Korea Corporate Governance Service

Korea Corporate Governance Service

KCGS 연구보고서
2019-05

기업 소유구조에 따른 국내 기관투자자 의결권 행사의 적극성 비교

2020. 02.

KCGS
Korea Corporate Governance Service
한국기업지배구조원

한국기업지배구조원
Korea Corporate Governance Service

KCGS 연구보고서 2019-05

기업 소유구조에 따른 국내 기관투자자 의결권 행사의 적극성 비교

2020. 02.

부연구위원 임현일 hilim@cgs.or.kr
부연구위원 이윤아 yoonalee@cgs.or.kr

KCGS
한국기업지배구조원

KCGS 연구보고서

한국기업지배구조원(KCGS)은 국내 상장기업의 기업지배구조 개선, 환경 및 사회적 책임 경영 강화, 나아가 한국 자본시장의 선진화를 위하여 주요 모범규준과 한국 스튜어드십 코드 제·개정, ESG (Environment, Social responsibility and Governance) 평가 및 의결권행사 지원 등 서비스를 제공하며, 기업의 ESG 및 지속가능성과 관련한 주요 현안에 대하여 높은 수준의 연구 및 자문 활동을 수행하는 공익 추구 목적의 전문 연구기관입니다. KCGS 연구보고서는 매년 한국기업지배구조원에 의해 생산되는 전문적인 연구 성과물을 보다 폭넓은 독자층에게 제공하기 위해 기획한 온라인 발간물입니다. KCGS 연구보고서를 통해 기업 관계자, 학계 전문가, 기관투자자 및 정책 입안자 등에게 ESG 이슈와 관련한 시의적절하고 전문적인 분석 결과를 제공함과 동시에 일반 투자자의 이해를 도울 수 있는 유용한 정보를 제공하고자 합니다. 이를 계기로 ESG에 대한 기업, 투자자 및 기관의 관심과 논의가 활성화되고, 국내 상장기업의 ESG 수준과 자본시장 문화가 진일보할 수 있는 토대가 마련되기를 기대합니다.

KCGS 연구보고서 2019-05

기업 소유구조에 따른 국내 기관투자자 의결권 행사의 적극성 비교

발행일 2020년 2월 28일
저자 임현일·이윤아
발행인 신진영
발행처 한국기업지배구조원
주소 서울특별시 영등포구 여의나루로 76, 신관 9층
대표전화 02-3775-3339 (Fax. 02-3775-2630)
홈페이지 www.cgs.or.kr (E-mail. cgsweb@cgs.or.kr)

ⓒ 한국기업지배구조원. 2020.

KCGS 연구보고서는 저작권법에 의하여 보호를 받는 저작물이므로 무단 인용 및 복제를 하는 것은 법에 의해 금지되어 있습니다. 따라서 보고서 전체 또는 일부 내용을 공익적 또는 상업적 목적을 위해 복제하거나 활용하고자 할 경우 cgsweb@cgs.or.kr을 통해 사전 승인을 요청하셔야 합니다. 개인적 목적으로 단순 인용하고자 할 경우에는 발행기관, 보고서명, 저자 등에 관한 출처 정보를 명확히 기재하여 주시길 바랍니다. KCGS 연구보고서는 www.cgs.kr/publish/paper_list.jsp에서 다운로드받으실 수 있습니다. KCGS 연구보고서에 포함된 내용은 저자 개인의 입장과 의견이며 한국기업지배구조원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

목 차

요약 6

Ⅰ 서론 10

Ⅱ 국내 기관투자자의 의결권 행사 적극성 현황 13

1. 국민연금의 의결권 행사 적극성 ····· 13
2. 민간 기관투자자의 의결권 행사 적극성 ····· 26

Ⅲ 국내 기업의 소유구조 현황 32

1. 국민연금의 국내 상장기업 보유 현황 ····· 32
2. 민간 기관투자자의 국내 상장기업 보유 현황 ····· 37

Ⅳ 의결권 행사 적극성과 소유구조 특성 비교 43

1. 국민연금의 반대 의결권 행사를 받은 기업의 소유구조 특성 ····· 43
2. 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사를 받은 기업의 소유구조 특성 ····· 51

Ⅴ 회귀분석 결과 54

1. 기업 소유구조와 기업가치 및 지배구조 연관성 ····· 56
2. 기업 소유구조가 국민연금 의결권 행사의 적극성에 미치는 영향 ····· 63

Ⅵ 결론 및 시사점 69

참고문헌 73

표 목차

표 1. 연도별 국민연금의 의결권 행사 현황 ····· 15
표 2. 연도별 KCGS 의결권 행사 권고 현황 ····· 17
표 3. KCGS 권고와 국민연금 의결권 행사 방향 간 일치(괴리) 현황 ····· 20
표 4. 안건 유형별 KCGS 권고 vs. 국민연금 의결권 행사 분포 및 일치(괴리)율 ····· 23
표 5. 2019년 KCGS 권고 vs. 국민연금 의결권 행사 일치(괴리)율 ····· 25
표 6. 연도별 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황 ····· 26
표 7. 국내 기관투자자의 안건 반대율 및 KCGS 권고 일치(괴리)율 현황: Top 5 ····· 28
표 8. 연도별 국민연금 지분율 분포 현황 ····· 33
표 9. 2018년 지배주주와 국민연금 지분율 구간별 분포 ····· 37
표 10. 연도별 국내 기관투자자 지분율 분포 현황 ····· 38
표 11. 국민연금의 반대 의결권 행사 여부에 따른 기업 소유구조 변수 차이검정 ····· 46
표 12. 2019년 국민연금의 반대 의결권 행사 여부 및 지배구조 수준에 따른 표본 현황 ····· 49
표 13. 2019년 국민연금의 의결권 행사 적극성 강도에 따른 표본 현황 ····· 50
표 14. 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 여부에 따른 기업 소유구조 변수 차이검정 ····· 52
표 15. 기업 소유구조가 기업가치에 미치는 영향 ····· 57
표 16. 기업 소유구조가 지배구조 수준에 미치는 영향 ····· 58
표 17. 대규모 기업집단의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향 ····· 61
표 18. 대규모 기업집단의 소유구조가 지배구조 수준에 미치는 영향 ····· 62
표 19. 기업 소유구조가 국민연금 의결권 행사의 적극성에 미치는 영향 ····· 64
표 20. 지분율 구간별 지배구조 수준이 국민연금 의결권 행사 적극성에 미치는 영향 ····· 66
표 21. 소유-지배 괴리도 구간별 지배구조 수준이 국민연금 의결권 행사 적극성에 미치는 영향 ···· 67

그림 목차

그림 1. 소유구조-지배구조-기업가치 간 상호작용 도식화 ····· 12
그림 2. 최근 5년간 안건 유형별 KCGS 반대 권고율 추이 ····· 18
그림 3. KCGS 권고 vs. 국민연금 의결권 행사 일치(괴리)율 추이 ····· 21
그림 4. 유형별 KCGS 권고 vs. 국민연금 의결권 행사 일치(괴리)율 추이 ····· 22
그림 5. 국내 기관투자자의 의결권 행사 적극성 지표 추이 ····· 31
그림 6. 국내 전체 상장 기업에 대한 국민연금의 5% 이상 보유 현황 ····· 34
그림 7. 국민연금 5% 이상 지분 보유에 따른 지배주주 지분율 분포 ····· 36
그림 8. 국민연금 5% 이상 지분 보유에 따른 지배주주-국민연금 지분율 괴리 분포 ····· 36
그림 9. 연도별 국내 기관투자자 유형별 지분 보유 현황 (N=2,561) ····· 39
그림 10. 연도별 전체 KOSPI 기업에 대한 투자자 유형별 지분 보유 현황 ····· 40
그림 11. 연도별 주요 해외 연기금의 안건 반대율 추이 ····· 41
그림 12-1. 연도별 대량보유 기관투자자 수 분포 (N=2,561) ····· 42
그림 12-2. 연도별 전체 KOSPI 기업에 대한 대량보유 기관투자자 수 분포 ····· 42
그림 13. 2019년 국민연금의 반대 의결권 행사 여부에 따른 기업 소유구조 변수 비교 ····· 47
그림 14. 2019년 국민연금의 의결권 행사 적극성 강도에 따른 소유 집중도 ····· 51

기업 소유구조에 따른 국내 기관투자자 의결권 행사의 적극성 비교

요약

□ 본 연구는 소유구조 및 내부 지배구조 요인에 따른 국내 기관투자자의 의결권 행사 적극성 수준을 검토하여 주주활동의 결정요인을 입증함

○ 집중 또는 분산의 국내 기업 소유구조 형태와 지배구조 및 기업가치 간 관련성을 사전적으로 분석하여 소유구조에 따른 경영진 및 지배주주, 외부 기관투자자 각 주체별 유인 구간을 도출함

○ 특히 상대적으로 취약한 지배구조를 보이거나 지배주주의 사익추구 유인이 높은 소유구조 특성을 지닌 투자 기업에 대해 국민연금과 국내 민간 기관투자자가 실제 경영진 제안 안건에 대한 반대 의결권 행사를 적극적으로 수행하는지 살펴봄

□ 본 연구진은 기관투자자의 주주활동 유형 중 의결권 행사에 초점을 맞춰 분석하였으며 적극성 지표로 경영진 제안에 대한 안건 반대율과 KCGS 권고 대비 실제 행사 의견 간 괴리율 변수를 활용함

○ 국내 최대 의결권 자문사인 한국기업지배구조원(KCGS)의 권고 데이터를 활용한 첫 실증 연구이며, 권고-행사 간 괴리율 변수를 의결권 행사 적극성 변수로 최초 제시했다는 점에서 의미가 크다고 판단됨

○ 기관투자자의 의결권 행사 방향과 KCGS 권고 간 일치(괴리) 현황을 통해 권고 일치율과 권고 괴리율을 산출함

- KCGS 가이드라인 기준 찬성 권고임에도 불구하고 기관투자자가 실제 반대 행사를 한 경우를 매우 적극적 반대 의결권 행사로 해석함

- 참고로 국민연금의 가이드라인 기준의 권고가 아닌 KCGS 자체 의결권 가이드라인에 따른 권고 방향을 적용하였다는 점에서 해석에 주의가 필요함

□ 2019년 기준 유가증권시장 상장 투자(권고 대상) 기업을 대상으로 국민연금의 안건 반대율은 15.9%, KCGS의 반대 권고율은 15.2%로 확인됨

○ 국민연금의 반대율은 2018년 시점부터 임원 보수한도 관련 안건에 대한 반대 투표가 높아짐에 따라 상승한 것으로 나타남

○ 반대 의결권 행사의 적극성 지표로 분류한 반대 권고 기준 일치율과 KCGS의 찬성 권고 대비 국민연금의 반대 행사 괴리율 모두 2017년부터 점차 증가하는 추세로 확인됨

○ 다만 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율은 여전히 저조한 수준이며 소수의 기관투자자에 의해 주주활동이 집중되고 있으나, 국내 스튜어드십 코드 도입에 따라 최근 안건 반대율이 꾸준히 상승하고 있음

□ 본 연구는 2012년부터 2018년까지 국민연금을 포함한 국내 기관투자자의 의결권 행사 내역이 존재하는 유가증권시장 상장기업(금융업 제외)을 대상으로 분석한 결과를 제시함

○ 국민연금은 2018년 말 기준 전체 의결권 행사 대상 기업 중 3.9%의 기업에 대해 최대주주로 존재하고 있으며 5% 이상 지분을 보유하고 있는 기업은 60.4%(215개사)로 조사됨

– 코스닥 상장사와 금융업을 포함한 국민연금의 전체 투자대상 기준으로는 5% 이상 지분을 보유한 기업은 13.4%(258개사)임

○ 국내 상장기업에 대한 기관투자자의 영향력 증대는 보유지분 수준의 증감과 실제 의결권 행사의 적극성 수준을 통해 설명되어야 함

□ 따라서 본 연구진은 국민연금의 주주권 행사와 관련하여 일부에서 제기하는 과도한 경영권 개입 및 관치 논란에 대한 의문을 해소하고자, 소유구조에 따른 국민연금의 반대 의결권 행사 패턴을 분석한 결과를 통해 답변하고자 함

○ 실제 주주총회에서 기관투자자의 반대 의결권 행사가 유의미한 영향력을 발휘하는지 여부를 판단하기 위해, 기관투자자와 지배주주 간 상대적 지분구조를 보여주는 지배주주–국민연금 지분율 괴리 변수를 사용함

○ 지배주주-국민연금 지분율 괴리가 클수록 집중된 소유구조, 작을수록 분산된 소유구조를 지닌 기업으로 해석할 수 있음

○ 2018년 말 기준 국민연금 지분율이 5% 이상이면서 지배주주 지분율이 상대적으로 낮은(20% 이하) 분산된 소유구조 형태의 기업은 총 11개사로 확인됨

○ 국민연금의 반대 의결권 행사를 받은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해, 지배주주 지분율 수준이 유의하게 높으며 지배주주와 국민연금 간 지분율 차이도 더 높게 나타남

○ 이는 집중된 소유구조 형태의 기업이 지배구조가 상대적으로 취약할 경우, 국민연금이 지배구조 개선 목적의 모니터링을 적극 수행하는 것으로 해석할 수 있음

○ 한편 대규모 기업집단 소속 계열사의 경우, 총수일가의 직접 지분율이 높을수록 국민연금의 반대 의결권 행사가 적극적으로 이행된 것으로 나타남

□ 기업의 소유구조는 지배구조 수준과도 밀접한 관련이 있으며 의결권 비중에 따른 기관투자자 주주활동의 영향력 측면에서도 연관성이 높다는 점을 고려하여 본 연구진은 다음과 같이 절충가설에 따른 실증결과를 제시함

○ 지배주주 지분율 수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 지배주주 지분율과 기업가치 간에 U자형의 2차 곡선관계가 존재함을 확인하였으며 표본 대상 기업 기준으로 지배주주 지분율 약 50% 수준의 변곡점을 도출함

– 즉, 지배주주 지분율 50% 이상 상위 구간에서는 소유구조가 집중될수록 기업가치를 높이는 이해일치 유인이 지배적임

– 반면 50% 미만 구간에서는 지배주주 지분율의 증가가 기업가치를 훼손하는 사적이익 추구 유인이 지배적인 것으로 해석됨

○ 또한 대규모 기업집단 계열사를 대상으로 소유-지배 괴리도 변수를 통해 기업가치와의 비선형관계를 확인하였으며 역 U자형의 2차 곡선관계를 증명함

– 이는 기업집단 소속 계열사에 대한 총수일가의 과도한 통제권은 결국 해당 계열사의 기업가치와 지배구조에 유의하게 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있음

□ 본 연구는 지배주주 지분율과 지배주주-국민연금 지분율 차이 변수를 사용하여 기업의 소유구조가 국민연금 의결권 행사의 적극성에 미치는 영향을 실증분석한 결과를

제시함

○ 국민연금의 경우, 지배주주 지분율이 높고 지배주주−국민연금 지분율 괴리가 큰 기업을 대상으로 반대 의결권 행사를 적극 수행하는 것으로 확인됨

○ 집중된 소유구조 형태의 기업은 지배구조가 상대적으로 취약할 확률이 높으며, 국민연금 입장에서 반대 행사의 부담이 적다는 점에서 적극적인 반대 투표가 이루어질 가능성이 있음

○ 또한 구간별 회귀분석을 통해, 국민연금은 상대적으로 지배주주의 사적이익 추구 유인이 높은 지분율 구간에서 취약한 지배구조의 기업을 대상으로 반대 의결권 행사를 적극 수행함을 입증함

□ 결과적으로 국민연금의 반대 의결권 행사는 내부 지배구조 및 통제 시스템이 취약한 기업에 대해 지배주주를 견제하는 상호보완적 기능을 수행하는 것으로 판단됨

○ 국민연금은 국내 최대 연기금으로서의 사회적 영향력을 고려하여 투자 기업의 소유구조에 따른 전략적 투표 행태를 일부 취하는 경향을 보임

○ 그러나 상대적으로 지배구조가 취약하거나 이익침해 유인이 작용할 가능성이 높은 기업에 대해서는 적극적인 반대 의결권 행사를 통한 모니터링 기능을 적절히 수행하는 것으로 나타남

○ 향후 기관투자자의 적극적 주주권 행사 실행 방안(반대 의결권 행사 및 주주제안)을 고려할 때 실효성 측면에서 대상기업의 소유구조가 핵심 요인으로 작용할 것으로 예상됨

Ⅰ 서론

□ 국내 스튜어드십 코드 도입 이후, 국민연금을 비롯한 민간 기관투자자들의 주주활동 관련 현황 및 실질적인 효과에 대한 사회적 관심이 높아짐

□ 최근 국내 기관투자자의 주주활동은 유형 및 적극성 측면에서 긍정적인 변화를 보이고 있으나, 국내 기업의 소유구조 특성을 고려할 때 반대 의결권 행사의 경우 실제 부결을 통한 지배구조 개선 반영과 같은 유의미한 수준의 직접효과를 기대하기에는 다소 한계가 있음

○ 국민연금에 따르면 반대 의결권 행사 비율은 증가 추세에 있으며, 실제 부결된 사례는 2015~2018년까지 총 18건에 불과하였으나 2019년 1~7월까지의 부결 건수는 총 20건으로 증가함[1)]

– 2019년 3월 정기주주총회 기준 유가증권시장 상장기업 중 국민연금의 반대투표를 받은 기업의 평균 지배주주 지분율은 47.9%, 그 중 부결이 확인된 기업은 41.9%로 확인됨(지배주주가 자연인인 경우, 40.8%)

○ 그러나 2019년 전체 반대 의결권 행사 안건 수 대비 부결비중 역시 3.3%에 불과하여 해당 부정적 안건이 최종 배제될 가능성은 높지 않다는 점에서, 기관투자자에 의한 주주활동 실효성 관련 논란이 일부 제기되고 있음

□ 기관투자자의 반대 의결권 행사 및 주주활동은 직접효과 외에도, 외부 모니터링 측면에서 해당 부정적 이슈에 대한 시그널(signal)을 시장에 전달하고 기업 측의 행동 변화를 유도하는 간접효과도 존재함

○ 해외 주주행동주의(shareholder activism) 관련 다수의 연구에서는 외부 지배구조

1) 국민연금공단, 「2019년도 7월말 국민연금기금 운용현황(잠정)」, 2019. 10. 11.

