

국민연금의 사전공시 의결권 행사 패턴 분석

김 선 만*

- ▶ 국민연금은 2019년 정기 주주총회부터 지분율과 보유 비중에 따라 일부 기업에 대해 사전공시를 시행하기로 함
- ▶ 사전공시는 의결권 행사의 실효성을 높이기 위함이지만 일각에서는 국민연금의 사전공시가 다른 기관투자자의 의사결정에 영향을 줄 수 있고 사전공시가 여론몰이 수단으로 전락할 수 있다는 우려를 표함
- ▶ 분석 결과 사전공시가 국민연금의 의결권 행사 패턴에 중대한 변화를 미친 것을 확인할 수 없었으며, 국민연금은 공시시점에 상관없이 “지배구조 개선”이라는 일관된 목적으로 적극적인 의결권 행사를 한 것으로 나타남
- ▶ 또한 국민연금의 사전공시가 다른 기관투자자의 의결권 행사 결정에 영향을 미쳤다는 뚜렷한 증거는 찾아볼 수 없음

개괄

- 국민연금은 2019년 정기 주주총회부터 지분율이 10% 이상이거나 국내 주식 포트폴리오에서 보유 비중이 1% 이상인 상장회사에 대하여 의결권 행사 결과를 사전 공시하기로 함
 - 지난 해 정기 주주총회에서 국민연금은 유가증권 상장법인 378사 중 89사에 대해 사전공시를 함
- 국민연금의 의결권 사전공시는 의결권 행사의 실효성을 높이기 위함이지만 이를 두고 서로 상반된 견해가 제시됨¹⁾
 - 일각에서는 국내 최대 규모의 연기금이 의결권 행사 결과를 사전에 제시하여 다른 기관투자자의 의사결정에 영향을 줄 수 있음을 우려를 표했으며 기업 옥죄기라는 비판을 함²⁾
 - 반면, 국민연금의 의결권 행사 사전공시가 선택적으로 이루어지기 때문에 국민연금이 미치는 영향력은 줄어들 것이라는 견해도 존재함³⁾

* KCGS 스튜어드십 코드 센터 선임연구원, 02-6951-3902, smkim@cgs.or.kr

1) 이데일리, 2018.7.18., “국민연금스튜어드십 코드 도입...기업 반발 부른 ‘3대 쟁점’
2) 조선일보, 2019.3.13., “국민연금, 23개사 의결권 방향 사전 공개...기업 견제 착수”
3) news1, 2018.7.30., “경영진 해임시킬 ‘힘’ 가진 국민연금, 경영참여 나설까”

- 국민연금의 의결권 행사가 시장에 미치는 영향력이 크기 때문에 규모가 큰 기업을 대상으로 의결권 행사 방향을 사전에 공시하는 것은 시장 참여자로부터 큰 주목을 받을 수밖에 없는 상황임
- 이에 이 글에서는 2019년 국민연금의 사전공시 의결권 행사 결과를 1) 2018년 결과 및 2) 2019년 사후공시 결과와 비교하여 사전공시 전후 및 사전공시 여부에 따른 의결권 행사 패턴을 분석하고자 함
- 사전공시 대상 기업 절반 이상이 재벌기업이 속해 있는 바, 사전종목 공시 대상 기업 중 재벌 기업 여부에 따라 국민연금의 모니터링 수준에 차이가 나는지 추가적으로 확인하고자 함

분석 방법

- 국민연금이 2019년 정기 주주총회에서 의결권을 행사한 기업 중 유가증권 상장법인(378사) 가운데 사전공시 기업(89사)을 중심으로 의결권 행사 결과를 비교·분석함
- 주주제안, 보고안건, 일괄상정안건은 아래와 같은 이유로 분석에서 제외함
 - 경영진이 상정한 안건에 대한 모니터링 수준을 살펴보기 위해 주주제안은 분석에서 제외하였으며, 보고안건은 주주총회 결의 안건이 아님으로 제외함
 - 국민연금 의결권 행사 지침은 일괄 상정된 안건의 경우 일부 내용에 반대하는 경우 안건 전체에 대해 반대하도록 규정하고 있어 사안별 판단이 어려운 일괄상정안건도 분석에서 제외함
- 재벌/비재벌 구분은 공정거래위원회가 매년 발표하는 상호출자제한 기업집단 및 공시대상 기업집단 지정 현황을 참고하여 지배주주가 있는 경우 재벌로 아닌 경우 비재벌로 구분함

