

적극적인 주주권 행사를 활용한 공적자금 회수 극대화 전략: 예금보험공사 사례에 대한 시사점을 중심으로*

이진호**
정현재***
백강****

본 논문은 공적자금 투입으로 지분을 보유하게 된 회사를 미흡하게 관리·감독함으로써 공적자금 회수가 원활하게 이루어지지 않고 있는 것에 문제 인식을 갖고, 적극적인 주주권 행사가 대상 기업의 가치를 제고하여 공적자금 회수 극대화에 이바지할 수 있음을 예금보험공사 사례를 바탕으로 살펴보았다. 예금보험공사는 현재 공적자금 지원을 통해 여러 상장회사의 지분을 보유하고 있는데, 이들 기업에 적극적으로 주주권을 행사하여 공적자금 지원으로 유발되는 경영진의 도덕적 해이를 방지하고 기업 가치를 제고함으로써 궁극적인 공적자금 회수 극대화에 도달할 수 있음을 제언하고자 한다.

예금보험공사는 1997년 금융위기 이후부터 2011년 6월말까지 부실금융기관에 대하여 공적자금의 형태로 총 110.9조원을 지원하였다. 그러나 이 중 47.7조원만을 회수하는 데 머무르고 있으며 예금보험공사의 자회사인 KR&C 또한 지분을 보유하고 있는 상장회사에 대해 지원액 총 18조원 중 7.7조원을 회수하지 못하고 있다. 더욱이 2012년 5월말 현재 미회수된 지분의 평가액이 7.1조원에 불과하다는 점을 감안하면, 공적자금 회수를 위한 이들 주식의 가치 제고에 보다 많은 노력이 필요함을 알 수 있다.

본 사례연구는 공적자금 회수 극대화를 위한 기업가치 제고의 일환으로 예금보험공사의 적극적인 주주권 행사 방안을 다음과 같이 제언한다. 상장여부와 지분율에 따라 기업을 구분한 후, 상장된 지분을 상위 기업에 대해서는 1) 상세한 의사결정 가이드라인 구축, 2) 외부 의견권 행사 자문기관과 협업, 3) 사외이사활동 강화 방안 마련 등이 필요하고, 상장된 지분율 하위 기업에 대해서는 1) 주주협의회를 통한 협의체널 강화, 2) 주주제안권 및 주주소송권의 행사, 소수주주권 활용 3) 전자투표제의 활용 등을 추진할 필요가 있다.

주제어: 주주행동주의, 주주권 행사, 공적자금 회수 극대화, 지분보유회사, 예금보험공사

1. 서론: 주주권 행사 관련 예금보험공사 사례연구의 중요성

회사를 미흡하게 관리·감독함으로써 공적자금 회수가 원활하게 이루어지지 않는 것에 문제 인식을 갖고, 적극적인 주주권 행사가 대상 기업의 가치를 제고하여 공적자금 회수 극대화에 기여할 수 있음을 예금보험공사 사례를 바탕으로 살펴보고자 한다.¹⁾

본 논문은 공적자금 투입으로 지분을 보유하게 된

논문접수일: 2012. 08. 17. 1차 수정본 접수일: 2012. 11. 27. 게재확정일: 2013. 02. 05.

* 본 논문의 내용은 저자(들)의 개인적인 의견이며, 예금보험공사의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

** 한남대학교 경상대학 경영학과 조교수(leejinho@hannam.ac.kr), 제1저자

*** 서강대학교 경영전문대학원 박사과정(gogiants@hanmail.net)

**** 서강대학교 경영전문대학원 박사과정(bkang@sogang.ac.kr), 교신저자

1) 공적자금 회수 극대화가 법적으로 명문화되어 있지는 않지만 투입된 자금에서 회수된 자금의 차이, 즉 비용을 최소화하기 위한 사후적 방법으로 자금의 회수를 극대화할 필요성은 인정된다. 즉 공적자금관리특별법 제13조 제1항은 최소비용원칙을 제시하여 공적자금 회수 극대화의 필요성을 인정하고 있다.

공적자금(Public Fund)은 1997년 말 외환위기 이후 금융 부실이 누적되면서 경색된 금융시장을 조속히 정상화하고 급속하게 위축되던 실물경제를 회복하기 위해 금융구조조정 등에 사용된 자금을 말한다(금융위원회, 공적자금관리위원회, 2011). 우리나라는 1997년 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기를 겪는 동안 공적자금 투입을 통해 금융시장이 안정되고 금융기관의 건전성과 투명성이 제고되는 성과를 얻기도 하였다.²⁾ 그러나 해당 금융기관을 비롯한 금융부문의 광범위한 부실로 인해 투입된 공적자금의 상당 부분이 회수에 어려움을 겪고 있어 공적자금 회수 극대화를 위한 구체적인 대책 마련이 시급한 실정이다. 한편 예금보험공사는 부보금융회사에 대하여 예금자보호법이 정하는 한도 내에서 예금을 대지급하거나 동법이 정하는 바에 따라 부보금융회사의 경영정상화를 위한 출자, 부보금융회사의 계약이전 등에 따른 출연 및 자산매입의 방법으로 2002년말 이전에 발생한 보험사고나 부실금융회사 등으로 결정 또는 인정한 경우에 한해 공적자금을 지원하였다. 예금보험공사의 경우 1997년말 금융위기 이후부터 2011년 6월말까지 총 110.9조원을 지원하였으나 회수율은 매우 저조한 것으로 파악된다(금융위원회, 공적자금관리위원회, 2011). 특히 출자를 통해 지분을 보유하게 된 회사의 경우 총 18조원의 지원액 중 7.7조원만을 회수하는 데 그쳐 회수율은 42.8%에 머물러 있다. 출자를 통해 지분을 보유하게 된 회사의 공적자금 회수가 원활히 이루어지지 않았던 이유는 크게 시장 상황의 악화로 적격 매수주체 선입이 곤란했다는 점, 장부가 매각 원칙 등으로 요약할 수 있다. 예금보험공사는 지분보유회사에 대해 경영정상화 이후 시장 상황을 고려하여 매각을 추진하고 있으나 그동안의 국내외 시장 상황이

좋지 못해 적격 매수주체를 선입하지 못하였다. 예를 들어 우리금융지주의 경우 2012년 4월 27일 매각방안을 발표하고 매각을 추진하였으나 유효경쟁이 성립하지 않아 매각절차를 중단하기도 하였다. 또 예금보험공사는 출자 형식으로 지원할 경우 장부가를 기준으로 보유지분을 취득하거나 매각해야 하는 원칙 하에 공적자금을 투입했기 때문에 시장가가 장부가를 초과하지 못할 경우 매각 추진이 원천적으로 불가능하다는 구조적인 문제점을 안고 있다. 더욱이 시장가가 장부가를 초과하더라도 시장의 투자심리가 냉각되어 적격 매수주체가 나서지 않을 경우에는 매각 추진이 불가능할 수밖에 없다. 공적자금 회수 극대화를 위해 시장 상황을 고려한 블록세일 및 장중매각, 또는 장부가 매각 원칙의 철회 등 다양한 해법이 제시될 수 있으나, 본 사례연구에서는 보다 근본적인 접근으로 지분보유회사의 기업가치 제고가 궁극적으로 공적자금 회수 극대화에 기여한다는 전제 하에 적극적인 주주권 행사 방안을 제시하고자 한다. 더욱이 2012년 5월말 현재 미회수액 10.4조원의 평가액이 7.1조원에 불과한 점을 고려하면 이들 지분보유 상장회사에 대한 기업가치 제고를 위해 다방면의 노력이 강구되어야 할 것으로 판단된다.

공적자금 회수 극대화를 위해서는 무엇보다도 지분보유회사에 적극적으로 주주권을 행사하여 건전 경영을 유도함으로써 해당 기업의 가치를 제고하는 노력이 필요하다. 적극적인 주주행동주의(Shareholder Activism)에 기초하여 공적자금 지원 과정에서 유발되는 경영진의 도덕적 해이를 방지하려는 노력은 투입된 공적자금의 회수율을 높이는 근본적인 대책이 될 수 있다.³⁾ 예금보험공사 역시 공적자금이 투입되어 지분을 보유하게 된 회사에 대해 공적자금

2) 공적자금의 전반적인 지원 및 회수실적과 예금보험공사의 공적자금 지원 및 회수실적에 대한 개괄적인 내용은 <부록>을 참고할 수 있다.
3) 공적자금 투입이 경영진의 도덕적 해이를 유발하여 은행 위험을 증가시킨다는 다수의 연구결과가 존재한다(민홍기, 윤종진, 2006; Dell'Ariccia, Godde, and Zettelmeyer, 2000; Spadafora, 2003).

회수 극대화를 위한 주주권 행사의 일환으로 MOU 관리규정 및 매각계약서 등에 따라 일부 사외이사를 추천하고 주주총회에서 주주권을 적극적으로 행사하는 등 주요의사결정에 참여하여 출자회사의 도덕적 해이 방지와 경영진의 경영 활동 감시를 수행하고 있다. 그러나 표준화된 절차에 의한 경영감시 차원의 사외이사 활동이 이루어지지 않고 주주총회 안건의 의결권 행사 절차와 기준이 정립되지 않은 채 주주권 행사 방향을 정하고 있어 의사결정체계에 일관성이 결여된 것으로 파악된다. 또 소수지분보유회사의 경우 주주총회 안건의 세부내용을 미리 파악하기 곤란하여 정확한 의사결정에 어려움을 겪고 있어 주주권 행사에 한계를 갖고 있다. 이는 단지 예금보험공사에만 국한되는 것이 아니라 대부분의 국내 연기금들도 겪는 문제로, 금융시장 참여자들로부터 형식적으로 의결권을 행사하고 의결권 행사 지침에 구체성이 결여되어 있다는 비판을 면치 못하는 원인으로 지적된다(이시연, 2011).

본 사례연구는 예금보험공사가 공적자금 투입으로 지분을 보유하게 된 회사에 대한 적극적인 주주권 행사 방안을 제시함으로써 공적자금 회수 극대화에 기여하고자 한다. 최근 저축은행사태를 계기로 금융감독체계의 비효율과 금융기관의 도덕적 해이에 대한 비판이 제기되는 상황을 감안하면, 공적자금 회수 극대화에 대한 근본적인 대책을 마련하려는 본 사례연구는 적지 않은 정책적 시사점을 갖는다고 하겠다.

