

공적 연기금 위탁운용 주식의 의결권 행사 효율화 방안에 관한 연구

Recommended Remedies for Proxy Voting Procedures of Public Pension Funds

이 현 철*

Lee, Hyun-Cheol

목 차

- | | |
|---------------------------|-------------------------|
| I. 서론 | IV. 공적 연기금 위탁운용 주식의 의결권 |
| II. 공적 연기금의 주식 운용 현황 및 주식 | 행사 효율화 방안 |
| 의결권 행사 현황 | V. 결론 |
| III. 외국 사례 | |

본 연구는 공적 연기금의 국내주식 위탁운용 실태와 의결권 행사 현황을 살펴보고 공적 연기금의 위탁운용 주식의 의결권 행사 효율화 방안을 제시하고 있다. 공적 연기금들의 주식 운용은 채권과 달리 위탁운용 위주로 운용이 이루어지고 있는데, 기금 규모가 소규모일수록 그리고 액티브한 투자전략을 지닌 포트폴리오에 속해 있을수록 위탁운용 비중이 높은 것으로 나타났다. 위탁운용되는 국내 주식은 모두 투자일임재산에 속해 있으며, 공적 연기금은 직접운용과 위탁운용 여부와 관계없이 모든 국내 주식에 대해 직접 의결권을 행사하고 있었다. 이는 자본시장법상 투자일임재산에 속해 있는 주식의 의결권 위임이 불건전 영업행위로 금지되어 있기 때문이다. 미국의 경우 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 위임을 금지하는 규제가 없는 대신 투자일임업자로 하여금 의결권 행사 기준을 마련하여 적용할 것과 의결권 행사와 관련된 정보를 고객이 조회할 수 있도록 공시할 것을 의무화하고 있다. 일본의 기업연금의 경우에도 투자일임재산에 속한 주식의 의결권을 모두 위탁운용사에게 위임하고 있으며, 위탁운용사로

투고일 : 2017. 4. 30. / 심사의뢰일 : 2017. 5. 23. / 게재확정일 : 2017. 6. 1.

* 한국자금중개 주식회사 대표이사사장

President & CEO, Korea Money Brokerage Corp.

하여금 의결권 행사 기준을 기금에 제출하고 의결권 행사와 관련된 정보를 기금관리자에게 보고할 것을 의무로 정하고 있다.

공적 연기금이 위탁운용 중인 주식의 효율적인 의결권 행사 방안으로 다섯 가지를 제시하였다. 첫째, 최소한 전문투자자가 일임한 투자일임재산에 속한 주식에 대해서는 의결권 위임을 허용하고, 투자일임업자로 하여금 의결권 행사 기준을 마련하여 위탁자에게 공지 또는 공시하도록 하는 것이다. 둘째, 투자일임재산에만 위탁운용하고 있는 관행에서 벗어나 기업 지배구조 개선에 적극적인 입장인 집합투자기구를 일부 활용하는 방안이다. 셋째, 위탁운용사 선정 기준에 의결권 행사 기준 및 현황을 포함시키고, 이를 제출하도록 하는 것이다. 넷째, 독립적인 의결권 행사 자문기관을 활용함으로써 위탁운용사와 투자대상회사간의 이해상충의 문제와 정부부처의 각종 정책방향 및 정치적 압력 등으로부터 상대적으로 독립된 의결권 행사가 용이하게끔 하는 것이다. 다섯째, 공적 연기금의 의결권 행사지침을 보다 구체화하는 것이다.

[주제어] 공적 연기금, 위탁운용, 의결권 행사, 국내 주식, 투자일임

I. 서론

최근 공적 연기금이 보유하고 있는 주식의 의결권 행사에 대한 관심이 증대되고 있다. 이는 공적 연기금의 자산 규모가 크게 증가하면서 주요 기업의 연기금지분율이 높아졌을 뿐만 아니라 대규모기업집단의 지배구조에 대한 개선 요구가 커지고 있기 때문인 것으로 볼 수 있다. 이에 따라, 공적 연기금이 보유한 주식의 의결권을 보다 적극적으로 행사해야 한다는 주장이 꾸준히 제기되고 있다.

일부 대형 연기금을 제외한 대다수 연기금들의 주식 운용은 위탁운용 방식으로 이루어지고 있는데, 이는 주식시장의 수익률 분석과 리스크 관리를 수행할 수 있는 전문적인 조직과 인력을 자체적으로 갖추기 어렵기 때문이다. 이와 같은 운용 체계상 규모의 비경제로 인해 대부분 외부 운용사에 위탁하여 운용하고 있는 실정이다. 제3자의 전문성을 활용하는 위탁운용 자체가 문제가 되는 것은 아니다. 금융상품 운용에서 가장 중요한 수익률 제고와 리스크 관리가 전문적으로 이루어질 수 있도록 이를 업으로 수행하는 자산운용사 또는 투자일임업자 등에게 운용의 위탁을 맡기는 것은 기금 관리자로서의 의무와 부합하기 때문이다. 또한 하나의 기금이 여러 전문 운용사에 위탁 운용됨으로써 운용전략의 다양화와 차별화를 꾀할 수도 있다.

연기금의 주식 위탁운용에 있어 논란이 될 수 있는 요소는 수익률이나 리스크보다

주식의 본질적인 권한인 의결권 행사라고 볼 수 있다.¹⁾ 의결권은 회사 지분의 소유주로서 가질 수 있는 가장 본질적인 권한이지만 많은 경우 특히 소액주주들은 그 행사에 관심이 없다. 하지만, 과거 몇 년 동안만 살펴볼 때에도 2015년 삼성물산과 제일모직의 합병과 같이 국민연금의 의결권 행사가 회사 경영에 결정적인 영향을 미치는 사례가 발생하고 있으며, 이에 대해 문제를 제기하고 개선을 요구하는 목소리가 높아지고 있다.²⁾ 본 연구에서는 공적 연기금이 직접 또는 위탁 운용 중인 주식의 의결권에 관한 제도와 행사 현황을 설명하고 이와 관련된 외국의 사례를 살펴보고, 법률적인 시각에서 공적 연기금이 위탁운용하는 주식의 의결권 행사를 효율화하는 방안을 제시하고자 한다.

II. 공적 연기금의 주식 운용 현황 및 주식 의결권 행사 현황

1. 공적 연기금의 직접 및 위탁 운용 현황

1.1 한국의 공적 연기금

공적 연기금이란 통상적으로 국자재정법 제5조 제1항과 동법 별표2에 규정된 법률에 의하여 설치된 기금 중 연금성 기금을 지칭한다. 현재 우리나라의 연금성 기금은 공무원 연금법에 의한 공무원연금기금, 국민연금법에 따른 국민연금기금, 군인연금법에 따른 군인연금기금, 사립학교교직원 연금법에 따른 사립학교교직원 연금기금 등 모두 4개가 운용되고 있는데, 연금지급을 통하여 가입자들의 생활안정과 복리증진에 기여할 목적으로 설정된 것이다.³⁾ 국민연금은 보건복지부 및 국민연금공단, 사학연금은 교육부와 사립학교교직원연금공단, 공무원연금은 인사혁신처 및 공무원연금공단, 군인연금은 국방부가 각각 관리 및 운용업무를 담당하고 있다.

1) 김지평, 주식에 대한 경제적 이익과 의결권, 경인문화사, 2012.7.2, 80쪽.

2) 정운모, “기관투자자의 수탁자 책임과 의결권 행사”, 한국증권학회 학술세미나 발표자료, 2015.10.28, 10쪽.

3) 고광수/김근수/박창욱, 공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구, 한국증권연구원, 2004.9, 9쪽.

1.2 국민연금의 주식 운용 현황

국민연금은 2016년 12월말 기준으로 전체 금융자산 운용액 557.7조원⁴⁾ 중 18.3%인 102.3조원을 국내 주식시장에 투자하고 있다. 국내 주식으로 운용되는 금액 중 53.5%에 해당하는 54.7조원은 국민연금이 직접 운용하고 있으며, 나머지 46.5%에 해당하는 47.6조원은 위탁하여 운용하고 있다. 국내 주식 부문의 직접운용 비율은 국내외 채권 부문의 직접운용 비율(84.5%)보다는 낮지만, 해외 주식시장 직접운용 비율(32.9%)에 비해서는 현저하게 높은 편이다. 이는 국민연금이 세계 3위의 대형 기금으로 성장하면서 국내 주식시장에 대한 수익률분석과 리스크관리를 직접 수행할 수 있는 전문적인 조직과 역량을 갖추고 있기 때문으로 해석될 수 있다.

〈표 II-1〉 2016년 공적 연기금별 상품별 운용 현황

(단위 : 억원)

구 분	국민연금 ⁵⁾	사학연금 ⁶⁾	공무원연금 ⁷⁾	군인연금 ⁸⁾ *
합 계	5,576,819	139,229	65,189	10,431
채 권	3,025,597	65,942	28,728	
• 국내직접	2,453,982	56,986	24,850	
• 국내위탁	339,462	0	2,118	
• 해외직접	101,824	1,207	1,760	
• 해외위탁	130,330	7,749		
주 식	1,880,174	48,254	20,588	8,004
• 국내직접	547,449	10,815	7,885	843
• 국내위탁	476,142	23,185	7,094	7,161
• 해외직접	282,002	0	5,609	
• 해외위탁	574,581	14,254		
대체투자	636,668	21,994	8,866	
단기자금	34,380	3,039	7,007	2,427

* 군인연금의 국내 주식운용액은 2015년 증장기자산 운용액으로 대체

4) 국민연금의 총 운용금액 중 금융자산 운용액은 99.9%를 차지하며, 주식의 비율은 33.7%이다.

