

국민연금의 주주권행사에 따른 경영권집중도와 경영성과의 기업가치 관련성

A Study on the Relationship between the Intensity of Management and
the Business Value of the National Pension Service's Shareholder Rights

황인옥(Hwang, In - Ok)^{*} · 양도진(Yang, Do - Jin)^{**} ·

김태완(Kim, Tae - Wan)^{***}

〈요약〉

본 연구에서는 국민연금이 5%이상 지분 투자한 기업일수록 의결권 행사 반대비율이 높다는 선행연구에 따라 국민연금의 수탁책임에 따른 주주권 행사가 가능한 기업과 그렇지 않은 기업의 경영권집중도와 경영성과가 이익지속성과 가치관련성에 미치는 영향이 차별적인지 살펴봄으로써 국민연금의 주주권 행사의 정보효과와 가치관련성을 확인하고자 하였다.

분석결과, 국민연금의 주주권행사가 가능한 기업일수록 경영성과의 지속성이 높은 것으로 나타났으며, 국민연금의 주주권행사가 가능한 기업일수록 경영권집중도가 높은 기업은 경영성과에 음(-)의 관련성을 가지지만 유의성이 나타나지 않았다. 한편, 경영성과가 높을수록 기업가치가 큰 것으로 나타났지만, 경영권집중도는 기업가치에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 요약하면, 경영성과가 높을수록, 경영권집중도가 낮을수록 기업가치는 유의적으로 크게 나타났다. 특히 경영권집중도와 기업가치의 분석은 선행연구의 결과와 일치한다. 주요가설 검증결과인 국민연금의 주주권행사가 가능한 기업의 경영성과와 기업가치는 유의적인 양(+)의 관계가 나타났으며, 국민연금의 경영권 집중도에 대한 통제효과에 따른 기업가치는 음(-)이었지만 유의적이지 않았다. 이런 결과로 볼 때, 국민연금의 주주권행사가 가능한 기업일수록 경영성과의 지속성과 기업가치는 크다는 것을 확인했고, 자본시장에서도 높게 기업가치를 평가하고 있음을 알 수 있었다. 하지만 경영권집중도에 대해서는 국민연금이 주주권행사를 통한 경영권 집중도의 부정적인 효과를 통제하지 못하는 것으로 나타났다.

최근 국민연금의 주주권 행사, 수탁책임의 이행이 부각되는 시점에서 국민연금이 경영권집중에 대한 통제효과를 가지는 것은 큰 의미를 부여할 수 있다고 판단하였다. 하지만 분석결과는

• 접수일자 : 2019.6.4 • 1차수정일 : 2019.6.13 • 최종수정일 : 2019.6.24 • 게재확정일 : 2019.6.30

* 동서대학교 경영학부 외래교수, 제1저자, e-mail :

** 동의대학교 대학원 박사과정, 공동저자, e-mail :

*** 경남대학교 경영학부 부교수, 교신저자, e-mail :

예상과 다르게 나타났다. 본 연구는 국민연금의 수탁책임의 이행이 경영간섭의 부정적인 면과 기업의 지속가능한 성장을 위한 의사결정을 유도한다는 긍정적인 면이 상존하지만 국민연금의 올바른 주주권 행사가 필요성을 제고시킨다는 의미에서 연구의 의의를 찾을 수 있었다.

한글검색어: 국민연금 수탁책임, 주주권행사, 경영권 집중화, 경영성과지속성, 기업가치

I. 서론

국민연금제도는 정부가 운영하는 공적연금제도로써 국민들이 근로활동을 통하여 납부한 보험료를 기반으로 하여 일상생활을 하는 도중에 노령에 달했거나 여러 가지 사정인 질병, 노화 등의 예기하지 않은 위험발생으로 등으로 인하여 소득이 상실되거나 단절될 때를 대비한 장기소득보장책의 수단으로 활용하기 위함이다. 국민연금은 이러한 연금을 기금을 기반으로 하여 운영되는 기관이며 투자한 기업의 경영진을 견제, 감시하는 주요주주로서의 매우 중요한 역할을 하여야 하는 것으로 평가되고 있다. 이런 관점에서 볼 때 국민연금이 독립기관의 주주로서의 역할을 수행하지 못하다면 기금 운용에 있어서 리스크가 발생할 수 있고, 시장 전체에 대하여 효율성과 대리인문제(agency cost)¹⁾가 발생할 수 있는 가능성 때문이다. 따라서 국민연금이 기관투자자인 동시에 최대주주로서 사명감을 가지고 경영자를 적극적으로 감시·견제하여 대리인 비용을 축소해 나가야 한다는 게 일반적인 견해이다.

손혁, 정재경(2015)에 의하면, 우리나라에서는 주로 학연, 혈연, 지연으로 사회적 관계(social ties)가 구성되어 있으므로 사외이사 선임 있어서 중요한 요인으로 지적되고 있다. 이러한 경우 최고경영자는 자신의 권한을 확대하고 특권적 소비를 위해 투자금액과 범위를 확대할 유인이 있는데 사외이사가 최고경영자의 과잉투자를 제어하지 못할 시 감시 기능이 잘 작동된다고 보기 어려울 것이라고 하였다. 이는 경영자를 견제·감시하기 위해 선임된 사외이사가 제 기능을 잘 수행하지 못함으로써 ‘거수기’ 역할에 그칠 수밖에 없는 것이라고 하였다. 이러한 상황에서 극복하기 위하여 국민연금은 투자의 주체로서 주주들의 권익을 최대화 하겠다며 스튜어드코드십 제도²⁾를 활성화한다고 나타낸 바 있다.

1) 기업의 주체와 대리인과의 상충된 이해관계로 인하여 발생하는 비용.

2) 스튜어드십 코드 제10조(중점관리 사안)에서는 ① 기업의 배당정책 수립, ② 임원 보수 한도 적정성, ③ 법

스튜어트코드십 제도는 국민의 기금을 가지고 투자한 기업의 의사결정에 적극적으로 참여하여 국민들의 자산을 충실하고 성실하게 관리하도록 하는 자율 지침을 말한다. 여러 선진 20여개 국가가 도입하였고, 우리나라도 지금까지 주주총회에서 주주로서 제대로 역할을 잘 하지 못한 국민연금이 적극적 의결권 행사를 위해 공식적으로 선언한 것이다. 그러나 국민연금은 국민의 노후생활을 책임지는 공적연금으로서, 이전에는 정권에 많이 흔들렸지만 이제서라도 개별 기업을 넘어서 어떤 정권이 들어서도 흔들리지 않는 원칙과 독립성을 지킬 수 있는 제도적 틀을 갖추어야 한다는 게 일반적인 중론이다.

국민연금이 행사할 수 있는 주주행동주의(Shareholder Activism)³⁾에는 의결권 행사, 지배구조편드의 육성 및 투자, 기업지배구조 개선을 위한 적극적 관여, 투자자 연대를 통한 영향력 확대 등과 같이 기업 가치를 높이는 모든 활동이 포함된다(국민연금연구원 2013). 주주행동주의는 ‘주주가 기업 경영자와 이사진에 대한 영향력을 행사하는 활동의 범위’(Becht et al., 2009)라고 정의되고 있다. 이와 같은 관점에서 국민연금이 기업 내 주요주주로서 효과적인 감시의 역할을 수행할 경우 기업의 경영성과와 경영성과 지속성을 기대하고 기업의 대한 의결권을 가지고 최고 경영진에 대하여 효과적인 통제를 수행한다면 기업의 가치에 유의적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 즉, 국내 자본시장 내 국민연금의 역할이 커지고 있는 만큼 이에 본 연구에서는 국민연금의 수탁책임에 따른 경영성과지속성과 경영권 집중의 통제효과에 대해 살펴보고자 한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

2.1 이론적 배경

국민연금은 아주 중요한 기관투자자로 2018년 6월 말 기준으로 약 638조원을 운용하

령상 위반 우려로 기업가치의 훼손 ④ 지속적으로 반대의결권을 행사하였으나 개선이 없는 사안, ⑤ 그 밖에 기금운용위원장이 필요하다고 인정하는 사항을 기금의 장기적이고 안정적인 수익증대를 위한 중점관리 사안으로 정하고 있다.