본 논문은 총 4장으로 구성되어 있다. I장 서론에 이어, II장에서는 공적자금 회수 극대화를 위한 주주권 행사 방안에 대해 논하고, III장에서는 공적자금의 지원 및 회수 실적을 예금보험공사 사례를 통해 살펴본다. IV장에서는 예금보험공사 사례를 통해 공적자금 회수 극대화를 위한 적극적인 주주권 행사 방안을 논의하고 논문을 마무리한다.

II. 공적자금 회수 극대화를 위한 주주권 행사 방안: 사례와 실제

2.1 공적자금 회수 극대화와 주주권 행사

앞서 언급한 바와 같이 공적자금은 금융 시장의 경색으로 위축된 실물경제를 회복하고자 금융구조조정 등에 사용된 자금을 말한다. 공적자금관리특별법에서는 공적자금을 예금보험기금채권상환기금, 부실채권정리기금, 구조조정기금, 공공자금관리기금 등의 기금 또는 재산 등에서 금융기관 또는 기업의 구조조정에 지원되는 자금으로 규정하고 있는데, 공적자금의 원천인 정부의 기금 또는 재산이 다름 아닌 국민의 세금으로 조성된다는 점에서 공적자금 회수 극대화는 공적자금의 투입과 동시에 달성해야 할 당면 목표라고 할 수 있다. 공적자금의 회수 자체에만 목표를 두고 회수율을 등한시할 경우 혈값매각이라는 오명을 받을 수도 있기 때문에 공적자금 회수는 극대화라는 대전제가 포함될 수밖에 없다. 이런 의미에서 공적자금 회수 극대화를 위한 보다 구체적인 다양한 방법이 강구될 필요가 있다고 하겠다.

공적자금의 회수 방법은 지원 방식에 따라 달라진다(금융위원회, 공적자금관리위원회, 2011). 우선 출자방식으로 지원된 경우는 공적자금 투입 금융회사의 보유지분을 매각함으로써 회수가 가능한데, 출자주식의 매각 외에도 보통주(또는 우선주)를 보유하고 있는 동안에 수령한 배당금도 공적자금 회수에 포함될 수 있다. 출연 및 예금대지급 방식으로 지원된 경우, 해당 금융회사의 파산절차에 참여하여 파산배당을 받는 형식으로 이루어지며 자산매입방식 및 대출금으로 지원된 경우 동자산을 매각함으로써 공적자금을 회수한다.⁴⁾ 본 논문에서는 예금보험공

4) 한편 자산관리공사가 부실채권 매입방식으로 지원된 경우에는 부실채권을 효율적으로 구분하여 관리 및 매각하여 공적자금 회수를 도모하고 있다(금융위원회, 공적자금관리위원회, 2011).

사에 의해 투입된 공적자금 중 출자방식에 의한 공적자금의 회수 극대화를 위해 이들 회사에 대한 적극적인 주주권 행사 방안을 모색하기로 한다.

일반적으로 주주권 행사는 주식소유로 인해 법적으로 인정되는 각종 권리의 행사를 말하는데, 주주권에는 주주총회에서 이사회 부의안건에 대해 투표하는 의결권, 주주총회에 정관개정안을 제안하거나 사외이사후보를 추천하는 주주제안권, 회사를 대신해 이사의 책임을 추궁하는 대표소송 제기청구권 등이 포함된다. 또한 상당량의 지분을 갖게 되면 이사회입청구권과 임시주주총회소집청구권도 갖게 되는데 넓은 의미의 주주권 행사는 이상의 공개적인 권한 행사 이외에 비공개적으로 지배구조 또는 경영일반에 관해 경영진에게 의견을 제시하고 협의하는 것도 포함된다고 할 수 있다(김우찬, 2011a).

적극적인 주주권 행사는 주주행동주의와 동일한 개념으로 활용되는데, 이러한 주주행동주의가 기업가치 제고에 기여한다는 증거는 여러 연구를 통해 확인할 수 있다. 원종욱, 김성민, 강지원(2011)은 주주들의 적극적인 경영 개입을 통한 주주행동주의는 기업의 내부자인 경영자를 견제함으로써 대리인 문제를 효과적으로 규율하는 것이라 정의하면서 주주행동주의가 대리인문제를 경감하여 결국 기업 가치를 향상시킬 수 있다고 주장하였다. 또 Gillan and Starks(2000, 2007)는 주주행동주의를 대리인문제 완화를 통해 주주이익을 높이려는 행동이라고 정의하고 1980년대 말부터 선진자본시장을 중심으로 활발히 주주권이 행사되어 현재까지도 상당한 관심을 받는 가운데, 특히 연기금이나 헤지펀드(Hedge Fund), 자산운용사 등 상대적으로 큰 규모의 주식투자가 가능한 기관투자자의 적극적인 주주행동주의가 투자대상기업의 기업 가치 및 지배구

조에 영향을 미쳐 투자자보호와 자본시장발전의 선순환구조를 만든다고 밝힌 바 있다. 한편 Becht, Franks, Mayer, and Rossi(2009)는 보유 지분에 대한 의결권을 이용하여 주주총회에서 경영자와 이사진을 압박하고 지분 매각 위협을 통해 영향력을 행사하는 것으로 주주권을 정의하면서 주주권 행사가 내부 경영진을 견제함으로써 대리인문제를 규율하고 기업가치 제고에 기여한다고 주장하였으며, 이재현(2011)은 주주권이 의결권보다 광범위한 개념으로 주주로서의 포괄적인 권한을 의미하므로 주주권 행사는 의결권 행사보다 적극적인 활동이라고 구분지어 설명하면서 주주권 행사를 통해 기업가치 및 기업지배구조를 개선할 수 있음을 밝히기도 하였다. 특히 Del Guericco and Hawkins(1999), Woitke(2002) 등 다수의 연구는 공적 연금이 투자대상기업에 대한 감시와 가치증진기능을 통해 기업지배구조에 있어 중요한 역할을 담당한다고 주장한 바 있다.

따라서 본 논문에서는 공적자금 회수 극대화를 위해 기업가치 제고가 요구된다는 명제 하에 이를 위한 방법 중 하나로 적극적인 주주권 행사 방안을 모색하기로 한다. 특히 공적자금 지원으로 인해 예금보험공사가 보유하게 된 상장회사를 중심으로 구체적인 주주권 행사 방안을 제시하고자 한다.

2.2 주주권 행사 관련 국내외 모범 사례

적극적인 주주권 행사를 통해 기업가치 제고를 달성한 사례 중 가장 대표적인 사례는 미국 캘리포니아 주정부 공무원연금(CalPERS: California Public Employees' Retirement System)을 꼽을 수 있다.⁵⁾ 또한 우리나라의 국민연금도 적극적인 주주권 행사를 위한 지침을 마련하여 이에 따라 주

5) 1931년 설립된 CalPERS는 주정부에 의해 고용된 근로자에게 퇴직급여를 제공하기 위하여 마련된 제도로서, 현재 주정부 공무원뿐만 아니라 캘리포니아주 내 각종 공공기관 근무자, 공립학교 교원 등 130만 여명을 대상으로 확정급여형(Defined Benefit) 연금제도를 운영 중이며, 2010년 6월말 현재 2천억달러(시장가치) 규모의 투자 자산을 보유한 세계 최대 연기금 중 하나이다.

주권을 행사함으로써 기업가치 제고에 노력 중이다. 그밖에도 영국의 자산운용사 헤르메스(Hermes) 등의 기관투자자나 ISS(International Shareholders Services)와 같이 의결권 행사 가이드라인을 전문적으로 제공하는 전문기관들도 주주권 행사 관련 지침을 보유하고 있는데, 이러한 사례들을 벤치마킹함으로써 기업가치 제고를 위한 적극적인 주주권 행사 방안을 마련할 수 있을 것으로 기대된다.

첫째로 투자대상기업의 지배구조 개선 활동에 적극적인 CalPERS는 1980년대 후반 의결권 행사를 시작하여 1990년대 이후 기업지배구조에 관한 원칙과 지침을 마련하면서 활동을 본격화하였다.⁶⁾ 1974년 퇴직소득보장법의 선관주의 의무 부여 이후 1984년 기업지배구조 프로그램을 시작으로 “Global Proxy Voting Principles”을 기초로 한 의결권 행사 기준을 꾸준히 유지하였는데, 이는 내부직원들만으로는 전문성을 보유할 수 없으며 각종 의안들을 모두 일일이 분석하는 것이 불가능하다는 인식 하에 의안분석, 의결권고, 웹을 통한 주총안건 통지 및 의결처리 서비스를 제공하는 외부자문기관과 계약을 맺어 활용함으로써 가능하였다. 이와 더불어 1987년부터 투자대상기업에 대해 경영성과, 주가, 지배구조 등을 평가하여 집중적인 감시대상기업을 선정한 “CalPERS Focus List”를 작성하고 있는데, 이를 통해 기업들의 재무성과나 주가가 꾸준히 향상된 것으로 나타나고 있다(이시연, 2011). 뿐만 아니라 2001년부터는 “CalPERS Focus List” 전에 비공개로 “Monitoring List”를 추가로 선정하여 지배구조와 경영활동 개선을 더욱 강화하고 있다. CalPERS는 또한 자신들이 지분을 보유한 상장회사에 대해 위임 의결권 행사(Proxy Voting) 결정내역을 공시하고 다른 주주들

도 이에 따라 의결권을 위임 행사할 것을 적극적으로 권고하여 다른 투자자들과의 연대를 통해 시장규율을 강화하고 있다. 나아가 CalPERS는 의결권 행사 시 주주의 이익극대화, 책임성, 투명성, 동등한 대우(One-share/One-vote), 의결권의 대리행사에 관한 상세 내용, 모범사례규정, 장기적인 안목, 이사진 구성에 대한 참여 등을 핵심 기준으로 삼고 “핵심 지배구조 원칙(Core Principle)”과 “국내 기업에 대한 지배구조 원칙(Domestic Principle)”을 통해 이사회와 독립성과 리더십, 이사회와 CEO 평가, 경영진과 이사의 보수, 재무보고의 정확성, 기업 책임, 주주 권리 등 다양한 상황의 구체적인 원칙들을 제시하고 있다(이시연, 2011).

