

국민연금 수탁자책임 활동 현황 및 주요 내용

김선민 *

- ▶ 국민연금은 스튜어드십 코드 도입 이후 일부 기업에 대해 의결권 행사 사전공시를 시행하고 있으며, 위탁사의 자원 활용 및 전문성 확대, 국민연금 의결권 행사의 충실성 제고 등을 목적으로 직접 보유분이 없는 기업에 대해서는 위탁운용사에게 의결권 행사를 위임함
- ▶ 국민연금의 주주활동은 증가추세에 있으며, 지난 2년간 주로 기업의 배당정책 수립 이슈에 대해 보다 많은 주주활동을 수행하고 있음
- ▶ 수탁자책임전문위원회가 설치된 후로 해당 위원회의 개최 횟수 및 심의 안건 수가 현저하게 증가한 것으로 보아, 해당 위원회는 스튜어드십 코드 참여 이후 어느 정도 실효성 있게 운영되고 있는 것으로 사료됨

개괄

- 국내 최대 규모의 연기금인 국민연금은 국내 자본시장에서 중요한 위치에 있으며, 국민연금이 시장에 미치는 영향 또한 상당함
- 이 가운데 국민연금은 국내 3대 연기금(국민연금, 사학연금, 공무원연금) 중 가장 먼저 한국 스튜어드십 코드에 참여하였으며, 2006년 3월 구성된 국민연금의 '주식 의결권 행사 전문 위원회'를 2018년 수탁자책임전문위원회(이하 '수책위')로 변경함
 - 수책위는 국민연금의 의결권 행사 방향 및 주주활동 이행여부를 판단하는 중요한 역할을 하는 기구로, 국민연금은 주주활동 수행 시 전문성 및 효율성을 강화하고자 상기 위원회를 설치함
- 그러나 국민연금이 한국 스튜어드십 코드에 참여한 후로 연기금의 수탁자책임활동에 대한 상반된 평가가 존재함
 - 경제계는 국민연금의 수탁자책임활동이 기업 경영을 좌우하고 적절한 경영권 방어를 무력화시키는 결과를 초래할 것이라는 우려를 표한 반면, 일각에서는 국민연금이 지배주주와 경영진을 견제할 수 있을 만큼의 적극적인 주주활동을 수행중인지에 대한 의문을 제기함¹⁾

* KCGS 정책연구본부 책임연구원, 02-6951-3902, smkim@cgs.or.kr

1) "재벌 견제가능 미흡...국민연금 스튜어드십코드 개선해야", 2020.08.10., 연합뉴스; "2021년 주주총회, 기업지배구조 개선 방안 모색을 위한 토론회: 국민연금 스튜어드십 코드 도입 및 상법 개정을 중심으로", 2020, 기업지배구조 개선 방안 모색을 위한 토론회

- 국민연금의 수탁자책임활동을 두고 서로 상반된 평가나 견해가 제기되는 것은 국민연금 주주 활동의 경제적 효과에 대한 이해관계자의 해석이 다르기 때문으로 판단됨²⁾
 - 주주활동의 경제적 효과는 ‘주주활동을 통해 제시된 요구사항의 채택여부, 주주활동 이후에 나타나는 기업정책상의 주요 변동사항 및 운영성과와 기업가치의 향상 등을 장기적인 관점에서 종합적으로 분석하여 파악할 필요가 있음³⁾
- 무엇보다 국민연금의 수탁자책임활동 평가에 앞서 국민연금이 수탁자책임 활동을 살펴보는 것이 선행 될 필요가 있음
 - 이에 이 글에서는 국민연금의 수탁자책임 활동 현황을 1)의결권 행사 (사전공시, 의결권 행사 위임), 2)주주활동으로 구분하여 살펴보고자 함
 - 또한, 국민연금이 주주활동을 수행하는데 있어 수탁위의 역할이 중요하기 때문에 해당 위원회의 활동 현황도 추가적으로 살펴봄

