

# 韓国における国民年金基金の議決権行使と企業価値への影響

経済学研究科経済学専攻博士後期課程在学

李 昭 娟

LEE SOYEON

## はじめに

1997年の金融危機を経験した韓国は外国人の持分率の上昇に警戒心をもっている。韓国の国内株式市場は、外国人による持分が継続的に増加しているため、海外変数によって影響を受けやすくなっている。たとえば、北朝鮮の核問題という経済外的変数によって外国資本が一举に流出した場合、韓国の株式市場に与える影響はきわめて大きなものとなる。このため、国内機関投資家の株式の持分率を高めるための方策が必要とされている。このような中で、証券市場において占有率を拡大しているのが国民年金基金である。実際に、国民年金基金の株式投資と株式市場に占める割合が高くなっており、議決権行使がより積極的になってきている。また、こうした行動は、社会的に注目を集めており、企業の収益率にも影響を及ぼしている。

このような背景の下、本研究は、国内機関投資家の中、国民年金基金の最近の議決権行使の現状に注目し、国民年金基金の議決権行使による企業への関与が企業価値に与える影響について明らかにした。今後企業と機関投資家との関係において国民年金基金は、外部の立場から企業経営を規律し、コーポレート・ガバナンスに一定の役割を果たす存在になりえるのか、コーポレート・ガバナンスの改善に向けて国民年金基金の可能性を考察するものである。

## 1. 韓国における証券市場の特徴と国民年金基金の規模の拡大の現状

1997年の金融危機以降から金融資産の資本市場に占める機関化の割合が高まっている（表1）。

表1 金融資産の「機関化比率(機関投資家保有金融資産/名目GDP)×100」の推移 (単位：%)

年度	1990年	1992年	1994年	1996年	1998年
比率	48.0	52.3	57.5	57.3	108.6

出典：尹聖勲(2005)「株式市場における機関投資家の役割再考のための課題 - 機関投資家の株式売買形態および成果分析に焦点を当てて -」韓国銀行金融経済研究院,p.9.を基に筆者作成。

しかし、図1から確認できるように、いまだ韓国の機関投資家が所有する株式の割合は株式市場における他の株主より低い水準に留まっている。

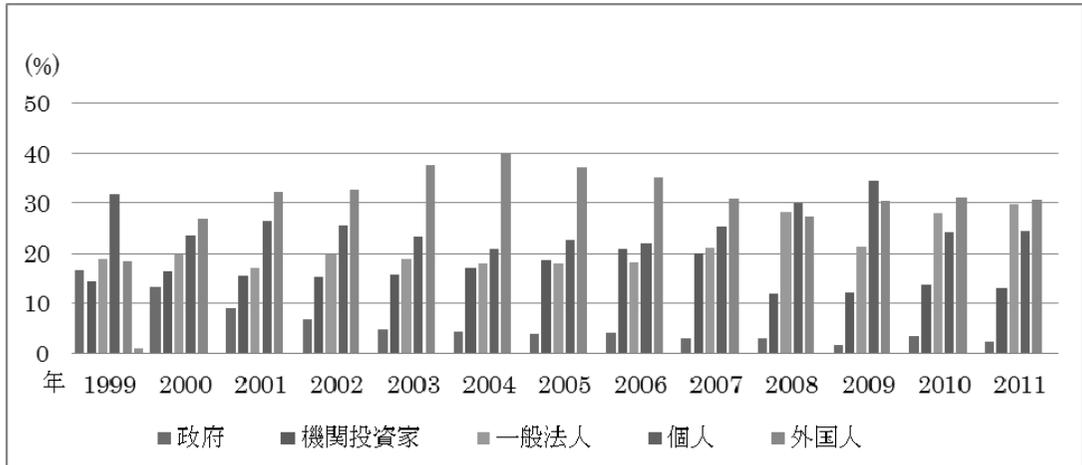


図1 韓国の証券市場における株式所有分布

出典：韓国取引所ホームページ

[http://www.krx.co.kr/m2/m2\\_5/m2\\_5\\_6/m2\\_5\\_6\\_2/JHPKOR02005\\_06\\_02.jsp](http://www.krx.co.kr/m2/m2_5/m2_5_6/m2_5_6_2/JHPKOR02005_06_02.jsp)(2013/6/26 アクセス)

