

주식의결권 행사에 대한
차별적 규제와 해소 방안

| 한 광 석 |

한국경제연구원 연구위원

주식의결권 행사에 대한 차별적 규제와 해소 방안

1판1쇄 인쇄/ 2006년 1월 3일

1판1쇄 발행/ 2006년 1월 10일

발행처/ 한국경제연구원

발행인/ 노성태

편집인/ 노성태

등록번호/ 제18-1982-000003호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관

전화 3771-0001(대표), 3771-0057(직통)/ 팩스 785-0270~1

<http://www.keri.org>

© 한국경제연구원, 2006

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.

(구입문의) 3771-0057

값 3,000원 / ISBN 89-803-1-370-5

Contents

요 약

I. 서 론 / 11

II. 논의의 배경 / 14

1. 대기업 집단 계열금융사의 주식의결권 제한 / 14
2. 국민연금의 주식의결권 허용 / 18

III. 의결권 규제의 문제점 / 20

1. 계열금융사 주식의결권 제한의 문제점 / 20
2. 국민연금 주식의결권 행사의 문제점 / 29

IV. 해외사례 / 36

1. 계열금융사의 주식의결권 행사 / 36
2. 공적연금의 주식의결권 행사 / 38
3. 해외 공적연금의 지배구조 / 43

V. 결 론 / 47

1. 대기업 집단 계열금융사의 주식의결권 제도개선방안 / 47
2. 국민연금의 주식의결권 제도개선방안 / 48

참고문헌 / 51

계열금융회사에 대한 예외적 주식의결권 규제 해소해야

I. 주식의결권 규제에는 동일한 기준 적용되어야

□ 국민연금과 계열금융회사의 주식의결권 행사에 대한 차별적 접근 존재

○ 2004년 12월 공정거래법 개정을 통해 경제력집중과 이해상충 문제 방지를 목적으로 대기업집단 계열금융·보험사의 주식의결권 허용한도를 축소

– 현재는 특수관계인 지분을 포함 30%이나 2006년 4월부터 매년 5%씩 3년간 축소하여 15%까지만 주식의결권을 허용

○ 2005년 1월 기금관리기본법 개정으로 연기금의 수익률을 높이기 위하여 주식과 부동산에 대한 투자를 허용

– 국민연금기금 운용본부는 공정한 주식의결권 행사를 위하여 그 행사기준을 제정·발표하고 과거에 비해 적극적으로 의결권을 행사하고 있음.

• 2005년 1분기 현재 국민연금의 투자규모는 140조에 이르며, 그중 주식투자의 비중은 7.5%로서 국내 상장주식의 시가총액의 2.4%를 차지

□ 계열금융회사의 주식의결권 제한은 시장원리에 위배되며 역차별적 중복 규제

○ 계열금융사 주식의결권 행사를 제한하는 것은 재산권으로서 주식의결권 행사를 보장하고 있는 헌법 23조를 위배

- 개인은 투자자금의 신탁으로 인해 획득된 잠재적 의결권도 그 금융사에 신탁한 것임.

○ 또한 주식의결권 제한은 헌법의 사기업에 대한 경영불간섭 원칙(제126조)과 기업의 경제상의 자유와 창의의 보장원칙(제119조)을 위배

- 금융사는 주식의결권의 행사를 통해 투자대상기업의 합리적 기업경영을 유도함으로써 주식의 가치를 관리하고 신탁자금의 수익성을 제고

○ 경제력집중 및 불공정거래 등을 방지하기 위해 상법, 증권거래법, 개별 금융관련법 등에 의해서도 주식의결권이 제한되므로 중복적인 규제임.

- 대기업집단 계열금융사의 수익성 및 건전성 측면에서 여타 보험사에 비해 우월하기 때문에 금융사 고객에 대한 선관 의무 위배라는 정부의 주장은 설득력이 부족

○ 대기업집단 계열금융사의 의결권제한은 여타 국내외 금융사에는 해당되지 않으므로 역차별적 규제임.

- 헌법 제11조에서 보장하고 있는 평등권을 침해하며 외국자본에 의한 적대적 M&A와 경영간섭이 증가하는 추세에서 국내 대기업집단에 대한 역차별이기도 함.

□ 국민연금의 주식의결권 행사에 대해 공정성 우려 있어

○ 강제적으로 조성된 국민연금의 경우는 연금수급자의 잠재적 의결권이 신탁되었다고 볼 수 없으나 연금의 투자수익성을 제고하기 위해서는 기관투자자로서 국민연금의 주식의결권 행사가 필요

- 국민연금의 주식시장에서 차지하는 비중이 점점 증가함에 따라 주식의결권 행사를 통한 정부의 기업에 대한 지배력 증대가 우려됨.

- 또한 현재 국민연금의 의결권행사 기준은 그 내용이 너무 포괄적이고 모호하여 자의적인 해석이 가능하므로 국민연금의 정치 중립적 지배구조 확립이 선결되어야 함.

II. 주식의결권 규제 철폐하고 국민연금의 투명한 지배구조 확립해야

□ 보유주식에 대한 의결권행사는 재산권이므로 원칙적으로 허용해야

○ 대기업집단 계열금융사와 국민연금의 주식의결권 행사를 모두 허용하여 비대칭적 규제를 해소하여야 함.

- 외국의 경우에도 특정 금융사에 대한 주식의결권 규제나 주식투자가 허용된 경우 공적연금의 주식의결권에 대한 규제는 없음.

- 대기업집단 계열금융사가 자기계열회사에 대한 주식을 보유함으로써 발생할 수 있는 이해상충의 문제는 기존의 법규 및 시장규율을 통해 방지 가능

□ 국민연금의 지배구조 개선이 주식의결권 행사의 전제조건

○ 국민연금이 정치적으로 이용되지 않고 독립적이며 전문적으로 운용되기 위해서는 국민연금의 지배구조 개선이 필요하며 이는 국민연금의 주식의결권 행사의 전제조건이라 할 수 있음.

- 국민연금의 주식의결권 행사는 공정하고도 신뢰할 수 있는 운용기관을 설립한 후에 허용되는 것이 합리적임.

주식의결권 행사에 대한
차별적 규제와 해소 방안

시장경제 ISSUE PAPER-06

한국의 시장경제, 무엇이 문제인가?

I. 서론

최근 개정된 국민연금법과 공정거래법에 의하면 국민연금의 주식투자 및 그에 따르는 주식의결권 행사가 허용되었고 대기업집단 계열금융회사의 주식의결권 제한이 강화되었다. 위의 법개정에 대한 반대 입장은 정부가 기업을 지배할 수 있기 때문에 국민연금의 주식의결권 행사를 금지해야 하고, 금융회사의 수익성 제고를 위해서는 금융회사가 적극적으로 주식의결권을 행사해야 한다고 주장한다. 한편 외국자본의 적대적 인수합병에 대해 민감한 기업은 경영권 방어를 위해 국민연금이 적극적으로 의결권을 행사해야 한다고 주장하고 있다.

각계의 입장을 관찰해 보면 이해관계에 따라 국민연금과 대기업집단 계열금융사의 주식의결권을 행사하는 것에 대한 찬반입장이 나누어진다. 이처럼 각계의 이해관계에 따라 경제제도를 결정하는 것은 우리나라 경제제도의 지속성과 경제발전을 저해할 수밖에 없을 것이다. 따라서 국민연금과 대기업집단 계열금융사의 주식의결권 행사에 대한 제도는 합리적인 논리에 기반을 두고 결정되어야 한다.

기업을 자산의 집합으로 볼 때, 주식은 배당에 대한 권리와 경영의 주요사안에 대해 투표할 수 있는 의결권이 부여된 자산에 대한 잔여청구권으로 정의될 수 있다. 주식의결권은 주식의 가치를 결정하는 데 핵심적 역할을 담당하고 있기 때문에 중요한 재산권이다.

개인이 주식을 소유하고 그 소유분에 해당하는 주식의결권을 행사하는 것에 대해서는 논란의 여지가 없다. 그러나 투자자의 자금을 신탁 받아 투자하는 금융회사의 경우는 다르다. 금융회사는 신탁자산의 수익성 제고를 위해서 투자대상기업을 감시하고 경영에 개입할 필요성이 있다. 그 중요한 수단 중의 하나가 투자대상기업에 대한 주식의결권 행사이다. 그런데 이 경우 금융회사가 자기자금이 아닌 투자자의 신탁자금으로 취득한 주식에 대한 의결권을 자의적으로 행사하는 것이 정당한가에 대한 논란이 있을 수 있다.

이런 문제점 때문에, 정부는 대기업집단 계열금융사가 불특정다수 고객의 자금으로 고객의 이익에 반하여 계열사 경영권을 보호하는 것을 방지한다는 명목하에 상호출자제한 기업집단(자산규모 2조원 이상) 계열금융사의 의결권행사 비율을 계열사 총주식의 30%에서 15%로 낮출 계획이다. 그러나 최근 대기업집단 계열생명보험사가 여타 보험사에 비해 더 높은 지급여력비율과 자산운용수익률을 나타내고 있음을 볼 때 계열금융사가 고객의 이익을 담보로 계열사의 경영권 방어만을 위해 신탁자산을 전용하고 있다는 정부의 주장은 그 근거가 부족하다. 계열금융사는 경쟁환경하에서 자산운용에 대한 자율적 규제를 해야 할 뿐만 아니라 금융감독원으로부터 투자자와의 이해상충을 방지하기 위한 자산운용규제를 이미 받고 있다. 또한 대기업집단 계열사로서 공정거래법의 타 조항 및 기타 금융관련법의 규제도 받고 있다. 이와 같이 불특정다수 고객의 신탁자금을 운용하는 다른 국내의 금융회사(은행 포함)에 대해서는 같은 규제를 적용하지 않고 계열금융사만을 대기업집단 소속이라는 이유만으로 주식의결권을 제한하는 것은 지나친

것으로 보인다.

한편 정부는 국민연금의 수급문제로 말미암아 안전성보다는 수익성을 강조하여 캐나다와 같이 국민연금의 주식투자를 허용했다.¹⁾ 국민연금은 수익을 창출하여 국민에게 연금을 제공해야 하기 때문에 회사법에서 인정한 바와 같이 소유주식의 의결권을 적극적으로 행사하는 것은 당연하다. 하지만 정부가 기업의 지배구조 개선이라는 명목하에 국민연금의 주식의결권 행사를 통해 기업경영의 자율성을 보장하지 않을 수도 있기 때문에 국민연금의 공정한 주식의결권 행사가 제도적으로 보장될 필요가 있다.

