

국내 3대 연기금 의결권 행사 현황 분석 및 시사점 : 2016년~2019년 정기주주총회를 중심으로

김 선 민*

- ▶ 지난 2019년 3월 정기주주총회는 국민연금이 한국 스투어드십 코드에 참여한 이후 처음 개최된 주주총회로 시장의 주목을 받음
- ▶ 사학연금과 공무원연금도 국민연금에 이어 스투어드십 코드에 참여함에 따라 오는 3월 정기주주총회에서 이들 연기금의 의결권 행사에 대한 관심은 높을 것으로 예상됨
- ▶ 최근 정기주주총회를 중심으로 3대 연기금의 의결권 행사를 분석하는 것은 연기금별 특성을 파악 하고 이를 해 정기주주총회를 예측해 볼 수 있다는 점에서 그 의미가 있음

개괄

- 국내 3대 연기금으로는 국민연금이 가장 처음 한국 스투어드십 코드에 참여(2018년 7월 참여) 하였으며, 사학연금과 공무원연금도 각각 지난해 12월과 올 해 2월 스투어드십 코드에 참여함
 - 국민연금, 사학연금, 공무원연금의 기금운용 목적은 상이하지만 세 곳 모두 스투어드십 코드에 참여, 투자 의사결정시 ESG 요소를 고려하는 등 적극적인 주주활동을 위한 움직임을 보이고 있음 (<표 1>참고)
 - 국내 3대 연기금 중 국민연금은 유일하게 책임투자원칙(PRI)에 서명한 기관이며, 지난 해 주주활동 가이드라인도 마련하는 등 주주활동에 있어 가장 적극적임²⁶⁾
- 자본시장에서 연기금은 투자자로서 중요한 위치에 있으며, 이들이 시장에서 미치는 영향 또한 상당함
 - 연기금이 스투어드십 코드에 공식적으로 참여하는 것은 수탁자로서 책임을 다하고 주주로서 적극적인 주주활동을 하겠다는 의지 표명이라 할 수 있음

* KCGS 스투어드십 코드 센터 선임연구원, 02-6951-3902, smkim@cgs.or.kr

26) 국민연금의 국내주식에 대한 책임투자 규모는 2012년 3월 약4.1조원에서 2018년 12월 약 27.74조원으로 그 규모가 약 6배가량 증가하는 등 그 규모를 지속적으로 확대해나가고 있음. 참고로 2019년 12월 말 기준, 공무원연금의 국내외 책임투자규모는 약 1,632억원임 (출처: 각 연기금 홈페이지)

- 국내 3대 연기금 모두 한국 스투어드십 코드에 참여함으로써 국내 자본시장에서 이들 역할의 중요성은 높아질 것으로 예상되며, 연기금의 주주활동이 자본시장에 미치는 영향력도 확대될 것으로 보임
- 따라서 국내 연기금의 의결권 행사 현황을 분석하는 것은 연기금별 특성을 파악하고 동시에 2020년 3월 정기주주총회를 예측해 볼 수 있다는 점에서 의의가 있음
 - 이에 이들 연기금이 2016년부터 2019년 정기주주총회에서 행사한 의결권 결과를 살펴보고자 함

〈표 1〉 주주활동 관련 국내 3대 연기금 기본 정보

구분	설립목적	한국 스투어드십 코드 참여 ²⁷⁾	책임투자 요소 고려	PRI 참여	의결권 행사 기준 공시	의결권 행사 세부 지침 공시	주주활동 가이드라인 마련
국민연금	국민생활안정, 복지 증진	○	○	○	○	○	○
사학연금	교직원의 경제적 생활안정 및 복리향상	○	○	X	○	○	X
공무원연금	전·현직 공무원의 생활 안정 및 복리 향상	○	○	X	○	○	○

분석 방법

- 2016년~ 2019년 동안 정기주주총회 경영진 안건에 대한 세 연기금의 의결권 행사 현황을 조사하여 분석함
 - 시가총액에서 차지하는 비중이 높고 시장에 미치는 영향력을 감안하여 유가증권시장 상장 법인에 대한 의결권 행사 결과를 조사함
 - 또한 연구 목적에 맞게 주주제안, 일괄상정안건, 경선안건, 보고안건은 분석에서 제외함
 - 기관투자자의 경영진에 대한 견제효과를 살펴보기 위해 주주제안은 분석대상에서 제외함
 - 경선안건은 여러 후보 중에서 한 명을 선택하는 안건이고, 보고안건은 주주총회 결의 안건이 아님으로 분석에서 제외함
 - 이사 선임 또는 정관 변경 안건의 경우 기관투자자들이 후보별, 안건 내용별로 판단할 수 있도록 분리안건으로 상정해야 함에도, 일부 기업은 관련 내용을 일괄 상정하여 올리는 경우가 있음
 - 일괄상정안건에 대한 공시가 연기금별로 상이한 점을 고려하여 분석에서 제외함

