

## The Effect of the National Pension Service' Activism on Earning Management after Adoption of the Korea Stewardship Code

Ye-Kyung Kwon\*

\*Associate professor, Global Business College, Dongseo University, Busan, Korea

### [Abstract]

The Korea Stewardship Code 'Principles on the Fiduciary Responsibilities of Institutional Investors' was introduced in 2016 and the National Pension Service adopted it in 2018. the National Pension Service casted 'dissent' vote on the agenda which is able to reduce the ownership interest of shareholder in general meeting.

This paper examines whether 'dissent' voting affected on the ownership interest of shareholder or not. The 'dissent' vote on the agenda are related to revision artical of corperation, appointment or compensation of director and auditor, approval of financial statements ect. The proxies of earnings management is discretionary accruals calculated by modified Jones model. The control variablies are size of assets, liabilities per assets, returns on assets.

The results of this study are as followings.

First, the 'dissent' voting on the agenda are related to revision artical of corperation, M&A, approval of financial statements ect. are not significant because their sample size is too small,

Second, the 'dissent' voting on appointment of director and auditor affected on reduction of discretionary accruals. So the National Pension Service activism shall affect on increasing the ownership interest of shareholder.

Third, the 'dissent' voting on compensation of director and auditor is not affected on reduction of discretionary accruals. This results show that 'unconditional dissent voting' on the agenda in general meeting is not to reduce the ownership interest of shareholder.

▶ **Key words:** Stewardship Code, 'dissent' voting, Earnings management

## [요 약]

우리나라에서 2016년 12월 19일 ‘기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙’이라는 이름으로 한국형 스투어드십 코드(stewardship code)를 전격 공표하였다. 이후 국민연금공단에서는 2018년 7월부터 스투어드십 코드를 실행하기 시작했다. 기업들은 스투어드십 코드를 도입하면 적극적인 주주권 행사를 할 것이라는 사실을 미리 알고 있었기 때문에 2018년 이후의 주주총회에서 언제나 주주권을 행사할 수 있다고 알고 있었다. 이러한 주주권 행사는 주주총회에서 기업의 의결권 주식 5% 이상\*을 소유한 투자자들이 이사선임(director)과 감사선임(auditor)의 선임 및 보수 증액, 정관 변경(article) 등의 의사결정에 가(yes) 부(no)의 투표권 행사하는 것을 말한다.

연구결과에 따르면 피투자기업의 안전에 대해 국민연금이 반대투표를 하기 전과 후의 재량발생액 평균의 차이가 있음을 알 수 있다. 국민연금의 반대투표 안전들을 몇 가지로 분류하여 보면 정관 개정 등에 대한 반대투표, 이사회 감사 선임 안전과 보수 한도 증액 안전에 대한 반대투표 및 재무제표의 승인 안전에 대한 반대투표 등으로 나뉜다. 이 중에서 정관개정, 합병·분할, 재무제표 승인에 관련된 반대투표는 투표 건수가 통계적 유의성을 가질 정도로 많지 않았다. 반면 지배구조에 관련된 이사 및 감사의 선임 안전에 대한 반대투표는 이익조정(earnings management)에 유의한 영향을 미치며 반대투표 이후에는 그 이전에 비해서 경영진에 의한 이익조정(earnings management)을 감소(-)시키는 효과가 있었다. 그러나 이사 및 감사의 보수 증액 안전 등에 대한 반대투표는 오히려 경영진에 의한 이익조정을 증가(+)-시키는 결과를 가져왔다.

첫째, 이사 및 감사의 선임 안전에 대해 반대투표를 통해 경영진의 자의적 이익관리를 축소하는 효과를 기대할 수 있다. 이를 통해서 국민연금의 이익과 소액주주들의 이익이 침해될 가능성이 작아질 수 있다.

둘째, 이사 및 감사의 보수 증액 안전 등에 대한 반대투표는 오히려 경영진에 의한 이익조정을 증가시키는 결과를 보면 임원진 등의 보수 증액에 대해 무조건 반대라는 주주권 행사는 경영진의 자의적 이익관리에 도움이 되지 못함을 알 수 있다.

셋째, 정관개정, 합병·분할, 재무제표 승인에 관련된 반대투표는 투표 건수가 통계적 유의성을 가질 정도로 많지 않았다.