둘째, 국민연금은 국내에서 가장 적극적으로 의결권을 행사하는 것으로 알려져 있다. 강정민(2010)에 의하면 국민연금은 다른 기관투자자들에 비해 상대적으로 높은 반대의결권 행사 비율을 기록한 것으로 분석되었다.⁷⁾ 국민연금공단은 내부지침에만 의거해 비공개 하에서 의결권을 행사하다가 2005년 12월 국민연금기금 의결권행사지침과 세부기준을 채택함으로써 투자회사에 대해 의결권 행사를 강화하고 있다(박영석, 신진영, 위경우, 이재현, 정재만, 2012).

셋째, 해외 주요 기관투자자들은 내부적으로 의결권 행사 관련 가이드라인을 마련하여 의결권을 행사하고 있으며, 외부의 전문기관으로부터 자문을 받는 등 의결권 행사 관련 절차가 표준화되어 있다. 이 중 대표적인 기업이 헤르메스이다. 헤르메스는 1983년 퇴직연금운용을 위해 설립된 영국의 자산운용회사로, “The Hermes Principle”라는 운용 철학 하에서 주주의 장기적인 가치 제고를 위해 기업의 종업

6) 1980년대 후반 CalPERS는 투자회사의 이사 선임에 대한 의결권 행사로 기업지배구조 프로그램(Corporate Governance Program)을 시작하였다. 1990년대에는 수많은 투자기업들의 투표 진행과정, 이사 선임, CEO의 보수, 공식적인 주주자문위원회의 형성 등과 같은 문제로 기업지배구조 프로그램의 방향을 변경한 바 있다.

7) 2010년 1~5월 사이에 전체 주주총회 안건 중 반대 의결권을 행사한 안건의 비율은 국민연금은 6.87%, 기타 기관투자자는 0.47%로 조사되었다(강정민, 2010).

원 및 여러 이해관계자와 효율적인 관계를 정립하고 환경 및 사회문제도 함께 고려하는 것으로 알려져 있다(서은숙, 2009).

헤르메스는 내부 지배구조 분석체계를 통해 해당 기업의 안전을 분석하고 축적된 데이터베이스(DB)를 바탕으로 의결권을 행사하고 있다. 또한 지배구조 및 의결권 행사 관련 정책을 주요 영국회사들에게 제공하거나 지분을 투자한 기업의 주주총회에 참석하여 의결권을 행사할 뿐만 아니라 관련 내용을 정기적으로 고객들에게 제공하고 있다. 한편 헤르메스는 의결권 행사를 각 투자지역별 원칙 하에 적용하고 있으며, 기업지배구조 원칙에는 기업의 목표(주주가치의 극대화), 의사소통 및 보고(공시지침의 준수), 의결권 확보의 의무화, 이사선임절차 공시의 의무 및 독립이사의 기준과 역할 확립, 임원과 주주 간 보상 연계 및 보상절차의 투명성 제고, 전략적 집중을 위한 주주와의 의사소통, 장기 실적의 최대화 추구, 주주이익의 중시, 지배구조 모범규준 제정 및 준수 등이 구체적으로 포함되어 있다.

넷째, ISS는 1985년 지배구조 개선과 기관투자자에 대한 의안 분석 및 의결권 행사를 도모하기 위해 설립된 전문서비스기업으로 세계 주요 지수에 편입된 기업, 신홍시장 기업 등 대다수 상장사에 대해 의결권 행사 및 동향 분석 도구(Governance Analytics) 제공, 종합적인 보고서 작성, 기록 보존 및 공시 서비스 등의 의결권 관련 서비스를 제공하고 있다. ISS는 “의결권 자문”과 “기업지배구조 리스크(Corporate Governance Risk) 및 수탁리스크(Fiduciary Risk)” 등으로 서비스를 구분하여 제공하고 있다. 이 중 기업지배구조 리스크는 주주총회 안전의 의안 분석 및 권고안을 제공하는 자문서비스로 국내외 주총안전에 대한 찬성과 반대의 권고안을 제공한다.

이들 국내의 주요 기관투자자들은 공통적으로 1) 다양한 상황에 대해 명확하고 구체적인 의결권 행사

지침을 보유하고, 2) 내부에 축적된 데이터베이스 혹은 외부 전문기관을 활용하여 안전 분석 관련 인프리를 강화하며, 3) 자신들의 의결권 행사 내역을 공시하여 의사결정의 투명성과 기타 주주들과의 연대를 모색하는 특징을 가진 것으로 파악된다. 이들이 공적자금 회수 극대화를 목표로 주주권 행사를 강화하기 위한 기본 체계를 제시한다는 점에 주목할 필요가 있다.

2.3 공적자금 회수 극대화를 위한 주주권 행사 방안

앞선 주주권 행사에 대한 국내의 모범사례로부터 공적자금 회수 극대화를 위해 활용될 수 있는 적극적인 주주권 행사 방안을 아래와 같이 구체화할 수 있다.

첫째, 사외이사 후보추천 및 표준처리절차를 구축함으로써 사외이사 활동 강화 방안을 마련할 필요가 있다(박경서, 2011). 사외이사의 활동이 활성화되기 위해서는 사외이사의 경영감독기능 및 독립성 강화가 전제되어야 하고, 이를 위한 주요 주주로서의 적극적인 역할 수행이 수반될 필요가 있다. 먼저 독립성 강화를 위해 사외이사후보추천위원회에서 사외이사를 추천하되, 사외이사후보추천위원회를 구성하는 위원을 임명하기 위한 임시기구 성격의 추천자문단을 활용할 수 있다. 다만 위원회의 활동내역과 추천사유 등은 공개하는 것을 원칙으로 하고 투명성을 확보해야 할 필요가 있다. 또한 사외이사 후보들의 책임성, 독립성, 전문성, 자율성, 지도력 등을 기초로 엄격한 추천 기준을 제정하여 인력풀을 관리하고, 경영 참여의 가능성을 축소하여 개별기업 이사회회의 자율성과 독립성을 존중하기 위해 복수의 인력풀을 제시할 수도 있다. 이때 사외이사 후보 추천을 위해서 사외이사 후보 추천풀 구성 및 교육·인증 프로그램을 진행하거나 기존에 사외이사 후보 추천풀을 갖추고 있는 관련 협회, 연구소·대학, NGO,

재단, 헤드헌팅사, 컨설팅사 등과 파트너십을 맺고 추천풀을 확대할 필요가 있다. 다음으로 사외이사의 의사결정 지원체계 강화 및 주요 사안에 대한 표준 처리절차 마련을 고려할 수 있는데, 안건의 적기 입수가 곤란하고 사외이사에게 검토 결과를 강제하기 어려운 점 등을 감안하여 실제로는 탄력적으로 운영할 필요가 있다.

둘째, 상세한 의사결정 가이드라인을 구축해야 한다. 국내에서는 2008년 금융투자협회가 기관투자자들을 위해 제정한 "의결권 행사 가이드라인"이 비교적 구체적이므로 이를 기초로 각 기관에 적합한 안을 구축하는 것이 효과적일 것으로 판단되며, 확정된 주주권 행사 지침은 공시를 통해 투명성을 확보하는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

셋째, Focus List를 선정하여 집중적으로 관리할 필요가 있다. CalPERS가 매년 투자비중, 소유집중도 등을 고려하여 기업성과가 나쁘고 지배구조가 열악한 기업 10여개를 선정(Focus List)하여 공표하는 것과 같이, 경영성과와 지배구조관행 등에 문제가 있는 기업들을 대상으로 적극적인 경영개입의 사전 단계로서 Focus List를 작성할 필요가 있다. 이를 위해 Focus List 선정을 위한 내부 지침을 도입하고 선정된 기업에 대해서는 경영자 협의와 의결권 행사 등을 통해 투자자치 훼손을 최대한 방지할 수 있도록 유도해야 할 것이다. CalPERS의 경우, Focus List 선정 전 해당기업의 5년간 누적초과수익률은 -84.2%인 데 반해 선정 후에는 15.4%로 제도 도입의 효과가 긍정적인 것으로 나타난 바 있다(박상수, 2005; 김우찬, 2011b; 박경서, 2011).

넷째, 외부 의결권 행사 자문기관과의 협력이 필요하다. 하지만 국내에서는 의결권 행사 자문 서비스 시장이 활성화되어 있지 않기 때문에 사내 전담 조직을 갖추거나 외부 전문기관과의 협업을 통해 관련 인프라를 강화할 필요가 있다. 현재 좋은기업지배구조연구소(CGCG)가 일부 상장회사에 국한하여

주주총회 의안분석과 의결권 행사 가이드라인 및 권고 서비스를 제공하고 있고 최근에는 한국기업지배구조원(CGS)도 전문적인 의안 분석 서비스 제공을 준비 중에 있어 내부 전담조직과 이들 간의 협업을 통해 효율적인 안건 분석 및 대응이 가능하도록 체계를 구축할 필요가 있다.

다섯째, 주주권 행사의 의사결정 내역을 사전공시함으로써 의결권 행사가 관치경영이나 정치적 논리를 대변한다는 우려를 불식시킬 수 있도록 독립성과 투명성 확보가 우선되어야 한다. 따라서 주주권 행사가 기업의 경영활동에 지나치게 개입하지 않고 장기적으로 기업 가치 증대를 위한 행위임을 알리고, 정치적인 목적으로 기업의 경영을 통제하려 한다는 부정적인 시선을 개선하기 위해서 의결권 행사를 사전 공시하는 방법을 고려할 필요가 있다. 이는 사전 공시를 통해 의결권 행사 시 찬성과 반대 이유를 충분히 기술하여 다른 투자자들과의 연대를 도모하고 소액주주들의 활동을 독려함으로써 시장규율 강화에 기여할 수 있다는 점에서도 긍정적으로 평가된다. 그러나 앞서 언급한 것처럼 국내 자본시장법은 의결권 행사 지침에 대해서는 공시 의무를 부여하지 않고 있으므로, 제도적 기반이 마련되면 사전공시 활동이 더욱 탄력을 받을 수 있을 것으로 기대된다.