- 3) 주주들이 기업의 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하여 자신들의 이익을 추구하는 행위.
 배당금이나 시세차익에만 주력하던 관행에서 벗어나 부실 책임 추궁, 구조조정, 경영투명성 제고 등 경영에 적극 개입해 주주가치를 높이는 행위.

는 기관투자자로서 수많은 국민들의 노후자금을 책임지고 있다. 1988년 5000억 원에 불과했던 기금 규모가 2006년에는 116조 7000억 원, 2012년에는 392조 원, 2018년 11월엔 644조 원으로 늘어났다. 국민연금공단은 이런 흐름이라면 2041년에는 국민연금 규모가 1778조 원까지 늘어날 것으로 예상하고 있다. 자산규모 644조 원의 국민연금은 일본의 공적연금펀드, 노르웨이 국부펀드에 이어서 세계 3대 연기금으로 꼽힌다. 연기금이란 연금을 지급하는 원천이 되는 기금을 뜻한다. 일본의 공적연금펀드와 노르웨이 국부펀드 역시 투자를 해서 번 돈을 연금으로 나눠주는 연기금이다. 우리나라는 지금까지 국민연금이 높은 지분율을 보유하더라도 의결권만으로는 기업에 영향을 주기는 힘든 구조다. 그 이유는 국내기업의 경우는 외국기업들에 비해 대주주 지분율이 상당히 높아서, 경영자가 제안한 안건이 부결되는 사례가 거의 없고, 외국과 같이 연금에 동조하는 기관투자자들을 찾아보기 어렵기 때문이다(이재현, 2015). 이러한 시점에서 국민연금의 투자와 국민연금의 수탁 책임에 대한 점검이 필요하다. 기업집단은 사실상 사업내용을 지배하는 회사의 집단으로 구성이 된다. 기업집단은 지분율(지배력)을 기준으로 지정이 되며, 공정거래법에 의하여 자산총액 5조원을 기준으로 하고 있다.

김문수(2007)에 의하면, 국민연금이 의결권 반대행사를 한 기업은 찬성행사 기업보다 주가반응이 더 부정적으로 나타났고, 의결권 반대행사 기업 중에서 국민연금 보유지분율 상·하위 기업을 분리하여 분석한 결과를 보면 보유지분율 상위기업의 누적초과수익률이 더 낮게 나타났고 통계적으로도 유의한 차이를 발견할 수 있다고 하였다.

연강흠과 김한나(2014)에 의하면, 기관투자자가 의결권 행사시 공시 자료를 이용한 시장 반응을 통하여 의결권 반대 의사표시는 경영진을 견제하는 감시활동으로 보아 시장에 긍정적으로 작용하는지, 아니면 주주이익을 훼손한다는 정보 전달로 인하여 시장에 부정적으로 작용하는지를 검증하였는데 결과는 의결권 반대 의사표시에 대한 시장반응이 전체적으로 양(+)의 초과수익률이 나타나 기관투자자의 반대 의사표시에 의하여 감시효과가 있다고 하였다.

이러한 상황들을 비추어보면 기관투자자들의 의결권 행사 반대비율이 높은 기업일수록 국민연금의 수탁책임에 따른 통제효과가 있어 기업의 경영성과와 경영성과 지속성이 높을 것이며, 또한 통제효과가 높은 기업의 경영성과는 그렇지 않은 기업에 비해서 기업가치와 높은 기업의 경영권집중도는 그렇지 않은 기업에 비교하여 볼 때 기업가치에 영향을 미칠

것이다.

2.2 선행연구

2.2.1 주주권행사에 따른 경영성과

국민연금은 자본시장에서의 영향력을 행사할 수 있는 만큼의 투자를 통한 자본시장 및 피투자기업에 막대한 영향을 끼칠 수 있다. 이에 국민연금과 관련된 선행연구들은 국민연금이 기관투자자로서의 정당한 권리인 주주행동주의를 바탕으로 견제와 감시의 역할이 기업들에게 주주권행사에 따른 경영성과 지속성에 대한 연구들이 다수 존재하는지를 살펴보고자 한다.

Brickley, Lease, and Smith(1988)에 의하면, 대량 주식을 소유하고 있는 주주는 소액주주보다 기업 이슈에 대한 의결권 행사에 더 많은 관심을 갖고, 경영권 방어조항⁴⁾에 더 활동적으로 투표하며, 주주제안이 주주의 이익에 해를 끼칠 때 더 강하게 반대함을 보였다고 했다.

박영석 외(2012)에 의하면, 국민연금의 의결권 행사 정책에 대하여 분석한 결과 국내 상장기업에 대한 국민연금의 지분을 증가가 불가피한 가운데, 적절한 의결권 행사가 필수적일 수 있다고 주장하였다. 최근 국민연금에 관한 연구는 주식시장에 미치는 영향에서 더 나아가 국민연금의 주주행동주의는 기업의 이익조정 및 기업지배구조에 미치는 영향에 대한 분석으로 확대되고 있다고 하였다.

김유진과 안정인(2018)에 의하면, CPS와 Duality로 측정된 분석결과, 경영권집중도가 높을수록 신용등급이 낮은 것으로 나타났다고 하였다. 이는 과도한 경영권 집중이 신용등급 평가 시 부정적인 요인으로 나타남을 의미하고 CPS와 Duality 의한 경영권집중도가 높은 기업일수록 불투명한 경영환경이 형성될 가능성이 커져 이에 따라 채권자는 기업에 대해 높은 이자율을 요구할 수 있다는 요인으로 인하여 신용등급이 낮아질 수 있다고 하였다.

양철원과 유지연(2018)에 의하면, 국민연금이 반대의견을 표시한 이 후 10거래일 동안 2% 정도의 주식 초과수익률을 보여 시장이 국민연금의 반대 의결권 행사에 의한 경영권에 대해 견제와 규제를 행함으로 인하여 긍정적으로 인식함을 확인하였고, 합병 및 분할 승인

4) 포이즌 펠(Poison pill), 독약 조항 또는 주주권리계획(shareholder rights plan)은 일종의 경영권 방어를 위한 수단이다.

관련 안전에서 약 6%의 높은 초과수익률을 나타냈다. 그리고 국민연금이 반대의결권을 행사한 기업들의 특성을 분석하였을 때, 성장률과 기업지배구조가 높은 기업보다 그렇지 않은 기업들일수록 반대의 가능성이 높아서 국민연금의 반대 의결권 행사가 합리적임을 확인하였다.

2.2.2 경영권집중도와 가치관련성

우리나라의 재벌기업집단은 동일인(가족 또는 친인척)이 사실상 사업 내용을 지배하는 회사의 집단(일명 가족기업)으로서 지분율(지배력)을 기준으로 기업집단의 범위를 판단한다.

Sloan,(1996)에 의하면, 현재 이익실적이 미래까지 지속되는 정도는 현재 수익의 현금과 발생요소의 상대적 규모에 따라 달라진다. 그러나 주가는 투자자들이 수익에 대해 '집착'하는 것처럼 행동하며, 그 정보가 미래 수익에 영향을 미칠 때까지 정상 수익의 발생 및 현금 흐름 요소에 포함된 정보를 완전히 반영하지 못하는 것으로 분석결과를 발표하였다.

Adams, Almeida and D. Ferreir(2005)에 의하면, CEO가 이사회 및 기타의 최고 경영진보다 우선적인 권력에 초점을 맞춘 경영권 집중화는 경영자가 자신의 이익을 확보할 목적에서 경영진이 합리적인 의견을 제시하더라도 거부할 수 있는 가능성을 가지는 계기가 되어 결국 큰 변동성이 발생하여 기업가치에 악영향을 초래한다고 하였다.

연태훈(2005)에 의하면, 기업경영권이란 대표이사를 선임, 기획, 관리할 수 있는 권리로 정의되기도 하는데, 기업을 자신이 원하는 방향으로 경영하고 또한 강제할 수 있는 권리라고 설명하고 있다. 이 기업집단들 중 공정거래법에 의하여 총자산 5조원을 기준으로 대규모 기업집단이 매년마다 선정되며 이들에게는 출자총액 제한, 상호출자금지 등의 규제가 적용된다.

강길환과 진종백(2006)에 의하면, 대주주지분율로 나타내는 500개 상장기업을 표본으로 소유구조와 기업가치 사이에 관계를 Tobin's Q를 종속변수로 하여 대주주지분율을 독립변수로, 레버리지비율과 기업규모와 R&D집중도를 통제변수로, 그리고 산업효과를 더미변수로 하여 다중회귀분석에 의한 분석결과를 보면, 기업가치와 대주주지분율 사이에는 유의미한 음(-)의 상관관계가 존재한다고 하였다.