시스템의 하나로 기관투자자의 관여(engagement)를 해석하고 있으며 주주권 행사 유형별 장기적인 가치제고 효과 여부에 대해 다루고 있음

○ 기관투자자의 주주활동이 장기적으로 투자대상 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치려면 실질적인 지배구조 개선이 반드시 수반되어야 함

– 본 연구진은 기관투자자로부터 정기주주총회에서 최소 1건 이상의 반대투표를 받은 기업 중, 한국기업지배구조원이 매년 평가하는 지배구조 등급이 전년 대비 상승하는 경우에 한하여 기업가치(토빈큐, 산업조정 토빈큐)에 유의하게 긍정적인 영향을 미침을 확인함

□ 본 연구에서는 추후 국내 기관투자자의 주주활동 효과를 논하기에 앞서, 사전적으로 소유집중 및 내부 지배구조에 따른 현 시점의 국내 의결권 행사 적극성 수준을 검토하고 주주활동의 결정요인을 입증하고자 함

○ 소수 지배주주에 의해 집중된 지분구조, 특히 기업집단 내 계열사를 통한 총수일가의 지배력 확대 문제 등 국내 상장기업의 소유구조 특성을 고려한 주주활동 분석이 선행될 필요가 있음

– 국내 전체 상장기업의 85.1%가 가족소유이며 경영참여를 고려한 가족기업(family-controlled firm)은 66.4%로 분류됨[2)]

– 분석 표본기간 내 전체 상장기업의 지배주주 지분율은 평균 39.7%로 확인됨(대규모기업집단 소속 계열사: 45.1%)

○ 한국의 주주활동은 해외 선진시장에 비하면 아직 초기 단계에 있다는 점에서, 관련 유의미한 효과를 구체적으로 논의하기보다 안건별·기업별 특성에 대한 적절한 주주활동이 이루어지고 있는지에 대한 검토가 우선이라고 판단함

□ 기업의 지분 집중도에 따라 지배주주(insider)와 기관투자자(outsider)의 유인이 각각 다를 것으로 예상하고, 특히 취약한 지배구조 기업에 대한 기관투자자의 반대 의결권 행사가 적극적으로 이행되고 있는지 여부를 중점적으로 확인함

○ 본 연구에서는 집중 또는 분산의 소유구조 형태와 지배구조 및 기업가치 관련성을

2) 가족기업의 분류는 먼저 창업주 및 가족 구성원의 직간접적 지분율 20% 이상(실질적 지배력)의 소유 기준을 적용하였으며, 경영참여는 창업주 일가가 대표이사 또는 등기이사로 참여하고 있는지 여부로 판단함

상호작용 측면에서 접근함[3)]

○ 내부 모니터링 역할의 지배구조 변수는 한국기업지배구조원(KCGS)이 평가한 지배구조 항목 환산점수로 측정하였으며, 지배구조 수준은 소유구조와 기업가치 간 매개(channel) 역할을 할 것으로 판단함

○ 또한 기관투자자의 주주활동이 장기적인 관점에서 지배구조 개선과 기업가치 제고에 기여를 하는 즉, 향후 보완·대체 기능을 효율적으로 수행하는 외부 통제시스템으로 적절할지에 대한 시사점을 제공함(moderating effect)



그림 1. 소유구조-지배구조-기업가치 간 상호작용 도식화

3) 지배구조의 효율성은 하나의 시스템 단독으로 영향 받기보다는 기업의 개별 특성과 다양한 지배구조 시스템 간의 유기적인 상호작용에 의해 결정됨

Ⅱ 국내 기관투자자의 의결권 행사 적극성 현황

1. 국민연금의 의결권 행사 적극성

□ 국민연금과 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사관련 적극성 지표가 대상기업의 소유구조에 따라 어떻게 차별적으로 나타나는지에 대한 현황을 정리함

□ 본 연구에서는 기관투자자의 주주활동 중 **반대 의결권 행사**에 초점을 맞춰 분석하였으며 적극성 지표로 **1) 경영진 제안에 대한 안건 반대율, 2) KCGS 권고 대비 실제 행사 의견 간 괴리율** 변수를 활용함

○ 주주제안을 제외한 경영진 제안 안건에 대한 반대율을 전체 국내 기관투자자별로 산출함

– 의결권 행사내역을 공시한 모든 국내 기관투자자의 행사 의견을 찬성, 반대, 중립, 기권으로 분류하였으며 임시주총, 재무제표 보고안건은 반대율 산출 범위에서 제외함

– 정관변경 및 임원선임 안건 등 묶음안건의 경우에는 기관투자자 입장의 실제 최초 의결권 행사 의견을 반영하고자 반대 사유를 통해 해당 안건, 임원에 대한 개별 반대 의사표시를 명확히 분류하여 최종 반대여부를 확정함[4)]

○ 한국기업지배구조원은 2012년부터 「KCGS 의결권 행사 가이드라인」에 따라 독립적·전문적인 의안분석 및 자문서비스를 제공하고 있으며 본 연구진은 KCGS 권고

4) 일부 연구에서는 묶음안건의 경우 주총에서 반대 행사가 이루어진 실질을 반영하여 해당 묶음 안건 전체를 반대로 분류하거나 분석의 편의를 고려하여 묶음안건을 제외한 반대율을 산출하기도 함, 그러나 본 연구진은 반대 사유공시에 근거하여 개별 안건에 대한 세부 투표방향을 분류하였으며 이러한 방식은 기관투자자 측의 정확한 의사를 최대한 반영할 수 있을 것으로 판단함

대비 실제 기관투자자가 행사한 투표 방향 간 괴리(일치) 여부를 정리함

- 권고 일치율은 반대(권고)=반대(행사), 찬성(권고)=찬성(행사)에 대한 안건 비중을 의미함
- 권고 괴리율은 반대(권고)≠찬성(행사), **찬성(권고)≠반대(행사)**의 경우를 포함하며, 전자의 경우 기관투자자 측의 소극적 의결권 행사로 해석되며 후자의 경우 **적극적인 반대 의결권 행사**로 분류함
- 권고와 행사 의견 방향의 일치(괴리) 여부는 중립, 기권을 제외한 찬성, 반대 표시만을 포함하여 보수적으로 산출함
- 공정거래법상 대규모기업집단 계열 금융·보험사는 동일 집단소속 계열사에 대한 의결권 행사가 제한되며 해당 중립, 기권 행사 건수도 분석에서 함께 제외됨(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제11조)[5)]

□ 해외에서는 의결권 자문사(proxy advisory firm)의 권고가 실제 기관투자자의 투표 행태 및 기업지배구조에 미치는 영향력에 대한 실증연구가 다수 존재함

○ 주로 해외 대표적 의결권 자문사인 ISS의 반대 권고(ISS Against) 변수를 활용하여 임원선임 및 보수승인(Say on pay)관련 안건의 찬성 득표율에 유의한 영향을 미친다고 보고함(Cai et al., 2009; Malenko and Shen, 2016)

- 일부 연구에서는 보류(Withhold) 투표를 포함하여 의결권 자문사의 부정적 성격의 권고로 분류하기도 함

○ 실제 Proxy Insight에 따르면 2017년 기준 ISS 찬성 권고 대비 일치율은 임원선임 안건의 97.2%, 보수승인 안건은 95.3%로 확인되었으며, 반대 권고를 받은 안건의 찬성 득표율은 각각 78.9%, 67.6%로 낮아짐

□ 먼저 <표 1>에서 연도별 국민연금의 반대 의결권 행사 추이를 기업 및 안건 수 기준으로 제시하였으며 안건 반대율은 주요 안건 유형별로 재정리함

○ 국민연금이 매년 정기주총 시즌에 의결권 행사 내역을 공시한 기업 중 유가증권시장

5) 단, 공정거래법 제11조 2, 3호, 상법 제542조의12 3, 4항에 따라 일부 상정 안건에 대한 의결권 행사를 허용하고 있음

상장 기업만을 대상으로 반대율을 산출함

- 반대율 산정 방식에 따라 통계치의 차이가 발생할 수 있으며, 본 연구에서는 반대 사유공시 정보를 이용하여 기관투자자 측의 견제 의도를 최대한 반영함

○ 전반적으로 민간 기관투자자(<표 6> 참고)에 비해 국민연금의 평균 안건 반대율이 높으며, 스튜어드십 코드 이후 최근 기관투자자의 반대율이 꾸준히 상승하고 있는 것으로 나타남

- 2019년 국민연금의 사전공시 대상 기업에 대한 반대율은 12.39%, 사후공시 대상 기업에 대한 반대율은 16.92%로 확인됨
- 2012년 상법개정 이슈에 따라 정관변경 안건 반대율이 급증하였으며 국민연금은 주주가치 감소를 이유로 해당 안건을 상정한 기업에 대해 일괄 반대 의결권을 행사한 바 있음

○ 안건 유형별로 살펴보면, 국민연금은 최근 이사·감사의 보수한도 관련 안건에 반대 투표를 적극적으로 행사하고 있음

- 참고로 2019년 기준, 코스닥 기업의 경우 정관변경 안건에 대한 국민연금의 반대율이 26.44%로 나타남
- 이는 상대적으로 지배구조가 취약한 코스닥 기업에서 주주가치를 훼손하는 성격의 정관변경 시도가 많이 이루어지는 것으로 해석됨

표 1. 연도별 국민연금의 의결권 행사 현황

(단위: 개사, %)

연도	의결권 행사 대상기업			경영진 제안 안건 반대율				
	기업 수	반대 기업 수	반대비율	전체	재무제표 승인	정관변경	임원선임	보수한도
2012	292	200	68.49%	**13.19%**	0.60%	77.36%	8.10%	1.25%
2013	299	121	40.47%	**9.76%**	1.24%	30.06%	13.19%	0.41%
2014	311	95	30.55%	**6.89%**	1.57%	7.78%	10.70%	0.59%
2015	336	117	34.82%	**8.24%**	1.74%	20.59%	11.64%	0.54%
2016	337	111	32.94%	**10.74%**	1.74%	17.24%	15.99%	2.04%
2017	342	142	41.52%	**11.24%**	4.20%	21.12%	14.06%	5.31%

2018	386	242	62.69%	17.56%	2.70%	18.38%	17.74%	27.39%
2019	383	242	63.19%	15.85%	2.77%	10.54%	14.88%	33.01%

□ 본 연구는 의결권 행사의 적극성 지표로 한국기업지배구조원(KCGS)의 권고 내역과 실제 행사 방향 간의 일치(괴리)율을 활용하였으며 관련 현황을 최초로 제시함

※ 참고로 본 연구의 의결권 행사 권고는 「국민연금의 의결권 행사 세부지침 기준」이 아닌 「KCGS 의결권 행사 가이드라인」에 따라 권고 일치(괴리)율을 산출하였음을 밝히며 관련 해석에 유의바람

① KCGS의 국민연금 의결권 자문은 「국민연금의 의결권 행사 세부지침 기준」에 따라 의결권 행사 권고 서비스를 제공함

② 본 연구에서 사용한 의결권 행사 권고는 「KCGS 의결권 행사 가이드라인」에 따른 자체 의결권 행사 권고안임

- 국민연금의 실제 의결권 행사는 국민연금에 제공하는 자문 권고안(①)에 따르며, KCGS 자체 기준에 따른 권고안(②)과 상이할 수 있음
- KCGS는 의결권 행사 가이드라인을 2012년 3월 최초 제정하고 이후 12월, 2014, 2018, 2019년 총 4회의 수정·보완 작업을 거침

□ 2012년부터 2019년까지의 KCGS 의안 분석 기업 수와 경영진 제안 안건 기준 반대 권고 현황을 분석 대상 표본별로 <표 2>에 제시함

○ 권고 일치(괴리)율 산출시 최종 분석은 유가증권시장 상장 기업으로 한정하였으며 정기 주주총회에 상정된 경영진 제안 안건에 대한 KCGS 권고 내역을 이용함

- 반대 권고율은 안건 수 기준으로 산출하였으며, 전체 안건 수 대비 KCGS 가이드라인에 따라 반대를 권고한 총 안건 수를 의미함
- 반대 기업은 전체 경영진 제안 안건 중 KCGS의 반대 권고가 최소 1건 이상 포함된 기업을 의미함

○ KCGS 전체 의안 분석 대상 기업에 대한 권고 현황(*Panel A.*)을 먼저 제시하였으며, 그 중 국민연금 의결권 행사 내역이 존재하는 기업을 대상으로 권고율 현황을 별도

제시함(*Panel B.*)

– 국민연금 표본이란 KCGS 자체 의결권 가이드라인 기준의 권고 방향과 실제 국민연금의 의결권 행사 방향을 비교할 수 있는 최종 분석 표본을 의미함

표 2. 연도별 KCGS 의결권 행사 권고 현황

(단위: 개사, %)

***Panel A.* 전체 표본**

연도	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
기업 수 (KOSPI)	236	391	324	221	191	204	164	217
반대 기업 수	175	220	221	125	110	116	79	130
반대 기업 비율	74.2%	56.3%	68.2%	56.6%	57.6%	56.9%	48.2%	59.9%
반대 권고율	20.0%	15.6%	21.4%	18.2%	18.3%	18.2%	13.7%	15.2%

***Panel B.* 국민연금 표본**

연도	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
기업 수 (KOSPI)	160	243	211	179	155	173	134	204
반대 기업 수	107	132	138	104	92	97	67	125
반대 기업 비율	66.9%	54.3%	65.4%	58.1%	59.4%	56.1%	50.0%	61.3%
반대 권고율	19.4%	17.4%	22.7%	21.9%	22.8%	19.8%	14.7%	15.0%

주: KCGS 자체 의결권 가이드라인에 따른 권고 내역과 국민연금 의결권 행사 내역이 동시에 존재하는 표본임

□ <그림 2>는 최근 5년간 KCGS 의결권 가이드라인 기준에 따른 경영진 제안 안건 유형별 반대 권고율 추이를 보여줌

○ 임원 선임에 대한 반대 권고율이 지속적으로 높게 관측되며 특히 사외이사, 감사위원, 감사 후보에 대한 반대 권고가 사내이사(기타비상무이사 포함) 후보에 비해 평균적으로 매우 높게 확인됨

– (2019년 KOSPI) 사외이사: 23.0%, 감사위원: 23.5%, 감사: 58.3% > 사내이사: 6.9%

– 사외이사 및 감사기구 구성원은 지배주주, 경영진에 대한 통제기구 역할을 수행한다

는 점에서, 의안분석 시 독립성(이해관계자의 특수관계인 여부) 기준을 보다 엄격하게 적용하고 있음

○ 2019년 이사 보수한도 승인 안건에 대한 반대율 상승은 최근 보수-성과 연동성 및 실지급율 분석을 반영하여 의결권 행사 지침을 보수적으로 개정하면서, 과거에 비해 기준을 미충족한 사례가 급증했기 때문임

○ 재무제표 및 이익배당 승인 안건에 대한 반대 권고율도 증가하였으며, 이는 의안분석 시 과소배당 분류 기준을 엄격하게 적용함에 따른 증가로 해석됨

○ 정관변경 안건에 대한 반대 권고는 유가증권시장 상장 기업에 비해 코스닥 기업에서 더 높은 것으로 조사되었으며, 이는 상대적으로 지배구조가 취약하고 정보 비대칭성이 큰 코스닥 기업에서 주주가치 훼손 또는 주주권을 희석하는 성격의 정관변경을 더 많이 시도하기 때문으로 판단됨

– 반대 사유로 과도한 전환사채 및 신주인수권부사채 발행한도 확대, 서면투표제 폐지, 사외이사 비중 축소, 재무제표 승인주체 변경(이사회 결의), 이사책임감경 조항 도입 등이 있음

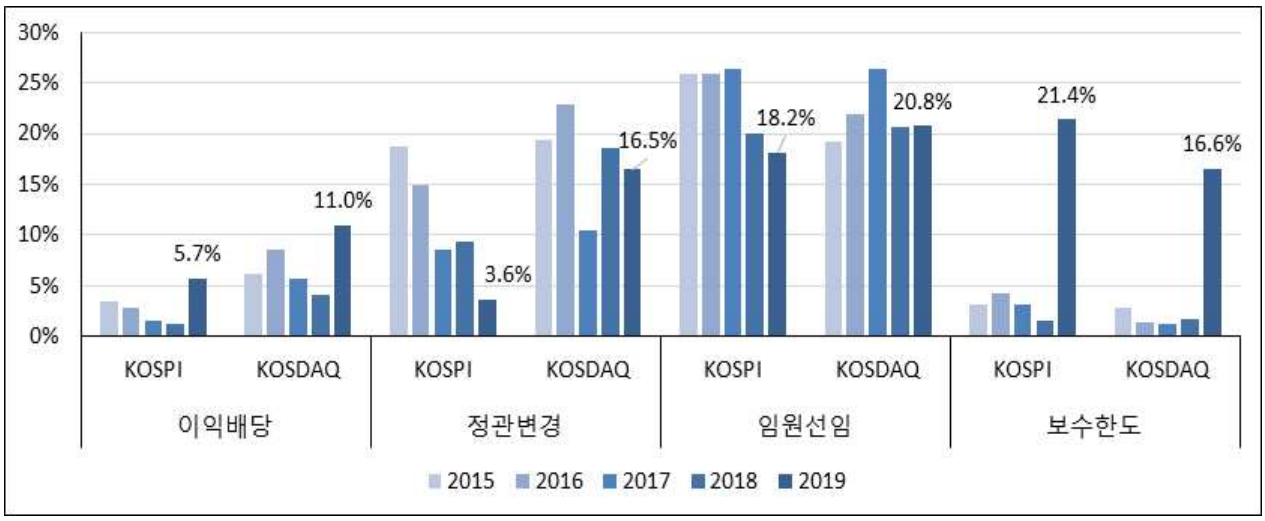


그림 2. 최근 5년간 안건 유형별 KCGS 반대 권고율 추이

□ 본 연구에서는 국민연금의 의결권 행사 방향과 KCGS 권고 간 일치(괴리) 현황을 살펴보고 기관투자자별 반대 의결권 행사 성향을 적극적 또는 소극적 의결권 행사로 분류함

○ 단순 평균 안건 반대율이 아닌 의결권 자문사의 권고와 실제 기관투자자의 의결권 행사 방향 일치(괴리) 여부를 적극성 지표로 추가 활용하는 근거는 다음과 같음

- 다수의 투자대상 기업에 대한 의안 분석을 정기주총 시즌에 집중적으로 수행하는 의결권 자문사의 권고가 보다 전문적·독립적이며 주주가치에 부합하는 방향으로 판단되었을 확률이 높음

○ **권고 일치율**은 반대(권고)→반대(행사), 찬성(권고)→찬성(행사)의 경우를 말하며, 전자는 적극적 반대 의결권 행사로 해석할 수 있음

- KCGS의 반대 권고 대비 실제 기관투자자도 동일한 방향으로 반대 투표한 안건 비율 즉, 반대 기준 일치율이 높을수록 기관투자자의 의결권 행사가 보다 적극적으로 이루어졌다고 판단함

- 기관투자자가 외부 의결권 자문사를 활용하고 권고를 수용하는 절차도 주주권을 행사하는 일련의 과정으로 볼 수 있음

○ **권고 괴리율**은 반대(권고)→찬성(행사), 찬성(권고)→반대(행사)의 경우를 말하며, 전자는 소극적 의결권 행사로 간주되나 후자는 매우 적극적인 반대 의결권 행사로 해석할 수 있음

- KCGS가 찬성 권고로 분류한 안건임에도 불구하고 실제 기관투자자가 반대 투표를 했다면 이러한 경우는 상대적으로 매우 적극적인 의결권 행사로 분류함

- 해당 기관투자자(국민연금 포함) 또는 자문 서비스 계약을 맺은 타 자문사 측 의결권 행사 기준이 KCGS보다 보수적으로 설정되었을 가능성도 존재함[6)]

□ <표 3>은 2012년 한국기업지배구조원(KCGS)이 의결권 자문을 시작한 이후, 권고 방향과 실제 국민연금이 의결권을 행사한 방향 간 일치(괴리) 여부에 대한 현황을 정리함

○ 해당 권고 내역은 국민연금에 제공한 실제 권고 내역과 차이가 존재하며 「KCGS 의결권 행사 가이드라인」에 따른 권고임

- 즉, KCGS 권고와 행사 방향의 괴리가 발생하였더라도 이를 국민연금이 의결권 자문사의 권고를 수용하지 않았다고 해석할 수 없음

○ 해당 통계는 유가증권시장 상장 기업 중 KCGS의 권고 내역과 국민연금의 의결권 행사 내역이 모두 존재하는 기업을 대상으로 함

6) 국내 의결권 자문사 기관으로 서스틴베스트, 대신지배구조연구소, 좋은기업지배구조연구소가 있으며 각 사의 의결권 행사 가이드라인에 따른 권고 방향과 반대 사유에 대한 정보를 공개하고 있음

– 한편, 금융업을 포함한 모든 기업에 대한 권고 일치(괴리)율을 제시하였으며 추후 회귀분석 시에는 금융업에 속한 기업을 제외함

○ 먼저 각 권고–행사 방향 별 안건 및 기업의 연도별 분포는 <표 3>과 같으며, 2019년 기준 권고–행사 간 괴리가 발생한 국민연금의 대상 기업 수는 전체 KCGS 권고 내역이 존재하는 204개사 중 64.7%에 해당함

– 권고–행사 괴리가 발생한 기업 수(③+④)는 권고 및 행사 방향과 무관하게 최소 1건 이상의 권고–행사 간 괴리가 발견된 경우를 의미함

– 찬성(권고)→반대(행사)의 경우 2018년까지 기업 수 기준 70.2%로 꾸준히 상승하였으나 2019년에 40.7%로 감소함

– 반대(권고)→찬성(행사)의 경우 2019년 기업 수 기준 37.3%에 해당하며 표본 기간 내 감소 추세로 나타남

표 3. KCGS 권고와 국민연금 의결권 행사 방향 간 일치(괴리) 현황

(단위: 개사, 건)

연도	안건 수				기업 수		
	① 반대(권고) → 반대(행사)	② 찬성(권고) → 찬성(행사)	③ 찬성(권고) → 반대(행사)	④ 반대(권고) → 찬성(행사)	③ 찬성(권고) → 반대(행사)	④ 반대(권고) → 찬성(행사)	③+④ 권고–행사 괴리
2012	147	1,093	163	138	61	105	126
2013	129	1,375	192	199	128	124	179
2014	103	1,189	137	289	118	136	177
2015	94	1,083	85	176	108	101	143
2016	79	971	65	162	97	87	131
2017	88	1,069	97	172	108	96	140
2018	50	784	105	93	94	63	114
2019	103	1,199	120	127	83	76	132

주: ③과 ④의 경우에 해당하는 안건은 동일 기업에서 중복 관측될 수 있으므로 기업 수의 합(③+④)이 정확히 일치하지 아니함(즉, 최소 1건의 권고–행사 간 괴리 안건이 존재하는 기업 수를 ③+④에 기재함)

□ <그림 3>과 <그림 4>에서는 안건 수 기준으로 KCGS 권고 대비 국민연금 행사 방향의 일치율과 괴리율을 연도별로 보여줌

○ 최근 권고-행사 일치율(①+②)은 증가하였으며 권고-행사 괴리율(③+④)은 감소함

○ 권고 일치율을 반대 기준 일치율(①)과 찬성 기준 일치율(②)로 나누어 살펴본 결과, KCGS의 찬성 권고 대비 국민연금의 행사 방향 일치율은 평균 90.2% 수준으로 높게 나타남

○ 반대 의결권 행사의 적극성 지표로 분류한 반대 권고 기준 일치율(①)과 KCGS의 찬성 권고 대비 국민연금의 반대 행사 괴리율(③)은 모두 2017년부터 점차 증가하는 추세로 확인됨

- 2016년 12월 국내 스튜어드십 코드가 도입된 직후인 2017년 첫 정기주총 시점부터 국민연금의 반대 의결권 행사가 상대적으로 적극 이행되었다고 해석 가능함

