

年基金의 公共性和 機關投資者로서의 受託者責任

郭管勳*

차 례

- I. 서 론
- II. 연기금의 기본구조와 사회적 역할
 - 1. 공적연기금의 기본구조
 - 2. 공적연기금의 법률관계 및 이해관계자
 - 3. 공적연기금의 사회적 기능
- III. 기관투자자로서의 연기금과 수탁자책임
 - 1. 기관투자자로서의 연기금
 - 2. 연기금의 기대역할과 수탁자책임
- IV. 결 론

* 韓國法制研究院 副研究委員, 法學博士

I. 서론

최근 공적연기금은 주식시장의 중요한 기관투자자로서 자리 잡고 있다. 국민연금기금 등 대규모 자본의 투자는 증권시장의 활성화와 체질개선에 기여한다는 점에서 이에 대한 평가도 대체로 긍정적이다. 대규모 자본을 운용하는 연기금은 그 특성상 중장기적 관점에서 투자를 행하는 것이 일반적이며, 이는 데이트레이딩이 붐을 이루는 등 단기적 투자가 주를 이루고 있던 시장에 새로운 투자패턴을 제시하였다는 점에서도 큰 의미를 가지고 있다. 아울러 연기금 등 기관투자자의 성장에 따라 등장하고 있는 ‘사회책임투자(SRI)’는 기업의 사회적 책임경영을 유도할 수 있는 투자방식으로 큰 의미를 가지고 있으며, 연기금은 그 성격상 SRI의 최적임자로서 평가되고 있다.

연기금의 등장은 이와 같이 증권시장의 새로운 활력소가 되고 있으며, 향후 그 규모증가에 따라 그 영향력도 계속 커져 갈 것으로 예상된다. 더욱이 최근 들어 기관투자자들의 적극적인 경영참여는 기업지배구조 등에 긍정적인 변화를 가져오고 있다. 기관투자자 중에서도 연기금은 그 규모나 파급효과면에서 중요한 의미를 가지고 있다. 더욱이 최근 연기금의 수지적자 심각해짐에 따라 주식에 대한 투자비중이 늘어날 것으로 예상된다. 이미 국민연금의 경우 소득대체율이 지나치게 높게 책정되어 멀지 않은 미래에 기금이 고갈될 것이라는 우려의 목소리가 계속 나오고 있다. 기금의 고갈위험을 최소화하고 후세대의 부담을 경감시켜주기 위해서는 자산운용을 통한 수익성 확보가 중요한 과제로 등장하고 있는 상황이다. 이에 따라 정부는 국민연금기금의 주식투자 비중을 늘리고 고위험 고수익 전략을 추진키로 하였으며,¹⁾ 연기금의 자본시장에 대한 영향력은 더 확대될 전망이다.

1) 국민연금은 오는 2012년까지 국민연금기금의 주식투자 비중을 30%까지 늘리기로 해 최소 120조원의 자금이 국내외 주식시장에 유통될 것으로 보인다. 또한 연금제

그러나 이처럼 공적연기금에 대한 자본시장의 기대가 높아질수록 이에 대한 우려의 목소리도 증가하고 있다. 공적연기금이 공적 성격을 가지고 있다고 하여도 본질적으로 개인의 노후생활 보장을 주된 목적으로 하기 때문이다. 연금가입자는 전적으로 노후소득보장을 위한 경제적 목적 하에서 연금에 가입하고 있으며, 따라서 연금운용자는 수탁자로서 가입자의 목적에 맞게 연금을 운용해야 할 의무를 부담하고 있다. 그럼에도 불구하고 기관투자자로서 주주행동주의나 사회책임투자적 입장에서 투자판단을 하는 것은 수탁자로서의 책임에 반하는 행동이라는 지적도 어느 정도 설득력을 가지고 있다.

본 논문은 이러한 논의들을 바탕으로 공적연기금의 공적 기능이 연금가입자에 대한 수탁자로서의 책임에 위반하는지를 살펴보고자 한다. 기관투자자의 비중과 역할이 중요해지고 있는 증권시장에서 공적연기금이 어떠한 역할을 할 수 있고, 해야 하는지를 살펴보는 것은 공적연기금의 더 큰 장점을 찾아내는 작업이라고 생각된다. 다만, 공적연금의 경우 그 종류에 따라 각각 성격이 다르기 때문에 4대 공적 연금을 일괄적으로 살펴보는 것은 어렵다. 따라서 본 논문에서는 4대 공적연금 중 그 규모와 파급효과가 가장 큰 국민연금을 중심으로 살펴보고자 한다.

II. 연기금의 기본구조와 사회적 역할

1. 공적연기금의 기본구조

(1) 공적연기금의 의의

사람은 인생의 각 단계마다 그에 상응하는 자금이 필요하며, 필요자금의 원천은 대부분 노동을 통한 소득이 중심이 된다. 그런데 인간의

정의 안정화에 기여하고자 '고위험 고수익' 전략을 추진키로 하였다. 파이낸셜뉴스 2007년 5월 29일자 참조.

가동연한이 유한함에 따라 노동이 불가능한 시기에 소요되는 자금을 조달하는 것이 중요한 문제가 된다. 대부분의 사람들은 노동을 통해 얻은 소득의 일부를 저축하여 노후대비를 하겠지만, 전적으로 개인에게 맡기는 경우 노후에 필요한 자금을 저축하지 못하는 사람이 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 이에 대비하여 국가가 사망시기가 불확실한 은퇴자의 소득보장을 위해 국민의 노동기간중의 소득의 일부를 강제적으로 징수하여 이를 은퇴 후 연금급부로서 지급하는 제도가 공적연금이다.²⁾

과거에는 고령, 장애 등의 원인으로 노동이 불가능한 경우 가족이나 지역사회 등에 의한 전통적인 미풍양속에 의해 이를 해결하였다.³⁾ 그러나 평균수명의 연장과 출산율 저하에 따른 노령화의 급속한 진행에 따라 노후생활의 문제는 사회문제가 되었다. 많은 국가들은 이에 대응하기 위한 방안으로서 공적연금제도를 도입하기 시작하였다.⁴⁾ 우리나라의 경우도 최초로 1960년대 공무원연금제도의 시작으로 군인연금, 사립학교교직원연금 등 특수직역종사자를 대상으로 하는 연금이 시작되었으며, 1988년부터는 전 국민을 대상으로 하는 국민연금이 시작되었다. 이러한 공적연금은 국민들의 노후소득보장을 위한 일차적 ‘사회안전망(social safety net)’으로서 역할을 하고 있다.⁵⁾

물론 공적연금만으로 충분한 노후보장이 되지는 않는다. 따라서 선진국의 경우를 보면 연금제도는 일반적으로 기초연금, 퇴직연금, 개인

2) 이봉주·류건식, 「퇴직연금론」 (박영사, 2006), 3면.

3) 김흥기, “공적연금제도의 국제비교”, 「산업연구」 제18집(창원대학교, 2001), 75면.

4) 미국의 경우 1930년대 대공황에 따른 실업과 빈부의 심화문제를 해결하기 위해 정부주도의 사회보장제도의 도입이 논의되어 1935년에 사회보장법의 제정에 따라 1937년부터 노령·유족·장애·의료보험(Old Age, Survivors, Disability and Health Insurance; OASDHI)이 시행되었다. 영국의 경우는 1942년에 발표된 베버리지 보고서를 통해 제시된 균일각출·균일급부라는 원칙에 입각하여 국민의 최저생활 보장을 목표로 1946년국민보험법에 제정되면서 공적연금제도가 도입되었다. 또한 일본의 경우는 1954년에 사립학교교직원을 대상으로 하는 사립학교교직원 공제조합이 공적연금이 시작되었다. 상계논문, 76~79면 참조.