その中で、機関投資家の1つとして、最近コーポレート・ガバナンスの改善に期待が集まっているのが国民年金基金である。まず、本研究における国民年金基金の意味を理解するために、韓国の年金制度の仕組みを概観する。

韓国の年金制度は、資金運用の主体によって、公的年金、企業年金そして個人年金という3体制である。公的年金は国家が年金の責任をもち、企業年金は企業が、そして個人年金は個人が自らの責任を持っている。企業年金は退職年金ともいわれるが、企業が従業員の退職後、生活の保障を目的に年金を支給する制度として、2005年12月1日に導入された。韓国の公的年金は、国民年金と特殊職役年金がある。特殊職役年金とは、公務員年金、私立学校教職年金、軍人年金によって構成される。

本研究で扱っている国民年金は、韓国の年金制度のうち、国家が年金の責任をもつ公的年金として、特殊職役年金と区分される(図2を参照)。国民年金のための資金運用を行う基金は、一般に国民年金基金と呼ばれる。

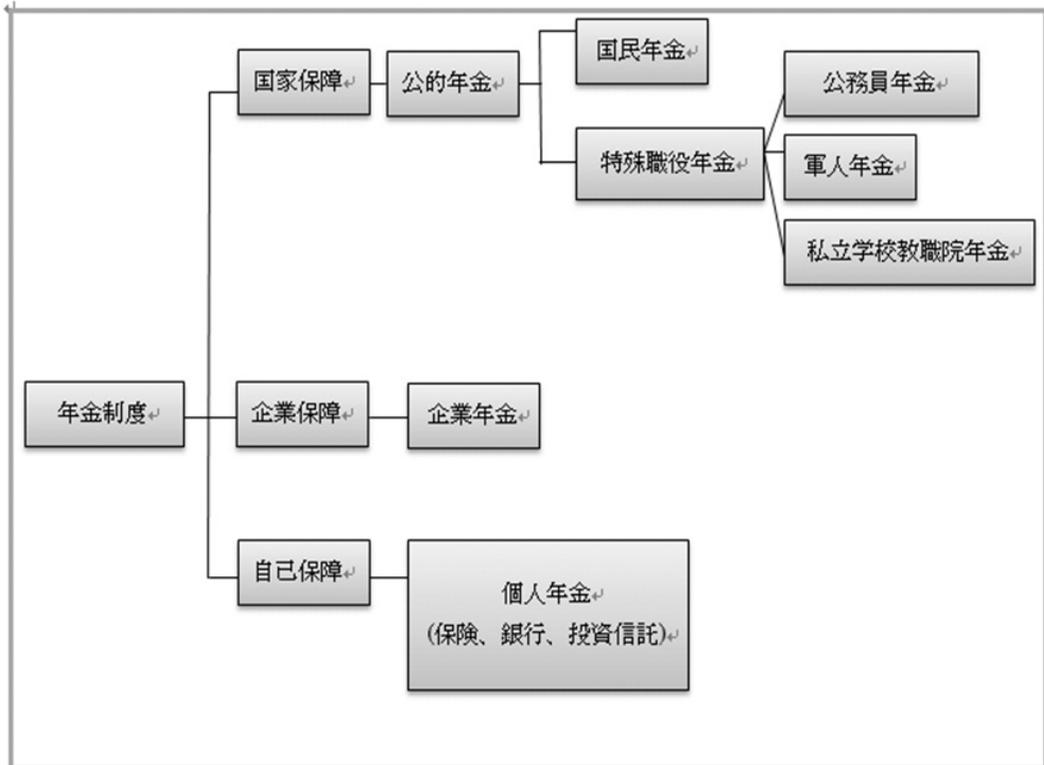


図 2：韓国の年金制度の概観  
出典：筆者作成

表 2 は、株式市場における国民年金基金の株式投資が占める割合を示したものである。国民年金基金は 2011 年 12 月末に全体運用基金の 17.81%である 62 兆 1,395 億ウォンを国内株式市場に投資している。このような規模は市場対比約 4.4%である。2008 年財政計算の結果によると、2015 年には 500 兆ウォンを突破する予測であるという。

