

국민연금투자가 경영자의 이익조정과 배당정책에 미치는 영향

김문태(주저자)

조선대학교 부교수

(mongtai@hanmail.net)

이선화(교신저자)

전남대학교 강의전담교수

(3hssh@hanmail.net)

본 연구는 기업의 소유구조에 점차적으로 큰 영향을 미치고 있는 국민연금의 이익조정 통제효과와 경영자가 국민연금에 대한 배당지급을 위하여 이익조정을 수행하는지 분석하였다. 이익조정 대응변수는 Kothari et al.(2005)의 모형으로 재량적발생액을 추정하였으며, 배당관련 변수는 배당성향과 Daniel et al.(2008)의 기대배당부족액을 활용하였다. 국민연금 투자비중은 지분율에 의한 연속변수와 경영권에 대한 통제 및 영향력을 행사할 수 있는 5% 기준 더미변수로 정의하였다. 2000년부터 2013년까지 거래소에 상장된 기업-연도 7,513 횡단표본을 대상으로 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 국민연금 지분비중이 많을수록 재량적발생액이 유의적으로 낮은 것으로 나타났다. 이는 국민연금이 외국인투자자와 같이 영향력 있는 소유자로 인식되어 경영자가 기회주의적이고 과도한 이익조정을 구사하는데 제약을 받는다는 것을 의미한다. 또한 국민연금은 보고이익보다는 현금흐름이 양호한 기업에 투자한 결과로도 해석할 수도 있다.

둘째, 국민연금과 배당성향의 상호작용변수는 재량적발생액에 유의한 양(+)의 설명관계로 나타나, 경영자가 국민연금에 대한 배당지급을 위하여 이익의 상향조정을 모색하였다고 볼 수 있다. 이는 국민연금의 이익조정 통제효과와는 다른 차원에서, 경영자가 국민연금에 의한 안정적 배당압박을 수용하고 있다는 것을 시사한다.

셋째, 국민연금과 기대배당부족액의 상호작용변수는 재량적발생액에 유의한 양(+)의 설명관계로 나타나, 배당지급을 위한 이익의 상향조정이 기대배당부족 상황에서 더욱 가속화될 수 있는 것으로 보인다. 이는 경영자가 자금조달에 큰 영향을 미칠 수 있는 국민연금기금의 이탈을 우려하여, 배당여력이 곤란한 상황임에도 불구하고 이익의 상향조정을 통하여 배당재원을 마련할 수 있다는 것을 암시한다.

본 연구는 국민연금-배당-이익조정 등 '3가지 요인'을 연계하여, 국민연금 소유지분의 영향력 정도에 따른 이익조정 통제효과를 살펴보고, 나아가 국민연금에 의한 배당성향과 이익조정의 연관성을 규명하는 시초의 연구로써 의의가 있을 것이다.

주제어: 국민연금, 이익조정, 배당성향, 기대배당부족

1. 서론

본 연구는 국내기업의 소유구조에 지대한 영향을 미치고 있는 국민연금 지분투자가 이루어진 기업의 배당성향을 이익관리 행태와 결합하여 분석하고자 한다.¹⁾

국민연금의 국내 주식투자 규모는 2007년말 기준 33조원에서 2013년말 84조 5,000억원으로 3배 가량 증가하였으며, 2013년말 기준 228개 기업으로부터 지급받은 배당금 규모는 총 7,132억원을 상회한 것으로 집계되어, 2011년말 기준 5% 이상 지분을 보유한 기업으로부터 총 3,330억원 가량의 배당금을 수령한 것에 비해 두 배 이상 늘어났다. 2014

최초투고일: 2015. 10. 21 게재확정일: 2016. 1. 20

1) 본 연구에서 국민연금(기관)투자(자), 국민연금투자기업, 국민연금(연)기금 등은 전반적으로 '국민연금(National Pension Fund, NPF)'으로 통칭한다. 다만, 선행연구에서 인용된 용어는 그대로 사용하였으며, 특정한 의미가 중요할 경우에는 구체적인 용어로 기술하였다. 한편, 이익조정은 이익관리와 동일한 의미이며, 문맥에 따라 이를 혼용하였다.

년 11월말 기준으로 국민연금 지분이 5% 이상 보유한 상장기업은 274개사로 전체 상장사의 10% 수준을 상회하여 기관투자자 중에서 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 연기금의 주축으로써 기업의 배당 정책에 영향을 미칠 수 있는 핵심 소유주로 급부상하고 있다.

한편, 금융위원회는 2014년 12월 연기금의 배당 확대 요구가 '경영참여 목적'에 해당하지 않는 것으로 자본시장법시행령을 개정했다. 이는 여타 기관투자자와 일반 주주들이 배당결정에 관여하여 기업 소득의 환류를 직접적으로 요구하는 법령이 구비되지 않는 것과는 달리, 국민연금이 배당에 적극적으로 개입할 수 있는 법적 근거를 제공한 것으로 여겨진다. 요컨대, 국민연금이 기업의 배당정책에 영향을 행사할 가능성이 점점 가속화되고 있다는 것을 시사한다.

배당과 관련된 가장 근본적인 요건은 누적된 보고이익으로 볼 수 있기 때문에, 본 연구는 우선 대표적인 국내 기관투자자로서 국민연금이 투자된 기업의 이익관리 행태를 분석하고자 한다. 이는 선행연구에서 논의된 소유 및 지배구조에 따른 이익관리의 통제효과를 국민연금 투자기업 차원에서 검증된 결과로 제시될 것이다. 국민연금 운용측면에서 투자규모의 급격한 확대에 인한 포트폴리오의 구성이 복잡해짐에 따라, 투자기업의 중·장기적인 가치를 전망하면서 운용수익을 극대화하는 것이 투자의사결정에 중요한 비중을 차지하게 되었다. 이에 국민연금은 일시보유에 의한 단기 시세차익보다는 지속적이고 안정적으로 수익을 얻을 수 있는 기업의 내재가치를 중요하게 고려할 것이며, 따라서 국민연금이 기업의 기회주의적이고 과도한 이익보고 행태를 통제하는 역할을 담당하는지를 고찰하는 것은 시의적으로 중요한 의미를 지닐 것이다.