분석 개요

- <표 1>은 2019년 정기주주총회에서 국민연금의 의결권 행사 기본 정보임
- 2019년 정기 주주총회 기준으로 국민연금이 사전공시 한 유가증권 상장법인(89사)의 평균 시가총액은 10조 2,092억 원이며 전체 유가증권 시장 시가총액 비중의 약 61.39%를 차지하고 있음
- 사전공시 종목 대상이 시장에서 차지하는 비중이 큰 점과 이들 기업에 대한 국민연금의 평균 지분율(11.07%)이 적지 않다는 점을 고려하면 의결권 행사는 신중하게 이루어졌을 가능성이 높음

〈표 1〉 국민연금 의결권 행사 기본 정보: 2019년 정기 주주총회

의결권 행사 대상 기업 수 (국민연금 평균 지분율 (%))	평균 시가총액 (시총 비중)	사전공시 구분		재벌/비재벌 구분		
			사전공시	사후공시	재벌	비재벌
378사 (6.73%)	3조 7,498억원 (95.01%)	의결권 행사 대상 기업 수	89사	289사	137사	241사
		평균 시가총액 (시총 비중)	10조 2,902억 원 (61.39%)	1조 7,355억 원 (33.62%)	7조 1,060억 원 (65.25%)	1조 8,418억 원 (29.75%)
		국민연금 평균 지분율(%)	11.07%	5.40%	7.94%	6.05%

*분석시점에서 상장폐지 종목은 분석대상에서 제외함

- 사전공시에 따른 의결권 행사 패턴을 살펴보기 위해 1) 2018년 대비 변동, 2) 사전공시와 사후공시 의결권 행사 현황 비교, 3) 사전공시 중 재벌 vs. 비재벌 기업에 대한 의결권 행사 현황을 분석하였으며 그 결과는 아래와 같음

사전공시 의결권 행사 패턴

• 2018년 대비 변동

- 국민연금이 사전공시를 시행한 2019년 정기 주주총회부터 모니터링 수준을 높였는지 확인하고자 2019년 사전공시 기업의 2018년 주주총회 결과를 살펴봄
- 2019년 사전공시 기업이면서 2018년 의결권 행사 이력이 있는 기업의 수는 86사로, 이들 기업에 대한 2018년과 2019년 반대율 차이검증을 실시한 결과 통계적으로 유의한(P 값:0.2372) 차이가 없었음 (〈표 2〉 참고)⁴⁾
- 안건 유형별로 살펴본 결과, 국민연금은 2018년과 2019년 모두 이사 보수 한도를 중점적으로 적극적인 의결권을 행사하는 등 사전공시 전후로 모니터링 기준에 큰 변화가 있었던 것은 아닌 것으로 확인됨(〈그림 1〉 참고)⁵⁾

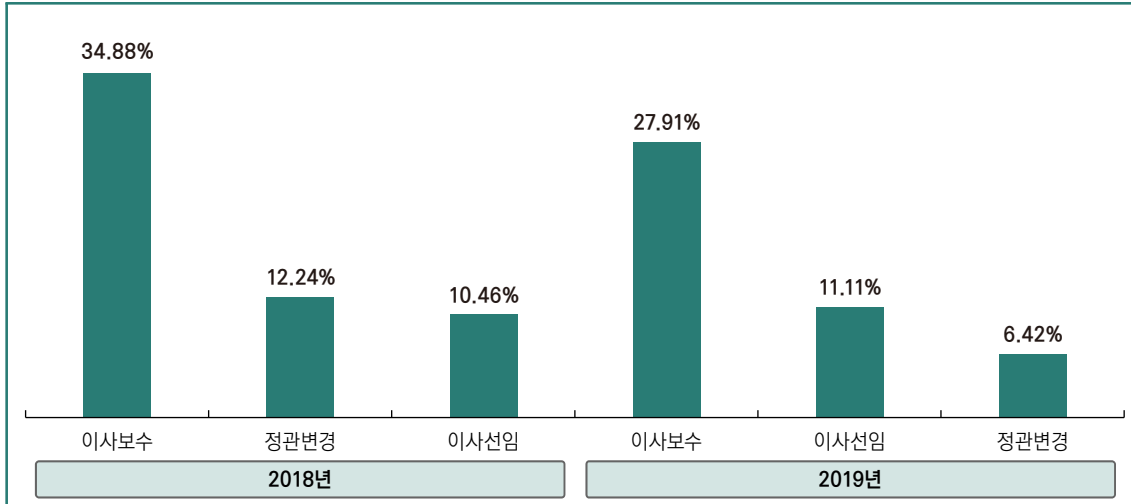
〈표 2〉 2019년 사전공시 기업(86사)에 대한 2018년 정기 주주총회 반대율