▶ **주제어:** 스투어드십 코드, 적극적 주주활동, 이익조정

## I. Introduction

우리나라에서는 2016년 스투어드십 코드를 도입하였다. 스투어드십 코드 도입 이전에는 기관투자자들이 피투자기업의 주주총회에 상정된 안전에 대해 의견 개진 등의 적극적인 주주활동을 주로 하고 반대투표 등을 행사하여 주주의 이익을 지키려는 적극적인 주주활동을 하지 못했다는 비판이 있었다. 우리나라 대표적인 기관투자자인 국민연금이 2018년 7월부터 ‘국민연금기금 수탁자책임 활동에 관한 지침’을 실행함으로써 적극적 주주 활동이 시작되었다. 다른 기관투자자들도 스투어드십 코드의 도입 이후 피투자기업의 주주총회에서 적극적인 목소리를 내고 있다. 한국의 대표적인 기관투자자인 국민연금이 적극적인 자세

로 주주활동을 전개함으로써 능동적으로 자신의 투자수익을 확대하려는 노력이 이루어지고 있다. 여기서 국민연금의 적극적 주주활동은 정관(article of corporation)개정에 대한 반대투표, 이사회 감사 선임 안전과 보수 한도 증액 안전에 대한 반대투표 및 재무제표의 승인 안전 반대투표 등을 할 수 있는 주주권 행사를 말한다. 이렇게 다양한 형태의 적극적 주주활동 중에서 재무제표의 승인에 대한 반대투표는 재무제표의 질적 측면에도 직접적으로 관련되어 있는 주주권 행사이지만 실제로 주주권을 행사한 경우는 매우 적다. 지배구조와 관련된 이사선임 등의 안전에 대한 주주권 행사도 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 변수

\* 이 논문은 2020년도 동서대학교 "Dongseo Frontier Project" 지원에 의하여 이루어진 것임  
\* 자본시장법 제 87조 및 제 186조 제 2항에 근거

이다. 그리고 정관변경, 합병 및 분할 등의 변수 역시 이익 조정에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구는 한국의 스투어드십코드 도입 이후에 2018년부터 국민연금이 행사하고 있는 반대투표가 피투자기업 경영진의 자의적 이익조정 범위를 축소하는 효과가 있는지를 검증하는데 목적을 둔다.

## II. Advance Research & Hypothesis

### 1. Stewardship Code

스튜어드십 코드(stewardship code)는 1992년 영국에서 사회적 문제로 대두된 기업의 비리에서 비롯되었다. BCCI은행(Bank of Credit and Commerce International)의 분식회계와 맥스웰(Maxwell) 직원의 연금자산 남용 사건이 결정적인 계기가 되었다. 이들 사건 이후에 산업계에서는 기업 문화를 바꿀 필요성을 인식하고 기업지배구조에 대한 기본 방향에 대한 논의가 시작되었다.(Cadbury Report, 1992) 캐드버리 보고서 발표 이후, 기관투자자 위원회(Institutional Shareholder Committee: ISC)는 기관투자자의 책임에 대한 규정(Code on the Responsibilities of Institutional Investors)을 최초로 제정하였다.

우리나라에서는 2016년 12월 19일 '기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙'이라는 이름으로 한국형 스투어드십 코드를 전격 공표하였다. 이후 국민연금공단에서는 2018년 7월부터 스투어드십 코드를 실행하기 시작했다. 기업들은 스투어드십 코드를 도입하면 적극적인 주주권 행사를 할 것이라는 사실을 미리 알고 있었기 때문에 2018년 이후의 주주총회에서 언제나 주주권을 행사할 수 있다고 알고 있었다. 이러한 주주권 행사는 주주총회에서 기업의 의결권 주식 5% 이상\*을 소유한 투자자들이 이사선임(Director), 감사선임(Auditor), 정관변경(Article) 등의 의사결정에 가(YES) 부(NO)의 투표를 하는 것이다.

한국의 스투어드십 코드의 도입과 관련한 논문들은 대부분 제도적 측면에서 기관투자자들의 의결권행사가 가지는 문제점들을 검토하고 있다. 기관투자자의 의결권행사가 단순히 의견을 표명하는데 그치는 것이 아니라면 상당히 심각한 문제로 받아들여질 수 있는데, 불성실한 의결권 행사는 결국 기관투자자의 수탁자 의무를 소홀히 하는 것이고 이는 국내 실정법에서 규정하고 있는 수탁자 책임에 대한 위반으로까지 해석될 수 있다.(정윤모, 2016) 한국의

스튜어드십 코드는 연성규범(soft law)으로 기관투자자에게 별도의 법적 부담을 창설하지 않으면서도 수탁자책임을 성실히 이행할 수 있도록 하는 최선의 정책이라고 한다. 그리고 코드운영의 핵심이 되는 원리인 '원칙준수와 예외설명' 방식은 기관투자자들의 개별 여건을 현실적으로 수용하여 코드 실행의 구체적 타당성을 제공한다고 전제하고 몇 가지 스투어드십 코드 도입과 관련해서 발생할 수 있는 논의사항을 제시하고 있다.(한지현, 2016) .

우리나라는 이해관계자 자본주의 (stakeholder capitalism)와는 성격이 다른 지배주주 겸 경영자인 오너와 소액주주 간의 갈등을 야기하는 오너 자본주의 (stakeholder capitalism)라는 세계에서 유래를 찾을 수 없는 독특한 지배구조를 가지고 있다. 그럼에도 불구하고 우리나라 스투어드십 코드는 강제성이 없는 연성 규범 (soft law)으로 되어 있다.(정윤모, 2016) 보건복지부의 스투어드십 코드에 따른 의결권 행사지침은 산하기관에 하달하는 업무규정의 형식이다. 국민연금 법률체제에서 규정하지 못한 전문성 있는 부분을 의결권행사의 세부사항이라고 하여 국민연금관리공단에 하달한 업무규정이다.