정용기와 김선화(2016)에 의하면, 공적연금(국민연금)주요주주의 존재 여부는 장·단기 관점에서 모두 기업가치와 양(+)의 관계가 있음을 확인함으로써 기관투자자로서 공적연금

이 효율적으로 투자기업을 감시하고 있으며, 투자자들이 공적연금의 역할에 대해 긍정적으로 평가하고 있다는 결과를 도출한 것을 보고하였다.

김유진(2018)에 의하면, 기업 내 의사결정 권한이 특정 1인의 경영자에게 경영권이 과도하게 집중된다면 경영자가 재량권을 남용함으로써 인하여 사적 효익과 기업의 미래가치에 악영향을 미치는 의사결정을 할 가능성이 높을 것이며, 또한 기업의 채무불이행 가능성에 대한 평가지표인 신용등급에도 영향이 있을 것이라고 하였다. 분석 결과, CPS와 Duality로 측정된 경영권 집중도가 높을수록 신용 등급이 낮은 것으로 나타나 신용등급 평가 시 부정적인 요인으로 반영되고 있다는 것을 의미한다고 하였다.

이러한 선행연구들을 살펴보면, 최고경영자의 경영권에 대한 통제는 기업의 이익의 질을 개선함과 동시에 기업의 가치관련성에도 밀접한 관계가 있는 것으로 나타나고 있음을 보여주는 것이다. 따라서 국민연금이 수탁책임의 이행을 위한 주주권을 적극적으로 행사한다면 경영권집중에 따른 이익조정 등의 부정적인 효과를 통제함으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 볼 수 있다.

III. 연구설계

3.1 연구가설

〈가설 1〉의 〈가설 1-1〉과 〈가설 1-2〉는 국민연금이 5%이상 지분 투자한 기업일수록 의결권 행사비용이 높다는 선행연구에 따라 국민연금의 주주권행사에 따른 긍정적인 통제 효과가 있을 것으로 보았고, 이런 기업은 그렇지 않은 기업에 비해서 경영성과의 지속성이 높을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 본 연구는 국민연금의 주주권행사와 관련하여 경영성과의 지속성, 경영권집중도에 따른 부정적인 효과의 통제를 통한 경영성과 관련성이 높을 것으로 기대하였다.

전홍민과 신상이(2015)에 의하면, 국민연금이 회계적 이익조정에 미치는 영향에 대해서 실증분석을 한 결과는 당기에 국민연금의 5% 이상 투자여부는 회계적 이익조정의 절대적 수준과 음(-)의 유의미한 상관관계를 보고하였고, 상·하향적 회계적 이익조정 기업군으로

분리한 회귀분석 결과에서도 부(-)의 상관관계는 일관되게 나타났다고 하였다. 전기에 국민연금이 5% 이상 투자여부와 회계적 이익조정 규모도 음(-)의 유의미한 상관관계를 보고 하였는데 이러한 음(-)의 상관관계는 국민연금 장기투자여부에서도 일관되게 관찰되었다고 하였다. 그러므로 국민연금이 5%이상 지분 투자한 기업일수록 경영권집중도 통제에 따른 기업경영에 부정적인 효과를 통제할 것이라 보고 가설을 설정하였다.

〈가설 1〉

〈가설 1-1〉 국민연금의 주주권행사 가능한 기업의 경영성과는 그렇지 않은 기업에 비해서 이익지속성이 높을 것이다.

〈가설 1-2〉 국민연금의 주주권행사 가능한 기업의 경영권집중도는 효율적인 통제로 인해 그렇지 않은 기업에 비해서 이익지속성이 높을 것이다.

김문수(2007)에 의하면, 국민연금이 행사한 의결권에 대한 분석에서 국민연금으로부터 의결권 찬성행사 기업은 반대행사 기업에 비해서 긍정적인 주가반응이 나타났으며, 국민연금이 의결권 반대 행사한 기업의 경우 국민연금의 보유한 지분율이 상위인 표본과 하위인 표본 간에도 상위기업일수록 누적초과수익률이 유의적으로 낮게 나타났다. 즉, 국민연금의 지분율이 높을수록 경영의사결정 참여를 통한 효과가 자본시장의 참여자들에게 긍정적인 신호효과를 가진다고 할 수 있다. 〈가설 2〉의 〈가설 2-1〉과 〈가설 2-2〉는 국민연금이 5% 이상 투자한 기업에 대한 경영성과와 경영권집중도의 통제효과는 그렇지 않은 기업에 비해서 기업가치 관련성이 높을 것으로 예상하고 설정한 가설이다. 김문수(2007)의 선행연구에서처럼 국민연금관리공단이 기관투자자로서 경영의사결정에 참여할수록 경영성과에 대한 이익조정은 적을 것이고, 경영성과의 지속성은 높을 것으로 보아 기업가치 관련성을 더 높을 것으로 예상하였다. 그리고 경영권집중도가 높은 기업이라 해도 국민연금이 수탁책임의 행사를 위해 경영참여 의사결정을 적극적으로 수행할 때 경영권집중도에 따른 이익조정 등의 부정적인 효과는 통제될 수 있으므로 이런 기업의 기업가치관련성은 높을 것으로 보고 〈가설 2-2〉를 설정하였다.

〈가설 2〉

〈가설 2-1〉 국민연금의 주주권행사 가능한 기업의 경영성과는 그렇지 않은 기업에 비해서 기업가치 관련성이 높을 것이다.

〈가설 2-2〉 국민연금의 주주권행사 가능한 기업의 경영권집중도는 효율적 통제로 인해 그렇지 않은 기업에 비해서 기업가치 관련성이 높을 것이다.

3.2 연구모형

다음의 〈모형 1〉은 국민연금이 5%이상 투자지분을 가지는 기업에 대한 경영성과의 지속 성과 경영권집중도의 통제효과가 그렇지 않은 기업에 비해서 차별적인지를 살펴보기 위한 모형이다. 국민연금이 5%이상 투자지분을 가지는 기업의 경우, 국민연금이 수탁책임을 가지기 위해 주주행동주의에 입각하여 경영참여를 할 것이라고 보았다. 이러한 경우 피투자기업은 합리적 의사결정으로 인해 경영성과의 지속성은 높을 것이고, 경영권집중에 따른 이익조정 등의 기회주의적 행위는 감소할 것으로 예상하였다.

〈모형 1〉에서 α_4 가 유의적인 양(+)의 관련성을 가지는 경우 국민연금이 투자한 기업의 경영성과가 그렇지 않은 기업보다 차기 경영성과에 관련성이 더 높다고 해석할 수 있다. 그리고 α_5 가 유의적인 양(+)의 관련성을 가진다면 국민연금이 경영권집중도에 따른 기회주의적 이익조정을 통제한다고 볼 수 있을 것으로 보았다. 따라서 국민연금 지분투자 기업에 대한 경영성과의 차별성을 〈가설 1〉로 설정하였고, 경영권집중도에 대한 차별적 통제효과 검증은 〈가설 2〉로 정하고, 모형 1에서 이를 분석하고자 한다.

〈모형 1〉

$$\begin{aligned}
 ROA_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 KUKM_t + \alpha_2 ROA_t + \alpha_3 CPS_t + \alpha_4 KUKM_t \times ROA_t \\
 & + \alpha_5 KUKM_t \times CPS_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 DEBT_t + \alpha_8 SALE_t \\
 & + \alpha_9 \sum YD + \alpha_{10} \sum ID + \epsilon_t
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

ROA_{t+1}(ROA_t) : 차기(당기) 총자산이익률, KUKM_t : 외부주주지분을 5%이상의 국민연금 더미변수, CPS_t : 경영권집중도, KUKM*ROA_t : 국민연금 5%이상 지분투자 기업에 대한 총자산이익률, KUKM*CPS_t : 국민연금 5%이상 지분투자 기업에 대한 경영권집중도, SIZE_t : 기업규모(총자산의 자연로그), DEBT_t : 부채비율(총부채/자기자본), SALE_t : 매출액증가율(당기매출액 - 전기매출액/전기매출액)

다음의 <모형 2>는 국민연금이 5%이상 투자지분을 가지는 기업에 대한 경영성과와 경영권집중도에 대한 통제효과가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 설정한 것이다. 국민연금 투자기업의 경영성과가 그렇지 않은 기업에 비해서 이익지속성이 높다고 했을 때 기업가치에도 유의적인 양(+)의 관련성을 가질 것으로 보았다. 그리고 국민연금이 투자한 기업일 수록 경영권집중도에 따른 비합리적인 의사결정을 통제할 수 있다고 했을 때 기업가치에 유의적인 양(+)의 결과가 나타날 것이다.