국민연금의 수탁자책임 활동 (1): 의결권 행사

- 국민연금기금 수탁자책임활동에 관한 지침(제6조)에 따르면 국민연금은 보유하고 있는 상장 주식에 대한 의결권을 행사해야 하고, 주주총회 개최 후 14일 이내 국민연금 기금운용 홈페이지에 그 결과를 공시해야 함⁴⁾
- **(의결권 행사 사전공시)** 국민연금은 2019년 3월 정기주주총회부터 보유 지분율이 10% 이상 이거나 포트폴리오 보유 비중이 1% 이상인 상장회사에 대하여 의결권 행사 결과를 주주총회 개최 전 공시하기로 함
 - 또한 수탁자책임위원회에 상정된 기업에 대해서도 사전공시를 함
- **(의결권 행사 위임)** 국민연금은 지난해 정기주주총회부터 공단 기금운용본부의 직접 보유분이 없는 기업에 대해서 투자 일임업자인 위탁 운용사에게 의결권 행사를 위임함⁵⁾
 - 의결권 행사 결과는 찬반 비율(%)로 공시되며 의결권 행사 찬반 사유는 공시되지 않음⁶⁾
 - 일례로 만약 국민연금이 7개 위탁운용사(a~g)에게 (국민연금이) 지분 10%를 소유한 A기업 ‘재무제표 승인의 건’에 대해 의결권을 위임하여 행사한다고 가정하고,
 - 국민연금이 위탁운용사 a(1%), b(1%), c(1%), d(1%), e(2%), f(2%), g(2%)에 의결권 행사를 위임하고, 위탁운용사 a~d(총 4% 지분율)는 ‘재무제표 승인의 건’에 대해 찬성을 하고, e~g(총 6% 지분율)는 반대를 한 경우,

2) 즉, 국민연금의 주주활동이 이해관계자의 이익 등에 끼치는 영향이 다르다는 의미임
 3) 김형석, “기관투자자 주주활동의 경제적 효과 분석에 대한 논의”, 2016, KCGS Report
 4) 단, 보유지분율이 1000분의 10미만이고 보유비중이 국내주식의 경우 국내주식전체 대비 1000분의 5미만인 경우 의결권을 행사하지 않을 수 있음
 5) 법적으로 위탁사 보유분도 국민연금의 직접 보유분임
 6) 즉, 각 위탁운용사의 의결권행사 내역을 취합하여 공개함

- 국민연금은 해당 안전에 대한 의결권 행사 결과를 '찬성:40%, 반대:60%'로 공시함

● 국민연금 의결권 행사 결과

- **(조사 방법)** 2016년부터 올해 정기주주총회까지 국민연금이 국내 상장회사를 대상으로 의결권을 행사한 결과를 조사함⁷⁾
 - 단, 주주제안, 경선안건, 주주총회 결의 안건이 아닌 보고안건은 분석 범위에서 제외함
 - **(반대율 계산)** 국민연금이 직접 의결권을 행사한 기업의 반대율 계산은 총 경영진 안전에서 반대 건수가 차지하는 비중으로 계산함
 - 반면, 국민연금이 의결권 행사를 위임한 기업의 경우 의결권 행사의 실질을 반영하고자 지분의 반대 비율을 그대로 반영하여 반대율을 계산함⁸⁾
- **(의결권 행사 현황)** 국민연금은 지난 6년간 평균 575.7사에 대해 의결권을 행사함 (<표 1>참고)
 - 동 기간 국민연금은 평균 393사의 유가증권 상장법인과 평균 182.7사의 코스닥 상장법인에 대하여 의결권을 행사함
- **(반대 의결권 행사 비율)** 올해 정기주주총회에서 국민연금의 반대 의결권 행사 비율은 9.19%로 전년대비 1.14%p 소폭 감소함 (<그림 1>참고)
 - 국민연금의 반대 의결권 행사 비율은 2016년 9.61%에서 2019년 17.24%로 증가했으며, 2018년과 2019년 정기주주총회에서의 반대율이 이전 년도 대비 증가한 것은 이사 보수 한도 안전에 대한 반대율 증가에 따른 것임
 - 2016년과 2017년 정기 주주총회에서 국민연금의 이사 보수 한도 안전에 대한 반대율은 각각 2.61%, 5.68%인 반면, 2018년과 2019년 정기 주주총회에서 국민연금의 이사 보수 한도 반대율은 각각 39.39%, 42.04%임
 - 지난해 정기주주총회에서의 반대율은 10.33%로 2019년 대비 감소한 것은 정관변경, 이사선임, 이사보수 안전에 대한 반대율이 전년대비 큰 폭으로 감소했기 때문임
 - 정관변경 반대율은 2019년 26.32%에서 2020년 10.55%로, 이사선임 반대율은 2019년 16.07%에서 2020년 9.08%로, 이사보수 안전에 대한 반대율은 2019년 38.86%에서 2020년 14.15%로 감소함