5) 국민연금공단, “국민연금 공표통계”, 2017.3.2, 14쪽.

6) 사학연금관리공단, “투자현황”, <http://www.tp.or.kr:8088/tp/tpinfo/tpinfo_0104_11_tab1.jsp>, 검색일 : 2017.4.17.

7) 공무원연금공단, “금융자산운용현황”, <https://www.geps.or.kr/openinfo/management/page_08_03_04.jsp>, 검색일: 2017.4.17.

8) 기획재정부, “2015년(2013년) 회계연도 기금운용평가보고서 II”, 2016.6, 170쪽.

참고적으로 국민연금 주식운용에 있어 기금운용위원회가 그 해에 제시하는 위탁운용 목표범위 내에서 직접운용과 위탁운용을 병행하고 있으며, 기금운용본부가 실제 위탁 비중을 정하게 된다. 이때 고려되는 요소는 수익의 규모와 안정성, 집행의 효율성, 위탁비용 등이다.⁹⁾

〈표 II-2〉 2016년 공적 연기금별 국내 주식 위탁운용 금액 및 비율

(단위 : 억원)

구 분		국민연금	사학연금	공무원연금	군인연금
국내주식		1,023,591	34,000	14,979	8,004
직 접	금액	547,449	10,815	7,885	843
	비율	(53.5%)	(31.8%)	(52.6%)	(10.5%)
위 탁	금액	476,142	23,185	7,094	7,161
	비율	(46.5%)	(68.2%)	(47.4%)	(89.5%)

1.3 기타 공적 연기금의 주식 운용 현황

사학연금과 공무원연금 등 기타 공적 연기금의 주식 운용액은 국민연금과 비교할 때 상대적으로 매우 작은 규모이다. 2016년 12월말 기준으로 사학연금은 3.4조원을 국내 주식시장에 투자하고 있으며, 공무원연금은 1.5조원을 투자하고 있다. 운용규모 면에서는 사학연금이 국민연금의 3.3%, 공무원연금은 1.5%에 불과하다.

국내주식의 위탁운용 비중에 있어서도 공적 연기금간에 조금씩 차이가 있다. 사학연금의 경우 국내주식 전체 중 31.8%만 직접 운용하고 나머지 68.2%는 위탁운용하고 있다.¹⁰⁾ 국민연금에 비해 위탁운용 비중이 아주 높은 수준이다. 공무원연금의 위탁운용 비중은 47.4%로 국민연금(46.5%)과 사학연금(68.2%)의 중간 수준이다. 공무원연금의 국내주식 운용규모가 사학원연금의 약 40% 수준임에도 불구하고 오히려 위탁운용 비중이 낮은 것이 특징이다. 군인연금의 경우 기금운용액 전체가 1조원대로 타 공적 연기금에 비해 현저히 작은 규모이다. 기금의 최고 의사결정기구인 기금운용심의회를 포함하여 자산운용위, 위험관리·성과평가위 등의 기구가 독립적으로 구성되어 있기는 하나, 기금운용을 전담하는 조직이 분리되어 있지 않고 국방부 인사복지실 내 군인연금과에서

9) 국민연금기금운용위원회, “국민연금기금 위탁운용 목표범위 조정(안)”, 2015.12.24, 참조.

10) 참고적으로 사학연금은 2015년부터 국내 채권에 대해 위탁운용을 중단하고 100% 직접 운용하고 있다.

자금운용, 리스크관리, 성과평가를 모두 담당하고 있다. 이에 따라 주식, 채권 등 중장기 금융자산이 위탁운용 되는 비중이 89.5%로 다른 공적 연기금에 비해 매우 높은 편이다.

2. 위탁운용의 필요성

앞장의 분석을 통해, 연기금의 주식운용 규모가 클 경우에 직접 운용의 비중이 높고, 주식운용 규모가 작은 연기금은 위탁운용의 비중이 상대적으로 높다는 것을 알 수 있다. 공적 연기금의 기금관리자 입장에서의 위탁운용의 필요성은 세 가지 요소로 나누어 생각할 수 있다.

2.1 내부자원 부족 및 시장수익률 초과의 어려움

우선, 기금관리자는 분산투자를 통해 리스크를 관리하는 동시에 적절한 수익을 확보해야 하므로, 이것을 기금 조직 내부적으로 해결할 수 없는 경우 외부의 지원이 불가피하다. 특히 군인연금과 같이 기금운용을 전담하는 조직이 분리되어 있지 않은 경우 위탁운용 비중이 높아질 수밖에 없다.

또한, 장기간의 저성장, 저금리 기조 속에서 고수익의 성과를 내기가 어려운 투자환경이 조성되었다. 특히, 시장지수를 초과하여 수익을 내어야 하는 액티브(active)한 포트폴리오의 경우 위탁운용의 필요성이 더욱 증대된다. 국민연금의 경우에도 시장 또는 특정 스타일(value/growth)의 지수를 따라가는 패시브(passive)한 포트폴리오에 대해서는 직접 운용을 하고, 시장 또는 특정 스타일 지수를 초과하는 수익을 내려고 하는 액티브(active)한 포트폴리오에 대해서는 위탁운용을 한다는 원칙을 두고 있다.¹¹⁾

2.2 투명성과 독립성 제고

객관적인 펀드 평가기관들로부터 우수한 평가를 받는 위탁운용사들에게 기금자산의 운용을 맡기고 운용 내역을 보고받음으로써 운용의 투명성과 독립성을 제고할 수 있다. 이를 통해 기금운용과 관련된 불필요한 논란을 줄일 수 있다.

11) 박태영/이정화, “국민연금 기금운용지침 개선 방안”, 정책보고서 2014-08, 국민연금연구원, 2015.3, 85쪽.

2.3 시장 및 규제 환경의 변화

IT산업의 급속한 발전과 신(新)금융상품의 보급 등으로 투자대상과 상품영역이 어느 때보다 다양화되면서 부문별 수익률 분석과 리스크관리에 있어 각 투자부문에 특화된 인력을 보유하고 있는 외부 위탁운사가 지닌 고도의 전문성이 요구되게 되었다. 또한, 최근 도드프랭크법, 바젤 III 등의 시행에 따른 국내외 규제환경의 급격한 변화를 따라잡기 위해 요구되는 많은 내부 노력과 비용에 있어 외부 위탁운용사를 통해 부담 경감이 가능할 수 있다.

3. 위탁운용의 기준 및 형태

3.1 공적 연기금별 위탁운용 기준

공적 연기금들은 모두 자체적인 내규를 마련하여 위탁운용을 하는 기준은 설정하고 있으며, 운용상품 부문별로 이를 적용하고 있다. 국민연금이 표명하는 위탁운용의 목적은 크게 두 가지인데, 하나는 외부 운용사의 전문성과 운용효율성을 활용하여 기금운용 수익률을 제고하는 것이고, 다른 하나는 투자결정의 분권화를 통해 기금이 금융시장에 미치는 영향력을 완화하는 것이다.¹²⁾ 사학연금의 경우에도 위탁운용을 결정하는 요소로 위탁운용사들의 전문적인 능력과 함께 기금의 수익성과 안정성을 우선적으로 고려한다.¹³⁾ 2015년부터 국내채권을 100% 직접운용하게 된 배경도 2008년 글로벌 금융위기 이후 오랜 기간 동안 채권운용수익률이 낮은 수준을 유지하였을 뿐만 아니라 안정성이 강조되는 연기금의 특성상 리스크가 낮은 국고채에 대부분 투자되어 복잡한 수익률분석이나 리스크관리가 요구되지 않기 때문이다.¹⁴⁾ 사학연금 기금관리자 입장에서는 굳이 높은 위탁수수료를 지불하면서까지 굳이 위탁운용을 할 이유가 없는 것이다. 군인연금은 기금의 운용능력을 보완하고 투자상품 다양화를 통한 수익성 제고, 외부전문인력 활용을 통한 효율성 제고, 분산투자에 따른 위험분산 효과를 얻기 위해 기금자산을 외부에 위탁운용 가능함을 원칙으로 하고 있다.¹⁵⁾

12) 국민연금기금운용지침 제15조(위탁운용), 제8조(분산투자의 원칙).

13) 사학연금 국내 주식형 위탁운용상품 운용기준 제2조(운용원칙), 사학연금 자산운용지침 내 3.2 중장기 기금운용 방향.

14) 이상균, “사학연금, 국내 채권 위탁운용 중단”, 더벨, 2015.7.8.

