국민연금의 의결권 행사에 대한 실증분석*

양 철 원** (단국대학교)

Abstract

기업의 소유와 경영의 분리 구조는 경영자가 자신의 사적이익을 추구할 수 있는 대리인 문제의 위험성이 내포되어 있으며, 이에 대한 해결책으로 기관투자자들의 감시(monitoring) 역할이 최근 강조되고 있다. 본 연구는 한국에서 가장 운용규모가 큰 국민연금공단(이하 '국민연금')이 이러한 역할을 적절하게 수행하는지 살펴보았다. 특히 2015년 국민연금이 의결권을 행사하였던 기초 자료들을 사용하여 국민연금이 반대 의결권을 행사하였을 경우의 영향력과 타당성을 분석하였다. 분석 결과, 국민연금이 주주총회에서 반대의견을 표시한 이 후 10거래일 동안 2% 정도 주식 누적초과수익률을 보여주어 시장이 국민연금의 반대 의결권 행사에 대해 긍정적으로 인식함을 확인하였다. 특히 합병 및 분할 승인 관련 안건에서 약 6%의 높은 누적초과수익률을 발견하였다. 또한 국민연금이 반대의결권을 행사한 기업들의 특성을 분석하였을 때, 성장률이 낮고 기업지배구조가 좋지 않은 기업일수록 반대의 가능성이 높아 국민연금의 반대 의결권 행사가 합리적임을 확인하였다.

[1] 서 론

국민연금기금은 2018년 8월말 현재 그 규모가 651조원에 이르며 그 중 19%인 약 124조원을 국내 주식에 투자하고 있다. 2016년 말 국민연금기금의 주식 대량보유 공시내역을 살펴보면, 국민연금의 지분율이 5% 이상인 한국 기업은 276개, 그 중 10% 이상인 기업은 75개에 이른다. 즉, 국민연금이 한국 기업들에게 막강한 영향력을 행사할 수 있는 여건이다.

한편 국내 여론은 연금사회주의에 대한 우려보다는 재벌 등의 횡포를 막기 위해 국민연금이 더

* 본 논문은 2018년 하반기 펀드평가3사(한국펀드평가, FnGuide, 제로인)의 성균관대학교 자산운용연구센터(CAPM) 연구비 지원으로 수행되었습니다.
주제어 : 대리인 문제, 감시, 국민연금, 의결권, 합병
JEL 분류기호 : G23, G28
** 단국대학교 경영학부 부교수(E-mail: yang@dankook.ac.kr)

www.kci.go.kr

적극적으로 주주권을 행사해 주기 원하는 분위기이다. 정부도 스튜어드십 코드 도입을 정책으로 추진하면서 의결권을 행사하는 것을 장려하는 방향으로 가고 있다. 우리나라는 이미 법 개정을 통해 2003년부터 기관투자자들에 대한 의결권 행사를 허용하고 있으며 국민연금도 국민연금 이름으로 보유하고 있는 모든 주식에 대해 의결권을 행사하는 것을 기본 원칙으로 하고 있다.[1)]

이런 상황에서 지금까지의 국민연금 주주권 행사에 대해 평가해볼 필요가 있다고 생각된다. 국민연금은 자신의 주주권을 주로 의결권 행사를 통해 기업에 나타내었기 때문에, 본 연구에서는 국민연금의 의결권행사를 중심으로 그 영향력과 적절성을 분석하고자 한다.

구체적으로 다음과 같은 질문들에 답하고자 한다.

(1) 국민연금의 의결권 행사에 대한 시장이 긍정적으로 반응하는가?

(2) 국민연금의 의결권 행사는 전반적으로 적절하게 이루어지고 있는가?

이론적 측면에서 보면, 국민연금이 한국 기업의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 역할을 할 것으로 기대된다. 또한 그런 역할을 기대하고 정부나 여론에서 적극적인 개입을 주문하고 있는 것이다. 현대 기업과 같이 소유(ownership)와 경영(control)이 분리된 조직에서는 대리인(agent)이 주인(principal)의 이익이 아니라 자신의 사적 이익에 입각하여 의사결정을 할 유인이 존재하며, 이 과정에서 발생하는 이해관계 충돌이 대리인 문제이다 (Jesen and Meckling, 1976). 한국 기업도 이런 대리인 문제에서 벗어날 수 없는데, 주로 지배주주의 사적이익 추구 등과 같은 지배주주와 소액주주 간의 이해상충 문제가 일반적이다. 이런 대리인 문제는 기업 가치를 심각하게 훼손할 수 있다. Jesen and Meckling (1976)은 대리인 문제의 일차적 해결방안으로 적절한 감시(monitoring)를 언급하였다. 한국의 경우 기업 내부의 감시기능을 담당해야 할 경영진이나 이사회가 지배주주로부터 독립적이지 못한 경우가 많기 때문에 외부 기관투자자의 적극적인 경영감시가 필요하다. 하지만 국내 민간 기관투자자들도 이해관계자들간 다양한 이해상충이나 역량 부족 등으로 적극적인 주주권 행사를 하지 못하는 실정이며, 이에 따라 국민연금 등의 공적기금들의 주주권 행사가 기업의 대리인 문제 해결을 위해 중요해지고 있다 (강윤식, 위경우, 2015). 한국의 국민연금은 규모가 크며 그 영향력이 증대되기 있기 때문에 국민연금의 주주권 행사가 한국 기업의 대리인 문제를 완화시키는 역할을 할 수 있을 것으로 기대가 된다.

실증분석 문헌을 보면, 연기금의 긍정적 효과에 대한 연구들이 다수 존재한다. Nesbitt(1994), Crutchly et al.(1998), English et al.(2004), Barber (2007)는 미국 기업들이 캘퍼스(CalPERS) 등의 기관투자자들의 타깃이 된 후 좋은 성과를 보임을 주장한다. 하지만 Thomas and Cotter(2007), Nelson(2006)는 유의미한 결과를 발견하지 못하였다. 최근 연구들은 주주제안, 반대 의사표시 캠페인 ('Just vote No campaigns') 등 다양한 주주활동이 기업에 유의미한 변화를 주었음을 주장하였다(Del Guercio and Hawkins, 1999; Del Gueicio et al., 2008). 하지만 Gillan(1995)은 기관투자자들의 주주제안이 장기주식 가치 제고나 지배구조 및 운영성과 개선에 도움이 되지 않는다는 연구결과를 보고하고 있다. 요컨대 연기금의 주주권 행사의 영향에 대해 미국 시장에서 일관된 결과를 보여주지 못하고 있다. 본 연구는 이를 한국 시장을 통해 확인해 볼 수 있는 좋은 기회가 될 것이다.

본 연구는 국민연금이 2015년 주주총회에서 의결권을 행사한 자료들을 사용하여 국민연금 의결권 행사를 분석하였다. 특히 반대 의결권 행사에 초점을 두었다. 국민연금이 반대의견을 행사하는 것이 가치가 있다고 시장이 인식한다면 국민연금의 반대 의결권 행사 후에 유의미한 양(+)의 초과수익률을 보여주어야 할 것이다. 본 연구에서는 이에 부합하는 실증분석 결과를 발견하였다. 또한 국민연금이

1) 국민연금기금 의결권 행사지침 제5조

www.kci.go.kr

반대를 행사한 기업의 특성을 분석하였다. 프로빗 분석 결과, 성장률이 낮고 기업지배구조가 좋지 않은 기업일수록 반대의 가능성이 높았다. 이는 국민연금의 반대 의결권 행사가 상당히 합리적임을 보여주고 있다.