미국의 경우, 최대의 연기금인 캘퍼스(CalPERS)는 기업의 좋은 지배구조는 반드시 주주에게 더 높은 투자수익을 돌려줄 수 있다는 확고한 투자 철학을 바탕으로 기업지배구조의 개선 여지가 많은 기업을 선발하여 적극적 관여 (active engagement)로 기업의 지배구조 개선 작업을 펼쳐 주주가치를 극대화하고 있다.(박동욱, 2017)

### 2. Institutional Monitoring

우리나라에서 국민연금은 투자규모가 가장 큰 기관투자자이다. 일반적으로 기관투자자는 투자액의 규모가 크기 때문에 주주가치와 부합되지 않는 경영자의 사적 이익을 추구하는 행위를 견제할 수 있는 능력과 유인이 개인 투자자에 비해 더 크다. 그래서 기관투자자는 주주가치의 극대화를 위해 노력한다.(Grossman and Hart 1980: Brickely et al, 1988). 이와 같은 맥락에서 기관투자자가 견제 및 감시활동을 통해 기업의 이익조정을 통제하는지에 관한 연구가 활발히 이루어져 왔다. 연기금 등의 기관투자자 지분비율이나 외국인 지분비율이 높을수록 ESG 등급이 높다(Oh, W.Y., Chang, Y.K., and Martynov, A., 2011) 그리고 김문태·이해영(2016)은 이익조정의 대리변수인 재량발생액을 Kothari et al(2005)모형을 이용해 추정하여 국민연금의 지분비중이 높은 기업일수록 재량발

\* 자본시장법 제 87조 및 제 186조 제 2항에 근거

생액이 유의적으로 낮아 경영자가 기회주의적이고 과도한 이익조정을 구사하는데 제약을 받는다고 보고하였다. 또 이윤아·김태동·배창현(2021)은 배당 관련 국내 적극적 주주권 행사 여부는 실제 이익조정과 음(-)의 관계가 있음을 확인하고 적극적 반대 의결권 행사가 경영자의 이익 상향 조정 유인을 견제하는 효과가 있다고 주장한다. 이상혁·배진한(2020)은 스톱어드십 코드 도입 후, 국민연금의 반대 의결권 행사가 경영진 견제에만 쏠려있고 기업에 실질적인 영향을 줄 수 있는 대응이 부재하다고 제시하고 있다. 이해영과 이재춘(2006)은 기관투자자 지분율이 높을수록 경영자의 감시능력이 강화되어 기업가치가 증대된다는 실증의 결과를 확인하였다. 이는 기관투자자의 효율적 감시 가설을 지지하는 결과이다. 윤정선과 김유리(2015)는 기관 투자자의 지분율을 높일수록 내부통제 취약점 보고가 감소하며 이와 같은 순기능은 기관투자자의 투자기간이 짧아 질수록 현저히 약해진다는 연구결과를 보고하였다.

### 3. Earnings Management & ESG

Friedman(1970)은 기업의 사회적 책임(CSR)이란 주주의 의사를 존중하면서 기업을 경영하는 것으로 법과 윤리를 지키는 동시에 가능한 많은 이윤을 창출하는 것이라고 정의하였다. 기업의 사회적 책임 활동에 충실한 기업들은 규제를 피할 수 있으므로 벌금 위반 비용을 줄일 수 있고(Dhaliwal et al. 2011), 고객들에게 매력적인 이미지를 형성하여 높은 재무성과를 달성할 가능성이 높아진다.(Lev et al. 2010)

기업의 사회적 책임 활동을 적극적으로 하는 경영자는 적자보고 회피 및 이익 유연화 등의 의사결정을 하지 않거나 (Chih et al. 2008) 이익조정(재량적 발생액, 실제 이익조정)을 적게 하는 경향이 있다.(Kim et al. 2012) 그리고 이정은(2013)은 기업의 지배구조, 사회, 환경의 등급은 기업가치와 유의한 양의 관련성이 있다고 보고하고 있다. 임형주와 최종서(2013)의 연구에서는 기업의 사회적 책임(CSR) 활동을 적극적으로 하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 대비해서 재무보고의 질이 높음을 확인하였고, 외국인 투자자는 CSR 활동을 적극적으로 하는 기업에 투자하는 경향이 있다. (김선화·김용기 2012).