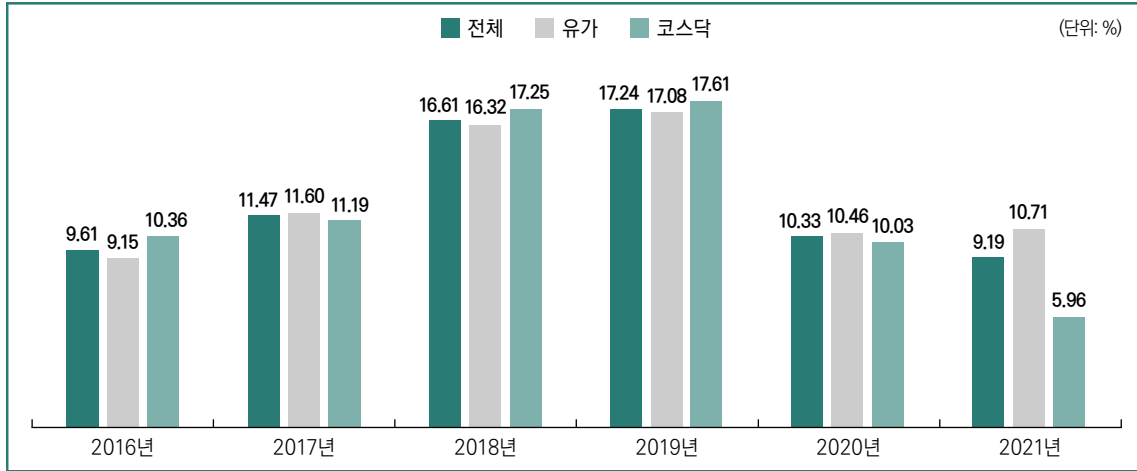
<표 1> 2016년~2021년 국민연금 의결권 행사 대상 기업 수 (정기주주총회)

구분	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년
전체	578사	532사	559사	559사	628사	598사
유가	376사	375사	392사	384사	423사	408사
코스닥	202사	157사	167사	175사	205사	190사

7) 2월부터 3월까지 개최된 정기주주총회를 의미함

8) 이윤아, 2020.6, "임원 후보에 대한 의결권 반대 사유 공시 및 지배구조 분석", 「ESG현안분석」 참고

[그림 1] 2016년~2021년 국민연금 반대 의결권 행사 비율 (정기주주총회)



- (사전공시 결과) 올해 정기주주총회에서 국민연금은 107사에 대해 사전공시를 함⁹⁾
 - 2019년 정기주주총회에서 96사에 대해 사전공시를 하였으며, 2020년 정기주주총회에서는 107사에 대해 사전공시를 함
- (사전공시 반대율) 사전공시를 시행한 후로 대체로 사전공시 반대율은 사후공시 반대율 보다 낮았으나, 올해 정기주주총회에서는 사전공시 반대율(10.53%)이 사후공시(8.87%)보다 높게 나타남
 - 2020년 3월 정기주주총회에서 사전공시 기업에 대한 국민연금의 의결권 행사 반대율은 7.16%로 2019년 대비 반대율은 절반 이상 감소함
 - 이는 이사선임안건 (14.60% → 7.38%) 및 이사 보수 한도의 건(29.17% → 10.20%)에 대한 반대율이 전년대비 큰 폭으로 감소했기 때문임

[표 2] 국민연금 의결권 행사 사전공시 현황 (정기주주총회)