본 논문은 다음 같은 면에서 의의가 있다고 사료된다. 첫째, 국민연금의 규모가 커지면서 국민연금이 한국 기업들에게 미치는 영향력이 커지고 있다. 특히 국민연금의 의결권 행사는 기업의 의사결정에 직접적인 영향을 미치는 중요한 사안이므로 의사결정의 영향이나 적절성에 대한 평가가 필요한 시점이라 생각된다. 둘째, 2015년 삼성물산과 제일모직의 합병에서 캐스팅보드를 쥐고 있던 국민연금의 찬성은 한국 사회에 큰 관심을 이끈 사건이다. 당시 결정권자였던 국민연금 기금본부장은 의결권 행사에 대한 의사결정이 공정하게 이루어지기 보다는 부당하게 개입한 혐의로 업무상 배임죄가 적용되어 1, 2심에서 유죄판결을 받은 상태이다. 이러한 의사결정이 본 건에만 해당하는 특수한 경우인지, 아니면 일반적인 관행인지에 대해서도 의문이 들 수 있다. 본 연구는 2015년 국민연금 의결권을 행사한 전체 자료를 사용하여 의결권 행사의 적절성에 대해 평가하고 있다.

논문은 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 자료에 대해 설명하며 관련 문헌들을 소개한다. 3장에서는 2015년 국민연금이 실제 의결권을 행사한 자료들을 사용하여 이에 대한 시장의 반응과 결정요인들을 살펴보았다. 마지막 4장에서는 논문을 마무리 한다.

[2] 자료 및 참고문헌

2.1 자 료

국민연금 의결권 행사에 대한 실증분석은 2015년 국민연금이 의결권을 행사한 639건을 대상으로 하였다. 각 주주총회에 대한 국민연금의 의결권 행사내역 자료는 국민연금기금운용본부 공시자료를 사용하였다(http://fund.nps.or.kr). 여기에는 국민연금이 의결권을 행사한 회사명, 주총일자, 의안번호, 의안내용, 행사내용, 반대시 사유, 근거조항 등을 공개하고 있다.

각 주주총회에 대해서 찬성, 반대, 미행사, 기권으로 구분하였다. 주주총회에 여러 안건이 있는 때 한 건이라도 반대가 있는 경우에 '반대'라고 분류하였다. 그 다음 우선순위로 미행사, 기권에 대해서도 동일하게 처리하였다. 따라서 모든 안건에 대해서 찬성인 경우에 '찬성'으로 분류되었다.

〈표 1〉은 2015년에 국민연금이 주주총회에서 행사한 의결권 내역을 보여주고 있다. 전체 639개의 주주총회 중에서 '찬성'은 409개(64%)로 대부분을 차지하며, '반대'는 208개로 33%이다. '미행사', '기권' 등도 존재하지만 미미하다. 정기주총과 임시주총으로 구분하였을 때, 정기주총은 548개로 86%를 차지한다. 그 중 반대는 193개로 35% 비율이며 전체에서의 반대 비율보다 약간 높다. 주주총회를 개최한 기업을 유가증권시장과 코스닥으로 구분하였을 때도 유가증권시장의 샘플이 더 많으며, 반대 의결권 행사가 30% 비율로 전체 반대비율보다 작았다.

〈그림 1〉은 주주총회 개최월 별로 정기주총과 임시주총의 분포를 보여주고 있다. 전체 639개의 주주총회 중에서 539개의 정기주총이 3월에 개최되어 쏠림현상이 심한 것을 볼 수 있다. 3월에 대부분의 주주총회가 개최되어 그 시기에 국민연금 의결권 행사를 위한 의사결정 업무가 과중될 우려가 있다. 반면 다른 달에는 평균 10건 정도의 주주총회가 개최되었다.

분석에 사용하는 주식 일별 수익률 자료는 FnData

www.kci.go.kr

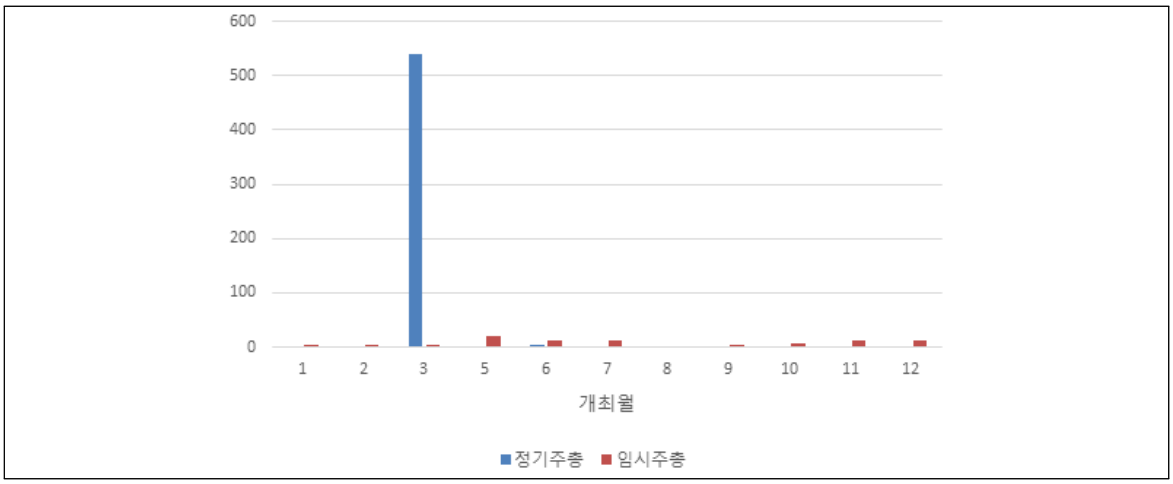
〈표 1〉 국민연금의 의결권 행사 내역

본 표는 2015년 국민연금이 주주총회에서 행사한 의결권 내역을 보여주고 있다. 각 주주총회에 대해서 찬성, 반대, 미행사, 기권으로 구분하였다. 주주총회에 여러 안건이 있는 때 한 건이라고 반대가 있는 경우에 '반대'라고 분류하였다. 그 다음 우선순위로 미행사, 기권에 대해서도 동일하게 처리하였다. 따라서 모든 안건에 대해서 찬성인 경우에 '찬성'으로 분류되었다.

구 분	전 체	찬 성	반 대	미행사	기 권
전 체	639	409	208	17	5
정기주총	548	335	193	16	4
임시주총	91	74	15	1	1
유가증권시장	440	289	133	14	4
코스닥시장	199	120	75	3	1

〈그림 1〉 국민연금 의결권 행사에 주주총회의 분포

본 그림은 국민연금이 2015년 의결권을 행사한 주주총회의 분포를 월별로 보여주고 있다. 주주총회를 정기주총과 임시주총으로 구분하였다.



Guide에서 추출하였다. 유가증권시장의 시장수익률로는 KOSPI 수익률 자료를, 코스닥시장의 시장수익률로는 KOSDAQ 수익률을 사용하였다. 분석에 사용하는 기업특성변수인 기업규모, 부채, 자기자본, 매출액, ROA, 배당액, 외국인 지분율, 대주주 지분율의 자료 역시 FnData Guide에서 추출하였으며, 2015년 자료를 사용하였다. 기업의 지배구조점수는 한국지배구조연구원에서 발표하는 기업지배구조 점수를 사용하였으며, 자료 취득의 한계로 인하여 2009년 자료를 사용하였다.

2.2 참고문헌

본 연구는 기관투자자의 의결권 행사에 대한 연구들과 연관이 있다. 기관의 의결권 행사에 관한 쟁점은 연금이나 펀드 산업의 발달과 연관이 깊다. 펀드를 운영하는 기관투자자들의 의결권 행사는 통상적으로 수익자의 이익을 위해서 선량한 의무를 이행하는 수탁자책임(fiduciary duty)의 일환으로 이해되었다. 미국의 경우 펀드의 의결권행사에 대한 일반적인 규제는 2003년 SEC에 의해 처음 시행되었다. 펀드의 의결권

www.kci.go.kr

행사는 사전에 당해 펀드의 사외이사들의 동의를 얻은 의결권행사지침(proxy voting guideline)에 따라 의결권을 행사하였다. 의결권 행사지침에 포함되어 있지 않은 사항에 대해서는 자산운용회사가 펀드의 최대이익을 기준으로 판단하였다. 자산운용회사는 당해 펀드의 이사회나 이사회 내 위원회에 의결권행사와 관련된 사항을 보고하고 있다.