### 4. Governance & Earnings Management

독특한 지배구조의 행태가 기업의 가치와 경영성과, 투자자의 반응 등에 부정적 영향을 미친다는 결과를 발표한 다수의 연구들이 있다.(김명인과 최종학 2008, 안홍복 외 2002, Fan and Wong 2002, Claessens et al 2000) 또

지배구조의 척도 중의 하나인 이사회 독립성이 높을수록 기업의 이익조정 수준이 감소한다 Klein(2002)라고 한다. 또 Xie et al(2003)은 이사회 규모의 큰 기업이 이익조정을 더 효과적으로 억제한다고 보고하고 있다. 그리고 Faccio and Lang (2002)은 지배주주들이 자신의 사적 이익을 위해 소액주주들의 권리를 무시하거나 관계회사와의 거래 등을 통해 이익을 자신의 실질적 지분율이 높은 회사로 이전하여 사적 이익을 추구할 가능성이 높다고 주장하였다.

### 5. Hypothesis

우리나라의 스톱어드십 코드는 국민연금공단에서 2018년 7월에 최초로 도입되었다. 기업들은 국민연금에서 스톱어드십 코드를 도입하면 적극적으로 2018년 이후의 주주총회에서 언제나 주주권을 행사할 수 있다. 이러한 주주권 행사는 주주총회에서 이사선임(Director), 감사선임(Auditor), 정관변경(Article) 등의 의사결정에 가(YES) 부(NO)의 투표로 나타난다.

본 연구에서는 스톱어드십 코드의 도입 후, 주주권 행사 중에서 반대투표가 이익조정(2019-2020)을 감소시키는 효과가 있는지를 분석한다. 그런데 본 연구에서 2018년도를 제외한 이유는 동년 7월 이전의 주주총회에서는 국민연금이 주주권 행사를 적극적으로 하지 못했기 때문이다. 그리고 선행연구에서 언급했듯이 국민연금의 스톱어드십 코드 도입 후 반대투표를 행사한 기업들의 이익조정에 관한 선행연구 결과는 일관성이 없다. 이러한 비일관적 선행연구 결과는 각 연구가 적용했던 연구대상 기간과 이익조정 측정 모형에서도 차이가 있기 때문이다. 또 대부분의 선행연구들에서 적용한 연구대상 기간도 상대적으로 짧아서 스톱어드십 코드 도입 후 적극적 주주권 행사의 효과를 이익조정의 관점에서 확인하기에는 충분하지 않다고 할 수 있다. 그렇지만 본 연구에서는 이익조정 측정 모형을 일부 수정한 후 반대투표 이후 대상 기업들의 이익조정 정도를 확인하기 위하여 <연구가설>을 설정한다. 귀무가설을 설정한 이유는 선행연구들의 결과가 (+) 또는 (-)로 일관성이 없기 때문이다. 반대투표 전후에 대상기업들의 재량발생액 절대치 평균의 차이(|DA|)가 유의성을 갖는다면 그 차이가 이익의 과대계상으로 인한 것인지 아니면 과소계상으로 인한 것인지를 밝기 위해서 반대투표 전후의 기간별 재량발생액의 평균의 차이(DA)를 검증하고 그 부호의 변동을 확인한다.

*H0 : 국민연금의 반대투표(NF\_NO) 행사로 기업 경영진의 이익조정(절대적 재량발생액)이 줄어들지 않았다.*

*H0-1 : 정관개정, 분할합병 등에 대한 반대투표*

(EX\_NO)행사로 절대적 재량발생액이 감소되지 않았다.

H0-2 재무제표 승인의 반대투표(FS\_NO) 행사로 절대적 재량발생액이 감소되지 않았다.

H0-3 이사나 감사 선임에 대한 반대투표(DAU\_NO)행사로 절대적 재량발생액이 감소되지 않았다.

H0-4 이사 및 감사 보수 한도에 대한 반대투표(IDA\_NO)행사로 절대적 재량발생액이 감소되지 않았다.

DA : 재량발생액(DA)

|DA| : 재량발생액의 절대치

IF\_NO : 반대투표 전후 더미변수 ( 반대 전년도 이면: 0, 반대후년도 이면: 1)

DAU\_NO : 이사나감사선임에 대한 반대투표( 반대 전년도 이면: 0, 반대 후년도이면: 1)

IDA\_NO : 이사및감사 보수 한도에 대한 반대투표( 반대 전년도 이면: 0, 반대후년도 이면: 1)

EX\_NO : 정관개정, 분할합병 등 기타에 대한 반대투표( 반대 전년도 이면: 0, 반대 후년도 이면: 1)

ROA : 총자산 이익률

SIZE : 총자산 규모의 자연로그

DEBT : 부채비율

i : 기업

t : 반대투표 행사 기준연도

### III. Research Model & Results

#### 1. Sampling

우리나라의 스투어드십 코드는 국민연금공단에서 2018년 7월에 최초로 도입하고 동 연도 주주총회에서 투표권을 행사한 기업체의 수는 총 656개이고 그 중에서 반대 의사를 투표로 표시한 기업은 372개 업체이다. 이들 업체의 재무자료를 TS-2000에서 2016-2017 회계연도 및 2019-2020 회계연도의 확인한 결과, 자료를 완전하게 추출할 수 있고 주주총회 안건별 반대 의사를 표명한 투표건수는 945개이다. 이 중에서 극단치를 보이는 2개를 제외한 943개를 본 연구의 표본으로 삼는다. 그리고 Table 2의 국민연금 반대투표의 현황을 보면 국민연금이 반대투표를 실행한 기업체 372개에서 정관변경 안건, 분할 및 합병 안건, 이사 및 감사의 선임 안건, 이사 및 감사 보수 안건 및 재무제표 승인의 건에서 1개 안건 이상에 반대투표를 했다는 것을 알 수 있다.

