



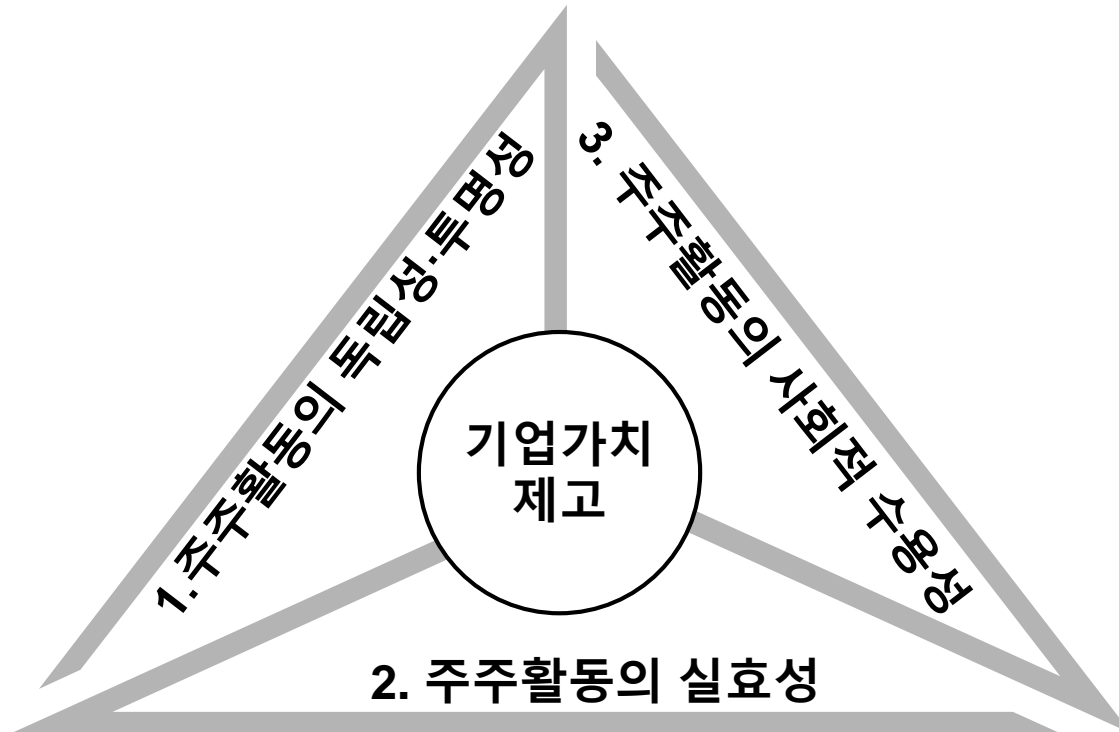
국민연금의 주주활동 범위와 절차

2019.9.4

자본시장연구원

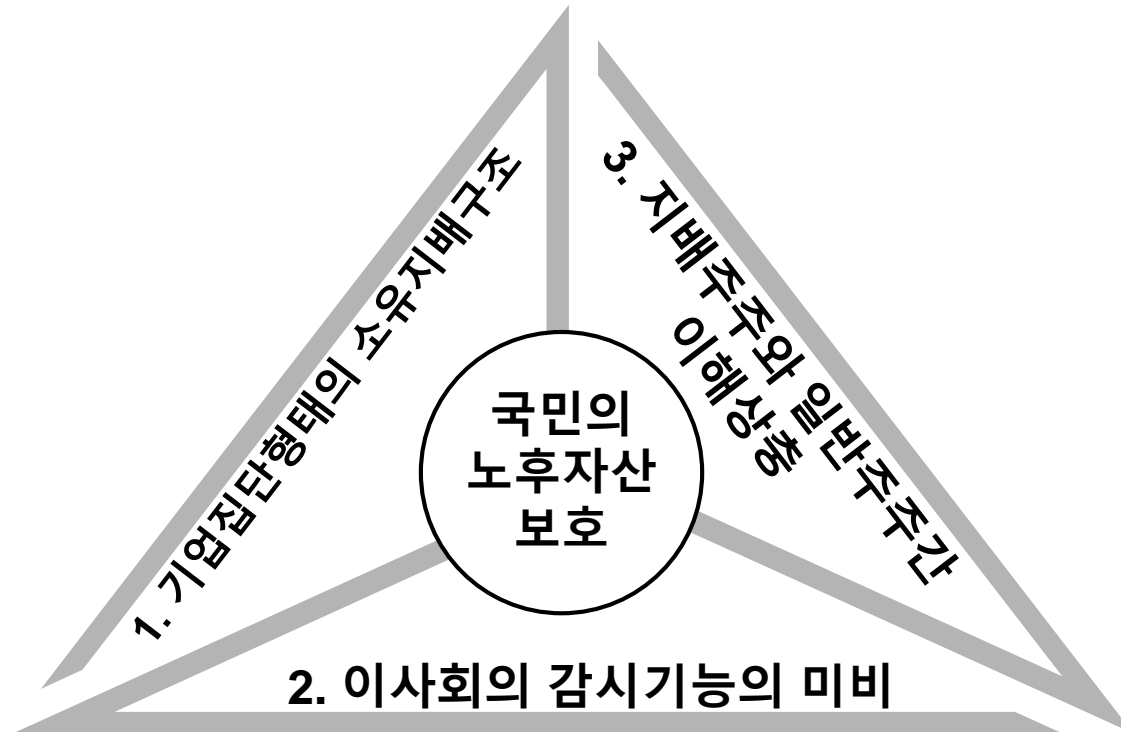
박선영

국민연금의 주주활동의 원칙



주주(Shareholder=Residual Claim Holder)로서의 기업과 Win-Win(우호적 관계) 기반

국민연금의 주주활동의 필요성



주주가 기업의 경영진을 감독하는 행위는 자본주의의 근간을 이루는 활동이자 기본권리

해외사례: 일본의 GPIF(공적연기금)의 위탁운용을 맡고 있는 Nomura의 국내화학기업에 대한 주주활동

ESG issue

아동노동문제(child labor problem)에 있어서 공급망관리(Supply chain management)가 점점 중요해지고 있음. 핸드폰과 전기차에 사용되는 리튬이온배터리의 생산이 증가하면서 중간재인 코발트(cobalt) 투입량도 증가. 코발트채취에서 콩고민주공화국의 아동노동착취와 문제가 제기

회사 A

Nomura 제안('17.11)

회사 A

Nomura 제안('18.11)

회사에서는 OECD기준에 맞는 공급사의 행동규범 (supply chain code of conduct)를 도입. 공급자들을 감독하고 결과를 공시. NGO와 협력하여 코발트와 관련한 아동노동문제를 대응하고 있음

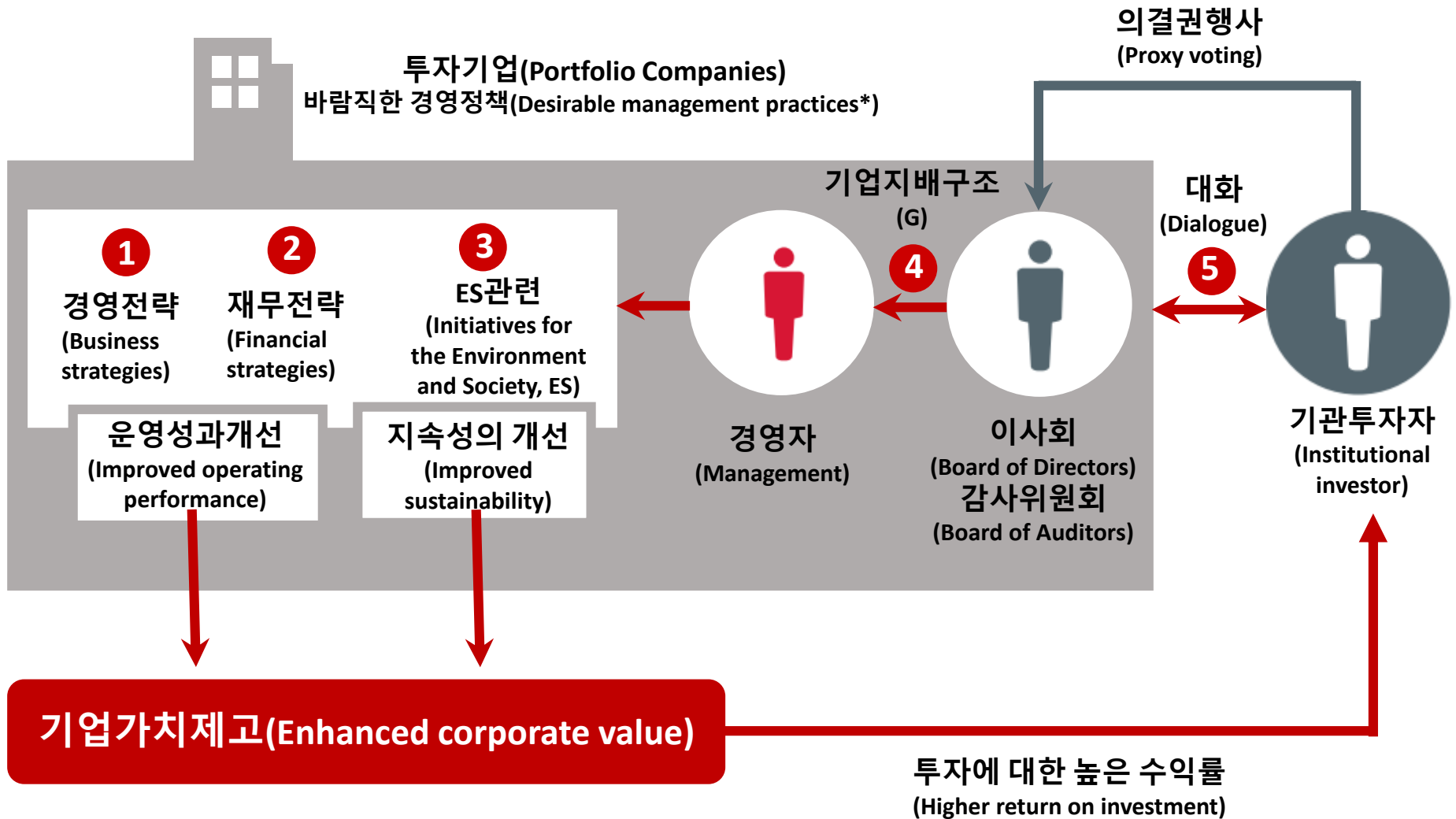
회사에게 공급망에 대한 조사를 계속해줄 것을 요청하였음. 시스템에서의 Whistleblower의 역할과 공시개선에 노력해줄 것을 제안하였음

공급망 감시를 지속하고 있으며, 콩고민주공화국의 아동노동은 없었으나 노동 환경의 안전기준이 위배됨을 발견. 공급자들에게 관련 문제를 해결해줄것을 요구하였음. 연단위로 공급자들에 대한 감사보고서를 받고있음