기관투자자들의 의결권 행사는 주주행동주의로 발전하였다. 주주행동주의는 자본이득이나 배당금 등의 이익만 추구하는 데서 벗어나 기업의 지배구조 및 경영에 직접 개입하여 주주의 이익을 추구하고자 하는 행위이다. 기본적으로 주주행동주의는 대리인 이론에 근거를 둔다. Jensen and Meckling(1976)은 소유와 경영이 분리된 상황에서 대리인인 경영자는 주주의 이익에 반하는 사적이득을 추구할 유인이 생길 수 있다. 이를 방지하기 위해 주주는 경영자의 비도덕적 행위를 감시(monitoring)하는 등의 조치를 취하게 되는데, 이는 일종의 대리인 비용이다.

기관투자자들이 보이는 주주행동주의에 대한 다양한 연구들이 존재한다. 먼저 기관투자자들이 대량의 지분을 보유하게 된 날, 기관투자자가 해당기업을 타깃으로 선정된 날, 주주총회에서 주주제안이 이루어진 날 등 다양한 주주행동에 대한 시장 반응이 분석되었다. 하지만 실증분석 결과들은 혼재되어 있다. 미국 기업들이 캘퍼스(CalPERS) 등의 기관투자자들의 타깃이 된 후 좋은 성과를 보이고 있는 연구들이 다수 존재한다[Nesbitt(1994), Crutchly et al.(1998), English et al.(2004), Barber (2007)]. 하지만 Thomas and Cotter(2007), Nelson(2006)는 유의성을 발견하지 못하였으며, Ferreira and Matos (2008)는 기관투자자의 참여와 기업가치의 양의 관계가 주주행동주의에 기인한 것이 아님을 주장하였다.

주주활동이 기업에 실제적으로 영향을 주었는지에 대한 연구들도 존재한다. Del Guercio and Hawkins(1999)는 5개 연기금의 기업지배구조에 대한 주주제안이 기업의 지배구조와 구조조정 활동에 변화를 주었다고 주장하였으며, Del Gueicio et al.(2008)은 반대 의사표시 캠페인('Just vote No campaigns')이 CEO에게 높은 압력을 주었고, 그 결과로 발생한 임원 및 CEO 교체가 기업가치를 증대시켰음을 보고하였다. 하지만 Gillan(1995)은 기관투자자들의 주주제안이 장기주식 가치 제고나 지배구조 및 운영성과 개선에는 도움이 되지 않음을 보고하였고, Wahal(1996)은 9개의 주요 연기금의 타깃이 되었던 기업들이 장기적으로 경영성과가 향상되지 않았음을 보고하였다.

여러 제약이 있는 기관투자자들과 달리 제약 없이 더 적극적으로 활동할 수 있는 헤지펀드의 주주활동에 대한 연구도 존재한다. Brav et al.(2008)는 2001~2006년 동안 헤지펀드의 타깃이 된 미국 기업이 이후 20일 동안 약 7%의 초과수익률을 가지며 다음 해까지 수익률의 반전현상이 없음을 발견하였다. 또한 타깃 기업은 배당이나 영업이익, 경영진 교체율의 증가도 경험하였다. 그들을 이를 근거로 헤지펀드의 주주행동주의가 기업의 가치를 높일 수 있다고 주장하였다.

한국도 법을 개정하여 2003년도부터 기관투자자들에 대한 의결권 행사를 허용하고 있다. 2005년 3월부터는 기관투자자들이 5% 이상의 지분을 투자하거나, 1% 이상의 지분변동이 있을 때는 변동일로부터 5일 안에 투자 목적과 함께 투자기업을 공시하도록 하고 있다. 이는 기관투자자들의 투자가 주식시장에 미치는 영향력이 확대되고 있음을 의미한다.[2)]

기관투자자의 의결권 행사의 영향에 관한 연구로는 김한나, 연강흠 (2014)이 있다. 그들은 2005~2011년 기간의 기관투자자 의결권 행사 공시 자료를 분석하여 의결권 반대 의사표시 이후 양(+)의 초과수익률을 가짐을 발견하였으며 이를 근거로 시장이 기관투자자의 감시기능을 인식하고 있음을 주장하였다. 특히 기관투자자 반대 안건이 주주총회에서 부결된 경우가 통과된 경우보다 더 높은 초과수익률을 보였으며 이는 감시효과의 존재를 더 강하게 지지하는 결과이다. 문은형, 양채열 (2010)은 5%룰 공시 자료를 이용하여 5%

2) 의결권 행사 외에도 주주제안권, 대표 소송제기권, 회계장부열람청구권 등을 통해 주주가 적극적으로 자신의 권리를 행사할 수 있는 제도가 있다.

www.kci.go.kr

이상 지분을 보유한 외국인들이 회사를 감시하는 주체로서 대리인 문제를 완화하고 지배구조를 개선하는데 기여하는지 검증하였을 때, 이들이 국내 기업에서 효과적인 감시 주체로서의 역할을 이행하지 못함을 발견하였다. 국민연금의 의결권 행사와 연관하여서는 다음과 같은 연구가 있다. 박영석 외 (2012)은 2007년~2009년 동안 국민연금의 의결권 행사 내역을 분석하였을 때 반대의결권 행사 안건은 연평균 약 100건이었으며 이는 전체 안건의 5~6% 수준이었다. 이러한 국민연금 반대의결권 행사 비율은 국내의 다른 기관투자자들에 비해 훨씬 높은 것이며 국민연금이 기업지배구조 개선을 위한 의결권 행사에 더 적극적임을 보여준다. 강윤식, 위경우 (2015)는 국민연금이 주주권 행사를 통해 기업의 건전성과 투명성을 제고하고 기업가치를 향상시키기 위해 필요한 여러 정책적 제안들을 하고 있다.

[3] 국민연금 의결권 행사에 대한 실증분석 결과

3.1 국민연금 반대 의결권 행사에 대한 시장반응

본 연구가 주로 다루고자 하는 것이 국민연금 의결권 행사에 있어서 대리인 비용의 문제이다. 이와 연관된 쟁점을 잘 확인해 볼 수 있는 것이 반대 의결권 행사이다. 기관투자자들의 찬성을 하는 것보다 반대의견을 제시하는 경우가 더 적극적인 주주권의 행사라고 할 수 있다. 그리고 시장에서도 반대 의결권 행사 시 기업이 제대로 모니터링되고 있다고 인식하여 긍정적인 효과가 나타날 수 있다. 기존 연구에서도 기관투자자의 반대 의사표시에 대해 시장이 긍정적으로 반응한다고 알려져 있다. 기관투자자들의 반대 의견이 기업에 대한 감시가 이루어지고 있다는 신호를 주기 때문이다 (김한나, 연강흠, 2014).

이 부분에서는 국민연금의 반대 의결권 행사 사건일 이후에 기업들이 양(+)의 초과수익률을 보이는지를 살펴보고자 한다. 만일 유의적인 양(+)의 수익률이 발견된다면 이는 국민연금 반대 의결권 행사에 대해 시장이 긍정적으로 인식하고 있음을 의미한다. 즉, 국민연금의 반대 의결권 행사가 유의미한 가치가 있다는 것이다. 한국 시장에서 국민연금에 의한 모니터링 효과가 존재하는지 확인하고자 하는 것이다.