재량발생액의 측정은 수정 Jones 모형을 사용한다. 수정 Jones 모형을 사용하는 이유는 매출채권의 증가로 매출액을 증가시킬 수 있고 비재량발생액은 영업수익 증가와 고정자산 규모와 함수관계에 있다고 가정하기 때문이다.

[재량적 발생액의 추정]

$$TA_{it}/A_{it-1} = \alpha_0 + \beta_1[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1} + \beta_2(PPE_{it}/A_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

$$\widehat{NDA}_{it} = \widehat{\alpha}_0 + \widehat{\beta}_1[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}] + \widehat{\beta}_2(PPE_{it}/A_{it-1})$$

$$\widehat{DA}_{it} = TA_{it}/A_{it-1} - \widehat{NDA}_{it}$$

Table 1. National Pension Service' Activism in 2018

	revision artical	M&A	appointment	compensation	approval	sum
dissent	47	27	175	226	12	487

#### 2. Research Model

이 연구는 Event Study 의 성격으로 경영자의 자의적 이익관리의 여지를 대리하는 변수로 재량발생액을 선택했다. 그래서 연구모형의 종속변수는 재량발생액이고 반대투표의 전과 후의 평균을 비교하여 그 차이가 유의성을 갖는지를 점검한다.

[연구모형]

$$EM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IF\_NO_{it} + \alpha_2 DAU\_NO + \alpha_3 IDA\_NO + \alpha_4 EX\_NO + \alpha_5 ROA + \alpha_6 DEBT_{it} + \alpha_7 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

EM : 이익조정 변수

TA : 총발생액

$\Delta REV$  : 매출액 변화

$\Delta REC$  : 매출채권 변화

PPE : 유형자산총액

A : 기초총자산

$\epsilon$  : 잔차

기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 총자산이익률(ROA), 총자산순현금유입률(NCI) 등으로 하고 기업규모는 총자산의 자연로그를 취하고, 부채비율은 (부채총액 / 총자산) X 100, 총자산 이익률은 (기간이익 / 총자산) X 100 으로 측정한다.

본 연구는 일차적으로 재량적 발생액의 차이 검증을 위해서 우선 수정 Jones 모형을 이용한다. 이 모형에서 총발

생액(TA)은 이익에서 영업현금흐름을 차감하여 측정하고 이익은 당기순이익을 사용하며 영업현금흐름은 현금흐름표상의 영업현금흐름으로 측정한다. 수정 Jones모형을 이용해 재량적 발생액을 추정하기 위한 절차는 다음과 같다. 먼저 업종별로 나누어진 표본을 가지고 식(1)과 같은 회귀식을 각각 추정한다. 다음에 식(1)에서 추정된 회귀계수를 식(2)에 대입하여 개별 기업의 비재량적 발생액을 추정한다. 비재량적 발생액은 회귀식(1)의 종속변수의 추정치가 된다. 끝으로 식(1)의 종속변수인 총발생액에서 식(2)에서 추정한 비재량적 발생액을 차감해서 개별 기업의 재량적 발생액의 추정치( $\widehat{DA}$ )를 구한다(식(3)). 재량적 발생액은 기업 간 비교가 가능하도록 기초의 총자산으로 나누어 표준화한다.

#### IV. Empirical Testing & Results

##### 1. Discriptive Statistics

국민연금이 스튜어드십 코드를 2018년 도입하여 적극적인 주주권 행사를 실행했다. 이 연구에는 피투자기업이 주주총회에 상정한 1개 안건 이상에 대해 국민연금이 반대투표를 행사한 기업 943개의 데이터를 사용했다. Table 2에서 보면, 기업 경영진의 자의적인 이익조정 가능성을 알 수 있는 재량발생액(DA)의 평균은 -0.014이다. 재량발생액(DA)의 중위수는 -0.011로 정규분포의 형상을 보인다. 최소치와 최대치의 간극은 1.00을 약간 넘는다.

통제변수인 기업규모(SIZE)은 평균이 20.799이고 중위수는 20.457로 평균치와 큰 차이를 보이지 않는다. 총자산 이익률(ROA)도 평균이 0.037이고 중위수는 0.031로 평균치와 비슷하다. 부채비율(LEV)도 평균이 0.359이고 중위수는 0.361로 평균치에 근접해 있다.