○ 소극적 의결권 행사로 분류되는 KCGS의 반대 권고 대비 국민연금의 찬성 행사 괴리율(④)은 최근 감소 추세로 나타남

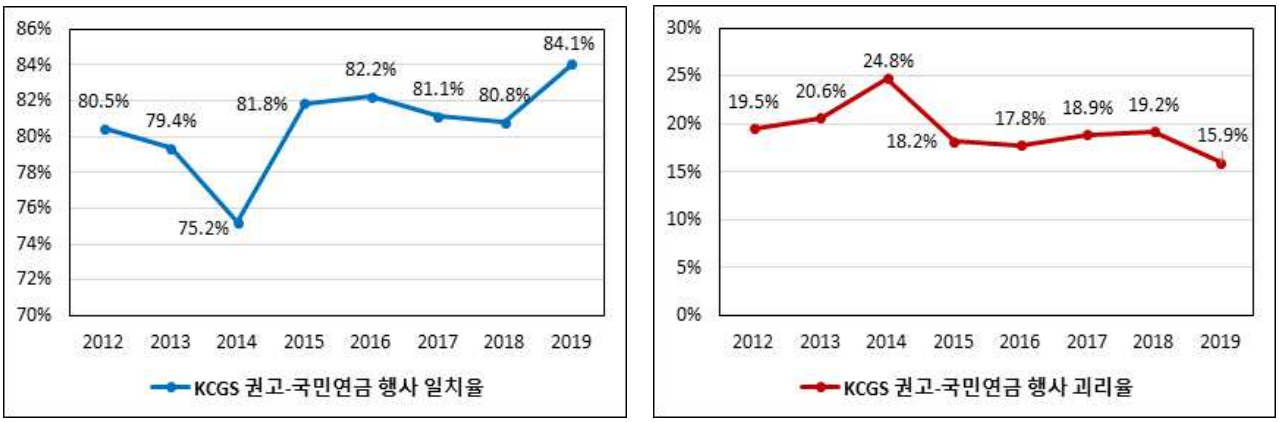
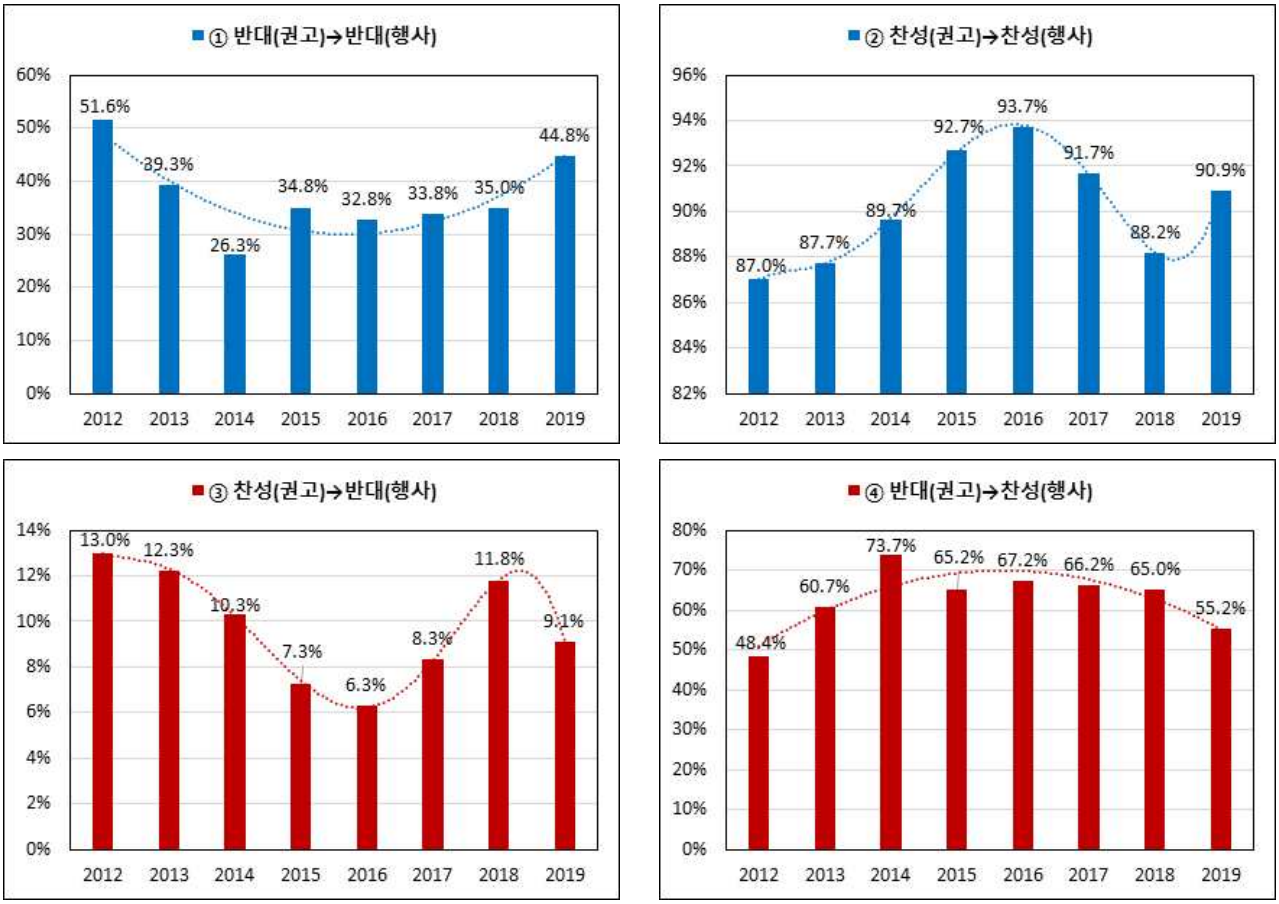


그림 3. KCGS 권고 vs. 국민연금 의결권 행사 일치(괴리)율 추이



주: * 점선은 추세선을 의미하며 각 유형별 y축의 단위는 상이함

그림 4. 유형별 KCGS 권고 vs. 국민연금 의결권 행사 일치(괴리)율 추이

□ <표 4>는 2019년 기준 안건 유형별로 국민연금의 권고-행사 일치(괴리) 여부에 따른 안건 분포를 제시함

○ 국민연금의 반대 행사 안건과 KCGS의 반대 권고 안건의 유형별 분포를 살펴보면, 사외이사(감사위원) 선임과 이사·감사 보수한도에 대한 반대 안건이 상대적으로 높은 비중을 차지함

○ 반대 의결권 행사의 적극성 지표로 분류한 반대 권고 기준 일치율(①)은 정관변경, 감사 선임, 임원퇴직금 규정 안건에서 높게 나타나고 있음

– 상대적으로 재무제표 승인 및 이익배당 안건과 이사 후보에 대한 국민연금의 반대 투표가 KCGS의 반대 권고에 비해 소극적으로 행사되고 있는 것으로 확인됨

○ KCGS의 찬성 권고 대비 국민연금의 반대 행사 괴리율(③)은 임원 보수한도 안건에서

30.3%로 가장 높게 나타남

– 국민연금이 반대 행사한 총 안건 중 정관변경, 사내이사 선임, 임원 보수한도 안건의 경우 KCGS의 권고가 찬성임에도 불구하고 실제 적극적으로 반대 행사한 비중이 높음

– 이는 해당 이슈에 대해 국민연금의 의결권 행사 판단 기준이 KCGS의 권고 기준보다 다소 엄격하게 적용되기 때문으로 해석됨

- 사내이사 선임의 경우, 17건 중 1건을 제외하고 모두 과도한 겸임을 반대 사유로 제시하고 있어 국민연금의 과도한 겸임에 대한 판단 기준이 보수적으로 설정되었을 것으로 예측됨
- 또한 임원 보수한도의 경우, 2018년부터 국민연금의 보수한도 안건 반대율이 급증하였다는 점을 고려할 때 해당 지침이 보완됨에 따라 임원 보수에 대한 적극적인 견제가 이루어진 것으로 판단됨

표 4. 안건 유형별 KCGS 권고 vs. 국민연금 의결권 행사 분포 및 일치(괴리)율

	재무제표 승인	정관 변경	사내 이사	사외 이사	감사 위원	감사	보수 한도	주식 매수 선택권	임원 퇴직금지 급규정	합
반대 행사(안건 수)	2	21	23	52	32	4	83	1	5	223
유형별 분포	0.9%	9.4%	10.3%	23.3%	14.3%	1.8%	37.2%	0.4%	2.2%	
반대 권고(안건 수)	12	7	11	68	54	5	56	11	6	230
유형별 분포	5.2%	3.0%	4.8%	29.6%	23.5%	2.2%	24.3%	4.8%	2.6%	
① 반대(권고) → 반대(행사)	1	7	6	37	18	4	24	1	5	103
유형별 분포	1.0%	6.8%	5.8%	35.9%	17.5%	3.9%	23.3%	1.0%	4.9%	
①/반대 행사	50.0%	33.3%	26.1%	71.2%	56.3%	100.0%	28.9%	100.0%	100.0%	46.2%
① 일치율	8.3%	100.0%	54.5%	54.4%	33.3%	80.0%	42.9%	9.1%	83.3%	44.8%
③ 찬성(권고) → 반대(행사)	1	14	17	15	14	0	59	0	0	120
유형별 분포	0.8%	11.7%	14.2%	12.5%	11.7%	0.0%	49.2%	0.0%	0.0%	
③/반대 행사	50.0%	66.7%	73.9%	28.8%	43.8%	0.0%	71.1%	0.0%	0.0%	53.8%
③ 괴리율	0.5%	6.2%	6.7%	6.2%	7.6%	0.0%	30.3%	0.0%	0.0%	9.1%

주: KCGS 권고(미권고 제외)와 국민연금 의결권 행사 내역(기권 제외) 모두 존재하는 안건에 대한 통계임
주: 기타비상무이사 후보는 사내이사 선임 안건에 포함됨

□ 추가로 2019년 국민연금의 사전공시 여부[7]에 따른 권고 일치(괴리)율을 <표 5>에 제시함

○ 사전공시 대상 기업에서의 권고 일치율이 사후공시 대상 기업에 비해 모든 방향에서 높게 확인됨

– 특히, 국민연금이 대량 보유한 기업이거나 전문위에 상정된 중대한 사안인 경우 KCGS의 반대 권고 기준 일치율(①)이 상대적으로 높아 KCGS 의결권 가이드라인 기준으로 볼 때 반대 의결권이 적극 행사된 것으로 해석됨

○ 기관투자자의 의결권 행사내역 사전공시는 현재 자발적 공시(voluntary disclosure)이지만, 최대 연기금인 국민연금의 시장 영향력과 지분 수준 등을 고려할 때 국민연금의 의결권 사전공시는 사실상 의무적 보고의 성격을 지님

– 먼저 국민연금의 보유지분율이 높은 사전공시 대상기업 즉, 상대적으로 분산된 소유구조 형태의 기업은 반대 의결권 행사가 실제 안건의 가부에 영향력을 미칠 수도 있다는 점에서 국민연금 입장에서 부담으로 작용할 수 있음

– 또한 국민연금이 주주총회 개최 전에 특정 안건에 대한 반대 행사를 사전 예고할 경우, 다른 주주들의 의결권 행사 결정에도 영향을 미칠 가능성이 존재함

– 결과적으로 사전공시 대상 기업에 상정된 부정적(negative) 성격의 안건에 대해서는 반대 의결권 행사를 회피하지 않고 적극 이행할 유인이 더 크게 작용하기 때문에 반대 권고 기준 일치율(①)이 높게 나타나는 것으로 판단됨

○ 또 다른 적극적 반대 의결권 행사 지표인 KCGS의 찬성 권고 대비 국민연금의 반대 행사 괴리율(③)은 사후공시 대상 기업에서 보다 유의적으로 높게 나타남

– 사후공시 대상 기업은 특성상 상대적으로 지배주주 지분율이 높으며 국민연금 보유 지분율이 낮은 기업에 해당함

– 따라서 국민연금은 지배주주 지분율이 높은 기업에 대해서는 오히려 KCGS의 의결권 가이드라인보다 보수적인 기준으로 안건을 판단하여, 매우 적극적인 반대 투표를

7) 2019년 국민연금의 사전공시 대상 기업과 구체적 의미에 대해서는 본 연구진의 선행 보고서인 “국민연금의 의결권 행사 사전공시가 기업가치에 미치는 영향(2019. 10. 21.)”을 참고바람

할 가능성이 있음을 보여줌

- 단, 소극적 의결권 행사로 분류되는 KCGS의 반대 권고 기준 괴리율(④)도 동시에 높게 나타남

□ 종합하면, 국민연금은 반대 의결권 행사의 부담이 크고 상대적으로 분산된 소유구조를 지닌 사전공시 대상 기업에 대해서는 취약한 지배구조를 견제할 유인이 보다 크게 작용하므로 반대 권고 기준 일치율이 높게 나타남

○ 부정적 안건[8]에 대한 견제는 충실히 하되, 소유구조에 따른 부담을 고려하여 찬성 권고 안건임에도 불구하고 매우 적극적으로 반대 의결권 행사를 취할 확률은 낮음

○ 반면, 지배주주 지분율이 높아 부결로 이어질 부담이 낮은 사후공시 대상 기업에 대해서는 지배구조 견제 유인보다 소유구조에 대한 유인이 더 크게 작용하는 것으로 해석됨

- KCGS에서 부정적 성격으로 반대를 권고한 안건에 대한 국민연금의 반대 행사 일치율은 낮지만, 집중된 소유구조를 지닌 기업에 대해서는 전략적으로 적극적 주주권 행사를 취할 가능성이 있음

- Marquardt et al.(2018)은 내부 지분율이 높을수록 경영진에 우호적인 투표 결과로 이어질 확률이 높으나, 외부 투자자들이 문제성 안건에 대해 전략적 투표(strategic voting)를 하면 대리인 문제를 완화시킬 수 있다고 언급함

표 5. 2019년 KCGS 권고 vs. 국민연금 의결권 행사 일치(괴리)율

	KCGS 권고 일치율	① 반대(권고) → 반대(행사)	② 찬성(권고) → 찬성(행사)
사전공시 대상	**86.7%**	**47.6%**	**93.7%**
사후공시 대상	82.6%	43.2%	89.4%
	KCGS 권고 괴리율	③ 찬성(권고) → 반대(행사)	④ 반대(권고) → 찬성(행사)
사전공시 대상	13.3%	6.3%	52.4%
사후공시 대상	**17.4%**	**10.6%**	**56.8%**

8) 부정적 안건은 KCGS에서 반대를 권고한 안건을 의미하며 해당 안건을 상정한 기업은 상대적으로 지배구조가 취약함, 2019년 기준 반대 권고를 최소 1건 이상 받은 기업의 전년도 지배구조 평가점수(1점 만점 환산)는 0.314, 반대 권고를 받지 않은 기업은 0.377로 확인됨(사전공시 대상: 0.336 < 0.427, 사후공시 대상: 0.304 < 0.333)

2. 민간 기관투자자의 의결권 행사 적극성

□ 먼저 <표 6>에서 연도별 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 추이를 기업 및 안건 수 기준으로 제시하였으며 평균 안건 반대율은 주요 안건 유형별로 재정리함

○ 전반적으로 민간 기관투자자의 적극적 의결권 행사 비율은 저조한 편이나, 최근 민간 기관투자자의 반대율이 꾸준히 상승하고 있는 것으로 나타남

○ 안건 유형별로 살펴보면, 국내 민간 기관투자자는 정관변경과 임원선임 안건에 대한 반대율이 상대적으로 높게 나타남

– 국내 스튜어드십 코드 도입 이후, 의결권 행사 내역을 공시한 민간 기관투자자(자산운용사, 보험사, 증권사, 은행 등)의 수도 증가한 것으로 확인됨

– 그러나 2018년 기준 평균 안건 반대율이 10% 이상인 민간 기관투자자는 6개사에 그침

– 즉, 적극적 주주권 행사를 이행하는 소수의 기관투자자를 제외하면 여전히 형식적인 수준에서 의결권 투표가 이루어지고 있는 것으로 판단됨

표 6. 연도별 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황

(단위: 개사, %)

연도	기관투자자 수	의결권 행사 대상기업			경영진 제안 안건 반대율				
		기업 수	반대 기업 수	반대비율	전체	재무제표 승인	정관변경	임원선임	보수한도
2012	83	240	18	7.5%	**0.08%**	0.13%	0.61%	0.00%	0.04%
2013	84	249	29	11.6%	**0.11%**	0.19%	0.49%	0.00%	0.25%
2014	81	287	50	17.4%	**1.00%**	0.21%	1.33%	1.11%	0.71%
2015	88	326	76	23.3%	**1.35%**	0.31%	4.28%	1.26%	1.51%
2016	82	332	83	25.0%	**1.36%**	0.22%	1.78%	1.53%	1.28%
2017	106	333	101	30.3%	**2.29%**	0.52%	3.70%	2.58%	2.11%
2018	124	380	145	38.2%	**3.13%**	0.80%	5.63%	3.37%	1.77%

□ 참고로 국내 기업 특성을 고려할 때, 민간 기관투자자의 의결권 행사의 적극성을 제약하는 요인으로 기관투자자와 대상 기업 간 거래 또는 이해관계(business tie) 문제가 가장 큰 요인으로 지적되고 있음

○ 따라서 동일 기업집단 소속[9] 또는 동일 금융그룹 계열사에 대한 기관투자자의 반대율과 기업의 IPO 시 주관사 또는 주거래 은행과 동일한 금융 계열에 속할 경우에 대하여 각각 민간 기관투자자의 해당 기업에 대한 안건 반대율을 전수 조사함

○ 2012년부터 2018년까지 동일 기업집단 소속 또는 동일 금융그룹 계열사에 대한 기관투자자의 반대율은 0%(총 1,852건 중 반대 0건)로 집계되었으며, 주관사 또는 주거래 은행과 같이 거래관계가 있는 기관투자자의 반대율은 평균 1.36%(총 6,330건 중 반대 61건)에 불과한 것으로 확인됨

○ 이처럼 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사는 동일 계열 또는 거래관계에 놓여있는 경우 더욱 소극적으로 수행되는 것으로 판단됨

□ 마지막으로 <표 7>에 국민연금을 제외한 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 현황을 주요 적극성 지표 중심으로 정리함

○ 국민연금을 제외한 국내 연기금(공무원연금, 사학연금)과 의결권 행사 내역을 공시한 모든 민간 기관투자자를 대상으로 조사하였으며 연도별 상위 5개사의 현황을 제시함

– 민간 기관투자자의 경우, 반대 의결권 행사 비율 및 대상 기업 수의 분포가 일부 상위 기관투자자에 치우친 경향이 있다는 점을 고려하여 각 지표의 순위에 해당하는 개별 기관투자자의 정보를 보여줌

○ 반대율 및 권고 일치(괴리)율 통계는 유가증권시장 상장 기업의 정기주주총회에 상정된 경영진 제안 안건에 대해 산출함

– 안건 반대율 산출 시, 연계 또는 경선 성격의 사유로 일괄 반대 투표의사를 밝힌 경우는 해당 개별 안건을 반대 타겟으로 하지 않는다는 점을 고려하여 이를 제외함

• 메리츠자산운용은 묶음안건에 대해 ‘일괄상정으로 인한 주주권 침해’를 사유로 모두 반대의견을 제시하고 있음[10]

9) 다만 국내 상호출자제한 기업집단을 대상으로 금융·보험사의 동일 계열사 주식에 대한 의결권 행사를 제한하는 제도가 시행되고 있으며 예외 조항에 따라 일부 의결권 행사를 허용하고 있음

10) 연계안건에 대한 일괄 반대표를 반영하면 메리츠자산운용의 반대율은 (2016년): 27.01% → (2017년): 17.68%

- 밸류파트너스자산운용은 배당 및 주주환원 관련 주주활동에 집중하고 있으며, 특히 저배당 기업에 상정된 안건은 '주주이익에 반하는 사항에 대하여 반대'를 사유로 일괄 반대표를 행사하고 있음

□ 민간 기관투자자의 평균 반대율이 약 1~3% 수준임을 고려하면, 적극적 주주활동을 이행하는 소수 기관투자자에 의한 국내 반대 의결권 행사가 편중된 것으로 확인됨

○ 한국 스튜어드십 코드를 도입한 민간 기관투자자의 의결권 행사 적극성 지표가 대부분 상위에 분포됨

○ 안건 반대율과 반대 권고 기준 일치율(①) 변수에 따르면 공무원연금공단의 주주권 행사가 지속적으로 적극 이행되고 있는 것으로 확인됨

○ KCGS의 찬성 권고 대비 행사 괴리율(③)은 주로 외국계 기관투자자에서 높게 나타남

○ 투자대상 기업과의 거래 또는 계열관계 등 이해상충 문제가 제기되는 국내 기관투자자에 비해 상대적으로 반대 행사에 부담이 덜한 외국계 기관투자자가 보다 적극적으로 반대 투표할 확률이 높은 것으로 해석됨

표 7. 국내 기관투자자의 안건 반대율 및 KCGS 권고 일치(괴리)율 현황: Top 5

Panel A. **안건 반대율**

순위	2016년		2017년		2018년	
1	**트러스톤자산운용**	10.89%	공무원연금공단	19.30%	공무원연금공단	18.02%
2	공무원연금공단	10.09%	**삼성자산운용**	15.66%	**밸류파트너스자산운용**	15.79%
3	슈로더투자신탁운용	10.00%	**트러스톤자산운용**	10.45%	제이피모간자산운용코리아	15.38%
4	제이피모간자산운용코리아	7.81%	하나생명보험	9.71%	**베어링자산운용**	10.92%
5	**메리츠자산운용**	7.79%	**라자드코리아자산운용**	9.13%	**대신자산운용**	10.84%