이를 위해 국민연금이 반대 의결권을 행사한 208개의 주주총회를 사건일로 하여 사건연구(event study)를 진행하였다. 사건일 전후 (-20, 20)기간의 초과수익률(abnormal return, AR)을 구하기 위해서는 해당 주식의 실제 일별 수익률에서 위험을 조정한 정상수익률을 차감하여야 한다. 위험을 조정한 정상수익률을 구하기 위한 파라미터는 (-230,-31) 기간을 사용한 시장모형을 통해 다음과 같이 추정하였다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \ , \quad (t = -231, \ldots, -31) \tag{1}$$

이들 파라미터를 (-20, 20) 기간에 적용하여 해당기간의 초과수익률(AR)을 다음과 같이 계산하였다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}), \quad (t = -20, \ldots, 20) \tag{2}$$

누적초과수익률(cumulative abnormal return, CAR)는 다음과 같이 일정 기간의 초과수익률의 합으로 정의하였다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \tag{3}$$

〈표 2〉는 국민연금이 반대 의결권을 행사한 사건일 전후의 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)을

www.kci.go.kr

〈표 2〉 반대 의결권 행사 전후의 초과수익률

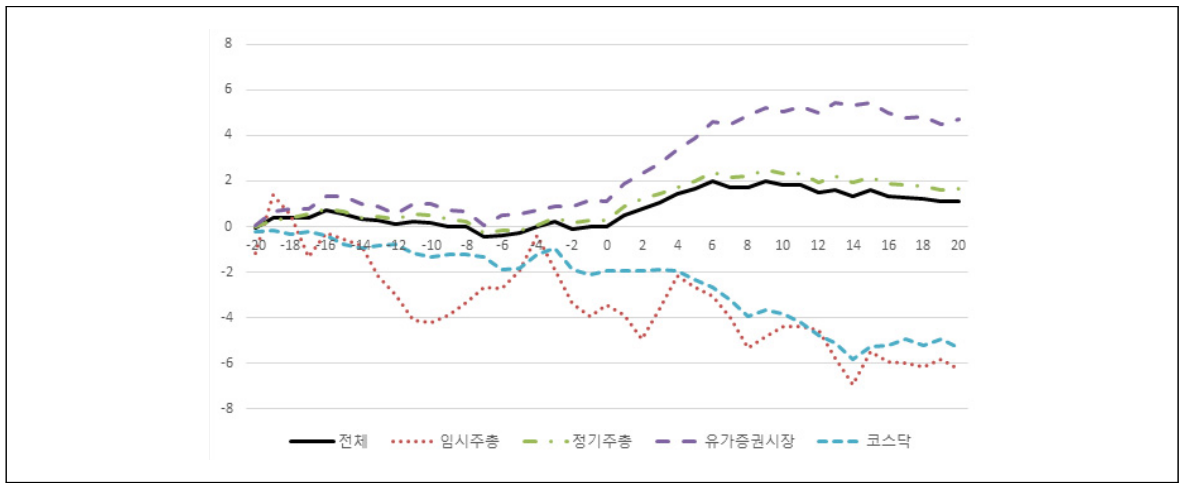
본 표는 국민연금이 주주총회에서 반대 의결권을 행사한 사건일 전후의 해당 기업의 초과수익률(%)을 보여주고 있다. 각 사건일에 대해 (-230,-31) 기간을 대상으로 시장모형을 추정한 후에 그 값을 사용하여 (-20,20) 동안의 초과수익률(AR, abnormal return)을 구하였다. 이 초과수익률 사용하여 누적초과수익률(CAR, cumulative abnormal return)을 구하였다.

	AR(t)	t-값	CAR(-20,t)	t-값	CAR(t1,t2)	t-값
-20	-0.066	(-0.40)	-0.066	(-0.40)		
-19	0.443	(2.23)	0.376	(1.47)		
-18	0.012	(0.07)	0.389	(1.26)		
-17	0.012	(0.06)	0.400	(1.05)	CAR(-20,-16)	
-16	0.308	(1.57)	0.708	(1.72)	0.708	(1.72)
-15	-0.139	(-0.89)	0.569	(1.19)		
-14	-0.256	(-1.61)	0.313	(0.62)		
-13	-0.033	(-0.19)	0.280	(0.53)		
-12	-0.190	(-1.28)	0.090	(0.17)	CAR(-15,-11)	
-11	0.105	(0.71)	0.195	(0.36)	-0.513	(-1.64)
-10	-0.052	(-0.31)	0.142	(0.25)		
-9	-0.119	(-0.74)	0.023	(0.04)		
-8	-0.047	(-0.30)	-0.024	(-0.04)		
-7	-0.413	(-2.90)	-0.436	(-0.73)	CAR(-10,-6)	
-6	0.061	(0.39)	-0.375	(-0.59)	-0.570	(-1.66)
-5	0.088	(0.53)	-0.287	(-0.45)		
-4	0.314	(1.64)	0.026	(0.04)		
-3	0.207	(1.16)	0.234	(0.35)		
-2	-0.347	(-2.30)	-0.113	(-0.16)	CAR(-5,-1)	
-1	0.102	(0.59)	-0.011	(-0.01)	0.364	(0.90)
0	0.010	(0.06)	-0.001	(0.00)		
1	0.526	(2.41)	0.525	(0.66)		
2	0.266	(1.44)	0.791	(0.95)		
3	0.277	(1.51)	1.069	(1.25)		
4	0.374	(1.72)	1.443	(1.60)	CAR(1,5)	
5	0.194	(0.99)	1.637	(1.76)	1.638	(3.64)
6	0.337	(1.58)	1.974	(2.08)		
7	-0.246	(-1.52)	1.728	(1.78)		
8	-0.035	(-0.19)	1.693	(1.63)		
9	0.296	(1.71)	1.989	(1.89)	CAR(6,10)	
10	-0.154	(-0.94)	1.836	(1.71)	0.199	(0.51)
11	0.016	(0.08)	1.852	(1.67)		
12	-0.362	(-1.86)	1.490	(1.31)		
13	0.142	(0.74)	1.633	(1.39)		
14	-0.325	(-2.21)	1.308	(1.09)	CAR(11,15)	
15	0.288	(1.26)	1.596	(1.30)	-0.240	(-0.59)
16	-0.282	(-1.45)	1.314	(1.03)		
17	-0.034	(-0.17)	1.280	(0.99)		
18	-0.062	(-0.25)	1.218	(0.92)		
19	-0.134	(-0.63)	1.084	(0.81)	CAR(16,20)	
20	0.032	(0.19)	1.116	(0.81)	-0.480	(-1.02)

www.kci.go.kr

〈그림 2〉 국민연금 반대 의결권 행사에 대한 시장반응

본 그림은 국민연금의 반대 의결권 행사 사건 전후의 CAR(%)를 보여주고 있다. 전체 639개 주주총회에 대한 결과와 함께, 이를 정기주총, 임시주총, 또는 유가증권 시장, 코스닥 기업으로 나누어서 보여주고 있다.



보여주고 있다. 국민연금 의결권 행사 당일의 AR은 0.01%이지만 통계적 유의성은 없다. 이후의 AR(1)은 0.526%로 통계적으로 유의하며 이후 AR(6)까지가 모두 양(+)의 수익률을 보이고 있다. CAR(1,5)가 약 1.638%로 통계적으로 유의하며, CAR(6,10)도 0.199%로 모두 양(+)의 수익률을 보여주고 있다. 국민연금 반대 의결권 행사 이후 10일 동안 2%가 넘는 누적초과수익률을 가지고 있으며 이는 시장이 국민연금의 반대 의결권 행사에 대해 긍정적으로 반응함을 의미한다. 그 이유는 시장이 국민연금의 반대 의결권 행사가 그 기업에 대한 적절한 감시기능이 작동하고 있음을 인식하기 때문으로 해석할 수 있다. 이는 또한 국민연금이 대리인으로서 선관의무를 이행하는 것이 가치가 있음을 보여주는 것이라 사료된다.