구분	2019년			2020년			2021년		
	전체	유가	코스닥	전체	유가	코스닥	전체	유가	코스닥
사전공시 대상 기업	96사	89사	7사	107사	104사	3사	107사	104사	3사
사전공시 반대율(%)	13.25%	12.80%	19.56%	7.16%	7.29%	0.00%	10.53%	10.79%	0.00%
사후공시 반대율(%)	18.15%	18.51%	17.52%	13.99%	13.86%	14.35%	8.87%	10.68%	6.06%

9) 보건복지부 (수탁자책임전문위원회 의결권행사 방향 결정) 보도자료 및 국민연금 기금운용본부 홈페이지 의결권 행사 결과 공시를 통해 사전공시 여부를 조사함. 즉, 국민연금 기금운용본부 홈페이지를 통해 상장회사의 정기주주총회 개최 일자(일시 포함)보다 먼저 의결권 행사 결과가 공시된 기업은 사전공시 대상 기업으로 분류함

- **(의결권 행사 위임 현황)** 국민연금은 지난해 정기주주총회에서 의결권을 행사한 628사 중 273사에 대해 의결권 행사를 위임하였으며, 올해 정기주주총회에서는 598사 중 270사에 대해 의결권 행사를 위임함 (<표 3>참고)
- 올해 의결권 행사 위임 대상 기업에 대한 반대율은 10.12%로 전년대비 1.91%p 증가함
 - <표 3-1>은 국민연금이 직접 행사한 기업과 위임 행사한 기업의 반대율을 비교한 결과로, 올해 정기주주총회에서 국민연금이 직접 행사한 기업에 대한 반대 의결권 행사 비율은 12.85%임
- 국민연금이 직접 반대 의결권을 행사한 경우 그 사유를 확인할 수 있으나, 의결권 행사 위임의 경우 반대 사유가 별도로 공시되지 않아 그 사유를 파악하기는 어려움

<표 3> 국민연금 의결권 행사 위임 현황 및 반대 의결권 행사 비율 (정기주주총회)

구분	2020년			2021년		
	전체	유가	코스닥	전체	유가	코스닥
기업 수	273사	144사	129사	270사	111사	159사
반대율(%)	8.21%	8.56%	7.84%	10.12%	10.56%	9.84%

<표 3-1> 국민연금 의결권 직접 행사와 위임행사 반대율 비교 (정기주주총회)