→ (2018년): 26.07%로 매우 높은 편임

Panel B. KCGS 반대 권고 기준 일치율: ① 반대(권고) → 반대(행사)

순위	2016년		2017년		2018년	
1	**트러스톤자산운용**	60.81%	공무원연금공단	90.91%	공무원연금공단	83.67%
2	공무원연금공단	31.43%	**삼성자산운용**	73.39%	**미래에셋자산운용**	57.27%
3	**메리츠자산운용**	28.85%	하나생명보험	50.00%	**삼성액티브자산운용**	52.94%
4	**KTB자산운용**	22.22%	**트러스톤자산운용**	47.89%	**삼성자산운용**	46.32%
5	**라자드코리아자산운용**	21.57%	**삼성액티브자산운용**	21.74%	미래에셋펀드서비스	44.74%

Panel C. KCGS 찬성 권고 기준 괴리율: ③ 찬성(권고) → 반대(행사)

순위	2016년		2017년		2018년	
1	제이피모간자산운용코리아	10.34%	**라자드코리아자산운용**	8.39%	제이피모간자산운용코리아	15.38%
2	슈로더투자신탁운용	10.00%	**이스트스프링자산운용코리아**	7.69%	**베어링자산운용**	10.22%
3	**라자드코리아자산운용**	5.66%	**메리츠자산운용**	3.78%	**동양자산운용**	9.72%
4	**메리츠자산운용**	5.39%	메트라이프생명보험	3.47%	**라자드코리아자산운용**	8.84%
5	메트라이프생명보험	3.04%	**베어링자산운용**	3.33%	**이스트스프링자산운용코리아**	6.25%

주: 굵은 글씨는 2019년 말 기준 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자임
주: 음영은 안건 반대율이 해당연도 기준 Top 5 순위에 속하는 기관투자자를 의미함

□ <그림 5>는 위 적극성 측면(안건 반대율, 권고 일치(괴리)율)에서 최근 반대 의결권을 적극 행사하고 있다고 평가되는 대표 기관투자자(국민연금 제외) 3개사의 연도별 지표 추이를 제시함

○ 국민연금이 전체 국내 기관투자자 중 차지하는 의결권 행사 적극성 지표의 순위는 다음과 같음

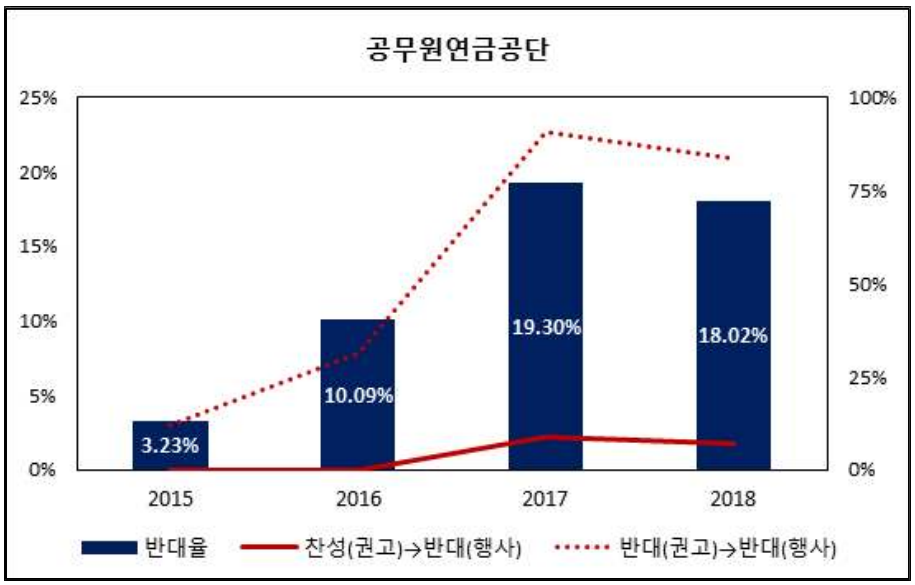
- *A.* (2015년): 2위 → (2016년): 2위 → (2017년): 3위 → (2018년): 2위
- *B.* (2015년): 2위 → (2016년): 3위 → (2017년): 5위 → (2018년): 8위
- *C.* (2015년): 8위 → (2016년): 5위 → (2017년): 4위 → (2018년): 2위

○ 다만 본 연구진은 KCGS 권고를 합리적인 의견 방향의 기준으로 가정하였으나, 각 기관투자자별 투자대상 기업 수[11]와 해당 의결권 자문사의 권고 기준이 상이하다는 점을 고려하여 해석해야 함

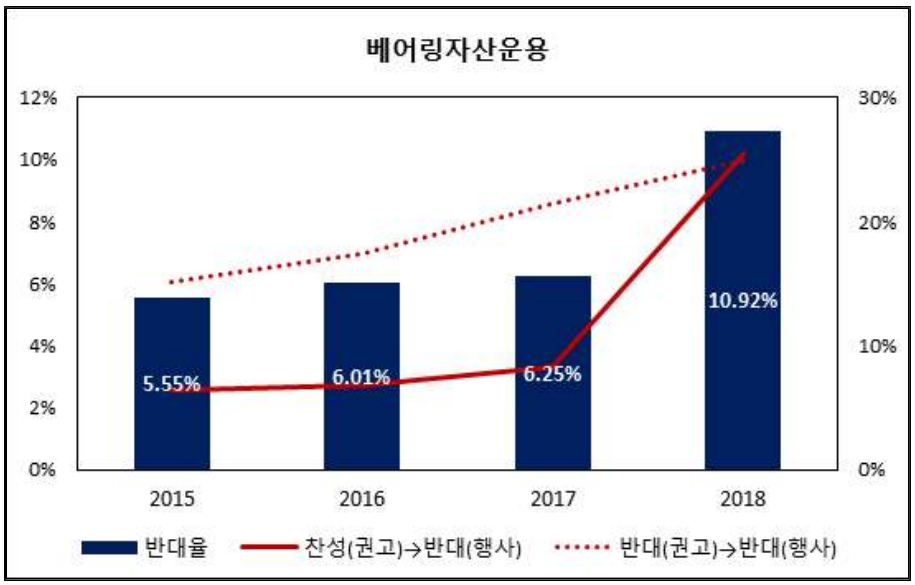
11) 해석의 편의(bias)를 고려하여 의결권 행사 대상 기업 수가 최소 20개사 이상인 기관투자자를 대상으로 순위를 제시함

– 포트폴리오 내 기업들의 지배구조 특성도 다르므로 부정적 성격의 상정 안건 비중과 반대율 수치 역시 기관투자자별로 차이가 존재하게 됨

– 따라서 국내 스튜어드십 코드 도입 전후 2년 기간의 의결권 행사 적극성 비교 및 관련 지표의 증가 추세를 확인하는데 의미가 있음



주: 반대율과 찬성 권고 괴리율은 y축(좌), 반대 권고 일치율(점선)은 y축(우) 기준임



주: 반대율과 찬성 권고 괴리율은 y축(좌), 반대 권고 일치율(점선)은 y축(우) 기준임



주: 반대율과 찬성 권고 괴리율은 y축(좌), 반대 권고 일치율(점선)은 y축(우) 기준임

그림 5. 국내 기관투자자의 의결권 행사 적극성 지표 추이

Ⅲ 국내 기업의 소유구조 현황

□ 본 연구에서는 기업의 소유구조(ownership structure)에 따른 기관투자자의 의결권 행사 적극성 수준을 비교하고자 함

○ 기관투자자(국민연금, 국내 민간 기관투자자)와 지배주주 지분율을 중심으로 분석함

□ 2012년부터 2018년까지 국민연금을 포함한 국내 기관투자자의 의결권 행사 내역이 존재하는 유가증권시장 상장 기업을 대상으로 분석함

○ 재무정보 및 지분율 자료가 존재하고 금융업이 아닌 12월 결산법인으로 최종 표본을 구성함

– 국민연금: 2,255개, 민간 기관투자자: 2,104개, 전체: 2,561개(firm-year)

– 지배주주 지분율 및 국민연금(민간 기관투자자)의 보유지분율은 3월 주총 시점 전인 전기(t-1) 말 기준 지분율을 사용함[12)]

□ 실증분석에 앞서, 국내 기업의 소유구조 중 외부 기관투자자(outsider)와 내부 지배주주(insider)에 초점을 맞춰 각각의 지분 보유 현황을 제시함

1. 국민연금의 국내 상장기업 보유 현황

□ 먼저 실제 의결권 행사가 이루어진 국내 유가증권시장 상장기업의 기관투자자 지분율

12) 국민연금 지분율은 기금운용본부에서 공시하는 국내주식 투자종목 내역과 주식 대량보유 내역(분기공시)을 활용하였으며, 민간 기관투자자 지분율은 5% 이상 주식 소유현황 자료 및 대량보유상황 보고서(기말 기준 최근일) 등을 참조하여 비교 반영함

분포는 다음과 같음

□ <표 8>은 국민연금 지분율 분포를 연도별로 정리하였으며 1, 2, 3대주주 여부와 5%, 10% 이상인 기업 수를 제시함

○ 국민연금이 경영진 제안 안건에 대해 의결권 행사를 한 기업 중 5% 이상 지분을 보유한 기업 비중은 점차 증가하고 있음(평균 55.9%)

○ 이는 국민연금의 의결권 행사 내역이 존재하는 본 연구의 최종 표본을 대상으로 제시한 현황이며, 전체 상장기업으로 확장하여 추가 현황을 정리함

표 8. 연도별 국민연금 지분율 분포 현황

(단위: 개사, %)

연도	최대주주	2대주주	3대주주	5% 이상	10% 이상	전체 기업 수
2012	10 (3.5)	56 (19.4)	27 (9.4)	123 (42.7)	1 (0.3)	288
2013	12 (4.1)	64 (21.6)	43 (14.5)	152 (51.4)	30 (10.1)	296
2014	11 (3.6)	76 (24.8)	47 (15.3)	170 (55.4)	45 (14.7)	307
2015	12 (3.6)	86 (25.8)	53 (15.9)	183 (55.0)	63 (18.9)	333
2016	13 (3.9)	98 (29.3)	56 (16.7)	206 (61.5)	62 (18.5)	335
2017	13 (3.8)	121 (35.6)	42 (12.4)	211 (62.1)	81 (23.8)	340
2018	14 (3.9)	126 (35.4)	45 (12.6)	215 (60.4)	68 (19.1)	356
전체	85 (3.8)	627 (27.8)	313 (13.9)	1,260 (55.9)	350 (15.5)	2,255

주: 괄호 안의 수치는 국민연금이 의결권을 행사한 연도별 전체 기업 수에서 해당 기업 수가 차지하는 비율(%)을 의미함

□ 전체 상장기업 표본[13]에서 2018년 말 국민연금이 보유한 기업은 총 669개사(34.6%)이며 5% 이상 보유한 기업은 258개사(13.4%)로 확인됨

○ <그림 6>과 같이 전체 상장기업 중 국민연금이 5% 이상 보유한 기업 수와 비중은 점차 증가하는 추세임

– 2018년 국민연금이 보유한 코스피 기업은 412개사(58.3%)이며 5% 이상 보유한 기업은 222개사(31.4%)임

13) 금융업이 아닌 12월 결산법인이 분석 표본이며, 2018년 말 국민연금이 보유한 전체 상장기업 수는 총 716개사(코스피 비금융업: 418개사, 코스닥 비금융업: 259개사, 금융업: 39개사)임

– 2018년 국민연금이 보유한 코스닥 기업은 257개사(21.0%)이며 5% 이상 보유한 기업은 36개사(2.9%)임

○ 또한 국민연금은 2018년 전체 투자대상 중 38.6%의 상장기업에 대해 5% 이상의 지분을 보유하고 있으며, 특히 코스피 기업에서 5% 이상 보유 기업이 차지하는 비중은 53.9%로 높게 확인됨

– 자본시장법 제147조에 따르면 투자자가 상장기업의 5% 이상 지분을 보유하는 경우 이를 대량보유로 규정하고 주식의 대량 보유상황, 목적의 변동내용을 5일 이내 공시하도록 하는 보고의무 즉, 5% rule을 적용하고 있음[14)]

– 만약 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유(blockholder)하고 있다면, 주주권을 행사할 때 해당 기업의 의사결정에 실질적인 영향력을 미칠 수 있는 위치에 있다고 간주할 수 있음

– 따라서 경영권 영향 목적이 있는 안건에 대한 투표나 관련 사안의 포괄적 주주활동을 이행할 때는 기관투자자 측도 보다 신중하게 접근할 필요가 있음

(단위: 개사, %)

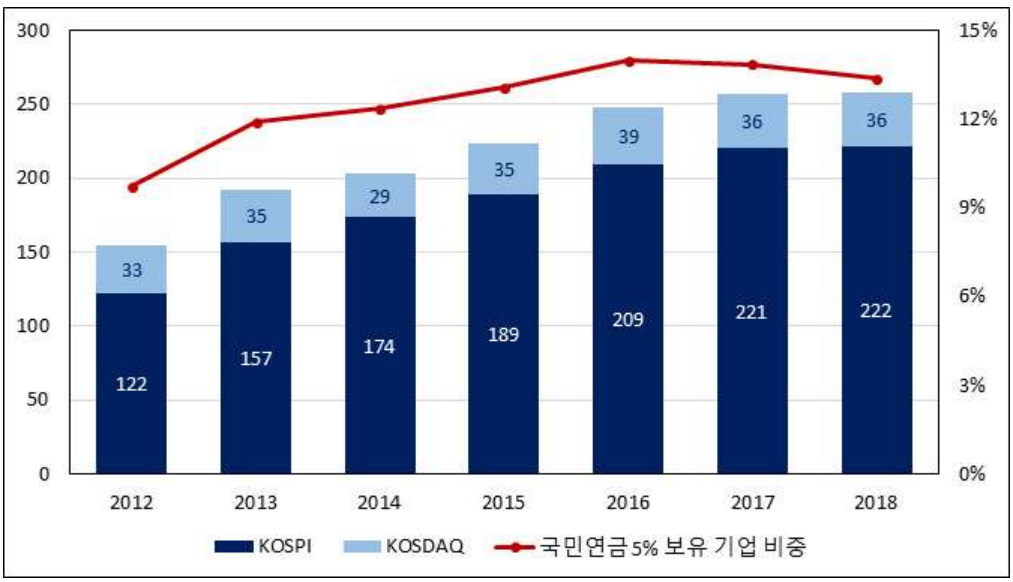


그림 6. 국내 전체 상장 기업에 대한 국민연금의 5% 이상 보유 현황

14) 최근 기관투자자의 적극적 주주활동을 장려하고자 정부에서는 5% rule의 완화(자본시장법 및 상법 시행령 개정안)를 예고하였으며, 추후 보고의무의 차등화 기준이 되는 '경영권(control right)'과'사실상 영향력 행사'에 대한 정의 및 범위의 명확화가 핵심 쟁점일 것으로 판단됨

□ 이처럼 국내 상장기업에 대한 국민연금의 영향력 증대는 앞에서 살펴본 보유지분과 경영진 제안 안건 반대율 추이를 통해 확인할 수 있음

□ 다만 국민연금의 주주권 행사와 관련하여 일부에서 제기하는 과도한 경영권 개입 및 관치 논란에 대한 의문을 해소하고자, 본 연구진은 소유구조와 지배구조 수준에 따른 국민연금의 반대 의결권 행사 패턴을 분석하여 그 결과를 통해 답변하고자 함

○ 실제 주주총회에서 기관투자자의 반대 의결권 행사가 유의미한 영향(지배)력을 발휘하려면 우선 기업의 소유구조 즉, 기관투자자와 지배주주 간 지분구조와 밀접한 관련이 있을 것으로 예상됨

○ 따라서 기관투자자와 지배주주 간 상대적 지분구조를 고려하여 지배주주와 국민연금(기관투자자)의 지분율 차이 변수를 사용함

– 지배주주–국민연금 지분율 괴리는 지배주주 지분율에서 국민연금이 보유한 지분율을 차감한 값임

– 지배주주 지분율을 내부 지분율(insider ownership), 국민연금 지분율을 외부 지분율(outsider ownership)로 각각 구분할 수 있음

– 따라서 지배주주–국민연금 지분율 괴리가 클수록 집중된 소유구조, 작을수록 분산된 소유구조를 지닌 기업으로 해석할 수 있음

□ <그림 7>과 <그림 8>은 각각 국민연금 지분율의 5% 이상 여부에 따른 지배주주 지분율과 지배주주–국민연금 지분율 괴리 변수 각각의 분포를 백분율로 보여줌

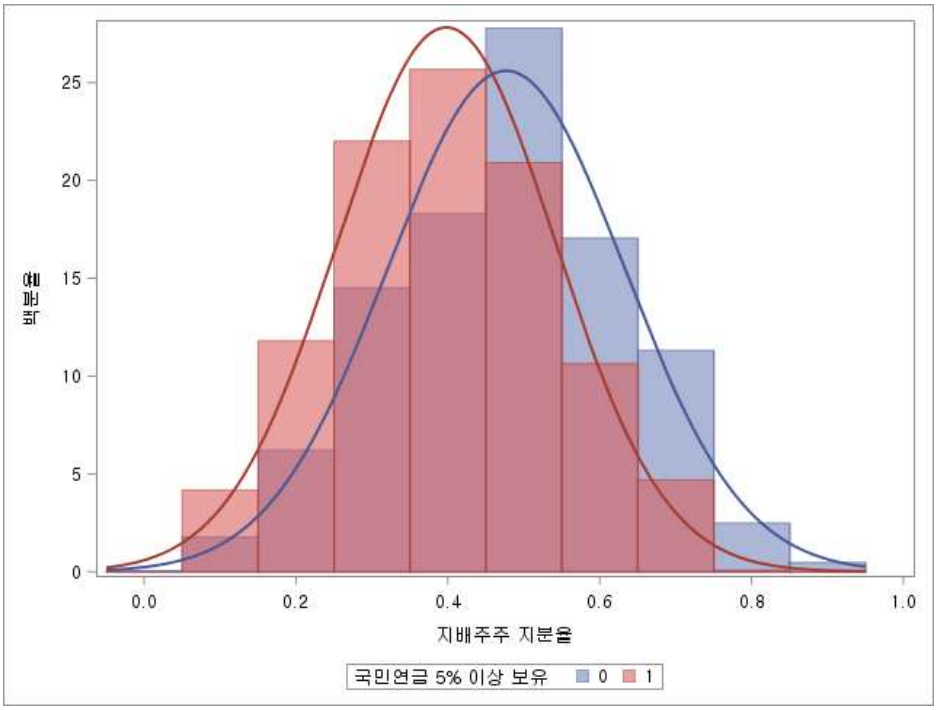
○ 국민연금이 5% 이상 보유한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 지배주주 지분율과 지배주주–국민연금 지분율 괴리 변수 모두 상대적으로 낮은 수준에 분포되어 있으며 각 변수의 평균은 다음과 같음

- **지배주주 지분율**

  국민연금 5% 이상 보유: 0.398 < 5% 미만: 0.477

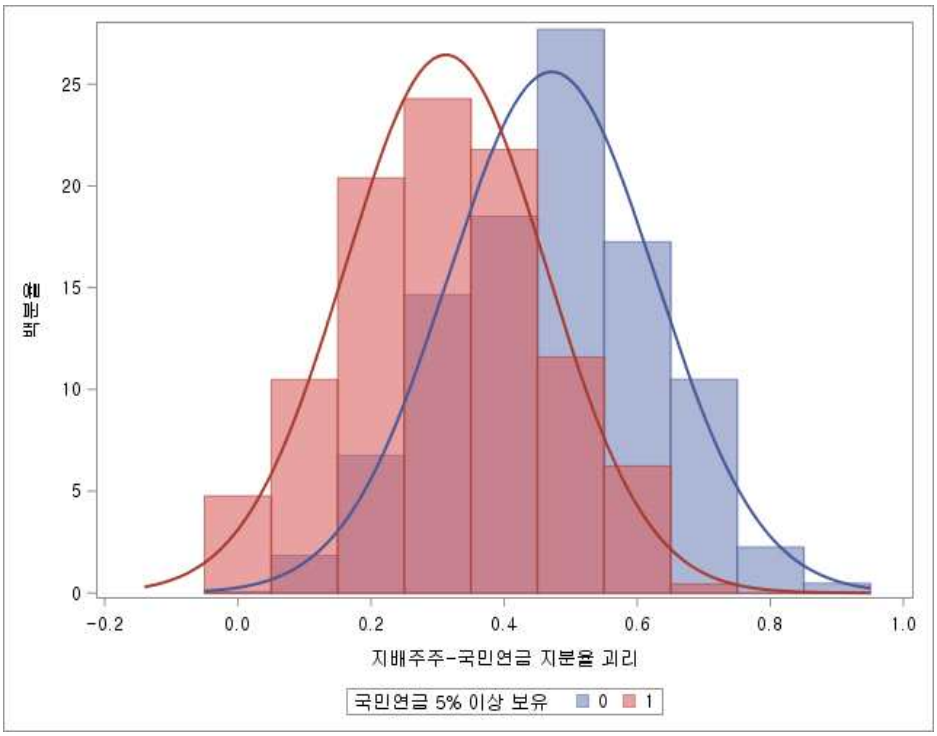
- **지배주주–국민연금 지분율 괴리**

  국민연금 5% 이상 보유: 0.312 < 5% 미만: 0.472



주: 빨간색은 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 지분율 분포를 나타내며,
파란색은 나머지 기업의 지분율 분포를 나타냄