주주총회는 주주들에게 보통 2주 전에 공지가 된다. -14부터 -7일까지 거래일은 대부분 유의하지는 않지만 음(-)의 수익률이 많다. 주주총회의 상정된 안건들 중에서 우려가 되는 사안들이 있기 때문이라고 할 수 있다. 하지만 국민연금이 반대 의결권을 행사하고 나서는 양(+)의 수익률로 반전이 일어난다. 국민연금의 반대 의결권 행사가 가치가 있으며 이를 시장에서도 인정하고 있다고 해석할 수 있다.

이러한 현상은 〈그림 2〉의 누적초과수익률(CAR) 그래프를 통해서 더 명확하게 확인할 수 있다. 국민연금이 반대 의결권을 행사한 전체 표본에서 주주총회일로부터 10일 후까지 2% 정도의 누적초과수익률을 보여주고 있다. 또한 이를 정기주총과 임시주총으로, 그리고 유가증권시장과 코스닥으로 구분하여 보여주고 있다. 국민연금의 반대 의결권 행사에 대한 시장의 긍정적인 반응은 임시주총보다는 정기주총에서, 코스닥보다는 유가증권 시장에서 더 강하게 발견된다. 정기주총에서의 (0,10) 거래일의 누적초과수익률은 2%를 약간 상회하는 정도로 전체 표본과 비슷하다. 하지만 유가증권시장의 누적초과수익률은 6%에 이를 정도로 크다. 김한나, 연강흠 (2014)의 연구에서 한국 시장에서 기관투자자들의 반대 의결권 행사로 인한 초과수익률이 5% 정도로 보고하고 있다. 이들이 유가증권시장에 상장된 기업들만 대상으로 분석한 것을 고려하면 거의 비슷한 수치하고 할 수 있다.

주의할 점은 유가증권시장과 달리 코스닥에서 반대 의결권 행사 이후에 음(-)의 수익률을 가진다는 것이다. 10일 동안 약 -4%의 수익률로, 코스닥의 경우

www.kci.go.kr

〈표 3〉 의결권 반대 안건별 초과수익률

본 표는 국민연금이 반대 의결권을 행사한 주주총회 안건을 분류하여 초과수익률(%)을 보여주고 있다. 국민연금은 2015년 총 292개 안건에 대해 반대하였다. 각 안건에 대해 (-230,-31) 기간을 대상으로 시장모형을 추정한 후에 그 값을 사용하여 (-20,20) 동안의 초과수익률(AR, abnormal return)을 구하였다. 이 초과수익률 사용하여 누적초과수익률(CAR, cumulative abnormal return)을 구하였다.

구 분	표본수	CAR(-10,-1)	AR(0)	CAR(1,10)
1. 제무제표 변경	15	0.415	0.588	0.424
		(0.17)	(1.10)	(0.24)
2. 정관변경	52	-0.956	-0.268	1.426
		(-0.95)	(-0.81)	(1.29)
3. 임원 선임 및 해임	202	-0.095	0.118	2.131
		(-0.17)	(0.67)	(3.43)
4. 임원보수 한도 승인	7	-0.016	-0.279	-2.589
		(0.00)	(-0.64)	(-0.82)
5. 임원퇴직금 규정의 제정 및 변경 승인	7	0.533	-0.066	0.991
		(0.19)	(-0.14)	(0.52)
6. 주식매수 선택권	2	-5.252	-3.024	-2.456
		(-0.53)	(-2.02)	(-3.51)
7. 합병 및 분할의 승인	4	5.732	0.889	5.363
		(9.60)	(2.92)	(10.90)
8. 기타	3	2.291	-0.977	0.605
		(0.53)	(-1.19)	(0.25)

국민연금의 반대의사표시가 주주의 이익을 방해할 수 있음을 보여준다. 결과적으로 국민연금의 의결권 행사에 대한 반응이 유가증권과 코스닥이 다를 수 있고 본 연구의 결과가 유가증권에만 적용될 수 있음을 유의할 필요가 있다.

〈표 3〉은 반대한 안건들을 구분하여 누적초과수익률을 살펴보았다. 김한나, 연강흠 (2014)의 연구를 참고하여 재무제표 변경, 정관변경, 임원 선임 및 해임, 임원보수 한도 승인, 임원퇴직금 규정의 제정 및 변경 승인, 주식매수 선택권, 합병 및 분할의 승인, 기타의 8가지로 분류하였다. 총 안건은 292개로 반대 의결권을 행사한 주주총회의 개수 208보다 크다. 이는 주주총회에 여러개의 안건들이 상정되는 경우가 있고 이 중 두 개 이상의 안건에서 반대 의결권이 행사된 경우도 있기 때문이다. 이 중에서 임원 선임 및 해임이 202건으로 가장 많았으며, 그 다음이 정관변경이 52건, 재무제표 변경이 15건 순이다.

각 안건별로 누적초과수익률을 살펴보면, AR(0)은 제무제표 변경, 임원 선임 및 해임, 합병 및 분할의 승인에서 양(+)의 수익률을 지니며 합병 및 분할의 승인에서 통계적 유의성을 지닌다. CAR(1,10)은 거의 모든 안건에서 양(+)의 수익률을 지니며 그중 임원 선임 및 해임, 합병 및 분할의 승인에서 통계적으로 유의미하다. 이 두 안건에 대해서 국민연금이 반대 의결권을 행사할 때 시장에서 가장 긍정적으로 반응함을 보여준다. 특히 주목할 것은 '합병 및 분할의 승인' 안건이다. AR(0)이 0.889%, CAR(1,10)이 5.363%로 합이 6%에 이르며, CAR(-10,-1)도 5.732%에 이른다.

3.2 국민연금이 반대 의결권을 행사한 기업의 특성

앞에서는 국민연금 반대 의결권 행사에 대해서 시장이 긍정적으로 반응함을 확인하였다. 그렇다면 국민연금이 반대 의결권을 행사하는 기업들은 어떤 기업들인

www.kci.go.kr

〈표 4〉 반대 의결권이 행사된 기업의 특성

본 표는 국민연금의 반대 의사결정에 대한 프로빗 분석결과를 보여주고 있다. 독립변수로 국민연금이 반대 의사결정을 한 경우 더비변수 1, 나머지는 0을 사용하였다. MV는 기업규모에 로그값을 취하였다. BM은 장부가치 대비 시장가치이며, GROWTH는 매출액 성장률, ROA는 순이익을 자산으로 나눈 값, DIVYLD는 기업의 배당액을 시장가치로 나눈 값, LEV는 기업의 부채를 자기자본으로 나눈 값을 사용하였다. FOWN은 외국인 지분이며, MAJOR는 대주주 지분이다. GINDEX는 기업지배구조 점수이다.

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
MV	-0.099	(-2.73)	-0.093	(-2.45)	-0.096	(-2.18)	-0.021	(-0.29)
BM	-0.025	(-0.43)	-0.039	(-0.60)	-0.075	(-1.11)	-0.089	(-0.92)
GROWTH			-0.245	(-1.74)	-0.230	(-1.65)	-1.420	(-3.10)
ROA			0.122	(0.25)	-0.029	(-0.05)	-0.074	(-0.06)
DIVYLD			1.046	(0.39)	-0.235	(-0.08)	0.726	(0.21)
LEV			0.003	(0.17)	-0.008	(-0.37)	0.026	(1.05)
FOWN					0.360	(0.82)	0.886	(1.50)
MAJOR					1.213	(4.24)	1.701	(3.90)
GINDEX							-0.007	(-1.96)
표본수	631		630		622		342	
Pseudo-R2	0.021		0.027		0.061		0.519	

가? 본 장에서는 이 점을 다루고자 한다. 이를 위해 다음과 같은 국민연금 '반대' 의사결정에 대한 프로빗 분석을 시행하였다.

$$OPP_i = \alpha + \beta MV_i + \gamma BM_i + \delta GROWTH_i + \zeta ROA_i + \theta DIVYLD_i + \rho FOWN_i + \sigma MAJOR + \tau GINDEX + \epsilon \quad (4)$$

종속변수(OPP)는 특정기업에 대한 국민연금이 반대 의견을 개진하였으면 1을, 아니면 0을 가지고 있다. 설명변수로는 첫째로 다음과 같은 기업특성변수들을 사용하였다. MV는 기업규모에 로그값을 취하였으며, BM은 장부가치 대비 시장가치이며, GROWTH는 매출액 성장률, ROA는 순이익을 자산으로 나눈 값, DIVYLD는 기업의 배당액을 시장가치로 나눈 값, LEV는 기업의 부채를 자기자본으로 나눈 값을 사용하였다. 또한 기업 지배구조와 관련된 변수들을 도입하였다. FOWN은 외국인 지분이며, MAJOR는 대주주 지분이다. GINDEX는 한국지배구조연구원에서 발표하는 기업지배구조 점수이다. 지배구조점수는 점수가 높을수록 기업의 지배구조가 더 좋음을 의미한다.