여섯째, 주주제안권 및 주주소송권의 행사가 필요하다. 주주제안권은 경영진과 협의를 통한 우호적인 주주권 행사를 하되 협의가 원활하지 않거나 심각한 지배구조상의 문제가 있을 경우에 행사하는 적극적인 주주권 행사 수단으로, 기업 실적에 대해 주기적인 모니터링을 한 후 문제 기업을 판별하고 경영진 협의 등의 과정을 거친 후 주주제안을 통해 투자자의 견해를 경영진에 전달하는 방식으로 진행되어야 한다. 더 나아가 주주는 출자회사에 심각한 수준의 주주권 훼손이 발생하는 경우 지배구조에 대한 가장 강력한 개입방법 중 하나인 주주소송을 제기할 수 있는데, 우리나라의 경우 증거개시절차가 없으므로

사실상 감독기관의 고발 또는 검찰의 기소가 있는 경우에만 소제기가 가능하다. 이러한 주주소송권을 활용하기 위해서는 증권집단소송, 주주대표소송 등과 관련한 지침과 변호사 또는 다른 원고들의 참여 요청 등 외부의 소송참여 요청에 대해 대응 절차 및 기준을 구체적으로 마련하고 정비할 필요가 있다. 또 소송참여여부에 대한 의사결정은 소송의 규모를 기준으로 하되 소요되는 비용, 승소 가능성 등을 종합적으로 고려하여 진행되어야 한다.

일곱째, 주주협의회를 통한 협의채널을 강화할 필요가 있다(박경서, 2011). 투자기업의 주주 중 일정 지분 이상을 보유한 외부주주를 중심으로 구성되는 주주협의회를 통해 개별기업의 지배구조 개선을 모색할 수 있는데, 1985년 1월 CalPERS 등이 일종의 주주협의회인 CII(Council Of Institutional Investor)를 만들어 주주권 보호를 위해 노력했던 것을 계기로 기관투자자 행동주의가 시작된 것으로 보고 있다. 이는 주주권 행사의 효과를 높이기 위해 연기금 및 기관투자자들이 전략적 제휴를 취하는 방식과도 유사한데, 특정 기관투자자에 의해 독점되지 않고 공동의 접근방안을 모색한다는 점에서 긍정적인 효과를 기대할 수 있다.

여덟째, 소수지분 출자회사에 대해서는 주주가치의 감소를 초래하는 경우나 기금의 이익에 반하는 경영활동을 하는 경우 소수주주권을 적극적으로 활용할 필요가 있다. 소수주주권은 회사가 발행한 주식총수의 일정비율 이상을 가진 주주만이 행사할 수 있는 권리로서 임시총회소집권, 감사인 선임 청구권, 주주제안권, 이사·감사·청산인의 해임 청구, 회계장부열람권 등이 포함된다. 이와 더불어 2010년 도입된 전자투표제도를 적극 활용할 필요가 있는데, 이를 통해 주주는 동시에 개최되는 주주총회나 원격지에서 개최되는 주주총회에서 간편하게 의결권을 행사할 수 있는 장점이 있다.

III. 공적자금의 지원 및 회수 사례: 예금보험공사를 중심으로

3.1 예금보험공사의 지분보유회사 현황

예금보험공사는 부보금융회사에 대하여 예금자보호법이 정하는 한도 내에서 예금을 대지급하거나 동법이 정하는 바에 따라 부보금융회사의 경영정상화를 위한 출자, 부보금융회사의 계약이전 등에 따른 출연 및 자산매입의 방법으로 2002년말 이전에 발생한 보험사고나 부실금융회사 등으로 결정 또는 인정한 경우에 한해 공적자금을 지원하고 있다(금융위원회, 공적자금관리위원회, 2011). 1997년 금융위기 이후부터 2011년 6월말까지 채권발행자금 81.6조원, 회수자금 25.7조원, 공공자금 3천억원, 기타자금 3.2조원 등 총 110.9조원을 지원하였고, 자금지원방식별로는 출자 50.8조원, 출연 및 예금대지급 48.9조원, 자산매입 11.2조원을 사용하였다. 또 2010년 7월부터 2011년 6월까지의 출연을 통해 4억원을 지원하였다. 그러나 공적자금 지원액 총 110.9조원 중 47.7조원을 회수하는데 그쳐 회수율은 43%에 머무르고 있다. 특히 출자를 통해 지분을 보유하게 된 회사의 경우 총 18조원의 지원액 중 7.7조원만을 회수하는 데 그치는 등 회수율이 전체 공적자금 회수율에 비해서도 낮은 수준이다. 더욱이 2012년 5월말 현재 미회수액 10.4조원의 평가액이 7.1조원에 불과해 이에 대한 해결방안을 적극적으로 모색할 필요가 있다.

2012년 5월말 현재 예금보험공사와 예금보험공사의 금융정리기구 자회사인 KR&C는 공적자금이 투입된 총 70개 회사에 대한 지분을 보유 중이다. 이 중 6개 회사는 상장되어 있으며, 나머지는 비상장회사이다. 예금보험공사가 지분보유 중인 상장회사는 우리금융지주, 제주은행, 한화생명 등이고,

KR&C가 지분을 보유하고 회사 중 상장회사는 한국전력, 하이닉스반도체, 쌍용건설 등이다.

대표적인 지분보유회사인 우리금융지주에 대하여 예금보험공사는 총 12.7조원의 공적자금을 지원하고 이 중 5.6조원을 회수하였으며 2012년 5월말 현재 지분 56.97%(4.6억주)를 보유하고 있다. 미회수금액은 약 7.1조원, 평가금액은 5조원 가량으로 미회수금액이 평가액에 훨씬 미치지 못하여 보다 적극적인 가치 제고 활동이 필요한 것으로 보인다.

또 제주은행에는 총 2,182억원을 지원하고 지분 100%(1,062만주)를 취득한 이후 지분 매각 281억원, 배당금 12억원을 통해 총 294억원을 회수하고 2012년 5월말 현재 지분 18.42%(408만주)를 보유하고 있으며, 미회수액이 1,888억원인 데 반해

평가액은 그 1/9 수준인 196억원에 머물 상태이다. 한화생명 또한 지원액 대비 회수율이 저조하고 미회수액에 비해 평가액이 낮아 매각에 쉽지 않은 실정이다. 예금보험공사는 한화생명에 대하여 36.9%를 회수하고 2012년 5월말 현재 24.75%의 지분을 갖고 있다. 그러나 미회수액 2.2조원은 평가액 1.3조원에 비해 상당히 높은 수준을 유지하고 있다.

한편 KR&C는 부실금융기관 매각 시 매수자가 인수하지 않은 한국전력, 하이닉스, 쌍용건설 등의 주식을 인수하여 보유 중에 있으며, 이들 주식 또한 지원액 대비 회수율이 낮고 미회수액에 비해 평가액이 매우 낮은 공통점을 지닌다. 다만 하이닉스반도체의 경우 3,267억원을 지원하였으나 4,997억원을 회수하여 목표를 초과달성하기도 하였고 2012년 5

〈표 1〉 예금보험공사의 주요 지분보유 상장회사 현황

(단위: 만주, 억원, %)

구분	기업명	발행주식수	보유주식수	지분율	지원금액	기회수금액	미회수금액	평가금액	예보(KR&C) 외 주주
예금보험공사	우리금융	80,602	45,920	56.97	127,663	56,188	71,475	50,512	외국인(21%) 국내기관(12%) 국내개인(10%)
	제주은행	2,213	408	18.42	2,182	294	1,888	196	국내기관(77%) 국내개인(5%)
	한화생명	86,853	21,496	24.75	35,500	13,115	22,385	13,091	계열사(50%) 기타(25%)
	소계	-	-	-	165,345	69,597	95,748	63,799	
KR&C	한국전력	64,196	3,221	5.02	11,407	2,540	8,867	7,247	정책금융공사(30%) 정부(21%) 기타(44%)
	SK(하이닉스)	69,402	438	0.63	3,267	4,997	-	-	채권단(15%) 외국인(23%) 국내기관(31%) 국내개인(31%)
	쌍용건설	2,977	38	1.29	23	-	23	21	자산관리공사(39%) 기타매각협의회(11%) 임원및우리사주(15%) 기타(29%)
	소계	-	-	-	14,697	7,537	8,890	7,268	
합계	-	-	-	180,042	77,134	104,138	71,067		

주) 2012년 5월말 기준임

월말 현재 지분율 0.63%를 보유 중에 있다. 쌍용건설은 23억원을 지원하여 2012년 5월말 현재 1.29%의 지분율을 보유하고 있으며 회수실적 없이 평가액 21억원을 기록 중이다.

3.2 예금보험공사의 주주권 행사 현황 및 문제점

상법 등 관련 법령 상 주주총회의 주요의결사항은 임원 선임, 정관 변경, 재무제표 승인 및 영업의 양·수도 및 합병 등으로 이에 대해 예금보험공사는 내부의사결정과정을 거쳐 주주권을 행사하고 있다. 그러나 예금보험공사의 경우 주주권 행사를 위한 구체적인 절차나 지침이 마련되어 있지 않아 주주권 행사의 일관성을 유지하기 어렵고 나아가 기업가치 제고에 기여할 수 있는 여지 또한 미흡한 것으로 보인다. 이러한 문제점을 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 기관투자자는 통상 시장에서 차지하는 비중이 높기 때문에 의결권 행사에 대해서 여론의 감시와 비난, 정치적 압력에 노출되어 있는데, 미국의 뮤추얼펀드 및 연기금은 SEC Rule 등에 따라 의결권 행사 가이드라인을 투명하게 공시하고 의결권 행사 결과 및 내역을 표준화된 양식으로 공시함으로써 외부의 불필요한 압력과 이해상충문제를 완화하고 있다. 이에 비해 현재 국내 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)은 의결권 공시 대상에 대해 의결권 행사 내용 및 사유 등은 공시하도록 규정하고 있으나, 의결권 행사 지침에 대해서는 공시 의무를 부여하지 않고 있어 예금보험공사가 주주권 행사에 있어 일관된 의사결정을 할 수 있는 유인을 제공하지 못하고 있다.