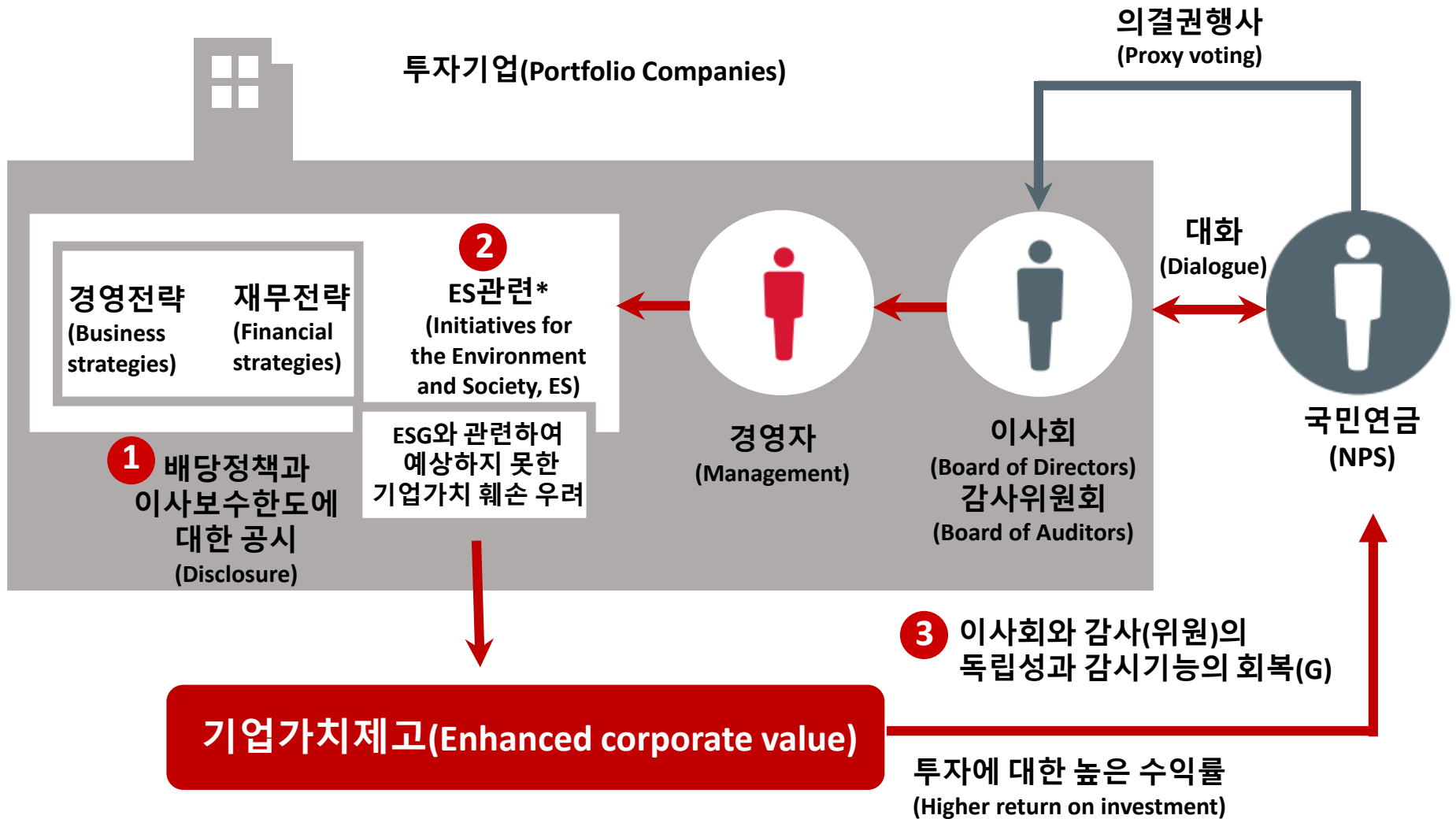
회사에게 공급망 관련 문제를 계속 주시해줄 것과 투명성(transparency) 향상을 위해 노력해 줄 것을 당부

해외기관투자자들은 자신의 ESG가치에 맞는 투자철학에 대해서 투자기업을 대상으로 활발히 주주활동(engagement)을 수행하고 있음.

기관투자자의 일반적인 주주활동 목표의 도식화

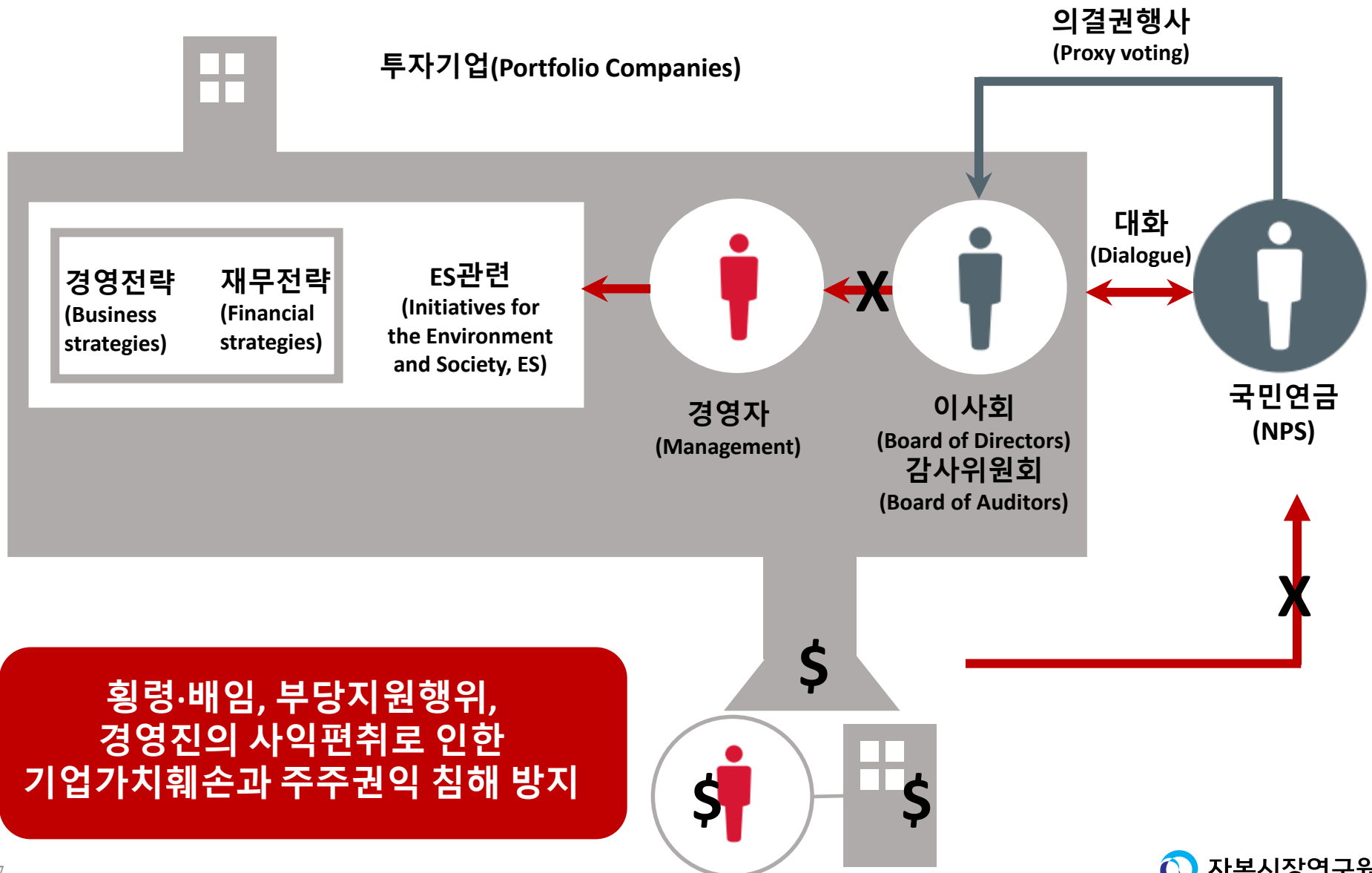


국민연금의 주주활동 목표의 도식화



*ESG이슈는 “국민연금 책임투자 활성화 방안(초안, '19.7)”에서 주로 다루고 있음(참고: 2019년도 제6차 국민연금기금운용위원회 보고서(2019-19호)). ESG와 관련하여 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 경우(예시: 가습기 살균제 생산 기업) “예상하지 못한 우려에 대한 수탁자책임활동”으로 분류되어 주주활동을 수행하도록 가이드라인에 제시되어있음.