27) 스투어드십 코드 참여 여부는 한국 스투어드십 코드 홈페이지(sc.cgs.or.kr)를 참고함

- 매년 정기주주총회에서 국내 3대 연기금의 의결권 행사 공시 기업(유가증권 상장법인) 수는 국민연금이 평균 381사, 사학연금이 평균 76.75사, 공무원연금이 24.75사임 (〈표2〉참고)
- 국내 3대 연기금의 의결권 행사 공시 기업의 4개년도 평균 시가총액은 국민연금이 약 3조 7,498억원, 사학연금이 10조 5,729억원, 공무원연금이 29조 4,645억원임
- 평균 시가총액 규모만 보면 공무원 연금의 의결권 행사 대상 기업이 가장 크지만, 전체 유가증권 시장 시가총액 대비 시가총액 비중은 국민연금의 의결권 행사 대상 기업이 가장 높음

〈표 2〉 국내 3대 연기금 의결권 행사 기본 정보

구분	국민연금		사학연금		공무원연금	
	의결권 행사 대상 기업 수	평균 시총 (시총 비중)*	의결권 행사 대상 기업 수	평균 시총 (시총 비중)	의결권 행사 대상 기업 수	평균 시총 (시총 비중)
2016	376사	3조 623억원 (93.05%)	76사	10조 3,312억원 (63.13%)	16사	31조 1,096억원 (41.10%)
2017	378사	3조 1,002억원 (93.57%)	85사	9조 8,450억원 (66.12%)	14사	34조 2,459억원 (38.79%)
2018	391사	3조 5,911억원 (94.49%)	67사	11조 4,128억원 (51.34%)	27사	30조 750억원 (55.35%)
2019	379사	3조 7,498억원 (95.01%)	79사	10조 7,028억원 (56.67%)	42사	22조 3,555억원 (59.94%)