表 2 株式市場における国民年金基金の株式投資が占める割合 (単位：%)

年度	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
	15.07	12.00	13.08	16.97	17.81

出典：姜ジョンミン(2012)「2012 年機関投資家の議決権行使の現状」『ERRI 経済改革レポート』第 21 号,12 月,経済改革研究所,p.12.を基に筆者作成.

また、株主総会で行使する議決権の中でも国民年金基金による議決権行使は社会的に話題を呼び起こす場合が多く、国内の他の機関投資家に比べて積極的に行使をしているため、他の投資家にも影響を与えることができる(図3)。

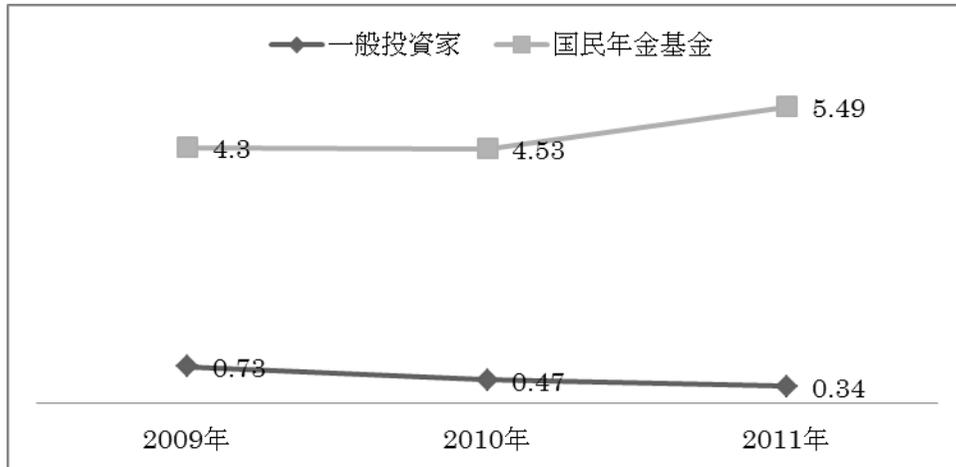


図3 機関投資家の株主総会での反対議決権行使の比率 (単位: %)  
出典: 経済改革研究所(2011)

## 2. 国民年金基金による議決権行使の現状と事例

機関投資家の役割は、一般に資金の運用とともに、彼らがつ株式を通して、投資者との利害関係が一致する方向になるよう、積極的に経営を監視し、議決権を行使することである<sup>1)</sup>。この定義は機関投資家の役割として、韓国にも適応しているが、これまで、韓国のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割は積極的ではなく、短期的な投資が主であった。

表2で確認したように証券市場における占有率を拡大している機関投資家の機関として国民年金基金がある。2013年、2月に朴クンへ政府側は国政課題として、コーポレート・ガバナンス改善のための主要計画の1つとして国民年金基金の議決権行使を活性化させる政策を提示した。その影響もあり、国民年金基金の議決権行使がより積極的になってきている現状が見られる。表3は2005年からの国民年金基金による議決権行使の現状を表わしたものである。国民年金基金は、2012年1月~6月まで株主総会に出席し、総2,429件の案件に対し、賛成2,004件(82.5%)、反対423件(17.4%)、中立・棄権2件(0.08%)を行使した(李ビョンギ、2013)。