<모형 2>는 국민연금이 투자기업에 대한 경영성과와 경영권집중도의 통제효과가 그렇지 않은 기업에 비해서 기업가치 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 <가설 3>과 <가설 4>에 대한 분석을 위한 모형이다.

<모형 2>

$$\begin{aligned}
 TQ_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 KUKM_t + \alpha_2 ROA_t + \alpha_3 CPS_t + \alpha_4 KUKM_t \times ROA_t \\
 & + \alpha_5 KUKM_t \times CPS_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 DEBT_t + \alpha_8 SALE_t \\
 & + \alpha_9 \sum YD + \alpha_{10} \sum ID + \epsilon_t
 \end{aligned} \tag{2}$$

TQ_{t+1} (TQ) : 차기(당기) 토빈Q, ROA_{t+1} (ROA_t) : 차기(당기) 총자산이익률, $KUKM_t$: 외부주주지분을 5%이상의 국민연금 더미변수, CPS_t : 경영권집중도, $KUKM_t * ROA_t$: 국민연금 5%이상 지분투자 기업에 대한 총자산이익률, $KUKM_t * CPS_t$: 국민연금 5%이상 지분투자 기업에 대한 경영권집중도, $SIZE_t$: 기업 규모(총자산의 자연로그), $DEBT_t$: 부채비율(총부채/자기자본), $SALE_t$: 매출액증가율(당기매출액 - 전기매출액/전기매출액)

3.3 변수의 조작적 정의

3.3.1 국민연금 더미변수

국민연금은 의결권행사를 통해 법률에 의해 보장된 주주권을 행사할 수 있다. 국민연금이 행사할 수 있는 주주행동주의(Shareholder Activism)에는 의결권 행사와 지배구조펀드의 육성 및 투자, 기업지배구조 개선을 위한 적극적 관여와 투자자 연대를 통한 영향력 확대 등과 같이 기업가치를 높이는 모든 활동이 포함된다(국민연금연구원 2013). 국민연금은 재무제표승인, 정관변경, 이사·감사 선임에 대한 인사와 이사보수한도 승인, 감사보수한도 승인, 주식매수선택권 부여 등에 대해 의결권도 행사한다. 이런 개별 안건들에 대한 의사결정이 경영성과에 영향을 미친다.

대부분의 연구에서는 국민연금의 주주행동주의와 관련하여 5%이상을 보유한 기관투자자를 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 주요주주로 정의하고 있다(김선화, 정용기, 2012). 따라서 본 연구도 5%이상 국민연금이 투자한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0으로 더미변수로 구분하였다. 만일, 국민연금의 의결권행사가 기업 경영에 긍정적인 영향을 미친다면 기업의 경영성과의 지속성은 높을 것이고, 경영권집중도에 따른 비효율적인 의사결정을 통제하는 효과를 가질 것으로 보고 분석에 이용하였다.

3.3.2 토빈 Q

보통 토빈Q는 비율이 높고 낮음으로 상황을 판단하며 분모와 분자 모두 동일한 대상에 대한 각기 다른 평가치 이므로 결과 값은 비율(ratio)로 나타낸다. 그 기준은 1이 되는데 기업의 Q비율이 1보다 높은 것은 그 기업의 가치가 시장에서 과대평가 되었다는 것을 뜻이며 이는 하향 조정 국면에 접어들었다는 것을 의미한다. 반면에 Q-비율이 1보다 낮다면 주식 시장에서 그 기업이 가치가 과소평가 되었다는 뜻이며 이러한 경우 상향 조정의 가능성이 있음을 의미한다. 토빈Q를 산출하는 식은 보통주 및 우선주의 시장가치와 장부상 부채의 합계를 장부상 자산으로 나눈 비율로 측정한다.

3.3.3 총자산이익률

총자산이익률(return on asset)은 기업의 대표적 경영성과 지표로서 당기순이익을 총자산으로 나누어 계산한다.

본 연구는 국민연금이 투자한 기업일수록 합리적인 경영의사결정으로 인해 경영성과의 지속성이 높을 것으로 보고 경영성과 측정변수로 총자산이익률(ROA)을 사용한다. 당기 ROA와 차기 ROA의 관련성이 국민연금이 수탁책임에 따른 주주행동주의에 입각하여 의사결정에 참여를 할 경우 경영성과에 차별적인 정보효과를 가질 것으로 보고 분석에 이용한다.

3.3.4 경영권집중도

경영권집중도는 Bebchuk et al.(2011)의 연구에 따라 최고경영자를 포함한 전체 경영진의 보상 총액에서 최고경영자 1인의 총보상이 차지하는 비율을 측정하여 최고경영자에 대한 경영권집중화 수준의 대용변수로 활용된다. 경영권집중도는 경영진 내에서 최고경영자에

게 부여된 상대적 경영권집중화 수준을 말하며, 사업보고서에 공시된 개별임원에 대한 보상 자료를 이용하여 상근 등기임원의 총보상과 최고경영자 1인의 총보상을 각각 산출된 최고 경영자의 총보상액이 전체 상근 등기임원의 총보상에서 차지하는 비율로 경영권집중도를 구한다. 경영권집중도 산출시 총보상액은 급여, 상여 등의 현금보상 총계로 측정하며 퇴직 급여는 제외한다.

3.3.5 국민연금 결합변수

본 연구는 국민연금의 수탁책임에 대한 주주행동주의에 따라 경영참여를 할 경우, 경영성과의 지속성이 차별적으로 높은지, 경영권집중도의 통제에 따른 경영성과와 기업가치 관련성이 차별적으로 높은지 분석하기 위해 국민연금 더미변수(KUKM)에 경영성과를 결합(KUKM*ROA)하거나 경영권집중도(KUKM*CPS)를 결합하여 분석에 이용한다.

국민연금이 5%이상 투자한 기업일수록 국민연금이 경영의사결정에 긍정적인 영향을 미쳐 차기경영성과와 기업가치에 차별적으로 긍정적인 영향을 미친다면 국민연금은 수탁책임에 대한 주주권행사를 효과적으로 수행하고 있다고 해석할 수 있다.

3.3.6 통제변수

회귀분석에 투입된 통제변수는 여러 선행연구에서 경영성과 기업가치에 영향을 줄 것으로 기대되는 변수를 이용한다. 기업규모, 부채비율, 매출액증가율을 통제변수로 선정하였다. 기업규모(SIZE)는 총자산을 자연로그로 측정한 값이며, 전통적인 정치적 비용가설에 따라 부호가 음(-)의 값을 보일 것으로 예상하지만 규모의 경제가 발생할 경우 양(+)의 관계가 나타날 수 있다. 부채비율(DEBT)은 신호가설에 따라 양(+)의 부호가 예측될 수 있으나 자본조달순위에 따를 경우 음(-)의 부호가 나타날 수 있다. 그리고 산업특성과 연도별 차이를 통제하기 위해 산업더미(IND)와 연도더미(YD)를 모형에 추가하여 분석하고, 분석표에서는 중요변수 위주로 기술하므로 산업더미와 연도더미 수치는 별도 표시하지 않는다.

〈표 1〉 변수의 조작적 정의

| 변수명 | 변수의 조작적 정의 |
|--------------------|--|
| $TQ_{t+1}(TQ_t)$ | 차기(당기) 토빈Q |
| $KUKM_t$ | 국민연금 5%이상 지분투자 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수 |
| CPS_t | 경영권집중도 |
| $ROA_{t+1}(ROA_t)$ | 총자산이익률 (당기순이익/총자산) |
| $KUKM_t * ROA_t$ | 국민연금 5%이상 지분투자 기업에 대한 총자산이익률 |
| $KUKM_t * CPS_t$ | 국민연금 5%이상 지분투자 기업에 대한 경영권집중도 |
| $SIZE_t$ | 기업규모(총자산의 자연로그) |
| $DEBT_t$ | 부채비율(총부채/자기자본) |
| $SALE_t$ | 매출액증가율(당기매출액 - 전기매출액/전기매출액) |

3.4 표본선정과 자료수집

본 연구는 2013년부터 2017년 말까지 한국증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 하였다. 상장기업의 개별 임원보수가 2013년부터 사업보고서상에 공시되기 때문에 표본기간을 2013년부터 시작하였다.