〈표 4〉는 프로빗 결과를 보여주고 있다. 모형(1)에서는 가장 기본적은 MV, BM을 사용하였으며, MV가 음(-)의 값으로 유의미하다. 기업규모가 작을수록 더 반대 의결권 행사가 될 가능성이 많아진다. 이는 기업규모가 작을수록 기업지배구조가 좋지 않기 때문에 그럴 수 있다. 모형(2)에서는 모든 기업특성변수들을 사용하였을 때, MV와 GROWTH가 통계적 유의성을 보였다. 성장성이 낮은 기업일수록 반대당할 가능성이 높아진다. LEV, 부채비율도 통계적 유의성은 부족하지만 높을수록 반대 가능성이 높아져 상식과 부합한다. DIVYLD는 예상과 다르다. 배당을 안하는 기업일수록 배당을 높이려는 요구를 하며 반대할 확률이 높아질 것으로 예상하였지만, 계수가 양(+)의 값을 가져 반대 결과를 보여주었다.

흥미있는 것은 모형(3), (4)에서 사용된 기업 지배구

www.kci.go.kr

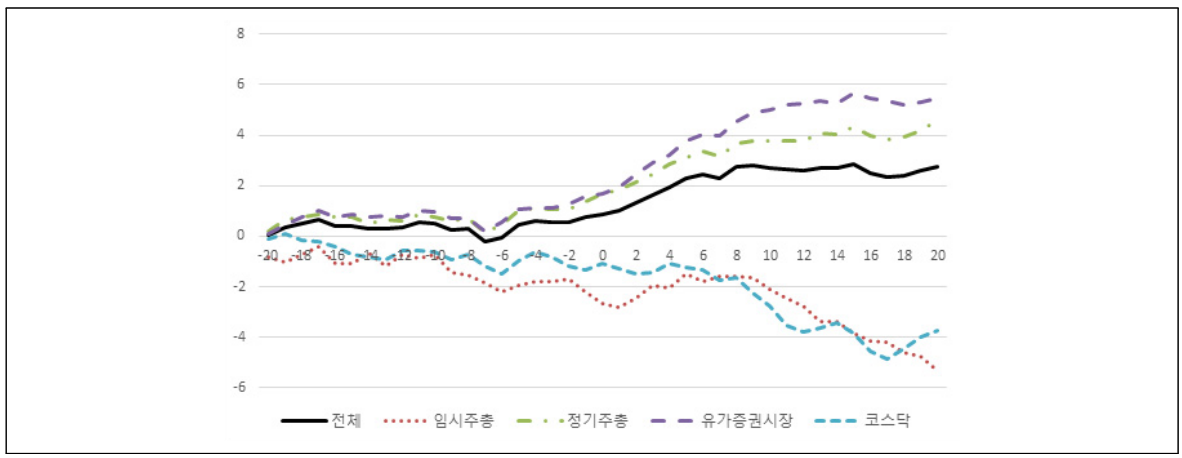
조 관련된 변수이다. 한국지배구조연구원이 발표하는 기업지배구조점수는 유가증권시장 기업들만 대상으로 하기 때문에 관측수가 작아진다. 따라서 모형(3)에서 FOWN과 MAJOR를 추가하고, GINDEX는 모형(4)에서 사용하였다. FOWN은 유의하지 않지만 양(+)의 값을 지닌다. 이는 외국인들의 보유지분이 많을수록 더 국민연금이 반대할 가능성이 많아짐을 의미한다. 대주주보유지분(MAJOR)가 높을수록 국민연금이 반대할 가능성이 더 많아지며 통계적으로도 아주 강한 유의성을 보여준다. 이는 국민연금이 기업 대주주들에 의해서 영향받기 보다는 오히려 이들을 감시하고 견제하는 역할을 하고 있음을 의미한다. 주식시장에서 건전한 감독자의 역할을 하고 있는 것이다. 이런 점에서 보면 삼상물산과 제일모직의 경우는 예외적인 사례라고 할 수 있겠다. 마지막으로 기업지배구조점수(GINDEX)가 낮을수록 국민연금의 반대 확률이 유의미하게 높아진다. 흥미있는 것은 모형(4)에서 GINDEX가 추가되었을 때 MV의 유의성이 사라지며, Pseudo-R2도 0.519로 크게 향상되는 것이다. 이는 국민연금이 지배구조가 좋지 않은 기업에 대해 반대의견을 행사함을 의미하며 국민연금의 기업 감시 역할을 지지하는 결과이다. 지금까지의 결과들은 전반적으로 국민연금의 반대 의결권 행사가 비교적 합리적으로 행사되고 있으며 시장에서 기업의 감시자로서 건전한 역할을 수행하고 있음을 보여준다.

3.3 추가분석

여기서는 몇 가지 의문점에 대한 추가분석을 실시하였다. 첫째, 본 연구에서는 국민연금의 반대의견 행사에 대한 표본을 다루었는데, 찬성의견에 대한 시장반응은 어떨지 의문이 들 수 있다. 〈그림 3〉은 국민연금의 찬성 의결권 행사 후의 누적초과수익률에 대해서 보여주고 있다. 누적초과수익률의 계산은 앞 장에서와 동일한 방법으로 진행하였다. 〈그림 3〉을 보면, 국민연금의 찬성 의결권의 행사 후에도 양(+)의 수익률을 보이고 있다. 6일 후의 CAR는 2%를 초과하여 반대 의결권 행사의 경우보다 초과수익률이 더 크게 나타나기도 한다. 우리의 예측대로라면, 찬성 의결권 후에는 음(-)의 수익률을 보이거나 최소한 유의미한 영향이 없어야 할 것이다. 국민연금이 찬성해주는 것이 형식적 절차에 불과하여 국민연금이 기업에 대한 감시역할을 전혀 못하고 있다고 시장이 부정적으로 인식한다면 음(-)의 수익률이 나올 것이다. 하지만 찬성에 대해서도 오히려 양(+)의 초과수익률이 나왔다. 이에 대한 한 가지

〈그림 3〉 국민연금 찬성 의결권 행사에 대한 시장반응

본 그림은 국민연금의 찬성 의결권 행사 사건 전후의 CAR(%)를 보여주고 있다. 전체 639개 주주총회에 대한 결과와 함께, 이를 정기주총, 임시주총, 또는 유가증권 시장, 코스닥 기업으로 나누어서 보여주고 있다.



www.kci.go.kr

〈표 5〉 합병 및 분할, 영업양수도에 관한 임시주총 내역

본 표는 임시주총 안건 중에서 합병 및 분할, 영업양수도에 관한 안건의 내역을 보여주고 있다. 패널 A는 안건에 대해서 국민연금이 행사한 의사결정의 분포를 보여주고 있다. 패널 B는 총 26개 안건의 세부 내역에 대해서 보여주고 있다.