表3 年度別の国民年金基金の議決権行使の現状

議決権行使 年度	株式投資をした 企業数	議決権を行使した 株主総会の数	議決権行使内訳		
			賛成(件)	反対(件)	中立・棄権(件)
			(%)	(%)	(%)
2005	494	317	1,334	38	23
			95.6	2.70	1.7
2006	535	487	1,796	70	12
			95.63	3.73	0.64
2007	584	453	1,830	98	0
			95.02	4.98	0.00
2008	505	514	1,899	109	2
			94.5	5.4	0.10
2009	581	494	1,865	132	6
			93.11	6.59	0.30
2010	563	528	1,979	174	0
			91.92	8.08	0.00
2011	591	556	2,022	153	0
			92.97	7.03	0.00
2012.6	609	505	2,004	423	2
			82.50	17.41	0.08

出典：李ビョンギ(2013)『国民年金基金の株主権行使義務化及び企業支配構造の問題点と課題』韓国経済研究院,p.28.を基に筆写作成.

具体的な議決権行使を案件別に示したのが表4である。2012年度の国民年金基金の議決権行使は、定款変更<sup>2</sup>(284件、67.1%)、取締役および監査役の選任(117件、27.7%)、報酬限度承認(5件、1.2%)、その他(17件、4.0%)であった。特に、取締役の選任に関しては、「長期的な株主価値の最大化に寄与するよう議決権を行使する」という原則(国民年金基金議決権行使指針第4条)に基づき、以下の項目に当てはまると判断した場合、反対の投票をした<sup>3</sup>。

- ・株主価値へ損害を与える場合
- ・取締役に過度の兼職がある場合
- ・法律顧問、経営顧問が社外取締役になる場合

表4 国民年金基金の議決権行使案件別比較

案件名	2010年		2011年		2012年6月	
	件数 (件)	割合 (%)	件数 (件)	割合 (%)	件数 (件)	割合 (%)
取締役選任・監査役の 選任	96	55.2	89	58.2	117	27.7
定款変更案	41	23.5	24	15.7	284	67.1
取締役・監査役の報酬	24	13.8	17	11.1	5	1.2
その他	13	7.5	23	15.0	17	4.0
合計	174	100	151	100	423	100

出典：李ビョンギ(2013)『国民年金基金の株主権行使義務化及び企業支配構造の問題点と課題』韓国経済研究院,p.29.を基に筆写作成。

#### ①株主価値へ損害を与える場合

以下は、国民年金基金がこれまで3年間(2010年~2012年)株主価値へ損害を与えたことに対し、取締役選任の案件に反対した例である。

- ・2010年 現代モビス(株)鄭夢九取締役選任
- ・2011年 現代自動車(株)鄭夢九取締役選任
- ・2011年 SK(株)崔テウオン取締役選任
- ・2011年 SKケミカル(株)金チャングン取締役選任
- ・2012年 現代建設(株)鄭夢九取締役選任
- ・2012年 OCI(株)李ウヒョン取締役選任
- ・2012年 韓和ケミカル(株)金スンヨン取締役選任
- ・2012年 オリオン(株)ダムチョルゴン取締役選任

現代自動車グループのオーナーである鄭夢九氏が3年連続系列社の取締役として選任されることに対し反対した。また、刑事裁判が進行していた韓和グループ金スンヨンとオリオン(株)ダムチョルゴン取締役選任等に対しても、国民年金基金は今年の株主総会で株主価値へ損害を与えたとして反対をした。また、SK(株)崔テウオン、金チャングン取締役選任に反対したのは、2008年粉飾会計及び不当な株式取引による背任で判決が確定され、株主の価値へ損害を与えた理由であった。

#### ②取締役に過度の兼職がある場合

国民年金基金は「過度の兼職で忠実な義務遂行が困難な者に対して反対をする(第27条)」よう、詳細な指針が決まっている。以下は、国民年金基金がこれまで3年間過度の兼職を理由に、取締役選任