본 연구는 금융업에 속하는 기업은 제외하였으며, 상장회사협회의 TS2000과 FN가이드, 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE로부터 주가 및 재무자료를 입수할 수 있는 기업을 대상으로 하였다. 개별임원에 대신 보상자료는 사업보고서상의 임원보수현황에 공시된 내용을 바탕으로 하였으며, CEO의 개별보상 자료를 확인할 수 있는 1,790개의 기업-연도를 최초 표본으로 구성하였고, 재무자료를 입수할 수 없는 기업을 제외하고 분석에 이용한 표본은 1,676개 기업-연도 표본이다.

IV. 분석결과 및 가설의 검증

4.1 기술통계량 및 상관관계분석

〈표 2〉는 주요 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 기술통계량은 1,676개 표본에 대한 것이다.

〈표 2〉 기술통계량(N=1,676)

| Variable | Mean | Std Dev | Min | Q1 | Med | Q3 | Max |
|------------------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|
| TQ_{t+1} | 1.41456 | 1.40825 | 0.27198 | 0.85431 | 1.06914 | 1.51581 | 33.3556 |
| TQ_t | 1.45257 | 1.24635 | 0.27198 | 0.86930 | 1.10251 | 1.57929 | 21.3462 |
| ROA_{t+1} | 0.03716 | 0.11533 | -0.82165 | 0.00813 | 0.03234 | 0.06583 | 1.51966 |
| $KUKM_t$ | 0.33890 | 0.47348 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1.00000 |
| ROA_t | 0.04022 | 0.12388 | -1.51488 | 0.01133 | 0.03618 | 0.07105 | 1.93696 |
| CPS_t | 0.58714 | 0.19613 | 0.01182 | 0.45479 | 0.59007 | 0.71998 | 1.00000 |
| $KUKM_t * ROA_t$ | 0.01693 | 0.04950 | -0.82165 | 0.00000 | 0.00000 | 0.02056 | 0.86749 |
| $KUKM_t * CPS_t$ | 0.18391 | 0.27875 | 0 | 0.00000 | 0.00000 | 0.43141 | 1.00000 |
| $SIZE_t$ | 27.1163 | 1.70030 | 23.1386 | 25.8310 | 26.7567 | 28.2759 | 32.9205 |
| $DEBT_t$ | 0.92154 | 1.67779 | -11.7065 | 0.28210 | 0.64680 | 1.16489 | 50.8847 |
| $SALE_t$ | 0.27345 | 6.63760 | -1.00000 | -0.05823 | 0.02870 | 0.12837 | 268.900 |

주1) TQ_{t+1} (TQ_t) : 차기(당기) 토빈Q, ROA_{t+1} (ROA_t) : 차기(당기) 총자산이익률, $KUKM_t$: 외부주주지분을 5% 이상의 국민연금 더미변수, CPS_t : 경영권집중도, $SIZE_t$: 기업규모(총자산의 자연로그), $DEBT_t$: 부채비율(총부채/자기자본), $SALE_t$: 매출액증가율(당기매출액 - 전기매출액/전기매출액)

〈표 2〉에서 각 변수의 분포 특성을 파악하기 위해서 평균과 중위수, 표준편차, 최솟값 및 최댓값을 제시하고 있다. 표본기업의 기업가치인 Tobin's Q는 t+1기와 t기에 대한 것이며, 경영성과 측정치인 총자산이익률(ROA)도 t+1기와 t기의 값에 대한 분포특성을 나타내고 있다. 그리고 외부주주 지분율이 5%이상 표본 중에서 국민연금에 대한 변수($KUKM_t$)는 더미변수를 사용하고 있으며, 국민연금공단의 더미변수($KUKM_t$)와 경영성과 변수(ROA_t)의 결합변수($KUKM_t * ROA_t$)와 국민연금공단의 더미변수($KUKM_t$)와 경영권집중도(CPS_t)의 결합변수($KUKM_t * CPS_t$)를 나타내고 있다.

회귀분석의 중요변수 위주로 살펴보면 다음과 같다. 경영성과 변수인 ROA_{t+1} 와 ROA_t 는 평균과 중위수가 큰 차이가 나타나 보이지 않아 정규성을 추정할 수 있으며, 경영권집중도 변수인 CPS_t 도 평균과 중위수가 큰 차이를 보이지 않아 정규성을 추정할 수 있다. 다만, 기업가치를 나타내는 Tobin's Q인 TQ_{t+1} , TQ_t 는 평균과 중위수가 다소 차이를 보여 오른쪽으로 치우쳐 있음을 알 수 있다.

〈표 3〉은 전체표본($n=1,676$)에 대한 Pearson 상관계수를 나타내고 있다.

〈표 3〉 Pearson 상관관계 분석

| | TQ_{t+1} | TQ_t | ROA_{t+1} | $KUKM_t$ | ROA_t | CPS_t | $KUKM_t * ROA_t$ | $KUKM_t * CPS_t$ | $SIZE_t$ | $DEBT_t$ | $SALE_t$ |
|------------------|------------|---------|-------------|----------|----------|----------|------------------|------------------|----------|----------|----------|
| TQ_{t+1} | 1 | | | | | | | | | | |
| TQ_t | 0.70*** | 1 | | | | | | | | | |
| ROA_{t+1} | 0.03 | 0.14*** | 1 | | | | | | | | |
| $KUKM_t$ | 0.01 | 0.04* | 0.12*** | 1 | | | | | | | |
| ROA_t | 0.02 | 0.16*** | 0.19*** | 0.06** | 1 | | | | | | |
| CPS_t | -0.01 | -0.07 | -0.08 | -0.16*** | -0.01 | 1 | | | | | |
| $KUKM_t * ROA_t$ | 0.17*** | 0.27*** | 0.18*** | 0.48*** | 0.34*** | -0.12*** | 1 | | | | |
| $KUKM_t * CPS_t$ | 0 | 0.03 | 0.09 | 0.92*** | 0.04 | 0.06 | 0.41*** | 1 | | | |
| $SIZE_t$ | -0.11*** | -0.09 | 0.07 | 0.60*** | 0.03 | -0.16*** | 0.24*** | 0.55*** | 1 | | |
| $DEBT_t$ | 0.02 | -0.08 | -0.11*** | -0.03 | -0.18*** | 0.05* | -0.08 | -0.01 | 0.10*** | 1 | |
| $SALE_t$ | -0.01 | 0 | -0.01 | -0.02 | 0.10*** | 0.02 | -0.01 | -0.02 | -0.01 | -0.01 | 1 |

주1) $TQ_{t+1}(TQ_t)$: 차기(당기) 토빈Q, $ROA_{t+1}(ROA_t)$: 차기(당기) 총자산이익률, $KUKM_t$: 외부주주지분을 5% 이상의 국민연금 더미변수, CPS_t : 경영권집중도, $SIZE_t$: 기업규모(총자산의 자연로그), $DEBT_t$: 부채비율(총부채/자기자본), $SALE_t$: 매출액증가율

주2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만 수준에서 유의수준을 나타냄

위의 상관관계분석에서 다중공선성이 존재할 경우 회귀계수 추정에 신뢰성이 감소될 수 있으므로 다중공선성을 분석하였다. 분석 결과, 분산팽창계수(VIF)가 신뢰성을 훼손시킬 정도로 높지 않아 변수를 조정하지 않고 분석에 이용하였다.

4.2 회귀분석

4.2.1. 국민연금의 주주권행사에 따른 경영권집중도와 경영성과의 이익지속성

〈표 4〉는 국민연금의 주주권행사가 가능한 기업의 경영권집중도와 차기 경영성과지속성에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 국민연금이 주주권 행사를 통해 기업의 합리적 의사결정을 유도한다면 경영권집중(CPS)에 의한 기회주의적 이익조정을 통제할 수 있으며, 국민연금이 주주권을 합리적으로 행사할 때 경영성과(ROA)의 지속성은 상대적으로 그렇지 않은 기업에 비해서 클 것으로 예상된다.