그림 7. 국민연금 5% 이상 지분 보유에 따른 지배주주 지분율 분포



주: 빨간색은 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 지분율 분포를 나타내며,
파란색은 나머지 기업의 지분율 분포를 나타냄

그림 8. 국민연금 5% 이상 지분 보유에 따른 지배주주-국민연금 지분율 괴리 분포

□ <표 9>에서는 2018년 말 기준의 지배주주와 국민연금 보유지분 구간별 표본 수를 정리함

○ 국민연금의 지분율이 5% 이상이면서 지배주주 지분율이 상대적으로 낮은(20% 이하) 11개사 중 국민연금이 최대주주인 4개사를 제외한 기업명은 다음과 같음

- ㈜엔씨소프트, ㈜한솔케미칼, ㈜하나투어, ㈜호텔신라, ㈜유한양행, ㈜DB하이텍, 대덕전자㈜[15)]

– 위 투자기업 중 2019년 3월 정기주총에서 4개사에 대해 반대 투표가 이루어진 것으로 확인됨(실제 부결로 이어진 사례는 없음)

표 9. 2018년 지배주주와 국민연금 지분율 구간별 분포

(단위: 개사)

		지배주주 지분율					
		~20%	20~30%	30~50%	50~70%	70~100%	전 체
국민연금 지분율	~1%	2	4	10	12	1	29
	1~5%	2	8	36	58	8	112
	5~10%	3	19	65	56	4	147
	10%~	8	15	40	5	0	68
	전 체	15	46	151	131	13	356

2. 민간 기관투자자의 국내 상장기업 보유 현황

□ <표 10>은 의결권 행사 내역을 공시한 민간 기관투자자의 연도별 지분율 분포이며 민간 기관투자자가 5% 이상 소유한 기업은 표본 기간 평균 14.7%로 국민연금에 비해 낮게 확인됨

○ 민간 기관투자자 지분율은 기업의 주식 소유현황에서 연기금이 아닌 개별 민간 기관투자자가 보유한 지분율의 총합으로 산출함

15) 지배주주–국민연금 지분율 괴리 수준이 낮은 기업 순으로 나열함

○ 기관투자자 중 동일 기업집단 내 계열사(특수관계인)이거나 채권은행[16]의 경우는 제외함

표 10. 연도별 국내 기관투자자 지분율 분포 현황

(단위: 개사, %)

연도	국내 민간 기관투자자			국내 전체 기관투자자 (연기금+민간)		
	5% 이상	10% 이상	전 체	5% 이상	10% 이상	전 체
2012	37 (15.5)	6 (2.5)	239	136 (43.3)	27 (8.6)	314
2013	39 (15.8)	9 (3.6)	247	161 (49.4)	55 (16.9)	326
2014	45 (15.8)	22 (7.7)	285	187 (53.4)	74 (21.1)	350
2015	51 (15.7)	24 (7.4)	324	199 (52.1)	92 (24.1)	382
2016	49 (14.8)	27 (8.2)	330	228 (58.6)	92 (23.7)	389
2017	42 (12.6)	14 (4.2)	333	232 (59.5)	108 (27.7)	390
2018	46 (13.3)	14 (4.0)	346	235 (57.3)	100 (24.4)	410
전 체	309 (14.7)	116 (5.5)	2,104	1,378 (53.8)	548 (21.4)	2,561

주: 괄호 안의 수치는 민간(전체) 기관투자자가 의결권을 행사한 연도별 전체 기업 수에서 차지하는 비율(%)을 의미함

□ 또한 국민연금의 보유지분율 외에도 타 기관투자자와의 협력적 주주관여 행태(collaborative engagement)를 고려하여, 타겟 기업을 소유한 전체 기관투자자 지분율 합과 대량보유 기관투자자의 수(multiple institutional blockholders)를 아래에서 추가로 검토함

○ 집중된 소유구조 하의 대량보유 주주는 기업 경영 및 지배구조를 모니터링할 유인이 높으며 궁극적으로 대리인 문제를 완화시킴(Shleifer and Vishny, 1986; Gillan and Starks, 2003)

○ González and Calluzzo(2019)에 따르면 연대 형태의 주주행동(clustered activism)은 비용 효율적이며 타겟 기업의 수익성에도 긍정적인 역할을 미침

□ <그림 9>는 국내 기관투자자(연기금+민간)로부터 최소 1건 이상 의결권 행사를 받은

16) 지배회사의 채권금융기관 등으로 과거 지배회사에 대한 채권을 출자전환하거나, 출자전환된 주식을 양수하여 소유하게 된 주주도 본 연구에서 다루는 기관투자자의 성격과 상이하므로 제외함

표본 기업을 대상으로 기관투자자 유형별 지분 보유 현황을 보여줌

○ 실제 의결권 행사를 한 국내 전체 기관투자자의 보유지분은 상승하는 추세이나 민간 기관투자자의 평균 보유 비중은 약 1% 수준에 그침

○ 2018년 말 보유 기준, 국내 기관투자자는 약 7.6% 수준의 영향력을 주주총회 표결에서 발휘하는 것으로 해석됨[17)]

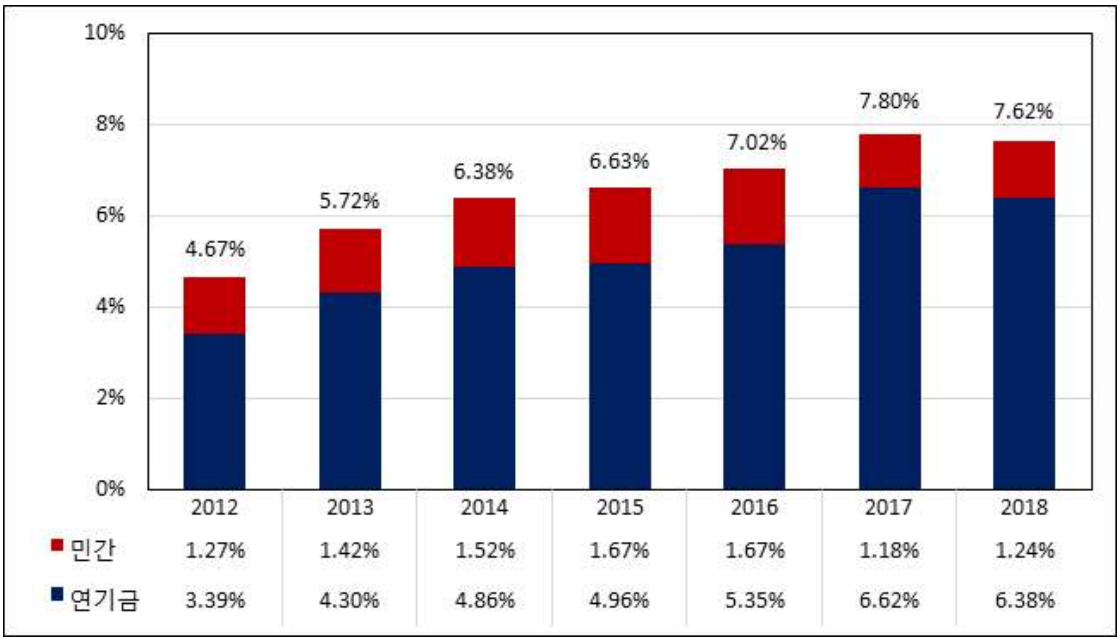


그림 9. 연도별 국내 기관투자자 유형별 지분 보유 현황 (N=2,561)

□ <그림 10>은 전체 유가증권시장 상장 기업(N=4,721)에 대한 국내 기관투자자 및 외국인 투자자의 지분 보유 현황을 보여줌

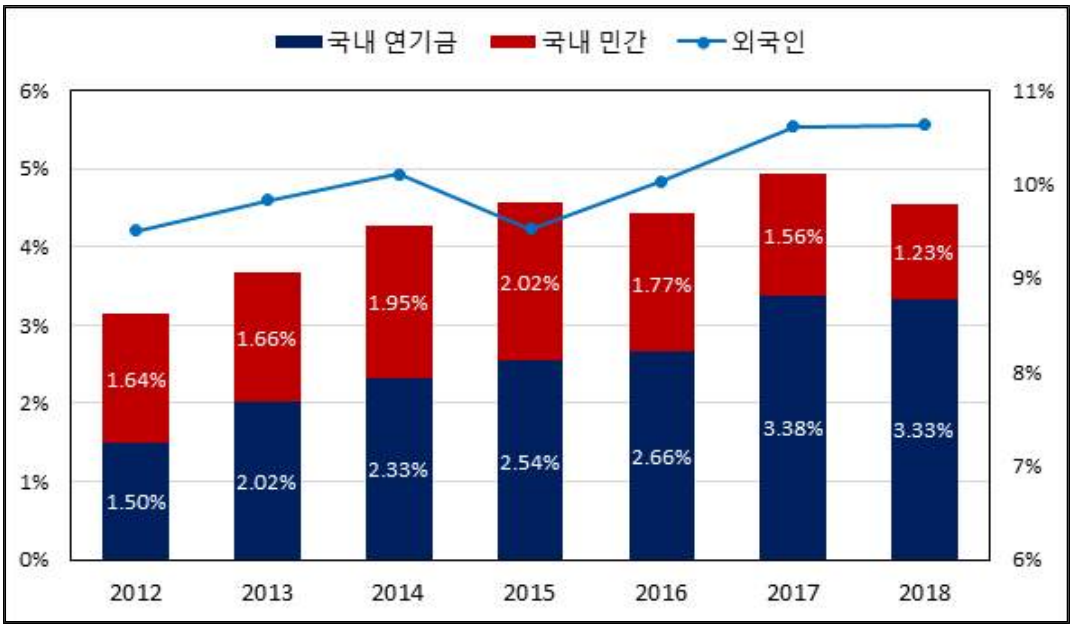
○ 국내 기관투자자 지분율은 5% 이상 보유지분을 공시한 경우와 의결권 행사시 확인 가능한 5% 미만 보유지분을 모두 반영함

○ 외국인 투자자의 경우, 개인과 기관투자자의 보유분을 말하며 투자자 유형을 명확히 구분하기에는 다소 한계가 있음

– 2018년 말 기준, 전체 국내 상장 기업을 보유한 외국인 투자자 중 기관(집합투자기구, 연기금, 투자매매·중개업자, 은행, 보험회사, 기타)에 의한 보유비중은 75.5%에 해당함[18)]

17) 본 연구에서는 안건 표결에서의 영향력만을 검증하기 위해, 총 보유주식 수에서 의결권이 없는 자기주식 수를 제외하여 산출한 의결권 지분율을 적용함

○ 전반적으로 외부 투자자에 해당하는 기관투자자와 외국인 투자자의 지분율은 표본 기간 동안 증가 추세로 나타남



주: 국내 기관투자자 지분율은 y축(좌), 외국인 투자자 지분율은 y축(우) 기준임

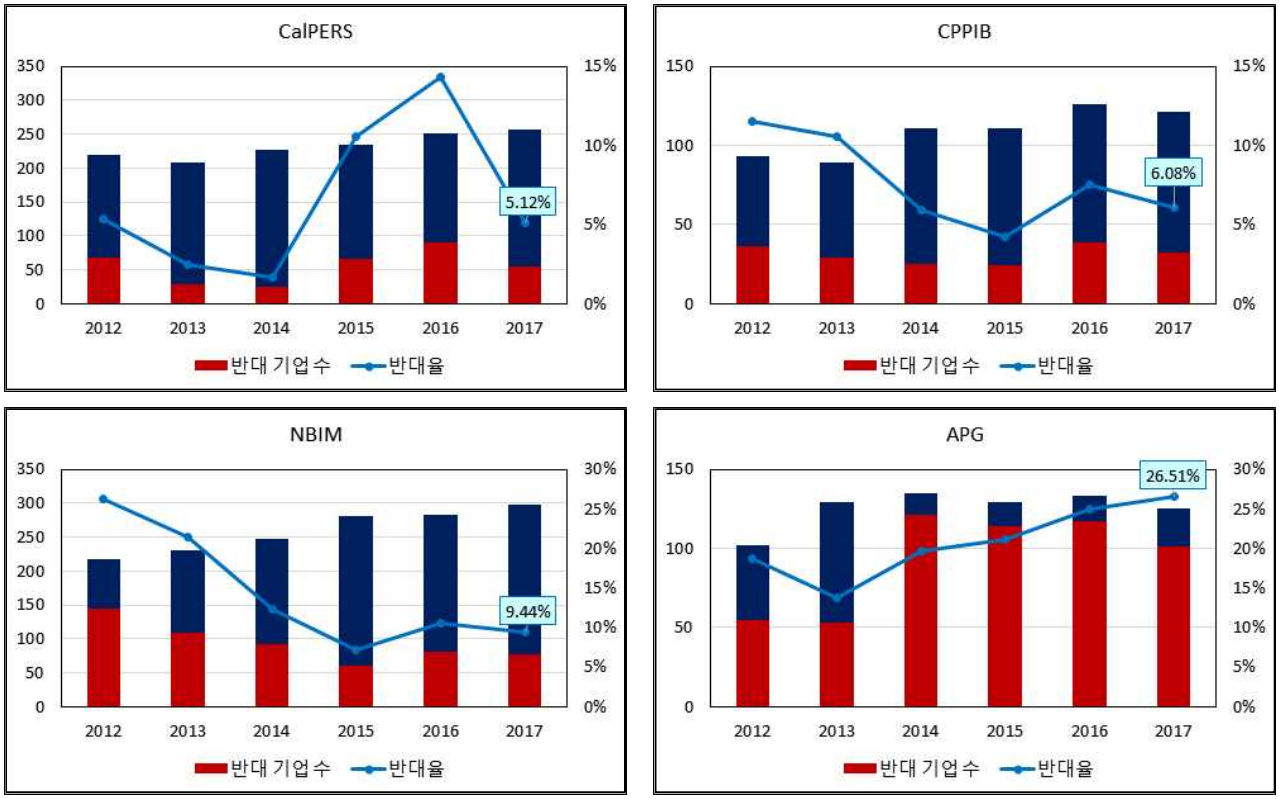
그림 10. 연도별 전체 KOSPI 기업에 대한 투자자 유형별 지분 보유 현황

□ 참고로 주요 해외 연기금의 국내 유가증권시장 상장 기업에 대한 안건 반대율 및 투자 기업 현황을 제공함

○ 주요 4개 해외 연기금(미국의 CalPERS, 캐나다의 CPPIB, 노르웨이의 NBIM, 네덜란드의 APG)의 국내 전체 의결권 행사 대상 기업 수 대비 최소 1건 이상 반대 투표한 기업 수와 경영진 제안 안건에 대한 반대율을 제시함

○ 네덜란드 공적연금운용공사인 APG는 기업 수 기준 반대비율이 80%를 상회하고 있으며 최근 안건 반대율도 26.51%로 매우 높게 확인됨

18) 금융감독원 보도자료(2019), "19.10월중 외국인 투자자 증권매매동향"



주: 기업 수는 y축(좌), 안건 반대율은 y축(우) 기준임

주: 기업 수는 전체 의결권 행사 대상 기업 중 반대 기업 수(빨간색)를 보여줌

그림 11. 연도별 주요 해외 연기금의 안건 반대율 추이

□ <그림 12>는 국내 기관투자자가 의결권을 행사한 투자기업에 대하여 5% 이상 지분을 확보한 대량보유 기관투자자 수의 분포를 보여줌

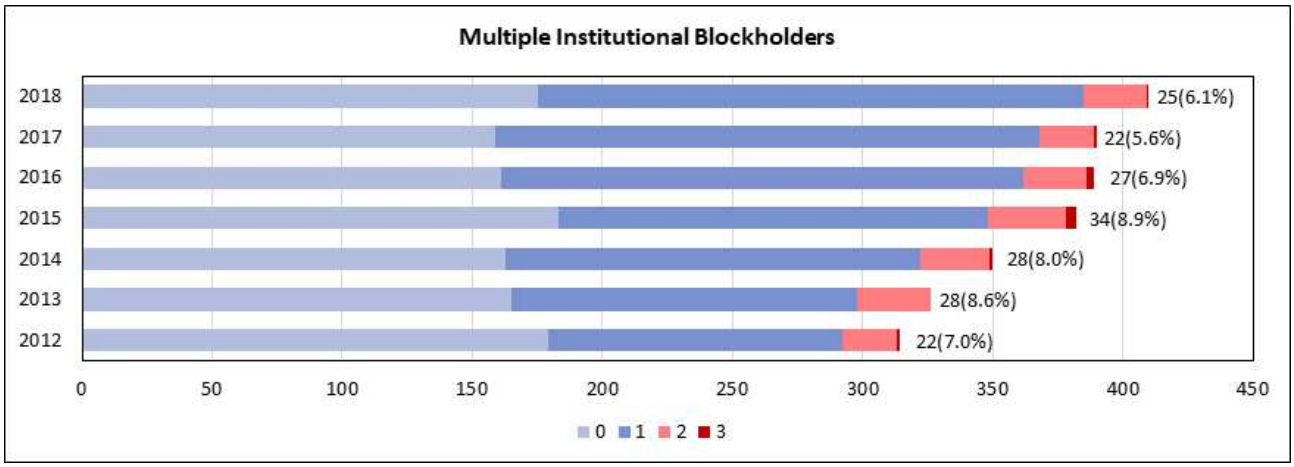
○ ㈜한라홀딩스는 5% 이상 보유한 기관투자자가 총 5개사(국민연금공단, 브이아이피투자자문, 신영자산운용, 베어링자산운용, 트러스톤자산운용[19])이며 그 중 2018년 3월 주총 안건에 대해 3곳에서 의결권 행사내역을 공시하였음

– 국민연금은 상정된 4개 안건 중 2개 안건에 대해 반대 표결을 하였으나, 대량보유 기관투자자 3곳을 포함한 국내 민간 기관투자자 5개사는 모두 찬성표를 던짐

○ 전체 유가증권시장 상장 기업(N=4,721) 중 최대 대량보유 기관투자자 수를 보유한 사례는 2015년 휠라코리아㈜이며 최대주주 및 특수관계인 지분율이 16.04%인 반면, 국내 민간 기관투자자 3개사, 해외 기관투자자 2개사, 국민연금 총 6곳의 대량보유 기관투자자가 55.01%의 지분을 확보함

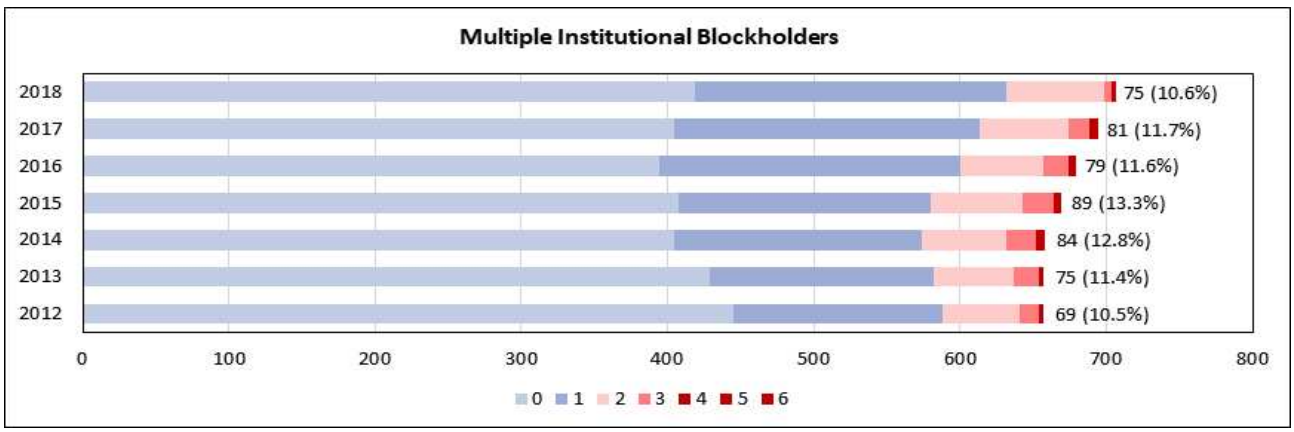
19) 트러스톤자산운용의 경우 3월 주총 전에 5% 대량보유를 신규 보고하였음

– 해외 연기금인 APG는 연속 2년 저배당에 대한 반대 투표를 행사하였으나 그 외 기관투자자는 모두 찬성표를 던져 기관투자자의 연대(coalition)는 관측되지 않음



주: x축은 기업 수를 의미하며, 대량보유 기관투자자가 2개사 이상(최대 3개사)인 기업 수와 비중을 별도 표시함

그림 12-1. 연도별 대량보유 기관투자자 수 분포 (N=2,561)