3.2 위탁운용 형태

국내주식의 위탁운용은 이론적으로 크게 두 가지 형태로 이루어질 수 있다. 하나는 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”(이하 자본시장법)상의 집합투자기구(펀드)이고 다른 하나는 동법상의 투자일임재산이다. 법적으로 투자일임업이란 투자자가 증권사 등에 개설한 계좌재산의 운용권한을 투자일임업자가 위임받아 운용하는 영업을 의미한다.¹⁶⁾ 투자자로부터 금융투자상품에 대한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 금융투자상품을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하는 것을 영업으로 하는 것이다(자본시장법 제6조 제7항).¹⁷⁾ 투자일임업은 집합투자업에 비해 투자자율성은 높은 반면, 투자자 보호규제는 상대적으로 낮은 수준이다.¹⁸⁾

본 연구와 관련하여 집합투자기구와 투자일임재산간의 가장 중요한 차이는 위탁운용되는 주식의 의결권 행사 여부이다. 집합투자기구(펀드)에 편입된 주식의 의결권 행사는 운용사가 당연히 수행하는 반면, 투자일임 된 주식의 의결권 행사는 기금관리자인 위탁자가 직접 하는 것이 원칙이다. 왜냐하면 투자일임업자는 투자자로부터 투자판단을 일임 받았을 뿐 해당 주식의 의결권 행사까지 위임받은 것은 아니기 때문이다. 게다가 자본시장법은 투자일임재산에 포함된 주식의 의결권 행사를 위탁자인 기금관리자가 투자일임업자에게 위임할 수 없도록 규제하고 있다(자본시장법 제98조 제2항 제9호). 폐지된 구 증권거래법에서 투자일임업자가 투자일임재산에 속하는 증권의 의결권 행사를 위임받는 행위를 금지하던 입장을 자본시장법에서도 그대로 유지하고 있기 때문이다. 투자일임업자가 투자자의 이익에 반하여 의결권을 대리행사 할 가능성이 있다는 이유에서이다.

국민연금의 국내주식 위탁운용사 선정계획에 따른 위탁운용사 지원자격을 보면 자본시장법에 따라 투자일임업무가 등록된 자산운용회사 또는 투자자문회사로 제한하고 있다.¹⁹⁾ 다시 말해 자산운용회사가 위탁운용사로 지원할 수는 있으나 집합투자업자가

15) 국민연금기금 자산운용규정 제7조(운용원칙).

16) 금융위원회 “투자일임 제도개선방안”, 보도자료, 2010.9.15, 1쪽.

17) 이와 달리, 집합투자업이란 2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전등을 투자자(또는 각 기금관리자)로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리자에게 배분하여 귀속시키는 방식의 영업을 말한다.

18) 금융위원회 “투자일임 제도개선방안”, 보도자료, 2010.9.15, 1쪽.

19) 2017년 상반기 국내주식 위탁운용사 선정 공고문, 국민연금.

아닌 투자일임업자로서 지원하는 것이다. 사학연금 등 기타 공적 연기금들의 국내주식 위탁운용사 선정계획에도 이와 유사한 지원자격 제한이 있다.²⁰⁾ 다만 공적 연기금의 대체투자 부문에 대해서는 집합투자기구 형태의 위탁운용이 이루어지고 있다.²¹⁾

〈표 II-3〉 집합투자기구(펀드)와 투자일임재산의 주요 차이점 비교

구 분	주식형 펀드	주식 투자일임재산
방식	위탁운용	위탁운용
의결권 행사	위탁운용사가 행사	위탁자가 직접 행사
공적 연기금 위탁운용	없음	수행 중
위탁자	2인 이상	1인
동일종목 투자한도	펀드재산의 10% 이내	없음
주식 최저편입제한	펀드재산의 50% 이상	없음
성과보수	엄격히 제한	제한없음
포트폴리오 구성내역 조회	운용보고서(매 3개월)로 조회	수시조회 가능
고객의 운용지시	불가능	가 능
편입종목수	약 40-60종목	약 8-15종목
환매(계약해지)수수료	대부분 징구	대부분 없음

(자료 : 금융위원회 보도자료 “투자일임 제도개선방안”, 2010.9.15. 등)

4. 국내 공적 연기금의 주식 의결권 행사 관련 제도

공적 연기금이 관리하고 있는 기금에 편입된 국내 주식의 의결권은 모두 당해 연기금에 의해 직접 행사된다. 위탁운용 되는 주식의 경우에도 동일하다. 이는 앞서 설명한 대로 국민연금을 비롯한 공적 연기금의 위탁운용 국내주식이 모두 투자일임재산에 속해 있고, 투자일임재산에 속해 있는 주식은 자본시장법에 의해 의결권 행사의 위임이 금지되기 때문이다. 현재로서는 제도적으로 공적 연기금이 위탁운용사에게 국내주식에의 의결권 행사를 위임할 수 있는 방법이 없다는 의미이다.

국민연금의 경우, 의결권행사는 원칙적으로 공단에서 행사하되, 공단에서 찬성 또는 반대의 판단을 하기 곤란한 안건은 ‘주식의결권행사전문위원회’에서 결정하도록 정하고 있다.²²⁾ 그리고 기금운용위원회에서 의결권행사지침을 마련하여 의결권 행사기준의 기

20) 2010년 사학연금기금 국내주식 위탁운용사 선정 공고문.

21) 2017년 국내 사모투자 위탁운용사 선정 공고문, 국민연금.

22) 국민연금기금운용지침 제17조의2 (의결권 행사).

본원칙, 행사방법, 행사절차에 대해 각각 정하고 있으며, 의안별로 의결권 행사 세부기준을 별도로 정하고 있다. 국민연금의 의결권 행사기준은 기본원칙으로 ‘① 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성한다. ② 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안전에 대하여는 반대한다. ③ 위 ①, ②의 어느 하나에 해당하지 아니하는 경우에는 중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다.’²³⁾고 정하고 있다. 또한 책임투자과 관련하여서는 ‘환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자요소를 고려하여 의결권을 행사한다.’²⁴⁾고 정하고 있다. 그러나, 주주의 가치와 기금의 이익에 대해서 더 이상 구체적인 기준이나 설명은 없다. 세부기준은 의안별로 정관변경, 임원(이사·감사·감사위원)의 선임, 임원 보상, 주식매수선택권의 부여, 합병 및 영업양수도, 자본의 감소, 기타로 크게 구분하고 있다. 정관변경의 경우 총 25개 사항에 이르는 구체적인 세부기준이 있는 반면, 이사·감사·감사위원 선임에 관한 기준은 3개로 안전의 종류에 따라 세부기준의 세분화에는 다소 차이가 있다. 이사·감사·감사위원 선임과 관련된 세부기준으로 ‘법령상 결격사유가 있는 자’, ‘과도한 겸임으로 충실한 의무수행이 어려운 자’, ‘기업가치 훼손 내지 주주 권익의 침해의 이력이 있는 자’에 대해 반대할 수 있다고만 정하고 있다. 이러한 기준들은 뒤에서 다시 설명할 일본 공적 연기금의 의결권 행사 기준에 비하면 상당히 추상적이고 모호한 편이다. 사외이사의 선임에 대해서는 그 결격 사유로서 ‘사외이사의 독립성이 훼손된다고 판단되는 자’²⁵⁾ ‘이사회 참석률이 75% 미만이었던 자, 사외이사 재직 연수가 계열회사 포함 10년 초과인 자’로 하고, 이에 해당하는 경우에는 반대할 수 있다고 정하고 있다. 사외이사의 재선임 반대사유는 사내이사 재선임 반대사유에 비해 상대적으로 매우 구체적으로 정하고 있다.

한편, 발생 가능한 모든 사항을 미리 공적 연기금의 의결권 행사지침과 세부기준에 포함시키는 것은 쉽지 않다. 이를 보충하기 위한 가이드라인의 마련이 필요하다는 의견들이 있어 왔으나 아직 마련되어 있지는 않다.

23) 국민연금기금 의결권 행사지침 제6조 (행사기준의 기본원칙).

24) 국민연금기금 의결권 행사지침 제4조의2 (책임투자).

25) 사외이사의 독립성과 관련해서는 그 결격사유에 관하여 상법 제382조 제3항, 제542조의8 제2항, 상법시행령 제34조 제5항에서도 상세하게 규정하고 있다.

5. 국민연금의 의결권 행사 현황

2015년과 2016년 국민연금은 매년 총 700개 이상의 주총에 참여하여 3,000건 내외의 의결권을 행사하였고, 찬성 비중은 90% 내외이며, 반대율은 10% 내외를 보였다. 이와 같은 국민연금의 반대율은 다른 공적 연기금의 반대율과 비교할 때 현저히 높은 수준이며, 자산운용사 등 민간 기관투자자와 비교할 때도 다소 높은 편이다. 외국의 주요 공적 연기금과 비교해보면 평균적인 수준이다.²⁶⁾

〈표 II-4〉 국민연금의 의결권 행사내역²⁷⁾

행사년도	주식투자기업수	행사 주총수	행사 안건수	행사내역		
				찬성 (비중)	반대 (비중)	중립 (비중)
2014년	767	735	2,775	90.8%	9.0%	0.2%
2015년	791	749	2,836	89.6%	10.1%	0.3%
2016년	753	796	3,035	89.5%	10.0%	0.5%

국민연금이 반대한 주주총회 안건의 내역을 살펴보면 이사 및 감사선임이 약 200건 내외로 가장 많았으며, 그 다음으로 정관변경이 약 50건 내외를 차지하였다. 반대비율로 볼 때는 정관변경이 20%를 넘는 수준으로 가장 높았고, 그 다음으로 이사 및 감사선임이 15%가 조금 안되는 수준을 보였다. 이는 국민연금의 의결권행사지침에서 정한 정관변경의 기준들이 상대적으로 구체적인 반면, 이사 및 감사 (특히 사내이사) 선임의 기준들은 상대적으로 모호하여 담당자의 주관에 개입될 수 있는 여지가 많은 데 기인하는 것으로 볼 수 있다.

26) 한국기업지배구조원에 따르면 2015년 국내외 연기금의 의결권 행사 반대율은 국민연금 14.5%, 네덜란드연기금(APG) 20.8%, 캘리포니아공무원연금(CalPERS) 11.6%, 캐나다연금(CPPIB) 4.9%, 노르웨이연금(NBIM) 7.9%로 집계된다.