이 보고서에서 우리는 국민연금 및 대기업집단 계열금융회사의 주식의결권에 대한 비대칭적인 규제의 정당성을 논의하고 해외사례를 검토함으로써 규제의 개선방향을 제시하고자 한다.

1) 사실 미국과 영국에서 전 국민을 대상으로 하는 공적연금은 주식투자 자체가 금지되어 있다.

II. 논의의 배경

1. 대기업집단 계열금융사의 주식의결권 제한

(1) 공정거래법상 계열금융·보험사 의결권의 제한

대기업집단이 계열금융·보험사의 고객자산을 이용해 계열 회사를 확장하려는 유인을 감소시키고 지배주주와 금융·보험사 고객간의 이해상충문제를 방지하기 위해 1987년 계열금융·보험사에 대한 의결권제한제도를 도입하였다. 도입 후 2002년 1월 공정거래법 개정 전까지 의결권행사가 완전히 금지되었으나 개정 후 국내 우량기업에 대한 경영권 방어력을 강화하기 위해 경영권과 관련되는 사항에 한해 특수관계인 지분 포함 30%까지 의결권을 행사할 수 있도록 부분적으로 허용하였다. 하지만, 산업자본의 금융지배에 따른 경제력집중, 불공정경쟁, 금융자원 배분의 왜곡, 산업부실로 인한 금융회사의 연쇄부도 사태 등의 문제점의 발생 가능성이 높아지고 있다는 판단하에 최근 공정거래법 개정(2005년 1월)에서 제11조의 계열금융·보험사에 대한 의결권 허용한도에 대한 예외조항을 삭제함으로써 그 규정이 강화되었다.

구체적으로 정부는 계열금융·보험사의 의결권을 현재 30%에서 15%까지 축소하되 시장의 충격과 외국인들의 국내기업에 대한 높은 지분율을 고려하여 2006년 4월 1일부터 3년 동안 매

년 5%포인트씩 단계적으로 축소하기로 하였다.

<표 1> 의결권제한 관련 공정거래법령 개정시기와 내용

개정시기	개정내용
1992. 12. 8	○ 금융·보험사가 금융업 또는 보험업을 영위하기 위함이나 보험 자산의 효율적 운용·관리를 위한 경우 완전 제한되어 있던 의결권행사를 부분적으로 허용(제11조)
1996. 12. 30	○ 현실적인 상황을 고려하여 '금융업 및 보험업'을 '금융업 또는 보험업'으로 변경(제11조)
2002. 1. 26	○ 국내기업의 경영권 방어를 위한 의결권행사 허용 조건의 추가(제11조) ○ 특수관계인이 행사할 수 있는 의결권의 범위를 30%로 제한(제11조)
2004. 12. 31	○ 계열금융·보험사의 의결권을 2006년 4월 1일부터 3년 동안 매년 5%포인트씩 단계적으로 15%까지 축소(부칙 제9조)

자료: 법제처

<표 2> 삼성그룹 계열사 지분현황 및 의결권제한 가능 지분

(2003. 12. 31 현재, %)

회사	주주	삼성그룹		외국인	기타	현행 의결권 제한 지분	개정적용 후 제한 지분
		계열금융사	특수관계인				
삼성전자		8.07	7.20	55.71	29.03	-	0.27
에스원		9.54	11.03	58.35	21.08	-	5.57
삼성전기		0.16	23.69	28.26	47.38	-	0.16
삼성엔지니어링		1.76	19.26	2.23	76.76	-	1.76
삼성증권		23.80	0.66	26.17	49.36	-	9.46
삼성중공업		3.91	20.88	26.03	49.18	-	3.91
호텔신라		11.70	5.18	11.56	68.51	-	1.88
삼성정밀화학		3.12	31.98	21.41	43.49	3.12	3.12
제일기획		3.20	15.25	54.29	18.27	-	3.20
삼성테크윈		2.98	27.17	10.55	59.19	0.15	2.98

자료: 좋은기업 지배구조 연구소(2004)

현재 계열금융사를 보유한 16개의 대기업집단 중 특히 삼성, 현대자동차, SK, 한진, 한화, 동부그룹 계열금융사는 의결권 행사 제한으로 인해 영향을 받을 것이다. 이 중에서도 삼성그룹은 다른 기업집단에 비해 상대적으로 더 크게 영향을 받을 것으로 예상된다.

(2) 금융관련법상 계열금융·보험사 의결권의 제한²⁾

공정거래법 제11조를 제외하더라도 대기업집단 계열금융사의 주식의결권 제한은 공정거래법의 영향하에 우회자금을 통한 경제력집중 및 불공정거래를 방지하기 위해 금융관련법에도 규정되어 있다.

종합금융회사에 관한 법률 제17조 제2항은 공정거래법이 규정한 대기업집단에 속하는 종합금융회사가 다른 대기업집단 계열사와 유가증권 투자한도를 회피하거나, 자기주식 취득제한을 회피하기 위해 상호출자하는 경우 취득한 주식의 의결권 행사를 제한하고 있다.

또한, 간접투자자산운용업법 제94조에 의하면, 자산운용사나 투자회사가 계열사관계, 지배력 행사관계, 상호출자제한 기업집단 등에 속한 경우에는 주주총회의 안건이 투자대상기업의 합병, 영업의 양도 및 양수, 임원의 선임 등 투자자산의 수익성에 직접적인 관련이 있다고 하더라도 다른 주주들의 의결내용에 영향

2) 현재 금융산업의 구조개선에 관한 법률(금산법) 제24조에서는 대기업집단 계열금융회사가 다른 회사의 주식을 소유하는 것을 제한하고 있다. 그러나 금융감독위원회의 사전승인을 얻으면 그 한도를 초과하여 소유할 수 있다. 최근, 계열금융회사의 초과소유지분에 대해 의결권을 제한하거나 강제매각해야 한다는 주장과 그 반대입장의 주장이 대립하고 있다.

을 미치지 않도록 보유주식의 의결권행사를 규제하고 있다.

< 표 3 > 대기업집단 계열금융회사에 대한 의결권제한 근거법령

근거법령	주요 내용	제한 사유
공정거래법	<ul style="list-style-type: none"> - 금융회사 또는 보험회사의 의결권제한: 제1조 - 공정위로부터의 주식처분명령을 받은 자의 의결권제한 : 제18조 제1항 - 상호출자금지 위반 대규모 집단의 의결권제한 : 제18조 제2항 - 출자총액한도 위반 대규모 집단의 의결권제한 : 제18조3항 	<ul style="list-style-type: none"> - 우회자금을 통한 기업결합방지 - 경제력집중 및 불공정거래 방지 - 상동
종합 금융업법	<ul style="list-style-type: none"> - ①독점규제및공정거래에관한법률 제9조제1항의 규정에 의한 대규모기업집단에 속하는 종합금융회사는 다른 대기업집단에 속하는 금융기관 또는 회사와 다음 각호의 행위를 하여서는 아니 된다. <ol style="list-style-type: none"> 1. 제5조 또는 제7조의 규정에 의한 한도를 회피하기 위한 목적으로 다른 금융기관 또는 회사의 의결권 있는 주식을 서로 교차하여 보유하거나 신용공여를 하는 행위 2. 상법 제341조 또는 증권거래법 제189조의2의 규정에 의한 자기주식 취득의 제한을 회피하기 위한 목적으로 서로 교차하여 주식을 취득하는 행위 3. 기타 예금자 및 투자자의 이익을 크게 해할 우려가 있는 행위로서 대통령령이 정하는 행위 - ②종합금융회사는 제1항의 규정을 위반하여 취득한 주식에 대하여는 의결권을 행사할 수 없다. <ul style="list-style-type: none"> : 종합금융업법 제17조의2 	<ul style="list-style-type: none"> - 우회자금을 통한 경제력집중 및 불공정거래 방지
간접투자 자산운용업법	<ul style="list-style-type: none"> - 상호출자제한 기업집단에 속하는 투자신탁의 자산운용회사 또는 투자회사가 간접투자재산으로 그와 계열관계에 있는 법인이 발행한 주식을 보유하고 있는 경우에는 제88조 제2항의 규정에 의하여 동조 제1항 제2호 가목의 투자한도를 초과하여 취득한 주식은 당해 주식을 발행한 법인의 주주총회에 참석한 주주가 보유한 주식수에서 간접투자재산인 주식수를 차감한 주식수의 의결내용에 영향을 미치지 아니하도록 의결권을 행사하여야 한다. <ul style="list-style-type: none"> : 간접투자자산운용업법 제94조 	<ul style="list-style-type: none"> - 우회자금을 통한 경제력집중 및 불공정거래 방지

자료: 법제처

2. 국민연금의 주식의결권 허용

(1) 국민연금의 주식의결권 행사

2005년 1월 기금관리기본법 개정 전까지 연기금의 주식과 부동산에 대한 투자는 원칙적으로 금지, 예외적으로 허용되었다. 그러나 국민연금의 수급상 문제가 대두되자 국민연금제도의 개혁은 뒤로 한 채, 기금운용의 안정성보다는 수익성 제고를 위하여 기금관리기본법을 개정하였다. 개정된 기금관리기본법에서는 다양한 자산운용을 통해 연기금의 수익률을 높이기 위하여 주식과 부동산에 대한 투자를 허용하였다.

<표 4> 2005년 1분기 의결권행사 현황

기간	행사대상 주주총회수	행사 주주총회수	행사 안건수	행사내역		
				찬성	반대	중립
2005년 1분기	325	266	1235	1183	35	17

주: 보유지분율 1% 미만인 회사는 기금운용규정시행규칙(40조)에 근거, 의결권을 행사하지 않음.
자료: 국민연금관리공단

2005년 1월 개정된 기금관리기본법³⁾에 따라 2005년 2월 국민연금기금 운용본부는 주식의결권의 공정하고 투명한 행사를 위하여 주식의결권 행사기준을 제정하여 발표하였다. 그 결과, 연기금은 2002년부터 2004년까지 총 649회의 주주총회 가운데 4.9%인 32회만 1개 이상의 반대의견을 낸 반면, 2005년 1분기에는 현재 266개사의 주주총회에 참석해 11.7%인 31개사의 35

3) 기금관리기본법 제3조 제6항은 연기금의 보유주식에 대한 의결권은 연기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사되어야 한다는 의결권행사의 원칙을 규정하고 있다.