국내 자본시장에서 국민연금의 영향력이 확대됨에 따라, 경영자는 배당의사결정시 이들의 배당요구를 간과할 수는 없을 것이다. 국민연금이 배당을 통한 투자수익의 환류를 요구하는 주체로서 투자기업에 대한 배당압박을 가한다고 가정한다면, 경영자는 배당의 단절 또는 감소에 따른 자본시장의 부정적 반응을 우려하여 사전적으로 당기 보고이익을 증가시키는 이익조정 유인을 가질 수 있다(이선화, 2014; Daniel, Dennis, and Naveen, 2008). 이러한 상황은 당기 배당여력이 부족한 상황임에도 불구하고, 당기 배당이 지급된 기업에서 보다 명확하게 드러날 수 있다.

국내 상장기업을 대상으로, 소유구조의 주된 비중을 차지하는 기관투자자가 이익조정을 통제할 수 있는지에 대한 선행연구는 일관된 결론을 제시하지 못하고 있다. 이는 임의의 기업에 지분참여한 기관투자자의 국적(국내 혹은 외국인)과 투자재원의 형태(국민연금, 군인연금, 정부, 금융계 지분 등) 등에 따라 투자자의도 및 투자기간이 다르기 때문으로 풀이된다. 본 연구는 대표적인 국내 기관투자자로서 국민연금이 투자된 기업이 상대적으로 이익의 과도한 상향보고(혹은 공격적 이익조정)를 억제하는지를 우선 분석하고, 나아가 국민연금 투자기업의 배당성향과 기대배당부족 상황에서의 이익조정 행태를 규명할 것이다.

본 연구는 국민연금-배당-이익조정 등 '3가지 요인'을 연계하여 실증분석 한 결과를 제시할 것이다. 지금까지 국민연금과 관련된 국내의 선행연구는 재정관리 및 운용체계 등의 정책적 제안(보고서)을 중심으로 수행되었으며, 재무분야의 실증연구는 국민연금의 운용수익률 및 재무성과(Kho, Lee, Lee, and Hwang, 2008), 국민연금에 대한 주주의결권의 효과(박영석 · 신진영 · 위경우 · 이재현 · 정재만, 2012)

등에 국한되었다. 그러나 국민연금 소유기업의 이익 보고 행태를 직접적으로 수행한 학계의 연구는 매우 드문 실정이었다. 본 연구는 국민연금의 영향력 정도에 따라 배당과 이익조정의 연관성을 규명하는 최초의 연구로써 의의가 있을 것이다. 본 연구는 국민연금에 의한 회계투명성 통제효과와 배당을 통한 투자이익의 환류 요건에 대하여, 각각 독립적이고 대조적인 차원에서 정책 당국 및 시장에 새로운 인식을 제공하는데 공헌점이 있을 것이다.

II. 선행연구의 검토와 가설의 설정

국민연금 투자기업의 재무보고에 대한 연구가 거의 없기 때문에, 본 연구는 기관투자자를 중심으로 선행연구를 고찰한다.

Shleifer and Vishny(1986), Majumdar and Nagarajan(1997)의 적극적 감시정책(active monitoring policy)에 의하면, 기관투자자는 기업자금 조달의 중요한 원천인 동시에 영향력 있는 주주로서 분석능력과 정보체계를 구축하여 기업가치를 전망할 수 있으며, 경영자에 대한 감시기능을 수행하여 대리문제를 완화할 수 있다고 인식된다. 이러한 맥락에서, 기관투자자는 경영자의 이익관리를 통제할 수 있다고 인식된다.

이에 반해, Pound(1988)의 전략적 일치가설(strategic alignment hypothesis)은 기관투자자가 경영자와 전략적으로 제휴함으로써 상호이익을 취하는 입장에서 기업가치에 부정적인 영향을 끼치고 이익관리를 조장할 수 있다고 가정한다. 이와 같은 맥락에서, Bhide(1993)와 Porter(1992)는 기관투자자가 분산되거나 일시적인 소유주로서 존재하면서 내부감시

체계를 약하게 하는 수동적 방관정책(passive hands-off policy)을 취하기 때문에 경영자는 재량적 회계 선택을 증가시킬 여지가 있다고 주장하였다.

기관투자자와 회계투명성을 직접적으로 분석한 국내외 선행연구는 기관투자자의 소유비중, 국내 또는 외국인 기관투자자, 단기 또는 장기 투자자로 구분하여 논의되어 왔다. Chung, Firth, and Kim(2002)은 미국 기업을 대상으로 기관투자자 지분율과 재량적발생액이 음(-)의 설명관계가 있다는 것을 제시하여 기관투자자가 경영자의 이익조정을 효과적으로 통제한다고 주장하였다. 반면, Matsumoto(2002)는 미국 기업을 분석한 결과, 경영자가 기관투자자를 유인하기 위하여 단기적으로 이익의 상향조정을 행사할 유인이 강하다고 반박하였으며, Liu(2006) 또한 기관투자자가 경영자들의 이익조정을 억제하지 못한다는 상반된 결과를 제시하였다. Koh(2003), Hsu and Koh(2005), Koh(2007)은 호주 기업을 대상으로 기관투자자의 지분규모에 따라 재량적 발생액을 통한 이익관리를 검증한바, 낮은 지분비율과 일시적 기관투자자는 이익의 상향조정을 유인하는 반면, 지분율이 높은 장기 기관투자자는 경영자의 재량적발생액을 억제한다고 보고하였다.