27) 국민연금, “국민연금기금 연차보고서” 참조.

〈표 II-5〉 국민연금의 반대 의결권 행사 내역*

반대안건	2015년 ²⁸⁾		2016년 ²⁹⁾	
	반대건수	반대율(%)	반대건수	반대율(%)
재무사항	17	3.2	-	-
이사/감사 선임	191	14.6	217	14.9
정관변경	46	22.8	58	20.6
임원보수	12	1.4	20	2.1
배 당	-	-	20	74.1
주 식	-	-	4	7.3
기 타	4	8.3	1	9.1
합 계	270	9.1	320	9.6

* 국민연금연차보고서와 금융감독원의 집계치간에 약간의 차이가 있음

6. 국내외 공적 연기금과 집합투자업자의 의결권 행사 비교

비록 현재 공적 연기금들의 위탁운용 되는 모든 국내주식은 집합투자기구가 아닌 투자일임재산에 속하고 있지만, 집합투자업자의 의결권 행사는 어떻게 이루어지고 있는지 검토할 필요는 있다. 이는 만약 공적 연기금이 위탁운용 하는 국내주식이 집합투자기구에 속하게 된다면 과연 의결권 행사가 어떻게 바뀌게 될 지를 예측해 볼 수 있기 때문이다. 참고적으로 2015년 집합투자업자 등의 의결권행사 공시현황을 살펴볼 때 주주총회 의결권행사 공시는 연간 2,695건이며, 의결권행사 집합투자업자는 약 60개사이다.³⁰⁾

정기주주총회 안전에 있어 집합투자업자의 의결권 행사 반대 비율은 1.8%로 국민연금에 비하여는 현저히 낮은 수준을 보였다. 외국계 자산운용사의 의결권 행사 반대비율은 6.2%로 국내 자산운용사와 국민연금 외 공적 연기금들에 비해서는 매우 높은 수준을 보였지만, 국민연금에 비해서는 다소 낮았다. 1998년 이후 의결권행사에 대한 법적 제도적 장치가 마련되었음에도 불구하고, 아직 집합투자업자들은 의결권행사에 매우 소극적인 것을 알 수 있다.³¹⁾

28) 금융감독원, “자산운용사의 의결권 행사 점검 결과”, 보도자료, 2015.7.7, 5쪽.

29) CEO 스코어, “국민연금 주총 의결권 행사 현황”, 2016.12.13. (연합뉴스 기사).

30) 금융감독원, “자산운용사의 의결권 행사 점검 결과”, 보도자료, 2015.7.7, 2쪽.

31) 정우영, “집합투자기구의 의결권행사에 대한 법적규제와 개선방안”, 한국기업법학회 추계공동학술대회, 2014.12.22, 156쪽.

〈표 II-6〉 2015년 공적 연기금과 자산운용사의 의결권 행사 내역 비교³²⁾

구 분	국민연금 ³³⁾	사학연금	공무원연금	CalPERS ³⁴⁾	자산운용사	외국계운용사 ³⁵⁾
행사안건	2,687	412	235	1,528	16,419	2,556
찬성률	84.9%	98.3%	94.0%	88.4%	91.8%	92.0%
반대율	14.5%	1.7%	3.8%	11.6%	1.8%	5.1%
중립률	0.0%	0.0%	2.1%	0.0%	1.4%	0.0%
불행사를	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	2.9%

III. 외국 사례

1. 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 행사 위임

미국의 경우, 투자일임재산에 속한 주식에 대해 의결권 위임을 금지하는 규제는 없다. 대신 운용 위탁을 받은 투자일임업자로 하여금 의결권 행사와 관련하여 세 가지 의무를 부과하고 있다. 투자자문업자(Investment Adviser)³⁶⁾의 의결권 행사 대리에 관하여 충실 의무의 내용으로서 ① 고객의 이익을 최우선으로 하여 의결권을 행사한다는 서면 기준과 절차를 마련할 것, ② 투자자문업자의 의결권 행사와 관련된 정보를 고객이 확인할 수 있도록 조회방법을 공시할 것, ③ 고객이 요구할 경우 의결권 행사의 기준과 절차를 설명하고 이를 서면으로 제공할 것 등을 규정하고 있다.³⁷⁾ 다시 말해, 연기금이 위탁자인 경우 투자일임업자는 연기금관리자에게 의결권 방침을 마련하여 제공하고, 위탁운동 중인 주식의 의결권 행사 내역 등을 조회할 수 있도록 공시하거나 보고하면 되는 것이다.

일본의 경우에도 투자일임업자³⁸⁾가 위탁운동 중인 주식에 대하여 의결권 행사 위임을 금지하고 있지 않으며, 대신 투자일임업자를 포함한 위탁운동사에 대해 기금관리자로서 의결권 행사와 관련된 보고의무 등을 부과하고 있다. 일본 공적연금제도의 가장 큰 축인

32) 한국기업지배구조원, “2015년 기관투자자 의결권 행사 현황 분석 및 시사점”, 보도자료, 2016.2.19, 10쪽.

33) 국민연금에 대한 통계치는 국민연금 자료와 한국기업지배구조원의 집계간 약간의 차이가 있다.

34) 캘리포니아공무원연금 California Public Employees' Retirement System.

35) 외국계 운용사 수치는 자산운용사와 보험사의 합계이며, 외국계 자산운용사의 반대율은 6.2%이다.

36) 미국의 투자자문업법(Investment Advisers Act)에서는 투자일임업자와 투자자문업자를 특별히 구분하지 않는다.

37) Investment Advisers Act, Rule §206(4)-6.

38) 일본은 2006년부터 ‘金融商品取引法’의 통합·시행과 함께 기존 투자일임업과 투자신탁위탁업이 투자운동업으로 개편됨에 따라 투자일임의 자산운용기능이 강조되게 되었다.

GPIF³⁹⁾의 경우 위탁운용 중인 국내(일본) 주식 의결권의 구체적인 행사에 대하여 전적으로 위탁운용사에 위임하고 있는데, 위탁운용사로 하여금 내부적으로 정한 의결권 행사 방침을 GPIF에게 제출하도록 의무화하고, 매년 위탁 주주의결권의 행사현황을 GPIF에 보고하도록 하고 있다.⁴⁰⁾

GPIF의 연기금운용 방식은 위탁운용이 원칙이며, 국내 주식을 포함하여 기금운용액 중 대부분을 위탁운용계약에 따라 위탁운용사에 위탁운용하고 있다. 주식의 직접 운용은 오히려 예외적으로만 이루어진다. 이는 후생노동성의 영향력 아래에 있는 GPIF의 직접적인 기금운용에 의하여 기업경영이 영향을 받지 않도록 하기 위한 목적이 크다. 위탁운용 되는 주식의 의결권 행사에 대해서도 GPIF는 기금운용의 중장기 방향만을 제시할 뿐 의결권을 직접 행사하지 않고 위탁운용사에 위임하고 있다.⁴¹⁾ 이는 위탁운용 되는 주식에 대해서도 모두 직접 의결권을 행사하고 있는 국내 공적 연기금과는 매우 다른 상황이라고 할 수 있다.

2. 의결권 행사 자문기관

미국에서 의결권 행사 자문업이 본격적으로 성장하기 시작한 것은 2003년 기관투자자들의 의결권 행사와 관련하여 SEC⁴²⁾가 투자자문업자를 대상으로 고객이익을 우선으로 하는 의결권 행사 지침의 제정, 의결권 행사 관련 정보 조회방법 공시 등의 의무⁴³⁾를 부과하면서부터이다.⁴⁴⁾ 의결권 행사 자문기관⁴⁵⁾을 이용하는 것은 이러한 의무를 다하기 위한 노력의 일환이었다. 의무위반 위험을 최소화하려는 것이다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후 월가에 대한 비판여론이 높아지면서 이러한 수요가 더욱 증가하였다고

39) 일본은 2004년 제정된 “年金積立金管理運用獨立行政法人法(GPIF법)”에 근거하여 2006년 “年金積立金管理運用獨立行政法人”(Government Pension Investment Fund : GPIF)을 설립하였다. GPIF는 공적 연기금으로서 규모가 가장 큰 국민연금과 후생연금보험의 운용을 맡고 있다.

40) 年金積立金管理運用獨立行政法人 管理運用の方針, 7쪽.

41) 김순석, “연기금 의결권행사제도의 문제점 및 개선방안”, 기업법연구 제27권 제4호, 한국기업법학회, 2013.12, 298쪽.

42) Securities and Exchange Commission.

43) Investment Advisers Act, Rule §206(4)-6.

44) 김순석, “연기금 의결권행사제도의 문제점 및 개선방안”, 기업법연구 제27권 제4호, 한국기업법학회, 2013.12, 312쪽.

45) 통상 여러 명칭이 사용되나, SEC에서 사용되는 명칭은 proxy advisory firm이다. (Concept Release on the U.S. Proxy System).

볼 수 있다.