둘째, 선진국 기관투자자의 의결권 행사 관련 가이드라인은 매우 구체적인 안건들을 방대하게 나열

하고 각각에 대하여 찬반 또는 사안별 고려를 유도하고 있다. 이러한 구체적인 가이드라인은 기관투자자가 수많은 안건들을 효율적으로 처리할 수 있도록 의결권 행사를 매뉴얼(Manual)화한 것으로, 보다 상위 위원회에서 결정해야 할 안건과 하위 실무자가 처리할 것을 구별하는 역할을 하고 있는데, 여러 기관투자자의 의결권 행사 가이드라인은 매우 유사함에도 불구하고 각 기관투자자들은 개별적인 가이드라인을 구비하고 있다. 상위규정을 통해 통일된 규정을 갖추는 것이 효율적일 수도 있으나, 이러한 상위규정은 선관주의의무를 수행하는 책임이 누구에게 있는가만 규정하고 공시의무만 부여하기 때문에 각 기관투자자들은 자신에게 부여된 책임을 수행하기 위해 자신만의 매뉴얼과 방법을 모색하는 것이다.

이에 비해 국내 기관투자자들의 의결권 행사 지침은 구체성이 결여되어 있는 것으로 비판받고 있는데, 2010년 5월말 현재 국내 기관투자자의 약 80%가 의결권 행사 지침을 보유하고 있으나 약 20%가 이를 공시하지 않고, 공시된 의결권 지침 중 약 70%는 구체성이 결여되어 있는 것으로 파악되었다.⁸⁾ 또한 2008년 금융투자협회는 기관투자자들이 구체적으로 의결권 행사 지침을 설정할 수 있도록 의결권 행사 가이드라인을 제정하였으나, 이를 도입한 국내 기관투자자들의 비율은 약 30%에 그치고 있다(이시연, 2011). 따라서 지분보유회사에 대한 주주권 행사 의사결정의 일관성이 결여되고, 과거에 경험하지 못한 안건에 대해서는 신속하고 합리적인 대응을 하기 어려운 구조적인 문제를 가지고 있다.

셋째, 해외 많은 기관투자자들은 의결권 행사 가이드라인과 의결권 행사 내역의 공시만으로는 이해상충문제를 완벽히 제어할 수 없기 때문에 ISS, Glass Lewis, Proxy Governance, PIRC(Pension Investment Research Consultants), Governance

8) 구체성의 판단 기준은 일반적인 의결권 행사 방향 이외에 추가로 안건별 세부지침이나 가이드라인이 존재하는지 여부를 포함한다(이시연, 2011).

Visions 등 외부의 의결권 행사 전문기관을 활용하고 있는데, 이를 통해 이해상충문제를 완화할 수 있을 뿐만 아니라 비용절감에도 도움을 받는 것으로 나타났다.

국내의 경우는 연기금을 포함한 기관투자자들이 의결권 행사에 적극적이지 않아 이를 위한 의안분석 서비스 시장도 활성화되지 않은 실정인데, 다만 좋은기업지배구조연구소가 일부 상장회사에 국한하여 주주총회 의안분석, 의결권 행사 가이드라인 및 권고 서비스를 제공하고 있다.⁹⁾ 그러나 외부 전문기관에 지급하는 수수료가 기관투자자들에게 부담으로 인식되어 더욱 주주권 행사에 소극적으로 대처할 유인이 존재하고, 특히 의결권 행사 자문서비스 시장이 성숙하지 않은 상황에서 독점적인 서비스 업체가 등장할 경우 관련 비용은 더욱 높아질 가능성이 있어 외부 자문기관 활용도 쉽지 않을 전망이다.

한편 공적자금관리위원회 운영규정에서는 예금보험공사가 보유하고 있는 금융기관의 주식 등의 자산 매각과 관련된 사항은 공적자금위원회 매각심사소위원회의 심사를 거쳐 위원회에 상정하여 결정하거나(동규정 제15조 제1항), 예금보험공사가 기약정된 바에 따라 자산을 매각 혹은 소규모 자산을 매각하는 등 위원회에 상정할 필요가 없다고 위원회가 정하는 경우 자산매각 후 사후보고할 수 있다고 규정하고 있다(동규정 제15조 제2항). 또 공적자금관리위원회 운영세칙에서는 1) 예금보험공사가 보유하고 있는 자산 중 약정 등에 의해 정해진 일정대로 주식을 상환 받는 경우, 2) 위원회가 사전에 승인한 범위 내에서 거래소시장을 통해 주식을 매각하는 경우, 3) 인수금액이 100억원 미만인 자산을 매각할 경우, 공적자금 회수 후 사후보고 대상이 된다고 정하고 있을 뿐이다(동세칙 제2조). 공적자금이 투입된 회사에 대한 지분평가액은 미회수액에 미치지 못

하는 경우가 많으므로 기업가치 제고를 위한 구체적인 주주권 행사 방안과 질차는 시급히 마련되어야 할 것으로 판단된다. 또한 비상장기업의 경우 지분 평가가 쉽지 않을 뿐만 아니라 평가액이 산정되더라도 시장성이 낮아 매각에 애로로 작용할 가능성이 크고, 설령 지분평가액이 미회수액을 초과하더라도 지분 매각을 위한 구체적인 절차가 사전에 마련되어야 일관된 의사결정이 가능하므로 매각 관련 가이드라인은 사전에 준비될 필요가 있다.

3.3 예금보험공사의 지분보유상장회사에 대한 주주권 행사 방안

기본적으로 지분보유회사에 대한 공적자금 회수는 지분 매각을 통해 이루어진다. 지분 매각은 미회수액(= 총지원액 - 기회수액)과 평가액(= 보유주식 수 X 현재 주가)의 차이에 의해 결정되며 평가액이 미회수액을 초과하는 경우에는 즉시 매각을 통해 공적자금 회수 극대화를 도모하지만, 평가액이 미회수액을 상회하지 못하는 경우에는 예금보험공사가 적극적인 주주권 행사를 통해 주주가치, 즉 기업 가치를 제고할 필요가 있다. 특히 회수율이 극히 저조한 기업에 대해서는 보다 적극적인 주주권 행사 방안을 마련하여 기업가치 제고를 경주해야 할 것이다. 뿐만 아니라 KR&C의 대다수 소수지분보유기업에 대해서도 별도의 주주권 행사를 위한 방안을 마련할 필요가 있다.

예금보험공사가 지분보유회사에 대한 주주권 행사를 원활히 수행하기 위해서는 앞서 살펴본 주주권 행사 방안을 개별기업별 서로 다른 접근을 통해 구체화해야 할 것이다. 우선 상장여부에 따라 지분보유회사를 구분하여 주주권 행사가 용이한 상장회사만을 대상으로 한정할 필요가 있다. 예금보험공사의

9) CGCG는 2010년 44개 회사에 대해 주주총회 안전분석 보고서를 발간한 바 있다(이시연, 2011).

지분보유상장회사인 우리금융지주, 한화생명, 제주은행, KR&C의 지분보유상장회사인 한국전력, 쌍용건설, SK하이닉스 등이 이에 해당한다. 또 이들 상장회사를 지분율에 따라 상위기업과 하위기업으로 구분하여 차별화된 주주권 행사 방안을 고려할 필요가 있다. 통상 지분율에 따라 주주를 구분할 때 주요 주주로 분류하는 5%이상 지분율을 기준으로 삼는다면, 우리금융지주, 한화생명, 제주은행, 한국전력이 이에 해당된다.

위에서 구분한 기업군별로 차별화된 주주권 행사 방안을 적용할 경우, 상장된 지분율 상위 기업군은 주주권 행사 관련 가이드라인을 활용하여 이사회, 이사, 최고경영진 평가, 임원과 이사의 보수, 회계감사, 기업의 책임, 주주의 권리 등에 대한 지침을 사전에 마련해둘 필요가 있다.¹⁰⁾ 또 의결권 행사에 대한 다양한 서비스를 제공하는 외부전문기관과의 협업을 모색할 수도 있을 것이다(〈표 2〉 참고).

한편 지분율이 5% 미만인 쌍용건설, SK하이닉스 등은 지분율 하위기업으로 분류할 수 있는데, 상장된 지분율 하위 기업군에 대해서는 주주협의회에 적

극적으로 참여하거나 주주제안권, 주주소송권, 소수주주권, 전자투표제 등의 활용도 검토해볼 수 있다. 그밖에도 비상장기업에 대해서는 상시모니터링을 강화하여 정기 또는 수시로 발행되는 기업분석보고서를 분석하거나 기타 주주제안권 등을 활용함으로써 기업지배구조 개선에 동참함으로써 기업가치 제고에 기여할 수 있을 것이다.

IV. 결론: 공적자금 회수 극대화를 위한 적극적인 주주권 행사 방안

공적자금 회수 극대화는 공적자금 투입에 따른 구조조정 성과를 높이고 기금 조성을 위한 국민 부담을 최소화하기 위해 반드시 추진되어야 한다. 이를 위해 본 논문은 적극적인 주주권 행사를 통한 지분보유회사의 기업가치 제고를 근본적인 대책으로 제안하였으나, 이는 실행 전략 측면에서 일반적인 기관투자자들이 행하는 다양한 형태의 주주권 행사 방

〈표 2〉 예금보험공사의 지분보유회사에 대한 주주권 행사 방안

구분	상장회사	비상장회사
지분율 상위 (5% 이상)	<ul style="list-style-type: none"> - 주주권 행사 관련 가이드라인 활용 - 외부전문기관과의 협업 - 사외이사활동 강화 - 대상기업: 우리금융지주, 한화생명, 제주은행, 한국전력 	<ul style="list-style-type: none"> - 상시모니터링 강화 - 대상기업: 수협, 서울보증, 포항터미널, 한국자금중개
지분율 하위 (5% 미만)	<ul style="list-style-type: none"> - 주주협의회 참여 - 주주제안권, 주주소송권, 소수주주권 활용 - 전자투표제 활용 - 대상기업: 쌍용건설, SK하이닉스 	<ul style="list-style-type: none"> - 주주제안권, 주주소송권, 소수주주권 활용 - 전자투표제 활용 - 대상기업: 한국자산신탁 등 60개 기업

10) 예금보험공사가 주주권 행사를 보다 전문적으로 행사하기 위해서는 자체적인 전문인력 확보가 선행되어야 할 수도 있다. 이렇게 될 경우 예금보험공사가 예금자보호라는 고유 기능에 집중할 수 없다는 지적이 있을 수 있다. 그러나 지분보유회사에 대한 주주권 행사 등 기업지배구조를 개선하기 위한 일련의 활동은 공적자금 회수 극대화라는 대전제 하에 금융안정을 도모할 수 있는 근본적인 방안이라는 점에서 예금보험공사의 고유 기능과 별개일 수 없다고 판단된다. 그럼에도 불구하고 조직의 비대화에 따른 위험이나 비효율이 야기된다면 필요한 전문인력 영입을 최소화하고 외부 전문가 등과의 협업을 모색하는 방법이 대안이 될 수 있을 것이다.

