

『정책 & 지식』 포럼

제1091회

K-밸류업의 한계와 근본 대안

◆ 일 시 : 2024. 04. 02 (화요일) 11:50-13:00

◆ 장 소 : 서울대학교 행정대학원 57동 203호

- 사회 : 박순애 (서울대학교 행정대학원 교수)
- 발제 : 류영재 ((주) 서스틴베스트 대표)
- 토론 : 전동욱 (LG 에너지솔루션 상무)
원종현 (국민연금 기금운영위 투자정책전문위원장)



한국정책지식센터

Knowledge Center for Public Administration and Policy
<http://www.KNOW.or.kr>

발 제

K-밸류업의 한계와 근본 대안

류 영 재 (주)서스틴베스트 대표

K-밸류업의 한계와 근본 대안¹⁾

(주)서스틴베스트 류영재

밸류업 정책 발표

정부는 지난 2월 한국 증시 도약을 위한 기업 밸류업 지원방안을 발표했다. 이 방안은 상장기업, 투자자, 거래소 및 유관기관들에게 다음을 제시했다.

우선 상장기업들에게는 자율적 기업가치 제고 계획을 수립하게 하고, 그 내용의 공시를 요청했다. 중장기적 자본효율성과 성장 전략, 이를 위한 기업의 이사회 역할도 강조하고 있다. 자율적 공시를 유도하기 위해 정부는 모범납세자 선정 우대 등 세정지원, 코리아 밸류업 지수 편입, 공시 우수법인 선정 시 가점 부여 등 다양한 정책적 인센티브를 기업 측에 제시했다.

둘째, 연기금 등 기관투자자들에게는 그들의 스튜어드십 코드 내에 기업가치 제고 노력을 포함시킬 것을 주문했다. 이와 관련한 후속 조치로 지난 3월 14일 스튜어드십 코드의 일부 내용을 개정한 바 있다. 즉 기관투자자는 투자대상회사가 회사 가치를 중장기적으로 향상시키기 위한 전략을 수립, 시행하며 그 내용을 시장과 소통해야 한다는 내용이다. 셋째, 거래소에게는 기업 밸류업 지원을 위한 전담부서 설치와 자문단 구성, 그리고 기업가치 제고계획 가이드라인을 업데이트하고, 정기평가 보고서를 검수하도록 했다.

향후 정부는 발표된 초안에 대해 기업 등으로부터 의견수렴을 거친 후 5월 중 최종 가이드라인을 발표할 예정이다. 그밖에도 6월까지 홈페이지를 구축하고, 하반기에는 준비된 기업들부터 기업가치 제고 계획을 공시토록 하며, 3,4분기 중 관련 지수와 ETF를 개발할 예정이다.

만성질환인 K-디스카운트

이번 정부의 밸류업 정책이 한국 자본시장의 만성질환인 K-디스카운트 문제를 풀 수 있을까. 현재로서는 낙관하기 어렵다. 만성질환은 오랜 생활습관과 유전적 요인에 의한 까닭에 치료가 쉽지 않다. 유전적 요인의 극복은 난치(難治)영역이다. 따라서 단기 처방, 대증요법으로는 안된다. 향후 지속적인 관리와 치열한 노력이 뒤따라야 한다.

1) 본고는 뉴스웨이, 'K-밸류업의 근본적 대안은 무엇인가'(24년 3월 22일자)에도 게재되었다

한국기업사를 보면 K-디스카운트 질환에 일종의 유전적 소인(素因)이 있다. 박정희 정권 당시 강제 기업공개가 그것이다. 당시 대부분의 기업들은 기업공개를 원치 않았다. 기업 소유권 상실을 우려했기 때문이었다. 72년 8.3 사채동결조치 이후 그해 12월 정부는 ‘기업공개촉진법’을 제정하여 주요 대기업들의 상장을 독려했다. 그러나 지지부진하자 74년 2월에는 기업공개명령권을 발동했고, 쌍용양회 등 50개사의 명단까지 발표했다. 74년 5월 20일 대통령이 직접 나서 (1) 비공개 대기업에 대한 여신관리 강화, (2) 비공개기업과 그 대주주에 대한 여신 및 납세상황의 종합관리 방안까지 발표했다. 정부의 압박 수위는 더욱 높아 졌고, 마침내 79년까지 약 300개 대기업들의 기업공개가 줄을 이었다.

기업들과 대주주들은 크게 반발했다. 현대그룹 창업자인 정주영 사장은 요로를 통해 박정희 대통령과의 면담을 성사시켰고 그 자리에서 현대를 기업공개 대상에서 제외시켜줄 것을 간청했다. 이 일련의 과정에서 대기업과 정부간 모종의 딜이 있었다는 합리적 의심도 제기되었다. 즉 정부 시책에 따라 기업은 공개하되, 정부는 법으로 경영권을 보호해 주는 일이 그것이었다. 97년까지 증권거래법에는 기존 지배주주 이외 누구도 상장법인의 주식을 10% 이상 소유할 수 없었다.

초기 K-자본시장 발전사를 보면, 오늘날 K-디스카운트의 그림자를 발견할 수 있다. 첫 단추가 잘못 꿰어진 기형적 구조로 자본시장이 출발한 것이다. 반면 영미에서는 자본조달의 용이성을 위해 기업들이 자발적으로 주식을 일반투자자들에게 매각하면서 자본시장이 발전했다. 기업 입장에서는 지분매각의 반대급부로 자본조달이라는 효익을 얻기 때문이다. 이런 까닭에 상장기업을 퍼블릭 컴퍼니(public company)라고 부른다. 이는 시장에서의 지분 변동에 따라 잘못된 경영이 견제를 받고 보정(correction)된다. 하지만 안타깝게도 국내 자본시장에서 이 보정 사례를 단 한건도 발견할 수 없다. 공개되었으되 사실상 비공개된 사적 기업, 이것이 대다수 한국 상장기업들의 현주소다.

형해화된 사외이사 제도

이번 정부 방안에도 기업 가치 제고를 위한 이사회 역할을 강조했다. 하지만 기시감 이 든다. 97년 외환위기 이래 이사회 중심 경영은 기업 거너번스 개혁의 단골처방으로 등장했지만, K-디스카운트는 현재진행형이다. 오히려 대주주와 경영진에 대한 견제와 감시 목적으로 도입된 사외이사 제도는 형해화되었다는 평가가 중론이다.

따라서 정부가 밸류업 정책 추진 과정에서 이사회 역할을 강조하기 이전에, 지난 26년여 동안 제 역할을 못했던 사외이사 제도의 근본 문제점들을 개선하는 데서부터 실마리를 풀어야 한다.