또한 최근 포트폴리오의 글로벌화가 진행되면서 분석 대상 기업이 많아지게 되었고, 이에 따라 의결권 행사 자문에 대한 수요도 증가하게 되었다. 미국뿐만 아니라, 유럽 등 외국의 기관투자자들도 이러한 의안분석 서비스를 제공하는 자문기관을 널리 활용하고 있으며, 국내 투자대상회사와 관련된 분석업무에 대해서도 서비스를 제공해 오고 있다. 자문기관이 안전에 대해 특정한 의결권 행사 방향을 권고하는 경우도 있지만, 그렇지 않고 기관투자자가 이미 내부적으로 마련해 놓은 의결권행사 지침을 의결권 자문기관이 독립적으로 해석하여 그대로 이행하게 하는 경우도 있다.⁴⁶⁾

가장 많이 알려져 있고 시장점유율이 높은 ISS(Institutional Shareholder Service)는 1985년부터 의결권 행사와 관련된 자문 업무를 수행해오고 있다. ISS는 타 경쟁회사에 비해 현저히 많은 기관투자자 고객을 확보하고 있고, 미국을 포함한 각국 주요기업의 주주총회에서 상당한 영향력을 발휘해오고 있으나, 최근 영향력이 과도하게 커졌다는 비판도 받고 있다. 최근에는 고객정보 기밀유지 의무 위반으로 30만불의 벌금이 부과되기도 하였다.⁴⁷⁾ 또한 ISS 고객 중 상당수가 연기금 등 주주가 아니라 투자대상회사들인 것으로 알려지면서, 오히려 견제 대상으로 지목받게 된 것이다. SEC에서도 의결권 행사 자문기관과 관련하여 발생하는 ① 이해상충 문제, ② 정보의 투명성 및 정확성 결여 문제를 지적하고 이에 대한 규제방향을 발표한 바 있다.⁴⁸⁾

3. 의결권 행사지침

연금관리자가 직접 운용하거나 위탁운용 하는 주식의 의결권 행사 지침(또는 가이드라인)으로 참고할 수 있는 대표적인 외국사례로 일본 기업연금연합회의 ‘주주의결권행사기준’을 들 수 있다. 기업연금연합회는 일본 연금체계의 또 다른 큰 축인 기업연금⁴⁹⁾의 관리를 담당하는 기관이다. 기업연금연합회는 연금자산의 운용을 위한 큰 정책적 방향으로 ‘연금자산운용 기본방침’⁵⁰⁾과 이를 보완하기 위한 ‘연금자산운용에 관한 실무가이

46) SEC, “Concept Release on the U.S. Proxy System”, 2010.7.14, p.25.

47) SEC, “SEC Charges Institutional Shareholder Services in Breach of Clients’ Confidential Proxy Voting Information”, Press Release, 2013.3.23, p.1.

48) SEC, “Concept Release on the U.S. Proxy System”, 2010.7.14, p.120, p.122.

49) 참고로 GPIF의 경우에는 원칙적인 연금운용방식이 위탁운용인데다 위탁운용되는 주식의 의결권 행사를 직접 하지 않고 운용수탁기관에 전적으로 위임하고 있기 때문에 자체적인 의결권행사지침을 마련하지 않고 있다.

드라인’⁵¹⁾(가이드라인)을 마련하여 적용하고 있으며, 의결권 행사와 관련해서는 추가적으로 ‘주주의결권행시기준’을 정하여 적용하고 있다.

일본 기업연금연합회의 주주의결권행시기준의 특징적인 부분은 회사가 과거 3년간 연속 적자에 무배당이거나, 5년간 당기순이익이 통산하여 마이너스인 경우 이사나 감사의 재선임과 퇴직금 지급에 반대하고, 보수도 감액하도록 정하고 있는 점이다. 임원에 대한 재선임과 보수에 대한 의결권 행사시 주관적인 판단이 과도하게 개입되지 않도록 애매모호하거나 포괄적인 표현 대신 구체적인 손익지표를 기준으로 정함으로써 직관적으로 쉽게 적용할 수 있게 한 것이다.

〈표 III-1〉 국민연금과 일본 기업연금의 의결권 행사지침 비교

의안	국민연금 반대기준	일본 기업연금 반대기준
이사 선임	① 기업가치의 훼손 내지 주주 권익의 침해의 이력이 있는 자 ② 과도한 겸임으로 충실한 의무 수행이 어려운 자	① 당해년도를 포함한 과거 3개 회계년도 연속 적자에 무배당이거나, 과거 5개 회계년도 당기순이익이 통산하여 마이너스인 경우 ② ROE가 장기적 침체된 기업에 대해 그 원인과 대응 방안을 포함한 사업 계획 및 자본 정책 등에 대해서 그럴듯한 설명 혹은 대처가 인정되지 않을 경우
이사 보수	보수한도 수준이 회사의 규모, 경영성과 등에 비추어 과도한 경우	① 당해년도를 포함한 과거 3개 회계년도 연속 적자에 무배당이거나, 과거 5개 회계년도 당기순이익이 통산하여 마이너스임에도 감액하지 않는 경우 ② 보수인상의 충분한 근거가 설명되지 않을 경우

IV. 공적 연기금 위탁운용 주식의 의결권 행사 효율화 방안

1. 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 행사 위임 허용

앞에서 살펴보았듯이 자본시장법은 종전 증권거래법 및 자산운용업법의 입장을 그대로 유지하여 투자일임업자가 투자일임재산에 속하는 주식의 의결권 행사를 위임받는 행위를 여전히 금지하고 있다. 자본시장법에서 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 행사 위임을 금지시키는 가장 큰 이유는 투자일임업자가 고객의 이익이 아니라 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 투자일임 재산에 속한 주식의 의결권을 행사하는 폐단이 우려되기 때문이라고 할 수 있다. 그래서 투자일임재산에 속하는 증권의 의결권 행사를 위임받

50) 企業年金連合會 年金資産運用の基本方針.

51) 企業年金連合會 年金資産運用に関する實務ガイドライン.

는 행위는 자본시장법상 투자일임재산을 인출하는 행위 등과 함께 ‘불건전 영업행위’로 분류되고 있다. 투자일임업자가 위탁자의 이익에 반하여 위임받은 주식의 의결권을 대리행사 할 가능성이 있다는 것이다. 하지만, 국내 자본시장법에서도 주식 운용을 위탁받은 투자일임업자에 대해 미국 등 외국과 같이 자산의 운용과 더불어 의결권의 행사, 운용결과 보고 등에 대해서도 선관의무와 충실의무를 규정하고 있기 때문에 특별히 의결권 행사에 대해서만 위탁자로부터 위임받는 것을 금지시킬 근거는 부족하다. 위탁자인 기금관리자가 투자일임계약 등을 통하여 명시적으로 위탁운용사에게 의결권 행사 위임 여부와 조건을 표시하였다면 이를 무조건 불건전한 영업행위라고 하기는 어렵다.

이에 투자일임재산에 속하는 증권의 의결권행사의 위임을 허용하고 투자일임업자와 고객 간의 계약관계에 맡김으로써, 의결권 남용의 문제를 자본시장법에서 규정하고 있는 선관의무와 충실의무 준수로 해결해야 한다는 선행 연구들이 있어 왔다. 미국과 일본에서도 특별히 투자일임재산에 속하는 주식에 대해 의결권 행사 위임을 금지하고 있지 않고, 투자일임업자의 권리남용을 우려하여 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 행사를 위임받을 수 없도록 하는 것은 위탁자와 위탁운용사간 사적 계약에 의하여 얼마든지 통제할 수 있는 행위를 법률로 원천 차단시킨 것으로 과잉규제일 수 있다는 것이다.⁵²⁾

한편, 투자일임업자라고 하더라도 투자일임하고 있지 않은 주식에 대해서는 의결권 위임을 받는데 특별한 제한이 없다. 상법상 주주가 대리인으로 하여금 그 의결권을 행사하게 할 수 있으며,⁵³⁾ 그 대리인에 대해서 특별한 제한을 두고 있지 않기 때문이다.⁵⁴⁾ 다시 말해, 기금관리자는 위탁운용사에게 투자일임 한 주식에 대해서는 의결권 행사를 위임할 수 없으나, 투자일임하지 않은 주식에 대해서는 의결권 행사 위임이 가능하다. 이와 같이 투자일임업자라 할지라도 해당 주식에 대한 투자일임계약 관계에 있지 않은 경우에는 해당 주식의 의결권 행사 위임이 가능한 점을 감안할 때, 위탁자의 의사에 따라 투자일임계약 등을 통해 투자일임업자에게 의결권 행사를 명시적으로 위임하는 경우에 한하여 이를 허용한다면 투자일임업자의 권리남용의 우려도 최소화할 수 있을 것이다.⁵⁵⁾ 투자일임이 서면계약을 통해 이루어지고 있고, 투자일임계약에 명시적으로

52) 박철영, “투자자문업 및 투자일임업에 관한 법적 규제의 현황과 과제”, 증권법연구 제10권 제1호, 2009.5, 27쪽.

53) 권기범, “현대회사법론”, 삼영사, 2012.8, 619쪽.

54) 상법 제368조(총회의 결의방법과 의결권의 행사).

55) 참고적으로 투자일임재산은 수탁은행(또는 증권사)에 의해 위탁자의 명의로 관리되므로, 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 행사를 투자일임업자가 위임받아 수행하는 경우, 집합투자기구에 속한 주식의 경우와는

투자일임재산에 속한 주식의 의결권 행사를 위임한다는 내용이 포함되지 않고서는 의결권 행사 위임이 어려우므로, 위탁자 의사에 반하는 투자일임업자의 임의적인 의결권 행사 대리에 대한 우려는 크지 않다.