구분	2018년	2019년
반대 건 수	68건	68건
경영진 안건 수	494건	597건
반대율(%)	13.77%	11.39%
평균 시총	12조 5,438억 원	11조 2,338억 원
평균 지분율	10.62%	10.89%

4) 연도별 반대율에 대한 추정 및 검정통계량을 구하여 차이검증을 실시함

5) 안건 유형별 반대율 분석 시 안건 수가 10건 미만인 경우 반대율이 과대 계상되는 경우가 발생하여 분석에서 제외함

〈그림 1〉 안전별 반대율 비교: 2019년 사전공시(86사) vs. 2018년(86사)



• 사전공시 vs. 사후공시 반대율 비교

- 2019년 정기 주주총회에서 유가증권 상장법인 378사에 대한 국민연금의 의결권 행사 반대율은 15.75%이며, 이들 기업을 재벌/비재벌로 구분하여 반대율을 살펴본 결과 재벌기업의 반대율(13.49%)보다 비재벌 기업에 대한 반대율(17.37%)이 높게 나타남 (〈표 3〉의 구분1 참고)
- 사전공시와 사후공시에 대한 국민연금의 의결권 행사 반대율을 비교한 결과, 사후공시 기업에 대한 반대율(17.53%)이 사전공시 기업에 대한 반대율(11.18%) 보다 높음 (〈표 3〉의 구분2 참고)
- 안전 유형별로 살펴보면, 국민연금은 사전/사후 공시 구분 없이 이사 보수 안전에 중점을 두고 모니터링 수준을 높인 것으로 확인됨 (〈그림 2〉 참고)⁶⁾

〈표 3〉 국민연금의 의결권 행사 현황 (1) : 2019년 정기 주주총회

구분	전체	구분1 ⁷⁾		구분2 ⁸⁾	
		재벌	비재벌	사전공시	사후공시
반대 건 수	374건	123건	251건	69건	305건
경영진 안전 수	2,374건	912건	1,445건	617건	1,740건
반대율(%)	15.75%	13.49%	17.37%	11.18%	17.53%