문제의 근본에는 사외이사들의 지배주주 편향성이 존재한다. 결과적으로 사외이사들은 일반주주 적대적 의사결정에 가담하는 꼴이다. 지배주주 친화적 수익 거래나 합병, 분할 등의 자본 거래의 의사결정이 그것들이다. 이는 대개의 경우 일반주주들에게는 불이익을 초래한다. 이는 보편적 주주권의 대표성(representation) 개념의 몰각(沒覺)에서 기인하는데, 이러한 인식은 앞서 언급했듯 사실상의 강제적 기업공개와 무관치 않고 여전히 그러한 레거시에 머물러 있는 까닭이다. 대다수 대한민국 상장기업들은 형식적으로는 상장되었으되 실질적으로는 비상장 개인기업의 형태로 의사결정되기 때문이다. 상장기업의 소유권에서 1/n이라는 명제는 부정되고, 경영권은 보유 지분율과 무관하게 지배주주 패밀리에게 귀속된 것으로 인식된다. 흡사 경영권이 창업자 패밀리의 천부인권(天賦人權)처럼!

이러한 기업문화의 토양 하에서 대리인 문제(agency problem) 극복방안으로 도입된 사외이사 제도는 뿌리를 내리기 어렵다. 거수기라는 비아냥도, 사외이사는 사회적 네트워크가 좋은 명사들이 앉는 ‘사회(社會)이사’라는 조롱도 이 토양이 바뀌지 않는 한 앞으로도 사라지지 않을 것이다.

이 토양을 근본적으로 개선하기 위해, 필자는 오래전부터 사단법인 기업거버넌스포럼 회원들과 함께 상법 382조의 3(이사의 충실의무) 조항의 개정을 주장해왔다. 이사가 ‘회사를 위하여 직무를 충실히 수행해야 한다’라고 적시된 현행 상법의 동 조항을 ‘회사와 모든 주주를 위하여’로 개정하는 것이 그것이다. 이러한 법 개정이 이뤄진다면 합병, 분할 등과 같은 자본거래를 통한 일반주주권 침해와 훼손에 제동이 걸릴 것이다. 동시에 사외이사 제도가 보다 합목적하게 운영될 수 있다.

스튜어드십 코드의 재소환

이번에 다시 소환된 스튜어드십 코드는 2016년 말 국내에 도입되었다. 국내 최대 연기금인 국민연금도 이를 2018년에 도입하여 이미 6년차에 접어들었고, 기금운용본부 내 스튜어드십 코드를 담당하는 수탁자책임실, 기금운용위원회 산하의 수탁자책임전문위원회 등 그 시스템과 조직, 인력 등 외견상으로는 잘 구비되어 있다.

2018년 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입하고 지난 정부에서 이를 강조하자 상당수 금융기관들도 줄을 이어 현재 코드 도입기관 숫자만 약 220개에 달한다. 국내의 스튜어드십 코드 도입 기관 숫자와 외양은 그럴 듯 하다는 얘기다. 하지만 안타깝게도 이 역시도 제도와 형식은 선진적이나, 그 내용과 실질은 후진적인데 문제가 있다.

최근 정부에서 스튜어드십 코드 내에 ‘기업가치 제고’ 문구를 신설한 것도 옥상옥이

며 전시적 구두선일 뿐이다. 기관투자자들의 스튜어드십 행위에는 ‘기업가치 제고’의 전인이라는 대전제가 이미 존재하는데, 동어반복과 다름 아니기 때문이다. ‘역전 앞’, ‘순수전’라는 잘못된 표기와 다름 아니다.

여기서도 중요한 것은 지난 8년여 도입되었으되 유명무실했던 스튜어드십 코드의 원인을 파악해 그것을 제거하는 일이다. 정부가 해야 할 일들은 이러한 일들이 되어야 한다.

보다 근본적인 문제, 성장률과 산업경쟁력 하락

한국 상장기업의 밸류업은 거시경제 및 산업전망과 유리될 수 없다. 하지만 국내의 기관들의 한국경제 전망은 밝지 않다. 지난 2월 OECD는 올해 세계 경제성장률을 당초 2.7%에서 2.9%로 0.2%p 상향 조정했지만 한국은 2.2%로 하향 조정했다. 3월 한국 경제연구원은 OECD보다 낮은 2.0%로 전망했다. 또한 OECD는 23년 한국의 잠재성장률이 사상 최초로 1%대 진입할 것이고, 24년에는 더 낮아져 1.7%를 기록할 것이라고도 예측했다.

산업 측면에서도 밝지 않다. 한국의 간판기업 삼성전자도 글로벌 시장에서 그 입지가 흔들린다. 그밖에도 4차 산업혁명의 디지털 대전환, 전지구적 기후위기 대응을 위한 녹색 대전환에서도 우리의 수용성과 대응력이 떨어진다. 이로 인해 대다수 산업의 경쟁력이 추락하고 있다. 글로벌 여건도 안 좋다. 미중패권경쟁의 지속으로 글로벌 시장의 분할과 축소, 역세계화의 흐름 역시 해외의존도가 높은 우리에게 부정적으로 작용한다.

인구구조의 변화는 근본적으로 밸류업을 제약한다. 통계청에 따르면 한국은 2018년 고령인구 비중이 14.4%로서 이미 고령사회에 진입했다. 25년에는 20.6%로 초고령화사회에 진입한다. 전세계에서 가장 빠른 속도다. 이미 합계출산율 0.7 이하로 내려앉은 저출생 문제는 이미 재앙적이다. 이는 생산가능인구 감소, 가처분 소득과 저축 감소, 소비 감소, 기업의 조달비용 상승, 투자 및 생산 감소, 고용 감소, 정부 재정 악화 등의 악순환을 불러 온다. 소득 양극화 심화는 더욱 악화될 것이다.

이런 마당에 핵심적 이슈들의 구조개혁은 골든타임을 놓치고 있다. 교육, 노동, 연금 개혁 등이 대표적이다. 관련 이해집단들의 한치 양보없는 충돌과 대치는 어제 오늘 이야기가 아닌데 이를 해결할 정책과 정치 역량은 보이지 않는다.

지난 3월초 월스트리트저널(WSJ)는 중국이 일본의 잃어버린 30년을 따라갈 것 같다고 경고했다. 성장엔진의 정지, 가계대출 증가로 인한 소비 위축, 그로 인한 투자와

고용의 연쇄적 감소, 생산가능 인구 감소, 외국인 투자 순유출, 경기 부양 수단의 한계 등을 그 이유로 꼽았다. 이 기사에 ‘중국’ 대신 ‘한국’을 넣어도 전혀 무리가 없었다. 어쩌면 벨류업 이전에 한국의 잃어버린 30년, 즉 ‘일본화(Japanification)’를 우려해야 한다.

일본에서 배워야 할 것들

벨류업 정책은 일본을 벤치마크했다. 22년 6월 기시다 내각이 발표했던 ‘새로운 형태의 자본주의’ 정책이 그것이다. 이 정책의 목적은 주식시장 부양이 아니다. 일본 경제 전반의 성장과 분배의 선순환 구조를 구축하여 보다 지속 가능하고 포용적인 번영을 이끌어내기 위해 수립되었다. 최근 일본 주가지수의 사상 최고치 경신, 저물가 기조 탈피, 경제성장률 전망치 상향 등을 볼 때 이 정책은 일정한 성과를 내고 있는 것으로 보인다.