Table 2. Discriptive Statistics

Var.	N	Mean	Median	Std	Min	Max
DA	943	-0.014	-0.011	0.092	-0.480	1.399
DA	943	0.012	0.010	0.079	0.480	1.399
SIZE	943	20.799	20.457	1.405	18.389	26.160
ROA	943	0.037	0.031	0.095	-0.308	2.054
LEV	943	0.359	0.361	0.202	0.002	1.071

본 연구에 사용된 자료를 분석해 보면, 변수들의 상관관계는 Table 3 와 같다. 상관관계 분석을 보면 이익조정 변수(DA)와 기업규모(SIZE)는 상관관계가 낮고 반면 총자산 이익률(ROA)과 부채비율(LEV)은 상관관계가 높게 나타났다.

Table 3. Correlation Matrix(Pearson)

Var.	DA	DA	SIZE	ROA	LEV
DA	1	.897***	-.047	.747***	-.149***
DA		1	-.051	.725***	-.137***
SIZE			1	-.038	.255***
ROA				1	-.228***
LEV					1

\*\*\*, \*\*, represent significance at, 1,5% levels, respectively

##### 2. Implication

###### 2.1 'Dissent' voting & Earnings Management

국민연금이 스튜어드십 코드를 적용하여 2018 회계년도에 피투자기업이 상정한 주주총회 안건 1개 이상에 대해 반대투표로 자기 의사를 표시한 기업은 372개 업체이다. 국민연금이 반대투표한 기업들을 대상으로 행사 이전 2년(2016, 2017)과 이후 2년(2019, 2020)의 재무자료를 이용하여 재량발생액의 차이를 분석한 결과는 Table 4와 같다. Table 4에서 보면 수정된 회귀계수가 -0.047이고 t값이 -0.2117이다. 따라서 피투자기업의 안건에 대해 국민연금이 반대투표를 하기 전과 후의 재량발생액 평균의 차이가 있다는 사실을 5% 유의수준에서 확인해주고 있다. 통제변수 중에서는 총자산이익률(ROA)만이 재량발생액에 영향을 미치고 기업규모나 부채비율은 그렇지 않다고 할 수 있다.

그러므로 회귀계수가 음의 수치를 보이는 것으로 보아 기업들은 국민연금 등의 기관투자자들이 반대투표권을 행사함에 따라 과거와 달리 마음대로 이익을 조정할 국면이 줄었다고 할 수 있다.

Table 4. DA of the post & ant.(voting all)

Var.	Adj-β	t-value	VIF	Adj-R <sup>2</sup>	F-value
IF_NO	-0.047	-0.2117**	1.038	0.560	300.535***
SIZE	-0.024	-1.059	1.072		
ROA	0.744	32.919***	1.093		
LEV	1.188	0.235	1.129		

\*\*\*, \*\*, \*, represent significance at, 1, 5 and 10% levels, respectively

Table 4는 주주총회에 상정된 안건별 반대투표의 결과가 아닌 1개 이상의 안건에 대해 국민연금이 반대투표(IF\_NO)를 한 경우의 이익조정 효과를 분석한 결과이었다. 그래서 이하에서는 반대투표를 한 주주총회 안건의 유형에 따라 각각이 경영진의 자의적 이익관리에 영향이 미쳤는지를 검증해 볼 필요가 있다.

###### 2.2 'Dissent' Revision Artical etc. & Earnings Management

여기서는 국민연금이 의결권 주식 5%이상을 소유한 피투자기업이 주주총회에 상정한 정관개정 및 분할·합병 등

에 대해 반대하는 투표한 이후에 이익조정이 감소되었는지를 점검한다. Table 5 에서 보는 바와 같이 정관개정 및 분할·합병 등에 대한 반대투표(EX\_NO)는 유의하지 않는 것으로 나타났다. 그렇지만 관심변수와는 달리 통제변수인 총자산이익률(ROA)과 부채비율(LEV)은 이익조정에 양의 영향을 미치고 기업규모(SIZE)는 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Table 5. DA of the post & ant.

Var.	Adj-β	t-value	VIF	Adj-R <sup>2</sup>	F-value
EX_NO	-0.012	-0.218	1.025	0.630	200.535***
SIZE	-0.057	-1.948*	1.101		
ROA	0.798	27.976***	1.031		
LEV	0.062	2.066*	1.131		

\*\*\*, \*\*, \*, represent significance at, 1, 5 and 10% levels, respectively

### 2.3 Appointment Dissent & Earnings Management

이사 및 감사의 선임안에 대한 반대투표(AU\_NO)가 있었던 2018년 이후 2년간의 재량적 발생액이 그 이전 2년간에 비해 조금 줄어들었다는 Table 6에서 보면 알 수 있다. 통제변수 총자산이익률(ROA)만이 이익조정에 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Table 6. DA of the post & ant.(Appointment Dissent)

Var.	Adj-β	t-value	VIF	Adj-R <sup>2</sup>	F-value
AU_NO	-0.063	-1.767*	1.035	0.424	86.446
SIZE	0.002	0.012	1.092		
ROA	0.648	16.858***	1.178		
LEV	-0.001	-0.038	1.231		