* 시총비중= ∑연도별 개별 유가증권시장 상장법인 시가총액 / ∑연도별 전체 유가증권시장 상장법인 시가총액

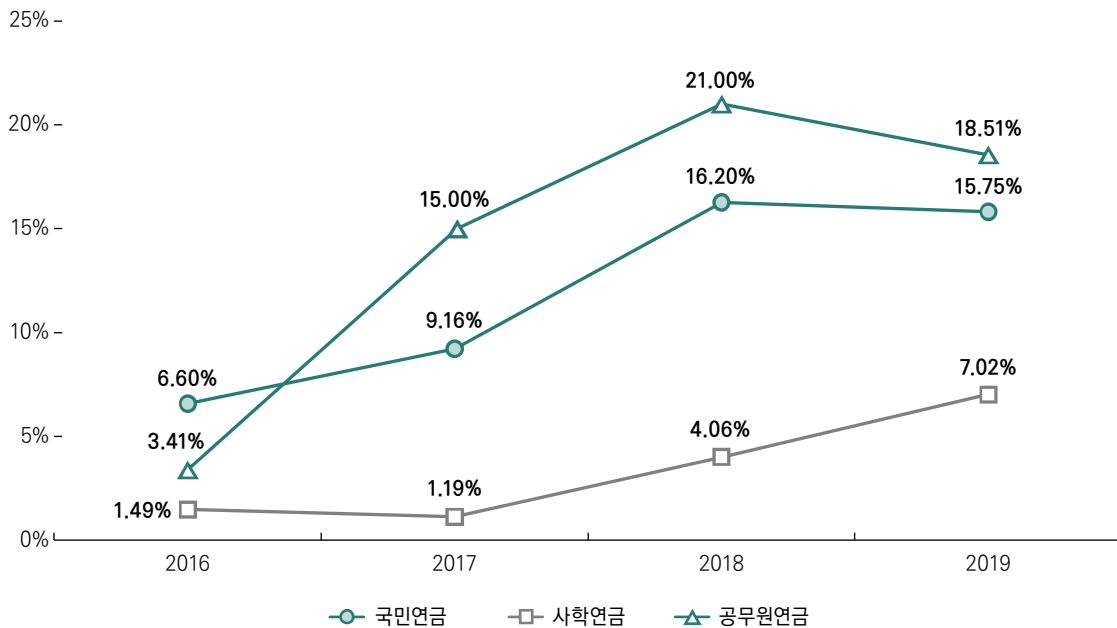
국내 3대 연기금 의결권 행사 현황

- 국내 3대 연기금의 의결권 행사 현황을 살펴보면 국내 자본시장에 스튜어드십 코드가 도입되기 이전 개최된 2016년 정기주주총회 대비 반대율은 증가 하였으며, 공무원연금의 반대율이 가장 높음 (〈표 3〉, 〈그림 1〉참고)
- 또한, 3대 연기금 모두 2018년 정기주주총회를 기점으로 의결권 행사 반대율이 현저하게 증가함
- 국민연금과 공무원연금의 경우 2016년 정기주주총회부터 3년간 반대율이 꾸준히 증가해왔으나, 2019년 정기주주총회에서의 반대율은 전년 대비 다소 낮아짐

〈표 3〉 국내 3대 연기금 반대 의결권 행사 현황 (2016년~2019년)

구분	국민연금			사학연금			공무원연금		
	경영진 안건 수	반대 건 수	반대율 (%)	경영진 안건 수	반대 건 수	반대율 (%)	경영진 안건 수	반대 건 수	반대율 (%)
2016	1,726건	114건	6.60%	404건	6건	1.49%	88건	3건	3.41%
2017	1,997건	183건	9.16%	506건	6건	1.19%	100건	15건	15.0%
2018	1,973건	319건	16.20%	419건	17건	4.06%	200건	42건	21.0%
2019	2,374건	374건	15.75%	513건	36건	7.02%	308건	57건	18.51%

〈그림 1〉 국내 3대 연기금 의결권 행사 반대율 변화 추이 (2016년~2019년)



- 〈표 4〉는 안건 유형에 따라 연기금별로 반대율이 높은 상위 5개 안건을 정리한 표로, 국민연금의 경우 2018년 3월 정기주주총회부터 이사 보수 한도 안건에 대한 반대율이 급격하게 증가함
 - 이사 보수 한도에 대한 국민연금의 반대율은 2016년 7.44%, 2017년 5.60%, 2018년 37.02%, 2019년 42.48%임
 - 특히, 2018년 이사 보수 한도에 대한 반대율은 37.02%로 전년도 정기주주총회 대비 약 6.6배가량 증가함
 - 이는 국민연금의 중점관리사안과도 관련이 있음
 - 국민연금은 지난 2018년 7월 스튜어드십 코드에 참여하면서 임원보수의 적정성을 중점관리 사안으로 정한 바 있는데, 이미 국민연금은 2018년 3월 정기주주총회부터 임원 보수 적정성에 대한 모니터링 수준을 높여온 것이라 볼 수 있음

- 공무원연금은 2017년 정기주주총회부터 이사선임(사내이사, 사외이사, 감사위원)에 대한 반대율이 전반적으로 증가하였으며, 2018년과 2019년 정기주주총회에서는 주식매수선택권 부여 승인의 건에 대한 반대율이 비교적 높음
- 즉, 공무원연금은 2017년 정기주주총회부터 이사 후보자에 대한 모니터링을 강화한 것으로 판단됨
- 주식매수선택권 부여 승인의 건에 대한 반대율이 증가한 것은 해당 안건에 대한 모니터링 수준을 높였다고 보다는 2016년과 2017년에 관련 안건에 대해 의결권 행사 이력이 없었기 때문임
 - 공무원연금은 2018년 정기주주총회에서 행사한 총 6건의 주식매수선택권 부여 승인의 건 중 4건에 대해, 2019년에는 총 7건의 안건 중 3건에 대해 반대 의결권을 행사함
- 사학연금은 국민연금과 공무원연금 보다 의결권 행사 반대율이 상대적으로 낮음
 - 그러나 사학연금은 2018년 정기주주총회 부터 안건 유형의 폭을 확대하여 모니터링 수준을 높이고 있는 것으로 보임