개 사안에 대해 반대의사를 표시하는 등 과거에 비해 적극적으로 의결권을 행사하고 있다.

(2) 국민연금의 주식투자 현황

현재 거래소 시장에서 2004년말 국민연금의 주식투자증가율이 전년대비 32%로서 국민연금의 투자비중이 급격히 증가하고 있다. 2005년 1분기 현재 국민연금의 투자규모는 140조에 이르며, 이 중 주식투자의 비중은 7.5%, 그 규모는 약 10조원 정도로 국내 상장주식의 시가총액 423조원 대비 2.4%를 차지하고 있다. 국민연금은 기금운용에 있어서 주식투자의 비중을 단계적으로 확대하여 2012년까지 시가총액대비 20~30%까지 확대한다는 계획을 수립하였다.

<표 5> 국민연금 금융부문 투자현황

(2005. 3. 31 현재, 단위: 억원, %)

구분	채권	주식	대체 투자	단기 저금	계 예금	계
투자금액	1,210,631	104,011	4,596	6,782	5,500	1,331,520
투자비중	91	7.8	0.3	0.5	0.4	100

자료: 국민연금관리공단

<표 6> 국민연금 보유주식 상위 10개 종목별 비중

(2004. 12. 31 현재, 단위: %)

종목	삼성 전자	한국 전력	POS CO	현대 자동차	KT	신한 지주	SK 텔레콤	국민 은행	LG 전자	SK
보유 비중	20.25	6.13	5.12	4.59	4.19	4.13	3.44	3.21	3.01	2.76

자료: 국민연금관리공단

Ⅲ. 의결권 규제의 문제점

1. 계열금융사 주식의결권 제한의 문제점

(1) 목적의 정당성

고객으로부터 자금을 신탁 받은 금융회사는 신탁자금을 고객의 이익을 위해 운영해야 할 선관주의 의무(Fiduciary Duty)를 가지고 있다. 이것을 이행하기 위해서는 투자대상기업의 경영을 감시하는 것이 필요하고, 그 중요한 수단 중 하나가 투자대상기업에 대한 의결권행사이다.

대기업집단 계열금융사에 대한 규제의 목적은 본질적으로 금융회사와 고객간의 이해상충의 문제 완화에 있어야 한다. 이해상충의 문제는 불특정다수의 투자자와 그들의 자금을 운용하는 금융회사간의 정보비대칭으로 인해 발생할 수 있다. 그런데 경쟁시장에서 생존하기 위해서는 계열금융사들이 신탁 자산의 수익성을 담보로 계열사 경영권을 보호하는 데 주력할 여유가 없다. 정부는 금융회사에 대한 자산운용규제를 통해 투자자와의 이해상충을 방지하기 위해 이미 특정기업에 대한 지나친 주식소유를 제한하고 있다. 또한 대기업집단 계열금융사가 자기계열사의 지배를 목적으로 금융회사 주주의 이익을 침해하고 있다면 주주대표소송을 통해 그 책임을 물을 수 있으며 투자자의 자율에 의해 투자자금을 회수할 수도 있다.

그럼에도 불구하고 공정거래법에서 대기업집단 계열금융사에 대한 주식의결권을 제한한 것은 그 목적이 이해상충의 문제 해결에 있지 않음을 알 수 있다. 즉 대기업집단이 자기자본보다는 계열금융사에 신탁된 고객의 자금을 이용하여 계열사를 거느리게 될 위험을 차단함으로써 금융자본과 산업자본 분리원칙⁴⁾의 달성과 경제력집중의 억제⁵⁾라는 다른 목적을 가지고 있는 것이다.

우선 공정거래위원회는 2001년 대기업집단 계열금융사의 수가 증가추세에 있다고 주장하며, 계열금융사에 대한 규제의 수위를 더 높이고자 했다. 공정거래위원회는 2001년 계열금융회사의 의결권행사에 대한 규제완화 이후 대기업집단 계열금융사의 수가 증가추세에 있다고 주장하였다. 그러나 공정위의 주장은 사실과 다르다. 왜냐하면, 이 주장은 <표 7>에서 볼 수 있듯이 공정거래법 개정으로 규제대상이 30대 그룹에서 자산 기준 2조원 이상 그룹으로 변경된 이후 규제기업집단이 증가함으로써 계열금융사가 증가하는 측면을 고려하지 않았기 때문이다. 2004년 이후 의결권제한 기업집단의 수는 증가하고 해당 계열금융사의 수는 감소했기 때문에 오히려 기업집단이 보유한 평균 계열금융사의 수는 2005년 4월 현재 1.22개사로 2001년 4월 2.53개사에서 대폭 감소하고 있음을 알 수 있다.

대기업집단 계열금융회사 69개 중 수신기능이 없는 신용카드사 등을 제외하면 9개 보험회사만 남게 된다. 9개 보험사가 보유한 계열사 주식의 가치는 2001년 이후 4년간 총 135.8% 상승한 반면, 동 기간 총자산운용수익률은 29.6%로 나타났다.

4) 금융자본과 산업자본 분리원칙의 비합리성에 대한 논의는 이상목(2005)을 참조.

5) 정부의 경제력집중 억제에 대한 비판적 검토는 이승철(1997)을 참조.

즉 보험사의 계열사에 대한 주식투자수익률은 총자산운용수익률보다 4.6배 높게 나타났다. 이와 같은 결과는 우량계열사 주식에 투자하는 것이 다른 부문에 투자하는 것보다 주주와 고객을 위해 옳은 선택이었고, 따라서 고객과 보험사간의 이해상충의 문제가 없음을 증명하는 것이다.

또한 대기업집단 계열보험사와 고객간의 이해상충문제가 규제할 정도로 심각하지 않음은 대기업집단 계열보험사와 비대기업집단 보험사의 주요 경영지표를 비교함으로써도 쉽게 알 수 있다. <표 9>를 보면 특정 대기업집단 계열보험사의 경우 경영지표상의 지급여력은 충분하고 타 보험사에 비해 매우 우수하며, 대기업집단 계열보험사의 평균 지급여력은 비대기업집단 보험사들에 비해 훨씬 높음을 알 수 있다. 또한 자산운용 수익률 측면에서도 대기업집단 계열보험사가 비대기업집단 보험사보다 평균적으로 우월하다.

<표 7> 대기업집단* 계열금융사 변동추이(2001.4 ~ 2005.4)

(단위: 개사)

기준	대기업집단(A)	계열금융사(B)	대기업집단 평균 계열금융사(B/A)
'01. 4	30	76	2.53
'02. 4	43	78	1.81
'03. 4	49	85	1.73
'04. 4	51	80	1.56
'05. 4	55	67	1.22

주: *는 의결권제한 대기업집단

자료: 공정거래위원회, "상호출자제한 기업집단 등의 소속회사 변동현황.. 2005.

결국 대기업집단 계열보험사가 계열사 주식을 장기 보유함에 따라 자산운용수익률의 극대화를 이루지 못하게 되며 이로

인해 배당 및 실적형 보험상품 계약자의 이익이 침해되고 있다는 이해상충의 문제를 이유로 대기업집단 계열금융사의 계열사 주식의결권을 제한하는 것은 실증적인 근거가 없는 규제라 할 수 있다.

<표 8> 주요 보험사의 4년간 자산운용수익률 비교

구분	총자산운용 수익률(A)	계열사주식 수익률(B)	B/A
9개 보험사 평균	29.6%	135.8%	4.6배

자료: 대한상공회의소, 『금융회사의 계열사 주식보유에 따른 경제적 효과와 정책시사점』, 2005.

<표 9> 생명보험사의 주요 경영지표

(단위: %)

구분	기업형태	1999	2000	2001	2002	2003	2004	평균
지급여력 비율 ¹⁾	대기업집단	257.98	216.76	197.38	169.10	174.27	197.48	202.16
	기타	15.51	79.77	211.36	7.45	151.16	171.62	106.15
자산운용 수익률	대기업집단	7.93	7.19	7.74	12.22	7.51	7.56	8.36
	기타	11.86	3.21	6.12	9.49	6.26	6.45	7.23

주: 1) 지급여력비율 = (지급여력지급여력기준) × 100: 해약환급금식 책임준비금에 대한 보험사의 순재산의 비율을 나타냄

지급여력 = 자본금 + 자본잉여금 + 이익잉여금 + 해약환급금식 초과적립액 + 계약자이익 배당준비금 + 대손충당금 + 후순위차입

지급여력기준 = (순보험료식 책임준비금 - 미상각신계약비) - 계약자에게 할당되지 않은 계약자배당준비금

자료: 이태규, 「금융사 의결권제한 논거에 대한 검토」, 한국경제연구원, 2004.

각 회사의 사업보고서, 한국신용평가, 금융감독원

(2) 사유재산권의 침해

자본주의 경제제도에서 주식의결권은 주요 재산권 중 하나이다. 대기업집단 계열금융사 소유주식의 의결권행사를 제한하는 것은 재산권으로서 주식의결권 행사를 보장하고 있는 헌

법 23조를 위배하는 규제이다. 왜냐하면 주주가 주식의결권의 행사를 통해 합리적인 기업경영을 유도하여 주식의 가치를 관리할 수 있다는 점에서 주식의결권은 주주권의 핵심적인 부분이기 때문이다. 따라서, 대기업집단 계열금융사의 주식의결권을 제한하는 것은 주식회사제도의 기초를 훼손하는 것으로서 자본주의의 중요한 재산권행사를 심각하게 침해하는 것이다.

이 규제는 대기업집단 계열금융사에 투자자금을 신탁한 투자자의 사유재산권 침해이기도 하다. 개인이 주식을 소유하고 그 소유분에 해당하는 의결권을 행사하는 것에 대해서는 이의가 있을 수 없다. 그러나 개인이 자금을 금융사에 신탁하는 경우에는 투자자가 신탁한 자금을 주식에 투자하여 획득하게 된 주식의결권(투자자의 재산권)을 금융사가 자의적으로 행사하는 것에 대한 합리적인 해석이 필요하다. 개인은 자신의 자금을 신탁할 금융사를 자율적으로 선택할 수 있기 때문에 신탁자금의 투자로 인해 획득된 잠재적 의결권도 그 금융사에 신탁한 것으로 해석해야 한다. 만약 신탁된 의결권이 잘못 행사되어 신탁자금의 수익성을 저해했다고 판단되면 개인은 자신의 자금을 회수할 수 있기 때문이다. 따라서 금융사에 신탁된 주식의결권이 행사되는 것은 정당한 것이고, 이것을 제한하는 것은 투자자의 재산권을 침해하는 것이다.