국민연금의 주주활동 목표의 도식화



중점관리사안별 대상기업 선정 기준과 목표

① 기업의 배당정책 수립

배당정책의 투명성·구체성·일관성을 검토
(목표) 합리적 배당정책을 수립·공시

③ 법령상 위반 우려로 기업가치 훼손내지 주주권익 침해 사안

국가기관의 조사 등 객관적 사실에 근거하여
횡령·배임, 부당지원행위, 사익편취에 해당
할 우려에 해당하는 기업

(목표) 재발 방지

② 임원보수한도의 적정성

이사보수한도 대비 실지급액 비율 고려
(목표) 경영성과와 연계된 이사보수한도
설정 및 개별 임원보상정책 공시

④ 지속적 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안

최근 5년 이내 이사 및 감사(위원) 선임의 건
중에서 동일한 사유(장기연임) 등으로 2회 이
상 반대의결권을 행사한 기업

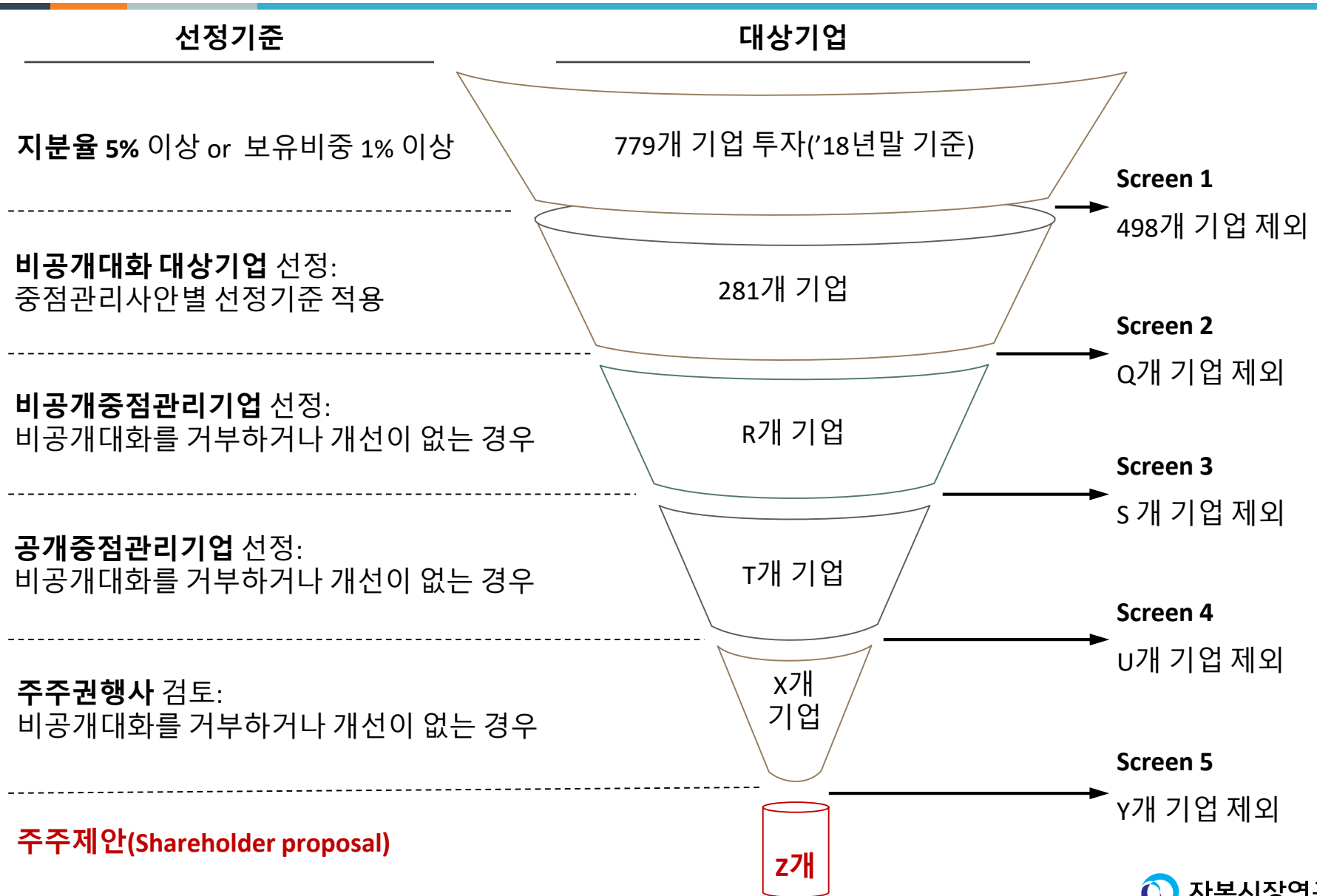
(목표) 이사회와 감사의 독립성·책임성 확보



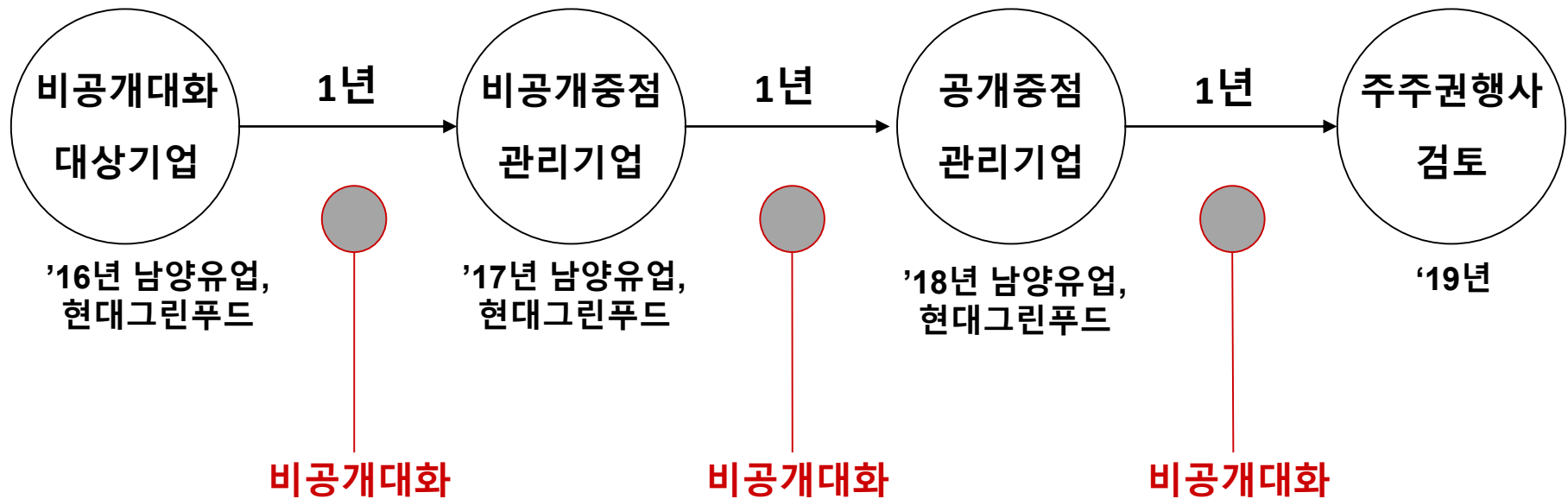
기업지배구조의 개선을 통한 기업가치제고와 기금수익제고
(*경영권획득이 목적이 아닌 보편적인 주주활동)

*국민연금의 주주활동은 '국민연금기금 수탁자 책임활동에 관한 지침('19.3.29)'의 제10조 중점관리사안과 제16조 예상하지 못한 우려사안을
중심으로 설계, 자세한 선정기준은 부록 32-33페이지 참고, 다만, 수탁자책임전문위원회 주주권행사 분과위원 3인 이상이 요구하는 사안의 경우
수탁자책임 전문위원회의 의결에 따라 대상기업으로 선정

주주활동 대상 기업 선정 과정



국민연금의 배당관련 주주활동의 경과



목표 기업의 합리적 배당정책을 수립 유도
배당정책의 투명성·구체성·예측 가능성을 제고

*'14.12.9 자본시장법 시행령 개정으로 인해 국민연금의 배당관련 주주활동가능

배당관련 주주활동의 긍정적 효과

'18년
공개중점
관리기업 선정

비공개대화
진행

개선

현대그린푸드

배당정책을 수립하였고,
배당정책의 예측가능성에
개선이 있다고 판단하여,
공개중점관리기업에서
해제('19.2.14)

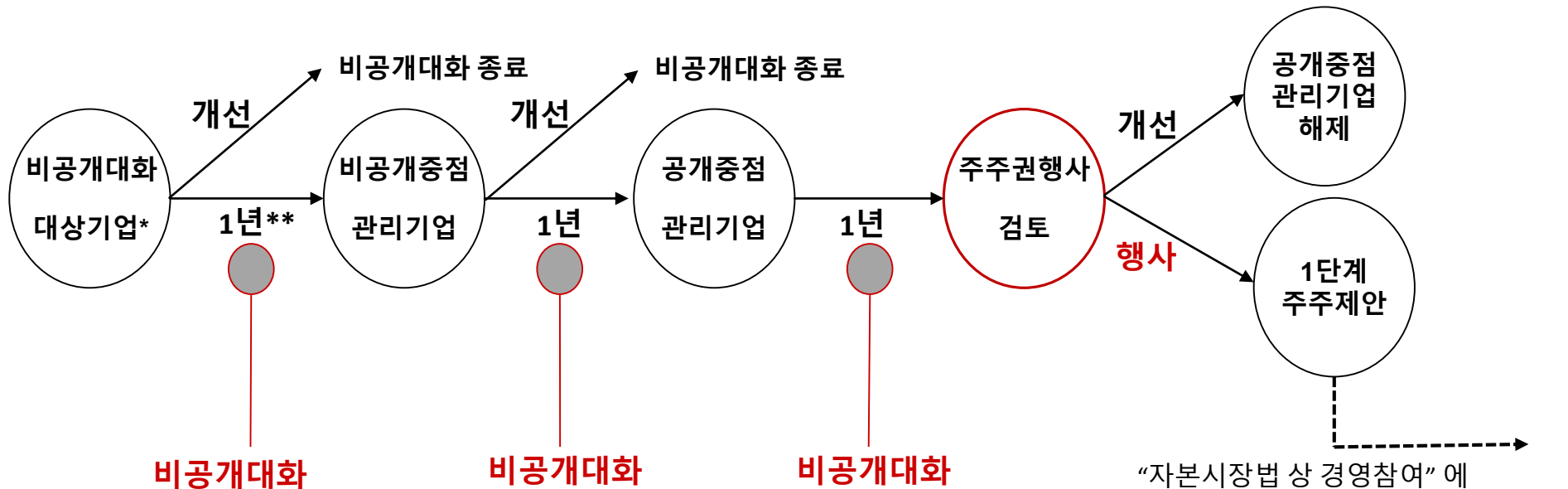
실패

남양유업

'배당정책 수립 및 공시와 관련
하여 심의·자문하는 위원회(이
사회와 별도의 위원회)를 설치'
하는 정관변경 주주제안
('19.2.7)

→제55회 남양유업 정기주총 부결
(최대주주 지분율: 51.98%)

중점관리사안에 대한 국민연금 주주활동 로드맵



비공개대화

- 비공개서한: 사실관계확인, 기업의 입장표명 요청, 현황파악을 위한 자료·정보요청, 기업의 조치사항 확인, 개선대책 요구 등을 위한 질의서 발송
- 비공개면담: 이사회, 경영진 등 회사를 대표할 수 있는 자와 면담

비공개대화

비공개대화

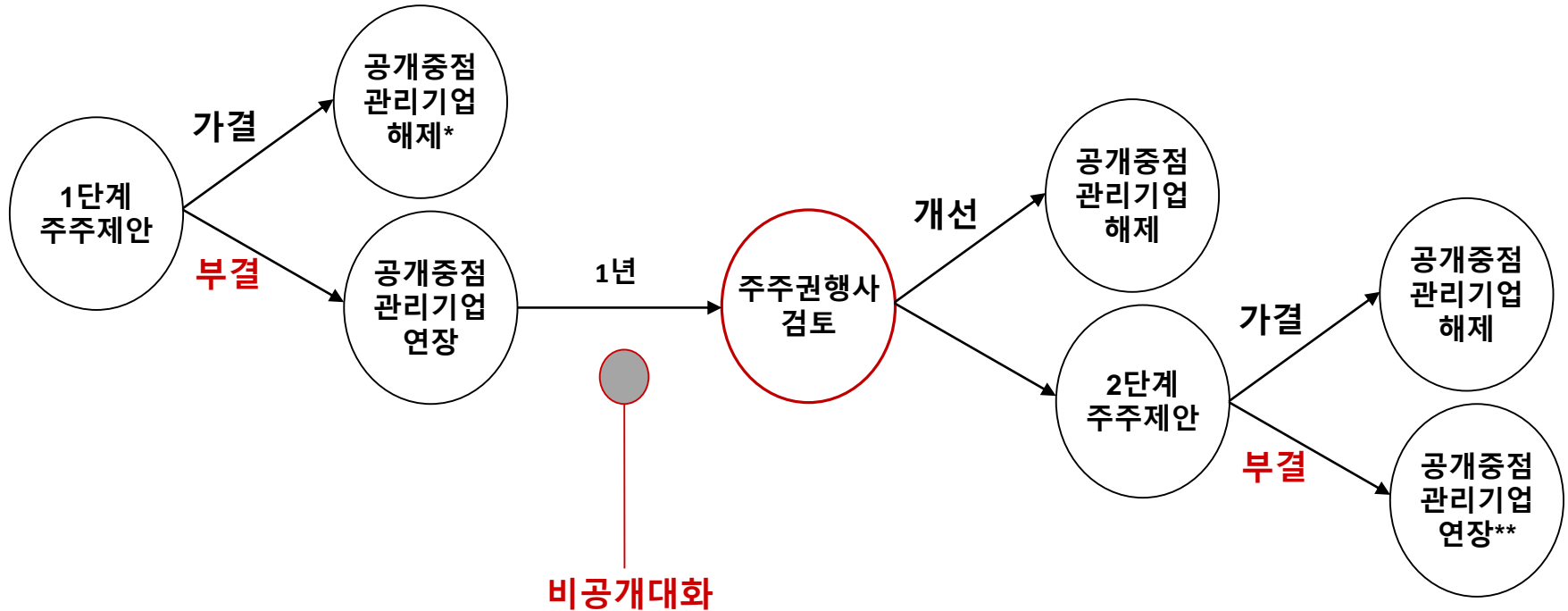
“자본시장법 상 경영참여”에 해당하므로 **보유목적 변경 공시** (배당 제외) 및 해당기업의 주식추가취득이 발생하지 않도록 **냉각기간적용**

*중점관리사안과 예상하지 못한 우려 사안에 대한 개선판단기준은 부록 34페이지 참고

**비공개대화를 거부하는 등 개선의 여지가 없는 경우 즉시 다음 단계로 이행하며 공개서한 발송도 가능

***본 로드맵은 2019년도 제1차 국민연금기금운용위원회 보고사항(2019-4호) “국민연금 기금 국내주식 수탁자 책임활동 가이드라인 보고”와 제6차 보고사항(2019-18호) “국민연금 수탁자책임에 관한 원칙 관련 후속조치(초안)에 기반하여 도식화한 것임

국민연금의 주주제안 로드맵



*공개중점관리기업에서 해제되는 경우 보유목적을 '단순투자' 목적으로 재변경

**모든 단계의 주주제안이 부결되었을 경우의 대안이 필요

지분율 분포와 주주제안의 가결 가능성

기업의 지분율 분포

지배주주 및 특수관계인 지분 50% 이상

모든 주주제안 부결

지배주주 및 특수관계인 지분 30~50%

특별결의 주주제안 (정관변경, 이사해임) 부결

지배주주 및 특수관계인 지분 30% 이하

일반결의 주주제안(재무제표승인, 임원보수
한도, 이사선임 등)의 경우 가결확률이 다소
존재

주주제안권(The Right of Shareholder's Proposal): 발행주식총수(의결권 있는 주식수 기준)의 100분의 3이상을 보유한 주주는 이사에게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전 연도의 정기주주총회일에 해당하는 그 해의 해당일)의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안할 수 있다. (상법 제363조의2제1항)