특히 일반투자자가 아닌 일정 규모 이상의 전문투자자의 경우 투자일임업자의 의결권 행사 남용을 막기 위한 자체적인 의결권 행사 지침 등이 구비되어 있을 가능성이 높기 때문에, 투자일임업자에게 의결권 행사를 위임할 수 있는 위탁자의 범위를 전문투자자로 제한하는 것도 하나의 대안이 될 수 있다. 적어도 위탁자가 일정 규모 이상의 전문투자자(법률에 의해 설립된 기금 등)인 경우, 투자일임업자에게 의결권 행사를 위임하는 것을 허용하고 위임여부는 위탁자인 전문투자자와 투자일임업자 간에 자율적으로 정하도록 계약관계에 맡기는 것이다. 전문투자자는 대부분 은행, 증권사 등 금융투자업자, 보험사, 기타 금융기관, 법률에 의하여 설립된 기금 등이 해당되므로 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 행사 위임 여부에 대해 충분히 판단할 수 있다고 보아야 한다.

전문투자자(본 연구에서는 공적 연기금)가 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 행사를 위임하는 것이 허용될 경우, 공적 연기금 재산의 보호를 위하여 이미 제정된 의결권행사지침과 세부기준이 있으므로 위탁운용사의 의결권 대리 행사시에 이에 적용하도록 지시하면 될 것으로 보인다. 또한 미국이나 일본과 같이 투자일임업자로 하여금 선관의무와 충실의무가 포함된 자체 의결권행사 세부기준을 마련하여 제출하도록 하고 행사내역을 주기적으로 기금에 보고하도록 하는 방안의 도입이 필요할 것으로 보인다.

투자일임재산에 속한 주식의 의결권 위임을 허용하는 것은 단순히 과잉규제 해소 이상의 긍정적인 효과가 있을 수 있다. 왜냐하면 투자일임재산에 속해 있는 주식에 대해 위탁운용사가 의결권 행사를 수행할 경우 오히려 정부부처의 각종 정책방향 또는 정치적 압력의 영향이 상대적으로 완화되면서 위탁자가 마련한 의결권 행사지침 및 세부기준에 더욱 충실하게 이를 수행할 수 있을 것으로 기대할 수 있기 때문이다.

2. 기업 지배구조개선에 적극적인 위탁운용사 이용

2.1 집합투자기구를 이용한 위탁운용

현재 공적 연기금들이 모두 전적으로 투자일임업자를 통해서만 국내주식을 위탁운용

하고 있으나, 향후 위탁운용 주식 중 일부는 의결권 행사에 적극적인 집합투자기구를 이용해 위탁운용 하는 방안을 모색할 필요가 있다. 실제로 지배구조 측면에서 문제되는 기업의 지분을 의도적으로 유의한 수준 이상 확보한 다음 적극적인 의결권 행사를 통하여 경영진에 영향력을 행사하여 변화를 유도하는 집합투자기구들이 있으며, 이들은 지배구조 개선을 통해 주가상승이 이루어지고 궁극적으로 이를 통한 자본이득을 노린다.

공적 연기금 입장에서 투자대상회사의 기업지배구조에 관심을 가지고 이를 적극적으로 개선시키려는 집합투자기구를 활용할 경우 두 가지 장점이 있다. 첫째, 주주권 행사를 간접화함으로써 의결권 행사가 정부의 다른 정책목표 또는 정치적 압력수단으로 이용되거나 이와 상충될 가능성을 최소화할 수 있다. 둘째, 위탁운용사에 소속되어 있는 기업지배구조 개선 관련 전문가들의 전문성과 독립성을 활용할 수 있다.⁵⁶⁾ 최근 다시 문제로 거론되는 제일모직과 삼성물산 간 합병 건과 관련해서도 만약 기업지배구조 개선에 적극적인 입장을 표명하는 집합투자기구에 속한 국내주식이었다면 연기금이 의결권 행사와 관련하여 직접적인 부담을 지지 않아도 될 수 있었다.

2.2 스튜어드십 코드 이용

또 다른 방법은 ‘스튜어드십 코드 (기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙)’⁵⁷⁾와 같이 적극적인 의결권 행사를 표명하는 공적 기준 도입을 활용하는 것이다. 스튜어드십 코드 (Stewardship Code)란 기관투자자가 투자대상 기업의 지배구조와 관련된 의사결정 과정에 적극적으로 의결권을 행사하도록 유도하는 지침을 말하며, 기관투자자들로 하여금 합리적으로 의결권 행사를 하게 하기 위한 지침으로 인식되고 있다. 코드를 채택하게 되면 기관투자자 입장에서는 내부적으로 정한 원칙에 따라 투자대상회사의 경영활동과 지배구조를 적극적으로 들여다보고 주기적으로 점검해야 한다. 또 의결권 행사와 관련해서도 어떤 원칙에 따라 행사하거나 하지 않았는지 그 내용과 사유를 함께 공개하여야 한다.⁵⁸⁾

56) 강윤식/위경우, “국민연금 주주권 행사의 독립성 및 전문성 확보 방안”, 한국증권학회지 제44권 1호, 한국증권학회, 2015.2.2, 153쪽.

57) 국내 스튜어드십 코드는 2015.3. 금융위원회의 주도로 구성된 1차 스튜어드십 코드 제정 위원회에서 공청회 초안이 마련되었으며, 이후 민간 중심의 자율적인 코드 제정이라는 취지를 명확히 하기 위해 2016.11. 한국거래소 산하 조직인 한국기업지배구조원을 중심으로 개편된 2차 제정 위원회에서 제정 초안을 발표하여 동년 12월 한국 스튜어드십 코드 최종안인 ‘기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙’이 공표되었다.

58) 한국기업지배구조원의 스튜어드십 코드는 ① 수탁자 책임 정책 제공 공개, ② 이해상충 방지정책 공개, ③ 투자대

국민연금도 2017년부터 기관투자자들의 의결권 행사 지침인 ‘스튜어드십 코드’ 도입을 추진하기로 2016년 말 발표하였으나, 거의 반년이 지나도록 도입 결정은 이루어지지 않고 있다. 공적기금의 입장에서 스튜어드십 코드는 스스로 채택한 원칙인 만큼 지키지 않았을 경우 법적인 제재를 받는 것은 아니지만 가입자들에 의해 소송을 당할 수도 있고, 적어도 코드를 채택하기 전보다는 훨씬 신경을 많이 써야 하고 부담도 더 늘어나는 측면이 있다.

공적 연기금이 반드시 직접 스튜어드십 코드를 도입하지 않더라도, 이를 도입하는 집합투자업자(또는 집합투자기구)를 활용하는 것도 좋은 대안이 될 수 있다. 공적 연금금이 위탁운용 하는 자산 중 일부를 스튜어드십 코드 도입을 결정한 위탁운용사의 집합투자기구에 위탁하여 적극적이고 투명한 의결권행사가 이루어지도록 함으로써 간접적으로 스튜어드십 코드 준수를 하는 효과가 일부 나타날 수 있는 것이다.

3. 위탁운용사 선정 기준에 의결권 행사 기준 및 현황 포함

향후 투자일임업자에 의결권 위임이 허용되고 집합투자기구를 통한 공적 연기금의 위탁운용이 이루어질 경우, 위탁운용 중인 국내주식에 대해 위탁운용사가 의결권 행사를 하게 될 것이다. 이 때 위탁운용사 선정 기준에 위탁운용사의 과거 의결권 행사 실적과 행사 기준을 포함하게 함으로써 위탁운용사들의 적극적인 의결권 행사를 촉진시킬 수 있을 것으로 보인다.⁵⁹⁾

현재 공적 연기금의 위탁운용사 선정 기준은 크게 위탁운용사의 ① 경영안정성(자기 자본, 금감원 조치), ② 운용조직/인력(전문성, 조직안정성), ③ 과거 운용성과(초과수익률, 위험조정수익률, 운용규모, 운용기간), ④ 운용전략 및 체계, ⑤ 위험관리 체계, ⑥ 제안수수료 등으로 구성되어 있다.⁶⁰⁾ 4개 공적 연기금 중 의결권 행사에 대한 계획서가 위탁운용사 선정기준에 포함되어 있는 경우는 없다. 가장 큰 이유는 공적 연기금이 위탁운용사 범위를 투자일임업자로 제한하고 있는데, 아직 투자일임업자는 투자일임재산에 속해 있는 주식의 의결권 위임이 금지되어 있기 때문이다.

상회사에 대한 주기적 점검, ④ 수탁자 책임 활동수행에 관한 내부지침 마련, ⑤ 의결권 정책 공개 및 의결권 행사내역과 그 사유 공개, ⑥ 의결권 행사, 수탁자 책임이행 활동의 주기적 보고, ⑦ 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 확보를 7대 원칙으로 정하고 있다.

59) 이는 한국기업지배구조원의 스튜어드십 코드 원칙5와 원칙6과도 내용이 상통한다.

60) 국민연금, 2017년 상반기 국내주식 위탁운용사 선정 공고문.

의결권 행사에 적극적인 위탁운용사 선정을 통하여 자연스럽게 공적 연기금의 선관의무와 충실의무 이행이 이루어지는 효과가 나타날 수 있게 된다. 이는 궁극적으로 기관투자자들의 적극적인 의결권 행사로 이어져, 주주가 경영진의 책임경영을 촉구하는 중요한 통로가 될 수 있다.

4. 독립적인 의결권 행사 자문기관의 활용

의결권 행사 자문기관이란 투자대상회사 주주(주로 기관투자자)를 위하여 주총 의결권 행사와 관련된 제반 서비스를 제공하는 기관을 말한다. 이들이 제공하는 서비스의 범위는 일반적으로 의안 분석, 의결권 행사 지침 마련, 의결권 행사 권고 등이 포함된다. 아직 국내에서는 제도적으로 자리 잡지 못하고 있으나, 앞서 살펴보았듯이 미국에서는 2003년 기관투자자들의 SEC가 의결권 행사와 관련하여 투자자문업자에 대해 고객이익을 우선으로 하는 의결권 행사 지침 제정 의무 등을 규정에 명시하면서부터 의결권 행사 자문업이 본격적으로 성장하기 시작한 것으로 보고 있다.