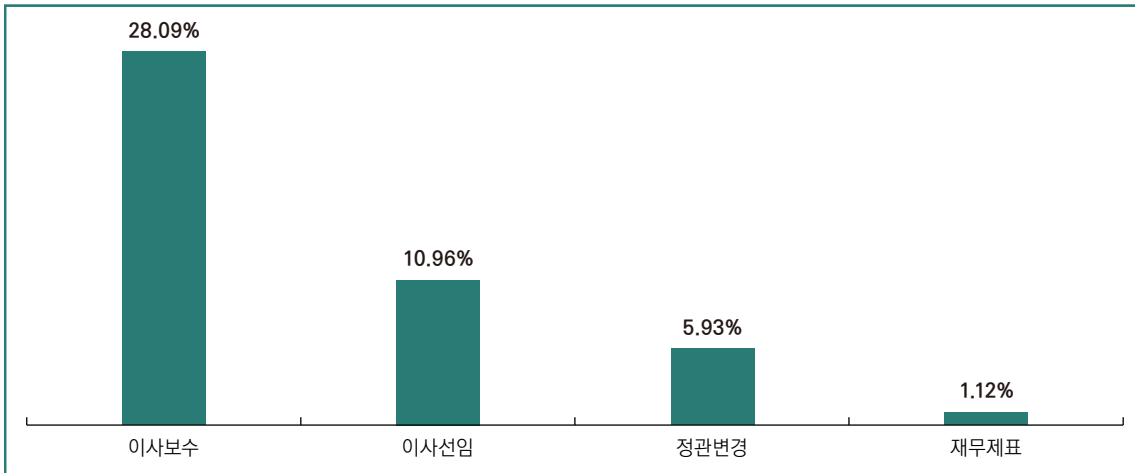
6) 주석5)와 동일

7) 재벌기업과 비재벌 기업간의 반대율 차이검증을 실시한 결과 두 집단의 반대율은 통계적으로 유의한(P값:2.9833-05) 차이가 있음

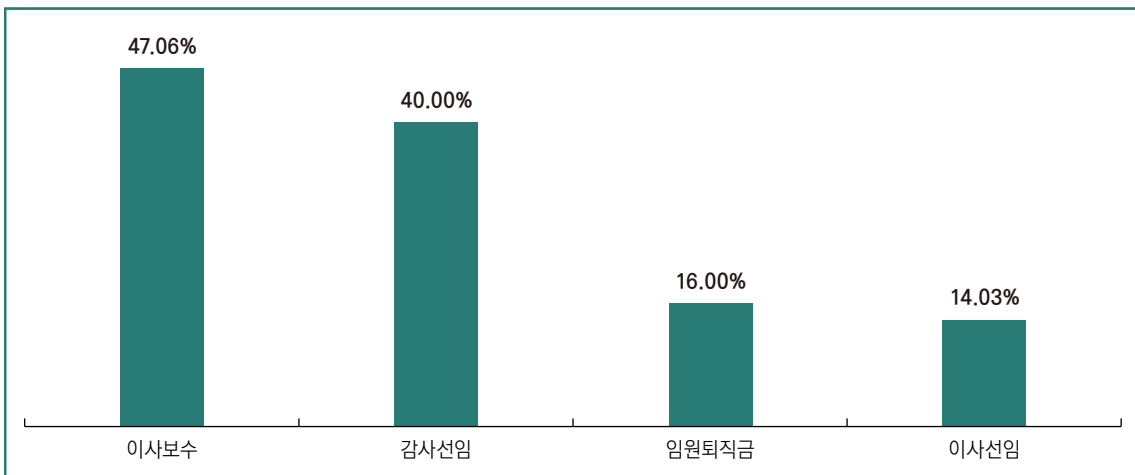
8) 사전공시 기업과 사후공시 기업간의 반대율 차이검증을 실시한 결과 통계적으로 유의한(P값:1.817e-05) 차이가 있음