국내연구로 지청·옥진호(2003)는 국내 기관투자자가 단기적인 투자성과를 산출하려는 부담을 갖고 있음을 지적하였으며, 이는 국내 기관투자자가 외국인투자자와 달리 회계이익의 질적 수준을 중요하게 인식하지 않는 것을 암시한다(전영순, 2003). 같은 맥락에서, 외국인투자자의 유입으로 인하여 이익조정 의도가 억제된다는 연구도 수행되었다(김문태, 2004; 김성혜·이아영·전성빈, 2012). 이러한 결과와는 달리, Choi and Seo(2008)는 국내 기업을 대상으로 한 연구에서 기관투자자 지분율과 재량적발생액 수준간에 음(-)의 상관관계가 있음을 보고하여, 국

내 기관투자자들이 경영자의 이익조정에 대하여 적절한 견제 및 감시활동을 수행함으로써 이익의 질을 높이는 데에 긍정적인 역할을 한다고 주장하였다. 전홍민·김현의·차승민(2011) 또한 기관투자자 지분율이 높은 기업의 경우 실질적 이익조정이 유의하게 감소하는 것으로 보고하였으며, 국내 기업환경과 회계규제가 미국을 비롯한 선진국과 다르기 때문에 기관투자자의 이익조정 통제효과에 대하여 일관된 결론이 도출되지 않는다고 해석하였다.

기업의 재무보고 행태에 대한 기관투자자의 역할과 통제기능에 관한 연구가 일관된 결과를 제시하지 못함에도 불구하고, 전반적으로 기관투자자의 분석능력이 우수하고 지속적(장기적)인 투자기간을 유지하는 경우에 기업의 재무보고 행태를 통제하는 것으로 여겨진다. 특히 국민연금은 중장기 기관투자자로서 전 국민적 다수 이해관계자의 인식을 고려하여 고위험-고수익 기업에 대한 투자보다는 보다 안정적이고 보수적인 투자방식을 운용하고, 내재가치가 건실한 기업을 발굴하여 장기투자를 지향하는 것으로 인식되고 있다. 따라서 국민연금이 투자된 기업은 기회주의적이고 과도한 이익보고 행태가 통제된다고 보고, 다음과 같은 가설을 통하여 이를 검증하고자 한다.²⁾

가설 1: 국민연금 투자비중이 큰 기업일수록 이익의 상향조정 정도가 낮을 것이다.

국내 자본시장에서 기관투자자의 지분소유 비중이 급격하게 증가함에 따라, 투자자들이 배당을 통한 기업소득의 환류를 요구하면서 기업에 대한 배당압박이 비례적으로 가속화되고 있다. 선행연구는 전반

적으로 기관투자자의 보유비중과 배당이 양(+)³⁾의 설명관계에 있음을 발표하고 있다. Zeckhauser and Pound(1990)는 기관투자자가 기업에게 배당을 압박함으로써 간접적이고 대체적인 감시기구의 기능을 담당하고 외부감시의 필요성을 감소시키는 역할을 한다고 주장하였다. Eckbo and Verma(1994)에 의하면 기관투자자는 기업이 과도한 현금흐름을 유보하는 경우, 대리비용을 감소시키기 위한 배당이 선호된다고 주장하였다. Jagannathan, Stephens, and Weisbach(2000)의 연구도 미국의 기관투자자가 양호한 성과를 보고한 기업과 배당수준 유지나 감소기업 보다는 배당증가기업을 더 선호한다는 점을 제시하고 있다. Short, Zhang, and Keasey(2002)은 영국기업을 대상으로 기관투자자의 지분증가에 따라 비례적으로 배당률이 증가한다는 결과를 제시하였다. Rubin and Smith(2009)는 배당을 실시한 기업에서의 기관투자자 지분율이 주가수익률 변동성과 양(+)⁴⁾의 설명관계가 있다는 결과를 제시하였다. 역으로, 배당을 많이 지급한 기업에 기관투자자의 투자비중이 증가한다는 결과도 같은 맥락으로 볼 수 있다(Allen, Bernardo, and Welch, 2000). 그러나 Grinstein and Michaely(2005)는 기관투자자들이 배당을 지급하지 않는 기업을 기피한다는 것은 동의되지만, 기관투자자 지분율이 높다고 해서 기업에 더 강한 배당확대 요구를 하는 것은 아니라고 주장하였다. Kumar(2003) 또한 인도기업을 대상으로 외국인투자가와 기관투자자의 지분율 증가는 배당을 오히려 감소시키는 것으로 보고하였다.

국내 자본시장 개방 이후 대부분 기관투자자인 외국인투자자와 국내 기관투자자를 비교하여 배당과 관련된 실증분석이 다수 수행되었다. 이는 2000년

2) 보건복지부 보도자료(2007. 11. 28), 비즈니스포스트 2015. 3. 1, 서울경제 2015. 8. 12 기사 참조.

이후 저금리 기조와 고령화 등의 여파로 주식시장에서 큰 비중을 차지해왔던 개인투자자들이 주식시장에서 이탈하거나 간접투자형태로 전환하고, 연기금 및 보험 등 기관투자자의 비중이 확대되어 주식시장이 급속히 기관화 형태로 전환된 것과 관련이 있을 것이다. 손승태·이윤구(2006)는 1995년~2000년까지 배당 지급기업의 기관투자자 지분율은 무배당기업의 기관투자자 지분율보다 유의적으로 높은 것으로 보고하였으며, 박경서·이은정·장하성(2003)의 연구에서도 국내 기관투자자 지분율과 배당성향은 양(+)의 관계를 보이는 것으로 나타났다. 한편, 이가연·고영경(2010)은 1997년~2006년까지 자료를 분석한 결과, 외국인투자자들은 시가총액이 높고 배당을 지급하는 기업의 지분율 비중을 더 높이는 반면, 국내 기관투자자들은 오히려 배당을 지급하지 않는 기업의 지분율 비중을 더 높이는 것으로 나타나, 두 기관투자자가의 투자성향 및 성과에 대조가 있다는 것을 제시하였다.