의결권 행사 자문업은 주로 기관투자자를 대상으로 하고 있다. 주식시장에서 기관투자자의 시장참여가 차지하는 비중이 높아짐에 따라 기관투자자들의 의결권 행사도 매우 중요한 의미를 지니게 되었다. 기관투자자들의 의결권 행사를 직접적으로 강제하는 국내 규제는 없으나, 기관투자자들(특히 법률에 의해 설립된 공적 연기금과 집합투자업자)의 의결권 행사에 대해 선관의무와 충실의무를 강조하고 있고 공시의무 등을 부여하고 있다.⁶¹⁾⁶²⁾ 기관투자자들은 이러한 선관의무와 충실의무를 지키기 위하여 투자대상 회사의 각종 주총 의안들을 분석하고 의결권 행사를 결정하는데 노력을 다하게 되는데, 제3의 독립적이고 전문적인 의결권 행사 자문기관을 활용함으로써 이러한 의무를 다하는 것으로 해석될 수 있다.⁶³⁾ 미국의 경우에도 전문 자문기관 활용을 통한 기관투자자들의 충실의무 이행 노력이 의결권 행사 자문 시장이 성장하게 된 가장 큰 계기가 되었다.

의결권 권고의 기초자료 공시, 의결권 행사지침 채택과정 공시, 이해상충 관계 공시 등 의결권 행사 자문기관에 대한 각종 규제부과의 필요성에 대한 선행연구들이 있어 왔으나,⁶⁴⁾ 본 연구에서는 아직 본격적으로 제도화되지 못한 의결권 행사 자문기관에

61) 국가재정법 제64조 (의결권 행사의 원칙).

62) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제87조 (의결권 등).

63) 염미경, “의결권행사 자문회사의 문제점과 법적 규제 동향”, 강원법학 제41권, 강원대학교 비교법학연구소, 2014.2, 693쪽.

대해 규제보다는 활성화가 선행되어야 함을 더 강조하고자 한다. 이에 의결권 행사 자문업이 국내에서 안정적으로 자리 잡기 위한 두 가지 방향을 기관투자자 관점에서 각각 제시하고자 한다.

첫째, 반드시 자문기관을 통해 특정한 의결권 행사 방향을 권고 받지 않더라도 위탁자인 기금관리자에 의해 내부적으로 마련된 의결권행사 지침에 따라 독립적인 의결권행사가 이루어짐에 있어 의결권 자문기관의 활용이 필요할 것으로 보인다. 미국의 경우에도 자문기관이 안전에 대해 찬반을 권고하는 경우도 있지만, 그렇지 않고 단순히 위탁자의 의결권행사 지침에 따라 의결권 자문기관이 이행만 하는 경우도 상당하다. 이를 통해 미국의 기관투자자들이 충실의무 등의 위반 시 우려할 수 있는 집단소송 등의 위험으로부터 스스로를 보호하기 위해 의결권 자문기관을 이용하는 측면이 강하다는 것을 알 수 있다.

의결권 행사와 관련하여 기관투자자의 선관의무와 충실의무 이행의 가장 큰 걸림돌은 기관투자자와 투자대상회사간의 이해상충의 문제와 정부부처의 각종 정책방향 및 정치적 압력이다.⁶⁵⁾ 국내 대다수의 기관투자자들이 대기업그룹 계열사이며, 공적 연기금의 경우 정부부처의 각종 친산업적인 정책으로부터 자유롭기 어렵다. 이를 해소하기 위해 독립적이고 전문적인 제3의 기관 활용의 필요성이 대두된다. 투자대상회사와의 이해상충, 정치적 압력 등으로 인하여 보다 적극적인 의결권 행사를 하지 못하는 기관투자자에 대해 의결권 행사의 독립성을 제고시키는 서비스를 제공할 수 있다.

둘째, 공적 연기금의 위탁운용사 선정시 심사 기준에 의결권 행사 자문기관 활용 여부를 포함시키는 것이다. 물론 이를 위해서는 앞에서 제시한 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 위임 허용과 집합투자기구를 통한 공적 연기금의 국내주식 위탁운용이 모두 전제되어야 한다. 독립적인 자문기관을 활용하는 위탁운용사를 통하여 공적 연기금은 간접적으로 의결권 행사 자문기관을 활용할 수 있게 되며, 앞에서 설명한 바와 같이 자연스럽게 공적 연기금의 선관의무와 충실의무 이행으로 이어지는 효과가 나타날 수 있게 된다. 이는 궁극적으로 기관투자자들의 적극적인 의결권 행사로 이어져, 주주가 경영진의 책임경영을 촉구하는 작용으로 나타날 수 있게 된다.

실제 금융감독원의 조사결과로 볼 때, 외부자문을 받은 자산운용사는 그렇지 않은

64) 최문희, “기관투자자의 의결권 행사의 개선과 의결권 자문회사의 활용”, 경제법연구 제7권 제1호, 한국경제법학회, 2008.6. 참조.

65) 강성원, “국민연금 의결권 행사의 구조적 문제점”, 정책연구 2011-05, 한국경제연구원, 2011.7.21, 64쪽.

운용사에 비해 의결권을 더 적극적으로 행사하며 반대비율도 약 9배 이상인 것으로 나타나는데, 이는 외부자문을 받은 기관투자자가 보다 독립적인 의결권 행사를 할 수 있음을 보여준다. 따라서 향후 위탁운용사들의 의결권 행사 자문기관 이용이 증가할 경우, 현재보다 전체 기관투자자들의 반대비율이 제고될 가능성이 높다.

〈표 IV-1〉 외부자문을 받은 자산운용사의 의결 행사 현황⁶⁶⁾

구 분	자산운용사(A)*		자산운용사(B)*		전체 자산운용사	
	(건수)	(반대비율)	(건수)	(반대비율)	(건수)	(반대비율)
공시건수 기준	2,283	3.1%	412	28.6%	2,695	7.0%
안건 기준	11,916	1.1%	2,794	6.9%	14,710	2.2%

*운용사(A) : 외부자문을 받지 않은 경우

운용사(B) : 외부자문(기업지배구조원 등 4사)을 받은 경우 (총9개 운용사)

5. 의결권 행사지침 및 세부기준의 구체화 및 가이드라인 마련

앞에서 살펴본 바와 같이 국내 공적 연기금의 의결권 행사지침은 외국에 비해 다소 모호하거나 담당자의 자의적인 판단이 개입될 수밖에 없는 여지가 많다. 이러한 경우 지침을 일관되게 적용하는 것이 어려워지며, 유사한 안건에 대해서도 다른 결론이 나올 가능성이 높아진다.

회사가 과거 3개년도 연속 적자를 기록하는 동시에 배당을 한 차례도 하지 못하였거나, 5개년도 동안의 당기순이익을 통산하여 마이너스인 경우 이어나 감사의 재선임에 반대하도록 정하고 있는 일본 기업연금연합회의 사례와 같이 구체적인 손익지표를 이용한 수치로 임원 재선임 등의 기준을 세부적으로 정할 수 있다. 이와 더불어 기계적인 적용을 방지하기 위해 예규 또는 모범사례집의 발간이 요구된다.

V. 결론

본 연구에서는 공적 연기금이 투자일임업자 등 위탁운용사에게 위탁운용하고 있는 주식에 대한 운용 및 의결권 행사 현황을 파악해 보고, 법률적인 각도에서 위탁운용

66) 금융감독원, “자산운용사의 의결권 행사 점검 결과”, 보도자료, 2015.7.6, 2쪽.

주식의 의결권 행사 효율화 방안을 제시하고자 하였다. 이를 위해 국내 4개 공적 연기금 별로 국내 주식의 위탁운용 현황과 의결권 행사 실태를 살펴보고, 의결권 행사 위임 등에 대한 법적 성격도 위탁운용사인 집합투자업자와 투자일임업자 측면에서 짚어보았다.

공적 연기금의 위탁운용 현황을 파악해 본 결과, 공적 연기금들의 주식 운용은 채권과 달리 위탁운용 위주로 운용이 이루어지고 있었는데, 소규모 연기금일수록 그리고 액티브한 투자전략을 지닌 포트폴리오에 속해 있을수록 위탁운용의 비중이 높아진다는 것을 알 수 있었다. 세계 4대 기금 중 하나로 성장한 국민연금의 경우, 위탁운용 비중이 절반 수준이었으나, 사학연금, 공무원연금, 군인연금은 위탁운용 비중은 직접 운용보다 대체로 높았다.

공적 연기금이 위탁운용 하는 국내주식의 의결권행사 주체를 살펴본 결과, 현재 모두 위탁자인 기금관리자가 직접 의결권 행사를 하고 있는 것으로 파악되었다. 가장 주된 이유는 위탁운용 주식이 모두 집합투자기구가 아닌 투자일임재산에 속해 있고, 자본시장법이 종전 증권거래법 및 자산운용업법의 입장을 그대로 유지하여 투자일임업자가 투자일임재산에 속하는 증권의 의결권 행사를 위임받는 행위를 불건전 영업행위로 금지하고 있어, 기금관리자가 위탁운용자에게 의결권 행사를 위임할 수 있는 방법이 없기 때문이다.