국내에서는 해당 정책 내의 자본시장, 그중에서도 PBR 1 이상 유도 등 벨류에이션 제고 정책에만 주목하는 경향이 있는데, 그것은 나무만 보고 숲을 조망하지 못한 것이다.

‘새로운 자본주의 정책’의 근본 문제의식은 일본사회가 겪고 있는 소득 불평등 심화에서 출발했다. 승자 독식의 자본주의는 빈부 격차를 심화시켰고, 부유층과 중산층 간의 격차도 미증유의 수준으로 벌어지게 하였다. 역사적으로 볼때 이러한 격차는 사회를 분열시키고 포퓰리즘에 취약하게 만든다.

단기이익을 추구하는 무분별한 ‘주주 가치’ 추구는 재앙적 기후위기 문제를 초래했다. 외부 불경제의 심화를 노정한 것이다. 그 영향은 이미 나타나고 있으며, 미래 세대는 이 문제 해결을 위해 천문학적인 재정과 가공할만한 고통을 부담해야 할 것이다.

따라서 기시다 내각의 새로운 자본주의 정책은 ‘성장과 분배의 선순환’적 성장을 이루고 그 과실을 임금인상이나 세제 혜택 등을 통해 사회 구성원들과 나누며, 파리기후협약에 적절히 대응함으로써 일본을 기후선진국으로 포지셔닝함으로써 지속 가능한 성장을 견인하고 건강한 중산층 확대와 아울러 공정한 시장경제를 재건하는 것이다.

아울러 ‘새로운 자본주의’ 정책은 주주이익을 여타 이해관계자 이익보다 우선시하는 관행에서 벗어날 것을 요청한다. 일본에서는 전통적으로 기업, 소비자, 사회 전체가 모두 이익을 얻는 삼포요시(三方良) 또는 삼익(三益)주의 경영 철학이 자리잡고 있다. 따라서 기시다의 “주주뿐만 아니라 종업원, 고객 등 모든 이해관계자에게 이익이 돌아갈 수 있게 하자”는 명제는 가장 일본적이고, 그 방식에 의해 과거 일본이 번영을

이룩했었던 검증된 경영방식의 부활을 주장하는 것이다.

진정한 밸류업의 대안

밸류업의 실마리는 산업 및 기업 경쟁력 제고에서 풀어야 한다. 와세다대학의 박상준 교수도 지난 10여년 일본기업들의 경쟁력 제고 전략이 오늘날 결실을 맺고 있다고 진단하며 다음의 여섯가지를 소개했다.

(1) 일본의 주요 기업들은 내수시장이 한계에 부딪히자 해외 시장 개척에 사활을 걸었다. 값싼 노동력을 찾아서가 아니라, 잠재 시장규모가 큰 시장을 찾아 나선 것이다. (2) 경쟁력을 상실한 사업은 과감히 포기하고, 적극적으로 신사업을 개척했다. 이 과정에서 B2C의 비중을 낮추고 B2B의 비중을 높여 소재, 핵심 부품 및 장비에서 글로벌 공급망의 영향력있는 위상을 구축했다. (3) 매출규모보다 이익률 개선에 집중했다. 외형 경쟁을 포기하고, 이른바 자기자본이익률(ROE) 경영을 시작한 것이다. (4) 불황 중에도 첨단 기술개발을 포기하지 않았다. R&D에 포커싱한 것이다. (5) 기업 간 합종연횡으로 부족한 인력과 기술을 보완했고 시너지를 극대화 했다. (6) 기업 거버넌스를 개선했다. 한국 기업들이 적극 벤치마크할 필요가 있다.

둘째, 긴 호흡으로 꾸준히 해나가야 한다. 일본은 2012년 아베 내각 때부터 관련 정책의 시동을 걸었다. 십여 년의 부단한 정책적 노력이 결실을 맺고 있는 것이다. 당시 아베 내각은 저성장 탈피를 위해 금융과 기업의 선순환 시스템 구축이 필요하다고 판단했다. 이를 위해 재팬 디스카운트 문제를 직시했고, 그 해법으로서 글로벌 투자자들을 유인할 수 있는 방안이 모색되었다. 그것이 곧 일본 기업들의 거버넌스 및 ESG 개혁이었다. 이를 구체적으로 추동하기 위해 세계 최대 투자기관인 일본 공적연금(GPIF)이 앞장섰다. 이들이 ESG를 고려하는 책임투자 및 스튜어드십 코드를 적극 실행하자 일본 자산운용사들이 호응했고, 그것이 기업들에게까지 영향을 미쳤다. 거대 연기금의 투자 철학과 전략의 변화가 결과적으로 기업의 변화를 일으켰고, 일본경제와 산업변화의 트리거가 된 것이다.

셋째, 상장기업은 창업자 지배주주의 전유물이 아닌 수많은 일반주주와의 공동 소유라는 인식을 가져야 한다. 사기업과는 달리 1/n 기업인 것이다. 이제는 과거의 레거시에서 벗어나야 한다. 따라서 상장기업들은 회사의 또 다른 주인인 일반투자자들과의 정보 비대칭 해소를 위해 경영전략, 자본배치 및 주주환원 계획, 중장기적 가치 제고 플랜, ESG 대응 전략, 이사회 운영 등에 대해 보다 적극적이고 소상하게 밝히고 대화해야 한다. 사외이사들은 지배주주 편향이 아닌 보편적 주주 평등 원칙의 관점에서 이사회 의사결정에 참여해야 한다.

일반주주 이익의 관점에서 국내 최대 기관투자자인 국민연금의 스튜어드십 코드가 실질적으로 작동할 수 있어야 한다. 일본의 공적 연금(GPIF)처럼 2000만 가입자의 노후자금을 책임진 국민연금의 역할이 절대적으로 중요한 까닭이다. 이를 위해 국민연금의 스튜어드십 투자 행위를 제약하는 현재의 거버넌스 개혁부터 선제적으로 이뤄져야 한다. 그러할 때 국민연금의 주주권 행사 때마다 발목을 잡는 연금사회주의, 관치금융의 프레임에서 나올 수 있다.

주주인 투자자가 투자대상 기업에게 자신의 기대(expectation)을 전달하는 것이 곧 스튜어드십(청지기의 본분)이다. 투자자의 기대란 ‘가치제고(밸류업)’이다. 따라서 국내 최대 기관투자자부터 투자의 본령으로 귀환토록 하는 조건을 만들어야 한다. 이것 없이 K-스튜어드십 코드도, K-밸류업도 기대하기 어렵다.

토 론 |

“K-밸류업의 한계와 근본 대안”에 대한 토론문 |

전 동 욱
(LG 에너지솔루션 상무)

“K-밸류업의 한계와 근본 대안”에 대한 토론문 I

전동욱 (LG에너지솔루션 상무)

류영재 대표님께서 발제하신 ‘K-밸류업의 한계와 근본 대안’ 중 K-디스카운트는 단기적 처방으로 해결되기 어렵기에 중장기적인 관점으로 밸류업(기업가치 제고)를 진행해야 하며, 상장사의 ESG 개혁과 투명한 정보공개가 중요하다는 내용에 공감합니다.