대한상공회의소(2005)의 연구에 따르면, 기관투자자들이 단기 시세차익보다는 장기적으로 고정적인 수익을 얻는 배당을 중요한 투자의사결정기준으로 여기는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자가 자본시장에 미치는 영향력이 커짐에 따라 배당에 대한 명시적 혹은 묵시적 압력을 행사할 수 있음을 시사한다. 역으로 경영자는 기관투자자의 투자에 대한 기대수익을 충족시키지 못하게 되면 투자자금이 회수될 수 있는 부담을 인지하기 때문에, 배당을 통하여 이들의 이탈을 방지하려는 유인이 있을 것이다.

최근 정부당국이 기업의 사내유보이익에 대한 과세 방침을 공표하고, 국민연금을 비롯한 연기금이 배당에 대한 주권을 행사하도록 허용하는 자본시장법시행령이 일부 개정되었다(2014.12.9). 이에 국민연금이 기업의 소유지분에 영향력을 미칠 수 있는 대표

적 기관투자자이자 주주의결권 행사자로서, 기업의 배당의사결정에 직접적으로 영향을 미칠 수 있게 되었다. 이에 국민연금이 투자된 기업의 경영자는 배당 지급, 배당지속(유지), 배당확대 등 배당압박을 간과할 수는 없을 것이다. 경영자는 자금조달 전략상 대규모 자금동원 여력이 충분히 있는 국민연금을 유인 혹은 유지하기 위하여 배당정책을 활용하였을 것으로 유추할 수 있으며, 배당을 위한 이익의 상향조정이 수행될 수 있다(Allen et al., 2000). 이에 본 연구는, 가설 1과는 독립적인 차원에서, 경영자가 국민연금의 배당요구를 충족시키기 위하여 이익의 상향조정을 구사하였는지를 다음 가설 2로 검증하고자 한다.

가설 2: 국민연금에 대한 배당성향이 높을수록 이익의 상향조정 정도가 강할 것이다.

경영자는 배당지급을 위한 의사결정을 강구할 때, 당기 보고이익이 기대배당액보다 낮을 것으로 예상되면 이익을 상향조정할 유인을 가질 수 있다(Watts and Zimmerman, 1986). 최종 이익을 보고하기 이전에 추산된 이익이 목표수준의 배당을 지급하기에 충분한 원천이 되지 못한다면, 경영자는 배당의 감소나 중단에서 파급되는 부정적인 인식을 회피하기 위하여 당기의 이익을 상향조정할 유인이 존재한다. 이는 역으로 당기 배당이 실시된 기업의 경우에, 만일 배당 이전에 추산한 배당부족액이 예상되었다면, 이익을 상향조정하여 당기 배당채원을 마련할 개연성이 높다는 것을 반증한다. 본 연구는 이를 검증하기 위하여 다음과 같이 가설 3을 설정한다.

가설 3: 국민연금에 대한 기대배당부족액이 많을수록 이익의 상향조정 정도가 강할 것이다.

III. 연구의 설계

3.1 주요변수의 측정

3.1.1 이익조정 대응변수의 추정: 재량적발생액(DA)

본 연구의 주된 검증대상인 배당은 기업성과와 관련이 있을 것이므로, 이익관리 대응변수는 Kothari, Andrew, Charles(2005)의 성과관련 변수를 반영하여 다음과 같이 추정된 재량적발생액(이하, DA)을 이용하였다.

$$DA_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - \left[b_0 + b_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + b_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}} \right) + b_3 \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) + b_4 ROA \right]$$

〈변수의 정의〉

TA(total accrual): 총발생액=당기순이익(net income, NI)-현금흐름(cash flow, CFO),

ΔREV(change of revenue): 매출액의 변동=당기매출액-전기매출액,

ΔAR(change of accounting receivable): 매출채권의 변동=당기매출채권-전기매출채권,

PPE(plant, property and equipment): 감가상각이 가능한 설비자산,

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,

A_{t-1}: 전년도 총자산, a, b는 추정회귀계수,

*모든 변수에 임의의 기업을 나타내는 아래첨자는 기술 편의상 생략함.

3.1.2 국민연금지분율(NFP)

국민연금지분율은 배당을 받을 수 있는 배당기준

일(거의 대부분 회계기말)에 가장 근접한 지분율로 정의한다. ND1은 국민연금 지분의 참여여부에 따라, 그리고 ND2는 5%이상의 지분을 취득한 국민연금 지분투자기업에 더미변수 1을 취하는 변수이다. 이는 선행연구에서도 상법 및 증권거래법에 근거하여 5% 이상의 지분이 장부열람, 소송 등 경영권에 대한 통제 및 영향력을 미칠 수 있는 기준으로 삼았기 때문이다(김성혜 외, 2012; 박경서·이은정, 2006; 설원식·김수정 2006).

3.1.3 배당수준(DIV)

배당수준을 나타내는 주 설명변수는 현금배당을 당기순이익으로 나눈 값으로 정의하였다. 본 연구는 배당과 이익조정설의 설명관계를 규명하는 것이 주된 목적이므로, 배당률이나 배당수익률보다는 현금배당률로 측정된 배당성향에 초점을 두었다.