(3) 여타 규제와의 중복성

1) 금융관련법상의 주식의결권 제한규제와의 중복성

공정거래법 제11조에서 대기업집단 계열금융사의 의결권을 행사할 수 있는 비율을 현재 30%에서 3년이라는 단기간에 15%

로 축소하여 달성하고자 하는 투자자와 계열금융사간의 이해 상충 문제의 해결은 상법 및 금융관련법의 적용을 통해 달성할 수 있다.

<표 10>에서와 같이 상법에서는 일반적인 회사에 대해 경영자 영향력행사에 따른 일반주주의 피해 등의 이유로 상호소유주식, 자기주식 등의 의결권을 제한하고 있다. 증권거래법 또는 은행법에서는 소유한도초과 등 증권거래규정을 어긴 주식취득에 대해 처벌조항으로써 의결권을 제한하고 있거나, 강제처분을 명령하여 투자자를 보호할 수 있게 하였다.

종합금융회사에 관한 법률(제17조 제2항)에서 공정거래법상의 대기업집단 계열종합금융회사는 유가증권의 투자제한(동법 제17조, 상법 제341조, 증권거래법 제189조)을 회피하기 위해 타 대기업집단 계열금융사 또는 계열사와 상호 교차취득한 보통주에 대해 의결권행사를 금지하고 있다.

또한 간접투자자산운용업법(제94조)에서는 자산운용사나 투자회사가 간접투자대상기업에 대한 투자지분이 여타 지분의 의결에 대해 영향을 미치지 않도록 중립적 의결권행사를 규정하고 있다. 다만, 투자대상법인의 합병 등 간접투자자산의 수익에 명백히 영향을 미치는 경우는 예외사항으로 하고 있다. 그러나 이 경우에도 계열사관계, 지배력을 행사할 수 있는 관계, 상호출자제한 기업집단 등인 경우에는 여전히 의결권을 제한하고 있다.

보험업법(제109조)에서는 타 회사의 의결권 있는 발행주식총수의 15%를 초과하여 보유할 수 없으며, 타 금융사나 타 기업과 자산운용회피나 자기주식 취득제한을 회피하기 위한 목적으로 의결권 있는 주식의 교차취득을 금지하고 있다. 이에 대

한 규정을 위반했을 경우 취득 주식에 대한 의결권행사를 금지하고 있다. 2006년 4월 시행예정인 신탁업법에서는 자산운용사나 투자회사가 간접투자대상기업에 대한 투자지분이 여타 지분의 의결에 대해 영향을 미치지 않도록 중립적 의결권행사를 규정하였다. 단, 간접투자자산운용법과 함께 계열사관계, 지배력을 행사할 수 있는 관계, 상호출자제한 기업집단 등인 경우에는 여전히 의결권을 제한하고 있다.

<표 10> 의결권행사 제한 근거법령

근거법령	주요 내용	제한 사유
공정거래법	<ul style="list-style-type: none"> - 금융회사 또는 보험회사의 의결권제한 : 제11조 - 공정위로부터의 주식처분명령을 받은 자의 의결권제한: 제8조 제1항 - 상호출자금지 위반 대규모 집단의 의결권 제한: 제18조 제2항 - 출자총액한도 위반 대규모 집단의 의결권 제한: 제18조 3항 	<ul style="list-style-type: none"> - 우회자금을 통한 기업결합방지 - 경제력집중 및 불공정거래 방지 - 상동
상법	<ul style="list-style-type: none"> - 특별이해관계자 소유주식 의결권제한 : 제368조 제4항 - 상호소유주식 의결권제한 제369조 제3항 - 자기주식 의결권제한: 제369조 제2항 - 우선주의 의결권제한: 제370조 제1항 - 감사의 선임 시 의결권 제한: 제409조 제2항 	<ul style="list-style-type: none"> - 주주총회공정결의의 주주피해예방 - 감사중립성보장
증권거래법	<ul style="list-style-type: none"> - 공개매수규정 위반 주식 의결권제한 : 제21조 제3항 - 공공적 법인 발행주식의 소유한도초과 시 의결권제한: 제200조 제3항 - 주식의 대량보유 등 보고의무 위반 주식 의결권제한: 제200조 제8항 - 외국인의 유가증권취득제한 위반 주식 의결권제한: 제203조 	<ul style="list-style-type: none"> - 투자자 보호 - 투자자 보호 - 투자자 보호 - 외국인 소유제한
금융관련 법령	<ul style="list-style-type: none"> - 은행업법: 제15조 및 제16조 - 종합금융업법(종금법) 제17조 제2항 - 보험업법: 제19조 제3항 - 신탁업법: 제17조 제8항 - 간접투자자산운용법: 제94조 	<ul style="list-style-type: none"> - 산업자본에 의한 은행지배방지 - 불공정 자금지원방지 - 상동 - 선관주의 - 계열금융사 의결권제한

자료: 임준환, 「우리나라 의결권제한 현황과 개선방안」, 2004.

2) 공정거래법상 대기업집단에 대한 규제와의 중복성

공정거래법 제11조의 목적이 경제력집중 억제에 있다면 이 목적은 공정거래법의 다른 조항에 규정되어 있는 경제력집중 억제 제도, 즉 일정 규모 이상의 대규모 기업집단⁶⁾만을 규제대상으로 하는 상호출자금지(제9조), 출자총액제한(제10조), 채무보증금지(제10조의2), 부당지원행위 관련 계좌추적(제50조 제5항) 등에 의해 충분히 달성할 수 있다. 따라서, 이 목적을 달성하기 위해 공정거래법에서 대기업집단의 계열금융사의 주식의결권 행사를 제한하는 것은 공정거래법상 다른 조항과 중복되는 것이다.

<표 11> 공정거래법상 대기업집단 규제현황

주요 내용	시행시기
- 자산총액 6조원 이상. 출자총액규제(법 §10)	99.12
- 자산총액 2조원 이상.	
• 채무보증해소 및 신규 채무보증 금지(법 §10의2)	98. 2
• 상호출자금지(법 §9)	86.12
• 대규모 내부거래 이사회 의결 및 공시(법 §11의2)	99.12
• 자회사 설립 규제(법 §8의3)	99. 2
• 주식소유현황 등의 보고(법 §13)	96.12
• 채무보증현황 신고(법 §13)	96.12
• 관계기관의 자료확인 요구(법 §14의4)	97.12
• 소속 창투사 계열회사 주식취득제한(법 §9 ③)	86.12
• 임원겸임 기업결합규제(법 §12)	97. 3
- 자산총액 1,000억원 이상.	
• 기업결합신고(법 §12)	96.12
• 자회사요건 적용(법 §2)	99. 3
- 대기업기업집단 계열사	
• 부당내부거래(법 §23 ① 제7호)	92. 7

자료: 전국경제인연합회, 「대규모 기업집단의 차별규제 현황과 개선방향」, 2004.

6) 공정거래법은 자산총액의 규모를 기준으로 하여 출자총액제한 기업집단은 6조원 이상으로, 상호출자금지 기업집단과 채무보증금지 기업집단은 2조원 이상으로 각각 구분하고 있음.

(4) 계열금융사 및 기업에 대한 역차별

대기업집단 계열금융사의 의결권제한은 국내 금융사에만 적용함으로써 결국 외국금융사에 대하여 국내 계열금융사를 역차별한다는 점에서 헌법 제11조에서 보장하고 있는 평등권을 침해하는 규제이다. 계열금융사의 의결권제한의 목적이 불특정다수의 고객의 자금으로 타회사에 대한 지배력 행사를 금지하는 것이라면 계열금융사 이외의 은행을 포함한 국내금융사와 외국금융사에 대해서도 같은 규제를 적용해야 한다. 그럼에도 불구하고 그렇지 않다는 것은 이 제도가 대기업집단 계열금융사만을 규제하기 위한 것이라는 것은 명백하다.

또한 이 규제는 계열금융사와 관련이 있는 기업의 경쟁력에도 영향을 미치게 된다. 또한 외국자본에 의한 적대적 M&A와 경영간섭이 증가하는 추세에서 의결권제한은 방어기업에 대한 역차별이다.

(5) 계열금융사 및 기업의 시장경쟁력 저해

계열금융사의 경영을 정부가 의결권제한을 통해 간접적으로 통제하는 것은 헌법의 사기업에 대한 경영불간섭원칙(제126조)과 기업의 경제상의 자유와 창의를 보장원칙(제119조)을 위반하는 것이다. 금융사는 주식의결권의 행사를 통해 투자대상기업의 합리적인 기업경영을 유도함으로써 주식의 가치를 관리하고 신탁자금의 수익성을 제고한다. 그러나 의결권제한으로 인해 수익성이 저하됨으로써 해당 금융사의 시장경쟁력은 약화될 것이다.

기업이 경쟁력을 갖기 위해서는 자금조달에 대한 규제가 없

어야 한다. 그런데 공정거래법이 기업자금의 중요한 조달원인 대기업집단 계열금융사의 의결권을 제한하게 되면 계열금융사의 계열사에 대한 투자를 증가시킬 유인이 사라지게 된다. 우리나라의 경쟁력 있는 기업이 대부분 대기업집단 소속이기 때문에 계열금융사의 의결권제한은 우리나라 우량기업의 자금조달을 저해하여 그들의 시장경쟁력을 약화시키게 될 것이다. 이 규제를 받지 않는 외국기업과 국내계열사가 해외시장에서 경쟁하는 경우에도 국내기업에 매우 불리하게 작용할 것이다.

2. 국민연금 주식의결권 행사의 문제점

(1) 국민연금의 주식의결권 행사의 정당성

계열금융사 주식의결권 문제에서는 투자자가 금융사를 자율적으로 선택할 수 있기 때문에 신탁자금에 대한 잠재적 의결권도 그 금융사에 신탁한 것이고, 따라서 금융회사에 신탁된 주식의결권은 행사되어야 하는 것이 당연하다는 것을 앞에서 언급하였다.