주: x축은 기업 수를 의미하며, 대량보유 기관투자자가 2개사 이상(최대 6개사)인 기업 수와 비중을 별도 표시함

그림 12-2. 연도별 전체 KOSPI 기업에 대한 대량보유 기관투자자 수 분포

Ⅳ 의결권 행사 적극성과 소유구조 특성 비교

1. 국민연금의 반대 의결권 행사를 받은 기업의 소유구조 특성

□ 2012년부터 2018년까지 국민연금을 포함한 국내 기관투자자의 의결권 행사 내역이 존재하는 유가증권시장 상장기업을 대상으로 분석함

□ <표 11>은 국민연금의 반대 의결권 행사 여부에 따른 평균 t-test와 중위수 기준의 wilcoxon z-test를 수행한 결과를 정리함

○ 해당 분석은 금융업을 제외한 12월 결산법인으로 한정하였으며, t기 정기 주주총회에서 경영진 제안 안건에 대한 국민연금의 표결이 이루어진 표본(N=2,255)을 대상으로 t-1 시점의 소유구조 특성 변수를 비교함

○ 또한 총수가 있는 기업집단의 소유구조 변수의 특성 차이도 비교하였으며, 해당 표본은 법인이 아닌 동일인 기준의 총수가 존재하는 기업집단만을 대상으로 분석함(N=911)

○ 국민연금의 반대 의결권 행사를 최소 1건 이상 받은 기업을 '반대 타겟=1' 더미로 분류함

– 분석에 사용한 전체 기업 소유구조 변수의 정의는 다음과 같음

• 지배주주 지분율(*OWN*): 최대주주 및 특수관계인의 직접지분율[20]

• 지배주주-국민연금 지분율 괴리(*DIFF. OWN-NPS*): 지배주주 지분율에서 국민

20) 참고로 그룹 소속이 아닌 일반 상장기업의 소유구조도 1) 지배주주 및 친인척의 직접 소유지분과 2) 계열사, 기타 특수관계인을 통한 간접 보유분으로 구분하여 살펴볼 수 있을 것임 (전자는 현금흐름권과 같은 소유권, 후자는 소유-지배 괴리도의 대리변수(proxy)로 사용할 수 있을 것으로 판단되며, 추후 소유구조 관련 연구에서 심층적으로 다룰 여지가 있음)

연금 지분율을 차감한 값

- 국민연금(국내 민간 기관투자자[21], 외국인 투자자, 소액주주) 지분율: 해당 투자자가 각각 보유한 지분율
- 국내 기관투자자 지분율(*INST OWN*): 국내 연기금과 민간 기관투자자가 보유한 지분율 합

– 총수가 존재하는 기업집단 소속 계열사에 해당하는 소유구조 변수는 다음과 같음

- 지배권(*Voting Right, VR*): (동일인+친족+계열사+임원+비영리법인 지분)/(보통주 발행주식수−자기주식수)
- 내부 지분율(*Insider OWN*): 동일인 측(동일인, 친족, 계열사, 임원, 비영리법인, 자사주)이 소유한 직접 지분율 합[22]
- 현금흐름권(*Cash Flow Right, CFR*): 지배주주의 직접 소유지분과 계열사를 통한 간접 소유지분의 합[23]
- 총수일가 지분율(*Owner Fam OWN*): 해당 계열사에 대한 동일인 기준의 총수와 친족이 소유한 직접 지분율 합
- 총수 지분율(*Owner OWN*): 해당 계열사에 대한 동일인 기준의 총수 1인이 소유한 직접 지분율
- 소유−지배 괴리도(*Wedge*): 지배권에서 간접 지분율을 반영한 현금흐름권을 차감한 값

□ 국민연금의 반대 의결권 행사를 받은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해, 지배주주 지분율 수준이 유의하게 높으며 지배주주와 국민연금 간 지분율 차이도 더 높게 나타남

○ 지배주주와 국내 민간 기관투자자 지분율 간 괴리 변수도 동일한 결과를 확인함(1% 유의수준)

---

21) 국내 민간 기관투자자 지분율(1)은 의결권 행사내역을 공시한 민간 기관투자자가 보유한 지분율의 합을, 국내 민간 기관투자자 지분율(2)는 지분을 보유한 전체 민간 기관투자자의 지분율 합을 의미하며 모두 기업 단위(firm−level)의 변수임

22) 지배권과 내부지분율은 모두 총수일가를 포함한 특수관계인의 직접 보유에 의한 의결 지분율을 의미하며 산출방식에 따른 차이만 존재함(참고로 내부지분율은 공정거래위원회의 주식수 기준 산출방식과 동일함)

23) 현금흐름권(CFR)은 총수일가가 계열사를 통해 간접 보유한 지분의 실질을 반영한 실질소유권을 뜻하며 계열사 간 직간접적 출자관계(matrix)를 이용하여 산출함

○ 국민연금은 상대적으로 집중된 소유구조 특성을 보이는 투자기업에 대해 적극적으로 반대를 행사할 가능성이 높은 것으로 판단됨

– 집중된 소유구조 형태의 기업이 지배구조가 상대적으로 취약할 경우, 국민연금이 지배구조 개선 목적의 모니터링을 적극 수행하는 것으로 해석할 수 있음

– 참고로 지배주주 지분율 및 지배주주–국민연금 지분율 괴리 변수는 한국기업지배구조원의 지배구조 평가 환산 점수(총점 및 각 항목 기준)와 모두 유의한 음(–)의 상관관계를 보임

□ 또한 국민연금과 국내 민간 기관투자자를 포함한 전체 국내 기관투자자가 보유한 지분 및 외국인 투자자, 소액주주의 지분율이 상대적으로 낮은 기업이 국민연금의 반대 타겟이 되는 것으로 확인됨

○ 기관투자자, 외국인 투자자, 소액주주는 경영진 및 지배주주(insider)를 견제할 수 있는 외부 투자자(outsider)로 분류됨

– 이들은 주주 연대를 통해 의결권 대리행사를 권유하거나 주주제안 발의를 진행할 수 있으며 지분 구성에 따라 주주총회에서 표대결 구도를 형성할 수 있음

○ 따라서 국민연금의 반대 의결권 행사 여부가 실제 안건 통과에 유의미한 영향을 미칠 부담이 높은 기업 즉, 지분이 분산된 경우에는 국민연금이 오히려 소극적으로 투표하는 행태를 취할 유인도 동시에 존재할 것으로 판단됨

– 소극적 투표는 찬성, 중립, 기권 방식으로 이루어진다고 간주함

• 2019년 기준, 국민연금의 기권 행사가 이루어진 7개사의 평균 지배주주 지분율은 37.6%, 지배주주–국민연금 지분율 괴리 변수의 평균은 30.8%로 2019년 전체 투자기업 평균에 비해 유의하게 낮음

□ 기업집단 소속 계열사의 경우, 총수일가 및 총수 1인의 직접 지분율이 높을수록 국민연금의 반대 의결권 행사가 적극적으로 이행된 것으로 확인됨

○ 다만, 국민연금은 기업집단 소속이 아닌 비재벌 기업을 대상으로 반대 투표를 적극 행사한 것으로 확인됨

표 11. 국민연금의 반대 의결권 행사 여부에 따른 기업 소유구조 변수 차이검정

	반대 타겟=1 [N=1,008]		반대 타겟=0 [N=1,247]		차이검정	
	평균	중위수	평균	중위수	t-test	Wilcoxon z-test
지배주주 지분율	**45.51%**	**46.19%**	41.97%	41.70%	5.55***	5.22***
국민연금 지분율	4.10%	3.28%	**5.04%**	**5.86%**	-5.02***	-4.56***
지배주주-국민연금 지분율 괴리	**41.14%**	**41.98%**	36.63%	36.32%	6.74***	6.33**
국내 민간 기관투자자 지분율(1)	1.06%	0.00%	1.13%	0.00%	-0.51	-0.63
지배주주-민간 지분율 괴리	**44.57%**	**45.14%**	40.76%	40.52%	6.15***	5.68***
국내 민간 기관투자자 지분율(2)	2.41%	0.00%	2.51%	0.00%	-0.53	-0.28
국내 기관투자자 지분율	7.48%	6.75%	**8.55%**	**7.44%**	-3.61**	-2.97***
외국인 투자자 지분율	14.40%	9.67%	**16.06%**	**11.73%**	-2.75***	-3.06***
소액주주 지분율	35.55%	34.48%	**38.58%**	**37.52%**	-5.53***	-4.98***
그룹 소유구조						
지배권	**48.38%**	**48.38%**	39.35%	36.70%	6.01***	5.75***
내부 지분율	**47.20%**	**45.85%**	40.59%	38.30%	6.00***	5.71***
현금흐름권	**27.80%**	**26.57%**	18.16%	13.17%	5.04***	5.27***
총수일가 지분율	**19.47%**	**15.60%**	11.20%	1.49%	6.46***	7.09***
총수(동일인 기준) 지분율	**6.20%**	**0.30%**	4.00%	0.00%	2.84***	4.63***
소유-지배 괴리도	20.01%	20.95%	21.70%	22.31%	-1.56	-1.42

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

□ 참고로 <그림 13>은 2019년 국민연금의 행사 의견에 따른 소유구조 비교를 사전공시 유형별로 제시함

○ 국민연금의 지분이 상대적으로 높거나 전문위에서 별도 중점사안으로 다루어지는 경우에 한하여, 2019년 3월 정기주주총회 시즌에 처음으로 의결권 행사 사전공시가 이루어짐[24)]

24) 국민연금은 지분율이 10% 이상(보통주 기준)이거나 국내 주식투자 포트폴리오에서 비중이 1% 이상인 기업을 대상으로 의결권 행사 방향과 반대 사유를 선공개함

○ 금융업을 제외한 유가증권시장 상장기업을 대상으로 분석하였으며, 집중된 소유구조 형태의 투자기업일수록 국민연금의 반대 의결권 행사 대상이 된 것으로 나타남

□ t-test로 분석한 결과, 전체 표본(N=348)과 사후공시 대상 기업의 표본(N=265)에서만 각각 1% 수준에서 소유구조 집중도 변수의 유의한 평균 차이를 확인함

○ 국민연금은 10% 미만 보유한 사후공시 대상 중 지배주주에 의한 소유 집중도가 높을수록 반대 의결권 행사를 뚜렷하게 행사한 것으로 나타남

– 이는 국민연금 측 의결권 행사 결정요인에 소유구조와 지배구조 연계성[25]이 강하게 작용하는 것으로 해석됨

○ 한편 상대적으로 지분구조가 분산된 사전공시 대상의 경우, 소유구조에 따른 국민연금의 반대 의결권 행사 확률은 유의한 차이가 발견되지 않음

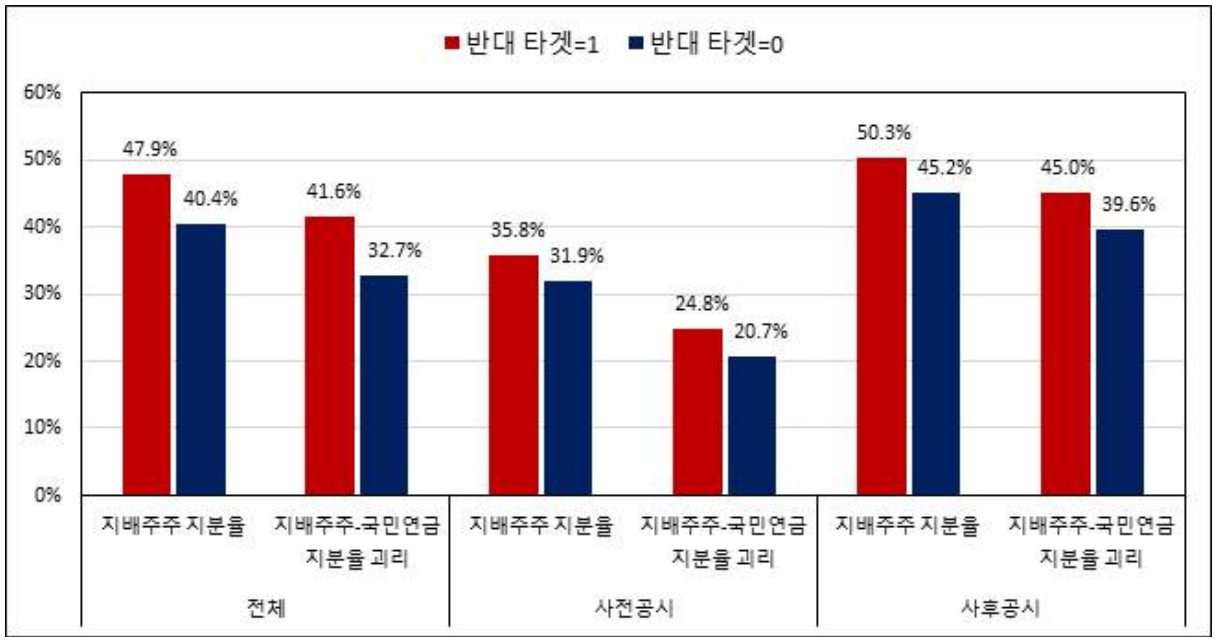


그림 13. 2019년 국민연금의 반대 의결권 행사 여부에 따른 기업 소유구조 변수 비교

□ 특히 사전공시와 사후공시 대상 기업의 표본 자체에서 소유구조 집중도 변수의 유의한 차이가 관측되므로, 해당 지분율 구간에 따른 국민연금 측 부담 요인과 내부 지배구조

25) 지배구조 수준이 낮을수록 부정적 안건이 상정될 확률이 높다는 점에서, 소유구조 집중도와 지배구조 사이의 유의한 음(−)의 상관관계를 예상할 수 있음

수준 중 어떠한 요인이 실제 의결권 행사의 적극성에 크게 작용했는지 비교할 필요가 있음

○ 사전공시 표본은 국민연금 보유지분율이 10% 이상이면서 지배주주에 의한 소유 집중도가 낮은 기업으로, 사후공시 표본은 소유 집중도가 상대적으로 높은 기업으로 구성됨

– 먼저 국민연금은 사전공시 기업에 대해 높은 지분 비중과 사전공시에 대한 부담으로 소극적인 의결권 행사를 취할 가능성이 있는 반면, 문제성 사안에 대한 견제는 충실히 수행할 모니터링 유인도 동시에 존재함

– 또한 국민연금은 사후공시 기업의 경우, 집중된 소유구조로 인한 취약한 지배구조 이슈에 대해서는 상대적으로 적은 부담에서 반대 의결권을 적극 행사할 것으로 판단됨

□ <표 12>는 표본 대상별 지배구조 수준에 따라 국민연금의 반대 의결권 행사가 적절하게 이루어졌는지 기업 수 및 비중을 보여줌

○ 본 연구에서는 한국기업지배구조원(KCGS)의 지배구조 평가 등급 및 환산 점수를 활용하여 지배구조 수준을 측정함

○ 지배구조 평가 결과 B+ 이상 등급을 받은 기업을 양호한 지배구조 수준(High G)으로 분류함

○ 분석 표본은 2018년(평가 대상연도 기준) 지배구조 평가 대상인 유가증권시장 상장기업 중 국민연금의 의결권 행사 내역이 있는 총 341개사를 대상으로 함

○ 상대적으로 집중된 지분구조의 사후공시 대상의 경우, 취약한 지배구조로 평가되는 기업의 비중이 높으며 이에 대한 반대 의결권 행사도 더 적극적으로 수행됨

– 사전공시 대상 기업은 32.1%만 전년도에 낮은 지배구조 등급을 받았으며 그 중 65.4%에 해당하는 17개사에 대하여 국민연금의 반대 의결권 행사가 이루어짐

– 사후공시 대상 기업 중 52.7%가 전년도에 낮은 지배구조 등급을 받았으며 그 중 77.4%에 해당하는 106개사에 대하여 국민연금의 반대 의결권 행사가 이루어짐

– 또한 지배주주 지분 집중도가 높은 사후공시 대상의 경우, 양호한 지배구조 수준일지라도 65.9%에 해당하는 81개사가 국민연금의 반대표를 받음

○ 즉, 국민연금은 상정된 안건의 성격이 부정적이라면 집중된 소유구조 형태의 기업일수록 보다 적극적인 의결권 행사를 한 것으로 해석됨

□ 따라서 본 연구에서는 낮은 지배구조로 평가되는 기업에 대한 기관투자자의 견제가 적절히 이루어지고 있는지를 회귀분석 결과로 추가 제시함

표 12. 2019년 국민연금의 반대 의결권 행사 여부 및 지배구조 수준에 따른 표본 현황

(단위: 개사, %)

Panel A. **사전공시 대상**

구분	반대 타겟=1	반대 타겟=0	합
High G (A+, A, B+)	21 (55.3) 38.2%	34 (79.1)	55 (67.9)
Low G (B, C, D)	17 (44.7) 65.4%	9 (20.9)	26 (32.1)
합	38 (100.0) 46.9%	43 (100.0)	81 (100.0)

Panel B. **사후공시 대상**

구분	반대 타겟=1	반대 타겟=0	합
High G (A+, A, B+)	81 (43.3) 65.9%	42 (57.5)	123 (47.3)
Low G (B, C, D)	106 (56.7) 77.4%	31 (42.5)	137 (52.7)
합	187 (100.0) 71.9%	73 (100.0)	260 (100.0)

□ 마지막으로 KCGS 권고와 국민연금 의결권 행사 방향 간 일치(괴리) 유형에 따라 의결권 행사의 적극성 강도를 구분하여 소유구조 특성을 비교함

○ KCGS 권고 내역과 지배주주 지분율 정보가 모두 존재하는 최종 표본(금융업 제외)은 2019년 기준 총 179개사이며 사전공시 대상은 66개사, 사후공시 대상은 113개사임

– 반대 의결권 행사의 적극성 지표로 분류한 반대 권고 기준 일치(①)는 적극적 반대 의결권 행사, KCGS의 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리(③)는 매우 적극적인 반대

의결권 행사로 간주할 수 있음

- KCGS의 반대 권고 대비 국민연금의 찬성 행사 괴리(④)는 소극적 의결권 행사로 분류함

○ <표 13>의 표본은 KCGS의 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리(③)의 경우, 찬성(권고)→반대(행사)에 해당하는 안건이 최소 1건 이상 있는 기업임

- 반대 권고 기준 일치(①) 여부는 소극적 의결권 행사(④) 건수가 발견되는 중복 표본은 제외함
- 소극적 의결권 행사(④) 여부는 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리(③) 건수가 발견되는 중복 표본은 제외함

○ 사후공시 대상 기업에 대해 국민연금의 의결권 행사가 더욱 적극적으로 이루어진 것으로 확인됨

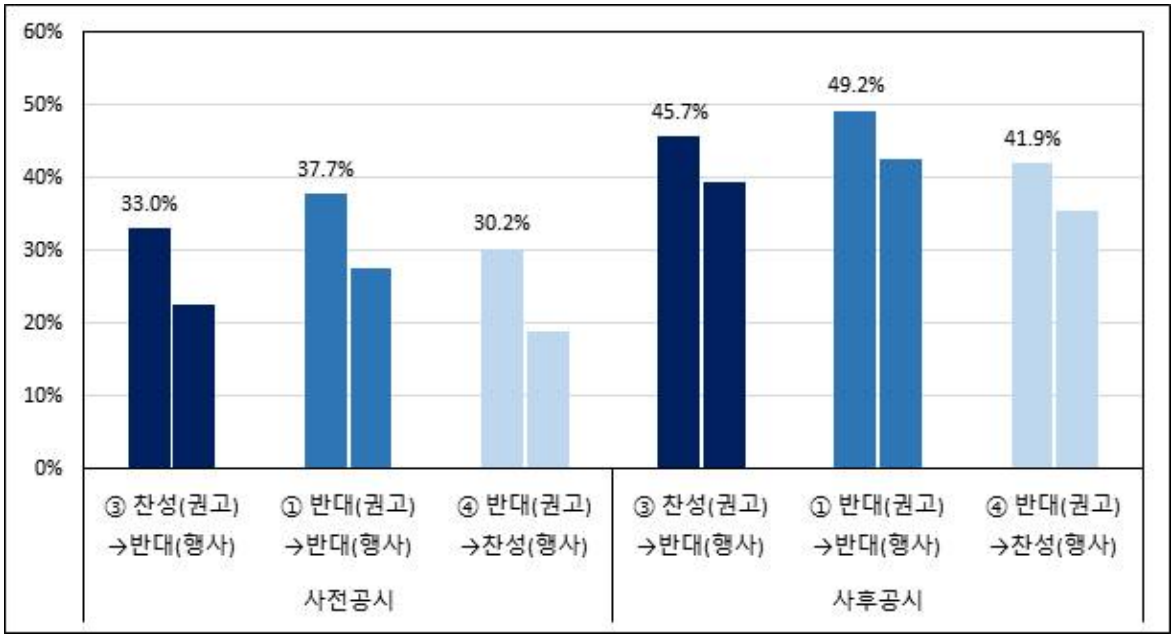
□ 소극적 의결권 행사(④)에 해당하는 기업에 비해 적극적 의결권 행사(①+③)로 분류되는 기업의 소유 집중도 변수 평균이 더 높게 나타남(<그림 14> 참고)

표 13. 2019년 국민연금의 의결권 행사 적극성 강도에 따른 표본 현황

(단위: 개사, %)

	사전공시 대상	사후공시 대상	적극성 강도
③ 찬성(권고) → 반대(행사)	20 (30.3)	58 (51.3)	적극 ↑
① 반대(권고) → 반대(행사)	14 (21.2)	28 (24.8)	↕
④ 반대(권고) → 찬성(행사)	17 (25.8)	22 (19.5)	↓ 소극