3.1.4 기대배당부족액(LACK)

본 연구는 Daniel et al. (2008)의 모형을 준용하여, 다음과 같이 총자산으로 표준화된 기대배당부족액(deficiency of expected dividend, 이하 LACK)으로 측정하였다.

$$LACK = \max \{ 0, (\text{기대배당액} - \text{조정전이익}) \}$$

기대배당액: 직전기 배당액

조정전이익: 당기순이익-우선주배당액-(재량적발생액× 기초총자산) ÷ 기초총자산

당기에 기대할 수 있는 배당액은 랜덤워크에 의한 전년도 보통주배당액으로 가정되며, 조정전이익(pre-

managed earnings)은 순이익에서 우선주에 대한 배당금과 이익조정이 가능한 재량적발생액을 차감한 값이다. 이 값이 양수(+)로 나타나면 조정전이익이 기대배당액 수준을 충족하기에 부족하다는 것을 의미하며, 이 경우 전기 배당수준의 배당을 위한 이익 조정의 개연성이 예상될 수 있다. 반면, 이 측정치가 음수(-)로 산출되면 기대배당에 대한 축적된 배당여력이 충분한 것으로 가정된다. 본 연구는 기대 배당부족액에 대한 이익관리를 살펴보는 것이 주된 분석대상이므로, Daniel et al.(2008)과 동일한 방법으로, LACK이 양수(+)이면 자체 값을 취하고, 음수(-)일 때는 0으로 처리하여 그 최대치를 활용하였다.

3.2 가설검증모형의 설계

$$DA = \beta_0 + \beta_1 NPF + \beta_2 DIV + \beta_3 FOR + \beta_4 SIZE + \beta_5 DEBT + \beta_6 BLOK + \beta_7 BIG + \epsilon \quad \text{식(1)}$$

$$DA = \beta_0 + \beta_1 NPF + \beta_2 DIV + \beta_3 (ND_{1,2} \times DIV) + \beta_4 FOR + \beta_5 SIZE + \beta_6 DEBT + \beta_7 BLOK + \beta_8 BIG + \epsilon \quad \text{식(2)}$$

$$DA = \beta_0 + \beta_1 NPF + \beta_2 LACK + \beta_3 (ND_{1,2} \times LACK) + \beta_4 FOR + \beta_5 SIZE + \beta_6 DEBT + \beta_7 BLOK + \beta_8 BIG + \epsilon \quad \text{식(3)}$$

〈변수의 정의〉

DA(discretionary accrual): Kothari et al.(2005) 모형으로 추정된 재량적발생액,

NPF(national pension fund) : 국민연금 기말지분율,

ND: 국민연금 지분참여 더미변수,

ND=1: 국민연금 투자기업이면 1, 그렇지 않으면 0,

ND=2: 국민연금 투자기업 중 국민연금 지분율이

5%이상이면 1, 그렇지 않으면 0,

DIV(dividend): 당기 배당성향(=현금배당/순이익),

LACK: 기대배당부족액(=max{0, (기대배당액-조정전이익)}),

FOR: 기말 외국인 지분율,

SIZE: 기업규모(=기초총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT:부채비율(=기말부채총액÷기말총자산),

BLOK: 최대주주지분율,

BIG: 외국계 대형회계법인에서 감사를 받았으면 1, 그렇지 않으면 0.

종속변수인 DA가 양(+)의 방향으로 크다면, 경영자가 재량적인 회계선택을 활용하여 이익의 상향조정을 구사했다는 것을 의미하며, 반대로 DA가 음(-)의 방향으로 낮다면 이익의 하향조정을 모색하였거나 이익의 상향조정을 획책하지 않는 것으로 해석할 수 있다.

식(1)에서 가설 1의 논거에 의하여, 국민연금이 거대 자금을 투자한 지속적이고 장기적인 기관투자자로서 공격적인 이익보고를 억제하는 견제역할을 충실히 수행한다고 가정하면, NPF는 DA에 음(-)의 설명관계를 보일 것이다. 식(2)의 주 변수는 국민연금 지분과 배당성향이 상호작용된 ND×DIV로써, 이는 국민연금에 대한 배당요구를 수용한 이익의 상향조정 의도를 사후적으로 검증하기 위하여 설계되었다. 가설 2의 논거에 의하여, 경영자가 국민연금에 대한 배당압박을 수용하고 있다면, 당기 배당을 위한 이익의 상향조정을 유추할 수 있으며, 따라서 ND×DIV는 DA에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 식(3)에서는 가설 3을 검증하는 ND×LACK가 주변수이다. 국민연금이 투자된 기업의 당기 보고이익이 기대배당액보다 낮을 것(즉 기대배당부족 상황)이 예상될 때 국민연금이 주주로서 영향력을 행사한다면, 경영자는 배당재원을 마련하기 위하여 이익의

상향조정을 구사할 것으로 예상되므로, ND×LACK은 DA에 양(+)²⁾의 부호가 예상된다.

국민연금 투자와 배당성향이 이익조정에 영향력을 미치는 효과를 보다 정교하게 포착하기 위하여, 외국인투자자 기말 지분율(FOR), 정치적 비용가설에 의한 기업규모(SIZE), 부채비율(DEBT), 최대주주지분율(BLOK), 감사인 규모변수(Big) 등을 통제변수에 포함하였다(김문태, 2004; 나종길·최기호, 2001; 박종일, 2003; 최성규·김경민, 2005; DeFond and Jiambalvo, 1994).

3.3 표본의 구성

본 연구의 분석대상 기간은 외환위기 기간이 지난 2000년에서 2013년까지이며, 재무 및 비재무자료는 NICE 신용평가(주)에서 제공하는 KIS VALUE 데이터베이스에서 추출하였다. 회계처리의 일관성 및 연구결과의 해석 동질성을 담보하기 위하여, 금융업을 제외한 12월말 결산 KOSPI에 등록된 기업으로 연구대상을 한정하였다. 이상치는 모든 변수의 상하 1%에서 제거하였다. 이러한 조건을 만족한 표본은 <표 1>과 같다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