5) 국회예산정책처, 「4대 공적연금제정의 운용과 과제」 예산현안분석 제11호(2007.4), 1면.

연금의 3층 구조로 이루어져 있다.⁶⁾ 구체적으로 기초연금으로 노후의 최저생활수준을 확보하고 기업이 지급하는 퇴직연금을 통해 적절한 수준의 소득대체율⁷⁾을 달성하며, 개인적으로 추가노후소득이 필요한 경우에는 개인연금을 통해 보충하는 구조로 이루어진 것이다. 우리나라의 경우에도 최근 퇴직연금의 도입을 통해 선진국과 비슷한 수준의 연금제도를 갖추었다고 할 수 있다. 하지만 공적연금의 적자누적과 이로 인한 국가재정의 부담 등 해결해야 할 난제들이 많이 있다.

(2) 재원조달 및 급부지급방식

1) 재원조달방식

공적연금의 재원조달방식은 크게 적립방식(funded system)과 부과방식(pay-as-you-go system)으로 구분할 수 있다. 적립방식은 장래에 지급될 연금재원을 위한 보험료의 부담을 가입기간동안 평준화하여 부과하는 것이다. 즉, 현재 경제활동을 영위하는 세대가 납부하는 연금보험료를 적립·운용하여 후에 그 세대가 연금 수령자가 되었을 때 연금을 지급하는 방식이다.⁸⁾ 이에 대해 부과방식은 매년 지불될 급부비용을 해당연도의 보험료수입으로 충당하도록 계획하는 재원조달방식이다. 이 방식은 현재 근로세대의 퇴직 후 연금급여지출에 필요한 재원은 미래의 근로세대가 부담할 것이라는 전제에서 현재의 근로세대가 퇴직세대의 연금급여지출에 필요한 재원을 부담하게 된다.⁹⁾ 하지만 대부분의 국가에서는 완전적립방식이나 완전부과방식을

6) 정연구, “기업퇴직연금제도 도입이 증시에 미치는 영향”, 「증권」 제125호(한국증권협회, 2005), 34면.

7) 소득대체율이란 연금소득을 평균임금으로 나눈 것으로, 우리나라 국민연금의 경우 소득대체율을 60%로 잡고 있다. 그러나 이는 너무 과도하다는 견해들이 많이 있으며, 참고적으로 외국의 경우를 보면 영국 46%, 독일 53%, 프랑스 45%, 네덜란드 48%로 우리나라의 경우보다 훨씬 낮다.

8) 조성훈 외, 「공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로」 (한국증권연구원, 2004), 9면.

9) 김흥기, 전개논문, 79면 이하 참조.

채택하고 있지 않다. 부과방식의 경우에도 수년치에 해당하는 금액을 적립하고 있으며, 적립방식의 경우에도 실제로 순수한 적립방식보다는 일정부분 부과방식의 요소를 가미한 부분적립방식(partially-funded system)이 일반적이다.¹⁰⁾

2) 급부지급방식

연금급부의 경우 소득과의 연계여부에 따라 정액방식과 소득비례방식으로 구분된다. 정액방식은 소득에 관계없이 가입자에게 동일한 금액을 기여하도록 하거나 동일한 정액의 급부를 지급하는 방식을 의미한다. 이에 비해 소득비례방식은 말 그대로 소득에 비례하여 기여하고 퇴직 전 일정기간의 평균소득이나 생애 전체 근로기간의 평균소득에 비례하여 급부를 지급하는 방식이다.¹¹⁾

또한, 연금급부의 산정방식에 따라 구분하는 경우에는 확정급여형제도(defined-benefit plan: DB)과 확정기여형제도(defined-contribution plan: DC)로 구분할 수 있다. DB형은 미래에 수령할 연금급부를 확정된 급부방식에 의해 정하고 이에 맞춰 보험료를 결정하는 제도이다. 동 방식의 경우 미래에 수령할 연금급부액이 사전에 정해진다는 점에서 안정적 노후생활에 기여할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 지급할 연금급부액을 정하고 그에 맞추어 인구증가율, 출생률, 사망률, 가입률, 임금상승률, 투자수익률 등 여러 변수들을 고려하여 보험료를 산정하게 되므로, 미래의 상황을 정확히 예측하지 못하는 경우 연금급부액이 부족할 수 있다는 문제점이 있다.

이에 비해 DC형은 연금급부의 수준을 결정하기 이전에 일정한 기여방식에 의하여 기여금을 정하고 이를 기초로 가입자의 연금급부액을 추후에 결정하는 방식을 말한다. 동 방식은 기금운용성과에 따라 연금급여가 결정되므로 기금고갈의 우려가 적고 연금급부가 부족할

10) 조성훈 외, 전거서, 9면.

11) 김흥기, 전거논문, 82면.

가능성은 거의 없다. 그러나 가입자가 개인의 연금계좌를 만들어 기금을 관리하기 때문에 투자위험을 가입자가 감수해야 한다는 점에서 위험성이 있다. 따라서 DC형의 경우 장기적 관점에서 경제의 불확실성으로 인해 확실한 소득보장수준을 예측할 수 없다는 점에서 사회보장의 공적연금에서는 채택하지 않는 경우가 많았다. 우리나라의 국민연금제도는 노·사 공동부담에 의한 기여방식 DB형의 성격을 가지고 있으며, 최근 도입된 퇴직연금의 경우 DB형과 DC형이 모두 도입되었다.¹²⁾

(3) 공적연기금의 운용방식

공적연기금을 비롯하여 건강보험, 고용보험 등의 사회보험제도는 수익자부담원칙을 바탕으로 가입자의 기여와 급여에 따라 재원을 조달, 운용하면서 목적사업을 수행하게 된다. 이를 위해 정부는 연금 사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 장래의 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서 역할을 하도록 하기 위해 연금마다 기금을 설치, 운영하고 있다.¹³⁾ 이러한 공적연기금기금은 장래 연금수령자에 대한 급부지급을 위한 자산이라는 점에서 중요한 의미를 갖게 된다.

공적연기금기금의 운영에 있어 중요한 것 중 하나가 효율적인 자산운용을 통한 수익성의 확보이다. 상술한 바와 같이 연금기금의 수입은 가입자의 기여금과 여유자산 운용수익으로 구분할 수 있는데, 여유자산 운용수익을 제외할 때 기여금 수입과 급여비 지출간의 수지차가 이미 적자상태이거나 적자가 예상되고 있다.¹⁴⁾ 따라서 연금기금의 여유자

12) 이봉주·류건식, 전계서, 35면 이하 참조.

13) 4대 공적연금 중 군인연금의 경우 특별회계와 기금으로 이원화되어 운영되었으나, 2007년 군인연금법의 개정으로 군인연금기금으로 일원화되었다, 이에 따라 올해부터는 공적연금제정의 조달과 운용은 모두 기금을 통해 이루어지게 되었다.