주: 괄호 안의 수치는 전체 사전 및 사후공시 대상 표본 기업에서 차지하는 비중임



주: 각각 지배주주 지분율과 지배주주-국민연금 지분율 괴리 변수의 평균값을 의미함

그림 14. 2019년 국민연금의 의결권 행사 적극성 강도에 따른 소유 집중도

2. 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사를 받은 기업의 소유구조 특성

□ <표 14>는 국내 민간 기관투자자가 의결권 행사를 공시한 기업을 대상(N=2,104)으로 동일한 변수에 대하여 평균 t-test와 중위수 기준의 wilcoxon z-test를 수행한 결과를 보여줌

○ 국내 민간 기관투자자는 국민연금과 달리 지배주주 지분율이 낮고 분산된 소유구조의 투자 기업에 대해 적극적인 반대 의결권을 행사한 것으로 확인됨

○ 특히 의결권 행사에 참여한 민간 기관투자자의 보유지분율 수준을 <표 11>과 비교하면, 국민연금과 유사하게 해당 기관투자자의 지분이 낮은 기업일수록 반대 투표가 더 많이 이루어진 것으로 나타남(1% 유의수준)

□ 기업집단 소속 계열사의 경우, 총수일가 지분율 합이 클수록 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사가 적극적으로 이행됨

○ 국민연금과 달리 민간 기관투자자는 기업집단 소속의 재벌 상장기업과 공기업

(state-owned enterprises, SOE)[26]을 대상으로 반대 의결권 행사를 적극 행사한 것으로 확인함

○ 단, 총수일가 지분율 외의 그룹 소유구조 변수는 유의한 차이를 보이지 않음

표 14. 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 여부에 따른 기업 소유구조 변수 차이검정

	반대 타겟=1 [N=431]		반대 타겟=0 [N=1,673]		차이검정	
	평균	중위수	평균	중위수	t-test	Wilcoxon z-test
지배주주 지분율	40.14%	36.97%	**43.68%**	**44.04%**	-4.18***	-4.62***
국민연금 지분율	**6.58%**	**7.08%**	3.91%	0.49%	11.27***	10.98***
지배주주-국민연금 지분율 괴리	33.54%	31.12%	**39.29%**	**39.65%**	-6.27***	-6.57**
국내 민간 기관투자자 지분율(1)	0.94%	0.00%	**1.43%**	0.00%	-2.95***	-2.25**
지배주주-민간 지분율 괴리	39.52%	36.94%	**42.17%**	**41.71%**	-5.56***	-5.98***
국내 민간 기관투자자 지분율(2)	1.39%	0.00%	**2.71%**	0.00%	-6.45%***	-4.79***
국내 기관투자자 지분율	**9.05%**	**8.43%**	7.73%	6.76%	3.97***	5.48***
외국인 투자자 지분율	**21.31%**	**18.09%**	14.48%	9.89%	8.30***	9.58***
소액주주 지분율	**40.46%**	**40.05%**	37.47%	35.42%	3.90***	4.40***
그룹 소유구조						
지배권	38.61%	36.57%	40.41%	38.96%	-1.43	-1.31
내부 지분율	42.46%	39.24%	42.35%	40.99%	0.08	-0.06
현금흐름권	18.37%	15.61%	19.38%	14.13%	-0.72	-0.08
총수일가 지분율	**17.11%**	**10.98%**	13.09%	4.72%	2.67***	2.81***
총수(동일인 기준) 지분율	5.56%	0.00%	4.62%	0.00%	0.79	0.45
소유-지배 괴리도	20.43%	22.09%	20.97%	21.39%	-0.36	-0.27

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

26) 국유기업 또는 국가가 지분을 가지고 있는 기업을 뜻하며 본 연구에서는 최종 지배주주(ultimate controlling shareholder)를 추적하여 정부 소유지분이 집중된 소유구조 형태를 지닌 기업을 SOE로 분류함(정부, 산업통상자원부, 기획재정부, 기타 공기업 소유)

□ 전반적으로 투자기업의 소유구조가 기관투자자 반대 의결권 행사의 주요 결정요인으로 작용하고 있는 것으로 확인되나, 기업의 지배구조 수준과 공적연기금 특성상 적극적 의사 표시에 대한 사회적 부담 등이 추가 요소로 고려되어야 함

○ 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증결과는 혼재되어 있음(이해일치 가설, 경영자 안주 가설, 절충가설)

– 따라서 회귀분석을 통해 지분율 구간별로 나누어 각각 지배구조 수준에 따른 반대 의결권 행사의 적극성이 차별적으로 이루어지는지 비교함

○ 국민연금의 주주권 행사는 행사 방향 및 강도에 따라 사회적 관심 이슈가 될 수 있다는 점을 고려할 때, 기관투자자 역시 적극성 측면에서 신중하게 접근할 가능성이 존재함

– 최근 국민연금이 발표한 경영참여 목적 주주권 행사 가이드라인(안)을 놓고 경영참여의 기준과 적절성에 대하여 일부 비판이 제기되고 있음

○ 민간 기관투자자도 고객사와의 거래 및 이해관계에 따라 전략적 투표 행태를 취할 가능성이 있음

Ⅴ 회귀분석 결과

□ 기업의 소유구조는 지배구조 수준과도 밀접한 관련이 있으며, 의결권 비중에 따른 주주활동의 영향력 측면에서도 연관성이 높음

○ **경영자 안주 가설**에 따르면 소유지분이 집중될수록 통제권이 강화되어 지배주주[27]는 사적이익을 취하는 의사결정을 할 가능성이 높으며, 결국 지배주주와 소액주주 간 대리인 비용이 증가하여 내부 지배구조와 기업가치에도 부정적임(Fama, 1980; Demsetz, 1983)

– 기관투자자 입장에서는 집중된 소유구조 형태의 기업에 대해 ① 취약한 내부 지배구조 시스템을 충실히 모니터링할 유인과 ② 주주활동에 대한 부담이 상대적으로 낮아 반대 의결권 행사를 적극 취할 유인이 동시에 존재함

– 전자는 기관투자자의 신인의무(fiduciary duty)와 책임에 따른 유인이며 후자는 전략적 선택에 따른 행태적(behavior) 유인으로 볼 수 있음

○ **이해일치 가설**에 따르면 경영자 자신의 지분율이 증가하면 주주 부의 극대화를 추구하는 소액주주와 이해관계가 일치하게 되므로 궁극적으로 기업가치가 증가함(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976)

– 기관투자자 입장에서는 분산된 소유구조 형태의 기업에 대해 ① 취약한 내부 지배구조 시스템을 충실히 모니터링할 유인과 ② 주주활동에 대한 부담이 상대적으로 높아 반대 의결권 행사를 소극적으로 수행할 유인이 존재하며 이는 서로 상충함

○ 본 연구에서는 이해일치 가설 또는 경영자 안주 가설(이익침해 가설)을 지지하는 결과가 다소 혼재되어 있다는 점을 고려하여, 지배주주 소유지분과 기업가치 변수

27) 우리나라 상장기업의 경영자는 대부분 소유경영자(owner-manager)의 형태라는 점에서, 소유와 경영이 분리된 소유구조를 전제로 한 경영진과 주주 간 대리인 문제보다 지배주주와 소액주주 간 대리인 문제로 접근하는 것이 현실적임

간 비선형 곡선관계를 지지하는 **절충가설**을 가정함

- McConnell and Servaes(1990)의 방법론에 따라 지배주주 지분율의 제곱변수를 포함한 다차 회귀모형으로 소유구조와 기업가치 간 관계를 우선 확인함
- 만약 1차 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 음(−)의 값, 2차 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값으로 추정된다면 지배주주 지분율과 기업가치 간에 U자형의 2차 곡선관계(quadratic relationship)가 존재함을 뜻함

□ 또한 위의 절충가설을 지지하는 결과가 확인되면 도출된 지배주주 지분율의 변곡점 기준으로 상·하위 구간의 그룹을 분리하여, 각각 Morck et al.(1988)의 구간별 회귀모형(piecewise regression model)으로 분석함

- U자형 2차 곡선관계일 경우, 상위 지분율 구간에서는 이해일치 효과가 지배하고 있는 반면 하위 지분율 구간에서는 경영자 안주 효과가 지배하고 있음을 의미함
- 결국 지배주주에 의한 소유 집중도 구간에 따라 기관투자자의 의결권 행사 적극성 유인이나 개선 효과가 차별적일 것으로 예상함

□ 단, 회귀분석 식에 포함되는 소유·지배구조 관련 변수 간 상관관계가 전체적으로 높아, 기업가치 및 주주활동 타겟 변수와의 역 인과관계(reverse causality)로 인한 내생성(endogeneity) 문제가 발생할 수 있음

○ 국민연금과 외국인 투자자의 경우, 상대적으로 지배구조 및 재무적 성과가 양호한 기업을 투자 포트폴리오로 포함시켰을 가능성이 있으며 해당 기업의 주주총회에서 실제 부정적 안건이 상정될 확률도 낮을 수 있음

○ 따라서 모든 회귀분석 시 1시차 이전 값(lagged value)을 통제변수로 적용하였으며, 고정효과 모형(fixed effect) 및 기업−연도별 클러스터링을 통해 조정된 표준오차를 사용하여 실증결과의 강건함을 확인함

- Peterson(2009)에 따르면 기업−연도별 two−way clustering 분석 방식이 개별 군집 효과를 통제하여 고정효과 모형보다 편의를 줄이는데 효과적임
- two−way clustered standard error를 사용한 Robust 회귀분석은 기업 또는 연도 중 단일 차원(one−way)에 대해 추정한 표준오차보다 정확한 방법임

○ OLS(Ordinary Least Square) 결과는 잔차항의 상관성과 이분산에 따른 편의가 존재할 가능성이 높으므로 회귀분석 결과는 heteroskedasticity-consistent-standard error를 사용하여 추정값을 제시함

1. 기업 소유구조와 기업가치 및 지배구조 연관성

□ 본 연구에서는 국민연금이 의결권 행사 내역을 공시한 최종 표본 2,255개(firm-year)를 대상으로 회귀분석함

○ 해당 회귀식에서 사용한 지배주주 지분율(*OWN*)은 엄밀하게 말하면 지배주주와 친인척의 직접 지분 외에도 계열사, 재단 등 기타 특수관계인이 보유한 지분을 포함하여 지배권(control) 즉, 의결권(voting right) 지분율을 뜻함

○ 직접 지분율과 소유-지배 괴리에 따른 분석은 대규모 기업집단을 대상으로 별도 수행하였음을 밝힘

□ <표 15>는 지배주주 지분율(*OWN*) 수준이 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과로 OLS 및 기업-연도 클러스터링 분석을 수행한 결과로 각각 제시함

○ 통제변수로는 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), EBITDA 기준 성과(*ROA*), 매출성장률(*SGR*)을 포함하였으며 연도 및 산업 더미를 포함하여 각 고정효과 및 산업별 특성을 통제함

○ 1차 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 음(-)의 값, 2차 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값으로 추정되어 지배주주 지분율과 기업가치 간에 U자형의 2차 곡선관계(quadratic relationship)가 존재함을 확인함

○ 식 (2)의 OLS 모형에 따른 지배주주 지분율의 변곡점은 50.01%, 식(4)의 기업-연도 클러스터링 모형에 따른 변곡점은 50.04%로 추정됨

○ 따라서 본 연구에서는 **지배주주 지분율 50%** 수준을 기준으로 상·하위 구간의 그룹을 분리하여 분석함

□ 지배주주 지분율 50% 이상 상위 구간에서는 소유구조가 집중될수록 기업가치를 높이는 이해일치 유인이 지배적인 반면, 50% 미만 하위 구간에서는 지배주주 지분율의 증가가 기업가치를 훼손하는 사적이익 추구 유인이 보다 지배적인 것으로 해석됨

표 15. 기업 소유구조가 기업가치에 미치는 영향

	종속변수: 기업가치 (Tobin's Q)			
	(1) OLS	(2) OLS	(3) Clustering	(4) Clustering
Constant	3.119***	4.114***	3.355***	4.275***
	(7.69)	(8.98)	(8.01)	(9.26)
OWN	**-0.500*** **	**-3.883*** **	**-0.508*** **	**-3.930*** **
	(-3.15)	**(-4.88)**	**(-3.17)**	**(-4.90)**
OWN ^{2}		**3.882*** **		**3.927*** **
		(4.31)		**(4.32)**
SIZE	-0.055***	-0.063***	-0.056***	-0.064***
	(-3.78)	(-4.35)	(-3.84)	(-4.41)
LEV	0.346***	0.385***	0.352***	0.390***
	(3.36)	(3.75)	(3.42)	(3.80)
ROA	4.833***	4.655***	4.775***	4.597***
	(9.85)	(9.66)	(9.70)	(9.51)
SGR	0.112	0.112	0.113	0.113
	(1.22)	(1.23)	(1.21)	(1.22)
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Firm FE	NO	NO	YES	YES
No. of Obs.	2,255	2,255	2,255	2,255
Adj. R^2	0.191***	0.204***	0.186***	0.198***

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

□ <표 16>은 지배주주 지분율 수준(*OWN*)에 따른 지배구조 수준에 대한 회귀분석 결과이며 앞의 결과와 유사한 2차 곡선관계를 보이는 것으로 확인됨

○ 종속변수는 한국기업지배구조원(KCGS)이 매년 평가하는 지배구조 점수를 1점 만점 기준으로 환산하였으며 최대주주 및 특수관계인 지분율 등 기업의 소유구조 관련

문항을 제외한 점수 합산을 사용함

○ 식 (2)의 OLS 모형에 따른 지배주주 지분율의 변곡점은 63.86%, 식(4)의 기업-연도 클러스터링 모형에 따른 변곡점은 61.73%로 추정됨[28)]

○ 즉, 지배주주 지분율은 지배구조와 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 요인이 되나, 일정 수준 이상 구간에서는 주주와의 이해관계가 일치되어 대리인 비용이 감소되는 것으로 해석됨

– 분석 표본의 지배주주 지분율 분포 상, 변곡점으로 도출된 50~60% 수준은 75백분위에 해당함

□ 반면, 국민연금 지분율과 외국인 투자자 및 소액주주 지분율은 기업가치와 지배구조 수준에 유의한 양(+)의 연관성을 보임

○ 외부 투자자의 지분 비중이 클수록 즉, 지배주주에 의한 소유 집중도가 완화될수록 내부 지배구조에 대한 모니터링이 가능하여 대리인 비용을 완화시킬 수 있기 때문으로 해석됨

표 16. 기업 소유구조가 지배구조 수준에 미치는 영향

	종속변수: 지배구조 점수 (G-Score)			
	(1) OLS	(2) OLS	(3) Clustering	(4) Clustering
Constant	-0.266***	-0.214***	-0.284***	-0.225***
	(-7.72)	(-5.99)	(-6.26)	(-4.74)
OWN	**-0.090*** **	**-0.289*** **	**-0.092*** **	**-0.318*** **
	(-7.33)	**(-4.31)**	**(-6.30)**	**(-4.13)**
OWN ^{2}		**0.226*** **		**0.258*** **
		(3.15)		**(3.09)**
SIZE	0.028***	0.027***	0.028***	0.028***
	(18.07)	(18.26)	(15.69)	(15.68)
LEV	-0.018***	-0.016*	-0.005	-0.002

28) 부문별 지배구조 점수를 각각 분석한 결과, 주주권리 보호와 공시 부문의 표준화 점수는 지배주주 지분율과 유의한 음(-)의 상관관계만 확인됨

	(-1.82)	(-1.65)	(-0.39)	(-0.20)
ROA	0.074***	0.064**	0.068**	0.057*
	(2.76)	(2.41)	(2.13)	(1.79)
SGR	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006
	(-1.16)	(-1.13)	(-0.88)	(-0.86)
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Firm FE	NO	NO	YES	YES
No. of Obs.	2,255	2,255	2,255	2,255
Adj. R^2	0.461***	0.465***	0.222***	0.226***

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

□ <표 17>은 동일인 기준의 총수가 존재하는 기업집단을 대상으로 소유-지배 괴리도(*Wedge*)및 총수일가의 지배권, 소유권 관련 변수가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 OLS 결과임

○ 독립 기업과 달리 기업집단 소속 계열사의 경우, 소수의 지배주주 일가가 계열사 및 특수관계인을 통한 간접 소유로 과도한 영향력을 행사할 수 있다는 점을 고려하여 본 연구진은 대규모 기업집단의 소유구조 분석을 별도로 수행함

○ 먼저 Morck et al.(1988)의 2차 회귀식을 통하여 앞의 분석과 동일하게 수행하였으며, 국내 기업집단 표본은 소유-지배의 괴리가 상대적으로 명확하다는 점에서 Claessens et al.(2002)의 방법론을 따라 각 변수의 선형 효과를 추가 분석함

- Claessens et al.(2002)은 동아시아 국가를 대상으로 현금흐름권과 기업가치 간 유의한 양(+)의 연관성을 입증하였으며, 이는 소유권(ownership)이 증가할수록 이해일치에 따른 유인효과(incentive effect)가 존재함을 뜻함
- 그러나 소유-지배 괴리도가 커질수록 기업가치에 부정적임을 입증하여, 소유권에 비해 과도한 지배권(control)은 오히려 안주효과(entrenchment effect)를 지지하는 결과를 제시함

□ 식 (1), (2)는 소유-지배 괴리도 변수를 통해 기업가치와의 비선형관계를 확인한 결과를 보여줌

○ 1차 소유-지배 괴리도의 회귀계수가 유의한 음(+)의 값, 2차 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 양(-)의 값으로 추정되어 소유-지배 괴리도와 기업가치 간 역U자형의 2차 곡선관계(bell-shaped relationship)가 존재함을 확인함

- 식 (2)의 OLS 모형에 따른 지배주주 지분율의 변곡점은 24.33%로 추정되며 이는 소유-지배 괴리도 변수의 평균 및 중위수에 근접한 수준임

○ 즉, 기업집단 소속 계열사에 대한 총수일가의 과도한 통제권은 해당 계열사의 기업가치에 매우 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석됨

- 참고로 소유-지배 괴리도 변수(*Wedge*)의 연도-산업별 중위수 및 평균 이상에 대한 더미변수를 적용하더라도 기업가치와 유의한 음(-)의 상관관계를 보임

□ 식 (3), (4)는 지배권에 해당하는 의결 지분율과 내부 지분율 두 변수를 설명변수로 사용한 결과이며, 식(5)~(7)은 각각 현금흐름권, 총수일가 직접 지분율, 총수 1인의 직접 지분율 변수에 대한 결과임

○ 기업집단 소속 계열사의 지배권은 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 확인되었으며 소유권 변수 중에서는 총수 1인의 지분율(*Owner OWN*)만 유의한 양(+)의 관계를 보임

○ 이는 계열사 등 특수관계인을 통한 지배권 자체는 기업가치를 훼손하는 사적이익 추구 유인을 증가시킬 가능성이 있으나, 총수 1인의 직접 소유지분은 이해일치에 따른 유인효과와 연관이 있음을 보여줌

표 17. 대규모 기업집단의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향

	종속변수: 기업가치 (Tobin's Q)						
	소유-지배 괴리도		지배권		소유권		
	(1)	(2)	(3) VR	(4) Intra	(5) CFR	(6) Owner Fam	(7) Owner
Constant	3.367***	3.383***	3.507***	2.99***	3.247***	2.855***	3.077***
	(9.75)	(9.59)	(10.10)	(9.06)	(9.25)	(9.10)	(8.47)
Wedge	**-0.310*** **	**1.377*** **					
	(-2.61)	**(3.48)**					

Wedge ^{2}		**-2.829*** **					
		(-4.90)					
Control			**-0.391** **	**-0.248***			
			(-1.96)	**(-1.68)**			
Ownership					-0.155	0.066	**1.985** **
					(-0.66)	(0.27)	**(2.46)**
SIZE	-0.038**	-0.050***	-0.04**	-0.032**	-0.033**	-0.024*	-0.042***
	(-2.56)	(-3.19)	(-2.44)	(-2.14)	(-2.01)	(-1.71)	(-2.67)
LEV	0.052	0.034	-0.013	-0.08	0.028	-0.04	0.091
	(0.26)	(0.17)	(-0.07)	(-0.43)	(0.15)	(-0.22)	(0.52)
ROA	4.098***	4.086***	3.959***	3.889***	3.977***	3.866***	4.329***
	(5.00)	(5.07)	(4.84)	(4.87)	(4.88)	(5.07)	(5.44)
SGR	0.112	0.116	0.117	0.136	0.118	0.125	0.093
	(0.92)	(0.97)	(0.96)	(1.09)	(0.99)	(1.07)	(0.83)
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
No. of Obs.	911	911	911	911	911	911	911
Adj. R^2	0.122***	0.137***	0.123***	0.117***	0.119***	0.117***	0.167***

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

□ <표 18>은 동일인 기준의 총수가 존재하는 기업집단을 대상으로 소유-지배 괴리도(*Wedge*)및 총수일가의 지배권, 소유권 관련 변수가 각각 지배구조 점수에 미치는 영향을 분석한 OLS 결과임

○ 앞의 기업가치 결과와 동일하게 소유-지배 괴리도 변수는 지배구조 수준과 역 U자형의 2차 곡선관계(bell-shaped relationship)가 존재하는 것으로 확인됨