국민연금의 주주활동의 범위와 절차

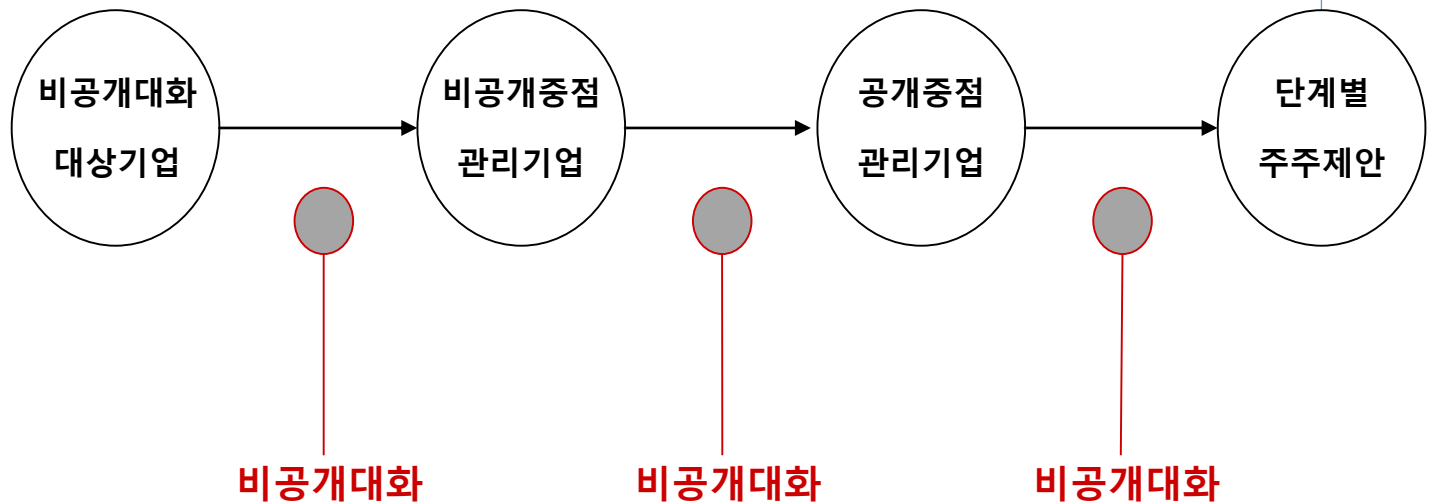
기업의
배당정책
수립

임원보수한도의
적정성

법령상 위반
우려로 기업가치
훼손 사안

지속적 반대
의결권행사에도
개선이 없는 사안

예상하지 못한
우려 사안



주주활동 범위에 대한 제안

- 주주활동은 '국민연금기금 수탁자 책임활동에 관한 지침('19.3.29)'의 제10조 중점관리사안과 제16조 예상하지 못한 우려사안을 중심으로 설계되어 있음
 - › 국민연금의 독립성과 투명성을 보장해주기 위한 강력한 장치적 성격
 - › **범위의 엄격한 제한**으로 인한, 자본시장에서 주주가치를 훼손하는 행위로 간주되지만 국민연금의 주주활동의 initiate이 어려운 경우가 발생
 - › 국내 기업지배구조와 자본시장의 특징 상 **빈번하게 관찰되는 주주가치훼손 행위**에 대한 최소한의 주주가치(국민의 노후자금)보호 활동을 할 필요가 존재
- 중점관리사안 3안(법령상의 위반 우려로 기업가치의 훼손 내지 주주권익을 침해할 수 있는 사안: 횡령·배임, 부당지원행위, 사익편취행위)을
 - ① **일회적 사건(one-time & unexpected event: 횡령·배임)**과
 - ② **기업지배구조상 반복적으로 발생하는 사건(recurring event: 부당지원행위, 사익편취행위)**로 나누어 접근
 - › 횡령·배임 등과 같이 **국가기관의 1차 조사가 발생한 경우** 지침대로 주주활동
 - › 부당지원행위와 사익편취행위의 경우 공정거래법상 규제의 사각지대(자산규모 5조원 이하)의 기업에 대한 중대한 주주가치훼손(국민자산에 심각한 손해를 입히는 경우) 여부가 있는지 주주활동 수행

주주가치 훼손 행위와 법령상 위반행위 관계

- 기금은 지침의 제3조의 의하여 기금자산의 증식을 목적으로 수탁자 책임활동을 이행하는 것이므로 법률상 위반사항에 대해서만 주주활동을 수행하는 경우 모니터링하지 못하는 주주가치 훼손 사례 발생
 - › 국내기업특징: 내부거래(related party transaction) 비중 높음

사회적합의가 없는 영역
전범기업

주주가치 가치훼손행위

형법위반
(횡령, 배임,
뇌물)

특경법
위반

상법
위반

공정거래법위반
(사익편취,
부당지원)

- 배당정책의 부재
- 형식적인 임원보수한도 및 경영성과와 연계되지 않는 임원보수
- 공정거래법 사각지대에 있는 기업의 사익편취 및 부당지원행위

예상하지 못한
우려사안

ESG 가치훼손 행위

- 산업재해
- 제품의 유해물질

중점관리사안

지침 상 중점관리 사안에 대한 의견

- 중점관리3안에는 부당지원행위(사업자가 부당하게 계열회사 등에게 과다한 경제상 이익이 되도록 자금이나 자산 등을 현저하게 유리한 조건으로 거래하는 행위를 말함 (공정거래법 23조1항 7호))와 특수관계인의 사익편취(공정거래법 제23조의2)와 와 같이 구조적·지속적(recurring)으로 주주가치를 훼손할 수 있는 행위에 대한 주주로서의 모니터링이 필요. 따라서 규제의 사각지대에 있는 기업(자산5조원 이하)에 대해서 공정거래법제23조의2의 **지표를 정량적으로 사용**
 - ▶ 공정거래법제23조의2에 따르면 자산규모5조원 이상 기업이 ①상장기업은 30%이상(비상장기업은 20% 이상) 특수관계인이 지분을 보유한 기업과, ② 내부거래비중이 12%이상 또는 ③ 내부거래액이 200억 이상일 경우 규제대상으로 보고 감독 중
 - ▶ 사례: 국민연금 투자회사인 A사의 경우 ① 대주주가 100% 보유한 회사B와, ② 내부거래비중(B사의 매출액에서 A사가 차지하는 비중)이 100%일 것으로 예상(자료비공개)되며, ③ A사의 1년 영업이익의 절반에 가까운 100억원 이상을 회사B에 지급

법령상의
위반우려로
기업가치의 훼손
내지 주주권익을
침해할 수 있는
사안

반복적

투자기업(자산5조원 이하)의
① 특수관계인이 보유한 회사의 지분조건,
② 내부거래비중, ③ 내부거래액을 고려

일회성

현행 선정기준: 국가기관의
1차 수사·조사 개시 후

주주활동 범위에 대한 재분류

기업의
배당정책
수립

임원보수한도의
적정성

지속적 반대의결권
행사에도 개선이
없는 사안

법령상 위반 우려로
기업가치 훼손 사안
내지 주주권익침해
사안

예상하지 못한
우려 사안

공시

반복적

일회성

(추가) 기업가치훼손 내지 주주권익 침해 사안
으로 규제의 사각지대에 있는 부당지원행위
및 사익편취행위의 최소한의 방지를 위해
투자기업(자산5조원이하)의

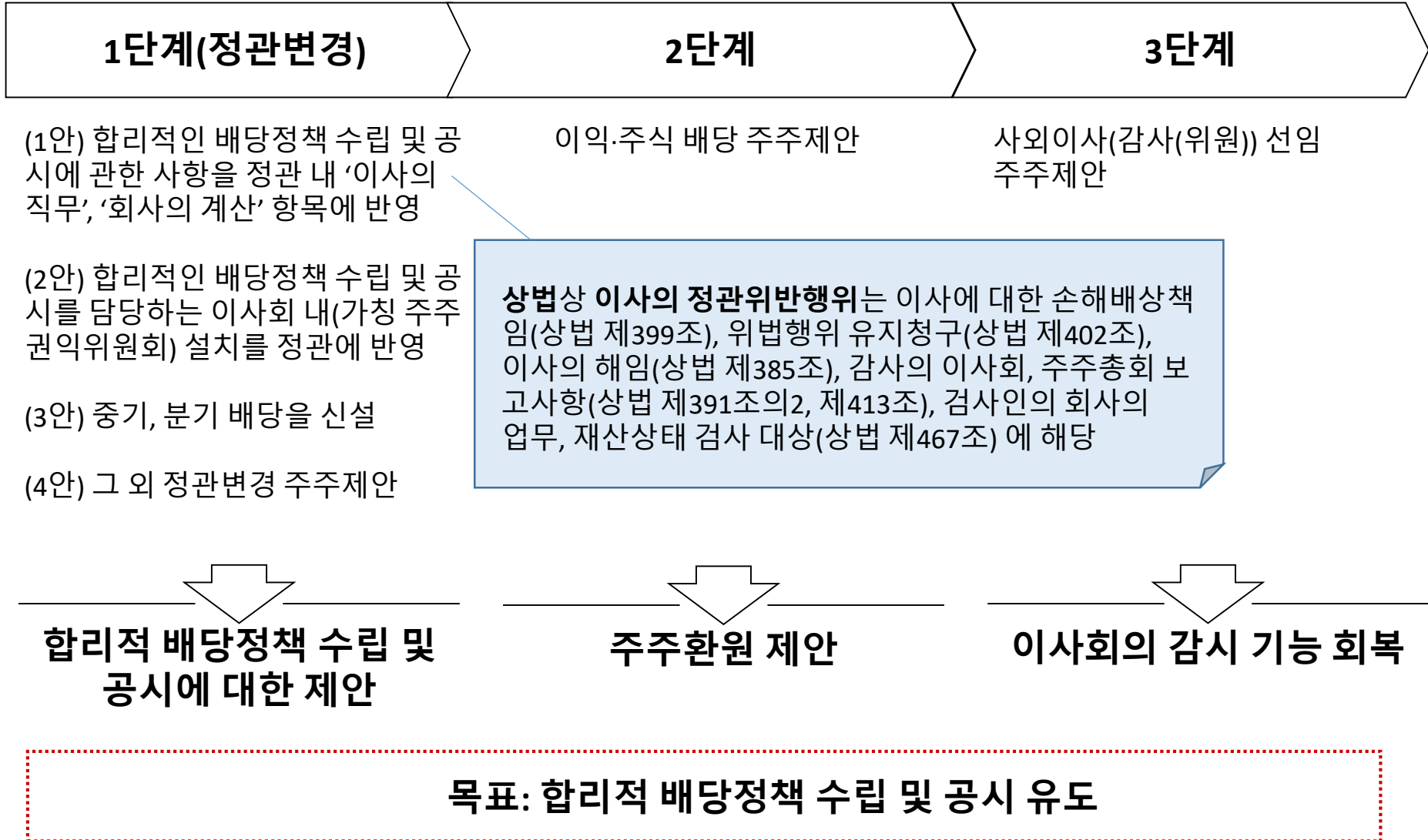
- ① 특수관계인이 보유한 회사의 지분조건,
- ② 내부거래비중, ③ 내부거래액을 고려

(현행) 투자대상기업에 대해 국가기관의
수사·조사 착수 사실이 인지된 경우
- 횡령·배임, 부당지원행위, 사익편취행위
- ESG관련 컨트러버셜 이슈 발생시