14) 군인연금과 공무원연금의 경우 2006년에 총 1조 7,713억원의 당기수지 적자가 발생하였으며 이는 국고보전금으로 충당하였다. 한편, 사학연금과 국민연금의 경우 현재는 적자가 아니지만 현행 보험료율 및 급여율을 유지하는 경우 사학연금은 2013년에, 국민연금은 2036년에 당기수지 적자가 발생할 것으로 예상되고 있다. 국회예산정책처, 전계서, 45면.

산 운용이 중요한 의미를 가지고 있으며, 실제로 연금기금의 상당부분이 금융부문에 투자되고 있는 것도 수익성의 확보를 위한 것이다.¹⁵⁾

연금기금의 자산운영방식은 공적연금의 운용주체가 직접 운용하는 경우와 외부에 위탁투자하는 경우로 구분할 수 있다. 아직까지는 공적연금기금이 직접 운용하는 경우가 많으며 외부에 위탁운용하는 금융자산의 규모가 그다지 크지 않다. 그러나 최근에는 투자대상이 확대되어 고수익과 고위험이 따르는 코스닥주식, 벤처기업주식, 해외 유가증권, 부동산 등에 대한 투자가 늘어나고 있어 외부전문가의 필요성이 커지고 있다. 또한 위탁투자의 경우 비용절감, 투자의 전문성 제고를 통한 수익률 향상, 투자전략의 분산을 통한 투자위험 감소, 정보획득 등의 경제적 효과를 달성할 수 있다는 점에서¹⁶⁾ 위탁투자의 규모는 계속 증가할 것으로 예상된다.¹⁷⁾

2. 공적연금의 법률관계 및 이해관계자

공적연금의 운용 메커니즘을 살펴보면 이해관계자를 파악할 수 있다. 공적연금의 수입은 가입자가 납부한 기여금, 즉 보험료와 여유자산의 운용수익을 통해 조달되고 있다.¹⁸⁾ 다시 말해서 연금의 가입자¹⁹⁾가 일정한 보험료를 납부하며, 납부한 보험료는 기금에 적립된다. 적립된 연금기금은 채권이나 주식 등에 투자되며, 이를 통해 얻어지

15) 국민연금기금의 경우 자산운용 규모가 175조 2,064억원으로 금융부문에 99.9%인 175조 99억원을 투자하여 운용하였다. 한편, 공무원연금기금의 경우 총 자산운용규모 중 69.4%를, 사학연금기금은 70.9%를 금융부문에 투자하였다.

16) 오규택·신성환, “공적기금의 운용과 위탁투자”, 「연금포럼」 2001년 여름호(국민연금관리공단, 2001), 25~26면.

17) 실제 공적연금기금의 위탁운용 규모는 꾸준히 증가하고 있다. 국민연금의 경우 2003년 3.3%에서 2006년 9.7%로 증가하였으며, 공무원연금의 경우에는 2003년 13.6%에서 2006년 28.7%로, 사학연금의 경우 2003년 20.5%에서 2006년 36.7%로 증가하였다. 국회예산정책처, 전게서, 50~51면.

18) 국회예산정책처, 전게서, 45면.

19) 국민연금의 경우 가입자가 임금노동자이면 가입자와 기업주가 공동으로 보험료를 납부한다.

는 운용수익은 연기금의 중요한 수입원의 하나가 된다. 이 과정에서 정부는 연금제도 및 기금운용의 전반에 관한 규칙을 만들고 관리하는 역할을 한다.²⁰⁾

이와 같은 공적연금의 운영과정을 통해 다양한 이해관계자(stakeholder)들이 존재하고 있다는 사실을 알 수 있다. 넓은 의미에서 이해관계자를 공적연금에 이해관계를 가지고 있는 모든 자들이라고 할 수 있다. 따라서 연금운영의 직접당사자인 연금가입자 및 연금수령자와 공적연금운용자뿐만 아니라 연금관련 제도의 운영주체인 정부와 연금가입자가 소속된 기업 등도 이해관계자에 포함된다. 더 나아가서는 자본시장의 참가자도 이해관계자에 포함된다고 할 수 있다. 국민연금을 비롯한 연금기금의 주식투자가 본격화되면서²¹⁾ 공적연기금은 주식시장의 중요한 기관투자자로 자리잡고 있다. 따라서 연기금의 주식투자는 연기금의 주요 수입원이기도 하지만, 증권시장의 입장에서는 주요한 기관투자자의 등장을 의미하므로 자본시장 참가자 모두에게 중요한 의미를 가지게 되었다. 따라서 넓은 의미로 이해한다면 자본시장과 자본시장 참가자도 이해관계자에 포함시킬 수 있다.

3. 공적연기금의 사회적 기능

살펴본 바와 같이 공적연금의 가장 중요한 사회적 역할 또는 기능은 노후소득보장이라고 할 수 있으며, 이는 공적연금의 본래적 목적이기도 하다. 적은 보험료를 내고 많은 급부를 수령하게 되는 연금의 기본속성상, 연기금의 본래적 목적을 달성하기 위해서는 자산을 효과

20) 공적연금의 운영을 위하여 정부에서는 보건복지부, 행정자치부, 국방부 및 교육인적자원부의 4개 부처와 국민연금관리공단 등 3개 공단이 관련되며, 국회의 보건복지위원회, 행정자치위원회, 국방위원회, 교육위원회 및 예산결산특별위원회의 5개 위원회가 입법권 및 재정통제권을 행사하고 있다. 국회예산정책처, 전개서, 3면.

21) 2005년 1월의 기금관리기본법 개정 전까지는 연기금의 주식투자가 원칙적으로 제한되었으며, 개별법에서 허용하고 있는 일부기금에 대해서만 주식투자가 이루어졌다. 그러나 2005년 개정으로 이러한 제한이 철폐되었으며 연기금의 본격적인 주식투자가 이루어지기 시작하였다.

적으로 운용하여 수익을 내는 것이 중요한 과제가 된다. 이를 위해서는 연금기금 자산의 효율적인 운용이 중요한 과제가 된다. 공적연금기금의 여유자산을 효율적으로 운용하는 것은 기금의 운용재원을 확대함으로써 재정 안정화를 도모할 수 있는 방안이며, 이를 통해 안정적인 노후소득보장이 이루어 질 수 있기 때문이다. 이러한 과정에서 공적연금은 또 하나의 사회적 역할과 기능을 갖게 되는데, 바로 자본시장의 투자자로서 역할과 기능이다.

2005년 기금관리기본법의 개정을 통해 공적연금기금의 주식투자가 전면 허용됨에 따라 연금기금이 주식시장의 주요한 기관투자자로 등장하기 시작하였다.²²⁾ 더욱이 아직까지 공적연금기금의 주식투자 비중은 상대적으로 작은 편이라는 점을 고려할 때 향후 지속적인 증가가 예상된다. 국민연금의 경우 2006년 말을 기준으로 189조원의 연금기금 중 86.7%를 채권에 투자하였으며, 주식에 대한 투자는 5.77%에 지나지 않았다.²³⁾ 이에 대해 정부 내에서도 비판이 제기되고 있으며, 보다 높은 수익성 확보를 위한 공격적 투자의 필요성도 제기되고 있다. 이미 많은 국가들은 연금재정의 부족문제를 해결하기 위하여 종래의 안정적 투자보다는 수익성을 고려한 자산운용이 이루어지고 있다는 점을 고려할 때²⁴⁾ 향후 주식투자의 규모가 계속 증가할 것이라는 점을 예측하기는 어렵지 않다.