○ 식 (2) 결과에 따른 변곡점은 34.04%로 추정되며 이는 소유-지배 괴리도 변수의 3분위에 근접한 수준임

○ 또한 그룹 총수일가의 지배권과 소유권 관련 변수는 모두 지배구조 점수와 음(-)의 관련성을 보임

○ 따라서 기업집단 소속 계열사에 대한 총수일가의 과도한 통제권은 결국 해당 계열사의 기업가치와 지배구조에 유의하게 부정적인 영향을 미치는 것으로 판단됨

표 18. 대규모 기업집단의 소유구조가 지배구조 수준에 미치는 영향

	종속변수: 지배구조 점수 (G-Score)						
	소유-지배 괴리도		지배권		소유권		
	(1)	(2)	(3) VR	(4) Intra	(5) CFR	(6) Owner Fam	(7) Owner
Constant	-0.219***	-0.216***	-0.166***	-0.256***	-0.143**	-0.22***	-0.213***
	(-4.20)	(-4.17)	(-2.99)	(-4.75)	(-2.53)	(-4.24)	(-3.51)
Wedge	0.006	**0.103****					
	(0.39)	**(2.06)**					
Wedge ^{2}		**-0.151****					
		(-2.12)					
Control			**-0.044****	-0.02			
			(-2.18)	(-0.84)			
Ownership					**-0.065*****	**-0.047****	**-0.097****
					(-3.14)	**(-2.25)**	**(-2.41)**
SIZE	0.023***	0.023***	0.022***	0.022***	0.021***	0.024***	0.023***
	(9.56)	(9.26)	(8.80)	(8.23)	(7.83)	(9.75)	(9.02)
LEV	-0.013	-0.015	-0.02	-0.002	-0.007	-0.002	-0.005
	(-0.75)	(-0.85)	(-1.12)	(-0.06)	(-0.32)	(-0.09)	(-0.26)
ROA	0.000	-0.005	-0.005	0.017	-0.002	0.028	-0.004
	(0.01)	(-0.09)	(-0.09)	(0.30)	(-0.02)	(0.51)	(-0.07)
SGR	0.010	0.011	0.01	0.009	0.012	0.006	0.011
	(0.80)	(0.89)	(0.78)	(0.68)	(0.90)	(0.44)	(0.79)
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
No. of Obs.	911	911	911	911	911	911	911
Adj. R^2	0.481***	0.484***	0.485***	0.489***	0.494***	0.453***	0.491***

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

2. 기업 소유구조가 국민연금 의결권 행사의 적극성에 미치는 영향

□ 본 연구는 앞서 소유구조에 따른 지배구조 수준 및 지배주주의 의사결정 유인에 대해 살펴보고, 구간별 회귀분석을 통해 소유·지배구조 유형이 국민연금 의결권 행사의 적극성에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 함

○ 집중 또는 분산된 소유구조 형태에 따라 각각 지배주주의 유인이 다르기 때문에, 그 결과 해당 기업의 지배구조 수준과 기업가치에도 차별적인 영향을 미치는 것으로 나타남

○ 국내 민간 기관투자자의 경우, 의결권 행사의 적극성 지표의 편차가 커 별도의 회귀분석 결과를 제시하지 않음

□ 따라서 외부 모니터링 측면에서 기관투자자의 반대 의결권 행사가 소유·지배구조 유형에 따라 충실히 이루어지는지에 대한 실증결과를 제공하는 것이 본 연구의 핵심 목적임

○ 소유 집중도가 높을수록 취약한 지배구조와 기업가치의 감소가 확인되는 지배주주 지분율 하위 구간(Low OWN: OWN<50%)에서 국민연금의 견제가 적절히 이루어지는지 확인함

○ 국민연금 의결권 행사의 적극성 지표는 **경영진 제안에 대한 안건 반대율(*OPP1*), KCGS의 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리율(*OPP2*)** 두 변수를 사용하여 종속변수로 사용함

– 안건 반대율(*OPP1*)의 경우 변수의 비정규 분포에 따른 왜곡을 완화시키기 위해 자연로그를 취한 값을 적용함

– KCGS의 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리율(*OPP2*)은 매우 적극적인 반대 의결권 행사(③ 찬성(권고) → 반대(행사)로 분류되며, KCGS의 권고가 찬성인 안건임에도 최종 국민연금이 반대 투표한 안건 수의 비율임

□ <표 19>는 지배주주 지분율(*OWN*)과 지배주주−국민연금 지분율 차이(*DIFF. OWN−NPS*) 변수를 사용하여 기업의 소유구조가 국민연금 의결권 행사의 적극성에 미치는 영향을 실증분석한 결과임

○ 참고로 지배주주-국민연금 지분율 차이(*DIFF. OWN-NPS*)를 설명변수로 사용한 회귀식 (2), (4)는 지배주주가 개인인 표본 기업에 대해 분석한 결과를 제시함[29)]

○ 국민연금은 집중된 소유구조 형태의 기업에 대한 반대 의결권 행사를 적극적으로 수행하고 있는 것으로 나타남

○ 2차항에 대한 결과는 유의하지 않았으며 기업집단 소속 계열사에 대한 소유-지배 괴리도 변수는 국민연금 의결권 행사의 적극성에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 확인됨

○ 따라서 기관투자자의 전략적 투표 행태 관점에서 볼 때, 지배주주 지분율이 높고 국민연금 보유지분이 상대적으로 낮은 기업에 대해 적극적 반대 투표를 수행하는 것으로 나타나, 타겟 기업의 소유구조에 따른 선택적 반대 투표 유인이 일부 존재하는 것으로 해석됨

표 19. 기업 소유구조가 국민연금 의결권 행사의 적극성에 미치는 영향

	종속변수: 안건 반대율 (OPP1)		종속변수: 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리율 (OPP2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.115	0.173**	0.012	0.02
	(1.54)	(2.26)	(0.56)	(0.95)
OWN	**0.121*** **		**0.026*** **	
	(4.63)		**(2.66)**	
DIFF. OWN-NPS		**0.114*** **		**0.023** **
		(4.95)		**(2.35)**
SIZE	0.003	0.002	0.001	0.001
	(1.04)	(0.41)	(1.10)	(1.03)
LEV	-0.019	-0.013	0.010	0.009
	(-0.86)	(-0.58)	(1.62)	(1.27)
ROA	-0.114**	-0.091	-0.018	-0.029
	(-2.13)	(-1.60)	(-0.87)	(-1.29)
SGR	0.002	-0.003	0.001	0.004
	(0.17)	(-0.22)	(0.17)	(0.52)

29) 예를 들어 최대주주가 국민연금이거나 정부 소유인 SOE에 해당하는 기업은 본 연구에서 입증하고자 하는 가설에 맞지 않다고 판단하여 이를 제외한 결과를 제시하였으며, 해당 기업을 포함하더라도 결과는 동일하게 확인됨

Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
No. of Obs.	2,255	2,140	1,255	1,165
Adj. R^2	0.082***	0.083***	0.053***	0.054***

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

□ <표 20>은 지배주주 지분율(*OWN*)과 기업가치 간 2차 곡선관계의 변곡점인 50% 수준을 기준으로 지배주주 지분율 상·하위 그룹을 분리하여, 각각 구간별 회귀분석을 수행한 결과임

○ 설명변수로 사용한 지배구조 변수(*Low G-Score*)는 한국기업지배구조원(KCGS) 지배구조 평가 점수의 연도-산업별 중간값 이하를 의미하는 더미 변수임

– 지배구조 등급 C, D에 해당하는 더미 변수를 적용하더라도 동일한 결과를 얻음

○ 국민연금은 지배주주 지분율 하위 구간(Low OWN: OWN<50%)의 취약한 지배구조의 특성을 보이는 기업을 대상으로 반대 의결권 행사(반대율)를 적극 수행하는 것으로 나타남

– 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리율(*OPP2*) 변수는 유의하지 않으나 부호 방향은 반대율 변수와 유사한 결과를 보여줌

– 상대적으로 지배주주 지분율이 낮은 기업에 대해서 국민연금의 매우 적극적인 반대 행사가 부담으로 작용했을 가능성도 존재함

○ 지배주주 지분율 50% 미만 구간은 지배주주의 지분이 증가함에 따라 통제권이 강화되어 사적이익을 취하려는 유인이 강하게 작용함

○ 따라서 국민연금은 지배주주 지분율 하위 구간에 속한 취약한 지배구조 타겟에 대해 적극 모니터링한다는 점에서 긍정적임

○ 2019년 기준 지배주주 지분율 50% 미만, 국민연금 지분율 10% 이상인 코스피 기업 중 지배구조 등급이 C, D에 해당하는 기업은 5개사임

– 해당 기업에 대해 국민연금은 2019년 3월 정기주총에서 모두 반대 의결권을 행사하였으며 연속 반대 의결권 행사를 한 기업은 3개사로 확인됨

• ㈜한솔케미칼, 아세아㈜, 한국단자공업㈜, ㈜케이씨씨, ㈜농심(국민연금 지분율 순)

○ 그러나 지배주주 지분율 상위 구간(High OWN: OWN≥50%)은 상대적으로 이해일치 유인이 강하게 작용하기 때문에 지배구조에 따른 의결권 행사 유인이 차별적으로 나타나지 않은 것으로 해석됨

□ 전반적으로 국민연금 의결권 행사의 적극성에 영향을 미치는 결정요인은 지배구조 변수가 유의성을 보이고 있으며 수익성이 낮은 기업일수록 안건 반대율이 높아지는 경향이 일부 나타남

표 20. 지분율 구간별 지배구조 수준이 국민연금 의결권 행사 적극성에 미치는 영향

	High OWN (OWN ≥ 50%)		Low OWN (OWN < 50%)	
	(1) OPP1	(2) OPP2	(3) OPP1	(4) OPP2
Constant	-0.571***	0.072	0.254***	0.042**
	(-3.43)	(1.16)	(3.36)	(2.13)
Low G-Score	0.011	-0.005	**0.035*** **	0.001
	(0.68)	(-0.92)	**(3.05)**	(0.35)
SIZE	0.039***	0.005**	-0.003	0.000
	(5.11)	(2.09)	(-0.96)	(-0.37)
LEV	-0.087*	0.013	-0.001	0.007
	(-1.77)	(0.80)	(-0.03)	(0.99)
ROA	-0.202	-0.150**	-0.090	-0.007
	(-1.45)	(-2.27)	(-1.59)	(-0.35)
SGR	-0.022	0.001	0.011	0.003
	(-0.96)	(0.08)	(0.69)	(0.43)
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
No. of Obs.	789	376	1,466	880
Adj. R^2	0.130***	0.143***	0.083***	0.015***

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

□ <표 21>은 소유-지배 괴리도(*Wedge*)와 기업가치 간 2차 곡선관계의 변곡점을 평균

30%를 기준으로 소유-지배 괴리도 상·하위 그룹을 분리하여, 각각 구간별 회귀분석을 수행한 결과임

○ 국민연금은 과도한 총수일가의 통제권에 의해 기업가치가 훼손될 우려가 높은 소유-지배 괴리도 상위 구간(High Wedge: Wedge≥30%)에 대하여, 낮은 지배구조 특성을 보이는 기업을 대상으로 반대 의결권 행사(반대율)를 적극 수행한 것으로 확인됨

□ 국민연금의 반대 의결권 행사는 내부 지배구조 및 통제 시스템이 취약한 기업에 대해 상호보완적 기능을 수행하는 것으로 판단됨

○ 특히 소유구조에 따라 대리인 문제가 심화되는 유인이 지배적인 지분율 구간에서 외부 지배구조 시스템의 한 축인 기관투자자의 보완 역할이 뚜렷하게 확인됨

□ 결과적으로 국민연금은 이익침해 유인(entrenchment effect)이 지배적인 지분율 구간에서는 지배구조 점수가 낮은 기업에 대해 반대 의결권을 적극 수행하는 것으로 나타나, 반대 투표를 통한 지배주주 견제 역할을 적절히 수행하는 것으로 판단됨

표 21. 소유-지배 괴리도 구간별 지배구조 수준이 국민연금 의결권 행사 적극성에 미치는 영향

	High Wedge (Wedge ≥ 30%)		Low Wedge (Wedge < 30%)	
	(1) OPP1	(2) OPP2	(3) OPP1	(4) OPP2
Constant	-0.203*	0.023	0.158	0.113
	(-1.75)	(0.61)	(1.15)	(1.24)
Low G-Score	**0.082*** **	-0.004	0.024	-0.016
	(3.92)	(-0.69)	(0.85)	(-1.22)
SIZE	0.014**	0.000	-0.003	-0.003
	(2.57)	(0.08)	(-0.48)	(-0.85)
LEV	-0.033	0.010	-0.038	-0.016
	(-0.82)	(0.90)	(-0.79)	(-0.70)
ROA	-0.244*	-0.036	-0.117	-0.241
	(-1.67)	(-1.57)	(-1.01)	(-1.14)
SGR	0.054	-0.004	-0.030	0.009

	(1.08)	(-0.52)	(-1.43)	(0.53)
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
No. of Obs.	473	375	438	341
Adj. R^2	0.173***	0.011	0.004	0.080**

***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

Ⅶ 결론 및 시사점

□ 본 연구는 최근 국내 기관투자자의 주주활동 관련 현황으로 기업의 소유구조에 따른 의결권 행사 적극성 강도 비교 결과를 제공함

○ 국내 기관투자자의 주주활동 유형은 주주총회에 상정된 안건에 대한 반대 의결권 행사를 중심으로 다루어짐

○ 현재 국민연금과 소수 민간 기관투자자에 의한 적극적인 의결권 행사에 편중되어 있는 실정임

□ 따라서 본 연구에서는 경영진 제안 안건에 대한 평균 반대율과 KCGS 권고 대비 행사 일치(괴리)율을 주요 변수로 현황과 소유구조에 따른 국내 의결권 행사의 적극성 수준을 확인함

○ 기존 국내 기관투자자 주주활동 관련 선행연구는 대부분 국민연금의 보유지분율 수준 및 투자기간 등을 변수로 주주활동 효과를 분석함

○ 최근에는 기관투자자의 안건 반대율 및 반대 행사여부를 변수로 활용하고 있음

○ 본 연구진은 최초로 KCGS의 권고 내역과 실제 기관투자자의 행사 내역 간 일치(괴리) 유형을 사용하였으며 이를 반대 의결권 행사의 적극성 지표로 소개하였다는 점에서 차별점이 있음

– 반대 권고 기준 일치율(①)은 KCGS의 반대 권고와 일치하는 방향으로 실제 찬성 행사를 하는 경우(④)에 비해 적극적 의결권 행사로 간주함

– 또한 KCGS의 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리율(③)은 실제 의결권을 행사하는 기관투자자 측 견해가 적극 반영된 사례로 KCGS의 권고 행사 기준보다 기관투자자의 내부 행사지침이 더 보수적으로 설정되었다는 점에서, 매우 적극적 의결권 행사

로 분류함

○ 해당 연구에서는 의결권 행사의 적극성을 반대 의결권 행사에 초점을 맞춰 국내 대표 자문사 권고를 기준으로 보다 적극적으로 행사한 경우를 대용치로 활용하였으나, 추후 반대 의결권 행사 관련 적극성 척도에 대해 논의를 확장할 여지가 있음

– 예를 들면 전체 국내 기관투자자 또는 해외 기관투자자의 의결권 행사 방향을 비교하거나 해당 안건에 대한 평균 반대율을 기준으로 적극성 여부를 판단할 수 있을 것임

□ 본 연구는 2012년부터 2018년까지 국내 기관투자자의 의결권 행사 내역 공시가 존재하는 유가증권시장 상장 기업을 대상으로 분석함

○ 안건 반대율 및 반대 타겟 대상 기업 수는 스튜어드십 코드 도입과 함께 최근 증가 추세를 보이고 있으며, 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사도 소폭 상승함

– 개별 기관투자자 및 의결권 자문사의 지침에 따라 해당 안건 유형별로 판단 기준이 상이하다는 점을 고려해야 함

○ 반대 의결권 행사의 적극성 지표로 소개한 반대 권고 기준 일치율(①)과 KCGS의 찬성 권고 대비 반대 행사 괴리율(③)은 2017년 이후 증가하는 반면, 소극적 의결권 행사 유형은 감소 추세로 확인됨

□ 국내 전체 상장기업 중 국민연금이 5% 이상 보유하거나 주요 주주의 위치에 놓인 기업 수는 점차 증가하는 추세임

○ 따라서 현 시점에서 국민연금이 지배구조가 취약하거나 집중된 소유구조에 의해 지배주주의 사적이익 추구 유인이 높은 기업을 대상으로, 실제 충실하게 모니터링하고 있는지 짚어볼 필요가 있음

○ 본 연구에서는 소유구조 집중도를 지배주주 지분율과 지배주주−국민연금(기관투자자) 지분율 괴리 변수를 사용하여 현황을 살펴봄

□ 국민연금의 경우, 지배주주 지분율이 높고 지배주주−국민연금 지분율 괴리가 큰 기업을 대상으로 반대 의결권 행사를 적극 수행하는 것으로 확인됨

○ 집중된 소유구조 형태의 기업은 지배구조가 상대적으로 취약할 확률이 높으며, 국민연금 입장에서 반대 행사의 부담이 적다는 점에서 적극적인 의결권 행사가 이루어질 가능성이 있음

□ 따라서 본 연구진은 소유구조 집중도에 따른 지배구조 및 기업가치 연관성을 살펴보고 사적이익 추구 유인이 높은 소유구조 형태에 대한 기관투자자의 견제가 적절히 이루어지고 있는지 실증결과를 제시함

○ 본 연구는 소유구조 변수로 지배주주 지분율(*OWN*)과 기업집단 소속 계열사를 대상으로 소유-지배 괴리도(*Wedge*)를 사용하여 각각 한국기업지배구조원(KCGS)의 지배구조 점수 및 기업가치와의 연관성을 확인함

○ 지배주주 지분율이 높을수록 이익침해 유인이 크게 작용하는 구간(Low OWN)과 이해일치로 기업가치 및 지배구조 수준에 긍정적인 영향을 미치는 구간(High OWN)으로 그룹을 분리하여 구간별 회귀분석을 수행함

○ 분석 결과, 국민연금은 상대적으로 지배주주의 사적이익 추구 유인이 높은 지분율 구간(Low OWN, High Wedge)에서 취약한 지배구조의 기업을 대상으로 반대 의결권 행사를 적극 수행함을 입증함

□ 본 연구는 지배구조가 취약하거나 부정적 안건을 상정한 기업에 대한 견제가 국내 기관투자자 특히, 국민연금에 의해 충실하게 이루어지고 있는지를 중점적으로 분석하였으며 다음과 같은 정책적 시사점을 제시함

○ 국민연금은 국내 최대 연기금으로서의 사회적 영향력을 고려하여 투자 기업의 소유구조에 따른 전략적 투표 행태를 일부 취하는 경향을 보임

○ 그러나 상대적으로 지배구조가 취약하거나 이익침해 유인이 작용할 가능성이 높은 기업에 대해서는 적극적인 반대 의결권 행사를 통한 모니터링 기능을 적절히 수행하는 것으로 확인됨

○ 다만, 현 국내 기업의 집중된 소유구조 하에서는 개별 기관투자자가 실제 안건의 부결을 이끌어 내거나 직접적으로 경영진을 견제하기에는 한계가 존재함

○ 따라서 향후 소유구조를 고려한 스튜어드십 코드의 효과적 이행 방안에 대한 논의가

이루어져야 할 것으로 판단되며, 기관투자자 입장에서는 해외 기관투자자의 주주활동을 참고하여 연대 전략(coalition)을 고려할 수 있을 것임

○ 국민연금은 최근 적극적 주주활동에 대한 가이드라인(안)을 발표하고 사전 의견을 수렴하는 절차를 거침

– 국민연금도 주주활동의 실효성(통과 가능성)과 부결 이후의 주주활동 후속조치에 대해 고민하는 것으로 보임

○ 이러한 국민연금의 노력은 향후 주주권 행사에 대한 예측가능성을 높일 것으로 판단되며, 기업 측은 경영 불확실성을 해소할 수 있는 기회로 활용해야 할 것임

○ 국내 상장기업의 기존 내·외부 지배구조 시스템이 형식적으로 운영되어 왔다는 점에서, 본 연구진은 외부 투자자로서 기관투자자에 의한 모니터링 역할을 새롭게 기대할 수 있는 연구 결과가 되길 기대함

참고 문헌

▌해외문헌

Berle, A. and G. Means, "The Modern Corporation and Private Property," *McMillan Company*, New York, 1932.

Cai, J., J. Garner, and R. Walkling, 2009, "Electing Directors," *Journal of Finance*, 64, pp. 2389-2421.

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang, 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 57, pp. 2741-2771.

Demsetz, H., 1983, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 375-390.

Fama, E., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy,* 88, pp. 288-307.

Gillan, S. and L. Starks, 2003, "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective," *Journal of Applied Finance,* 13, pp. 4-22.

González, T. and P. Calluzzo, 2019, "Clustered shareholder activism," *Corporate Governance: An International Review*, 27, pp. 210-225.

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

Malenko, N. and Y. Shen, 2016, "The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design," *Review of Financial Studies,* 29, pp. 3394-3427.

Marquardt, B., B. Myers, and X. Niu, 2018, "Strategic voting and insider ownership," *Journal of Corporate Finance*, 51, pp. 50-71.

McConnell, J. and H. Servaes, 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.

Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.

Peterson, M., 2009, "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *Review of Financial Studies*, 22, pp. 435-480.

Shleifer, A. and R. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461-488.