の案件に反対した例である。

- ・ 2011 年 韓進(株)趙ヤンホ 6 系例社役員兼職
- ・ 2011 年 韓和(株)金スンヨン 6 系例社役員兼職
- ・ 2011 年 CJ、CGV(株)李ゼヒョン 9 系例社役員兼職
- ・ 2011 年 CJ、E&M(株) 李ゼヒョン 9 系例社役員兼職
- ・ 2012 年 韓和ケミカル(株)金スンヨン 6 系例社役員兼職
- ・ 2012 年 韓進海運(株)趙ヤンホ 9 系例社役員兼職
- ・ 2012 年 現代製鉄(株)鄭イソン 6 系例社役員兼職
- ・ 2012 年 S-Oil(株)趙ヤンホ 6 系例社役員兼職
- ・ 2012 年 STX エンジン妻ドクス 7 系例社役員兼職

過度の兼職が問題となった事例はすべてオーナー一族であった。国民年金基金は系列社の役員兼職 5 社を超えた場合反対をする傾向がある。

### ③法律顧問、経営顧問が社外取締役になる場合

これまで法律顧問および経営顧問契約をした法務法人および会計法人所属の役員が当該会社の社外取締役として選任されるケースが多くあり、独立性の問題が提起された。それにしがつて、2012 年改定された国民年金基金の議決権行使指針では、それを防ぐための新たな規定を作った。すなわち、「法律顧問あるいは経営顧問などの顧問契約を結んでいるなど会社関係によって社外取締役としての独立性が損なわれると判断される者に対しては反対をする(第 28 条第 4 項)」よう勧告している。2013 年国民年金基金は大韓航空株主総会の案件の中、李ジュソク社外取締役の選任に対し、金&趙会計顧問と利害関係がある理由で反対の投票をした。

## 3. 国民年金基金の議決権行使による企業価値への影響 - 市場の反応に関して

国民年金基金の持株比率の高まりに伴い、国民年金基金が行使可能な議決権の比率も高まっているが、議決権だけで株主総会で影響力をもつことができるとはいえない。というのは、韓国企業のオーナー一族による内部持分率は比較的に高く、それに応じる権限を握っているため、経営者が提案した案件が否決されることはほとんどないからである。しかし、反対の議決権を行使することによって、株式市場に該当企業のコーポレート・ガバナンスに関する情報を与え、他の投資家に影響を与えることができる。

ここでは、李ゼヒョン(2011)の研究を用いて、国民年金基金の議決権行使によって市場に与える影響について明らかにする。調査した企業 272 社の中、国民年金基金が反対の議決権を行使した企業は 52 社である。国民年金基金が賛成・反対した企業のコーポレート・ガバナンスの水準を、韓国企業支配構造改善支援センター<sup>4</sup>が数値化し、評価した(表 5)。評価項目は、株主保護、取締役会、情報の開

示、監査、経営と配分という5つである。評価をするために、以下のような書類を要求し、代表取締役、財務理事、法律顧問や社外取締役、大株主と債権者、監査にインタビューを行い、評価を進める。

- ・定款、内部規定
- ・政府規制機関に出した報告文書
- ・委任状
- ・最近の3年間における株主総会の記録(定時株主総会と臨時株主総会)
- ・最近の3年間における取締役会の取締役名簿
- ・企業と子会社の新株発行に関する情報の開示
- ・大株主と債権者についての名簿
- ・株主権利の侵害に関連する罰則、罰金といった違反記録
- ・取締役会の構造と構成に関する情報の開示
- ・営業実績に関連する情報の開示
- ・過去3年間主要な取引についての情報の開示(企業純資産の10%以上)
- ・社会及び環境報告書
- ・株式登録機関

このような資料に基づき5つの項目に対する国民年金基金が反対した企業のコーポレート・ガバナンスの水準を数値化した(表5)。国民年金基金が反対した企業は賛成した企業に比べ総点が低く、水準の低い企業支配構造を持っていた。

表5 国民年金基金が議決権を行使した企業のコーポレート・ガバナンスの水準の差

(単位：%)

	反対企業		賛成企業		反対・賛成
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	
株主保護	0.6873	0.0943	0.6996	0.1229	-0.9178
取締役会	0.2782	0.1389	0.3121	0.1662	-1.7618
情報の開示	0.3646	0.1741	0.4272	0.2118	-2.5807
監査	0.5338	0.1732	0.5617	0.1694	-1.2171
経営と配分	0.2382	0.2041	0.2750	0.2098	-1.3520
総点	0.4949	0.1032	0.5290	0.1278	-2.3606