〈그림 2〉 안건유형에 따른 반대율 비교

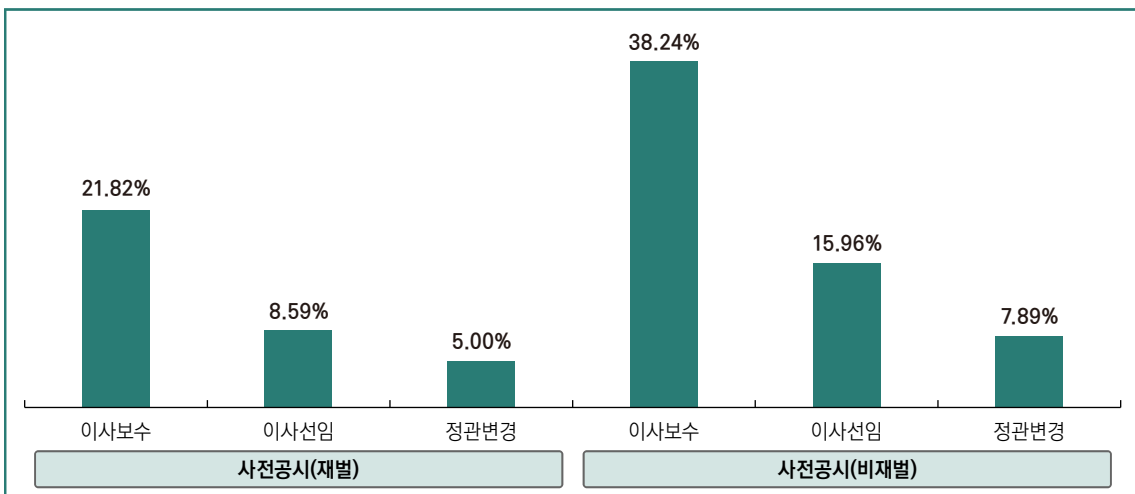
Panel A. 사전공시



Panel B. 사후공시



Panel C. 사전공시: 재벌 vs. 비재벌



• 재벌 vs. 비재벌 반대율 비교

- 사전/사후공시 기업 각각에 대하여 재벌/비재벌로 구분하여 반대율을 비교하여 의결권 행사 패턴을 추가적으로 분석함
 - 분석결과 사전공시의 경우 재벌기업 보다 비재벌 기업에 대한 반대율이 약 2배가량 높았으며, 사후공시의 경우 재벌과 비재벌 기업 간 반대율 차이는 거의 없었음 (<표 4> 참고)
 - 안전 유형별로 분석한 결과, 국민연금은 사전공시에서 재벌/비재벌 구분 없이 이사 보수 안전을 중점적으로 적극적인 의결권을 행사함 (<그림 2>의 Panel C 참고)
- 사전공시 결과에서 재벌 보다는 비재벌 기업의 반대율이 높게 나타난 것은 사전공시 대상에 속한 재벌 기업의 지배구조 수준이 높기 때문인 것으로 판단됨
 - 재벌/비재벌 기업 여부에 따라 지배구조 등급 분포를 살펴보았으며, 그 결과 사전공시의 경우 재벌 기업에 속할수록 지배구조 수준이 높게 나타남(<그림 3> 참고)⁹⁾
 - 사전공시의 경우 재벌 기업 중 등급이 A 이상인 기업은 32.73%인 반면, 사후공시의 경우 지배구조 등급이 A이상인 재벌 기업은 17.07%에 불과함
 - 이러한 차이로 인해 사전공시의 반대율이 사후공시에 비하여 상대적으로 낮은 것으로 판단됨. 즉, 사전공시 부담으로 인하여 반대율이 낮아진 것이 아님을 의미함

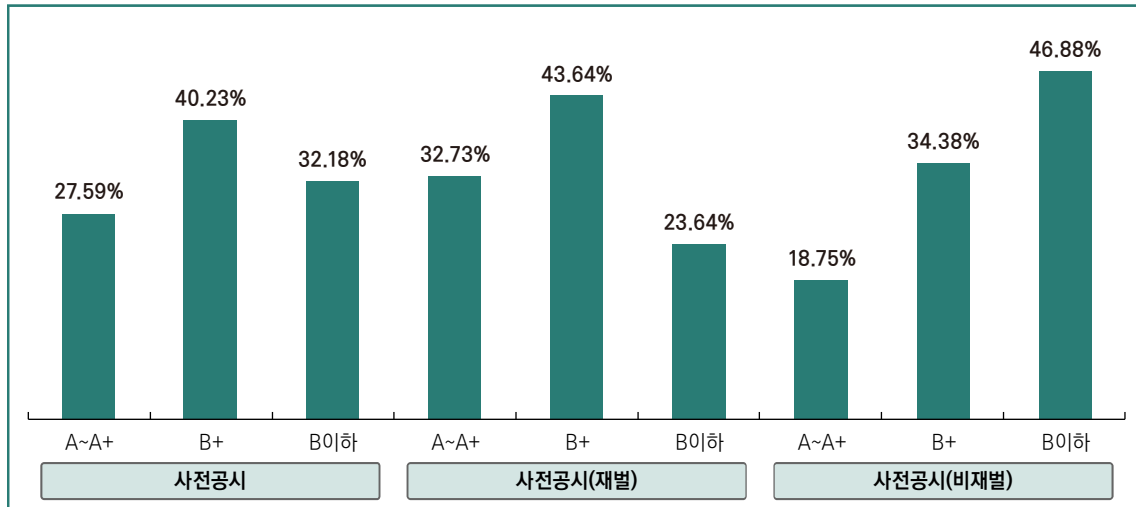
〈표 4〉 국민연금의 의결권 행사 현황 (2) : 2019년 정기 주주총회

구분	사전공시		사후공시	
	재벌 (55사)	비재벌 (34사)	재벌 (82사)	비재벌 (207사)
반대 건 수	34건	35건	89건	216건
경영진 안전 수	401건	216건	511건	1,229건
반대율(%)	8.48%	16.20%	17.42%	17.58%