그러나 국민연금의 주식의결권 행사는 그 성격이 다르다. 금융사는 투자자가 자율적으로 신탁한 자금을 투자하는 반면, 연기금은 대다수의 국민으로부터 강제적으로 징수한 자금을 투자한다. 다시 말해서, 개인이 국민연금을 자발적으로 선택해서 자신의 자금을 신탁한 것이 아니다. 따라서 투자자의 자금 신탁을 통해서 잠재적 의결권이 국민연금에 신탁되었다고 볼 수는 없다. 같은 이유로 국민연금은 금융회사의 고객자금보다

더 불특정한 다수 고객의 자금이라고 할 수 있다. 그러므로 국민연금의 주식의결권 행사는 원칙적으로 허용되지 않는 것이 합리적이다. 결과적으로 투자와 회수가 자유로운 금융사의 주식의결권을 제한하는 것과 강제로 조성된 국민연금의 주식의결권을 허용하는 것은 주객이 전도된 제도이다.

위와 같이 국민연금의 주식의결권 행사가 정당성의 문제가 있음에도 불구하고, 현재 국민연금의 수급상황을 고려할 때 보다 높은 수익을 창출하여 국민에게 연금을 제공해야 하는 현실성을 고려하지 않을 수 없다. 국민연금의 수익성 제고를 위해서는 국민연금이 기관투자자로서 주식의결권 행사를 통해 투자대상기업의 경영을 감시하는 것이 필요하다.⁷⁾

(2) 국민연금 지배구조의 문제점

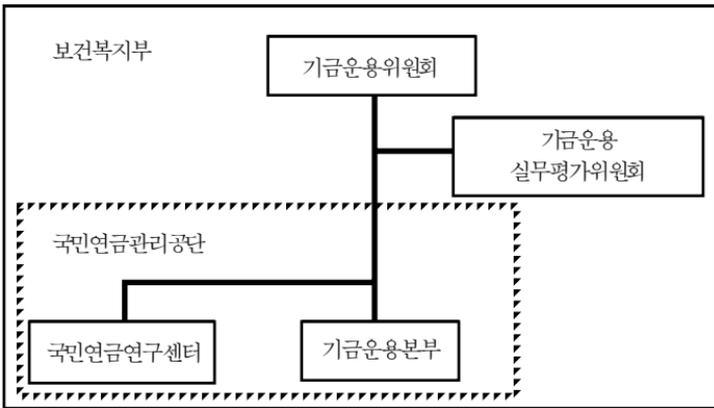
국민연금이 주식시장에서 차지하는 비중은 점점 증가하고 있다. 2005년 1분기 현재 국민연금의 투자액 140조원 중 주식 투자의 비중은 7.5%, 그 금액은 약 10조원으로 국내 상장주식 시가총액의 2.4%를 차지하고 있다. 국민연금은 주식투자의 비중을 단계적으로 확대하여 2012년까지 시가총액대비 20~30%까지 확대한다는 계획을 수립하고 있다. 이 계획에 따르면 국민연금은 수년 내 다수의 시가총액 상위기업의 2, 3대 대주주가 될 것이다. 특히 안정적인 투자를 위해서 소수의 우량기업에 투자가 집중되면 그 투자대상기업에 대한 국민연금의 영향력은 더욱 커지게 될 것이다.

주식시장에 대한 연기금의 투자비중이 점차 확대되면 안정

7) Opler and Sokobin(1997) 참조.

적인 수익을 창출하기 위해 연기금은 의결권을 적극적으로 행사함으로써 투자대상기업의 경영에 개입하게 될 것이다. 다만 국민연금이 수익성과 관계없이 주식의결권을 행사하는 것이 우려된다. 특히 현재 국민연금의 지배구조하에서는 정부의 영향력이 국민연금에 계속 직간접적으로 미칠 것이라는 점을 예상할 수 있다.

<그림 1> 국민연금기금 운용 조직체계



자료: 조성훈 외, 『공적연금의 지배구조에 관한 연구』, 2004.

국민연금기금 운용의 지배구조는 기금운용위원회를 중심으로 구성되어 있다. 국민연금의 기금운용위원회는 국민연금기금 운용에 관한 최고 심의의결기구이며, 이는 보건복지부 내에 설치되어 있다. 기금운용위원회는 보건복지부장관을 위원장으로 하고 1/2 이상이 정부 및 시민단체 인사로 구성되어 있고 또한 기금운용실무평가위원회의 2/3 이상이 정부, 노동계, 시민단체 인사로 구성되어 있어 기금운용위원회가 전문성이 부족하고 정치적으로 구성되어 있음을 알 수 있다. 그리고 발의

를 기본적으로 보건복지부가 담당하고, 기금운용위원회 및 국회가 승인하고, 기금운용본부의 실행상태를 기금운용위원회가 감시하는 국민연금기금 운용의 의사결정 흐름을 보면, 국민연금의 기금운용이 실질적으로 정부 지배하에 있다는 것을 알 수 있다. 특히 국민연금기금을 실질적으로 운용하는 기금운용본부의 경우 기금운용위원회와 국민연금공단 내의 조직으로서 공단 이사장의 통제하에 놓여 있게 되어 국민연금기금의 운용의 독립성, 자율성이 보장되는 것은 어려울 것이다.

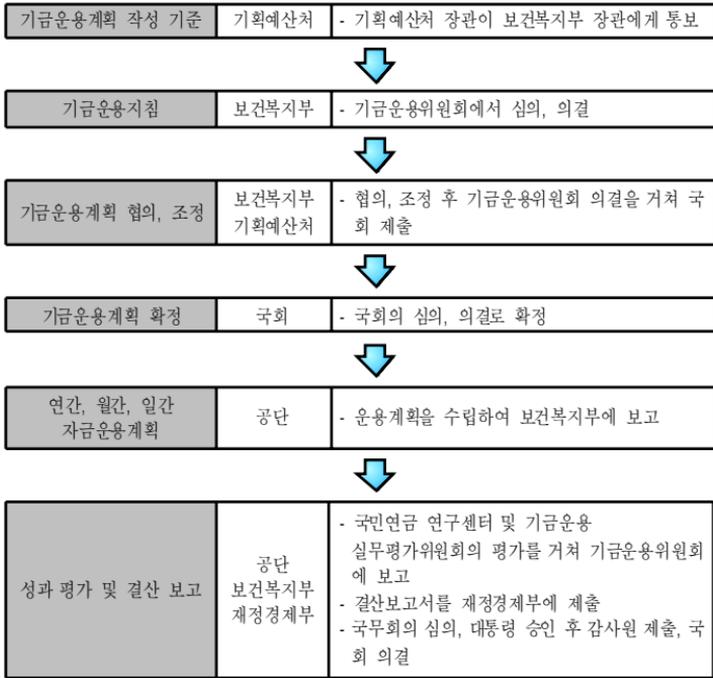
따라서 기업들이 주장하는 바와 같이, 정부가 정치적 의도를 가지고 국민연금이 기업의 지배구조 개선이라는 명목하에 주식의결권을 행사하게 함으로써 특정기업의 경영에 관여할 가능성이 매우 높다.

<표 12> 국민연금기금 운용위원 구성

구 분		추천단체 (소속) 및 직위	
당연직 위원 (7인)	위원장	보건복지부 장관	
	정부위원	6개 부서 차관(재정경제부, 농림부, 산업자원부, 노동부, 기획예산처), 국민연금관리공단 이사장	
위촉 위원 (14인)	사용자대표	진경련 전무, 경총 부회장, 중기협 부회장	
	근로자대표	한국노총 사무총장, 민노총 부위원장, 전국공공서비스연맹 위원장	
	지역 가입자 대표	농어업인	농협중앙회 신용대표이사, 수협중앙회 신용대표이사
		자영업자	한국공인회계사회 부회장, 한국음식업중앙회 회장
		소비자·시민단체	소비자보호단체협의회 부회장, 참여연대 공동대표
관계 전문가	한국보건의사회연구원 원장, 한국개발연구원 원장		

자료: 국민연금관리공단(<http://www.npc.or.kr>)

<그림 2> 국민연금기금 운용 의사결정 흐름



자료: 조성훈 외(2004), 전제서

다른 한편으로는 우량기업에 대한 국민연금의 투자가 투자 대상기업에 유리할 수도 있다. 왜냐하면 수익의 안정성을 위해 특정 우량기업에 장기적인 투자를 하게 되면 투자기업의 가치는 안정적으로 유지될 수 있기 때문이다. 또한 국민연금이 주식의결권을 M&A 대상기업에 우호적으로 행사할 경우 M&A에 의한 기업의 지배구조 개선을 저해할 수도 있다. 그러나 만약 국민연금의 투자가 공정하지 못하다고 판단되면 국민연금의 투자대상이 되지 못한 기업이나 국민들로부터 특혜시비가 발생할 수도 있다.

결국 국민연금이 정부의 영향력으로부터 벗어나 독립적이고 효율적으로 기금을 운용하고 의결권을 행사하지 않는다면 그 정당성의 문제 때문에 투자대상기업, 투자대상에서 제외된 기업, 또는 국민들로부터 비난을 받게 될 것이다. 이러한 점 때문에 정부로부터 독립적인 국민연금의 지배구조와 전문성 있는 국민연금기금의 운용이 반드시 필요한 것이다.

(3) 의결권행사 기준의 문제점

국민연금은 공정한 주식의결권 행사를 위해서 의결권행사 기준을 마련해 놓고 이에 따라 투자대상기업에 대한 의결권을 행사하고 있다. 그런데 이 의결권행사 기준은 그 내용이 너무 포괄적이고 모호하여 자의적인 해석이 가능하다는 문제점을 갖고 있다. 따라서 국민연금의 의결권행사가 기금운용본부의 재량에 대부분 의존할 가능성이 높고 또한 의결권행사와 관련한 책임 소재가 분명하지 않다.⁸⁾ 이와 같은 의결권행사 기준을 가지고는 국민연금이 공정하고 일관성 있는 의결권행사를 한다고 보기는 어렵다.

한편 아주 구체적인 의결권행사 기준조차도 시장관례에 부합하지 않는 경우도 있다. 예를 들어 의결권행사 기준에 의하면 국민연금은 투자대상기업에 대한 의결권행사 내역을 주주총회 전일까지 해당기업에 공지하고, 매분기마다 의결권행사

8) 현재 국민연금의 의결권행사 방식은 보유주식 비율에 따라 보유주식 비율이 3% 이상인 기업에 대해서는 기금운용본부장과 각 팀장을 포함한 11명으로 구성된 투자위원회에서 주주총회 안건에 대한 의결권행사를 결정하며, 보유비율이 1~3% 미만인 기업은 기금운용본부장이, 1% 미만인 기업에 대해서는 각 팀장이 의결권행사를 결정하고 있는 것으로 알려졌다.