이러한 상황에서 공적 연기금이 위탁운용 중인 주식에 대한 보다 효율적인 의결권 행사 방안으로 다섯 가지를 제시하고자 하였다.

첫째, 최소한 전문투자자가 일임한 투자일임재산에 속한 주식에 대해서는 의결권 위임을 허용하는 것이다. 위임 여부와 방향에 대해서는 투자일임계약을 통해 의결권 관련 사항을 제한하고 선관의무 및 충실의무로써 남용의 규제는 가능하다. 투자일임재산에 속한 주식이라는 이유만으로 투자일임업자가 위탁자로부터 의결권 행사를 위임받는 행위를 ‘불건전 영업행위’로 규정하는 것은 외국사례 등을 통해 볼 때 과잉규제일 수 있다. 대신 미국이나 일본과 같이 투자일임업자로 하여금 의결권 행사 기준을 마련하여 위탁자에게 공지 또는 공시하도록 하고 의결권 행사 내역을 주기적으로 보고하도록 하는 방안의 도입이 필요해 보인다.

둘째, 투자일임재산에만 위탁운용하고 있는 관행에서 벗어나 기업 지배구조 개선에 적극적으로 입장인 집합투자기구를 일부 활용하는 방안이다. 적극적인 의결권 행사를 포방하는 집합투자기구를 선정하여 이들이 의결권을 행사하는 투자대상회사들의 기업 지배구조 개선을 통해 주가상승이 이루어지고 궁극적으로 이를 통한 자본이득을 노릴

수 있다. 한국기업지배구조원의 ‘스튜어드십 코드(기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙)’는 공적 성격의 의결권 행사 기준으로서 기관투자자가 투자대상 기업의 지배구조와 관련된 의사결정 과정에 적극적으로 의결권을 행사하도록 유도하고 있는데, 공적 연기금이 반드시 직접 스튜어드십 코드를 도입하지 않더라도, 이를 도입하는 집합투자업자(또는 집합투자기구)를 활용하는 것도 좋은 대안이 될 수 있다. 공적 연기금이 위탁운용 하는 자산 중 일부를 스튜어드십 코드 도입을 결정한 위탁운용사의 집합투자기구에 위탁하여 적극적이고 투명한 의결권행사가 이루어지도록 함으로써 간접적으로 스튜어드십 코드 준수를 하는 효과가 일부 나타날 수 있는 것이다.

셋째, 투자일임재산에 속한 주식의 의결권 위임 허용이 이루어진다는 전제하에, 위탁운용사 선정 기준에 의결권 행사 기준 및 현황을 포함시키고, 이를 제출하도록 하는 것이다. 이와 더불어 의결권 행사 내역을 주기적으로 보고하도록 하여야 할 것이다.

넷째, 독립적인 의결권 행사 자문기관을 활용함으로써 의결권 행사를 수행하는 위탁운용사의 선관의무와 충실의무 이행을 다하는 동시에 위탁운용사와 투자대상회사 간의 이해상충의 문제와 정부부처의 각종 정책방향 및 정치적 압력 등으로부터 상대적으로 독립된 의결권 행사가 용이하게끔 하는 것이다. 실제 국내에서도 외부자문을 받은 자산운용사가 그렇지 않은 운용사에 비해 의결권을 더 적극적으로 행사하며 반대비율도 현저하게 높은 것으로 나타나는데, 이는 외부자문을 받은 기관투자자가 보다 독립적인 의결권 행사를 할 수 있음을 보여준다. 따라서 향후 위탁운용사들의 의결권 행사 자문기관 이용이 증가할 경우 현재보다 전체 기관투자자들의 반대비율이 제고될 가능성이 높다.

다섯째, 공적 연기금의 의결권 행사지침을 보다 구체화함으로써 의결권 행사의 일관성과 객관성을 제고시키는 것이다. 구체적인 손익지표를 이용한 수치로 임원 재선임 등의 기준 등이 필요하며, 기계적인 적용을 방지하기 위해 예규 또는 모범사례집의 발간이 요구된다.

참고문헌

1. 단행본

- 고광수/김근수/박창욱, 공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구, 한국증권연구원, 2004.9.
권기범, 현대회사법론, 삼성사, 2012.8.
김지평, 주식에 대한 경제적 이익과 의결권, 경인문화사, 2012.7.

2. 학술지

- 강성원, “국민연금 의결권 행사의 구조적 문제점”, 정책연구 2011-05, 한국경제연구원, 2011.7.21, 4-75쪽.
강윤식/위경우, “국민연금 주주권 행사의 독립성 및 전문성 확보 방안”, 한국증권학회지 제44권 1호, 한국증권학회, 2015.2.2, 127-156쪽.
김순석, “연기금 의결권행사제도의 문제점 및 개선방안”, 기업법연구 제27권 제4호, 한국 기업법학회, 2013.12, 285-322쪽.
박철영, “투자자문업 및 투자일임업에 관한 법적 규제의 현황과 과제”, 증권법연구 제10권 제1호, 한국증권법학회, 2009.5, 1-31쪽.
염미경, “의결권행사 자문회사의 문제점과 법적 규제 동향”, 강원법학 제41권, 강원대학교 비교법학연구소, 2014.2, 687-720쪽.
최문희, “기관투자자의 의결권 행사의 개선과 의결권 자문회사의 활용”, 경제법연구 제7권 제1호, 한국경제법학회, 2008.6, 135-170쪽.
SEC, “Concept Release on the U.S. Proxy System”, 2010.7.14.
SEC, “SEC Charges Institutional Shareholder Services in Breach of Clients’ Confidential Proxy Voting Information”, Press Release, 2013.3.23.

3. 세미나, 기타자료

- 국민연금기금운용위원회, “국민연금기금 위탁운용 목표범위 조정(안)”, 2015.12.24.
국민연금공단, “국민연금 공표통계”, 2017.3.2.

국민연금, “2015 국민연금기금 연차보고서”, 2016.6.

금융감독원, “자산운용사의 의결권 행사 점검 결과”, 보도자료, 2015.7.7.

금융위원회 “투자일임 제도개선방안”, 보도자료, 2010.9.15.

기획재정부, “2015년(2013년) 회계연도 기금운용평가보고서 II”, 2016.6.

박태영/이정화, “국민연금 기금운용지침 개선 방안”, 정책보고서 2014-08, 국민연금연구원, 2015.3.

정우영, “집합투자기구의 의결권행사에 대한 법적규제와 개선방안”, 한국기업법학회 추계공동학술대회, 2014.12.22.

정윤모, “기관투자자의 수탁자 책임과 의결권 행사”, 한국증권학회 학술세미나 발표자료, 2015.10.28.

한국기업지배구조원 “2015년 기관투자자 의결권 행사 현황 분석 및 시사점”, 보도자료, 2016.2.19.

4. 신문기사

이상균, “사학연금, 국내 채권 위탁운용 중단”, 더벨, 2015.7.8.

CEO 스코어, “국민연금 주총 의결권 행사 현황”, 2016.12.13. (연합뉴스 기사)

5. 웹자료

사학연금관리공단, “투자현황”,

<http://www.tp.or.kr:8088/tp/tpinfo/tpinfo_0104_11_tab1.jsp>, 검색일: 2017.4.17.

공무원연금공단, “금융자산운용현황”,

<https://www.geps.or.kr/openinfo/management/page_08_03_04.jsp>, 검색일: 2017.4.17.

[Abstract]

Recommended Remedies for Proxy Voting Procedures of Public Pension Funds

Lee, Hyun-Cheol*

This study examined the external management practices of domestic equities by Korean public pension funds and the current status of proxy voting on such equities, proposing remedies for proxy voting on equities externally managed by the public pension funds. Unlike fixed income, equities are mostly managed externally by the public pension funds. It was found that the smaller a fund is and the more active the investment strategy of applicable portfolio is, the more applicable fund relies on external management of equities. All of the externally managed domestic equities are held in discretionary investment assets and the public pension funds exercised voting rights on all such domestic equities, whether they were managed internally or externally. This is because the Capital Market Act prohibits proxy voting on equities held in discretionary investment assets as an unfair trade practice. In the United States, proxy voting on equities held in discretionary investment assets is not prohibited, but discretionary investment managers are obligated to develop and enforce proxy voting standards and publicly disclose information related to proxy voting for customers to access. Corporate pension funds in Japan also delegate voting rights on all equities held in discretionary investment assets to applicable external investment managers, and the external investment managers are obligated to submit proxy voting standards to the pension funds and report information related to proxy voting to the pension fund managers.

This study proposed five strategies to enable more efficient proxy voting on equities externally managed by public pension funds: firstly, proxy voting can be permitted on equities held in discretionary investment assets externally managed at least by professional investors and the professional investors required to develop proxy voting standards and publicly notify

* President & CEO, Korea Money Brokerage Corp.

or disclose such standards to applicable clients; secondly, collective investment schemes actively committed to corporate governance improvement can be utilized in part as opposed to the practice of trusting assets only to discretionary investment managers; thirdly, applicable proxy voting standards and current practices can be included in external asset manager selection criteria, with documents supporting such standards and practices to be submitted in the selection process; fourthly, independent proxy advisory firms can be utilized to enable external investment managers exercising voting rights as proxies to facilitate proxy voting relatively independent of the conflict of interest between external investment manager and invested firms, policy stances of government organizations, political pressure, etc.; and fifthly, proxy voting guidelines issued by public pension funds can be rendered more specific by a notch to bolster up consistency and objectivity of proxy voting practices.

[Key Words] public pension funds, externally managed, proxy voting, domestic equities, discretionary investment managers