주주제안초안('19.7)*에 대한 평가

- 국민연금의 주주제안(Shareholder proposal) 단계제시는 정관변경 등 간접적 수준에서 이사회 관여 등 직접적 주주제안으로 강화되는 것은 바람직하나, 실효성측면에서 다음과 같은 고려가 필요
 - › **정관변경**은 주주총회 특별결의 사안(2/3 찬성)으로 국민연금지분만으로 항상 부결될 것이나, 정관변경 주주제안을 통해 기업과 자본시장에 **명확한 메시지를 전달**하는 것은 의미있는 활동이 될 것으로 판단
 - 특히, **임원보상정책** 및 공시에 관한 사항, **임원퇴직금 지급규정**, **이사의 자격**, **내부거래·내부통제·준법경영에 관한 위원회 설치** 등에 관한 정관변경 주주제안
 - › 기업지배구조와 자본시장의 장기적 질적 향상을 위한 Signal 전달이 목적인 경우 대상기업의 이슈를 확인한 경우, **공개주주서한을 병행**하여 실효성을 높일 필요가 존재
 - 현행 자본시장법령 하에서 **전반적인 공개제안관련 법적이슈**: 대상회사에 공개적으로 요구사항을 전달하는 것만으로는 경영참여에 해당하지 않으나, 공개적 주주권고 후 근시일내에 주주제안이나 임시주총청구 등의 권한행사로 이어지는 경우에는 그 일련의 과정을 사실상 영향력 행사로 보아 경영참여로 볼 여지는 존재
 - › **이사 해임 주주제안**은 기업의 공시개선을 목적으로 하는 중점관리사안 1(기업의 배당정책 수립)과 중점관리사안2(임원 보수한도 적정성)에 대해서는 생략
 - **다만, 마지막 단계의 주주제안까지 실패할 경우의 대안**이 필요: 투자비중의 조절 혹은 Wall Street Rule 고려에 대한 추가논의가 필요

주주제안: ① 기업의 배당정책 수립



중장기 배당정책 공시내용의 우수사례:

국내의 경우 선진국 대비 주주환원정책을 공시한 기업의 수가 적으며, 그 정보의 양과 질이 부족함(대신연)

현대모비스 중장기 배당정책 공시 내용

- 중장기 배당정책에 대해서도 공시한 바 있으며 상세내용은 아래와 같습니다
- 향후 연간 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 20~40% 주주환원 활용 추진
- 주요 경영환경 변화로 인한 현저한 수준의 배당 감소·증가 시 사유 제시
- 또한, 2019년 2월 26일 주주가치 제고 정책 공시를 통해 주주가치 제고 전략을 아래와 같이 발표하였습니다. (2019.02.26 수시공시의무관련사항(공정공시) 참고)
- 배당정책의 예측 가능성 증대
- ① 잉여현금흐름(FCF) 20~40%를 배당
 - 매년 독립적인 사외이사로 구성된 투명경영위원회에서 정기적 검토 진행
 - 단, GBC 건축투자비는 FCF 계산에서 제외
- ② 잉여현금흐름(FCF) 계산방식 공개
- ③ 분기배당 시행

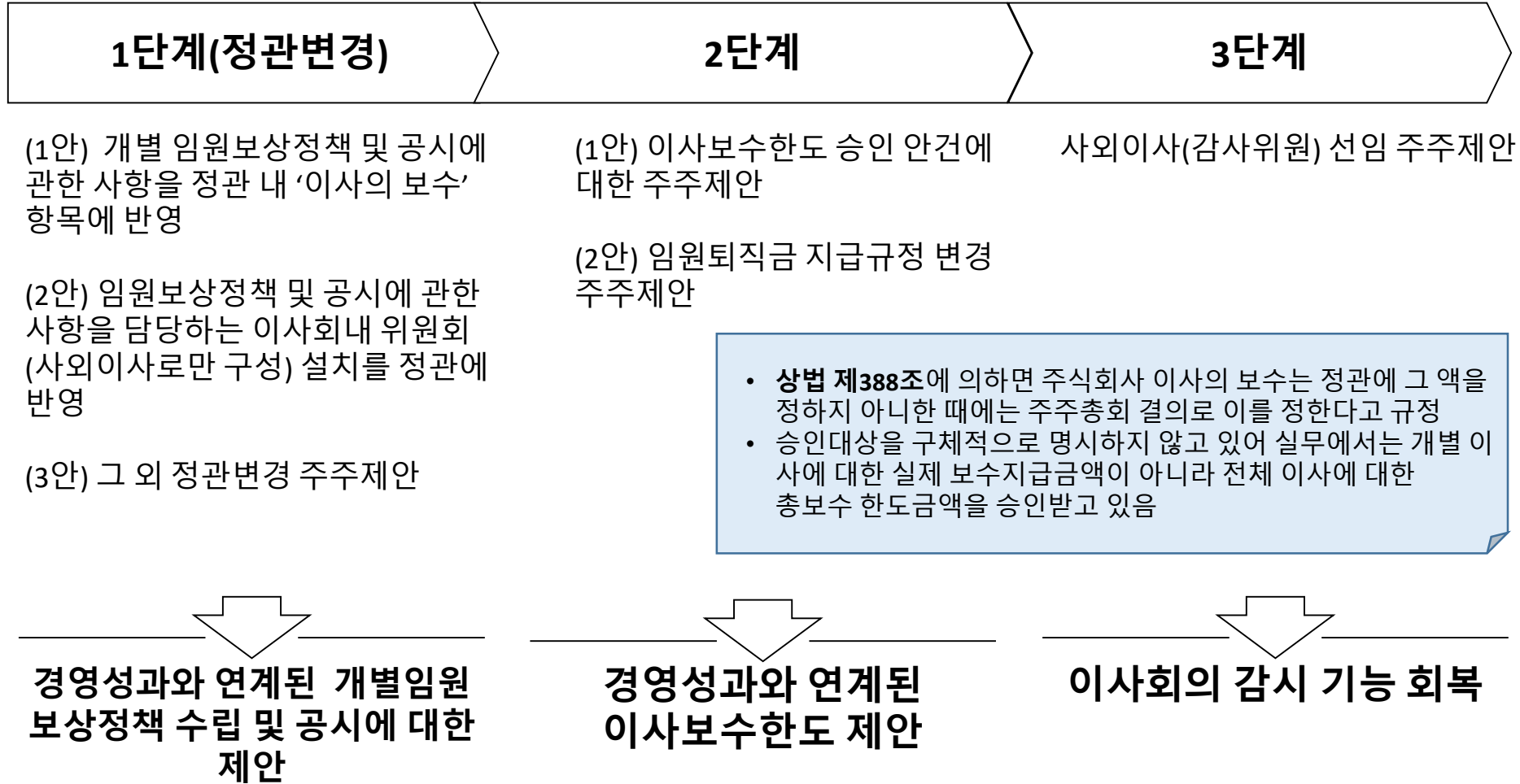
삼성전자의 중장기 배당정책('17발표)

'18-'20년 주주환원 정책

- 기본 방향: 투자자의 주주환원 규모에 대한 예측 가능성 제고
 - ① 배당 확대
 - '17년 총 배당 전년 대비 20% 상향, '18년은 '17년 대비 100% 상향, '19~'20년은 '18년과 동일 규모 유지
 - ② Free Cash Flow 계산時 M&A 非차감
 - 대규모 M&A로 인한 주주환원 재원 감소 방지 및 예측가능성 제고
 - ③ Free Cash Flow 50% 환원 기준을 기존 1년에서 3년 단위로 변경
 - Free Cash Flow의 변동에 따른 연도별 주주환원 규모의 급격한 변동 방지
- ※ 3년간 Free Cash Flow의 최소 50% 中 배당 집행 後 잔여재원 발생時 추가 현금배당 또는 자사주 매입/소각

(출처: (좌)대신기업지배구조연구소, 송민지(2019), (우) 국민연금연구원, 연금포럼, 최희정(2019))

주주제안: ② 임원보수한도의 적정성



- 상법 제388조에 의하면 주식회사 이사의 보수는 정관에 그 액을 정하지 아니한 때에는 주주총회 결의로 이를 정한다고 규정
- 승인대상을 구체적으로 명시하지 않고 있어 실무에서는 개별 이사에 대한 실제 보수지급금액이 아니라 전체 이사에 대한 총보수 한도금액을 승인받고 있음

목표: 경영성과와 연계된 개별임원보상(보수 및 퇴직금)정책 및 공시 유도

국내 임원보수한도 관련 연구결과

- 한국기업지배연구원 연구결과(2019)에 따르면 기업 244사를 대상으로 조사한 결과 회사들은 평균적으로 보수한도 대비 약 49.56% 수준에서 실제보수를 지급하며, 보수 지급규모나 보수체계의 성과연계성 역시 명확하다고 보기 어렵다는 의견을 제시
 - › 실지급률 평균이 약 50%라는 점은 회사가 보수의 실제 지급액보다 2배가량 높은 금액을 한도로 설정하는 경향이 있음을 의미하며, 사전에 보수한도를 주주총회에서 의결하는 취지가 퇴색된다고 볼 수 있음

실지급률 및 변동급여 비중이 낮으며 성과연동성도 확인되지 않는 사례

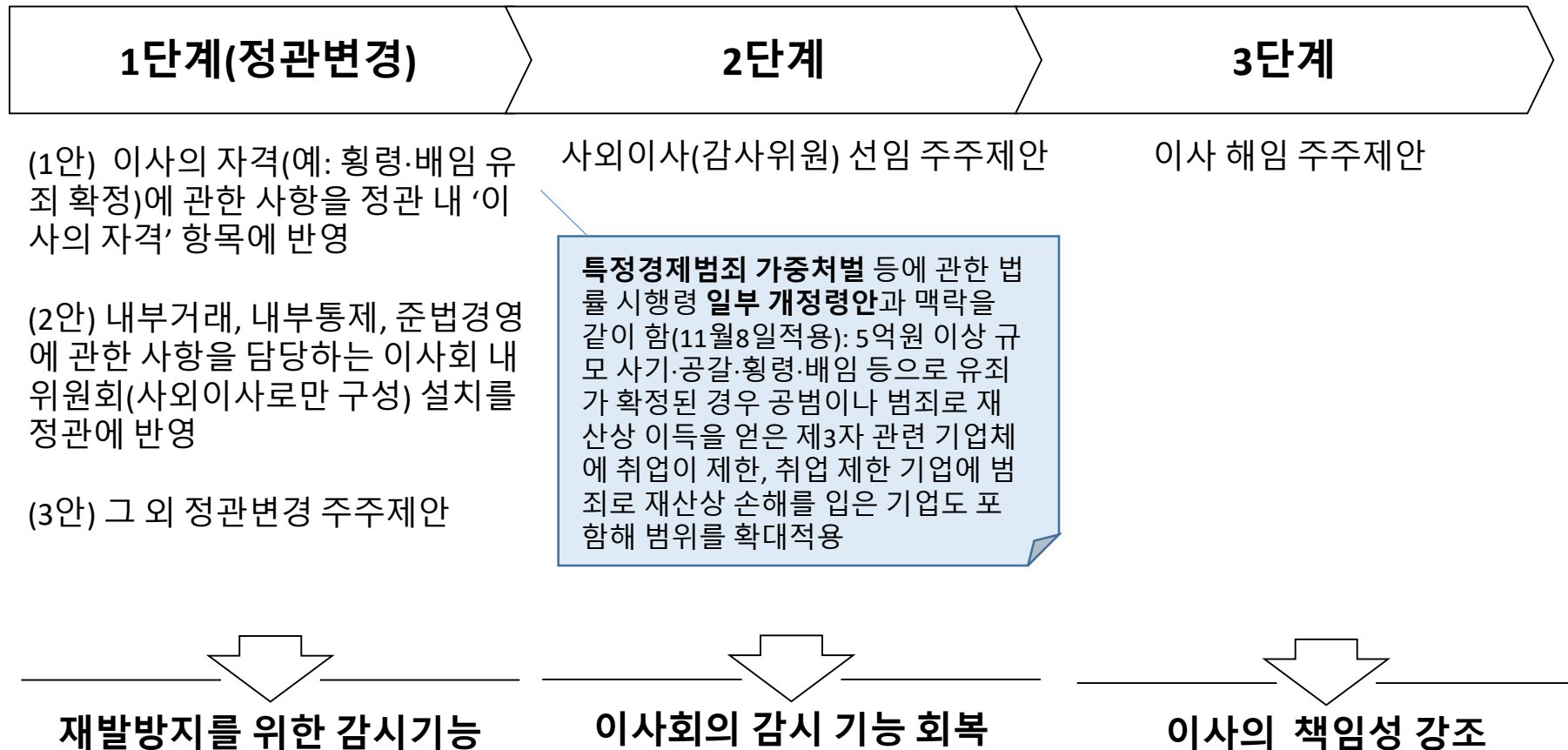
- A사는 식품업을 영위하는 유가증권시장 상장회사
- 2019 사업연도에 제시한 보수한도는 68억원임
- A사의 지난 10년간 실지급률은 42.4%이며, 대표이사의 급여 중 변동급여는 11.4%수준임
- A사가 이사에 지급한 보수는 매출액이나 영업이익 등의 성과지표와 전혀 연동되지 않음
- 실제 지급되는 보수의 2배에 달하는 보수한도를 설정하고 있으나, 보수체계 및 보수지급 관행에서 성과연동성이 확인되지 않아, 높은 보수 한도를 용인하기 어려운 사례임