<표 2>는 가설검증 모형에 포함된 주요변수의 기술통계량을 나타낸다. 종속변수인 DA의 평균과 중위수는 각각 -0.008, -0.006으로 약한 음(-)의 값을 보여 연구기간 동안 표본기업들이 전반적으로 이익을 상향조정했다고 단정할 수는 없다. NPF의 평균은 0.015로 표본기업의 약 1.5%에 국민연금이 지분 참여 한다는 것을 의미한다. 그러나 중위수와 최소값이 0%로 국민연금이 투자된 기업과 그렇지 않은 기업이 뚜렷하게 구분될 수 있음을 시사하는바, 본 연구에서 국민연금 지분이 투자된 표본의 수는 948개이다. DIV의 평균은 0.199로 연구대상 표본의 순이익 대비 약 20%가 현금배당으로 지급되고 있는 것을 의미하며, 이는 배당지급기업은 많으나 현금배당성향이 낮은 것을 반영하고 있다. 일반적으로 배당지급을 개시하는 기업의 배당성향이 낮기 때문에 배당지급기업이 증가할수록 전체 배당지급기업의 배당성향은 낮아질 수 있으나, 이를 감안하더라도 국내 기업의 배당성향은 여전히 낮은 것으로 나타났다.³⁾

<표 1> 표본의 구성

2000년-2013년 KOSPI 기업-연도 전체 표본 수	9,049
12월 결산법인이 아니거나 비금융업 수	412
재무자료 미비	88
이상치 제거	1,026
최종표본	7,523

3) 이한득(2012)의 연구에 의하면, 배당지급기업의 비중(평균)은 선진국 44%, 신흥국 43%, 한국은 68%에 이르고 있으나, 한국의 현금배당성향은 22%로 캐나다 58%, 호주 54%, 프랑스 51%, 영국 48%, 독일 47%, 미국 38%, 일본 34% 등 선진국에 크게 미치지 못하고, 심지어 신흥국 평균 41%에도 뒤지는 것으로 나타났다.

〈표 2〉 기술통계량(n= 7,523)

변수	평균	중위수	표준편차	최솟값	최댓값
DA	-0.008	-0.006	0.081	-0.519	0.454
NPF	0.015	0.000	0.058	0.000	0.800
DIV	0.199	0.133	0.298	0.000	4.932
LACK	0.033	0.000	0.086	0.000	1.059
FOR	0.092	0.024	0.143	0.000	0.993
SIZE	26.429	26.179	1.501	22.233	31.170
LEV	0.464	0.466	0.205	0.001	0.999
BLOCK	0.265	0.229	0.155	0.000	0.935
BIG	0.675	1.000	0.468	0.000	1.000

〈변수의 정의〉 *각 변수의 자세한 정의는 III. 연구의 설계 참조.
 DA: 재량적발생액, NPF: 국민연금 기말지분율, DIV: 배당성향, LACK: 기대배당부족액,
 FOR: 외국인 지분율, SIZE: 기업규모, DEBT: 부채비율, BLOK: 최대주주지분율,
 BIG: 대형회계법인 피감사 더미변수 0.

LACK의 평균은 0.033으로 연구대상 기업이 전반적으로 최종 보고이익 이전의 성과로는 직전기의 배당수준을 충족시킬 수 있는 여력이 충분하지 않은 것으로 보인다.

FOR의 평균은 약 9.2%에 이르러 자본시장 개방 이후 외국인투자자의 유입이 지속적으로 증가하였다는 것을 알 수 있다. 총자산으로 측정된 기업규모(SIZE)와 총자산 대비 부채비율(DEBT)의 평균은 각각 26.429, 0.464로 나타났으나, 최솟값과 최댓값에 이르는 범위가 매우 광범위하게 분산되어 있다는 것을 짐작할 수 있다. 최대주주의 지분율(BLOCK)의 평균은 약 26.5%로 소유의 집중이 강하다고 판단되며, 감사인 규모(BIG)의 평균은 0.675로 전반적으로 대형 회계법인의 감사를 받는 것으로 나타났다.

4.2 상관분석과 평균차이분석

〈표 3〉은 연구에 활용된 변수의 Pearson 상관계수를 나타낸다. 우선, DA와 NPF의 상관계수는 각

각 -0.031로 유의한 음(-)의 상관성을 보임으로써 국민연금 투자가 많을수록 이익의 상향조정이 상대적으로 억제된다는 것을 암시한다. 이는 국민연금이 투자기업의 공격적 이익조정을 선호하지 않거나, 혹은 국민연금이 보수적이고 안정적인 장기투자자로서 이익조정 통제기능을 수행할 수 있다고 볼 수 있으며, 가설 1의 설정근거를 지지하고 있다. DIV는 5%수준에서 DA와 유의한 양(+)의 설명관계로 나타나 당기 현금배당의 정도가 큰 기업일수록 오히려 이익의 하향보고를 의도한다고 볼 수 있다. 이는 국내 기업의 배당성향이 지속적으로 낮은 것과 관련성이 있으며, 경영자가 잉여재원을 배당의 형태로 사외유출해야 하는 잠재적인 부담을 완화하는 이익관리 전략을 강구한다는 것을 간접적으로 암시한다. DA와 LACK의 상관계수는 매우 유의한 양(+)의 설명관계로 나타나 기대배당부족액이 커질수록(작아질수록) 당기의 이익이 상향(하향)조정되었다는 것을 알 수 있다. 그러나 국민연금 투자에 의한 배당성향과 기대배당부족액이 이익조정에 미치는 영향은 단일변수

〈표 3〉 상관분석(n= 7,523)

	DA	NPF	DIV	LACK	FOR	SIZE	LEV	BLOCK
NPF	-0.031	1.000						
	0.007							
DIV	-0.029	0.030	1.000					
	0.012	0.009						
LACK	0.318	-0.047	-0.156	1.000				
	<.0001	<.0001	<.0001					
FOR	-0.112	0.039	0.120	-0.147	1.000			
	<.0001	0.001	<.0001	<.0001				
SIZE	-0.016	0.216	0.075	-0.202	0.445	1.000		
	0.159	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001			
LEV	0.101	-0.048	-0.198	0.269	-0.164	0.136	1.000	
	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001		
BLOK	-0.003	0.118	0.046	-0.094	0.031	0.000	-0.054	1.000
	0.810	<.0001	<.0001	<.0001	0.008	0.992	<.0001	
BIG	-0.035	0.083	0.045	-0.104	0.219	0.354	0.033	0.069
	0.003	<.0001	0.000	<.0001	<.0001	<.0001	0.004	<.0001

〈변수의 정의〉 *각 변수의 자세한 정의는 III. 연구의 설계 참조.