법과 일부 차별화될 필요가 있다.

국내 금융시장에서 국민연금을 비롯한 연기금이 차지하는 비중은 매우 크고 운용주체가 정치권으로부터 완전히 자유로울 수 없기 때문에, 연기금의 적극적인 주주권 행사는 기업 활동을 위축시키고 정부의 필요에 따라 기금이 움직일 수 있다는 반론이 만만치 않다(김우찬, 2011a). 따라서 적극적인 주주권 행사가 기업 경영 활동에 미치는 영향을 최소화하고, 정치적 논리를 대변한다는 우려를 불식시킬 수 있도록 독립성과 투명성이 확보되는 방안을 선별적으로 적용해야 할 것이다. 특히 예금보험공사는 투자 수익을 극대화하려는 기타 기관투자자들과 달리 금융시스템의 안정을 최종 목표로 하고 있으므로, 이를 반영한 주주권 행사 전략을 고려해야 할 것이다.

본 논문에서는 국내의 이러한 특수성을 고려하여, 주주권 행사 의사결정시 독립성과 투명성 확보가 최우선 고려사항임을 분명히 하고 다음과 같이 적극적인 주주권 행사 전략을 제안하고자 한다. 먼저 상장여부와 지분율에 따라 지분보유회사를 구분하고 상장된 지분을 상위 기업에 대해서는 1) 상세한 의사결정 가이드라인 구축, 2) 외부 의견권 행사 자문기관과 협업, 3) 사외이사활동 강화 방안 마련 등이 필요하고, 상장된 지분을 하위 기업에 대해서는 1) 주주협의회를 통한 협의채널 강화, 2) 주주제안권 및 주주소송권의 행사, 소수주주권 활용 3) 전자투표제의 활용 등을 추진해야 할 것으로 보인다.

참고문헌

강정민(2010), "2010년 기관투자자 의견권 행사 실태와 문제점," ERRI 경제개혁리포트 2010-10호.
 금융위원회, 공적자금관리위원회(2011), 공적자금관리백서.

금융위원회, 공적자금관리위원회(2012), 공적자금관리백서.
 김우찬(2011a), "국민연금의 주주권 행사 오·남용의 폐단은 막고 성과는 극대화 시켜야," 경제개혁연구소 오피니언(2011.5.31)
 김우찬(2011b), "해외 연기금 주주권행사 사례와 시사점," 2011년 미래기획위원회 주최 세미나 제3차 미래와 금융 정책토론회 발표자료.
 김영수(2002), "경영사례 작성(writing) 및 교수(teaching)법에 관한 연구," 경영교육연구, 제5권 제2호, pp. 26-46.
 김주현(2010), "경영학 교육에서의 PBL(Problem-Based Learning) 방식 도입 사례," KBR, 제14권 제1호, pp. 1-17.
 김효근, 이현주, 문윤지(2003), "한국 경영현상 분석을 위한 연구방법론의 재고-질적연구방법론을 중심으로," 경영교육연구, 제6권 제2호, pp. 47-66.
 민흥기, 윤종진(2006), "사외이사제도 및 공적자금투입이 은행위험에 미치는 효과분석: 한국 상업은행자료의 패널분석," 금융학회지, 11(2), 203-249
 박경서(2011), "공적 연기금의 역할 선진화 - 국민연금의 주주권 행사 및 사회적책임투자 강화 방안," 2011년 미래기획위원회 주최 세미나 제3차 미래와 금융 정책토론회 발표자료.
 박상수(2005), "수탁기관의 효율적 주주권행사 방안 - 국민연금을 중심으로," 2005년 재무·금융관련 5개 학회 학술대회 공동심포지엄 발표자료.
 박영석, 신진영, 위경우, 이재현, 정재만(2012), "국민연금 의견권 행사 개선 방안," 한국증권학회지, 41(1), 93-124
 서은숙(2009), "기관투자자 의견권행사의 국내외 현황 및 시사점," 상명대학교 사회과학연구.
 원종욱, 김성민, 강지원(2011), "해외 공적연금의 주식의결권 행사관련 지침 및 가이드라인 해외사례 분석을 통한 제도개선방안 연구," 한국보건사회연구원, 연구보고서 2011-52.
 이시연(2011), "금융회사 지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할 강화 방안," 한국금융연구원, 금융VIP시리즈, 2011-09.
 이재현(2011), "국민연금기금의 의견권 한계영향력에 관한

- 연구." 국민연금연구원, 용역보고서 2011-05.
- Becht, M., J. Franks, Mayer, C., and S. Rossi (2009), "Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund," *Review of Financial Studies*, 22(8), 3093-3129
- Del Guercio, D. and J. Hawkins(1999), "The motivation and impact of pension fund activism," *Journal of Financial Economics*, 52, 293-340
- Dell'Araccia, G., I. Godde, and J. Zettelmeyer (2000), "Moral Hazard and international crisis lending: A test," *IMF working paper*, No 02-181.
- Gillan, S. L. and L. T. Starks(2000), "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investor," *Journal of Financial Economics*, 57, 275-305
- Gillan, S. L. and L. T. Starks(2007), "The Evolution of Shareholder Activism in the United States," *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73
- Spadafora, F.(2003), "Official Bailouts, Moral Hazard and the Speciality of the International Inter-bank Market," *Emerging Markets Review*, 4, 165-196
- Woidtke, T.(2002), "Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value," *Journal of Financial Economics*, 63, 99-131

〈부록〉 공적자금 지원 및 회수 실적¹⁾

1. 공적자금의 지원 내용 및 회수 실적

공적자금은 1997년말 외환위기 이후 금융부실이 누적되면서 경색된 금융시장을 조속히 정상화시키고 이를 통해 급속하게 위축되던 실물경제를 회복시키고자 금융구조조정 등에 사용된 자금을 말한다. 2012년 6월말까지 조성된 공적자금 및 회수실적을 살펴보면, 공적자금 재원은 국회의 지급보증 동의를 받아 예금보험기금과 부실채권정리기금에서 채권을 발행하여 조성한 채권발행자금, 기투입한 공적자금을 회수하여 재사용한 회수자금, 공공차관을 도입하거나 국유재산 등으로 조달한 공적자금, 금융회사 차입금과 예금보험료수입 등을 통하여 조달한 기타자금 등으로 분류된다. 2012년 6월말까지 총

168.7조원을 지원하여 경영정상화를 위한 출자 63.5조원(367.6%), 계약이전 등에 따른 출연 18.6조원(11.0%), 금융회사의 파산에 따른 예금대 지급 30.3조원(18.0%), 부실채권매입 38.5조원(22.8%), 기타 자산매입 등으로 17.8조원(10.5%)을 지원하였다(〈부록 표 1〉 참고).

2012년 6월말 현재 지원된 공적자금 중 주식매각, 부실채권매각, 파산배당 등을 통해 회수한 총 103.6조원의 회수자금 중 42.8조원을 금융구조조정에 재사용하였는데, 기금별로는 예금보험기금채권상환기금으로 25.8조원, 부실채권정리기금으로 16.9조원을 재사용하였다(〈부록 표 2〉 참고).

2. 예금보험공사의 공적자금 지원 내용 및 회수 실적

예금보험공사는 부보금융회사에 대하여 예금자보호법이 정하는 한도 내에서 예금을 대지급하거나,

〈부록 표 1〉 공적자금 지원

(단위: 억원)

지원방식 재원	출자	출연	예금대지급	자산매입 등	부실채권매입	합 계
채권발행	422,232	152,084	200,231	41,829	205,000	1,021,376
회수자금	83,239	32,521	73,614	69,101	169,366	427,842
공공자금	128,733	-	-	65,947	-	194,680
기타자금	302	1,513	29,278	837	10,734	42,664
합 계	634,506	186,118	303,123	177,714	385,100	1,686,562

주 : 1997년 11월부터 2012년 6월까지의 지원실적 누계임
 자료: 금융위원회, 공적자금관리위원회(2012)

〈부록 표 2〉 회수재원 재사용 실적

(단위: 억원)

구 분	예금보험공사	자산관리공사	정부	합계
회수재원	490,741	453,503	91,621	1,035,595
재사용실적	258,475	169,366	-	427,842

주 : 1997년 11월부터 2012년 6월까지의 지원실적 누계임
 자료: 금융위원회, 공적자금관리위원회(2012)

1) 〈부록〉의 내용은 금융위원회, 공적자금관리위원회(2012)를 참고하여 재구성하였다.

동법이 정하는 바에 따라 부보금융회사의 경영정상화를 위한 출자, 부보금융회사의 계약이전 등에 따른 출연 및 자산매입 등의 방법으로 2002년말 이전에 발생한 보험사고나 부실금융회사 등으로 결정 또는 인정된 경우에 한해 공적자금을 지원하고 있다. 1997년말 외환위기 이후부터 2012년 6월말까지 채권발행자금 81.6조원, 회수자금 25.8조원, 공공자금 2,164억원, 기타자금 3.2조원 등 총 110.9조원을 지원하였고, 자금지원방식별로는 출자 50.8조원, 출연 및 예금대지급 48.9조원, 자산매입 등

11.2조원을 사용하였다(〈부록 표 3〉 참고).