〈표 4〉 국민연금의 주주권 행사에 따른 경영성과의 지속성

$$ROA_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 KUKM_t + \alpha_2 ROA_t + \alpha_3 CPS_t + \alpha_4 KUKM_t \times ROA_t + \alpha_5 KUKM_t \times CPS_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 DEBT_t + \alpha_8 SALE_t + \alpha_9 \sum YD + \alpha_{10} \sum ID + \epsilon_t$$

| Variable | Estimate | Error | t Value | Pr > t | R-Square |
|-----------|-------------|------------|---------|---------|----------|
| Intercept | -2.64469 | 3.89539 | -0.68 | 0.4973 | 0.0634 |
| KUKM | 0.01589 | 0.01917 | 0.83 | 0.4073 | |
| ROA | 0.13816 | 0.02419 | 5.71*** | <.0001 | |
| CPS | -0.02578 | 0.01712 | -1.51 | 0.1322 | |
| KUKM*ROA | 0.20226 | 0.06768 | 2.99** | 0.0028 | |
| KUKM*CPS | -0.00938 | 0.03062 | -0.31 | 0.7595 | |
| SIZE | 0.00143 | 0.00205 | 0.69 | 0.4876 | |
| DEBT | -0.00511 | 0.00168 | -3.04 | 0.0024 | |
| SALE | -0.00037014 | 0.00041464 | -0.89 | 0.3721 | |

주1) $TQ_{t+1}(TQ)$: 차기(당기) 토빈Q, $ROA_{t+1}(ROA_t)$: 차기(당기) 총자산이익률, $KUKM_t$: 외부주주지분을 5% 이상의 국민연금 더미변수, CPS_t : 경영권집중도, $SIZE_t$: 기업규모(총자산의 자연로그), $DEBT_t$: 부채비율(총부채/자기자본), $SALE_t$: 매출액증가율

주2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만 수준에서 유의수준을 나타냄

회귀분석 결과, 국민연금 더미변수(KUKM)는 회귀계수(α_1)가 0.01589이고 t값이 0.83으로 통계적인 유의성은 없는 것으로 나타났다. 그리고 경영권집중도(CPS)는 -0.02578이고 유의수준 1%하에서 통계적인 유의성이 있는 것으로 분석되었으며, 당기 경영성과(ROA)는 0.13816이고 유의수준 1%하에서 통계적인 유의성이 확인되었다. 주요변수인 국민연금

(KUKM), 경영권집중도(CPS), 경영성과(ROA)의 계수 값을 살펴볼 때, 국민연금, 경영권집중도는 차기 경영성과에 유의적인 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 반면에 국민연금과 경영성과 결합변수를 통해 국민연금에 의한 주주권 행사가 경영성과의 지속성에 미치는 영향은 차별적인 영향이 나타났다. 국민연금*경영성과결합변수(KUKM*ROA)의 경우 계수가 0.20226이고, t값이 2.99로 양(+)으로 유의적이었다. 따라서 국민연금은 주주권행사를 통해 수탁책임을 이행할 수 있는 기업에 대해 경영성과 지속성이 큰 것으로 분석되었다. 국민연금*경영권집중도 더미변수(KUKM*CPS)의 경우 계수가 -0.00938 이고, t값이 -0.31 로 통계적인 유의성이 나타나지 않았다. 이는 경영권집중도가 높은 기업에 대해 국민연금이 주주권행사로 수탁책임을 효과적이고 합리적 이행하는 것으로 볼 수 없는 결과이다. 따라서 국민연금이 외부주주지분을 5%이상 투자하고 있는 기업일수록 경영성과의 지속성이 높지만, 경영권집중도가 높은 기업에 대한 합리적, 효과적인 통제효과를 가지는 못하는 것으로 해석할 수 있으며, 국민연금은 수탁책임을 충분히 이행하는 방향으로 주총에서 주주권 행사하지 못하는 것으로 추정할 수 있다.

4.2.2 국민연금의 주주권행사에 따른 경영권집중도와 경영성과의 기업가치 관련성

〈표 5〉는 국민연금의 주주권 행사에 따른 경영권집중도와 경영성과가 기업가치(tqi)에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

분석결과, 국민연금, 경영성과, 경영권집중도변수는 국민연금 회귀계수는 -0.30918 이고, t값이 -1.53 으로 통계적인 유의성이 나타나지 않았고, 경영성과는 0.58468 이고 t값이 2.29로 당기 기업가치(TQ_t)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 그리고 경영권집중도(CPS)는 -0.53400 이고, t값이 -2.96 으로 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타나 경영권집중도는 기업가치(TQ_t)에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 광영민과 김현진(2017)에 의하면, CPS의 추정계수가 5% 수준에서 유의미한 음(-)값을 지니고 있는 것으로 관찰되는데 기업의 최고경영자에게 경영활동상의 재량권이 집중될수록 기업가치가 악화되는 경향이 있음을 나타낸다고 하였다. 이를 통해 볼 때, 국민연금의 주주권행사를 통한 수탁책임을 이행은 경영성과에 대해서는 긍정적인 영향을 미치지만, 기업가치에 대해서는 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있었다. 만일, 국민연금의 주주권행사가 효과적으로 이루어진다면 경영권집중에 따른 부정적인 효과를 통제할 수 있을 것이며,

기업가치에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있었을 것이다.

〈표 5〉 국민연금의 주주권 행사에 따른 경영성과, 경영권집중도의 기업가치 관련성(t기)

$$TQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 KUKM_t + \alpha_2 ROA_t + \alpha_3 CPS_t + \alpha_4 KUKM_t \times ROA_t + \alpha_5 KUKM_t \times CPS_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 DEBT_t + \alpha_8 SALE_t + \alpha_9 \sum YD + \alpha_{10} \sum ID + \epsilon_t$$

| Variable | Estimate | Error | t Value | Pr > t | R-Square |
|-----------|-----------|----------|----------|---------|----------|
| Intercept | -73.08757 | 41.10515 | -1.78 | 0.0756 | 0.1071 |
| KUKM | -0.30918 | 0.20233 | -1.53 | 0.1267 | |
| ROA | 0.58468 | 0.25526 | 2.29** | 0.0221 | |
| CPS | -0.53400 | 0.18061 | -2.96** | 0.0032 | |
| KUKM*ROA | 7.15351 | 0.71417 | 10.02*** | <.0001 | |
| KUKM*CPS | 0.49008 | 0.32314 | 1.52 | 0.1296 | |
| SIZE | -0.11584 | 0.02168 | -5.34*** | <.0001 | |
| DEBT | -0.01834 | 0.01773 | -1.03 | 0.3010 | |
| SALE | -0.00136 | 0.00438 | -0.31 | 0.7552 | |

주1) $TQ_{t+1}(TQ_t)$: 차기(당기) 토빈Q, $ROA_{t+1}(ROA_t)$: 차기(당기) 총자산이익률, $KUKM_t$: 외부주주지분을 5% 이상의 국민연금 더미변수, CPS_t : 경영권집중도, $SIZE_t$: 기업규모(총자산의 자연로그), $DEBT_t$: 부채비율(총부채/자기자본), $SALE_t$: 매출액증가율(당기매출액 - 전기매출액/전기매출액)

주2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만 수준에서 유의수준을 나타냄

4.2.3 국민연금의 주주권행사에 따른 경영권집중도와 경영성과의 기업가치관련성(t+1)

〈표 6〉은 국민연금의 주주권행사에 따른 경영권집중도와 경영성과가 차기기업가치(t+1기)에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

〈표 6〉을 살펴볼 때, 당기 경영성과 변수(ROA)와 경영권집중도 변수(CPS)는 차기 기업가치(TQ_{t+1})에 음(-)의 영향을 미치지만 유의적이지는 않았다. 당기 경영성과의 경우 이익조정 등에 의해 차기 기업가치에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 선행연구(Sloan, 1996)와 결과가 일치한다. 반면에 국민연금과 경영성과 결합변수($KUKM*ROA$)와 경영권집중도 결합변수($KUKM*CPS$)의 결과를 살펴보면, 국민연금이 주주권을 적극적으로 행사할 수 있는 기업의 경영성과는 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