공적연금기금의 주식투자 규모 증가는 하면서 주식시장의 판도에도 많은 변화를 가져왔다. 현재 주식시장은 개인투자자, 외국인 투자자 및 기관투자자의 3자구도로 정립되어 가고 있으며,²⁵⁾ 기관투자자 중

22) 기금관리기본법 개정 후 연금기금이 2005년 5월에 3,403억원을 순매수한데 이어 6월에는 6,309억원, 7월에는 833억원을 순매수하는 등 투자규모가 점차 확대되었다. 매일경제신문, 2005년 9월 20일자 참조.

23) 매일경제신문, 2007년 5월 26일자 A3면 참조.

24) 이에 관한 상세한 내용에 대해서는 정길영, “국민연금의 투자대상 확대방안 및 보완과제”, 「금융시스템 리뷰」 (한국은행, 2005. 7) 참조.

25) 이철용, “국민연금 주식투자 확대의 쟁점과 해법”, 「상장」 2005년 6월호(한국상장회사협의회, 2005), 6면.

공적연금기금이 차지하는 비중이나 중요성도 더욱 커지고 있다.²⁶⁾ 주식시장에서 기관투자자의 성장과 함께 나타난 새로운 경향은 이제 기관투자자들이 기업의 경영에 적극 관여하고자 한다는 것이다. 과거의 기관투자자들은 ‘Wall Street Rule’에 따라 실적이 부진하거나 자신의 투자목적에 맞지 않는 기업의 주식을 매각하는 방식을 택하였다. 그러나 오늘날의 기관투자자들은 기업의 조력자이자 감시자로서 역할하며 경영에도 적극 관여하는 등 소위 ‘주주행동주의(shareholder activism)’의 경향이 나타나고 있다.²⁷⁾ 기관투자자의 이러한 행동변화에는 공적연금기금이 중요한 역할을 하고 있다. 또한, 최근 ‘사회책임투자(Socially Responsible Investment: SRI)’의 규모증대에도 공적연금기금이 많은 기여를 하고 있다.²⁸⁾

이와 같이 공적연금의 경우 노후생활의 보장이라는 본래적 목적을 추구하는 과정에서 증권시장에도 중요한 역할과 기능을 수행하고 있다. 투자자로서 기본적인 이익극대화를 추구하면서도 기업의 주요 주주로서 기업경영에 대한 감시·감독은 물론 기업의 든든한 조력자로서 역할을 하는 소위 ‘관계투자(Relationship Investment)’를 통해 기업의 지배구조개선 등에 중요한 역할을 하고 있다.²⁹⁾ 또한 SRI투자를 선도하는 역할이 기대되는 등 자본시장 전반에 걸쳐 많은 역할들이 요구되고 있다. 결국, 공적연금기금의 사회적 기능과 역할을 생각함에

26) 일반적으로 기관투자자에는 은행, 증권, 보험, 투신, 연기금 등이 모두 포함된다. 그러나 연기금을 제외한 대부분의 기관투자자는 영업상의 이익을 중시함에 따라, 기업의 지배구조에 영향력을 미치고 기업가치를 제고하는 등 진정한 의미의 기관투자자로서 역할을 할 수 있는 것은 연기금이라고 평가되고 있다. 박상수, “연기금의 주식투자 허용과 기관투자자의 역할 제고방안”, 「상장협」 제51호(한국상장회사협의회, 2005.3), 20면 참조.

27) 年金總合センター, 「機關投資家の株主議決權行使とコーポレート・ガバナンス」 別冊商事法務 第274号(2004), 4頁.

28) SRI에 관한 상세한 내용에 대해서는 광관훈, “사회책임투자(SRI)와 기관투자자의 역할”, 「비교사법」 제13권 제2호(한국비교사법학회, 2006. 6), 463면 이하 참조.

29) 박경서, “관계투자의 발전전망”, 「상장협」 제51호(한국상장회사협의회, 2005), 79면 이하 참조.

있어서 단순히 노후생활보장을 위한 충분한 급부의 제공만을 생각해서는 안되며, 자본시장의 중요한 기관투자자의 하나로서 역할하고 있다는 점도 함께 고려해야 할 것이다.

Ⅲ. 기관투자자로서의 연기금과 수탁자책임

1. 기관투자자로서의 연기금

연기금들은 그 규모나 역할 면에서 주식시장의 가장 중요한 기관투자자 중 하나라는 점에 대해서는 아무런 의문이 없다. 외국자본이 주축이 되었던 우리 증시에 연기금들의 등장은 새로운 활력이 되고 있으며, 든든한 버팀목이 되고 있다. 그러나 우리가 주식시장에서 연기금들을 주의 깊게 보고 있는 이유는 그 규모 때문만이 아니라 연기금들에 대한 기대역할 때문이다.

주지하다시피 최근 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility : CSR)이 중요한 의미를 가지고 있다.³⁰⁾ 오늘날 기업에게는 주주뿐만 아니라 투자자, 고객, 종업원, 지역사회 등 다양한 이해관계자들이 존재하고 있다. 이해관계자들은 기업을 평가함에 있어 경제적 가치만을 보는 것이 아니라 사회적, 환경적, 윤리적 측면도 함께 고려하여 판단하고 있다. 이제는 아무리 좋은 물건을 만들고 이윤을 많이 내는 기업이라 하여도 그러한 과정에서 환경문제, 인권문제 등을 야기하는 기업은 더 이상 좋은 평가를 받을 수가 없다. 이해관계자들은 자신의 가치관에 반하는 기업에 대해서는 단순히 비난에 그치는 것이 아니라 불매운동을 벌이거나 소송을 제기하는 등 적극적인 행위를 하고 있기 때문이다.

30) 기업의 CSR에 대한 상세한 내용은, 광관훈, “기업의 사회적 책임(CSR)과 자본시장에 미치는 영향”, 「상사법연구」 제25권 제3호(한국상사법학회, 2006), 113면 이하 참조.

이러한 기업환경의 변화는 투자자들의 행태에도 큰 변화를 가져왔다. 투자자들은 기업의 미래가치를 평가하여 투자대상을 선정한다. 그런데 최근 기업의 이해관계자들이 적극적으로 행동하면서, 이해관계자와 적대적 관계를 형성한 기업이 매출감소, 주가하락은 물론 그 존립자체를 위협받는 상황이다.³¹⁾ 이러한 변화는 투자자에게도 많은 영향을 미치고 있다. 투자자도 이제는 기업이 이해관계자들의 요구에 충분히 호응하고 있는지, 다시 말해서 그 사회에 대한 책임(CSR)을 다하고 있는지를 고려하여 투자대상을 선정하는 SRI에 적극적인 관심을 가지고 있다. 이제 기업은 보다 많은 이윤을 내고 지속적으로 발전하기 위해서, 또한 원활한 자금조달을 위해서 자신에게 요구되는 사회적 책임을 고려한 CSR경영이 필수적인 요소가 된 것이다.