DA: 채량적발생액, NPF: 국민연금 기말지분율, DIV: 배당성향, LACK: 기대배당부족액,

FOR: 외국인 지분율, SIZE: 기업규모, DEBT: 부채비율, BLOK: 최대주주지분율,

BIG: 대형회계법인 피감사 더미변수.

에 의한 상관분석보다는 다변량회귀분석으로 검증하는 것이 보다 타당한 해석이 될 수 있을 것이다.

한편, NPF와 DIV는 양(+), LACK와는 음(-)의 상관성을 가지는 것으로 나타나 국민연금 투자가 배당성향이 큰 기업 위주로 진행되거나 기대배당부족액이 존재하는 기업을 기피하는 것으로 해석할 수 있다. 또한 NPF와 통제변수의 상관분석을 통하여, 국민연금이 외국인투자자 및 대주주의 지분참여가 강한 기업에 투자하거나, 기업규모가 크고 재무안정성이 우수한 기업과 대형회계 법인에 의한 감사품질의 신뢰성이 담보되는 기업에 집중하여 투자한 것으

로 해석할 수 있다.

DA와 통제변수는 전반적으로 선행연구와 일관된 상관분석 결과를 보이고 있다. 즉, 외국인투자자의 지분율이 많을수록, 그리고 대형회계법인에 의한 감사품질이 양호하다고 인식될수록 이익조정이 통제되며, 부채비율이 높을수록 오히려 이익의 상향조정이 강한 것으로 보인다(김문태, 2004; 나종길·최기호, 2001; 박종일, 2003; 최성규·김경민, 2005; DeFond and Jiambalvo, 1994).

〈표 4〉⁴⁾의 패널 A는 국민연금 투자여부에 따라 각 변수의 평균차이를 분석한 결과이다. 우선, 패널

4) 감사품질(BIG)은 더미변수이므로 평균차이의 실익이 없을 것으로 판단하여 분석에서 제외하였다.

〈표 4〉 평균차이분석

패널 A. 국민연금의 투자여부에 따른 평균차이분석

	국민연금 투자(n=948)		국민연금 미투자(n=6,575)		t통계량	유의확률 (양쪽)
	평균	표준편차	평균	표준편차		
DA	-0.012	0.077	-0.007	0.081	1.670	0.095
DIV	0.219	0.265	0.196	0.303	-2.190	0.029
LACK	0.017	0.058	0.035	0.089	6.080	<.0001
FOR	0.141	0.140	0.085	0.142	-11.300	<.0001
SIZE	27.776	1.524	26.235	1.395	-31.420	<.0001
DEBT	0.463	0.207	0.476	0.193	-1.890	0.058
BLOK	0.275	0.149	0.263	0.155	-2.100	0.035

패널 B. 당기 배당지급 여부에 따른 평균차이분석

	배당지급(n=5,041)		배당미지급(n=2,482)		t통계량	유의확률 (양쪽)
	평균	표준편차	평균	표준편차		
DA	-0.013	0.074	0.003	0.092	8.580	<.0001
NPF	0.018	0.060	0.010	0.052	-5.740	<.0001
LACK	0.009	0.027	0.082	0.132	37.720	<.0001
FOR	0.119	0.155	0.038	0.093	-23.940	<.0002
SIZE	26.696	1.449	25.888	1.460	-22.690	<.0002
DEBT	0.408	0.174	0.578	0.216	36.780	<.0001
BLOK	0.267	0.148	0.260	0.167	-2.010	0.045

패널 C. 기대배당부족액 여부에 따른 평균차이분석

	기대배당액 부족(n=2,507)		기대배당액 충족(n=5,016)		t통계량	유의확률 (양쪽)
	평균	표준편차	평균	표준편차		
DA	0.047	0.077	-0.035	0.067	-47.230	<.0001
NPF	0.011	0.050	0.017	0.061	4.090	<.0001
DIV	0.173	0.364	0.212	0.259	5.330	<.0001
FOR	0.055	0.107	0.111	0.154	16.640	<.0001
SIZE	26.183	1.566	26.552	1.453	10.140	<.0001
DEBT	0.552	0.207	0.420	0.190	1.190	<.0001
BLOK	0.256	0.157	0.269	0.153	3.380	<.0001

〈변수의 정의〉 *각 변수의 자세한 정의는 III. 연구의 설계 참조.

DA: 계량적발생액, NPF: 국민연금 기말지분율, DIV: 배당성향, LACK: 기대배당부족액,

FOR: 외국인 지분율, SIZE: 기업규모, DEBT: 부채비율, BLOK: 최대주주지분율,

BIG: 대형회계법인 피감사 더미변수 0.

A에서 국민연금이 소유한 기업의 DA는 -0.012로 국민연금이 소유되지 않는 기업집단의 평균 -0.007에 비하여 더 낮은 이익조정 경향을 보였다.⁵⁾ 또한 DIV와 LACK의 평균을 비교한 결과, 국민연금이 투자된 기업의 배당성향이 더 양호하며 기대배당부족액이 더 낮다는 것을 알 수 있다. 이는 국민연금이 기관투자자로서 기업의 배당정책에 영향력을 행사하였다는 점과 혹은 배당에 대한 실적과 전망이 양호한 기업에 투자한 결과로 풀이된다. 기타 변수에서는 전반적으로 국민연금이 지분참여한 기업의 외국인지분율과 최대주주지분율이 더 높았으며, 기업규모가 크고 부채비율이 낮은 차이를 보였다.