〈표 6〉 국민연금의 주주권 행사에 따른 경영성과, 경영권집중도의 기업가치 관련성(t+1기)

$$TQ_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 KUKM_t + \alpha_2 ROA_t + \alpha_3 CPS_t + \alpha_4 KUKM_t \times ROA_t + \alpha_5 KUKM_t \times CPS_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 DEBT_t + \alpha_8 SALE_t + \alpha_9 \sum YD + \alpha_{10} \sum ID + \epsilon_t$$

| Variable | Estimate | Error | t Value | Pr > t | R-Square |
|-----------|-------------|----------|---------|---------|----------|
| Intercept | 33.85904 | 47.78035 | 0.71 | 0.4786 | 0.0550 |
| KUKM | 0.10725 | 0.23518 | 0.46 | 0.6484 | |
| ROA | -0.41315 | 0.29671 | -1.39 | 0.1640 | |
| CPS | -0.02402 | 0.20995 | -0.11 | 0.9089 | |
| KUKM*ROA | 6.17683 | 0.83014 | 7.44*** | <.0001 | |
| KUKM*CPS | -0.14527 | 0.37562 | -0.39 | 0.6990 | |
| SIZE | -0.14058 | 0.02520 | -5.58 | <.0001 | |
| DEBT | 0.04032 | 0.02061 | 1.96 | 0.0506 | |
| SALE | -0.00066430 | 0.00509 | -0.13 | 0.8961 | |

주1) TQ_{t+1} (TQ_t) : 차기(당기) 토빈Q, ROA_{t+1} (ROA_t) : 차기(당기) 총자산이익률, $KUKM_t$: 외부주주지분을 5% 이상의 국민연금 더미변수, CPS_t : 경영권집중도, $SIZE_t$: 기업규모(총자산의 자연로그), $DEBT_t$: 부채비율(총부채/자기자본), $SALE_t$: 매출액증가율(당기매출액 - 전기매출액/전기매출액)

주2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만 수준에서 유의수준을 나타냄.

대체로 국민연금이 5%이상 외부주주지분을 가지고 있는 기업의 경우 〈표 5〉에서 봤듯이 경영성과의 지속성이 크고, 기업가치 관련성에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이를 통해 국민연금의 주주권행사는 경영성과의 지속성과 가치관련성에 유의적인 양(+)의 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 하지만 경영권집중도(KUKM*CPS)와 관련해서는 국민연금의 주주권행사 가능한 기업에 대한 경영권집중도의 통제효과는 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나지 않았다. 이런 결과는 국민연금의 주주권 행사가 경영성과 지속성과 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지 못한다는 결론과 함께 국민연금이 효과적으로 주주총회에서 수탁책임을 이행하지 못하는 것으로 해석할 수 있다.

4.2.4 국민연금의 주주권행사에 따른 경영권집중도와 경영성과의 기업가치관련성(t+2)

다음 〈표 7〉은 국민연금의 주주권행사에 따른 경영권집중도, 경영성과의 차기 차별적 가치관련성의 결과를 분석한 결과이다.

〈표 7〉 국민연금의 주주권 행사에 따른 경영성과, 경영권집중도의 기업가치 관련성(t+2기)

$$TQ_{t+2} = \alpha_0 + \alpha_1 KUKM_t + \alpha_2 ROA_t + \alpha_3 CPS_t + \alpha_4 KUKM_t \times ROA_t + \alpha_5 KUKM_t \times CPS_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 DEBT_t + \alpha_8 SALE_t + \alpha_9 \sum YD + \alpha_{10} \sum ID + \epsilon_t$$

| Variable | Estimate | Error | t Value | Pr > t | R-Square |
|-----------|-----------|----------|---------|---------|----------|
| Intercept | 176.78308 | 69.16547 | 2.56 | 0.0107 | 0.0578 |
| KUKM | 0.26590 | 0.26850 | 0.99 | 0.3222 | |
| ROA | -0.07193 | 0.33543 | -0.21 | 0.8302 | |
| CPS | 0.23582 | 0.24004 | 0.98 | 0.3261 | |
| KUKM*ROA | 5.48420 | 0.95635 | 5.73*** | <.0001 | |
| KUKM*CPS | -0.43147 | 0.43049 | -1.00 | 0.3164 | |
| SIZE | -0.13109 | 0.02858 | -4.59 | <.0001 | |
| DEBT | 0.01179 | 0.02143 | 0.55 | 0.5824 | |
| SALE | 0.10127 | 0.03989 | 2.54 | 0.0113 | |

주1) $TQ_{t+1}(TQ_t)$: 차기(당기) 토빈Q, $ROA_{t+1}(ROA_t)$: 차기(당기) 총자산이익률, $KUKM_t$: 외부주주지분율 5%이상의 국민연금 더미변수, CPS_t : 경영권집중도, $SIZE_t$: 기업규모(총자산의 자연로그), $DEBT_t$: 부채비율(총부채/자기자본), $SALE_t$: 매출액증가율(당기매출액 - 전기매출액/전기매출액)

주2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만 수준에서 유의수준을 나타냄.

분석결과, 국민연금과 경영성과 결합변수(KUKM*ROA)의 회귀계수가 5.48420이고, t값이 5.73으로 유의수준 1%하에서 통계적인 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 분석되었다. 이는 국민연금의 수탁책임에 따른 주주권 행사가 이루어질 수 있는 기업의 경영성과가 그렇지 않은 기업에 비해서 가치관련성이 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 t+1기와 t+2기에서 일관된 결과가 나타났다. 그리고 국민연금과 경영권집중도 결합변수(KUKM*CPS)의 경우 기업가치(t+2)에 음(-)의 관련성을 가지지만 유의적인 결과가 나타나지 않았다. 대체로 경영권집중도(CPS)는 경영성과와 음(-)의 관련성을 가지면서 유의성은 나타나지 않았는데 기업가치 관련성도 일관된 음(-)의 부호에 유의성은 없었다.

결론적으로 표본기업에서 국민연금이 외부 주주지분을 5%이상 보유하고 있는 경우 국민 연금의 주주권 행사를 통한 수탁책임의 이행이 경영성과 지속성(KUKM*ROA)에 대한 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있었다. 하지만 경영권집중도(KUKM*CPS)에 대해서는 국민연금의 주주권 행사가 수탁책임 이행을 위한 통제력을 가지지 못한다는 결과가 확인 되었다.

V. 결 론

국민연금은 투자기업에서 외부주주로서 연금제정의 장기안정과 미래 원활한 연금급여 지급을 위하여 수익성을 최대화하는 방향으로 적극적인 주주행동주의를 피력해야 한다. 따라서 본 연구는 국민연금의 수탁책임에 따른 주주권행사가 경영성과의 지속성에 미치는 영향과 경영집중도에 대한 통제효과가 경영성과와 기업가치에 미치는 영향을 함께 살펴보았다.

〈가설 1〉과 〈가설 2〉는 국민연금이 수탁책임을 효과적으로 이행하기 위해 주주권 행사를 적극적으로 수행할 때 기업의 경영성과와 경영권집중에 대한 통제력을 가질 것이므로 이익지속성과 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보고 가설을 설정하였다. 요약하면, 〈가설 1〉은 국민연금의 주주권행사에 의한 경영성과에 미치는 영향을 당기성과와 경영권집중도로 살펴보았고, 〈가설 2〉는 국민연금의 주주권 행사에 의한 기업가치 관련성을 경영성과, 경영권집중도를 매개하여 분석하려는 가설이다.

국민연금의 수탁책임에 따른 주주권 행사가 가능한 기업의 경영성과는 그렇지 않은 기업에 비해 경영성과 지속성이 더욱 클 것으로 예상하였고, 국민연금의 수탁책임 이행을 위한 주주권 행사가 적극적으로 이루어지는 기업은 경영권집중에 따른 부정적인 경영성과, 기업가치에 부정적인 영향을 효과적으로 통제할 것으로 보았다.

〈가설 1〉과 〈가설 2〉의 분석결과, 국민연금의 주주권행사가 가능한 기업일수록 경영성과의 지속성이 높은 것으로 나타나 〈가설 1〉은 지지되었다. 하지만 경영권집중에 따른 국민연금의 통제효과를 살펴보기 위한 〈가설 2〉의 분석결과는 음(-)이지만 통계적인 유의성이 나타나지 않았다.