내역을 다음 분기 첫째 달에 공시하게 되어 있다. 이것은 국내외 투자자들이 의결권행사 내역을 주주총회 전에 공시하는 것과는 완전히 상반되는 것이다.

IV. 해외사례

1. 계열금융사의 주식의결권 행사

신탁자산의 수익성 제고를 위해서 선진국의 금융사들은 적극적으로 주식의결권을 행사하여 장기적으로 투자대상기업의 가치를 제고시키고, 투자의 위험을 관리하고 있다. 미국과 영국 등 대부분의 선진국에서는 이해상충문제를 완화하기 위해 금융회사에 대해 자산운용규제를 적용하고 있지만 소유주식의 재산권을 존중하여 금융회사의 보유주식에 대한 의결권을 제한하는 경우는 거의 없다.⁹⁾ 단, 공정한 경쟁을 감소시킬 수 있는 주식취득과 의결권행사에 대해서는 계열사와 비계열사의 구분 없이 원칙적으로 금지하고 있다.

(1) 미 국

미국에서 주식의결권은 연방거래위원회(Federal Trade Commission: FTC)나 법무부(DOJ) 독점국 또는 이해당사자의 소송에 의해서만 제한된다. 미국 클레이튼법 7조¹⁰⁾에 의하면 실질적으로 경

9) 오히려 Myners(2001)는 사적연금 자산운용기관들의 주식의결권 행사를 의무화해야 한다고 주장하였고, Clark(2004)도 사적연금은 투자대상기업에 대한 경영간섭을 통해 장기적인 기업가치를 제고하고, 결국 연금의 가치를 높일 수 있다고 주장하였다.

10) “국가 내에서 발생하는 모든 상행위에 대해서, 해당인수거래로 인하여

쟁을 감소시키거나 독점을 형성할 우려가 있는 경우 해당 기업이 타 기업의 주식을 취득하는 것을 금지한다. 또한 이 경우에 이해당사자의 소송에 의해서 의결권의 제한이 가능하다. 그러나 투자목적만을 위하여 주식을 취득하여 경쟁을 실질적으로 감소시키지 않은 경우에는 주식취득을 금지하거나 의결권을 제한하지 않는다. 한편, 2003년 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC)는 투자자문사(Investment Advisers)까지도 선관주의 의무 이행을 위해 대리의결권을 행사하는 것을 공식적으로 인정했다.

(2) 일 본

일본의 경우 상법에서는 자회사가 모회사의 주식취득을 금지하고, 상호출자의 경우 25%까지만 의결권을 허용하고 있다. 또한 독점규제법은 대기업(자본 350억엔 이상, 순자산 1,400억엔 이상)의 타 국내기업에 대한 주식취득을 제한하고 있다. 그러나 경제력집중 억제책으로서 의결권을 제한하거나 대기업집단 계열금융사의 계열사에 대한 의결권을 제한하고 있지는 않다. 따라서 대기업집단 계열은행, 보험사, 증권사 등은 주주로서 의결권을 적극적으로 행사하고 있다.

(3) 독 일

독일의 경우 경쟁제한금지법(GWB) 36조에서 국내외 매출액 합계 10억 마르크 이상의 기업결합의 해체를 위해 의결권행사

상당한 정도로 경쟁이 감소하거나 독점이 초래될 위험이 있다면 다른 회사의 자산이나 주식을 인수하는 것을 금지할 수 있다.”

를 금지 또는 제한하고 있다. 또한 동법은 시장지배적 사업자가 될 수 있는 기업결합에 대해서도 그 해체를 위해서 의결권 행사를 금지하거나 제한한다.

2. 공적연금의 주식의결권 행사

선진국에서 공적연금의 주식투자가 허용된 경우에는 공적연금의 주식의결권에 대한 규제가 없다. 따라서 공적연금은 기금의 수익성 제고를 위해 투자대상기업에 대하여 적극적으로 의결권을 행사하고 있다. 단, 공적연금의 공공성을 고려하여 의결권행사 기준을 구체적이고 명확하게 규정하고 있다.

(1) 미 국

미국은 1994년 노동부 지침(Avon Letter)에서 개인연금과 기업 연금이 주식의결권을 적극적으로 행사하는 것은 선관주의 의무에 포함된다고 해석하였다. 이를 계기로 공무원퇴직연금도 성문법인 주법과 관습법(Common Law)에 따라 선관주의 관점에서 적극적으로 의결권을 행사하게 되었다.

기업연금은 ERISA(Employees' Retirement Income Security Act), 공무원퇴직연금은 UMPESA(Uniform Management of Public Employee System Act)를 통하여 규제하고, 의결권행사는 오로지 연금수혜자의 이익만을 위하여(Exclusive Benefit Rule), 모든 사안에 대해 전문성을 갖춘 사람이 신중하게 의사결정(Prudent Expert Rule)을 하도록 규정하고 있어 기업지배보다는 투자관리를 강조하고

있다.¹¹⁾

1) OASDI(Old Age, Survivors and Disability Insurance)

미국에서 우리나라의 국민연금과 같이 국민 전체를 대상으로 하는 공적연금은 OASDI(연방사회보장연금)라고 할 수 있다. OASDI는 일반 피고용자 및 자영업자 등 대부분의 국민을 적용대상으로 하는 사회보험의 대표적인 제도로서 노령, 유족, 장애인에 대해 국가가 지급하는 연금보험제도이다. OASDI는 기금의 대부분을 정부증권에만 투자하고 있고 주식투자는 금지되어 있다.

2) CalPERS(California Public Employees' Retirement System)

미국 캘리포니아 공무원퇴직연금인 CalPERS는 운영이사회에서 정한 의결권행사 기준 및 의결권 대리행사 원칙에 따라 주주총회에서 적극적으로 의결권을 행사할 뿐만 아니라 주요 경영현안에 대해 의견을 제시하는 등 철저한 경영감시활동을 벌이고 있다. 그리고 의결권 대리행사를 책임지고 있는 담당자는 투자위원회에 분기별로 의결권행사 결과를 보고하고 이를 공시한다.

국민연금의 의결권행사를 찬성하는 사람들은 성공적인 의결권행사 사례로서 CalPERS를 들고 있으나 CalPERS는 순수한 공적연금은 아니다.¹²⁾ CalPERS는 주 공무원의 퇴직연금이라는 점

11) 미국 노동부는 사적연금 수탁자에 대해서 ERISA에 의거하여 의결권 행사를 소홀히하여 신탁기금의 가치를 손상시킨 경우 책임을 묻겠다는 경고한 바 있음.

12) 공적연금을 결정하는 기준은 법적 근거에 따른 징수의 강제성, 기금 적립주체의 성격, 자산운용 방법 등이 있음.

과 강제성 면에서는 공적연금의 성격이 있으나 미국 전체에 적용되는 것이 아니고, 자산운용에 대한 선택권을 연금가입자가 갖고 기업연금과 같이 운용되며, 실체가 펀드라는 점에서는 사적연금의 특성을 가지고 있다. 더구나, 1984년 이후 고용된 캘리포니아주 공무원은 모두 연방연금인 OASDI에 가입하도록 함으로써 CalPERS의 공적연금으로서의 성격은 사라지는 추세이다. 따라서 CalPERS를 우리나라의 국민연금과 비교하는 것은 문제가 있다.

(2) 영 국

영국은 국민보험법(National Insurance Act)을 기초로 하여 1946년 모든 국민이 소득수준에 관계없이 정액을 기여하고 정액급여 방식의 기초연금제도를 확립하였다. 이후 1978년 사회보장법(Social Security Act)에 의해 소득비례연금제도인 SERPS(State Earning Retained Pension Scheme)가 기초연금에 추가되었으나, 2002년부터 SSP(State Second Pension)로 대체되었다.¹³⁾

영국은 합리적인 판단하에 기관투자자가 주식의결권을 행사할 것을 권고하고 있으나 의결권행사를 법적으로 의무화하지는 않았다. 그러나 영국에서는 미국과 같이 전 국민을 대상으로 하는 공적연금의 주식투자 자체를 금지하고 있다.

13) SERPS의 일부는 2001년 사적연금인 SPC(Stakeholder Pension Scheme)로 대체되었다.

(3) 일 본

일본의 공적연금은 전 국민을 대상으로 한 기초연금인 국민연금과 소득비례 연금인 후생연금으로 구성된다. 2001년에 설립된 연금자금운용기금(Government Pension Investment Fund: GPIF)이 공적연금의 운용을 담당하고 실질적으로는 기금을 위탁운용사에 위탁하고 있다. 일본은 공적연금의 의결권행사 시 선관주의 의무를 법제화하고, 위탁운용사에게 의결권행사 지침의 제정 및 행사결과 보고를 의무화하고 있다. GPIF 보유주식의 의결권은 위탁운용사가 대신하여 행사하고 GPIF는 이에 대한 보고를 받는다.

(4) 캐나다

캐나다의 공적연금은 기초연금 부분인 OAS(Old Age Security)와 소득비례연금 부분인 CPP(Canada Pension Plan)로 구성되어 있다. 캐나다 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)는 CPP의 자산운용과 의결권행사를 전담한다. CPPIB는 CPP 소유주식의 의결권행사에 대한 가이드라인을 제정하되 직접 의결권을 행사하지 않는다. 외부 투자전문가들이 공적연금을 대신하여 CPPIB의 승인하에 주식의결권을 행사하고 CPPIB는 행사과정을 감독한다. 캐나다의 투자법은 국민연금의 선관주의 의무를 부과하고 의결권행사에 관한 규정을 두고 있다.