자본시장연구원의 ‘ESG 활동의 가치관련성 제고를 위한 개선과제’연구보고서(2022.4.)를 살펴보면, 기후변화 대응과 같이 재무적으로 중요한 ESG활동에 집중하여 성과를 개선한 기업은 주식시장에서 장기간 초과수익률을 달성하였을 뿐만 아니라 높은 성과를 지속해서 유지하는 것으로 분석됐고, 이는 재무적으로 중요한 ESG 활동일수록 기업의 장기적인 가치창출과 깊게 연계되어 더 지속가능함을 의미한다고 보고 있습니다.

궁극적으로는 자본시장에서도 재무적으로 중요한 ESG 활동이 기업가치와 높은 연관성이 있어 증권가격에 체계적으로 반영되고 있음을 시사한다 할 수 있기에 자본시장의 참여자들이 ESG활동과 기업가치 관련성을 적시에 정확히 이해할 수 있도록 그 재무적 중요성을 공시 자료에 명확히 표현해야 한다고 언급하고 있습니다.

실제로 자본시장에서는 상장기업 및 투자기업의 ESG전략, 거버넌스, 위험성평가, 목표관리 측면의 공시를 요구하고 있으며, 대표적으로 금융안정위원회(FSB)는 TCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosure), TNFD(Task Force on Nature-related Financial Disclosure) 등 기후변화 및 생물다양성 공시 기준을 공표하였습니다.

또한, 각국 정부는 제도권 하에서 Taxonomy 기준을 마련하고 있는 상황²⁾으로 EU에서는 2021년 3월 ‘지속가능금융 공시 법률(SFDR)’을 발표하여 EU-Taxonomy 공시

2) (발표) EU, ASEAN, 한국, 중국, 인도네시아 등 총 14개국, (준비중) 캐나다, 영국 등 총 8개국

를 활성화하고 있으며, 한국은 2024년 3월 K-Taxonomy에 부합하는 녹색투자 확대방안을 발표하였습니다.

당사의 경우에도 많은 투자자들에게 EU Taxonomy 기준에 따른 적격성, 적합성 부합 여부와 더불어 관련된 매출규모, Capex, Opex 정보에 대해 문의를 받고 있는 상황으로 올해 ESG Report를 통해 Taxonomy를 공시하고자 준비 중에 있습니다.

특히, 글로벌 3대 공시기준³⁾ 중 하나인 미국 SEC기후공시 규칙 최종안이 2024년 3월 통과되었으며, 최종안은 2022년 3월 발표된 초안보다 다소 완화되어 Scope3 배출량은 보고 범위에서 제외되었습니다.

통과된 규정에 따라 美 증시에 상장된 기업은 2026년부터 순차적으로 기후 관련 정보를 정기보고서, 증권신고서 및 재무제표 주석에 공시해야 합니다.

당사는 직접적인 공시 의무는 없으나 주요 고객사들은 대상이 되므로 공시를 위한 Data 제공 요청이 있을 수 있으며, SEC에서는 Scope 3 공시 의무가 제외됐지만 국제지속가능성기준위원회(ISSB)가 2026년부터 Scope 3 배출량을 공시하도록 규정하고 있고, 유럽지속가능성공시기준(ESRS)에 Scope 3를 취급하고 있어 이에 대한 준비도 진행하고 있습니다.

마지막으로 ESG의 규제화가 가속화되면서 기업가치에도 상당한 영향을 미칠 수 있다는 점에 주목해야 합니다.

예를 들어, 배터리산업의 경우 EU 내 사업을 영위하기 위해서는 PCF(Product Carbon Footprint), 원재료재활용률, 공급망 ESG Due Dilligence 관리 등을 총망라한 Battery Regulation을 반드시 준수해야하며, 궁극적으로는 2027년 2월 이후 DPP(Digital Product Passport) 형식으로 결과값을 공개해야 합니다.

이에 당사는 전사적인 EUBR TFT를 구축하여 대응체계를 수립하고 있으며, 추후에는 IT시스템으로 모든 데이터가 관리될 수 있도록 진행할 계획입니다.

이외에도 미국의 신장위구르강제노동금지법, IRA(Inflation Reduction Act) 및 EU의 CRMA(Critical Raw Materials Act), CSDDD(Corporate Sustainability Due Diligence Directive), Net-ZERO 산업법 등 ESG 관련된 법률들이 발의/공표되고 있고, 제품의 저탄소 경쟁력, Value chain의 ESG Risk 저감 등에 대한 고객의 ESG 니즈가 갈수록 많아지며, 그 요구 수준이 심화되고 있는 상황에서 부분이 아닌 전체를 충족해야지만 비즈니스의 지속가능성이 담보될 수 있고, 궁극적으로는 투자자들과 주주들이 만족할 수 있는 기업가치를 제고할 수 있을 것입니다.

당사를 비롯한 대부분의 한국기업은 상기 ESG규제 및 시장의 ESG니즈를 충족하기

3)ISSB(국제지속가능성기준위원회, IFRS 산하 기관), 유럽 ESRS(유럽 지속가능성보고기준), 미국 SEC 기후공시

위해 대내외 경쟁사와 치열하게 생존 경쟁을 벌이고 있는 상황 속에서 정부의 기업 밸류업 지원방안을 통해 자본수익성을 개선할 수 있는 계기가 마련된다면 주주 및 투자자에게 더욱 매력적인 회사로 보일 수 있을 것이고, 적극적인 투자로 미래 경쟁력을 제고할 수 있으며 이러한 선순환 구조로 한국기업의 글로벌 위상은 더욱 높아질 수 있을 것입니다.

감사합니다.

토 론 Ⅱ

“K-밸류업의 한계와 근본 대안”에 대한 토론편 Ⅱ

원 중 현

(국민연금 기금운용위 투자정책전문위원장)

“K-밸류업의 한계와 근본 대안”에 대한 토론문 II

원종현 (국민연금 기금운용위원회)

1. 밸류업 프로그램의 의미

1) K-밸류업의 본질

굴화위지(橘化爲枳)라는 말이 있습니다. 원래 뜻은 사람도 주위 환경에 따라 달라진다는 것을 비유한 것으로 알고 있습니다. 그런데 갑자기 제게는 소위 밸류업과 관련되어서 제게는 본질이 바뀐 것 같은 느낌으로 이 단어가 생각났습니다. 일본에서 현해탄을 건너면서 외형은 그대로인 듯한데, K-밸류업이라는 포장으로 그 본래의 취지는 없어지고, 재무적 수치에만 관심이 집중되고 있는 일종의 테마로 느껴졌기 때문입니다.