이와 같이 기업의 CSR경영은 기업경쟁력 제고를 위해 시급한 과제이나, 기업 스스로가 이를 수행하기에는 많은 시간이 필요할 것이다. 이에 많은 국가들은 제도적으로 CSR경영을 독려하고 있는데, 가장 대표적인 방법이 SRI의 활성화이다. SRI는 사회적 책임을 다하는 기업이 장래에 높은 수익을 가져올 수 있다는 관점에서 기업의 사회적 책임을 유도하는 투자방법의 하나이다. 구체적으로 투자대상을 선정함에 있어 기업이 사회적 책임을 다하고 있는가를 선별하여 투자를 하며, 또한 투자한 기업에 대해서는 적극적인 경영참여를 통해 사회적 책임을 다하도록 하는 것이다. 다시 말해서 SRI는 기업의 CSR경영을 유도할 수 있는 가장 효과적인 방안이 될 수 있는 것이다.

SRI의 역사는 오래되었으나 리스크 관리를 통한 투자기법의 하나로 인식되기 시작한 것은 비교적 최근의 일이다.³²⁾ SRI의 중요성을 인식

31) 아동노동스캔들로 매출액 및 주가가 하락한 나이키사의 경우나, 회계부정사건으로 파산한 엔론 및 월드콤의 사례, 그리고 최근 총수의 위법행위로 그룹전체가 타격을 입은 한화그룹 등의 경우를 보면 기업에 대한 판단기준이 변화하고 있는 사실을 알 수 있다.

32) 1990년대 회계부정 등 기업관련 비리가 빈발함에 따라 기업의 사회적 책임에 대한 새로운 인식들이 이루어지고, 이에 따라 SRI가 도덕적, 윤리적 차원이 아니라

한 국가들은 SRI의 활성화를 위한 노력들을 행하고 있으며, 그 중심에 서 있는 것이 연금기금이다. SRI는 투자자들의 투자유형의 하나이므로 이를 법으로 강제할 수는 없다. 따라서 시장에서 스스로 SRI가 이루어질 수 있도록 해야 하며, 연금기금은 그 성격상 SRI의 주체로서 가장 적합하다고 할 수 있기 때문이다.³³⁾

먼저 연금기금은 투자규모가 크기 때문에 새로운 투자로 전환하기가 어렵다. 대량의 보유주식을 빠른 시간에 현금화하기도 어려우며, 다른 투자대상을 찾기도 쉽지는 않다. 따라서 연금기금을 비롯한 대부분의 기관투자자들은 투자대상을 옮기기보다 기존투자를 통해 보다 많은 이익을 얻고자 하며, 이를 위해서 기업의 경영에 적극 관여하는 양상을 보이고 있다. 이러한 특성이 공적연금기금을 SRI의 가장 적합한 주체로 만들고 있다.

연금기금이 SRI에 적합한 또 하나의 이유는 연금기금의 공공성 때문이다. 국민연금 등 공적연금은 말 그대로 공적 성격을 가지고 있으며, 따라서 투자대상 기업과 직·간접적으로 이해관계를 가지고 있는 다른 기관투자자에 비해 사적 이익을 위해 투자를 할 가능성이 적으며, 사회전체에 이익이 되는 방향으로 투자를 하는 것이 가능하기 때문이다. 이와 같은 이유에서 자본시장에서 공적연금기금은 SRI를 선도할 수 있고 더 나아가서는 기업의 사회적 책임을 유도할 수 있는 기관투자자로서 주목을 받고 있는 것이다.

리스크 관리차원의 투자방법으로 인식되기 시작하였다. Pall A. Davidsson, *Legal Enforcement of Corporate Social Responsibility within the EU*, 8 Colum. J. Eur. L. 529, 531(2002).

33) 실제로 영국의 경우 2007년 7월에 연금법 개정을 통해 연금이 투자종목을 선택함에 있어 사회, 환경 및 윤리적 측면을 고려하고 있는가를 공시하도록 하였다. 이에 따라 연금이 먼저 SRI를 적극 고려하기 시작하였고, 그 규모도 비약적으로 증가하였다. 谷本寬治, 「SRI-社會的責任投資入門」(日本經濟新聞社, 2003), 18頁 이하 참조.

2. 연기금의 기대역할과 수탁자책임

(1) 연기금의 수탁자책임

앞에서 살펴본 바와 같이 공적연금은 가입자가 낸 보험금이 기금에 적립된다. 국민연금의 경우 재원조달방식이 부분적립방식을 취함에 따라 연금의 본격 지급이 발생할 때까지 기금으로 계속 축적되게 되며,³⁴⁾ 이렇게 모인 기금은 별도의 운용자가 운용을 하게 된다. 즉, 공적연금기금은 가입자의 보험료를 통해 구성되지만 그 운용은 기금운용자가 담당하게 되는 것이다. 이처럼 공적연기금의 경우 자산의 제공자와 운용자가 구분됨에 따라 운용자는 수탁자로서의 책임을 부담하게 된다.

연기금의 수탁자책임은 일반적인 간접투자에 있어서 수탁자책임과 유사한 것으로 이해할 수 있다. 즉, 투자신탁에 있어서 고객과 투자신탁회사간의 관계와 동일한 법률관계가 형성된다고 할 수 있다. 따라서 고객에 해당하는 가입자는 자금을 신탁한 후에는 신탁재산의 거래와는 완전히 단절되고 거래의 체결여부가 전적으로 기금운용자에게 맡겨지게 된다. 따라서 기금운용자는 가입자로부터 투자, 운용에 관한 완전한 일임성 재량권을 가지고 기금에 대한 지배력을 행사하게 된다. 따라서 가입자와 기금운용자간에는 이른바 완전한 의존관계(full (reliance) relation of principal and customer)가 형성되고 이에 따르는 신인관계(fiduciary relationship)가 형성된다고 볼 수 있다.³⁵⁾

결국 공적연금기금의 운용자는 수탁자로서 가입자가 출연한 재산을 가입자의 이익을 위해 최대한 성실하게 수행해야 할 신인의무(fiduciary duty)를 부담하는 것이다. 그러므로 투자판단을 함에 있어서 가입자의 이익을 최우선으로 고려해야 하며, 그 이익이란 경제적 이익을 의미하는 것이라고 할 수 있다. 공적연금기금의 수탁자책임을

34) 전병목, “국민연금제도의 개혁방향”, 「재정포럼」 (한국조세연구원, 2007.3), 33면.

35) 이석환, 「투자신탁의 이론과 Prudence Rule」 (푸르덴셜투자증권, 2004), 42면.

이렇게 이해할 때, 문제가 되는 것은 상술한 바와 같이 공적연기금이 기업에 대한 투자판단을 하면서 환경, 인권 등 사회적 가치를 고려하는 것이 수탁자책임을 위반하는 것이 아닌가 하는 점이다. 이에 대한 상세한 내용은 항을 바꾸어 설명하겠다.

(2) 연기금의 공공성과 수탁자책임

공적연기금은 공공성을 가지고 있다고 일반적으로 이야기하고 있다. 따라서 공공의 이익을 우선시해야 하며, 사회적 가치를 고려한 투자를 하는 것은 이러한 공공성을 실현하는 것이기 때문에 필요하다고 할 수 있다. 하지만 여기서 의문시 되는 것은 과연 연기금의 공공성과 수탁자책임을 모순되는 것이 아닌가 하는 점이다. 이하에서는 공공성의 개념과 관련해서 공적연기금의 공공성에 대해 먼저 살펴보고, 공공성과 수탁자책임의 관계에 대해 검토하고자 한다.

1) 연기금의 공공성

가. 공공성이란?