예금보험공사는 2012년 6월말까지 주식매각 등을 통한 출자금 회수 21.0조원, 파산배당 19.0조원, 자산매각 8.0조원, 기타회수 1.1조원 등 총 49조원의 공적자금을 회수하였다. 이 중 은행에서 총 회수액의 49.0%인 24조원을 회수하였으며, 종합금융회사 8.4조원, 보험회사 4.2조원, 증권회사 3.3조원, 상호저축은행 5.7조원, 신용협동조합 3.4조원을 회수하였다(〈부록 표 4〉 참고).

〈부록 표 3〉 예금보험공사의 지원방식별 자금 지원

(단위: 억원)

재원	지원방식	출자	출연·예금대지급	자산매입 등	합 계
	채권발행금액	422,232	352,315	41,829	816,376
	회수자금	83,239	106,135	69,101	258,475
	공공자금	2,164	-	-	2,164
	기타자금	302	30,791	837	31,930
	합 계	507,937	489,241	111,767	1,108,945

주 : 1997년 11월부터 2012년 6월까지의 지원실적 누계임. 기타자금은 예금보험료수입 등 자체조달재원으로 조성된 자금임
 자료: 금융위원회, 공적자금관리위원회(2012)

〈부록 표 4〉 예금보험공사의 공적자금 회수 실적

(단위: 억원)

금융권	회수방식	출자금 회수	파산배당	자산매각	기타회수 ¹⁾	합 계
은행		161,912 ²⁾	18,394	59,368 ³⁾	697	240,372
종합금융회사		1,416 ⁴⁾	82,298	-	59 ⁵⁾	83,773
보험회사		34,158	4,298	2,364	887 ⁵⁾	41,708
증권회사		12,121	75	17,950	3,231 ⁶⁾	33,377
상호저축은행		-	50,828	-	6,310	57,138
신용협동조합		-	34,099	-	4	34,103
합 계		209,608	189,991	79,682 ⁷⁾	11,190	490,471

주1) 대출금 회수, 출연금 정산, 예금가지급금 환입액, 손배소 회수액 등

2) 제일은행 유상감자본 1조4,181억원, 서울보증보험 유상감자본 5,456억원, 배당금 수령액 포함. 선택형 교환사채(조흥, 우리금융)는 발행 시 채권만기 전에 주식 교환 가능성이 높다는 점을 감안하여 채권발행액(6,290억원)을 회수실적에 포함하였으나, 2005년 만기 상환됨에 따라 동 상환액을 회수실적에서 차감

3) 2000년 한전 교환사채 발행 시 채권만기 전에 주식으로 교환될 가능성이 높다는 점을 감안하여 채권발행액(1조1,200억원)을 회수실적에 포함하였으나, 일부 주식 교환 후 잔여 채권(1조891억원)이 2005년 10월에 만기 상환됨에 따라 동 상환액을 회수 실적에서 차감

4) 우리금융 지분매각 대금 3조6,347억원 중 우리종금 지분 해당분 1,053억원 포함

5) 한국금융증권(주)로부터 이전받은 부실책임부담금 543억원 포함(현대생명 관련 485억원, 한국·한솔종금 관련 58억원)

6) 현대증권의 현투증권 관련 부실책임부담금 2,054억원 포함

7) KR&C를 통한 회수 포함

자료: 금융위원회, 공적자금관리위원회(2012)

3. 공적자금 투입으로 인해 발생한 예금보험공사의 보유자산 현황

예금보험공사는 2012년 5월말 현재 공적자금이 투입된 총 10개 기업에 대한 지분을 보유하고 있으며, 예금보험공사의 자회사인 KR&C는 70개 종목에 대한 지분을 보유하고 있다. 예금보험공사의 지분보유회사 중 3개 종목은 상장(우리금융지주, 제주은행, 한화생명), 7개 종목은 비상장되어 있다(수협, 서울보증, 한국자산신탁, 삼미, 인켈, 새롭성원, 동아건설산업). 한편 KR&C의 지분보유회사 70개 종목 중에는 3개 종목(한국전력, SK하이닉스, 쌍용건설)만이 상장되어 있다.

KR&C가 지분을 보유하게 된 회사는 주로 부실 금융기관 매각 시 매수자가 인수하지 않은 잔여 주식으로, 1999년 12월 제일은행 매각 시 매수자인 뉴브리지캐피탈이 인수를 거부한 한국전력 주식을 인수하였으며, 2005년 3월 및 2005년 5월에는 한투·대투증권 매각 시 매수자의 인수 거부 등으로 SK하이닉스 주식을 인수하였다. 또한 과거 대투증권 매각 시 KR&C가 인수한 에버그린SPC이 보유한 쌍용건설 주식은 2008년 12월 SPC 청산 시 인수하여 보유하고 있다. 그밖에도 KR&C는 포항터미널, 한국자금중개 등의 비상장주식과 부실금융회사의 파산이나 정리 시 해당 금융회사로부터 매입한 다양한 종류의 자산을 보유하고 있다.²⁾

2) KR&C는 장부가액 기준으로 2011년말 현재 대출채권 6.5조원, 유가증권 1.6조원, 부동산 등 1,802억원, 구상채권 10.5조원, 손해배상채권 등 9,881억원 등 총 20.1조원의 자산을 보유 중이다. 그밖에도 KR&C는 파산재단의 다양한 자산을 보유 중인데, 장부가액 기준으로 2011년 12월말 현재 현금 및 예치금 6,447억원, 유가증권 4,601억원, 대출채권 6.5조원, 부동산 등 2,482억원, 기타 자산 1.2조원 등 총 9.1조원을 보유하고 있다.

A Strategy for Maximizing the Recovery of Public Funds through Shareholder Activism: A case study on KDIC*

Jinho Lee** · Hyunjae Jung*** · Kang Baek****

Abstract

This study analyzes whether shareholder activism raises the value of their equity-owned companies to maximize the collection for public funds through KDIC case, as we were motivated by the fact that a lax supervision of shareholders over the equity-owned companies exercises a bad influence on the recovery of their investment.

Although KDIC has provided financial support to the troubled financial institutions as much as \$110.9 billions since 1997, it has just recovered 43% of its principal up to now, especially KR&C which is a subsidiary of KDIC has not received \$7.7 billions out of \$18 billions yet. Therefore it is much important for KDIC and KR&C to make their equity-owned companies raise the value in order to achieve the maximum recovery of public funds. However as the process of exercising shareholder's rights has not been concretely established, KDIC does not make the best use of its authority to manage its property.

Thus here we propose practical ways for KDIC to enhance the efficiency of exercising shareholder's rights. If it has a majority shareholding in the equity-owned company, then 1) constructing detailed guidelines for making decisions regarding voting rights, 2) cooperating with outside experts in shareholders service, 3) planning to strengthen outside directors' activities, else 1) strengthening channels of communication through a shareholders council, 2) exercising a right of shareholder's proposal, a derivative suit, and minority shareholders' rights, 3) utilizing the electronic voting.

Key Words: equity-owned companies, Korea Deposit Insurance Corporation, maximizing the recovery of public funds, shareholder activism, shareholder's rights

* This case study is conducted by only individual opinion of author(s), but not official opinion of KDIC.

** First Author, Assistant Professor, Hannam University

*** Co-Author, Ph. D. Candidate, Sogang University

**** Corresponding Author, Ph. D. Candidate, Sogang University

〈Teaching Note〉¹⁾

**적극적인 주주권 행사를 활용한 공적자금 회수 극대화 전략:
예금보험공사 사례에 대한 시사점을 중심으로**

Synopsis

공적자금(Public Fund)은 1997년 말 외환위기 이후 금융 부실이 누적되면서 경색된 금융시장을 조속히 정상화시키고 이를 통해 급속하게 위축되던 실물경제를 회복시키고자 금융구조조정 등에 사용된 자금을 말한다. 우리나라는 1997년 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기를 겪으며 공적자금 투입을 통해 금융시장이 안정되고 금융기관의 건전성과 투명성이 제고되는 성과를 얻었다. 그러나 해당 금융기관을 비롯한 금융부문의 광범위한 부실로 인해 투입된 공적자금의 상당 부분이 회수에 어려움을 겪고 있어 공적자금 회수 극대화를 위한 구체적인 대책 마련이 시급한 실정이다.

공적자금 지원 및 회수에 책임이 있는 예금보험공사의 경우 부보금융회사에 대하여 예금자보호법이 정하는 한도 내에서 예금을 대지급하거나 동법이 정하는 바에 따라 부보금융회사의 경영정상화를 위한 출자, 부보금융회사의 계약이전 등에 따른 출연 및 자산매입의 방법으로 2002년말 이전에 발생한 보험사고나 부실금융회사 등으로 결정·인정한 경우에 한해 공적자금을 지원 및 회수하고 있다. 1997년말 금융위기 이후부터 2011년 6월말까지 출자 50.8조원, 출연·예금대지급 48.9조원, 자산매입 11.2조

원 등 총 110.9조원을 지원한 바 있으나, 2011년 6월말 현재 총 지원액 중 47.7조원을 회수하는데 그쳐 회수율은 43%에 머무르고 있다.

따라서 예금보험공사가 공적자금의 회수 극대화를 도모하기 위해서는 기업가치를 제고해야 하며, 이를 위한 가장 근본적인 방법으로 적극적인 주주권 행사를 모색할 필요가 있다. 특히 국내외 주요 기관투자자인 미국 캘리포니아 주정부 공무원연금(CalPERS: California public Employees' Retirement System), 영국의 자산운용사 헤르메스(Hermes), 의결권 행사 전문 기관 ISS(International Shareholders Services), 국민연금 등의 주주권 행사 절차 및 방안으로부터 시사점을 도출하고 예금보험공사가 공적자금 회수 극대화를 위해 지분보유회사에 대하여 활용할 수 있는 주주권 행사 방안에 대해 구체적으로 논의할 필요가 있다고 하겠다.