出典：李ゼヒョン(2011)『国民年金基金の議決権の限界と影響力に関する研究』年金基金研究院,p.86.を基に筆者作成。

表6は、国民年金基金が反対の投票をした企業の株主総会開催日前後5日間における市場の反応を表したものである。市場調整収益率はある株式の一定期間の実質の収益率から市場の株価指数の収益

韓国における国民年金基金の議決権行使と企業価値への影響

率を差し引きした収益率である。機関投資家と個人の純買収<sup>3</sup>比率は、特定日純買収が+なら1、-数値なら-1で、取引が発生しない場合は0に分類し、これらを平均化した値である。だいたい株主総会開催日の前日から当日にかけて、反対された企業の平均の収益率が下落した。純買収動向をみると、機関投資家や個人投資家は株主総会開催日当日とその次の日に持続的に売り出しをしていたことが確認できた。

表6 反対された企業の株主総会開催日前後5日間における市場の反応

(単位：%)

株主総会日 前後5日間	市場調整収益率 (market adjusted return)	機関純買収比率	個人純買収比率
-5	0.5952	0.1429	-0.0357
	2.1512	1.1117	-0.2650
-4	0.0239	0.0000	-0.0714
	0.0533	0.0000	-0.5311
-3	0.4152	0.1250	-0.2500
	1.5890	0.9798	-1.9149
-2	0.0329	0.0893	0.0000
	0.0905	0.7111	0.0000
-1	-0.1666	0.1071	-0.1429
	-0.4492	0.8140	-1.0704
0	-0.1798	-0.0893	0.0000
	-0.4806	-0.6709	0.0000
1	0.4871	-0.0536	0.0000
	1.3062	-0.4015	0.0000
2	0.2898	0.1071	-0.1071
	0.9710	0.7992	-0.7992
3	-0.1339	0.0179	-0.0357
	-0.4154	0.1362	-0.2650
4	-0.0546	-0.0536	-0.1071
	-0.1729	-0.4090	-0.7992
5	-0.3702	-0.2857	0.1786
	-1.2770	-2.3024	1.3460

出典：李ゼヒョン(2011)『国民年金基金の議決権の限界と影響力に関する研究』年金基金研究院,p.89.を基に筆者作成.

#### 4. 韓国での有効なガバナンス行動を実行するに向けての限界と今後の課題

最近、機関投資家からの積極的な議決権行使を通じて、より良いコーポレート・ガバナンスを構築することを目指している。特に、国民年金基金は100社を超える上場企業全体の5%以上の株を保有<sup>6</sup>しており、コーポレート・ガバナンスに関与する場合、その影響力は大きく、コーポレート・ガバナンスを有効に機能させる観点からも期待が高まっている。しかしながら、韓国における国民年金基金は以下の課題を抱えており、その不十分さに対する指摘も相次いでいる現状にある<sup>7</sup>。

第1に、公的機関であるため、議決権行使に必要とされる人材の確保及び活用に限界がある。国民年金基金を運用する主体は、資産運用の専門知識や経験の乏しい人々で構成されている<sup>8</sup>。

第2に、政府の影響から自由な立場ではないため、議決権を行使するにも政府の政策のための意思決定を行う可能性がある。国民年金基金は国民年金法に準じて政府によって運営されている。国民年金基金の管理体系をみると、国民年金公団が国民年金基金の業務を規定しており、保険福祉部長官が総責任をもつ。保健福祉部長官は、毎年基金運用計画を立てて運用委員会や国务会議の審議を通して大統領の承認を受なければならない。

第3に、議決権行使に関する反対基準としての指針が明確ではなく、抽象的であるため、一貫的な適用が難しい。例えば、「過度の兼職で忠実な業務の遂行が難しい者に対し反対をする(第27条)」よう指針が定められている。しかし、どの程度の兼職が過度なものかという範囲の基準があいまいであるなど、一貫的な適用が難しいという課題がある。