실지급률과 변동급여 비율이 매우 높은 사례

- B사는 철강사업을 영위하는 유가증권시장 상장회사임
- 2019 사업연도에 제시한 보수한도는 100억 원임
- B사의 지난 10년간 실지급률은 87%이며, 전체 보수액 대비 변동급여의 비율은 57.9%임
- 변동급여 산정기준(대표이사)도 단기성과지표(영업이익, EPS, 영업현금흐름, 매출액)와 장기성과 지표(KOSPI 대비 주가 변동률, 경쟁사 대비 주가변동률, ROE 변동률, Debt/EBITDA 변동률) 및 비계량지표(투자, 기술, 사람 분야에서의 장기경쟁력 향상 노력)으로 구성함
- 그 결과, 100억 원이라는 보수한도를 설정하여야 할 근거를 충분히 제시하였다고 판단할 수 있는 사례임

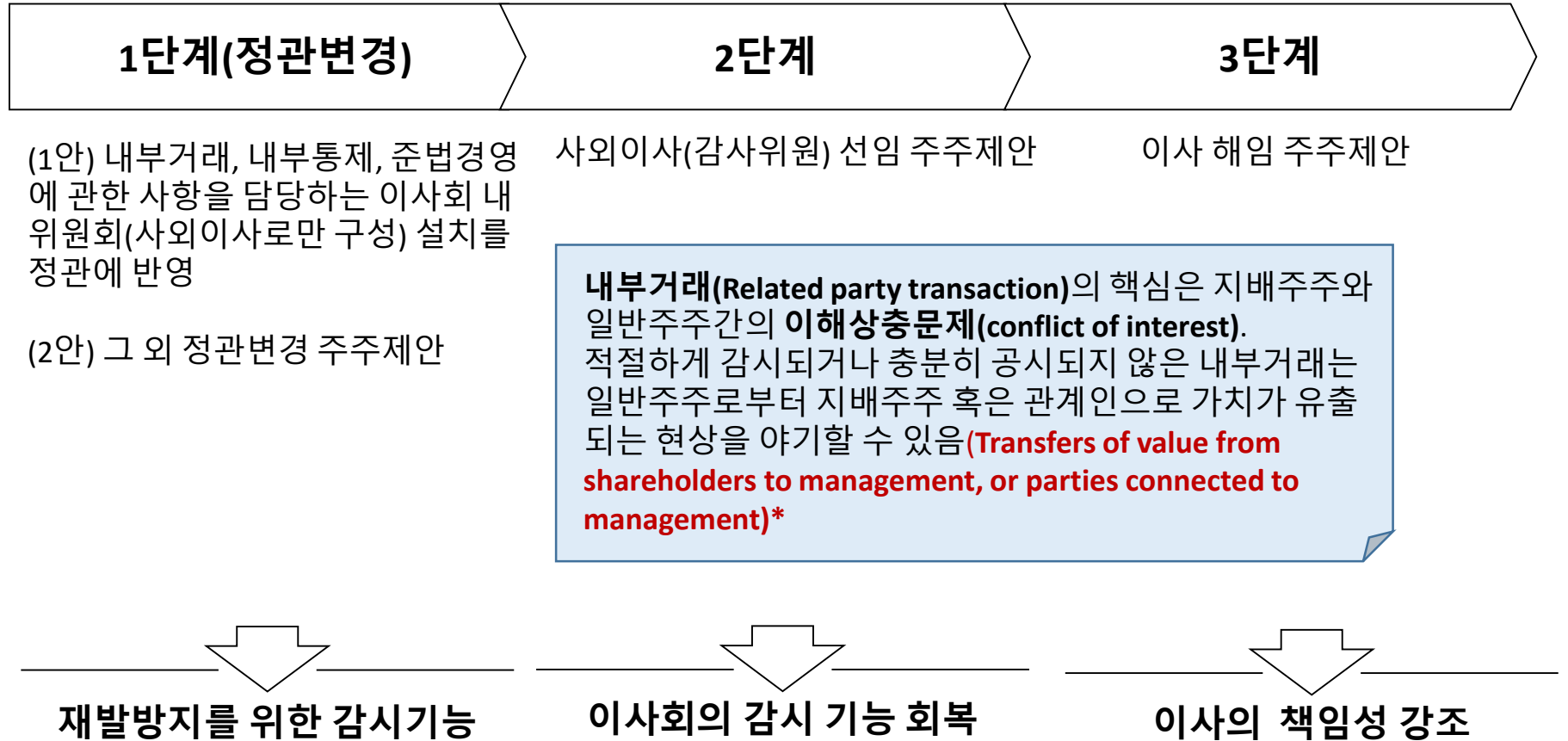
(출처: 한국기업지배구조원(2019), 이수원, 안유라)

주주제안: ③-1 법령상 위반 우려 사안으로 국가기관의 조사·수사가 착수 된 경우



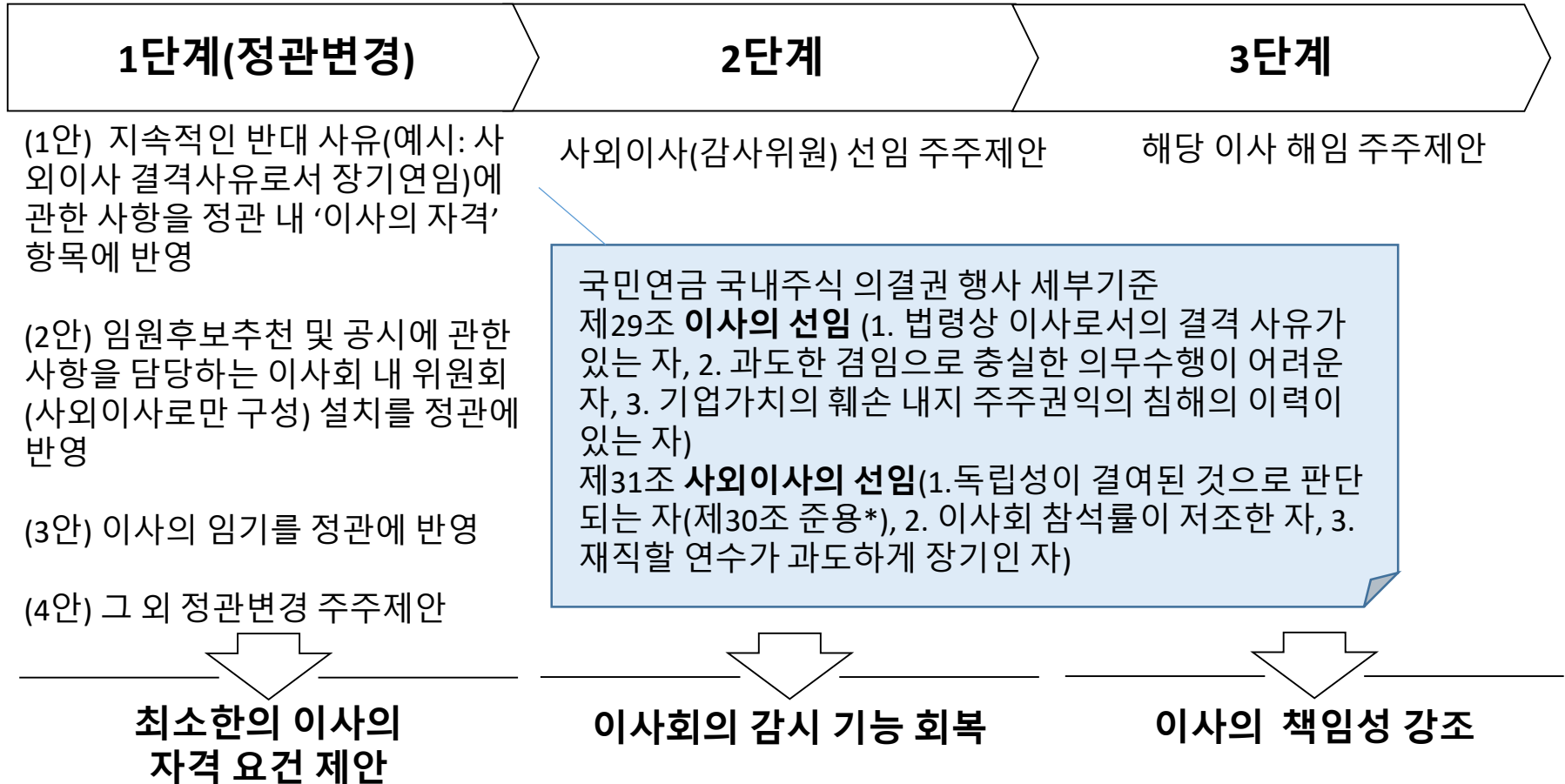
목표: 횡령·배임, 부당지원행위, 사익편취의 재발 방지

주주제안: ③-2 부당지원행위, 사익편취 우려로 인해 기업가치 훼손 사안 내지 주주권익침해사안



목표: 부당지원행위, 사익편취 우려로 인한 주주가치 훼손 방지

주주제안: ④ 지속적 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안



목표: 이사회의 독립성과 정상적인 감시 기능의 회복

지속적 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안

- 최근 5년 이내 이사 및 감사(위원) 선임의 건 중에서 동일한 사유 등으로 2회 이상 반대의결권을 행사한 기업 중, 반대의결권 행사 횟수, 안건의 중요도, 개선여지, 보유비중 등을 고려하여 비공개대화 대상기업으로 선정할 수 있음