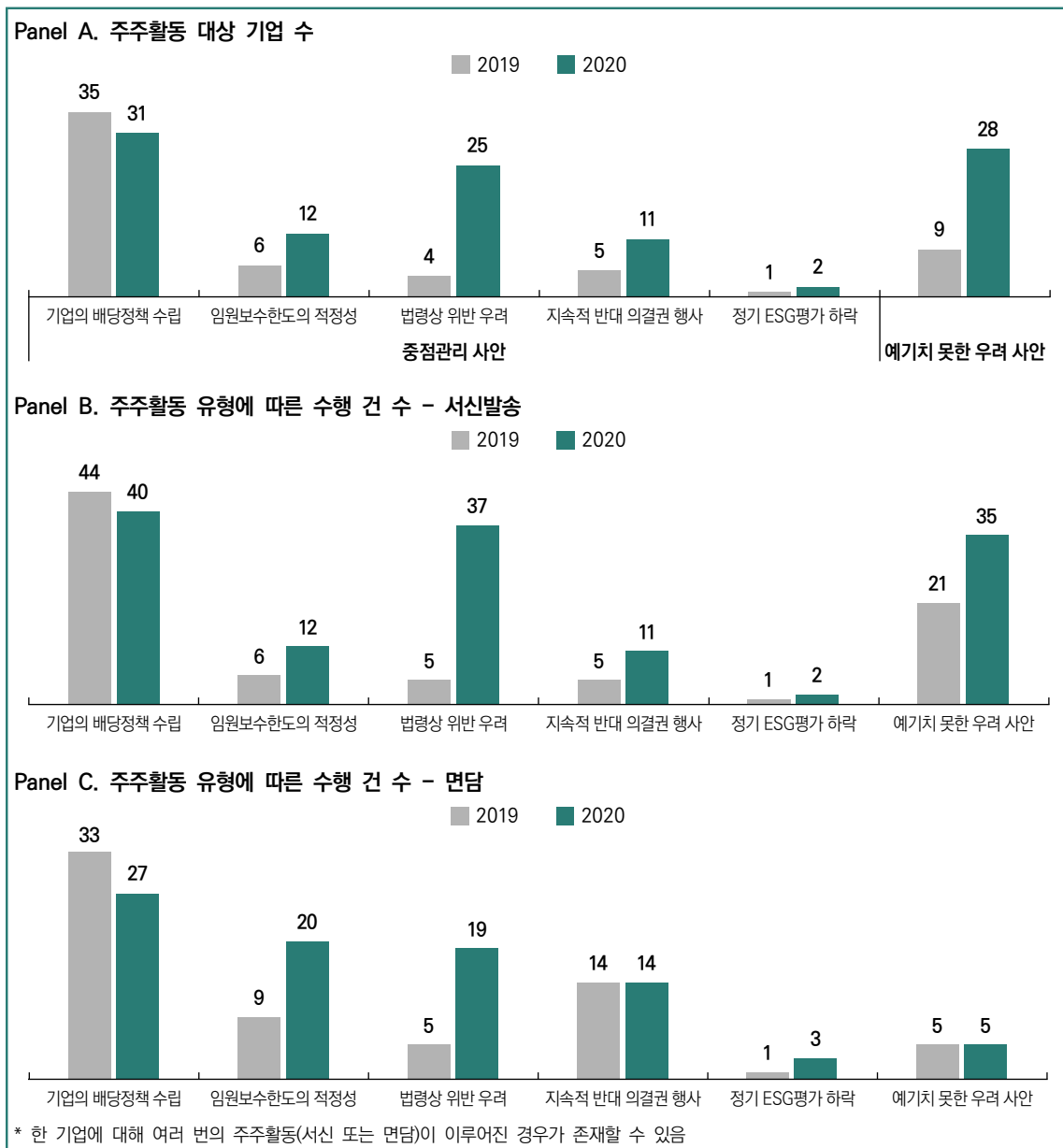
반대율(%)	2020년	2021년
직접	11.89%	12.85%
위임	8.21%	10.12%

국민연금의 수탁자책임 활동 (2): 주주활동

- 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」 제29조에 따르면, 국민연금은 수탁자 책임 활동 보고서를 발간하여 책임투자 및 주주권 행사 내역에 대한 관련 통계 등을 매년 공개해야 함
- 국민연금이 발간한 2019년 및 2020년 국민연금기금 수탁자 책임 활동 통계에 따르면, 국민연금의 주주활동은 증가 추세에 있음 ([그림 2] 참고)
 - 2019년 60사에 대해 모두 149회, 2020년 109사에 대해 모두 225회의 주주활동을 수행함
 - 특히, 법령상 위반 우려 사안에 대해 2019년 발송한 서신은 5건에 불과하였으나, 2020년 그 건수는 37건으로 크게 증가함
 - 전년대비 2020년 진행된 임원보수한도의 적정성, 법령상 위반 우려에 대한 면담 수행 건수의 증가 또한 두드러짐

- 주주활동 유형에 따른 서신발송 및 면담 건수 중 기업의 배당정책 수립이 차지하는 비중이 가장 높게 나타남
- 법령상 위반 우려, 지속적 반대 의결권 행사, 예기치 못한 우려 등의 주주활동 건수가 배당정책 수립 보다 상대적으로 적은 것은 해당 사안의 성격 상 주주활동이 필요한 경우 자체가 적을 수밖에 없기 때문으로 보임