<표 13> 우리나라 국민연금과 캐나다 국민연금의
의결권행사 가이드라인 주요 내용 비교

구분	국민연금	캐나다 국민연금(CPP)
발표 시점	2005년 2월 14일	2005년 2월 9일
이사 선임	<ul style="list-style-type: none"> 결격 사유, 과도한 겸임자, 주주 권의 침해자, 이사회 출석률 60% 이하였던 사외이사 후보자의 이사 선임 반대 	<ul style="list-style-type: none"> 이사의 개별 선임, 이사간의 연차적 부분개편 지지 이사의 임기 제한 및 정년 규정 반대 이사회 출석률 75% 미만 후보 선임 반대 이사회 규모 기업에 따라 5-15명으로 감축 지지 경영진이 참석하는 비공식적 이사회 지지 이사회 의장과 CEO 겸임 반대 사외이사만으로 구성된 이사선임위원회와 보상위원회 구성 지지 이사회 산하 위원회 의장의 주총 보고 의무화 지지 이사의 책임 및 배상 보험 가입 찬성 이사의 외부 자문가 고용(모수는 회사가 지급) 찬성
이사 및 감사 보수	<ul style="list-style-type: none"> 보수 한도액이 회사 규모, 사업복잡성, 성과 등과 비교해 적정하지 않거나 단순히 매년 일정비율 인상될 경우 반대 	<ul style="list-style-type: none"> 전문성, 책임, 근속연수에 비례한 보상 찬성 해당 기업 주주의 일정액 보유 의무화 찬성 이사에 대한 스톡옵션 부여 반대 이사의 보수 및 주식보유 내역 공개 지지
경영권 분쟁 관련 의안	<ul style="list-style-type: none"> 현 경영진을 신뢰할 수 없거나 합병으로 인해 주식 가치가 상승할 경우를 제외하고 현 경영진 지지 다만 정당화할 수 없거나 높은 비용을 수반하는 경영권 방어 관련 의안에는 반대 	<ul style="list-style-type: none"> 잠재 인수후보자 추가 참여를 위한 시간 벌기용 '독약(Poison Pill, 자본 희석을 위한 신주 발행) 찬성 표결권에 영향 주는 '백지수표'조항 반대 M&A 막기 위한 '왕관의 보석(Crown Jewels, 값비싼 자산 매각) 반대 M&A 경쟁 막는 '록업(Lock-up, 인수 조건부 주식양도 계약) 반대 '그린 메일(Green Mail, 인수 위협을 가해 보유주식을 프리미엄을 받고 매각하려는 시도) 요구에 굴복 반대
기타	<ul style="list-style-type: none"> 기업 가치 훼손, 주주 권의 침해 등을 초래하지 않는 한 정관 변경 찬성 연간 급여에 비해 과도한 임원퇴직금 반대 <p>※이 밖에 재무제표 승인 등 모두 10개의 의안에 대한 가이드라인 제시</p>	<ul style="list-style-type: none"> 투표권, 이사회, 이사 보상, 경영진 보상, 자본구조 경영권 방어, 사회 책임 투자 및 윤리 등 7개 주제를 50여 개 의안으로 세분한 뒤 각각에 대해 구체적인 근거와 이유를 대며 찬성 또는 반대 입장을 선언

자료: 이철용, 『국민연금 주식투자 확대의 영향과 쟁점』, LG 경제연구원, 2005.
국민연금관리공단, "의결권행사 가이드라인"
CPPIB, "Proxy Voting Principles and Guidelines"

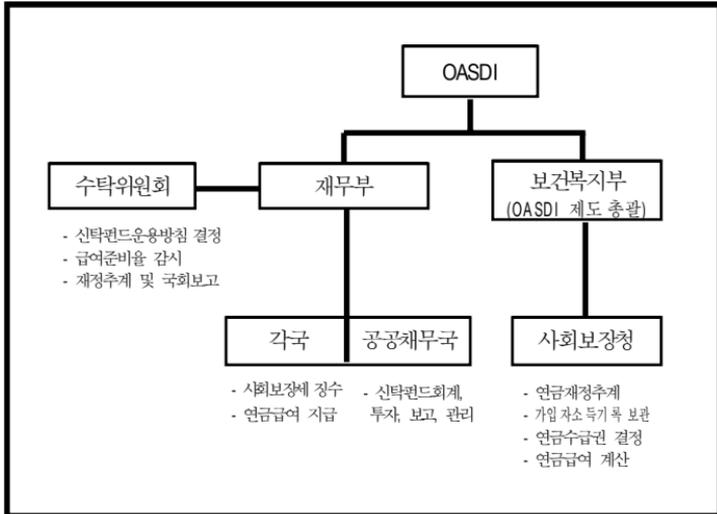
3. 해외 공적연금의 지배구조

(1) 미 국

1) OASDI의 지배구조

OASDI는 OASI와 DI 신탁펀드로 나누어져 관리되고 있다. 관련조직으로는 수탁위원회, 재무부, 보건복지부 사회보장청 등이 있는데, 이 중 수탁위원회는 신탁펀드의 계획 및 감독에 대한 책임을 지니고, 4명의 정부 측 인사(재무부장관, 노동부장관, 보건복지부장관, 사회보장청 위원)와 2명의 비정부 측 인사로 구성된다.

<그림 3> 미국 OASDI의 지배구조



자료: 조성훈 외(2004), 전계서

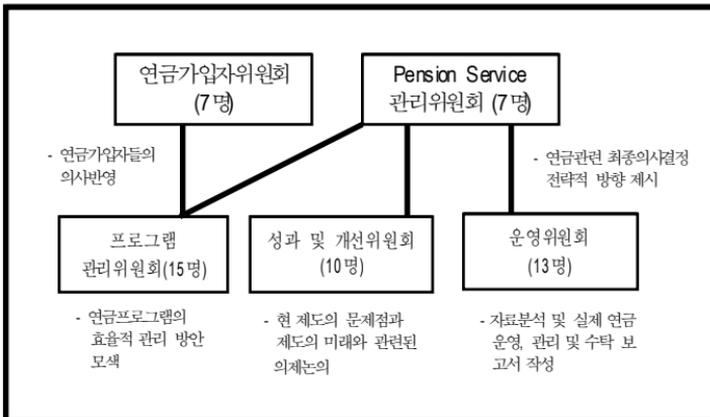
2) CalPERS의 지배구조

CalPERS는 관리위원회가 투자를 포함한 CalPERS 경영과 통제에 책임을 지고 있다. 관리위원회는 선출직 6명, 지명직 3명, 당연직 4명의 총 13명으로 구성되어 있다. 이 중 지명직과 당연직은 주지사 또는 주의회가 지명한 자, 정부장관 등으로 되어 있어 CalPERS의 참여자를 대표하기보다는 주 정부의 의견을 대변할 가능성이 매우 크다. 또, 관리위원회는 구체적인 사안들을 처리하고 특정사안을 위해 산하에 수시로 소위원회를 설립하고 있다.

(2) 영국

공적연금은 DWP(Department for Work and Pension)가 운영하고 있으며, DWP의 산하기관인 Pension Service는 공적연금의 운영에 필요한 구체적 의사결정을 담당하고 있다.

<그림 4> 영국 Pension Service의 지배구조



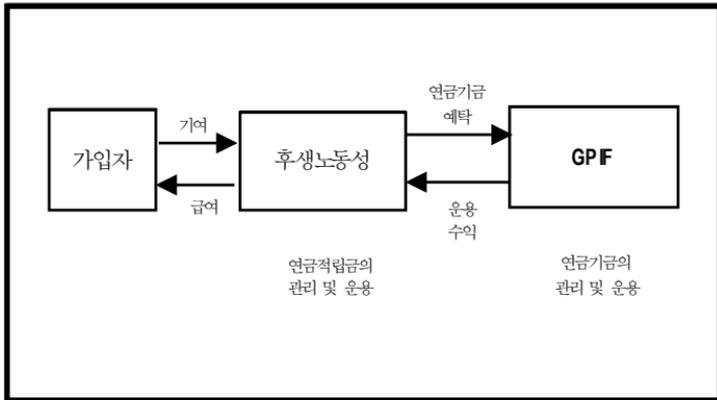
자료: 조성훈 외, 전게서, 2004.

Pension Service는 관리위원회, 연금가입자위원회, 운영위원회, 프로그램관리위원회, 성과 및 개선위원회 등 5개의 위원회로 구성되어 있다. 이 중 연금가입자위원회와 관리위원회가 타 위원회를 관리하는 이중 구조를 가지고 있다는 것이 Pension Service 지배구조의 특징이다.

(3) 일본

현재 일본 공적연금제도의 보험자는 후생노동성이다. 후생노동성의 연금에 대해서 연금제도의 설계, 보험료 징수, 연금기금 운용 등의 업무를 담당하고 있다. 연금기금의 실질적인 운용은 GPIF(연금자금운용기금)가 담당하고 있다.

<그림 5> 일본 공적연금의 지배구조



자료: 조성훈 외(2004), 전계서

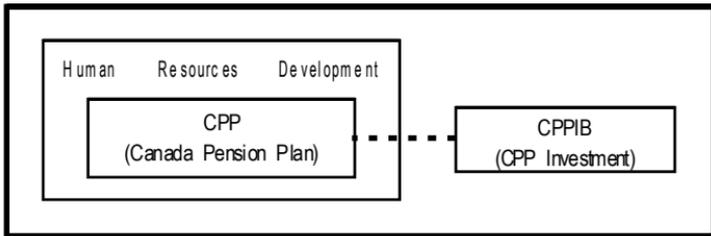
GPIF는 위탁된 연금자금을 다시 외부운용기관에 재위탁하여 운용한다. GPIF는 연금자금의 수익성을 관리하기 위해 외부운용기관의 선정 및 평가, 운용기관에 대한 자금 배분의 결

정, 자금운용방침의 결정, 운용리스크의 관리 등을 담당하고 있다. GPIF의 주요 조직으로는 투자전문위원회와 이사회가 있다. 이사회는 구성원은 후생노동성 장관이 직접 임명한다. 후생노동성 외부에 설치된 운용기금위원회는 연금제도의 기본적인 방침에 대해 후생노동성에 자문을 하고 감시기능도 담당한다.

(4) 캐나다

공적연금의 기초부분인 OAS와 소득비례부분인 CPP는 HRDC (Human Resources Development Canada)에서 관리한다. CPP의 자산 운용과 의결권 행사를 전담하고 있는 CPPIB는 HRDC로부터 독립적인 기관으로서 투자의 수익성을 위해 외부전문가들을 적극적으로 활용하고 있다. 또한 4개의 전문위원회를 가지고 있는 CPPIB의 이사회는 금융분야의 전문가들로 구성되며 이사는 CPP에 참여하는 주 대표들의 자문을 받아 연방재무장관이 선임한다.