원원적으로 볼 때 공공성의 개념은 ‘공(公)’과 ‘사(私)’의 구별에 기반으로 하고 있는 서구의 역사적 산물이라고 할 수 있다. 일반적으로 볼 때 ‘공’이라는 누구든지 출입할 수 있는 열린 공간을 의미하며, 이것에 대해 ‘사’란 개인적이고 폐쇄적인 공간을 의미하고 있다. 이러한 ‘공’과 ‘사’의 구별은 고대 그리스에서 공적 영역인 폴리스(polis)와 사적영역인 오이코스(Oikos)의 구별에서부터 시작되었다고 한다.³⁶⁾ 시간이 지나면서 시대상황에 따라 다소간의 의미변화가 있었지만, 기본적으로 공공성이란 개념은 한 개인이나 단체가 아닌 일반 사회 구성원 전체에 두루 관련되는 성질을 의미하는 용어로 이해되고 있다.

36) 豊田謙二, 「質を保障する時代の公共性 - ドイツの環境政策と福祉定策」(ナカニシヤ出版, 2005), 3頁.

공공성개념이 ‘공’과 ‘사’의 구별에 의존하고 있는 이상 공공성이란 무엇인가를 이해하기 위해서는 그 구별기준이 무엇인지를 이해하여야 한다. 다시 말해서 어떠한 기준으로 ‘공’과 ‘사’를 구분하고 있는가가 중요한 문제가 되며, 이와 관련해서 종래의 공공성에 관한 논의들을 크게 (i)영역적 공공성론 (ii)주체적 공공성론 (iii)절차적 공공성론 및 (iv)원인적 공공성론의 4가지 형태로 정리해 볼 수 있다.³⁷⁾

먼저 (i)의 경우 공사의 구별은 영역의 구별, 즉 사적영역(private sphere)과 공적영역(public sphere)의 구별로 보는 견해이다. 여기서 사적영역이란 정치적으로 조직된 사회의 통치권력의 개입에 의존하지 않고 자기조절적이고 자연적인 조화에 의해 질서를 형성해 가는 영역을 말한다. 이에 비해 공적영역이란 통치권력이 질서형성의 주체가 되어 규제해가는 영역을 말한다. 이 이론에 따르면 공공성이란 통치권력의 규제대상이 되는 공적영역의 고유성으로서, 공적영역을 사적영역으로부터 구별하는 특성을 의미한다.

(ii)의 주체적 공공성론이란 공사의 구별을 사적주체(private agent)와 공공적 주체(public agent)로 구별하는 견해이다. 사적주체란 자기이익의 추구를 최우선하는 존재인데 반하여, 공적주체란 사회의 공동이익을 배려하고 실현해야 하는 책임을 가진 존재로서, 이를 위해 자기부담, 자기희생도 마다하지 않는 존재를 의미한다. 따라서 공공성이란 사회적 책임을 수행하는 공적주체의 윤리적, 정치적인 자질과 능력을 의미하는 것으로 이해하고 있다.

다음으로 (iii)의 절차적 공공성이란 공사의 구별을 의사결정의 절차에 따라 구별하는 개념이다. 사적결정절차란 특정 개인 또는 특정집단 내부적 의사결정을 의미하며, 이에 대해 공적결정절차란 특정개인이나 집단을 초월한 사회공중의 의사 및 의견이 넓게 반영되는 민주적 경로의 확보를 통한 결정절차를 의미한다. 이러한 공적결정절차를

37) 井上達夫, 「公共性の法哲學」(ナカニシヤ出版, 2006), 4~10頁.

통해 이루어진 결정은 사회전체의 정치적 결정으로서 구속력과 권위를 부여받게 된다. 여기에서 공공성이란 정치적 결정을 위한 민주적 절차의 보장을 의미하고 있다.

끝으로 (iv)원인적 공공성이란 공사의 구별을 개개인의 행동이나 결정의 이유를 사적이유(private reasons)와 공공적 이유(public reasons)로 구별하는 개념이다. 사적이유란 특정인이나 특정집단의 행동근거가 관련된 개인이나 집단에 특유한 신념체계로서 내부구성원들만이 이해할 수 있고 평가할 수 있는 ‘특이이유(idiosyncratic reasons)에 의존하는 것을 말한다. 이에 대해 공공적 이유는 모든 개인이나 모든 집단을 아우를 수 있는 이해가능성과 타당성을 가지고 있으며, 개별적인 특이이유에 근거한 행동을 억제하는 정치적 결정을 정당화시킬 수 있는 근거가 되는 이유를 말한다.

살펴본 바와 같이 공공성의 개념에 대해서는 다양한 해석들이 이루어지고 있으며 어떤 견해가 옳고 그르다는 판단을 하기 어렵다. 각각의 견해들은 공공성의 특정측면을 보다 강조하고 있는 견해들로서 공공성은 위의 4가지 이유를 모두 아우르고 있는 개념이라고 생각된다. 다만, 위의 견해들을 통해 현실에서 공공성이 갖는 의미를 찾아본다면, 공공성이란 사회구성원의 행위가 개개인의 사적이익을 목적으로 이루어지는 것이 아니라 사회전체의 이익을 먼저 고려하는 것으로 이해할 수 있다.

나. 연기금의 공공성

일반적으로 연금은 공적연금과 사적연금으로 구분된다. 국민연금, 공무원연금, 사립학교교직원연금 및 군인연금이 공적연금이 속하며, 법정퇴직금제도와 1994년부터 세제혜택을 제공하고 있는 개인연금제도 등이 사적연금이 속한다.³⁸⁾ 공적연금과 사적연금을 구분하는 기준은 제도의 운용주체가 사인인가, 아니면 국가인가에 따라 구분되는

38) 이봉주·류건식, 전계서, 3면.

것으로 이해할 수 있다. 즉, 국가가 운용주체가 되어 개인의 노후소득을 지원하는 강제적 저축제도라는 점에서 공적연금이라고 하는 것이다.

물론 공적연금이든 사적연금이든 개인의 노후소득보장을 목적으로 한다는 점에서는 차이가 없다. 또한, 연금기금의 여유자산 운용도 수익의 극대화를 통한 재정확보라는 측면에서 이루어져야 한다는 점에서도 동일하다. 하지만 그렇다고 해서 공적연금과 사적연금의 운용방법 및 절차가 동일하다고 할 수는 없을 것이다. 그 이유는 공적연금의 경우 공공성이라는 특성을 가지고 있기 때문이다.

살펴본 바와 같이 ‘공’과 ‘사’의 구분을 바탕으로 살펴보았을 때, 공적연금은 국가권력에 의해 통치된다는 점에서 분명히 공적 영역에 속한다고 할 수 있다. 또한, 공적연금은 특정개인의 이익을 위해서가 아니라 사회전체의 공통이익을 추구하여야 하며, 그러한 과정에서 특정개인이나 집단을 초월하여 사회전체의 의사가 반영되는 절차를 통해 의사결정이 이루어져 한다. 만일 공적연금의 수지적자가 발생하는 경우 그 부족분은 국가재정으로 충당하여야 하는 점을 고려할 때, 연금의 수급권자를 비롯한 직접 당사자뿐만 아니라 국민전체의 후생과 관련이 있기 때문이다. 결국 공적연금은 말 그대로 ‘공’적 영역에 속하는 것이며, 그 운용에 있어 공공성이 고려되어야 한다. 따라서 공적연금의 전체적 운용방향을 설정하거나 자산운용을 함에 있어서 연금가입자 및 수급자의 이익만을 가만해서는 안되며, 국민전체의 이익을 고려할 필요가 있다.