A사

동일한 사유로 지속적 반대의결권을 행사

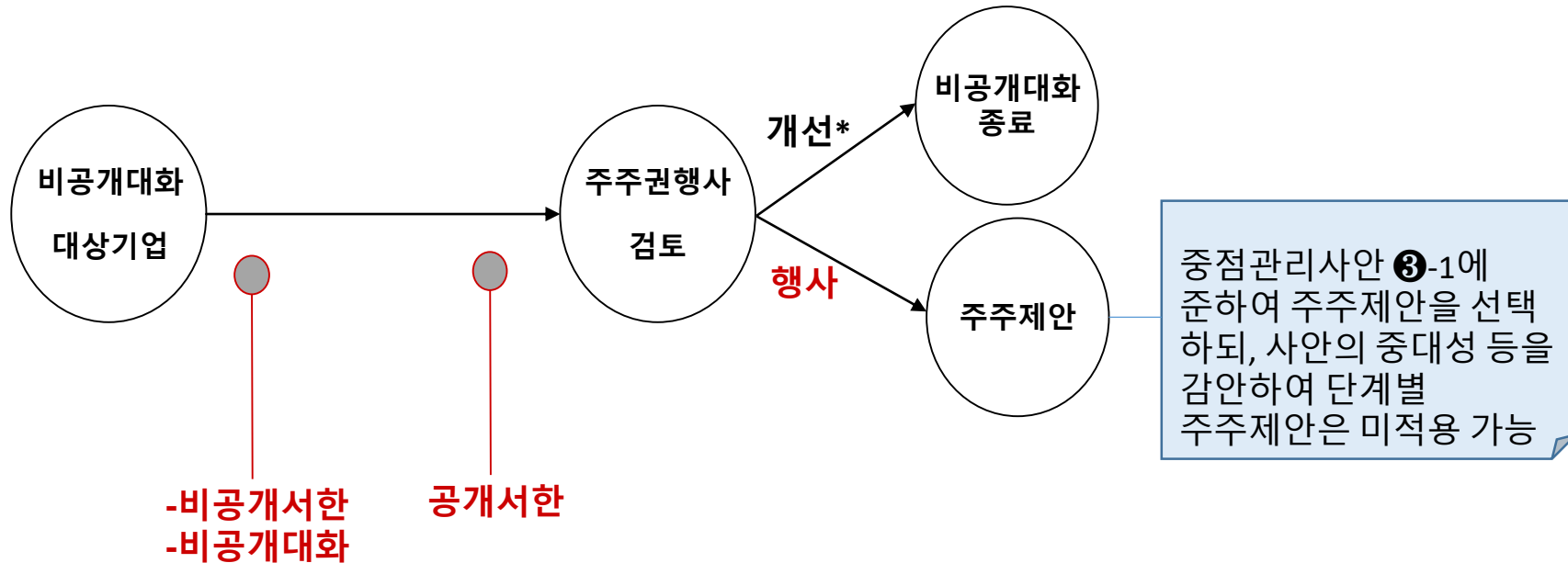
- 2019년도 정기주총: 3인의 사외이사 후보에 대해 분식회계 발생 당시 사외이사로서 감시의무 소홀 등을 이유로 반대(세부기준 31조)
- 2018년도 정기주총: 1인의 사외이사후보(감독의무 소홀)로 반대, 1인의 사내이사후보(과도한 겸임), 1인의 사내이사후보(주주가치훼손이력)으로 반대
- 2017년 정기주총: 사외이사후보 5인에 대해서 주주권익침해이력, 이사회 참석률 저조로 반대, 3인의 사외이사인 감사인 선임에 대해서 주주권익 침해이력과 장기연임을 근거로 반대
- 2016년 정기주총: 기업가치 훼손, 이사회 참석률 저조로 이사선임 반대
- 2015년 정기주총: 횡령 및 배임, 분식회계 당시 재직한 이사선임 반대, 동일 이유로 감사위원회 위원 선임 반대

B사

동일한 사유로 지속적 반대의결권을 행사

- 2019년도 정기주총: 사내이사 1인의 경우 과도한 겸임으로 이사로서 충실한 의무 수행이 우려되고 기업 가치의 훼손내지 주주권익 침해 이력이 있다고 판단되어 반대(세부기준 30조), 다른 사내이사 1인의 경우 기업가치 훼손내지 주주권익 침해 이력이 있다고 판단되어 반대(세부기준 30조)
- 2018년도 정기주총: 1인의 사외이사후보(이해관계로 독립성 취약우려)으로 반대
- 2017년 정기주총: 사내이사 1인에 대해 과도한 겸임으로 반대
- 2016년 정기주총: 1인의 사내이사과 감사위원회에 대해 공직자 사전취업 승인 미취득으로 반대
- 2015년 정기주총: 1인의 사내이사에게 대해 과도한 겸임으로 반대

예상하지 못한 우려 사안에 대한 주주활동 로드맵



-예상하지 못한 우려 사안의 경우 국가기관의 수사·조사 착수 사실이 인지된 경우에 해당하므로 **공개중점관리기업으로의 선정효과가 미미**. 따라서 주주권행사 검토 전 주주활동의 단계(비공개대화 대상기업-비공개중점관리기업-공개중점관리기업)를 생략하고, **비공개대화 후 바로 주주제안을 위한 주주권행사를 검토하는 것**이 바람직.

-또한 간접적 주주제안부터 직접적 주주제안으로 설계된 1단계(정관변경)-2단계(이사, 감사선임)-3단계(이사 해임)으로 이루어지는 단계별 주주제안을 고려하지 않고, 사안의 중대성에 따라 동시에 제안가능함이 적절

* 예상하지 못한 우려 상황에 대한 개선정도는 기업의 대응(의사소통 및 개선정도)을 기준으로 판단

- 구체적인 사실관계 확인 및 조치 사항
- 개선대책에 대한 공개여부, 회사의 손해회복 및 배상청구 또는 관련 조치계획 마련여부
- 관련정책, 프로그램 수립 및 시스템(인적, 물적) 구축 여부 등을 고려

기금수익제고를 위한 국민연금의 주주활동의 범위와 절차

주주활동의 독립성·투명성·실효성·사회적 수용성

기업의
배당정책
수립

임원보수한도
의 적정성

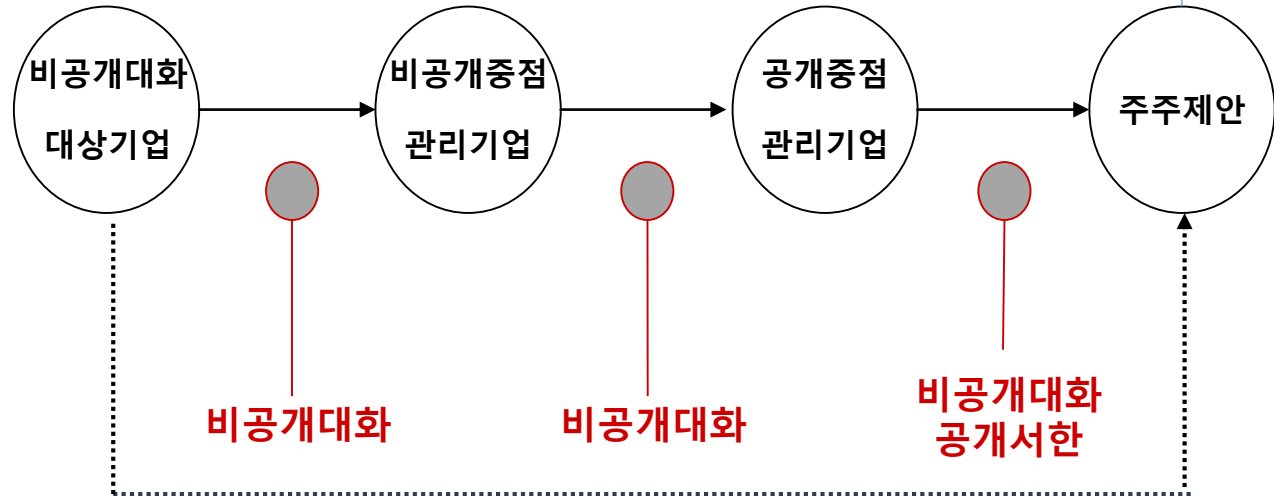
횡령, 배임
등 1차조사

기업가치
훼손 우려

법령상 위반
우려로 기업
가치 훼손 사
안

지속적 반대
의결권행사
에도 개선이 없
는 사안

예상하지 못
한 우려 사안



- 정관변경
- 이사(감사) 선임
- (중점관리사안1&2):
이사해임 생략

<공청회 토론내용>

1. 주주제안을 포함한 주주활동의 실효성을 높일 수 있는 방안
2. 중점관리사안을 중심으로 설계된 주주활동의 범위:
주주활동의 투명성을 확보하기 위한 객관적 기준으로 인한 범위의 경직성
vs. Pre-defined하기 어려운 주주가치 훼손 행위
3. 10%이상 보유기업에 대한 단기매매차익반환 문제 vs. 주주권행사의 우선순위

부록

중점관리사안별 대상기업 선정기준

구분	세부내역
기업의 배당정책 수립	- ① 배당관련 반대 의결권 행사기업, ②의결권행사 대상기업 중 배당성향 하위 기업, ③보유비중 상위 기업으로, - 합리적인 배당정책을 수립·공개하고 있지 않거나, 그에 따라 배당하지 않는 기업*을 선정 * 당기순손실(결손 누적 포함), 배당가능이익이 없는 기업을 제외 - 합리적인 배당정책 여부는 '배당정책 체크리스트*'를 기반으로 판단 * 배당정책의 투명성, 구체성, 일관성을 검토
임원 보수한도 적정성	- 이사보수한도가 경영성과와 연계되지 않거나 실지급액 대비 과다한 기업으로서, - 최근 주주총회에서 이사보수한도 승인의 건에 반대한 기업 중, 이사보수한도 대비 실지급액 비율을 고려하여 선정
법령상 위반우려로 기업가치 훼손 내지 주주권익 침해 사안	- 국가기관의 조사 등 객관적 사실에 근거하여 ①횡령·②배임, ③부당지원행위, ④경영진의 사익편취에 해당할 우려로 인해 - 기업가치를 훼손하거나 주주권익을 침해할 수 있는 기업을 선정
지속적으로 반대의결권을 행사하였으나, 개선이 없는 사안	- 최근 5년 이내 이사 및 감사(위원) 선임의 건 중에서 동일한 사유 등으로 2회 이상 반대의결권을 행사한 기업 중, - 반대의결권 행사 횟수, 안건의 중요도, 개선여지, 보유비중 등을 고려하여 선정

예상하지 못한 우려에 대한 대상기업 선정기준

- **(정의)** 예상하지 못한 우려는 환경, 사회, 지배구조 등을 비롯하여 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 경우를 뜻함
- 정기 ESG평가등급이 일정 등급 이상 하락하여 하위등급에 해당하거나 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 경우
 - ▶ **(컨트러버셜 이슈 중대성 평가)** 기금이 보유하고 있는 국내 상장주식에 대한 검찰, 경찰의 수사 착수 등 국가기관의 조사 및 ESG 관련 컨트러버셜 이슈 발생 시 심각성 및 재발가능성을 중심으로, 자산 노출도를 고려하여 해당 이슈의 중대성 평가 수행
 - 심각성은 피해규모, 처벌가능성 및 수위, 피해기간 등을 고려하고, 재발가능성은 의사소통 및 개선수준, 반복정도 등을 고려하여 평가
 - 자산 노출도는 해당 이슈가 발생한 기업에 대한 기금 보유지분율 및 보유비중
 - 다만, 중점관리사안에 해당하는 사안은 중점관리사안에 대한 수탁자 책임 활동을 따름
 - ▶ **(ESG등급 정성평가)** 기금이 보유하고 있는 국내 상장주식에 대한 정기 ESG평가결과, 일정 등급 이상 하락하여 하위등급에 해당하는 경우, 자산 노출도를 고려하여 그 하락 사유에 대한 정성평가 수행, 등급하락사유에 관한 ESG평가 수행기관의 분석보고서를 참고
- **(비공개대화 대상기업의 선정)** ▲컨트러버셜 이슈 중대성 평가 점수가 일정 수준 이상이거나 ▲ESG등급 정성평가 실시 후, 투자위원회에서 비공개 대화를 실시하기로 의결한 기업을 대상
 - ▶ 다만, 수탁자책임 전문위원회 주주권행사 분과 위원 3인 이상이 요구하는 사안의 경우 수탁자책임 전문위원회의 결정에 따라 비공개대화 대상으로 선정하고
 - ▶ 지분율 5% 이상인 투자대상 기업에 대해 국가기관의 수사·조사 착수 사실이 인지된 경우, 시의 적절한 사실관계 확인 등을 위해 기금운용본부의 판단에 따라 비공개서한을 발송할 수 있음