〈표 4〉 국내 3대 연기금의 안건 유형별 반대율 비교

Panel A. 국민연금

2016		2017		2018		2019	
1	감사 보수 한도 (9.88%)	1	감사 선임 (34.84%)	1	이사 보수 한도 (37.02%)	1	이사 보수 한도 (42.48%)
2	주식매수선택권 (8.33%)	2	임원퇴직금 지급 규정 (13.51%)	2	감사 선임 (35.71%)	2	감사 선임 (41.38%)
3	사외이사 선임 (7.58%)	3	사외이사 선임 (10.71%)	3	임원퇴직금 지급 규정 (35.48%건)	3	임원퇴직금 지급 규정 (21.43%건)
4	이사보수 한도 (7.45%)	4	감사위원 선임 (9.84%)	4	정관 변경 (18.38%)	4	사외이사 선임 (16.89%)
5	감사 선임 (7.14%)	5	사내이사 선임 (7.44%)	5	사외이사 선임 (15.73%)	5	감사위원 선임 (15.64%)

Panel B. 사학연금

2016		2017		2018		2019	
1	재무제표 (이익배당) 승인 (4.05%)	1	주식매수선택권 (100.0%)	1	감사 선임 (33.33%)	1	기타비상무 이사 선임 (16.67%)
2	감사위원 선임 (3.23%)	2	정관 변경 (2.44%)	2	이사 보수 한도 (10.45%)	2	감사위원 선임 (8.14%)
3	사내이사 선임 (2.08%)			3	정관 변경 (8.82%)	3	사외이사 선임 (7.27%)
				4	감사위원 선임 (4.23%)	4	재무제표 (이익배당) 승인 (6.94%)
				5	사내이사 선임 (3.17%)	5	정관 변경 (4.65%)

Panel C. 공무원연금

2016		2017		2018		2019	
1	감사위원 선임 (12.50%)	1	감사위원 선임 (26.32%)	1	주식매수선택권 (66.67%)	1	주식매수선택권 (42.85%)
2	사내이사 선임 (10.00%)	2	사외이사 선임 (22.73%)	2	사외이사 선임 (33.96%)	2	사외이사 선임 (32.35%)
		3	이사 보수 한도 (21.43%)	3	감사위원 선임 (28.95%)	3	감사위원 선임 (30.19%)
		4	정관 변경 (12.50%)	4	정관 변경 (15.38%)	4	이사 보수 한도 (21.43%)
		5	사내이사 선임 (7.69%)	5	사내이사 선임 (13.79%)	5	재무제표 (이익배당) 승인 (9.09%)

시사점

- 2018년 정기주주총회를 기점으로 연기금의 반대 의결권 행사 비율은 연기금별로 차이는 있으나 뚜렷한 증가세를 보임
 - 민간 기관투자자의 연간 의결권 행사 평균 반대율이 약2~3%에 불과한 것을 감안하면 연기금의 반대율은 높은 편임
 - 무엇보다, 이들 연기금의 의결권 행사 대상 기업이 시장에서 차지하는 비중이 높은 만큼 연기금의 주주활동은 중요한 역할을 할 것으로 예상됨
- 국내 연기금의 안건 유형별 반대 현황을 살펴보면 연기금별 모니터링 수준이 안건에 유형에 따라 다르다는 것을 알 수 있음
 - <표 5>는 국내 3곳의 연기금이 주로 반대한 안건유형을 중심으로 세부지침을 비교한 것으로, 연기금별 의결권 행사 세부지침(또는 기준)을 살펴보면 거의 동일한 지침을 가지고 있음

- 그러나 의결권 행사 세부지침이 유사하다고 하여 안전유형에 따른 모니터링 수준이 동일한 것은 아님을 <표 4>를 통해 확인함
 - 다만, <표 4>는 의결권 행사 대상 기업과 안전이 통제되지 않은 결과이기 때문에 동일 기업, 동일 안전에 대한 의결권 행사도 추가적으로 분석함
 - 분석 결과, 3대 연기금은 동일 기업, 동일 안전에 대해 유사한 의결권 행사 패턴을 보이지 않음 (<표 6>참고)