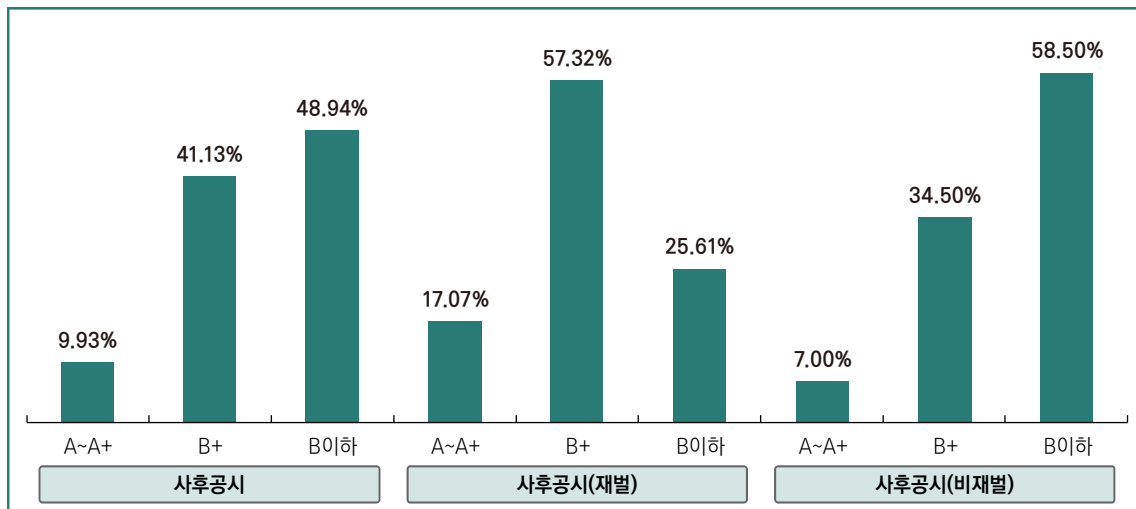
9) 국민연금이 상장기업의 지배구조 수준을 판단하는 기준은 확인할 수 없으나, 이 글에서는 분석 편의상 한국기업지배구조원이 매년 보도자료를 통해 발표하는 지배구조 등급을 활용함

〈그림 3〉 사전공시 및 사후공시 구분에 따른 지배구조 등급 분포 비교¹⁰⁾

Panel A. 사전공시(재별/비재별) 기업의 지배구조 등급 분포



Panel B. 사후공시(재별/비재별) 기업의 지배구조 등급 분포



10) 분석대상 기업 중 지배구조등급이 없는 기업은 분석에서 제외함 (제외된 기업의 수는 사전공시: 2사, 사후공시: 7사임)

시사점 및 맺음말

- 국민연금의 의결권 행사 패턴을 분석한 결과, 사전공시 시행 전후로 반대율의 차이가 없었으며 안건 유형에 따른 모니터링 기준에서도 큰 차이를 보이지 않음
- 2018년 대비 사전공시 기업에 대한 국민연금의 평균 지분율 변동도 거의 없다는 점을 감안하면 국민연금이 사전공시를 통해 반대를 위한 반대를 하려고 하는 것이 아니냐는 일각의 비판은 다소 무리가 있다고 판단됨¹¹⁾
- 국민연금은 기금자산 가치를 심각하게 훼손하는 기업에 대하여 문제를 적극적으로 개선하는 수단으로 의결권 행사 사전공시를 시행한다고 밝힌 바 있는데 국민연금은 그 취지에 맞게 의결권을 행사한 것으로 판단됨¹²⁾
- 국민연금은 사전공시 보다 지배구조 수준이 낮은 사후공시 기업에 대해서 보다 많은 반대 의결권을 행사하였으며, 사전공시 대상 기업 중 지배구조 수준이 취약한 비재벌 기업에 대해서 보다 적극적인 의결권을 행사함
- 따라서, 국민연금은 사전/사후 공시 시점에 관계없이 지배구조 개선을 목표로 모니터링 수준을 높이고 의결권을 행사했을 가능성이 높음
- 국민연금의 사전공시 결과가 시장의 높은 관심을 받는 것은 국민연금이 가장 큰 규모의 기관 투자자란 이유도 있겠지만, 사실상 국내 상장회사의 지배구조를 개선시키는데 중요한 역할을 하기 때문에 사료됨
- 일례로 사전공시 기업에 대한 국민연금의 반대율은 10%를 상회하는 반면, 동일 기업에 대한 국내 민간 기관투자자의 평균 반대율은 약 3%에 불과함 (<그림 4> 참고)
- 일각에서는 국민연금의 사전공시가 국내 여타 기관투자자의 의사결정에 미치는 영향력을 주는 등 여론몰이 수단으로 전락할 수 있다는 우려를 표하고 있으나 실제로 이를 증명하는 연구결과는 아직까지 확인하지 못함
- 2019년 정기 주주총회 결과를 살펴본 결과, 국민연금이 사전공시로 반대한 회사 및 안건에 대하여 같이 반대한 국내 민간 기관투자자의 빈도는 매우 낮았음¹³⁾
 - 국민연금이 사전공시를 통해 반대 의결권을 행사한 안건 수는 총 69건이며, 국민연금만 의결권을 행사한 6건을 제외한 63건에 대해 평균 11.35개 국내 민간 기관투자자가 의결권을 행사함