물론 지금 국내에서 강화하고 있는 밸류업 프로그램이라는 것으로 기업들에게 요구하고 있는 배당금, 자사주 소각, 무상증자 등등의 정책들은 모두 주주들이 좋아하는 자본 줄이기인 것은 맞습니다. 그리고 이것이 최근 국내 주가에 어느 정도 긍정적으로 작동하고 있는 듯이 보입니다. 하지만 이것만으로 기업이 밸류업을 이루었다고 하기에는 무리가 아닌가 합니다. 본질적인 것이 빠져 있기 때문입니다. 기업의 지배구조에 대한 사항이 바로 그것입니다. 그리고 재무적으로 밸류업 가치로 나타나는 PBR 관점에서 보았을 때 거버넌스란 것이 Book value 이상의 Market value의 창출 능력을 의미한다고 생각하는 입장에서 과연 이러한 재무적 조작만으로 이를 이루어 낼 수 있을지는 다소 의구심이 남습니다.

기업의 지배구조라는 개념은 대주주 중심 경영 견제, 대리인 비용, 일반주주권리 보호

에 중점을 두는 것이라 할 것입니다. 최근 국내 기업 ROE 개선의 선결과제로 제시되고 있는 자사주 소각이 중요한 이유도 궁극적으로는 지배구조 개선을 염두에 두고, 주주환원을 우선시 하여야 한다는 의지의 결과여야 할 것입니다. 실제 기업가치의 제고를 위한 중장기적 기업가치 개선을 위한 전문적/독립적/효율적인 의사결정 시스템과 체계 및 조직문화라는 포괄적인 의미를 지닌 거버넌스는 ‘대리인 비용’에 중점을 두는 지배구조 이상의 의미를 지니기 때문입니다.

2) 일본의 기업 지배구조 개선 노력

실제 우리나라가 벤치마킹을 하고 있는 일본의 밸류업 프로그램은 하루아침에 나타난 현상이 아닙니다. 2013년, 아베노믹스에서 시작된 정책에서부터 준비되었다고 생각합니다. 그리고 그간의 정책 노력이 10년이 지난 2023년부터야 효과가 나타난 것입니다. 당시 아베 내각은 ‘일본재흥전략’을 발표하였음을 잘 아실 것입니다. 일본의 ‘기업가치’는 ‘수익창출 능력(稼ぐ力)’이라고 그 정의를 명확하게 설정을 해 놓고 기업가치 증진을 시작하였습니다. 장기 저성장과 고령화에 직면한 일본 경제가 구조적으로 성장 전환하기 위해서는 기업의 경쟁력 회복을 기반으로 한 기업가치 제고가 필요하다는 절실함이 주요하게 작용하였습니다. 그리고 일본기업의 보수적인 지배구조로 기업가치가 저평가되어 있다는 점을 인식하고 이를 개선하기 위해 기업의 의사결정 시스템을 개편하는 노력을 병행하였던 것입니다. 이렇게 기업의 지배구조를 외형적 재무적 기술에 의존하여 보기 좋게 꾸미기 보다는 ‘본질적’으로 기업의 체질을 개선하기 위하여 일본 정부는 다각적이면서 일관적으로 추진하였음을 인지할 필요가 있을 것입니다.

물론 이 과정에서 일본 내 연기금도 큰 역할을 한 것은 맞습니다. 자산을 수탁하고 운용하는 기관투자가가 수탁자 책임을 다하도록 해 상장기업에 대한 압박의 실효성을 높일 수 있도록 하였습니다. 일본 GPIF의 기금 중 약 20%가 넘는 부문이 정부의 기여로 이루어져 있기에 일본 정부의 기금에 대한 이러한 역할을 요구한 것도 가능했을 것이라 생각합니다.

이렇게 일본 정부는 과거 10여년간 꾸준히 기업에 대하여 기관투자자들을 통한 스튜어드십 코드를 강화하고 기업 자체적으로 기업지배구조를 개혁하면서 기업의 장기적 가치를 제고해 나간다는 소위 ‘두 개의 수레바퀴’를 완성한 것입니다.

2. 우리나라 기업 지배구조의 제문제

1) 이사회 의무와 주주

이러한 의미에서 대표님의 발제는 제게도 공감되는 부분이 많이 있습니다. 특히 형해화되었다고 판단하시는 사외이사제도에 대해서 개선할 부분이 많다고 생각합니다. 우리나라와 같이 사외이사에 대한 선발에 특정 주주의 영향력이 강한 상황에서 사외이사로 대리인 문제를 극복하기 어렵거니와 더 나아가 사외이사들은 일반주주 적대적 의사결정에 가담하는 모습을 보입니다. 그리고 이러한 원인으로 대표님께서 지적하신 바대로 대다수 대한민국 상장기업은 형식적으로는 상장되었으나 실질적으로는 비상장 개인기업의 형태로 의사가 결정되기 때문이라는 점에 공감이 됩니다.

그렇기에 실제 이사의 책임의 범위가 회사뿐만 아니라 주주로 확장하자는 의견에 대해서도 의견을 같이 합니다. 실제 이사회는 회사의 이익과 주주의 이익 중 어느 쪽에 주력해야 하는가라는 말도 안 되는 질문이 우리나라에서는 심각하게 고민해야 하는 질문이 되기 때문에 더욱 그렇습니다. 물론 이론상 회사의 이익과 주주의 이익은 본질적으로 같습니다.

하지만 우리나라의 기업들의 경우 종종 회사의 이익과 주주의 이익 간에 간극이 존재하며 사안에 따라서는 이 둘이 배치되기도 하는 상태에서 기업의 가치를 제고한다는 것은 자칫 레몬카의 모습이 될 수도 있는 우려가 발생할 것입니다. 이 역시 자칫 또 하나의 위생문제가 될 것에 대한 우려가 생깁니다.

실제 회사의 가치가 하락하는 것을 원하는 주주나, 이사진, 경영자는 없다는 것을 전제로 실제 물적분할 후 상장을 한 사례로 든다면, 이에 대한 시각은 주주, 이사진, 경영자는 각각 다른 입장일 수 있습니다. 회사의 장기적인 발전을 위한 것이라는 것을 인정한다고 하고, 그래서 상법에서 경영진의 사익추구를 방지하고자 하는 주주의 역할 강화에는 해당되지 않는다고 해도, 소수주주들은 손해를 입었다는 것은 어쩔 수 없는 사실입니다. 주주는 투자한 ‘그’ 기업에 대한 주식을 가지고 있을 뿐이고, 이사진이나 경영자는 분할된 회사까지를 경영관리 대상으로 확대한 시너지를 생각하는데 따른 차이가 있기 때문이라하여도 말입니다.

회사의 성장을 중요하게 여겨 경영판단으로 분할을 생각한다 하여도, 이사진이나 경영진의 판단에 조금이나마 주주에 대한 고려가 없었다는 점은 투자자들로 하여금 회사의 매력을 감소시키는 행위입니다. 절대 가치의 손실을 의미할 뿐만 아니라, 주주는 회사의 입장에서 자본조달의 부문일 뿐 회사의 고려 대상이 되지 못한다는 것을 의미하기 때문입니다.

