한국의 삶의 질 수준에 관한 연구	장영식	6,000
연구 07-17-1	2007년 국민기초생활보장제도 점검 평가 - 기초보장 수급자 및 담당자 심층면담을 중심으로	이태진	13,000
연구 07-17-2	의료급여 사례관리 및 효과분석	신영석	6,000
연구 07-17-3	2007년 빈곤통계연보	김태완	8,000
연구 07-17-4	기초생활보장제도 효과성에 관한 연구	노대명	5,000
연구 07-17-5	미국 Medicaid의 각주별 모니터링 체계 비교 연구	신영석	7,000
연구 07-17-6	국민기초생활보장제도 자산조사체계 효율화 방안 연구	최현수	8,000
연구 07-17-7	저소득층 의료욕구 측정에 관한 연구	신현웅	6,000
연구 07-17-8	사회정책의 진단과 동향	이태진	16,000
연구 07-18-1	Social Service Provision System: *the Issues of Public-Private Partnership in UK, US and Korea*	강혜규	5,000
연구 07-18-2	외국의 민간의료보험 정책 연구	홍석표	5,000
연구 07-19-1	국제결혼가족의 결혼·출산 행태와 정책방안	이삼식	6,000
연구 07-19-2	양육 지원 정책의 향후 발전방향: 국제 비교를 중심으로	신윤정	7,000
연구 07-19-3	2008년도 전국 노인생활실태 및 복지욕구조사 실시를 위한 기초연구	정경희	7,000
연구 07-19-5	노인 장기요양보험제도의 도입에 따른 노인요양시설의 경영전략 개발 연구	선우덕	9,000
연구 07-19-6	저출산·고령화 대책의 조직 및 평가체계 효율화 방안	조남훈	9,000
연구 07-19-7	사회교육기관의 저출산고령화대책 교육실태와 활성화 방안연구: 공공교육기관을 중심으로	오영희	6,000
연구 07-19-8	우리나라 노인의 사회참여 유형 분석 및 정책적 함의	이소정	6,000
연구07-19-9	International Seminar on Low Fertility and Policy Responses in Selected Asian Countries	강유구	7,000
연구 07-20	2006 한국복지패널 심층분석 보고서	김미곤	7,000
연구 07-21	2007 한국복지패널조사 기초분석 보고서	김미곤	12,000
연구 07-22-2	정부의 사회복지재정 DB 구축에 관한 연구(일차년도)-세출예산을 중심으로-	고경환	6,000
연구 07-22-3	사회회계행렬을 이용한 건강투자의 경제성장효과 분석	남상호	5,000
연구 07-22-4	사회예산분석과 정책과제	최성은	8,000
연구 07-22-6	바우처 제도의 효과제고를 위한 평가 방안	최성은	6,000
연구 07-23	2007 인터넷 건강정보 게이트웨이스텝 구축 및 운영	송태민	9,000
연구 07-24	의료이용 및 의료비패널 구축을 위한 1차 예비조사	정영호	9,000