#### おわりに

本研究で明らかにした点は、以下のようにまとめることができる。第1に、韓国の株式市場では、機関投資家、とりわけ国民年金基金の持株比率が近年急速に高まっている。第2に、国民年金基金は、企業統治活動に積極的であり、定款変更、取締役の選任、監査役の選任に関して積極的に議決権を行使している。第3に、国民年金基金が反対する議案が否決されることはほとんどない。だが、国民年金基金による積極的な企業統治活動は、議決権行使先の経営の情報公開やそのほかの機関投資家の企業統治活動を促す結果をもたらしている。しかし、国民年金基金の企業統治活動を妨げる要因と課題は少なくない。特に、国民年金基金は政府によって運営されているため、企業側は、今後彼らの影響力の拡大が民間企業への政府の圧力の拡大につながるとして警戒している。

1998年の金融危機以降証券市場の開放とともに、議決権行使が、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割として重視された。しかし、上述したように国民年金基金は政府によって運営されている点を考慮すると、同機関の議決権行使による企業への関与が正当であるか否かに関しては更なる検討が必要であろう。

## 注

- 1 金ソング、李ギファン、李ミョン(2012)「議決権行使許容以降国内機関投資家の所有持分比率と企業価値に関する研究」第19巻、第3号、6月、韓国企業経営学会、p.236.
- 2 国民年金基金が定款変更により多くの議決権を行使した理由の背景には、同機関の議決権行使指針及び詳細な基準に関連付けられる。すなわち、定款変更安の場合は24個の項目にわたって基準を具体的に提示している一方、取締役、監査役の選任等に関しては詳細な規程がまだ定まっていない。
- 3 国民年金基金の議決権行使指針は、「国民年金法」上、国民年金基金運用委員会が作った内部規定である。同指針は国民年金基金の議決権行使に関する基準、方法、及び手続きなどに必要な13項目が定められている。
- 4 韓国企業支配構造改善支援センターは、企業支配構造の優秀企業を市場で評価する意味で、証券取引所や証券業協会などが設立した機関である。2003年12月に導入された。
- 5 例えば、ある株を100で買収し、90で売り渡しをした場合は、10の純買収になる。逆に、90で買収し、100で売り渡しをした場合は、10の純売渡になる。つまり、売り渡した金額より、買収した金額が多い場合を純買収とし、売り渡した金額より買収した金額が少ない場合は純売渡とする。
- 6 国民年金基金は2013年4月15日の時点で、三星電子の持分率が7.19%で、大株主である三星生命(7.21%)を追いかけている。三星物産とシンラホテル、第一毛織の場合は国民年金基金が大株主であるなど、三星グループ以外にも20兆ウォン以上を投資している。また、現代自動車とSK、ポスコ、LG、ロッテ、現代重工業、GS、韓進、韓和など10代グループに対する持分の投資額は40兆ウォンを超える。その中でも国民年金基金は、ポスコ、KT、KB金融、新韓株、ハナ金融株の大株主である。
- 7 ホンジョンフン(2012)「企業支配構造改善のための機関投資家の役割—機関投資家の株主権行使の現状を中心に—」p.87.
- 8 例)委員長：保険福祉部長官、政府委員：企画財政部次官、知識経済部次官、農林食品部次官、雇用労働部次官、国民年金団理事長、使用者代表：経営者総協会、中小企業中央会、全国経済人連合会などによって構成される。勤労者代表：韓国労働組合連盟、民主労働組合総連盟、全国公務労働組合連盟、地域加入者代表：農協協同組合中央会、水産業共同組合中央会、韓国公認会計士会、韓国飲食業中央会、韓国消費者団体協議会、専門家：韓国保険社会研究院、韓国開発研究院