이사회 의무의 경영 판단에서 주주를 고려하지 못하는 회사에 투자한다는 것 자체가 리스크가 될 수 있는 시대가 되었습니다. 굳이 ESG를 언급하지 않더라도 주주를 소홀히 하는 회사에 투자를 계속할 투자자는 없습니다. 이러한 행위들에 대해 우리나라 상법

에서는 특별한 규정을 두지 않고 있습니다. 상법 382조의 3(이사의 충실의무) 조항에 ‘이사가 회사를 위하여 직무를 충실히 수행해야 한다’라고 적시되어 있을 뿐입니다. 기존 이사회역의 역할이 주주의 이익실현을 위해 법령과 정관에 따른 방식으로 충실하게 업무를 수행하는 것이라는 전제에 대해 고민하게 합니다.

물론 이러한 결정들은 이사회역의 권한입니다. 물론 주주총회에서 과반 혹은 특별결의로 다수의 의결이 필요한 사항이기는 하지만 우리나라 기업들의 경우 우호지분의 비율이 특히 높다는 점이 특징이라는 점을 감안한다면, 일반 소수 투자자들에게는 회사의 결정을 뒤집을 힘이 없는 것 또한 팩트이기 때문입니다.

물론 주주의 이익에 반하는 것이 회사에 이익이 될 수 있는 상황에서 경영진은 고민이 있을 것입니다. (그러기를 믿습니다.) 물적분할의 경우 이외에도 기업 내부 유보금 확대 등 주주의 이익에 반하는 회사의 경영상 결정이 종종 발생할 수도 있을 것입니다. 이럴 때 ESG 원칙이 중요하며, 이를 바로잡는 것이 바로 지배구조의 개선이 될 것입니다. 그리고 이러한 지배구조를 갖추라고 하는 압력 혹은 주장이 투자자의 스튜어디스입니다. 그렇기에 주주를 고려하는 기업지배구조의 건전성 역시 ESG의 핵심 기재이며 분명 기업들도 ESG와 관련한 경영상 판단도 이러한 고민과 연결되어 있을 것이라 믿고 싶습니다.

2) 우리나라 기업 밸류업을 위한 방향

사실 기업이라고 해서 할 말이 없는 것은 아닐 것입니다. 우리나라는 경영권 방어를 위한 수단들이 취약하다는 사실 말입니다. 대기업집단 소속 기업들의 발행주식 중 총수 일가, 친족, 비영리법인, 임원, 자사주 외에 해외법인까지 포함되어 우회적 지배력을 강화할 수 있는 모든 방법을 강구하여 내부지분율을 올려 경영권을 강화하고자 하는 기업에게 외형적인 밸류업을 강제한다하여도 그 본질적 취지에 과연 지속적일지도 의문입니다.

높은 주가는 경영권 승계의 복잡성과 경영권 분쟁으로 이어질 수 있는 리스크 요인이 될수 있는 상황에서 의결권 51%를 확보하지 못한 대주주는 주식교환을 통한 경영권 방어 목적으로 자사주를 매입하고 있습니다. 이렇게 매입된 자사주는 대부분 소각시키지도 않습니다. 미국이나, 독일, 영국, 일본 등 일반주주 권리침해 가능성이 있는 경우 신주 배정 행위 등을 엄격히 금지하는 것과 달리합니다. 우리나라는 이외 마땅한 경영권 방어 수단이 없기 때문입니다.

차등 의결권, 포이즌 필, 황금낙하산 제도 등이 제한되거나 금지되어 있는 등 적대적 M&A에 대한 효과적인 경영권 방어수단이 부재한 상황에서 자사주 매입을 통해 우호지분 확보를 그나마 경영권 방어의 주요 수단으로 자사주를 사용하고 있기에 적극적으로 소각을 요구할 경우 발생할 부작용도 유의해야 할 것입니다.

오히려 순환출자와 같은 방식으로 일반주주의 권리 및 주주권 훼손 위험이 높아져 일

반주주의 권리 보장(주주환원)에 부정적으로 영향을 미치게 되지 않을까 하는 걱정도 듭니다.

결국 가장 중요한 것은 밸류업의 문제는 투자자, 정부의 문제가 아닌 기업 자신들의 문제라는 점을 분명히 인식하여야 한다고 생각합니다. 아무리 외부에서 어떤 압력이나 견제, 혹은 제도적 정책적 지원책들이 있다 한들, 변해야 하는 그 주체는 바로 기업입니다.

3. 소수 주주로서 국민연금의 문제

1) 국민연금의 주주권 행사 노력

일본의 성공적이라 평가 받는 밸류업프로그램에는 일본 공적연금과 같은 장기 기관투자자의 적극적인 역할이 큰 몫을 한 것은 분명합니다. 기관투자자의 주주행동과 기업가치의 관련성에 대해서는 상반된 견해 및 증거가 존재하기도 합니다만, 수익률 문제는 차치하고서라도 주주권 도입의 또 다른 목적, 금융위기 상황에서 보여주었던 기업들의 지배구조 및 경영상 문제점들을 개선하기 위한 주주책임론과 함께 기관투자자의 경영감시 기능까지 위배되는 것은 아님이 분명합니다.

국민연금기금 역시 2009년 6월 UN PRI에 가입하면서 대내외적으로 책임투자 원칙을 준수하겠다는 의지를 천명한 이후, 2014년말 「국민연금법」에 국민연금 운용 시 투자대상 기업의 ESG 등 사회적 책임을 고려할 수 있도록 하는 근거를 마련한 바 있습니다.⁴⁾ 이후, 국민연금기금은 2016년 4월 기금운용지침에 책임투자 관련 사항을 규정하였으며,⁵⁾ 의결권행사지침에서 ‘환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자 요소를 고려하여 의결권을 행사한다’라는 조항을 포함하였습니다.⁶⁾ 기금의 책임투자 기본방향은 자

4) 「국민연금법」제102조(기금의 관리 및 운용) ② 보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 제103조에 따른 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 다음의 방법으로 기금을 관리·운용하되, 가입자, 가입자였던 자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업에 대한 투자는 국민연금 재정의 안정을 해치지 아니하는 범위에서 하여야 한다. 다만, 제2호의 경우에는 기획재정부장관과 협의하여 국채를 매입한다.

3. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제4조에 따른 증권의 매매 및 대여

④ 제2항제3호에 따라 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.

5) 제17조(책임투자) 증권의 매매 및 대여의 방법으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.

6) 국민연금기금 의결권행사지침 내 책임투자관련 규정

제3조(선관주의) 기금은 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사한다.

제4조(주주가치 증대) 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다.

제4조의2(책임투자) 기금은 장기적이고 안정적인 수익을 제고를 위하여 환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자 요소를 고려하여 의결권을 행사한다.