2) 공공성과 수탁자책임

연기금이 공공성을 가지고 있다는 점은 분명하며, 수탁자인 기금운용자의 경우에도 공공성을 고려한 투자가 요구된다. 또한, 수탁자로서의 신인의무를 고려할 때 기금운용자는 보험료를 납부한 가입자의 이익을 극대화시키기 위한 투자판단이 요구되기도 한다. 이 경우 연기

금의 공공성과 수탁자 책임은 일견 서로 상충되는 관계로 보여진다. 이처럼 양자가 상충되는 것처럼 보이는 가장 큰 이유는 수탁자인 기금운용자가 부담하는 수탁자책임이 보험료를 직접 납부하는 연금가입자나 미래에 급부를 수령할 연금수령자만을 대상으로 하고 있다는 오해에서 비롯된 것이라고 할 수 있다.

그렇다면 기금운용자의 수탁자책임의 대상은 누구인가? 이는 연금기금의 리스크를 부담하는 자, 다시 말해서 연금기금이 부족하거나 고갈되는 경우 누가 책임을 지는가의 문제라고 할 수 있다. 통상 조직의 소유자(owner)란 그 조직의 잔여위험(residual risk)을 부담하는 주체를 의미하는 것과³⁹⁾ 동일한 맥락이라고 할 수 있다. 연금기금의 리스크는 1차적으로 연금가입자와 수령자가 부담하게 될 것이다. 하지만 현실적으로 연금기금의 부족분을 국가재정에서 충당하기 때문에 납세자인 국민도 이해당사자가 된다.

또한 직접적인 리스크를 부담하지는 않는다고 하여도 연금기금의 운용에 이해관계를 가지고 있는 경우들도 있다. 대표적인 것이 연금기금이 투자하고 있는 기업이다. 연금기금의 경우 특성상 대규모 투자가 이루어지고 있으며, 연금기금의 투자여부는 기업주가에 적잖이 영향을 미칠 것이다. 또한 만일 연금기금이 특정기업의 주식을 매도하는 경우 그 기업의 주가 및 이미지에 악영향을 미칠 가능성도 있다. 이러한 점들을 고려할 때 기업을 비롯한 자본시장 참가자들도 기금운용자가 고려해야 할 공적연금기금의 이해관계자라고 할 수 있다.

결국 공적연금기금을 운용하는 기금운용자는 모든 이해관계자의 이익을 위해 투자판단을 해야 하며, 수탁자책임은 이해관계자 모두에 관한 책임이라 할 수 있다. 이러한 의미에서 보면 연금기금의 공공성이란 바로 기금운용자의 수탁자책임을 의미하는 것이라고 할 수 있다. 즉, 연금기금의 운용자는 연금기금의 가입자 및 수령자뿐만 아니라 납세

39) 조성훈 외, 전거서, 12면.

자인 국민전체와 투자대상인 기업을 비롯한 자본시장의 상황 등 모든 요소를 고려하여 투자판단을 해야 하며, 이는 다른 말로 연기금의 공공성이라고 할 수 있는 것이다.

(3) 연기금의 공공성과 수익성

연기금의 공공성을 인정한다고 하여도 수탁자책임을 논의하면서 의문이 제기되는 것은 연기금의 수익성을 고려하지 않는 공공성의 추구가 과연 바람직한가의 문제이다. 상술한 바와 같이 연기금은 공공성을 가지고 있고 따라서 연기금의 운용자는 이를 고려하여 투자판단을 해야 한다는 것은 이론적으로 설득력을 가지고 있다. 그러나 문제는 현실적으로 공공성을 고려한 투자가 일반적인 투자보다 수익률이 낮다고 한다면 바람직한 투자판단이라고 할 수는 없을 것이다. 결국 연기금의 공공성을 인정한다고 하여도 수익성이 뒷받침되지 않는다면 결과적으로 수탁자책임을 위반하는 것이라고 할 수 있다.

그렇다면 연기금 공공성에 대한 고려가 수익성과 상충되는 것일까? 결론부터 말하면 절대 그렇지 않다. 연기금의 수익성, 즉 투자수익이 얼마인가의 문제는 결과의 문제이다. 누구도 미래의 일을 예측하지는 못하며, 기본적으로 리스크를 가지고 있는 투자는 성공할 수도 있고 실패할 수도 있다. 기금운용자가 신인의무를 위반하였는가의 문제는 결과적으로 투자가 수익을 냈는가, 아니면 손실을 냈는가의 여부가 아니라 투자판단과정이 정당 하였는가의 문제이다. 즉, 법이 관심을 가지고 있는 것은 투자결과가 아니라 투자판단과정인 것이다.⁴⁰⁾ 기금운용자가 투자판단을 함에 있어 가능한 모든 정보를 고려하고 최선을 다한 판단을 하였다면 그 결과 손실을 입었다고 하여도 수탁자책임을 위반한 것은 아니다.

40) UNEP/FI, A legal Framework for the Integration of environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment(2005), p.7.

물론 투자판단의 과정에서 최선을 다하지 않거나, 객관적인 정보가 아닌 주관적 판단이나 잘못된 요소들을 고려하여 손실을 입은 경우에는 당연히 수탁자책임을 위반한 것이다. 여기서 문제가 되는 것은 연기금이 기업의 재무정보 외의 사회적 가치도 함께 고려하는 SRI나, 기관투자자로서 기업의 경영에 적극 관여하는 것이 투자판단과정에서 고려해야 하는 요소인가의 문제이다. 예를 들어 재무정보가 좋은 기업임에도 불구하고 환경적 측면에서 문제를 야기한 기업이라는 이유로 투자포트폴리오에서 제외한 것이 합리적 투자판단이라고 할 수 있는지가 문제되는 것이다.

투자자가 투자판단을 함에 있어 가장 중요하게 고려하는 것은 수익(return)과 위험(risk)이다. 투자자는 리스크를 분산하기 위해 일반적으로 포트폴리오 투자를 하고 있으며, 현대 포트폴리오 투자의 기본원칙은 일정수준의 수익이 주어진 경우에는 리스크를 가능한 한 최소화하는 것이고, 리스크가 일정수준으로 주어진 경우에는 수익을 최대화하는 것이다.⁴¹⁾ 다시 말해서 합리적 투자란 발생가능한 모든 리스크를 충분히 고려하여 투자하는 것이라고 할 수 있다.

그렇다면 연기금이 투자판단을 함에 있어 경제적 가치뿐만 아니라 환경, 인권, 노동 등 사회적 가치를 고려하여 투자를 하는 것이 합리적 투자인지를 검토할 필요가 있다. 살펴본 바와 같이 오늘날 기업은 다양한 이해관계자들이 존재하고 있고, 이해관계자의 지지를 얻지 못하는 기업들은 도태될 수도 있는 상황이다. 즉, 재무구조가 건전한 기업이라 할지라도 환경문제, 인권문제 등이 발생하는 경우 기업의 매출감소는 물론 주가하락 등의 타격을 입게 된다. 이는 투자자의 손실로 이어질 수 있으며, 따라서 투자자는 기업의 가치를 판단함에 있어 비재무적 정보도 함께 고려하여야만 한다. 결국 연기금이 기업의 비재무적 측면을 고려하여 투자판단을 하는 것은 투자대상과 관련한 모

41) Maria O'Brien Hylton, "Socially Responsible" Investing: Doing Good versus Doing Well in An Inefficient Market, 42 Am. U. L. Rev. 1, 13(1992).