<표 5> 안전 유형별 국내 3대 연기금의 의결권 행사 세부지침 (또는 기준) 비교

구분	내용	국민연금	사학연금	공무원연금
정관 변경	주주총회 결의요건 변경	반대		
	주주총회 소집공고 기간 단축	반대		
	주총 결의 → 이사회 결의	반대		
	의결권 대리행사를 주주로 제한	반대	반대	-
	의결권 행사시 전면적인 전자투표 또는 서면투표제만 허용	반대		
	일괄 상정 안전	일부 안전에 반대하는 경우 반대		
이사 선임	행정적·사법적 제재	반대		
	과도겸임 ²⁸⁾	반대		
	중요 이해관계자의 특수관계인	반대		
	사외이사 장기연임 기준 ²⁹⁾	10년 초과 ³⁰⁾	10년 초과 ³¹⁾	7년 초과 ³²⁾ (금융업종5년)
참석률	75% 미만 ³³⁾	75% 미만 ³⁴⁾	75% 미만 ³⁵⁾	
이사 보수 한도	이사회가 제시한 안	원칙적 찬성		
	보수한도 수준이 보수금에 비해 과다하거나, 보수 한도 수준 및 보수금액이 회사의 규모, 이사회 규모, 경영성과 등을 고려하여 과다한 경우	반대		
	개별 등기임원에 대한 보상내역과 보상체계 등 객관적으로 보상 수준에 대해 판단할 수 있는 자료를 제공하는 경우	사안별 검토		
주식 매수 선택권	주식매수선택권 행사가격 조정을 허용하는 경우	반대		
	주식매수선택권의 권리 행사 유보기간을 단축하는 경우	반대		

28) 이사가 타 회사의 임직원을 겸임하는 경우 이사로서 충실한 의무수행이 어려울 수 있기 때문에 연기금별 (비공개)내부기준에 따라 겸임 여부를 판단하여 과도한 경우 반대함
 29) 지난 21일 사외이사 독립성 제고를 위한 상법 시행령 개정안(상법 시행령 제34조제5항)이 국무회의에서 의결됨에 따라 2020년 3월 정기주주총회부터는 한 회사에서 6년, 계열사 포함 9년을 초과하여 사외이사로 재선임이 불가함
 30) 재직연수가 당해회사 및 그 계열회사를 포함하여 10년을 초과하는 자
 31) 당해회사에 신규임기를 포함하여 연속 재임하는 연수가 10년을 초과하는 경우
 32) 해당 회사 및 계열회사에서 사외이사로서의 신규임기를 포함하여 7년(금융업종 5년)을 초과하는 자
 33) 이사회 참석률이 직전 임기동안 75% 미만이었던 자
 34) 이사회 및 이사회 내 위원회 연간 참석률이 75% 미만인 경우
 35) 최근 3년 이내에 이사회 및 위원회 연간 참석률이 75% 미만인 사업연도가 있었던 자

〈표 6〉 동일 기업의 동일 안건에 대한 3대 연기금 반대 의결권 행사 현황

구분	총 안건 수 (기업 수)	국민연금: 반대→ 사학연금 and 공무원 연금: 반대	국민연금: 반대→ 사학연금 or 공무원 연금: 반대	국민연금: 반대→ 사학연금 and 공무원 연금: 찬성	국민연금: 찬성→ 사학연금 and 공무원 연금: 반대
2016	87건 (15사)	3건	0건	0건	0건
2017	96건 (13사)	0건	4건	2건	0건
2018	100건 (15사)	2건	9건	7건	0건
2019	216건 (28사)	1건	10건	7건	5건

- 공적 연기금은 민간 기관투자자보다 수탁자의 돈을 투명하고 독립적으로 관리·운영하는 것이 중요하다는 점에서 주주활동 기준을 수립하는 것은 중요함
 - 이미 국민연금과 공무원연금은 스튜어드십 코드 도입과 더불어 주주활동 가이드라인을 마련함
 - 향후 시장에서 연기금의 역할과 책임이 확대될 것을 고려하면 이러한 연기금의 행보는 긍정적으로 판단 됨
 - 지난 해 10월 개정된 영국 스튜어드십 코드(2020)도 수탁자 책임 이행과 관련하여 자산 소유자(asset owner)인 연기금에 대한 역할 및 책임을 강조함³⁶⁾

36) 영국 스튜어드십 코드 개정(2020)에 관한 자세한 내용은 한국 스튜어드십 코드 홈페이지(sc.cgs.or.kr)에서 '김선민, 2019.12, "영국 스튜어드십 코드(2020) 개정 주요 내용", 「SC 동향」을 참고 바람을 참고 바람