발적인 책임투자 실행력을 제고하기 위해 이해관계자의 다양한 의견수렴을 거쳐 상향식 방식으로 점진적·단계적으로 추진하되, 책임투자는 종합적 리스크 관리를 통해 안정적인 장기투자수익을 제고하기 위한 수단임을 명확히 하고, 책임투자로 인해 투자수익이 훼손되지 않도록 신중한 자세를 유지하며, 기금이 국내시장에 미치는 영향을 고려하여 이슈가 있는 기업에 투자를 배제하는 방식(Screening)보다는 기업의 자율적 책임, 사회적 경영(CSR)을 유도할 수 있는 방식에 중점을 두어 추진하고자 하고 있습니다.

특히, 국민연금의 2018년 7월 기금 운용에 있어 스튜어드십 코드 도입과 함께 이의 충실한 이행을 위한 경영참여 주주권행사를 선언하였으며, 이어 많은 기관투자자들이 스튜어드십 코드에 참여하고 있습니다. 스튜어드십 코드에는 경영참여 주주권행사의 대상, 방식 및 절차를 명확하게 규정한 지침을 수립하고 그 결과를 투명하게 공개함으로써 국민연금의 주주권행사에 대한 비판적 주장에 대응하고 사회적 수용성을 제고하고자 하였습니다. 국민연금은 이러한 경영참여 주주권 행사 기준이 지난 12월 기금운용위원회에서 최종 의결되었습니다.

그러나 최근 우리나라 정부에서 추진하고 있는 밸류업 프로그램에 국민연금 기금이 적극적으로 참여하여야 하는 부문에 대해서는 다소 조심스러운 부문이 있습니다. 우선, 현재 이러한 프로그램에 적극적으로 참여한다는 것과는 별개로 국민연금은 국민연금 나뭇의 방식으로 기업의 가치제고를 위해 노력하고 있는 부문이 있으며, 이것이 지금의 밸류업 프로그램과 크게 다르지 않기 때문입니다. 즉, 지금까지 국민연금이 수행한 그간의 노력과 별개로 다른 밸류업을 위한 별개의 프로그램을 가질 필요성이 작다는 의견입니다. 단지 재무적 관점에서 낮은 PBR기업 등에 대한 투자와 같은 미시적이고 전술적 운용은 별개의 문제입니다.

둘째로, 국민연금기금의 경우 그 운용이 국가정책과 독립적으로 수행되어야 한다는 입장입니다. 물론 상호 의도하지 않게 바람직한 방향으로 그 경로가 유사할 수도 있을 것입니다. 그러나 그 유사성이 상호 간섭되는 형태로 발생한다면 그때그때의 정책적 필요성에 따라 기금운용의 방향이 바뀔 수 있는 엄청난 위험을 내포하게 될 수 있을 것으로 사료됩니다. 그리고 소위 연금사회주의라는 그로테스크한 용어로 실제 연금의 바람직한 운용을 막게 되는 빌미를 제공하는 것이라 생각합니다.

2) 기업 지배구조 개선을 위한 공적연금의 과제

실제 국민연금의 주주권 이슈는 정부의 여러 이슈에서 제기되어 왔던 문제입니다. 물론 기업의 입장에서는 주주권이 국내에서 거대 담론화가 되어 지배구조 개혁의 한 수

단으로 활용될 것에 대해서 경계하는 것은 당연합니다. 그러나 많은 경우 낮은 지배 주주 지분율에 대한 방어기제로 작용되는 듯한 인상을 지울 수가 없습니다. 특히 이러한 방어기제로 인하여 국민연금의 강화경영참여 주주권 행사를 통한 경영간섭을 마치 기업사냥꾼(Corporate Raiders)과 같은 전통적 주주행동주의와 동일시하는 것에 대해서는 국민연금 가입자의 입장에서 큰 유감으로 생각됩니다. 기업 밸류업 프로그램을 강하게 추진하고자 하는 정부에 높은 기대를 갖는 이유도 이러한 이유이기도 합니다. 혹자는 국민연금 기금운용위원회의 거버넌스 상, 정부 입김으로 부터 자유로울 수 없는 구조라 하지만 저는 이러한 거버넌스로 인하여 정부 및 기업으로부터 독립적 의견을 제시할 수 있다고 생각합니다.

실제 기관투자자에 의한 적극적 주주권의 행사는 자본주의의 가장 발달한 형태로 나타나는 현상이라는 것이 정설로 되어 있습니다. 소수의 이념적 논리인 연금사회주의와는 완전 반대쪽이라는 의미이기도 합니다. 실제 미국의 경우 연금펀드 중심의 자본 시장 발달로 개별 주가나 산업 성장 보다 장기적인 주주가치 제고를 가장 중요하게 인식하고 있습니다. 이 과정에서 기관투자자의 역할의 확대는 불가피한 것으로 지속 가능한 발전 위해 기업에 대한 경영 관여를 시작하게 되었습니다. 그리고 행동주의 투자는 간접투자 시장에서 발생할 수 있는 ‘대리인 비용’을 낮추는 방향으로 진행되는 일종의 선순환의 매개체로 작용해 왔습니다. 그리고 그 비용을 낮추는 주체가 바로 운용기관이었음은 우리나라에 주는 교훈이 크다 할 것입니다.

<자본주의 발전의 5단계>

	Actor	Object	
1단계	창업자	사적기업	창업자가 사적기업 운영
2단계	관리자	상장회사	전문경영인이 창업자의 역할 대신해서 운영, 상장회사의 개념 탄생(1930s)
3단계	포트폴리오 매니저	금융증개사	금융 증개사의 등장과 함께 포트폴리오 매니저 영향력 높아져
4단계	수익자	Professional Savings Function	수익자들의 영향력 강화, 저축 기능의 전문화(1970s-1980s) 연금사회주의 개념 탄생. 분산화된 주주권리, 메커니즘 본격화되지 못했음
5단계	기관투자자	피투자회사	연금회사가 소극적 다수의 수익자를 대표해서 주주권 행사

자료; 메리츠증권증권 리서치 센터(2019), Gordon L., Clark(2014)자료 인용

적극적인 공적연금의 역할과 관련하여 국민연금 주주권의 행사에 대해서 그간 몇몇 오해들을 이번 기회에 말씀드리자면 다음과 같습니다. 우선 국민연금 주주권 행사를 재벌개혁의 한 수단으로 인식하는 시각입니다. 물론 재벌개혁의 문제는 대표적인 코리아 디스카운트를 야기하는 문제로 이에 대한 개선은 기업 밸류업에 매우 큰 목적이

되어야 한다고 생각합니다.

하지만 기관투자자의 역할이 이러한 개혁에 중점을 둘수는 없습니다. 실제 스튜어드십 투자, 주주권의 행사는 Practical 투자전략에 불과합니다. 유니버설 오너(Universal Owner)인 경우, 매매(Trading)보다 관여(Engagement)를 통한 투자수익 제고에 유효한 수단인 것입니다. 그러므로 국민연금의 주주권 행사를 바라보는데 있어서 이념이나 정책을 반영한다는 거대 담론적 차원에서 접근하기 보다는 실무적 입장에서의 정상적 기금운용의 하나로 보아주시기 바랍니다. 우선 스튜어드(Steward)인 자산운용역들이 주주권 행사를 지원할 수 있는 상황적 여건을 조성하는 것이 가장 먼저 필요할 것입니다. (e.g. 장기성과 평가, 인프라 제공 etc.)