[그림 2] 2019년~2020년 국민연금 주주활동 현황¹⁰⁾



10) 출처: 국민연금 기금운용본부 홈페이지

국민연금의 수탁자책임 활동 (3): 수탁자책임전문위원회 활동

- 국민연금의 의사결정체계는 1)기금운용위원회, 2)수탁자책임전문위원회, 3)기금운용본부로 이루어짐
 - 기금운용위원회는 수탁자 책임에 관한 원칙, 지침, 주요 정책을 최종 결정하며, 수탁자책임 전문위원회는 국민연금 내부에서 의결권 행사 방향 및 주주활동 이행 여부를 판단하기 어려운 경우 이에 대해 결정하는 기구임
 - 국민연금은 의결권을 보다 투명하고 객관적으로 행사하고자 2006년 3월 ‘주식 의결권 행사 전문위원회’를 구성하였으며, 이는 2018년 수탁자책임전문위원회로 변경됨¹¹⁾
 - 의결권 행사 전문위원회는 대표성 및 전문성을 고려하여 민간전문가 9명(교수 3명, 관계 전문가 3명, 변호사 2명, 연구원 1명)으로 구성된 반면, 수탁자책임전문위원회는 상근전문 위원 3명, 외부전문가 6명으로 구성됨

- 국민연금이 주주활동을 수행하는데 있어 수탁자책임전문위원회의 역할이 중요하기 때문에 이 섹션에서는 해당 위원회의 활동을 중점적으로 살펴보고자 함

- 국민연금 수탁자책임전문위원회 활동 현황 및 주요 내용
 - **(조사방법)** 보건복지부 홈페이지에서 확인 가능한 보도자료를 토대로 위원회 개최 현황을 파악하였으며, 결과는 <표 4> ~ <표 6>에 요약 정리함
 - 심의 안건 수는 안건 유형을 기준으로 조사하였으며, 동일 기준으로 의결권 행사 방향을 파악함
 - 이사선임 안건에 대한 심의 안건 수는 후보자 수가 아닌 안건 유형(사내이사, 사외이사, 기타비상무이사, 감사위원 선임)을 기준으로 조사함

 - **(전문위원회 활동 현황)** 조사 결과, 2006년부터 2020년까지 위원회는 총 35회 개최된 것으로 파악됨 (<표 4> 참고)¹²⁾
 - 같은 기간 위원회는 총 94건의 주주총회 안건에 대해 심의 의결하였으며, 구체적인 심의 안건 및 의결권 행사 결과가 확인 가능한 80건 중 주로 논의된 안건은 이사 선임의 건(59건)임 (<표 5> 참고)
 - 80건의 안건 중 30건에 대해선 찬성을, 40건에 대해선 반대를, 7건에 대해선 중립을 3건에 대해서는 기권을 행사함 (<표 6> 참고)

11) 국민연금, 「주식 의결권행사 전문위원회 공식 출범」, 2006.3.10., 보건복지부 보도자료

12) 의결권 행사 전문위원회가 수탁자책임전문위원회로 변경되었기 때문에 총 개최 횟수는 의결권 행사 전문위원회와 수탁자책임 전문위원회 개최 횟수를 각각 파악하여 합하여 계산함

- 2018년까지 위원회가 개최된 연도별 횟수는 1~3회에 불과하지만 2019년 이후로 개최 빈도가 높아졌으며, 논의되는 안건의 수도 큰 폭으로 증가함 <<표 4> 참고)
- 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입 한 후 위원회의 개최 빈도가 증가한 것을 고려하면 과거 보다 위원회의 역할이 중요해진 것으로 판단됨

<표 4> 국민연금 의결권 행사 및 수탁자책임 전문위원회 개최 현황

구분	(주식) 의결권 행사 전문위원회							수탁자책임 전문위원회	
	2006	2007	2013	2014	2015	2017	2018	2019	2020 ¹³⁾
논의 기업 수 ¹⁴⁾	1사	1사	1사	1사	3사	2사	3사	13사	13사+α
개최 횟수 ¹⁵⁾	1회	1회	1회	1회	3회	2회	3회	10회	13회
심의 안건 수	1건	2건	2건	1건	6건	3건	9건	36건	34건