든 리스크를 충실히 고려하는 것이므로 오히려 보다 합리적인 투자라고 할 수 있으며, 설령 손실을 입었다고 해도 수탁자책임을 위반했다고 할 수는 없는 것이다.

그렇다면 연기금이 이미 투자한 기업의 경영에 적극 관여하는 것은 수탁자책임과 어떠한 관계가 있을까? 최근 기관투자자들은 기업의 경영에 적극적으로 개입하는 경향이 있으며, 이는 기업의 지배구조개선 등 긍정적인 효과가 있다는 평가를 받고 있다. 과거의 주주행동주의(shareholder activism)의 경우에는 주주제안권, 위임장권유 등 주로 경영진과 대결적 구도를 가지고 있었다. 그러나 최근에는 경영진과의 지속적인 커뮤니케이션을 통해 기업의 조력자이자 후원자로서 역할하는 등 보다 긍정적인 모습을 보이고 있으며, 이에 따라 자본시장에서 기관투자자에 대해 기대하는 바도 더 많아지고 있다.⁴²⁾ 그 중에서도 연기금은 공공성으로 인해 기관투자자로서 최적의 역할을 할 수 있는 존재로 평가되고 있다. 은행, 보험회사 등 금융기관들은 고객의 사적 이익을 우선적으로 고려할 수밖에 없으며, 또한 투자대상기업과 사업상 긴밀한 관계를 맺고 있어 이익상반문제가 발생할 가능성이 높기 때문이다.

연기금을 비롯한 기관투자자의 이러한 행동변화는 기본적으로 거대한 자금을 운영하고 있기 때문이다. 투자자는 자신이 선택한 투자대상이 기대에 미치지 못하는 경우 새로운 투자대상을 고려하는 것이 일반적일 것이다. 그러나 기관투자자는 주식을 대량으로 보유하고 있어 적시에 이를 처분하는 것이 사실상 어렵다. 따라서 수익의 극대화를 위해서는 새로운 투자로 전환하기 보다는 기존투자를 발전시킬 필요성이 커진다.⁴³⁾ 더욱이 공공성을 가지고 있는 연기금의 경우에는

42) 年金總合研究センター, 「機關投資家の株主議決權行使とコーポレート・ガバナンス」, 別冊商事法務, 274号(2004), 3頁.

43) 송상현·김건식 역, 「주식회사법리의 새로운 경향 - 회사의 구조 - 법학적 분석 -」 (경문사, 1983), 66면.

투자차익만을 위해 주식을 매각하는 것은 사회적으로 인정되기 어렵기 때문에 기존 투자를 통해 이익을 추구하게 된다. 따라서 기관투자자, 특히 연기금이 기업의 경영에 적극 관여하는 것은 이를 통해 기업의 가치를 향상시키고자 하는 노력으로 기존투자를 더욱 발전시키는 것이라고 할 수 있다. 다시 말해서 투자수익을 극대화시키고자 하는 노력의 일환으로 기업경영에 적극 참여하는 것이며, 이는 수탁자 책임을 성실히 수행하는 과정이라고 할 수 있다.

IV. 결 론

최근 국민연금에 대한 우려의 목소리가 크다. 근본적인 제도개혁이 없으면 멀지 않은 장래에 기금이 고갈될 것이라는 것은 더 이상 놀라운 사실이 아니다. 연금제도 개혁의 필요성은 누구나 공감하면서도 실제 개선은 이루어지지 않고 있는 것은 당사자간의 침해한 이해관계가 대립되고 있기 때문이다. 지금까지 살펴본 연기금의 공공성과 수탁자책임에 관한 논의는 연금제도개혁과 직접적인 관련성은 없지만 연기금을 어떻게 바라봐야 하는지, 즉 연기금에 대한 기본시각에 관한 문제라는 점에서는 상당부분 동일한 면이 있다.

연기금은 기본적으로 공공성을 가지고 있다. 국가가 관리주체이기 때문이기도 하고, 특정개인의 이익만이 아니라 이해관계자인 국민전체의 이익을 고려해야 하기 때문이기도 하다. 그러므로 운영절차에 있어서도 민주적 절차에 따라 모든 사람에게 이익이 갈 수 있도록 해야 하고, 경우에 따라서는 특정개인의 이익보다 전체의 이익을 우선 고려해야 할 때도 있다. 물론 개개인의 입장에서 볼 때, 가장 중요한 것은 약속된 보험료를 내고 장래에 약속된 급부를 수령하는 것이다. 만일 약속된 급부가 지급되지 않는다면 이는 약속을 저버리는 행위가 되고, 수탁자책임을 위반하는 행위가 될 것이다. 그러나 본문에서 살펴본 바와 같이 공적연기금의 경우에는 다양한 이해관계자가 존재하

고 있다. 현시점에서 보험금을 납부하고 장래에 급부를 수령하기 때문에 부족분이 발생할 경우 세대 간의 분담문제도 발생하게 되며, 자산운용에 따른 자본시장 참가자와의 문제도 발생할 수 있다. 이러한 점을 고려할 때 공적연기금을 단순히 사적연금이나 보험 등과 동일한 선상에 놓고 보는 것은 바람직하지 않다.

연기금 운영의 기본방향이나 개혁의 기본방향은 연기금에 대한 인식의 변화에서부터 출발해야 한다. 보험료를 납부하고 있는 나만의 문제가 아니라 이 사회 전체의 문제이고, 국가재정과 관련된 문제이고, 자본시장과 관련된 문제라는 점을 분명히 인식하는 것이 선행되어야만 보다 나은 공적연금제도가 마련될 수 있을 것이다.

주제어 공적연금, 연금기금, 수탁자책임, 연기금의 공공성, 사회책임투자

The Public Character of Public Pension Funds and the Fiduciary duty as Institutional Investors

Kwak, Kwan - Hoon*

The past decade has witnessed extraordinary growth in the assets held by institutional investors, specially pension funds. The trustee of public pension fund have a fiduciary duty to act as if it were making investment decisions for itself. Ordinarily, this means that the fiduciary considers only economic criteria in order to maximize returns and increase the fund's total asserts. If the fund manager chooses to engage in 'socially responsible investing', by contrast, the manager considers noneconomic criteria in making investment choices. Socially responsible investing vary in their investment objectives and in their means of pursuing these objectives. Individuals have different views as to which types of investment are beneficial to society, and this is reflected, to a limited extent, in the variety of socially responsible funds available in the market.

In recent year, consumers, stockholders and the broader civil society are more aware of harmful business practices and have come to exact high standards from corporations and to insist that goods be produced not only efficiently but also ethically. Positive attention of consumers and investors increases market opportunities and yields direct economic benefits. In general, corporations strive to make profits and increase the value of their shareholders' investments. However, there is a growing view among investment professionals that environmental, social and corporate governance issues can affect the performance portfolios. In this article , I would like to explore relationship of public Character and the Fiduciary duty of pension funds.

| |
|---|
| KEY WORDS Public Pension, Pension Fund, Fiduciary Duty, Public Character of Public Pension Fund, Socially Responsible Investment |
|---|

* Associate Research Fellow, Korea Legislation Research Institute, Ph. D in Law