패널 A. 전체 내역

전 체	찬 성	반 대	미행사	기 권
26	20	4	0	2

패널 B. 세부 기업 내역

기 업	날 짜	내 역	결과	이 유	근 거
메가스터디(주)	2015-02-05	분할계획서 승인	찬성		
(주)아이에이치큐	2015-02-12	합병승인	찬성		
우리산업(주)	2015-02-26	분할계획서승인	반대	기업가치 하락우려	세부기준 40조
(주)실리콘웍스	2015-03-19	영업양수 승인	찬성		
현대해상화재보험(주)	2015-03-27	영업양수 승인	기권	주식매수 청구권 확보	세부기준 35조
(주)사조오양	2015-05-12	합병승인	찬성		
한솔로지스틱스(주)	2015-05-14	분할합병계획서승인	찬성		
메리츠종합금융증권(주)	2015-05-14	합병계약서 승인	찬성		
한솔홀딩스(주)	2015-05-14	분할합병계획서승인	찬성		
현대하이스코(주)	2015-05-28	합병계약 승인	찬성		
현대제철(주)	2015-05-28	합병계약 승인	찬성		
(주)동성홀딩스	2015-05-29	합병계약 승인	찬성		
(주)심텍	2015-05-29	분할계획서 승인	찬성		
(주)동성하이켐	2015-05-29	합병승인	기권	주식 매수청구권 확보	세부기준 34조
나이스정보통신(주)	2015-06-09	영업양수	찬성		
(주)파라다이스	2015-06-24	영업양수도 승인	찬성		
SK씨앤씨(주)	2015-06-26	합병계약서 승인	반대	주주가치 훼손	세부기준 34조
SK(주)	2015-06-26	합병계약 승인	반대	주주가치 훼손	세부기준 34조
제일모직(주)	2015-07-17	합병계획서승인	찬성		
삼성물산(주)	2015-07-17	합병승인	찬성		
현대종합상사(주)	2015-08-28	분할계획서 승인의 건	반대	분할신설회사 정관 주주가치침해 우려	행사지침 6조, 세부기준 24,25,36조
(주)삼양사	2015-11-13	합병계약 체결 승인의 건	찬성		
(주)삼양제넥스	2015-11-13	합병계약 체결 승인의 건	찬성		
(주)레고켐바이오사이언스	2015-11-16	합병계획서승인	찬성		
(주)다우기술	2015-12-21	분할계획서 승인	찬성		
이엠코리아(주)	2015-12-30	분할계획서 승인	찬성		

가능한 해석은 찬성이든 반대든 국민연금이 주주 이익에 부합하게 의결권을 행사한다는 것이다. 국민연금 자신도 주주이기 때문에 주주이익 극대화의 행동을 하리라는 것은 당연하다. 이는 국민연금의 합리적인 의결권 행사하고 있다는 프로빗 분석 결과에 대한 해석과도 일치하는 결과이다. 또 하나의 가능성은 사안마다 다를 수 있다는 것이다. 재무제표 변경이나 임원 선임과 같은 상당히 일상적인 사안과 합병, 분할과 같은 특별한 사안은 차이가 존재할 수 있다. 이를 위해 더 세부적으로 살펴볼 필요가 있다.

두 번째 추가분석으로 기업의 합병 및 분할 사항에 대해 구체적으로 살펴보고자 한다. 〈표 5〉는 2015년 국민연금이 의결권을 행사한 내역 중에서 본 연구와 관련된 합병 및 분할, 영업양수도와 관련된 사안들을

www.kci.go.kr

보고하고 있다. 패널 A를 보면, 총 26개 안건 중에서 찬성이 20개이고 반대가 4개, 기권이 2개인 것을 볼 수 있다. 이에 대한 세부 기업의 목록을 패널 B에서 보여주고 있다. 국민연금이 반대한 안건의 경우는 이유와 근거까지 제시하고 있기 때문에 이에 대해서도 같이 보고하였다.

한국 사회의 큰 관심사였던 삼성물산과 제일모직의 합병에 대한 주주총회도 2015. 7. 17. 개최되어 국민연금이 찬성 의결권을 행사한 것을 확인할 수 있다. 목록을 살펴보면 삼성물산-제일모직 합병과 대비되는 사례가 존재하여 관심을 끈다. 2015. 6. 26. 주주총회가 개최된 ㈜SK와 ㈜SK 씨앤씨의 경우는 국민연금이 '주주가치 훼손'을 이유로 반대 의결권을 행사하였다. 이 합병 안건은 2015. 6. 17. 투자위원회에서 기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란하다고 판단하여 전문위원회에 부의되었고, 전문위원회에서는 ㈜SK 주주의 이익에 반한다는 취지로 반대 결정을 하였다. 반대로 국민연금이 합병에 찬성한 사례도 있다. 2015. 5. 28. 개최된 현대하이스코(주)와 현대제철(주)의 합병은 국민연금에서 찬성 의결권을 행사하였다.

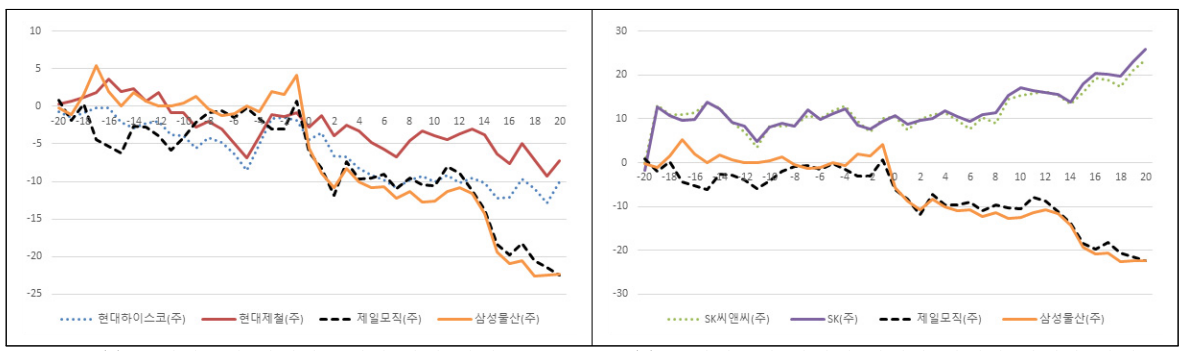
세 안건 모두 재벌기업의 지배구조 변화와 관련된 합병이라는 점에서 공통점을 가지고 있다. 삼성물산-제일모직과 비슷한 기업집단 내의 합병 안건이지만, 국민연금이 찬성한 경우와 반대한 경우의 사례 각각 하나씩 존재하기 때문에 비교분석하는 것도 의미있을 것이다.

분석을 위해 3개 사례와 연관된 6개 기업에 대한 주주총회 (-20,20) 기간 동안의 초과수익률을 계산하였다. 각 안건에 대해 (-230,-31) 기간을 대상으로 시장모형(market model)을 추정한 후에 그 파라미터 값을 사용하여 (-20,20) 동안의 초과수익률(AR, abnormal return)을 구하였다. 주주총회 이후의 AR을 살펴보면, 현대하이스코(주)와 현대재철(주), 제일모직(주)와 삼성물산(주)의 경우는 음(-)의 수익률이 상대적으로 많이 발견된다. 반면 SK씨앤씨(주)와 SK(주)의 경우에는 양(+)의 수익률이 상대적으로 많다. 〈그림 4〉의 패널 A에서는 국민연금이 합병에 찬성한 2개의 사례에 대해서 보여주고 있다. 합병에 찬성한 4개의 기업 모두에서 주주총회 이후 전반적으로 초과수익률이 하락하는 경향을 보이고 있다. 그 정도에 있어서는 삼성물산(주)과 제일모직(주)이 가장 크고, 그 다음이 현대하이스코(주), 현대제철(주) 순서이다.