\*\*\*, \*\*, \*, represent significance at, 1, 5 and 10% levels, respectively

### 2.4 Approval Dissent & Earnings Management

국민연금이 스투어드십 코드 도입하고 2018년 피투자기업에 대해 이사 및 감사 보수한도에 대한 반대투표(IDA\_NO)를 실행한 이후 2년간(2019, 2000)의 재량발생액은 그 이전(2016, 2017)과 5% 유의수준에서 차이가 있다. Table 7 에서 회귀계수의 부호가 양(+)인 것으로 보아 국민연금이 이사 및 감사 보수한도를 증액하는데 반대한 이후 경영진의 자의적 이익조정이 더욱 늘어났다고 할 수 있다.

Table 7. DA of the post & ant.(Approval Dissent)

Var.	Adj-β	t-value	VIF	Adj-R <sup>2</sup>	F-value
IDA_NO	0.089	2.543**	1.007	0.424	87.5890***
SIZE	0.012	0.319	1.079		
ROA	0.647	17.204***	1.163		
LEV	-0.005	-0.130	1.234		

\*\*\*, \*\*, \*, represent significance at, 1, 5 and 10% levels, respectively

이런 결과는 임원진 등의 보수 증액에 대해 무조건 반대라는 주주권 행사는 경영진의 자의적 이익관리에 도움이 되지 못함을 보여준다.

## V. Conclusions

본 연구는 스투어드십 코드의 도입 이후에 국민연금이 적극적인 주주권을 행사함으로써 피 투자기업의 건전한 지배구조와 사회적 책임을 통해 경영진이나 대주주가 자기의 사적 이익을 늘임으로서 기관투자자나 소액주주들의 이익을 침탈하는 행위를 어느 정도 막을 수 있다고 전제한다. 그래서 스투어드십 코드의 도입 후 대표적인 기관투자자인 국민연금의 거부권 행사가 피투자기업 경영진의 자의적 이익관리(이익조정)를 감소시키는 효과가 있는지를 검증하였다.

분석결과에 따르면 피 투자기업의 안전에 대해 국민연금이 반대투표를 하기 전과 후의 재량발생액 평균의 차이가 있음을 알 수 있다. 국민연금의 반대투표 안전들을 몇 가지로 분류하여 보면 정관(artical of corperation)개정 등에 대한 반대투표, 이사나 감사 선임 안전과 보수 한도 증액 안전에 대한 반대투표 및 재무제표의 승인 안전에 대한 반대투표 등으로 나뉜다. 이 중에서 정관개정, 합병·분할, 재무제표 승인에 관련된 반대투표는 투표 건수가 통계적 유의성을 가질 정도로 많지 않았다. 반면 지배구조에 관련된 이사 및 감사의 선임 안전에 대한 반대투표는 경영진의 자의적인 이익조정의 대리 변수인 재량발생액에 유의한 영향을 미치며 반대투표 이후에는 그 이전에 비해서 그러한 자의적 이익조정을 감소시키는 효과가 있었음을 확인하였다. 그러나 이사 및 감사의 보수 증액 안전 등에 대한 반대투표는 오히려 경영진에 의한 이익조정을 증가시키는 결과를 가져왔다.

우리나라의 대표적 기관투자자인 국민연금의 재원이 조달되는 원천은 일반 국민의 연금의 월 납부액(assets owner)이다. 운용은 보유 재원을 일반 증권투자신탁(assets managers)에게 투자를 위임하는 형식이다. 따라서 국민연금은 최종 수익자인 국민의 이익을 최우선적으로

고려해야 하는 수탁자책임(fiduciary duty)을 부담한다. 이러한 국민연금의 사회적 직능을 고려한다면 국민연금의 적극적인 주주권 행사로 다음과 같은 효과를 얻을 수 있다.

첫째, 이사 및 감사의 선임 안건에 대해 반대투표를 통해 경영진의 자의적 이익관리를 축소시키는 효과를 기대할 수 있다. 따라서 이사 및 감사의 선임 안건에 대해 반대투표를 통해서 국민연금의 이익과 소액주주들의 이익이 침해될 어느 정도 막을 수 있을 것이다.

둘째, 이사 및 감사의 보수 증액 안건 등에 대한 반대투표는 오히려 경영진에 의한 이익조정을 증가시킨다. 따라서 임원진 등의 보수 증액에 대해 무조건 반대라는 주주권 행사는 경영진의 자의적 이익관리에 도움이 되지 못함을 알 수 있다.

셋째, 정관개정, 합병·분할, 재무제표 승인에 관련된 반대투표는 투표 건수가 통계적 유의성을 가질 정도로 많지 않았다. 따라서 어떤 결론을 도출할 수 없었다.

향후의 연구에서는 재무제표 등의 승인에 대한 반대투표의 건수가 많아지면 재검증이 필요할 것이다.