<그림 6> 캐나다의 CPP와 CPPIB의 독립적 관계



자료: 조성훈 외(2004), 전계서

V. 결론

현재의 상황에서는 계열금융사와 국민연금의 주식의결권 행사를 모두 허용하는 것이 바람직한 제도개선 방향이다. 계열금융사의 의결권행사와 관련된 이해상충의 문제는 시장규율 및 금융관련법에 의해 해결하되, 대기업집단의 경제력집중을 방지하기 위한 수단으로 계열금융사의 주식의결권을 제한해서는 안 된다. 대기업집단의 구조개혁은 정부규제보다는 적극적인 대외개방을 통한 경쟁압력과 자율적 개혁을 통해서 해결해야 한다. 한편 시장규율이 적용되지 않는 국민연금의 주식의결권 행사는 공정하고도 신뢰할 수 있는 운용기관을 설립한 후에 허용되는 것이 합리적이다.

1. 대기업집단 계열금융사의 주식의결권 제도개선방안

일반투자자의 권익을 보호한다는 명목하에 정부가 공정거래법을 통해 대기업집단 계열금융사의 의결권행사를 제한하는 것은 사유재산권과 경영자율권을 침해하는 것이며 이는 결국 계열금융사 투자자산의 수익을 감소시킬 것이다. 대기업집단 계열금융사의 이해상충의 문제는 계열금융사에 한정된 문제가 아니므로 금융산업에 대한 일반적인 규제로 해결해야 할 것이

다. 즉 대기업집단 계열금융사의 주식의결권 행사에 대해 일반투자자의 법적 보호수단인 상법과, 선관주의 의무와 주주대표소송제기권을 규정하고 있는 증권거래법 또는 간접투자자산 운용업법의 규제만으로도 이 문제를 해결할 수 있다.

계열금융사의 주식의결권을 보장하는 대신 주식의결권의 오용가능성을 견제하기 위해서는 위에 언급한 상법 또는 금융법에 명시된 규제와 더불어 시장규율이 확보되어야 한다. 현재는 금융산업의 높은 진입장벽으로 말미암아 주로 자금이 풍부한 대기업들이 금융산업에 진출할 수밖에 없다. 따라서 현재 금융산업의 과점적 구조에서는 시장규율이 작동되지 않아 계열금융사의 투자자산이 비효율적으로 운용되고 주식의결권이 오용될 가능성이 있다. 그러므로 진입규제를 완화하는 등 경쟁적 금융산업을 조성하여 시장규율에 의해 자산운용이 효율적으로 이루어지고 주식의결권이 합리적으로 행사될 수 있도록 해야 한다. 또한 대기업집단 계열금융사에 대해 적대적 인수합병이 용이하도록 관련제도를 개선함으로써 금융사간의 경쟁을 촉진하고 금융사 소유구조의 변화를 유도해야 한다. 이와 더불어 공시제도와 자산운용에 대한 감독이 강화되어야 할 것이다.

2. 국민연금의 주식의결권 제도개선방안

국민연금의 보유주식의 의결권은 국민에 의해 신탁된 것이 아니기 때문에 의결권행사는 정당성의 문제가 있다. 하지만 현재 국민연금의 수급문제로 인한 수익성 제고를 강조한다면 국

민연금의 주식의결권은 행사되는 것이 바람직하다.

<표 14> 국내의 공적연금의 비교

		성격	주식투자 허용	의결권 제한	운영의 독립성
미국	OASDI	- 소득이 있는 대부분의 국민을 적용대상으로 하는 대표적인 사회보험제도	금지	NA	- 기금의 대부분이 정부 증권에 한정되어 있어 운영주체의 독립성의 중요성이 크지 않음
	CalPERS	- 퇴직연금이라는 점과 강제성 면에서는 공적연금 성격이 있으나 미국 전체 적용이 아니고, 자산운용에 대한 선택권을 연금가입자가 갖고 실체가 펀드라는 점에서는 사적연금의 성격이 강함	허용	없음	- 관리위원회의 과반수가 주지사 또는 주의회의 지명된 자와 정부장관 등으로 되어 있어 주정부의 의견을 대변할 가능성이 큼
영국		- 소득수준과 상관없이 기여기간에 비례하여 급여를 수령하는 기초연금제도와 SERPS를 대체하는 SPS가 있음	금지	NA	- 기초연금은 아직 주식투자가 허용되지 않고 있으므로 운영주체의 독립성의 중요성이 크지 않음
캐나다		- 일정소득 이상의 18세 이상인 자를 가입대상으로 하여 소득 비례로 연금을 지급하는 제도인 CPP가 있음	허용	없음	- CPPIB는 HRD와 독립적인 기관이며 투자의 수익성을 위해 외부전문가를 적극적으로 활용하고 있음
일본		- 공적연금에는 자영업자와 학생 등이 가입하는 기초연금인 국민연금이 있고 봉급생활자와 공무원이 각각 의무적 가입해야 하는 후생연금과 공제연금이 있음	허용	없음	- 연금자금운용기금(GPIF)은 위탁 운용사에게 의결권행사 지침의 제정 및 행사결과 보고를 의무화하여 독립성을 유지하고자 함
한국		- 국민연금은 군인·공무원·사립학교 교원 등을 제외한 18세 이상 60세 미만의 국민을 의무 가입 대상으로 함	허용	없음	- 기금운용위원회는 보건복지부 내에 설치되어 있어 의결권이 가입자를 위해 독립적으로 행사되기보다는 이해집단들에 의해 왜곡될 우려가 큼

더 나아가 주식시장에서 투자비중이 높아지고 있는 국민연금의 기업에 대한 영향력을 고려한다면 의결권은 기업가치를 제고하는 방향으로 행사되어야 할 것이다. 따라서 연금기금의 운용이 정부의지와 완전히 독립적으로 이루어질 수 있도록 정부는 연금가입자 중심으로 국민연금의 지배구조를 개선하고 의결권이 합리적으로 행사될 수 있도록 현재보다 더 구체적인 가이드라인을 마련해야 할 것이다.

좀더 바람직한 방법은 캐나다와 같이 국민연금기금 운용위원회를 정부로부터 독립적인 기구로 만드는 것이다. 그리고 국민연금에서 주식투자에 할당된 자금을 외부자산운용회사에 모두 위탁하고 위탁운용사가 합의된 의결권행사 가이드라인에 따라 보유주식의 가치를 증대시키는 방향으로 주식의결권을 행사하게 해야 한다.

참고문헌 |

- 공정거래위원회, 「대기업집단소속 금융보험사의 의결권 행사범위 축소 방안」, 2004.
- _____, 대기업집단 정책방향, 2005.
- 국가경영전략연구원, 「공적연금의 구조개혁 현황과 향후과제」, 2005.
- 국민연금관리공단, <http://www.npc.or.kr>
- 김덕순, 「국민연금의 의결권 행사기준 그 문제점과 영향」, 좋은지배구조연구소, 2004.
- 김우찬, 「국민연금기금의 의결권 행사체계 구축방안」, KDI국제정책대학원, 2001.
- _____, 「연기금의 의결권행사는 지배구조 개선이 전제되어야」, KDI국제정책대학원, 2004.
- 노성태, 「대기업정책의 평가와 개선방향」, 한국경제연구원, 2005.
- 대한상공회의소, 『금융회사의 계열사 주식보유에 따른 경제적 효과와 정책시사점』, 2005.
- 박상수, 「국민연금의 주주권행사 방안」, 경희대학교, 2004.
- 박양균, 「국민연금 의결권 행사의 문제와 대안」, 자유기업원, 2003.
- 박영선, 「금융산업의 구조개선에 관한 법률, 어떻게 개정할 것인가?」, 열린우리당, 2005.
- 박우규, 「연기금 의결권 행사 허용의 타당성과 관계투자자 역할 제고」, SK경영경제연구소, 2005.
- 보건복지부, 「국민연금 중장기 기금운용 Master Plan」, 2005.
- 신광식, 「대기업정책: 정부와 시장의 역할 재정립」, 김앤장법률사무소, 2005.
- 양세영, 「연기금 의결권행사의 문제점과 검토과제」, 전국경제인연합회, 2003.

- 양금승, 『금융계열사 의결권 행사한도 과연 축소되어야 하나.』, 전국경제인연합회, 2004.
- 윤여필, 『영국 국민연금제도의 개혁과 교훈.』, 현대경제연구소, 2004.
- 이병윤, 『금융계열사 의결권제한과 산업자본의 금융지배 방지.』, 전국경제인연합회, 2004.
- 이상목, 『우리나라의 금융과 산업간 관계에 대한 규제 합리성에 대한 고찰.』, 전국경제인연합회, 2005.
- 이승철, 『공정거래법의 경제분석.』, 『한국법의 경제학 I』, 한국경제연구원, 1997.
- 이철용, 『국민연금 주식투자 확대의 영향과 쟁점』, LG경제연구소, 2005.
- 이태규, 『금융사 의결권제한 논거에 대한 검토.』, 한국경제연구원, 2004.
- 이태규·한광식, 『최근 산업자본의 금융지배방지 논의에 대하여.』, 한국경제연구원, 2003.
- 임준환, 『우리나라 의결권제한 현황과 개선방안.』, 서강대학교, 2004.
- 전국경제인연합회, 『대규모 기업집단에 대한 규제의 위헌성.』, 2004.
- _____, 보도자료, 금융보험사 의결권 축소 논평, 2004.
- _____, 보도자료, 우리나라에만 있는 의결권 규제내용, 2003.
- 정광선, 『기업집단 정책의 선택과 진화.』, 중앙대학교, 2005.
- 조성훈, 『연기금 의결권 행사의 필요성 및 관련사항에 관한 소고.』, 증권연구원, 2003.
- _____, 『공적 연금의 지배구조에 관한 연구』, 증권연구원, 2004.
- _____, 공적연기금지배구조 발표자료, 증권연구원, 2005.
- 좋은지배구조연구소, 『재벌계열금융회사의 계열사주식에 대한 의결권 행사범위 축소와 그 영향.』, 2004.
- 최인철, 『국민연기금의 주주권행사에 대하여.』, 삼성경제연구소, 2003.
- 한광식, 『재산권으로서의 주식의결권.』, 한국경제연구원, 2004.

- Clark, "Pension Fund Corporate Engagement," 2004.
- Michela Scatigna, "Institutional Investors, Corporate Governance and Pension Funds," CeRP working paper, 2001.
- Myners, "Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, UK Treasury commissioned review of institutional investment," 2001.
- Opler and Sokobin, "Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors," Ohio State University working paper, 1997.
- CPPIB, "Proxy Voting Principles and Guidelines," <http://www.cppib.ca>, 2005.