국민연금이 경영참여 주주권 행사를 통해 경영간섭을 하고자 할 것이라는 것에 대한 의구심, 그리고 일부에서는 오히려 이에 대한 기대를 가지고 계신 것으로 알고 있습니다. 그러나 그 적극성의 범위와 범주에 대하여 보다 담백하게 접근하여야 할 것입니다. 국민연금은 기본적으로 주주권 행사를 통한 파트너십 투자를 추구하기 때문입니다.

투자자 측의 합리적 문제제기 및 대안 제시, 비공개 및 우호적 대화, 장기적 관점에서 문제 해결 모색을 통해 Win-win 추구하고자 하는 것입니다. 결국 기관투자자의 경영참여 주주권의 문제는 경영권이라는 Micro-manage 보다는 보다 넓은 차원에서 Macro-manage가 유효하기에 자본구조, 장기전략, 지배구조, ESG 이슈 등에 한해 관여하는 것이 보편적인 모습입니다. 그리고 기업 측에서도 이를 규제나 참견으로 인식하기보다는 IR 전략 차원에서 접근하는 것이 바람직하지 않을까 합니다.

국민연금의 주주권 행사는 일반 재무적 투자관점에서 바라보는 수익률의 획득 외에 기업의 구조개선을 넘어서는 영역으로까지 발전시키는 유인을 요구받는 이유이기도 하며, 동시에 많은 논란을 만드는 부분이기도 합니다.

특히 국민연금의 경우 평판위험 관점에서도 중요한 요인으로 작용하게 됩니다. 과거 일례로 2011년 가습기살균제 문제가 불거지는 상황에서도 국민연금기금은 해당 기업들에 대한 투자금액과 기업별 지분율을 꾸준히 늘려왔는바, 국민혈세로 조성된 기금이 수백명의 국민 목숨을 앗아가는데 들어간 셈이라는 비난과 함께 국민연금의 투자 철회와 공식적인 사과를 촉구하는 목소리를 경험한 바 있습니다.

공적연금의 공공적인 성격을 감안한 평판 위험 또는 전체 사회로의 파급효과의 측면을 논외로 하고, 지속적이고 안정적인 장기수익률 제고라는 측면에서 한정한다고 하더라도 현재 국민연금기금이 PRI 가입 등을 통해 정책적으로 추진하고 있는 책임투자 기조를 전체 포트폴리오 측면에서 보다 강화할 필요가 있는 이유이기도 합니다. 이는 지속가능한 기업에 투자함으로써 전체 포트폴리오 차원에서 실질적인 장기수익률을 제고한다는 재무적 측면에서만 접근해도 충분히 의미를 가질 수 있을 것입니다.

즉, 이러한 관점에서 현재 국내주식 위탁운용 유형의 하나로 시행되고 있는 책임투자 펀드 개념을 확대하여, 기금 전체 포트폴리오 차원에서 ESG 요인을 고려한 책임투자를 강화할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다고 생각합니다.

하지만, 국민연금의 경우 주주권을 적용함에 있어서 그 내용과 범위에 있어서 기존 기관투자자와는 다소 차이가 있어야 한다고 생각합니다. 국민연금은 연금 가입자의 범위가 현행 연금보험료 납부자 외에 연금 수령자 및 미래 연금가입자까지도 포괄되어야 하는 문제로, 가입자의 이익을 극대화하는 부문에서 현재의 수익성외에 보다 넓은 범위의 책임성이 수반되는 기금이기 때문입니다. 더구나 국민연금기금의 투자 대상을 보면 그들 역시 국민연금의 가입자이며, 투자대상에 의해 상대적으로 불이익을 받는 그룹 역시 동일한 가입자로서의 권리를 가지고 있다는 특성이 있습니다. 이러한 성격으로 국민연금 기금은 일반 자산운용사들과 차별되는 투자지평을 가지고 주주권 행사 기준을 마련할 수 있어 사회경제적으로 순기능을 발휘할 수 있는 면이 부각되고 있습니다. 국민연금기금은 절대적인 수익률을 추구하기 보다는 ‘공공성’의 원칙을 포함시키고 있으며, 실제적으로 기금의 운용은 수익률 추구라는 절대원칙을 ‘추종’하면서도 이를 보완하기 위한 여러 방향에서의 대책들을 마련하고 있습니다. 그러나 현실적으로 이러한 보완적인 방안에는 한계가 있어 왔으며, 국민연금 기금이 금융부문에 집중할 수밖에 없는 이유도 어쩔 수 없는 차선의 방법이 아닌가 생각하게 됩니다. 문제는 국민연금 기금 더 나아가 국민연금 제도의 지속가능성을 확보하며, 가입자의 이익에 최대한 부합하는 방향을 위한 기금운용의 방향성, 소위 철학적 기반이 아직은 명확하게 확립되지 못하고 있다는 점이 많은 반성할 여지를 남겨놓은 주 이유라고 생각합니다. 그렇기에 과거 30여년전의 운용 스타일과 시가평가 수익률 우선의 원칙에서 다른 출구를 찾지 못하는 것이 아닌가 합니다.

4. 마무리

이와 별개로 국민연금의 주주권 행사는 일개 기관투자자가 자신의 장기적 수익성을 제고하기 위한 일련의 투자 행위를 넘어서, 국민연금의 “주인”인 국민을 대리한 스튜어드로서의 국민연금이 수행하는 투자 행위라는 점을 다시 한번 강조하고자 합니다. 실제 기관투자자는 타인의 자산을 운용하는 수탁자로서의 의무와 동시에 운용주식을 소유함으로써 발생하는 주주의 권리를 가지고 있게 됩니다. 그리고 이것이 기업밸류업의 핵심이라 생각하고 있습니다.

하지만 주주로서 투자대상회사의 가치를 높여 고객의 이익을 도모하는 책임을 가진 상황에서 기관투자자로서의 지위와 역할 등에 대한 선언적 의미의 기준 및 법령이 아직까지 마련되지 못하였다는 점 역시 문제로 지적되어야 하는 것이라 생각합니다.

마지막으로 말씀을 드리고자 하는 것은 밸류업 프로그램의 주체는 기업 자신이라는 점입니다. 기업의 밸류업 프로그램에서 일본은 정부와 기관투자자들 모두 나름의 노력과 일관된 정책을 추진하였고, 그것이 성과를 내었다고들 합니다. 그러나 정작 본질적인 것은 기업 자체가 이를 수용하고 받아들이면서, 자신들 기업 지배구조를 스스로 개선해 왔으며, 그것이 최근에 이르러 평가를 받고 있다는 점이 가장 중요한 포인트라 생각합니다.