〈가설 3〉과 〈가설 4〉의 분석결과, 국민연금과 경영성과 결합변수를 통해 국민연금의 주주권을 행사하는 기업의 경영성과가 그렇지 않은 기업의 성과보다 기업가치관련성이 t 기, $t+1$ 기, $t+2$ 기 모두 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 하지만 국민연금과 경영권집중의 결합변수에서 t 기, $t+1$ 기, $t+2$ 기 모두 기업가치 관련성이 통계적인 유의성이 확인되지 않았다. 이런 결과에 비추어 볼 때, 국민연금이 주주권을 행사하여 수탁책임을 이행하는 기업의 경영성과는 지속성과 기업가치 관련성이 더 큰 것으로 확인되지만, 경영권집중에 대한 통제를 통한 주주권행사는 효과적으로 이루어지지 못하고 있음을 확인할 수 있었다.

분석결과, 국민연금의 주주권행사를 통한 수탁책임의 효과적 이행은 당기 경영성과를 매개로 했을 때 차기 경영성과에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 <가설 1-1>은 지지되었다. 하지만 국민연금의 경영권집중에 따른 차기 성과와 관련한 정보효과는 음(-)으로 유의적이지 않았다. 따라서 <가설 1-2>는 지지되지 않았다. 결과적으 국민연금의 주주권행사가 경영권집중에 따른 부정적인 효과를 통제하지 못하는 분석결과였다. 그리고 <가설 2>에 대한 분석으로 국민연금의 주주권행사가 경영성과를 매개로 했을 때 가치관련성에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이는 국민연금의 주주권행사가 경영성과 지속성을 향상시킨다는 결과와 방향이 일치하는 결과였으며, <가설 2-1>이 지지되는 결과이다. 반면에, 국민연금의 주주권행사에 따른 경영권집중의 부정적인 효과를 매개로 했을 때 기업가치가 양(+)의 관련성을 가졌다면 국민연금의 주주권행사가 기업가치 바람직한 영향을 미친다고 해석할 수 있었지만 음(-)으로 유의적이지 않았다. 따라서 국민연금의 수탁책임에 따른 주주권행사가 경영권집중도가 높은 기업에 대해서는 경영성과면과 기업가치적 측면에서 긍정적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이런 점에서 그동안 국민연금은 최대주주 등 경영권이 집중된 기업의 주주총회에서 바람직한 의사결정 참여가 적극적으로 이루어지지 않았음을 추정해볼 수 있었다. 즉, 국민연금의 주주권행사는 수탁책임을 이행하기 위한 합리적 경영을 위한 통제기능을 가지기 보다는 경영권집중된 기업의 대주주를 위한 주주권행사가 다반사였다는 것을 알 수 있다. 최근 국민연금의 주주권 행사, 수탁책임의 이행이 굉장히 부각되는 시점에서 국민연금의 경영권집중에 대한 통제효과를 분석하는 것은 국민연금의 수탁책임의 이행을 위한 적극적인 주주권 행사가 필요성을 제고시킨다는 점에서 연구의 의의가 있다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 곽영민, 김현진. (2017). 최고경영자에 대한 경영권 집중화 수준과 기업가치. *회계학연구*, 42(1), 187 - 226.
- 강길환, 진종백. (2006). 기업의 소유구조와 기업가치의 관련성에 관한 실증연구. *상업교육연구*, 12, 257 - 274.
- 김문수. (2007). 기관투자자의 의결권 행사와 기업가치. *한양대학교 대학원 석사학위논문*.
- 김선화, 정용기. (2012). 국민연금이 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향 : 주요주주를 중심으로. *POSRI 경영경제연구*, 12(3), 153 - 187.
- 김유진. (2018). 최고경영자의 경영권 집중도와 신용등급에 관한 연구. *회계저널*, 27(6), 95 - 120.
- 김유진, 안정인. (2018). 국민연금 주요주주와 기업의 사회적 책임 활동. *회계학 연구*, 43(3), 1 - 31.
- 국민연금연구원. (2013). 시장영향력을 고려한 기금운용방안 : 주주권 행사를 중심으로.
- 박영석, 신진영, 위경우, 이재현, 정재만. (2012). 국민연금 의결권 행사 개선 방안. *한국증권학회지*, 41(1), 93 - 124.
- 손혁, 정재경. (2015). 사외이사는 최고경영자의 감시자인가 또는 지지자인가? : 사외이사와 최고경영자의 사회적 관계가 과잉투자에 미치는 영향. *회계학연구*, 40(5), 327 - 366.
- 양철원, 유지연. (2018). 국민연금공단의 의결권 행사와 대리인 문제. *한국증권학회발표논문*, 1 - 37.
- 연태훈. (2005). 기업경영권에 대한 연구. *한국개발연구원 연구보고서*, 2005 - 07, 13 - 45.
- 연강흠, 김한나. (2014). 기관투자자 의결권 반대행사의 경영진 견제효과. *한국증권학회지*, 43(1), 1 - 22.
- 전홍민, 신상이. (2015). 국민연금의 투자가 회계적 이익조정에 미치는 영향. *회계학연구*, 20(4), 165 - 188.
- 정용기, 김선화. (2016). 공적연금 주요주주와 기업가치의 변화. *회계저널*, 25(4), 429 - 468.
- 한국기업지배구조원, <http://www.cgs.or.kr>

〈외국문헌〉

- Activism : Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund. *Review of Financial Studies*, 22(8), 3093 - 3129.
- Adams, R., H. Almeida, & D. Ferreira. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate

- performance. *Review of Financial Studies*, 18, 1403 – 1432.
- Bebchuk, L., M. Cremers, & U. Peyer. (2011). The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, 102, 199 – 221.
- Becht, Macro, Julian R. Franks, Colin Mayer, & Stefano Rossi. (2009). Returns to Shareholder Activism : Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund. *Review of Financial Studies*, 22, 3093 – 3129.
- Brickley, J. A., R. C. Lease, & C. W. Smith. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267 – 291.
- Richard G. Sloan. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?. *The Accounting Review*, 71(3), 289 – 315.

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

A Study on the Relationship between the Intensity of Management and the Business Value of the National Pension Service's Shareholder Rights

Hwang, In - Ok* · Yang, Do - Jin** · Kim, Tae - Wan***

The purpose of this study was to check the information effect and value of the NPS' exercise of shareholder rights by examining the different effects of management control concentration and management performance on profit sustainability and value relevance of the NPS's performance on the responsibility of trust, based on a prior study that showed that the opposition ratio to voting rights is higher among companies with more than 5 percent stake.

The analysis shows that the more companies are allowed to exercise the rights of shareholders of the NPS, the more sustainable their management performance is, and the more companies with the greater concentration of management control of the NPS, the more relevant the management performance, but no significance was shown. On the other hand, the higher the performance of management, the greater the value of the enterprise, but the greater the concentration of management control was found to have a significant negative effect on the value of the enterprise.

In summary, the higher the performance of management, the lower the concentration of management control, the greater the enterprise value. In particular, the analysis of management concentration and corporate value is consistent with the results of the

* Adjunct Professor, Dongseo University, Department of Business Administration, First Author, e-mail :

** Ph.D. in Dong-A University, Graduate School, Co-author, e-mail :

*** Associate Professor, Department of Business Administration, Kyungnam University, Corresponding Author, e-mail :

preceding study. As a result of the verification of major assumptions, the management performance and corporate value of an entity that is able to exercise shareholder rights of the NPS showed a significant positive relationship, and the corporate value of the NPS' control over its concentration of management rights was negative but not significant.

From these results, we found that the sustainability and corporate value of management performance were greater for the companies with which the NPS' shareholder rights exercise was possible, and that it was also highly valued in the capital market. Regarding the concentration of management rights, however, the NPS is found to be unable to control the negative effects of the concentration of management rights through the exercise of shareholder rights.

At a time when the NPS's recent exercise of shareholder rights and fulfillment of its fiduciary responsibilities was highlighted, it was judged that having a control effect on the concentration of management rights could be given great significance. However, the results of the analysis were not as expected. The purpose of this study was found in the sense that the correct exercise of shareholder rights of the National Pension Service enhances the need, although the negative aspects of management intervention and positive aspects of the implementation of the National Pension Service's stewardship lead to decision-making for sustainable growth of the company exist.

Key words : Responsible for the national pension fund, Concentration of management control, Management performance sustainability, Corporate value, Shareholder behaviorism