## ACKNOWLEDGEMENT

This work was supported by Dongseo University, "Dongseo Frontier Project" Research Fund of 2020.

## REFERENCES

- [1] Kwon, Jiwon, "Improvements of ESG Grade after Adoption of the Korea Stewardship Code", Korea University Business School, B.A. Master's Thesis, 2019.
- [2] Kim, MoonTae and Lee, Sunhwa, "The Impact of National Pension Fund on Managerial Earnings Management and Dividend Policy", Korea Business Review, Vol. 45, pp. 537 -556, 2016.
- [3] Park, JongHun and Noh, E.C., "Effects of a firm's ownership structure on agency costs: Focusing on the effects of foreign ownership and top management ownership". Management Accounting Review, Vol. 6, pp. 143-164, 2008.
- [4] Shin, JinYoung, "Form and efficiency of internal and external governance structures", Corporate governance review, Vol. 85, pp. 3-27, 2017.
- [5] Jang Yu Lim , Oh Oung Rak , Kim Eung Gil and Roh Hee Chun, "A Study on the Effect of National Pension Investment and Large Business Group on Value Relevance," Accounting Information Review, Vol. 37, No. 4, pp. 1-26, 2018.
- [6] Lee, J., In, F., Khil, J., Park, Y.S., Wee, K.W. "Determinants of Shareholder Activism of the National Pension Fund of Korea," Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Vol. 47, No. 6, pp. 805-823, 2018.
- [7] Lee, Moony, Shim, Ho Shik Shim and Choi Jong Hag, "Board Characteristics and the Frequency of Disclosure of the Firms Belonging to Large Business Groups," Korean Accounting Review Vol. 37, No. 2, pp. 279-316, 2012.
- [8] Lee, SangHyuk, Pae Jinhan , "Introduction of the Stewardship Code and the National Pension Fund Activism in Korea," Korea Business Review, Vol. 49, pp. 477-497, 2020.
- [9] Lee, Yoona Lee, Kim Tae-dong, Bae Chang-hyun, "Shareholder Activism, Dividend Policy, and Earnings Management : Evidence from Korea," Korean Accounting Review, Vol. 46, No. 3, pp. 43-88 2021.
- [10] Arthur Knight and Kenneth Midgley, "Corporate Governance and Accountability", Corporate Governance: Critical Perspective, ed by Thomas Clarke, pp. 106-127, 1982,
- [11] Chih, H. L., C. H. Shen, and F. C. Kang. "Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence," Journal of Business Ethics Vol. 79, pp. 179-198, 2008.
- [12] Corenforth.C and N. Chambers., "The Role of Corporate Governance and Bords in Organisational Performance," Connecting Knowledge and Performance in Public Services: From Knowing to Doing. Cambridge University Press, pp. 99-127 2010,
- [13] Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, and A. T. Yang, "Voluntary disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting", The Accounting Review, Vol. 86, No. 1, pp. 59-100, 2011.
- [14] Faccio, M. and Lang, Larry.H.P., 'The ultimate ownership of Western European corporations', Journal of Financial Economics, Vol. 65, pp. 379 , 2002.
- [15] Grant K, 2009, "The Corporate Governance lessons from the Financial Crisis", Financial Market Trends.
- [16] Grossman, S. J., and O. D. Hart, "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", The Bell Journal of Economics Vol. 11, pp. 42-64, 1980.
- [17] Lev, B., C. Petrovits, and S. Radhakrishnan, "Is doing good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth", Strategic Management Journal Vol. 31 No. 2, pp. 182-200, 2010.
- [18] James P. Walsh and James K. Seward, "On the Efficiency of Internal and External Corporate Mechanisms", Academy of Management Review, Vol.15, No. 3, pp.431-458. 1990.
- [19] Jaydeep B, A. Malhotra and L. Falkenberg, "Multi-level Corporate Responsibility: A Comparison of Gandhi's Trusteeship with Stakeholder and Stewardship Frameworks", The Journal of

Business Ethics, Vol. 141, pp. 133-150. 2017.

- [20] John H. Humphreys, S. P. Haden, M. Hayek, Jacqueline Einstein, J. Fertig, W. Paczkowski and D. Weir, "Enterpreneurial Stewardship and Implicit CSR: The Responsible Leadership of Lillian Shedd MCMurry", The Journal of Applied Management and Entrepreneurship, Vol. 18, No. 3, pp. 25-51, 2013.
- [21] Kim, S. H., and Y. K. Jung, "The monitoring power of foreign ownership on corporate social responsibility: Evidence from Korea", Korean Accounting Review Vol. 37, No. 2, pp. 1-62, 2012.

## Authors



Ye-Kyung Kwon received the M.S. and Ph.D. degrees in Accounting from Korea University, Korea, in 2001 and 2004. Dr. Kwon joined the faculty of the Dongseo University in 2016.

She is currently a Associate Professor in the Global Business College, Dongseo University.