## 参考文献

- 大村敬一 首藤恵 増子信(2001)「機関投資家の役割とコーポレートガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』9月、財務省財務総合政策研究所、pp.5-42.
- 李義澤(2001)「韓国企業の株式所有構造と企業価値の関連性」第7巻、特別号、3月、社会関係研究所、pp.57-80.
- 川北 英陸(2004)「証券市場における機関投資家の役割—国民年金基金と証券投資信託の役割について—」『フィナンシャル・レビュー』9月、財務省財務総合政策研究所、pp.104-128.
- 川北英陸「株式市場における投資家の行動—投資家行動は変化したのか—」Vol.49、ニッセイ基礎研究所、pp.1-15.
- 末永敏和(2004)「コーポレート・ガバナンスの世界的動向—米国・中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開ならびに会社法制の現代化に関する要綱試案の動向—」Vol.25、No.3、9月、日本政策投資銀行設備投資研究所、pp.151-202.
- 尹聖勲(2005)「株式市場における機関投資家の役割再考のための課題—機関投資家の株式売買形態および成果分析に焦点を当てて—」韓国銀行金融経済研究院、pp.2-30.
- 張虎(2007)「韓国財閥のガバナンス構造の変化—歴史的経路依存性から見る—」第36号、2月、大学院研究年報、pp.107-119.
- 張虎(2008)「韓国の構造改革—IMF危機以降の改革を例に—」第37号、2月、大学院研究年報、pp.65-77.
- 高龍秀(2008)「韓国における金融・企業セクターの改革—韓国財閥の生き残り戦略—」Vol.54、No.2、4月、pp.71-88.
- ニッセイ研究所(2008)「アクティビスト・ファンドの投資行動」Vol.149、9月、pp.4-5.
- 姜ジョンミン(2009)「2009年機関投資家の議決権行使の実態と問題点」『企業支配構造研究』第5号、6月、経済改革研究所、pp.1-46.
- 翟林瑜(2009)「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割(上)：機関投資家と投資先企業の経営業績の関係の視点より」『経営研究』第60巻、第3号、大阪市立大学学術機関、pp.1-15.
- 翟林瑜(2010)「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割(下)：機関投資家と投資先企業の経営業績の関係の視点より」『経営研究』第60巻、第4号、大阪市立大学学術機関、pp.113-130.

- 
- 姜ジョンミン(2010)「2010年機関投資家の議決権行使の実態と問題点」『ERRI 経済改革レポート』第10号,8月,経済改革研究所,pp.1-52.
- 李ゼヒョン(2011)『国民年金基金の議決権の限界と影響力に関する研究』国民年金研究院.
- 姜ジョンミン(2011)「2011年機関投資家の議決権行使の現状」『ERRI 経済改革レポート』第41号,10月,pp.17-42.
- 姜ジョンミン(2011)「国民年金基金の問題性議決権行使の現状」『ERRI 経済改革レポート』第13号,10月,経済改革研究所,pp.1-55.
- 姜ジョンミン(2012)「2012年機関投資家の議決権行使の現状」『ERRI 経済改革レポート』第21号,12月,経済改革研究所,pp.1-45.
- 姜ジョンミン(2012)「国民年金基金の問題性議決権行使の現状」『ERRI 経済改革レポート』第10号,8月,経済改革研究所,pp.1-52.
- 金ソンウ 李キファン 李ミヨン(2012)「議決権行使許容以降国内機関投資家の持分比率と企業価値に関する研究」『企業経営研究』第19巻,第3号,6月,韓国企業経営学会,pp.235-253.
- ホンジョンフン(2012)「企業支配構造改善のための機関投資家の役割－機関投資家の株主権行使の現状を中心に－」『Corporate Governance Review』第60号,1月,韓国企業支配構造院,pp.83-89.
- 李ジス(2012)「韓国の企業支配構造 アジアの中でいまだに下位圏－CLASとACGAのCGWatch2012分析内容の報告」『ERRI 経済改革レポート』07号,10月,経済改革研究所,pp.1-14.
- 李ビョンギ(2013)『国民年金基金の株主権行使義務化及び企業支配構造の問題点と課題』韓国経済研究院.