11) 아시아경제, 2019.3.15., "기업들 경영문제도 없는데..." 국민연금 반대 위한 반대했나"

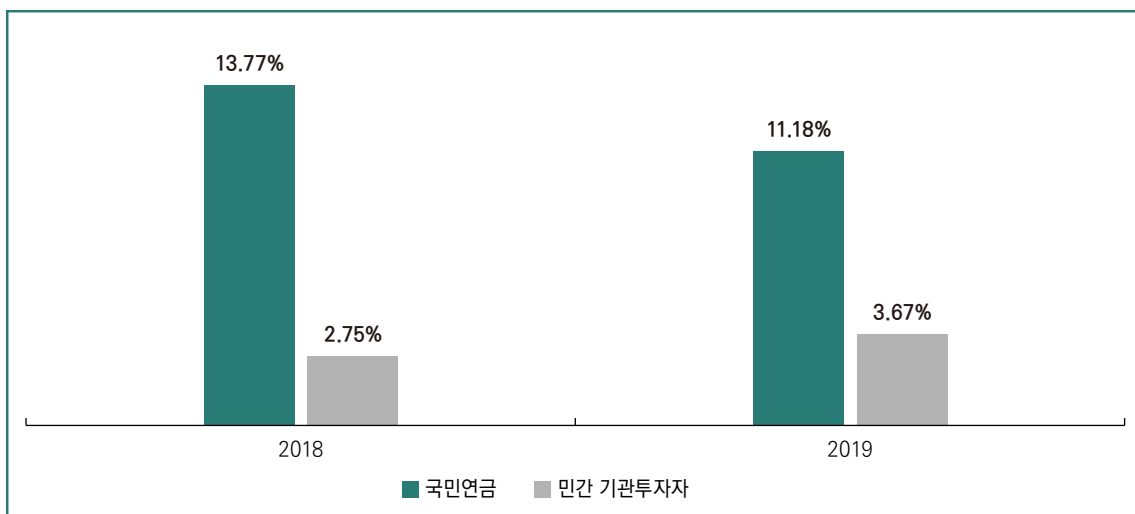
12) 국민연금 기금운용위원회 보도자료, 2018.7.30., "국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙 도입 선언"

13) 국민연금의 사전공시 결과가 국내 여타 기관투자자의 의사결정에 미치는 영향력을 확인하는 것은 분석의 한계가 존재하여 이 글에서는 중점적으로 다루지 않음

- 63개 안전에 반대한 국내 민간 기관투자자의 수는 평균 1.19사인 반면, 동 안전에 찬성한 국내 민간 기관투자자의 수는 평균 10.16사임

□ 따라서 현 시점에서 국민연금의 사전공시가 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사에 영향을 미쳤다고 판단하기는 어려움

〈그림 4〉 국민연금 사전공시 기업(86사)에 대한 연도별 반대율 비교
: 국민연금 vs. 국내 민간 기관투자자



* 국내 민간 기관투자자의 수치는 평균 반대율을 의미함