* 출처: 보건복지부 홈페이지 공시 내용 토대로 저자 정리

** 상기 수치는 보건복지부 보도자료를 통해 구체적인 정보 확인이 가능한 위원회 개최 횟수만을 집계한 것으로 실제 개최 횟수와 차이가 있을 수 있음 (논의 기업 수와 심의 안건 수도 마찬가지로)

<표 5> 안건 유형별 국민연금 의결권 행사 및 수탁자책임 전문위원회 심의 안건 수

구분	(주식) 의결권 행사 전문위원회							수탁자책임 전문위원회	
	2006	2007	2013	2014	2015	2017	2018	2019	2020 ¹⁶⁾
재무제표 승인								5	
정관변경 안건			1		1		1	2	
사내이사 선임		1		1	1	1	3	9	6
사외이사 선임	1	1			2		3	9	6
기타비상무이사 선임									3
감사위원 선임							1	8	3
감사선임									
이사보수 한도					1			1	
감사보수 한도									
분할 · 합병			1		1	2		2	2
기타							1		

*출처: 보건복지부 홈페이지 공시 내용 토대로 저자 정리

- 13) 보건복지부 홈페이지에서 5차, 7차, 8차 회의를 제외한 나머지 회의의 구체적인 정보는 확인하기 어렵기 때문에 대상 기업 수는 13사보다 많을 수 있음
- 14) 계열사 합병 안건에 대한 심의인 경우, 동일 기업에 대해 2차례 이상 위원회가 개최된 경우 1사로 간주함
- 15) 개최된 회의 중 일부 회의는 의결권 행사 방향을 결정하기보다 특정 이슈 또는 특정 기업에 대한 주주활동 방향을 논의하는 회의, 심의 결과의 결론이 나지 않은 회의도 있었음
- 16) 보건복지부 홈페이지에 따르면 2020년 5월 기준으로 수탁자책임전문위원회는 10회 개최되었으나, 5차, 7차, 8차 회의를 제외한 나머지 회의의 구체적인 정보는 확인하기 어렵기 때문에 실제 논의된 안건수와 차이가 있을 수 있음

〈표 6〉 국민연금 의결권 행사 및 수탁자책임 전문위원회 의결권 행사 방향

구분	(주식) 의결권 행사 전문위원회							수탁자책임 전문위원회	
	2006	2007	2013	2014	2015	2017	2018	2019	2020 ¹⁷⁾
찬성	1					1	4	16	8
반대		2	2	1	6	1	4	14	10
중립						1	1	5	
기권								1	2

*출처: 보건복지부 홈페이지 공시 내용 토대로 저자 정리

결론 및 시사점

- 국민연금은 스튜어드십 코드 도입 이후 의결권 행사의 실효성을 제고하고자 일부 기업에 대해 의결권 행사 사전공시 시행하고 있으며, 위탁사의 자원 활용, 위탁사의 역량과 전문성 확대, 이를 통한 국민연금 의결권 행사의 충실성 제고 등을 목적으로 직접 보유분이 없는 기업에 대해서는 의결권 행사를 위임을 하고 있음
 - 사전공시가 처음 시행된 2019년 정기주주총회부터 지난해 정기주주총회까지 사전공시의 반대율보다 사후공시 반대율이 높게 나타났으나, 올해 정기주주총회에서 사전공시 반대율이 사후공시 반대율보다 높았음
 - 의결권 행사 위임의 경우 전년 대비 반대율이 약 1.91%p 감소하였으나, 의결권 행사 위임의 경우 반대 사유가 공시되고 있지 않아 반대 의결권을 행사 한 사유를 파악하기는 어려움
- 국민연금의 주주활동은 증가추세에 있으며, 지난 2년간 주로 기업의 배당정책 수립 이슈에 대해 보다 많은 주주활동을 수행함
 - 지난해 주주활동 현황을 보면 2019년 대비 보수한도의 적정성, 법령상 위반 우려에 대한 국민연금의 주주활동 횟수가 두드러짐
- 과거 의결권 행사 전문위원회가 매년 평균 1~3회 정도 개최된 반면, 수탁자책임전문위원회가 설치된 후로 해당 위원회의 개최 횟수, 논의 기업 수, 심의 안건 수는 현저하게 증가함
 - 이러한 점을 고려해 봤을 때 스튜어드십 코드 참여 이후 설치된 수탁자책임위원회는 의결권 행사 전문위원회를 운영했던 시기에 비해 어느 정도 실효성 있게 운영되고 있는 것으로 판단됨

17) 주식 16)과 동일