후속조치 초안의 중점관리사안별 개선 판단기준

구분	세부내역
기업의 배당정책 수립	-기업이 제시한 배당정책의 예측가능성, 투명성, 합리성 등을 기준으로 판단 -기업이 공개한 배당정책에 맞는 배당을 실행하는지 확인 *배당 이외의 주주환원정책(자사주 소각 등)을 종합적으로 고려
임원 보수한도 적정성	-이사보수한도와 경영성관의 연계 및 실지금액이 보수한도의 50% 이상인 경우 개선이 있었다고 판단
법령상 위반우려*로 기업가치 훼손 내지 주주권익 침해 사안 *횡령, 배임, 부당지원, 경영진의 사익편취	-국가기관의 1차 조사결과 및 기업의 대응(의사소통 및 개선전도)을 기준으로 개선여부를 판단 <ul style="list-style-type: none"> 구체적인 사실관계 확인 및 조치 개선대책에 대한 공개여부, 회사의 손해회복 및 배상청구 또는 관련 조치계획 마련여부 관련정책, 프로그램 수립 및 시스템(인적, 물적) 구축 여부 등을 고려
지속적으로 반대의결권을 행사하였으나, 개선이 없는 사안	-수탁자책임활동에 관한 지침상 반대사유 해소 여부로 판단
예상하지 못한 우려 사안	- 예상하지 못한 우려 상황에 대해서 기업의 대응(의사소통 및 개선정도)을 기준으로 판단 <ul style="list-style-type: none"> 구체적인 사실관계 확인 및 조치 사항 개선대책에 대한 공개여부, 회사의 손해회복 및 배상청구 또는 관련 조치계획 마련여부 관련정책, 프로그램 수립 및 시스템(인적, 물적) 구축 여부 등을 고려

후속조치 초안의 주주제안 주요내용

구분		내용
기업의 배당 정책 수립	1단계	정관변경 주주제안 (회사사정에 맞게 선택) - (1안) 합리적인 배당정책 수립 및 공시에 관한 사항을 정관 내 '이사의 직무', '회사의 계산' 항목에 반영 - (2안) 합리적인 배당정책 수립 및 공시를 담당하는 이사회 내 위원회(가칭 주주권익위원회 등) 설치를 정관에 반영 - (3안) 중간, 분기 배당 규정을 신설 - (4안) 그 외 정관변경의 주주제안
	2단계	▪이익·주식 배당 주주제안
	3단계	▪사외이사(감사위원) 선임 주주제안
	4단계	▪이사 해임 주주제안
임원 보수 한도 적정성	1단계	▪정관변경 주주제안 (회사사정에 맞게 선택) - (1안) 임원보상정책 및 공시에 관한 사항을 정관 내 '이사의 보수' 항목에 반영 - (2안) 임원보상정책 및 공시에 관한 사항을 담당하는 이사회 내 위원회(사외이사만으로 구성) 설치를 정관에 반영 - (3안) 그 외 정관변경의 주주제안
	2단계	▪이사보수한도 승인 안건에 대한 주주제안(필요시 임원퇴직금 지급규정 변경 주주제안)
	3단계	▪사외이사(감사위원) 선임 주주제안
	4단계	▪이사 해임 주주제안

후속조치 초안의 주주제안 주요내용

구분		내용
법령상 위반 우려	1단계	■정관변경 주주제안 (회사사정에 맞게 선택) - (1안) 이사의 자격 (예시: 횡령·배임 유죄 확정)에 관한 사항을 정관 내 ‘ 이사의 자격 ’ 항목에 반영 - (2안) 내부거래, 내부통제, 준법경영에 관한 사항을 담당하는 이사회 내 위원회 (사외이사로만 구성) 설치 를 정관에 반영 - (3안) 그 외 정관변경의 주주제안
	2단계	■사외이사(감사위원) 선임 주주제안
	3단계	■이사 해임 주주제안
지속적 반대 의결권 행사	1단계	■정관변경 주주제안 (회사사정에 맞게 선택) - (1안) 지속적 반대 사유 (예시: 사외이사 결격사유로서 장기연임)에 관한 사항을 정관 내 ‘ 이사의 자격 ’ 항목에 반영 - (2안) 임원후보추천 및 공시에 관한 사항을 담당하는 이사회 내 위원회 (사외이사로만 구성) 설치 를 정관에 반영 - (3안) 이사의 임기 를 정관에 반영 - (4안) 그 외 정관변경의 주주제안
	2단계	■사외이사(감사위원) 선임 주주제안
	3단계	■이사 해임 주주제안

○ 사안에 따라 단계별로 주주제안을 추진하되, 1단계의 주주제안은 회사사정에 맞게 선정, 더불어 단계별로 필요시 의결권행사대리(Proxy Fight)를 겸할 수 있음

○ (예상하지 못한 우려 사안) 사안에 따라 적절한 주주제안을 선택하되, 사안의 중대성 등을 감안하여 단계별 주주제안은 미적용 가능

국민연금 국내주식 의결권 행사 세부기준 중 이사, 감사 및 감사위원회 위원의 선임

제30조. 사외이사의 독립성 판단기준

다음의 사외이사는 독립성이 없는 것으로 간주한다.

1. 회사의 상무에 종사하는 이사 및 피용자 또는 최근 5년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·감사 및 피용자
2. 최대주주가 자연인인 경우 본인과 그 배우자 및 직계 존속·비속
3. 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 이사·감사 및 피용자
4. 이사·감사의 배우자 및 직계 존속·비속
5. 회사의 모회사 또는 자회사의 이사·감사 및 피용자
6. 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인의 이사·감사 및 피용자
7. 회사의 이사 및 피용자가 이사로 있는 다른 회사의 이사·감사 및 피용자
8. 최대주주가 아니면서 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주 및 그의 배우자와 직계 존속·비속
9. 해당 상장회사에 대한 회계감사 또는 세무대리를 하거나 해당 상장회사와 법률자문·경영자문 등의 자문계약을 체결하고 있는 변호사, 공인회계사, 세무사, 그 밖의 자문용역을 제공하고 있는 자
10. 그 밖에 회사와의 직·간접적 이해관계로 인해 사외이사로서 독립성이 훼손된다고 판단되는 자

국민연금의 공개서한 예시

수신 주식회사 대한항공 대표이사
참고 주식회사 대한항공 이사회, IR 담당자
발신 국민연금공단 기금운용본부

제목 국가기관의 조사보도 관련 질의 및 면담요청

1. 귀사의 무궁한 발전을 기원합니다.
2. 국민연금공단은 2018년 3월말 기준 귀사의 주식 11,947,287주(12.45%)를 보유한 주주입니다.
3. 최근 귀사의 경영진과 관련한 여러 국가기관의 조사보도가 이어지고 있습니다. 이는 대한항공에 대한 시장의 신뢰성 및 기업가치에 중대한 영향을 끼칠 수 있는 사안이라 사료되며, 국민연금공단은 대한항공의 주주로서, 국민연금의 장기 수익성 제고를 위해 해당 사안에 대한 명확한 사실관계를 확인하고, 실질적인 해결방안에 대한 귀사의 입장을 경영권에 영향을 주지 않는 범위 내에서 청취할 있다고 판단하였습니다.
4. 이에 국민연금공단은 상기 사항에 대한 귀사의 입장과 그 입장을 뒷받침 할 수 있는 근거 자료를 요청하며, 귀사를 대표할 수 있는 경영진 및 사외이사와의 비공개 면담을 요청하오니, 2018년 6월 15일까지 회신하여 주시기 바랍니다.

2018년 6월 5일
국민연금공단 기금운용본부장 代

Nomura: 투자기업의 바람직한 경영 방식 (Desirable management practices)

○ 사회적 책임에 대한 적절한 대처

- ▶ 당사는 기업이 항상 적절한 조치를 취할 수는 기업 시민으로서의 존재를 인정 받기 위해 필수 조건 인 동시에 사업 활동의 지속성의 기반이라고 생각합니다. 기업의 적절한 행동의 전제로서 기업이 규정을 준수하는 것은 물론, 사회 분별 내부 규칙·규범 등을 준수해야 할 사항에 포함된다고 생각합니다. 당사는 글로벌 환경과 사회 문제 등 ESG 이슈로 대표되는 다양한 기업의 사회적 책임에 대해서도 기업이 적절한 행동을 취함으로써 장기적인 기업 가치가 향상 될 것으로 생각합니다.

○ 자본의 효율적인 활용에 의한 가치 창조

- ▶ 당사는 기업 가치 향상과 지속적인 성장을 위해서는 기업이 중장기적으로 자본 비용을 초과하여 효율적으로 자본을 활용하여 가치를 창출하는 것이 필요하다고 생각합니다. 또한 기업이 자본을 효율적으로 활용하여 가치를 창출하는 것은 기업이 사회 공헌을 실현하기 위해서도 필요하다고 생각합니다.

○ 기업 지배 구조 기능의 충분한 발휘

- ▶ 당사는 기업이 가치 창출과 지속적인 성장을 실현시켜 가기 위한 전제로서 기업 지배 구조가 충분히 기능하고 있는 것이 필요하다고 생각합니다. 당사는 바람직한 기업 지배 구조의 형태를 다음과 같이 생각합니다.
 - ① 이사회가 적절한 경영 판단을 내릴 인력과 규모로 구성되어 충분히 기능하고있는 것.
 - ② 감사위원 또는 감사위원회가 주주를 대신해 이사의 업무를 감사 할 수 있는 적절한 인재로 구성되어 충분히 기능하고 있는 것.
 - ③ 각종위원회가 설치되는 경우, 각각의 위원회가 적절한 인재로 구성되어 있고, 독립성을 유지하면서 운영되고 있는 것.
 - ④ 임원 보수가 기업 가치의 향상과 경영자의 인센티브의 균형이 잡힌 것임.
 - ⑤ 준수, 내부 감사 등 충분한 내부 통제를 가능하게 하는 거버넌스 체제가 확립되어 있음.
 - ⑥ 법령 시장 규칙 등을 준수하고 기업 지배 구조 코드 등에 적절히 대응하고 있는 것.

○ 적절한 정보 공개와 투자자와의 대화

- ▶ 당사는 투자 대상 기업의 상황을 정확하게 파악하기 위해 기업이 적시·적절하게 정보를 공개하고 책임을 다하는 것이 필요하다고 생각합니다. 또한 투자자의 의견을 적절하게 경영에 반영하기 위해 기업이 적극적으로 투자자와 상호 작용을 할 필요가 있다고 생각합니다. 특히 법령 위반이나 반사회적 행위에 대해서는 원인 규명과 책임 소재의 명확화 및 효과적인 재발 방지 대책의 수립 및 철저한 대해 충분한 공개와 설명을 요구합니다.

(출처: http://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/management.html#management_top)

해외사례: 내부거래에 대한 기관투자자의 방침

- **Related-party transactions**, including parent-subsidary transactions and commercial arrangements involving board members or significant shareholders, **should be avoided** unless **demonstrably beneficial to all shareholders**.

(출처: NBIM, **Global Voting Guidelines** 2019)

- Related-party transactions have played a significant role in several high-profile corporate scandals and failures. **Transfers of value from shareholders to management, or parties connected to management**, are sometimes difficult to evaluate on their merits. As a result, even potentially beneficial transactions can reduce shareholder value due to the mere appearance of impropriety. As such, **we believe related party transactions should be minimized** and, when **such transactions are determined to be fair to the company** and its shareholders in accordance with the company's policies and governing law, **should be thoroughly disclosed in public filings**.

(출처: <https://us.dimensional.com/about-us/corporate-governance>)