Teaching Point

1. 공적자금 회수 극대화의 당위성

공적자금은 금융 시장의 경색으로 위축된 실물경

1) 경영학 관련 교육 연구에 관한 자세한 설명은 김영수(2002), 김효근, 이현주, 문윤지(2003) 등을 참고할 수 있다. 특히 경영학 교육에서 문제중심학습(Problem-Based Learning) 방식의 도입 가능성과 관련 사례는 김주현(2010)을 참고할 수 있다.

제를 회복하고자 금융구조조정 등에 사용된 자금을 말한다. 공적자금관리특별법에서는 공적자금을 예금보험기금채권상환기금, 부실채권정리기금, 구조조정기금, 공공자금관리기금 등의 기금 또는 재산 등에서 금융기관 또는 기업의 구조조정에 지원되는 자금으로 규정하고 있는데, 공적자금의 원천인 정부의 기금 또는 재산이 다름 아닌 국민의 세금을 조성된다는 점에서 공적자금 회수 극대화는 공적자금의 투입과 동시에 달성해야 하는 당면 목표가 된다. 공적자금의 회수 자체에만 목표를 두고 회수율을 등한시할 경우 헛값매각이라는 오명을 받을 수도 있기 때문에 공적자금 회수는 극대화의 전제가 포함될 수밖에 없다. 이런 의미에서 공적자금 회수 극대화를 위한 보다 구체적인 다양한 방법이 강구될 필요가 있다.

2. 공적자금 회수 극대화를 위한 주주권 행사 방안

국내외 주요 기관투자자들은 1) 다양한 상황에 대해 명확하고 구체적인 의결권 행사 지침을 보유하고, 2) 내부에 축적된 데이터베이스 혹은 외부 전문기관을 활용하여 안건 분석 관련 인프라를 강화하며, 3) 자신들의 의결권 행사 내역을 공시하여 의사결정의 투명성과 기타 주주들과의 연대를 모색하는 공통된 특징을 가진 것으로 파악된다. 이는 공적자금 회수 극대화를 목표로 주주권 행사를 강화하기 위한 기본 체계를 제시한다는 점에서 의미를 찾을 수 있다.

적극적인 주주권 행사를 통해 기업가치 제고를 도모하고 나아가 공적자금 회수 극대화를 위한 방안으로, 우선 사외이사 활동 강화 방안을 마련할 필요가 있다. 둘째, 상세한 의사결정 가이드라인을 구축하고, 셋째, Focus List를 활용하여 기업지배구조 개선에 기여하며, 넷째, 외부 전문기관의 자문을 얻을 필요가 있다. 다섯째, 주주권 행사의 의사결정 내역

을 사전에 공시함으로써 투명성을 높이고, 여섯째, 주주제안권이나 주주소송권을 적극 도입할 필요가 있다. 일곱째, 주주협의회를 통한 협의채널을 강화하거나, 마지막으로 소수주주권을 활용한 주주권을 적극적으로 행사할 수도 있을 것이다.

Assignment question

다음과 같은 질문을 통해 공적자금 회수 극대화의 당위성을 인식하고 이를 위한 방법으로 적극적인 주주권 행사 방안을 살펴볼 수 있을 것이다. 또한 현재 예금보험공사가 적극적인 주주권 행사를 하지 못하는 문제점을 파악하여 이를 위한 해결 방안을 모색할 수 있을 것이다.

1. 공적자금 회수 극대화는 왜 필요한가?
2. 적극적으로 주주권을 행사하는 방법에는 어떠한 것들이 있는가?
3. 예금보험공사 사례에서 적극적인 주주권 행사에 걸림돌로 작용하는 점은 무엇이며, 이를 해결하기 위한 방안은 무엇인가?

Analysis

1. 공적자금 회수 극대화는 왜 필요한가?

공적자금은 금융 시장의 경색으로 위축된 실물경제를 회복하고자 금융구조조정 등에 사용된 자금을 말한다. 공적자금관리특별법에서는 공적자금을 예금

보험기금채권상환기금, 부실채권정리기금, 구조조정기금, 공공자금관리기금 등의 기금 또는 재산 등에서 금융기관 또는 기업의 구조조정에 지원되는 자금으로 규정하고 있는데, 공적자금의 원천인 정부의 기금 또는 재산이 다름 아닌 국민의 세금을 조성된다는 점에서 공적자금 회수 극대화는 공적자금의 투입과 동시에 달성해야 하는 당면 목표가 된다. 공적자금의 회수 자체에만 목표를 두고 회수율을 등한시할 경우 혈값매각이라는 오명을 받을 수도 있기 때문에 공적자금 회수는 극대화의 전제가 포함될 수밖에 없다. 이런 의미에서 공적자금 회수 극대화를 위한 보다 구체적인 다양한 방법이 강구될 필요가 있다.

2. 적극적으로 주주권을 행사하는 방법에는 어떠한 것들이 있는가?

국내의 주요 기관투자자들은 1) 다양한 상황에 대해 명확하고 구체적인 의결권 행사 지침을 보유하고, 2) 내부에 축적된 데이터베이스 혹은 외부 전문기관을 활용하여 안전 분석 관련 인프라를 강화하며, 3) 자신들의 의결권 행사 내역을 공시하여 의사결정의 투명성과 기타 주주들과의 연대를 모색하는 공통된 특징을 가진 것으로 파악된다. 이는 공적자금 회수 극대화를 목표로 주주권 행사를 강화하기 위한 기본 체계를 제시한다는 점에서 의미를 찾을 수 있다.

적극적인 주주권 행사를 통해 기업가치 제고를 도모하고 나아가 공적자금 회수 극대화를 위한 방안으로, 우선 사외이사 활동 강화 방안을 마련할 필요가 있다. 둘째, 상세한 의사결정 가이드라인을 구축하고, 셋째, Focus List를 활용하여 기업지배구조 개선에 기여하며, 넷째, 외부 전문기관의 자문을 얻을 필요가 있다. 다섯째, 주주권 행사의 의사결정 내역을 사전에 공시함으로써 투명성을 높이고, 여섯째,

주주제안권이나 주주소송권을 적극 도입할 필요가 있다. 일곱째, 주주협의회를 통한 협의채널을 강화하거나, 마지막으로 소수주주권을 활용한 주주권을 적극적으로 행사할 수도 있을 것이다.

3. 예금보험공사 사례에서 적극적인 주주권 행사에 걸림돌로 작용하는 점은 무엇이며, 이를 해결하기 위한 방안은 무엇인가?

상법 등 관련 법에도 불구하고 예금보험공사는 주주권 행사를 위한 구체적인 절차나 지침이 마련되어 있지 않아 주주권 행사의 일관성을 유지하기 어렵고 나아가 기업가치 제고에 기여할 수 있는 여지 또한 미흡한 것으로 보인다.

첫째, 현재 자본시장과 금융투자업에 관한 법률은 의결권 공시 대상에 대해 의결권 행사 내용 및 사유 등은 공시하도록 규정하고 있으나, 의결권 행사 지침에 대해서는 공시 의무를 부여하지 않고 있어 예금보험공사가 주주권 행사에 있어 일관된 의사결정을 할 수 있는 유인을 제공하지 못하고 있다.

둘째, 선진국 기관투자자의 의결권 행사 관련 가이드라인은 매우 구체적인 안전들을 방대하게 나열하고 각각에 대하여 찬반 또는 사안별로 고려하도록 하고 있는데 비해 국내 기관투자자들의 의결권 행사 지침은 구체성이 결여되어 있는 것으로 보인다.

셋째, 해외 많은 기관투자자들은 의결권 행사 가이드라인과 의결권 행사 내역의 공시만으로는 이해상충 문제를 완벽히 제어할 수 없기 때문에 ISS, Glass Lewis, Proxy Governance, PIRC, Governance Visions 등 외부의 의결권 행사 전문기관을 활용하고 있는데, 이를 통해 이해상충문제를 완화할 수 있을 뿐만 아니라 비용절감에도 도움을 받는 것으로 나타난다. 그러나 국내의 경우 연기금을 포함한 기관투자자들이 의결권 행사에 적극적이지 않아 이를 위한 의안분석 서비스도 활성화되지 않은 실정이다.

넷째, 공적자금이 투입된 회사에 대한 지분평가액이 미회수액에 미치지 못하는 경우가 많으므로 기업 가치 제고를 위한 구체적인 주주권 행사 방안과 절차는 시급히 마련되어야 할 것으로 판단된다. 또 비상장기업의 경우 지분 평가가 쉽지 않을 뿐만 아니라 평가액이 산정되더라도 시장성이 낮아 매각에 애로로 작용할 가능성이 크고, 설령 지분평가액이 미회수액을 초과하더라도 지분 매각을 위한 구체적인 절차가 사전에 마련되어야 일관된 의사결정이 가능하므로 매각 관련 가이드라인은 사전에 준비될 필요가 있다.

공적자금 회수 극대화는 공적자금 투입에 따른 구조조정 성과를 높이고 기금 조성을 위한 국민 부담을 최소화하기 위해 반드시 추진되어야 한다. 적극적인 주주권 행사가 기업 경영 활동에 미치는 영향을 최소화하고, 정치적 논리를 대변한다는 우려를 불식시킬 수 있도록 독립성과 투명성이 확보되는 방안을 선별적으로 적용해야 한다. 특히 예금보험공사는 투자 수익을 극대화하려는 기타 기관투자자들과 달리 금융안정에 최종 목표가 있으므로, 이를 반영한 주주권 행사 전략을 고려할 필요가 있다. 즉 주주권 행사 의사결정시 독립성과 투명성 확보가 최우선 고려사항임을 분명히 하고 다음과 같이 적극적인 주주권 행사 전략을 활용할 수 있다. 먼저 상장여부와 지분율에 따라 지분보유회사를 구분하고 상장된 지분을 상위 기업에 대해서는 1) 상세한 의사결정 가이드라인 구축, 2) 외부 의결권 행사 자문기관과 협업, 3) 사외이사활동 강화 방안 마련 등이 필요하고, 상장된 지분을 하위 기업에 대해서는 1) 주주협의회를 통한 협의채널 강화, 2) 주주제안권 및 주주소송권의 행사, 소수주주권 활용 3) 전자투표제의 활용 등을 추진해야 할 것으로 보인다.