패널 B에서는 국민연금이 합병에 반대한 SK씨앤씨(주)와 SK(주)의 초과수익률을 삼성물산(주), 제일모직(주)과 비교하여 보여주고 있다. 그림에서 SK씨앤씨(주)와 SK(주)의 CAR는 오히려 주주총회 이후에 증가하는 것을 볼 수 있다. 국민연금이 합병에 반대하고

〈그림 4〉 국민연금 의결권 행사에 대한 시장반응 : 재벌 내에서 합병 사례

본 그림은 제일모직-삼성물산 합병과 비슷한 사례들에 대해서 주주총회 결의 전후의 누적초과수익률(CAR)(%)을 보여주고 있다. 현대하이스코-현대제철 합병은 국민연금이 찬성하였으며, SK씨앤시와 SK의 합병은 반대하였다. 각 안건에 대해 (-230,-31) 기간을 대상으로 시장모형을 추정한 후에 그 값을 사용하여 (-20,20) 동안의 초과수익률을 구한 후에 이를 사용하여 누적초과수익률(CAR, cumulative abnormal return)을 구하였다.



(a) 국민연금이 찬성한 2개의 합병 사례 (b) 국민연금이 합병에 찬성한 사례와 반대한 사례

www.kci.go.kr

합병이 무산된 것이 오히려 더 긍정적인 시장 반응을 이끌어 낸 것을 확인할 수 있다. 이런 결과는 김한나, 연강흠 (2014)이 한국에서 기관투자자들이 반대 의결권을 행사한 경우 시장이 긍정적으로 반응한다고 주장한 것과 일치한다.

국민연금이 삼성물산과 제일모직의 합병을 찬성할 수밖에 없었던 이유로 합병에 반대할 경우 오히려 두 기업의 주가가 떨어져 포트폴리오의 가치가 하락할까 염려되었기 때문이라는 주장도 있다. 하지만 실제 재벌기업의 합병 사례를 살펴보았을 때 이는 사실이 아님을 알 수 있다. 합병이 주주가치를 훼손한다면 오히려 합병이 무산되는 것이 더 기업가치를 증대시킬 수 있다. 결국 합리적인 기업가치 평가와 이에 근거한 의사결정이 중요하다 할 것이다.

[4] 결 론

본 연구는 국민연금의 의결권 행사에 대리인 문제를 다루었다. 국민연금이 실제 의결권을 행사한 자료를 사용하여 국민연금 의결권 행사의 여려 측면에 대해서 분석하였다. 분석 결과, 국민연금이 주주총회에서 반대 의결권을 행사한 내역을 분석하였을 때, 반대의견 행사 이 후 10거래일 동안 2% 정도의 초과수익률을 보여주었다. 특히 합병 및 분할의 승인 관련 안건에서는 6%의 높은 초과수익률을 가졌다. 또한 국민연금이 반대를 행사하는 기업들의 특성을 분석하였을 때, 기업규모가 작고 성장률이 낮으며 기업지배구조가 좋은 않은 기업들일수록 반대의 가능성이 높았다.

실증분석 결과들은 국민연금의 의결권 행사에 대해 시장에서 인식하고 있으며, 특히 반대일 경우 긍정적인 반응을 보임을 확인하였다. 이는 국민연금의 의결권 행사가 시장을 움직이는 가치를 지니고 있으며, 의결권 행사 후 초과수익률이 증가한 경우는 의결권을 합리적인 수준으로 행사하였다고 평가할 수 있다. 하지만 2015년 삼성물산과 제일모직의 합병과 관련된 의사결정에서는 책임자인 기금운용본부장의 업무상 배임죄가 인정되며 대리인 문제를 드러냈다. 즉, 법률적인 의미에서도 1, 2심까지의 판결을 통해 불법하다는 결론이 내려진 것이다. 이런 이례적인 실패의 사례로 인하여 국민연금 전체의 의사결정 자체가 부정적인 것으로 인식될 우려도 있다. 이런 실패를 배움의 기회로 삼아 더 합리적인 의사결정이 이루어질 수 있는 체계를 보완하는 것이 필요하다고 생각된다.

본 연구의 한계도 존재한다. 국민연금 이외의 기관투자자들의 상황이나 대주주들의 상황들도 함께 고려하여 분석할 수 있다면 더 세밀한 분석이 되리라 생각된다. 또한 국민연금에서 더 자세한 의결권 행사의 내역을 공시한다면 더 발전된 연구가 가능하리라 생각된다. 이런 내용들은 향후에 더 연구되기를 기대해 본다.

참 고 문 헌

강윤식, 위경우, 2015. 국민연금 주주권 행사의 독립성 및 전문성 확보 방안. 한국증권학회지, 44(1), pp. 127-156.

김한나, 연강흠, 2014, 기관투자자 의결권 반대행사의 경영진 견제효과, 한국증권학회지 43(1), pp. 1-22.

문은형, 양채열, 2010, 외국인 대량보유자의 주주행동주의에 대한 연구 -전략적 감시가설을 중심으로, 산업경제연구, 23(2), pp. 1001-1028.

박영석, 신진영, 위경우, 이재현, 정재만, 2012, 국

www.kci.go.kr

민연금 의결권 행사 개선 방안, 한국증권학회지, 41(1), pp. 93-124.

Barber, B. M., 2007, Monitoring the Monitor-evaluating CalPERS' Shareholder Activism, *Journal of Investing,* 16, pp. 66-80.

Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy, and R. Thomas, 2008, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *Journal of Finance,* 63, pp. 1729-1775.

Crutchley, C., C. Hudson, and M. Jensen, 1998, Shareholder Wealth Effects of CalPERS's Activism, *Financial Services Review,* 7, pp. 1-10.

Del Guercio, D., L. Wallis, and T. Woidtke, 2008, Do Board Members Pay Attention Institutional Investors Just Vote No?, *Journal of Financial Economics*, 90, pp. 84-103.

Del Guerio, D. and J. Hawkins, 1999, The Motivation and Impact of Pension, *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 293-340.

English, P. C., T. I. Smythe, and C. R. McNeil, 2004, The CalPERS Effect Revisited, *Journal of Corporate Finance*, 10, pp. 157-174.

Ferreira, M. A. and P. Matos, 2008, The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World, *Journal of Financial Economics*, 88, pp. 499-533.

Gillan, S. L. and L. T. Starks, 2007, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance,* 19, pp. 55-73.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

Nelson, J., 2006, The CalPERS Effect Revisited Again, *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 187-213.

Nesbitt, S., 1994, Long Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the CalPERS Effect, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, pp. 75-80.

Thomas, R. S. and J. F. Cotter, 2007, Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction, *Journal of Corporate Finance,* 13, pp. 368-391.

Wahal, S., 1996, Pension Fund Activism and Firm Performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 1-23.

www.kci.go.kr

An Empirical Analysis on the Exercise of Voting Rights by the National Pension Service

Cheol-Won Yang* (Dankook University)

Abstract

The separate structure of the ownership and control of the corporation implies the risk of the agent problem that the manager can pursue his private interests. As a solution to this, the monitoring role of institutional investors is emphasized recently. This study examines whether the National Pension Service (hereinafter referred to as the "NPS"), which is the largest pension fund in Korea, performs this role appropriately. In particular, we analyze the influence and feasibility of the exercise of voting rights by the NPS using the data disclosed by the NPS in 2015. The results show that the NPS shows a 2% abnormal return over 10 trading days after displaying the objection at the general shareholders' meeting, confirming that the market is positive about the opposing opinions of the NPS. In particular, it provides a high abnormal return of about 6% in merger and acquisition approval related matters. In addition, when analyzing the characteristics of firms, firms with low growth rates and poor corporate governance are more likely to be opposed by the NPS.

Key words : *Agent Problem, Monitoring, National Pension Service, Voting Rights, Merger and Acquisition*

Article history : Received 14 May 2018, Revised 15 November 2018, Accepted 3 December 2018

JEL Classification : G23,G28

* Corresponding Author. Associate Professor, School of Business Administration, Dankook University (E-mail: yang@dankook.ac.kr)

www.kci.go.kr