패널 B는 당기 배당여부 여부로 집단 구분한 평균 차이분석 결과이다. 당기 배당을 실시한 기업에서 DA는 배당을 실시하지 않는 기업집단에 비하여 더 낮은 평균수치를 보인 반면, NPF는 더 높은 것으로 나타났다. 이는 배당 실시기업이 당기 배당에 대한 추가적인 배당압박을 완화 혹은 이연하기 위하여 오히려 이익의 하향조정을 의도하는 결과로 해석할 수 있다. 그러나 국민연금은 기관투자자로서 연금재정의 장기적이고 안정적인 운용수익을 보장받기 위하여 배당을 실시하는 기업에 더 많이 투자한 것으로 보인다. 한편, 당기 배당을 실시한 기업이 배당미지급 기업에 비하여 SIZE가 더 크고 DEBT는 더 낮은 것으로 나타나, 기업규모가 커질수록 배당지급에 대한 이해관계자의 요구가 강해지고 부채비율이 낮은 기업의 배당성향이 더 양호하다는 선행연구와 일관된 결과를 보였다(Crutchley and Hansen, 1989;

Jensen, Solberg, and Zorn, 1992).⁶⁾ 또한 당기 배당 실시 기업의 FOR와 BLOK의 평균은 각각 0.119, 0.267로 외국인지분과 대주주지분이 배당미실시 기업에 비하여 배당지급기업에 유의적으로 더 많은 투자가 이루어진다고 볼 수 있다.

패널 C에서 기대배당부족액 존재 기업의 재량적 발생액은 기대배당을 충족할 수 있는 기업에 비하여 훨씬 높은 평균수치를 보이고 있으며, 국민연금지분율이 유의적으로 더 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기대배당부족 기업에서 공격적인 이익조정이 행사될 수 있으며, 국민연금은 배당을 기대할 수 있는 경영성과 및 장기적 기업가치 전망이 양호한 기업에 투자한 것으로 볼 수 있다. 전반적으로 기대배당액이 충족된 기업들이 배당성향이 높고, 외국인지분을 참여정도가 강하며, 기업규모가 더 크고, 부채비율도 더 낮은 것으로 나타났다.

4.3 다중회귀분석

이하 다중회귀분석은 이익관리에 주된 영향을 미치는 것으로 언급된 기업규모, 부채비율, 외국인지분율, 대주주지분율, 감사인 규모 등 통제변수들을 반영한 상태에서 국민연금의 소유여부와 영향력 크기가 배당성향(DIV), 배당부족액(LACK)에 따라 이익조정(DA)에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 회귀분석 전반에 걸쳐 모형적합성을 나타내는 수정 R²에 대한 F값은 비교적 높고 유의하였으며, 분산팽창계수(VIF)로 측정된 설명변수 간 다중공선

5) 국민연금의 영향력이 강할 것으로 예상되는 5% 이상 투자기업에 대한 분석 또한 <표 4>의 패널 A와 유사한 결과를 보였다.

6) 기업이 부채를 조달하게 되면 경영자에 대한 채권자들의 감시기능이 강화되어 대리인 비용을 줄일 수 있을 것이다(Jensen and Meckling, 1976; Jensen 1986; Stulz, 1988). 따라서 대리인비용을 줄이기 위한 경영자감시의 수단으로 배당정책을 활용할 동기가 작아져 기업은 배당을 줄이게 된다. 또한 외부조달이 많은 기업의 경우 거래비용, 이자비용 등의 부담을 감소시키기 위하여 부채 등을 통한 외부 자금조달 보다는 내부유보를 통한 자금조달을 선호할 것이다.

성 문제는 우려할 수준이 아니었다.⁷⁾

〈표 5〉에서 모형1은 가설 1에 대한 검증결과이다. 주 설명변수 NPF의 추정 회귀계수는 -0.044로 종속변수인 DA에 5% 수준에서 유의한 음(-)의 설명력을 보이는 것으로 나타나, 국민연금이 지분소유한 기업의 재량적발생액이 낮은 것을 알 수 있다. 이는 국민연금의 지분비중이 많을수록 기업이 이익의 하향조정을 의도할 수 있다는 점이며, 국내기업의 이익관리가 대부분 이익의 상향조정과 관련이 있다는 선행연구와 대조를 보인다. 이러한 결과는 국민연금이 외국인투자자처럼 기업에게 영향력있는 소유자로 인식되기 때문에, 경영자가 기회주의적이고 과도한 이익조정을 구사하는데 제약을 받는다는 것을 의미한다. 한편, 국민연금이 투자된 기업은 본질적으로 보고이익보다는 현금흐름이 양호한 기업이기 때문에 위와 같은 결과가 나타날 수도 있다. 이익관리의 대용변수인 재량적발생액(DA)이 순이익에서 현금흐름(cashflow from operations)을 차감한 총발생액(total accruals)으로부터 추정되므로, 산술 구조적으로 현금흐름이 양호할수록 재량적발생액은 음(-)으로 산정될 가능성이 높아질 수 있기 때문이다.

모형2에서 주된 검증변수는 ND1×DIV과 ND2×DIV로, DA에 각각 0.017, 0.016으로 추정되고 두 변수 모두 10% 수준에서 유의한 양(+)의 설명력으로 나타나 모형1의 검증결과와는 다른 양상을 보이고 있다. 즉 국민연금에 의한 투자 자체로는 이익의 상향조정이 억제되지만(모형1), 국민연금에 대한 배당지급을 위하여 이익의 상향조정이 구사되었다는 것을 반증하고 있다(모형2). 이는 국민연금이 투자

된 기업의 경영자가 추가적 자본조달을 유리하게 가져가기 위하여 이익을 증가시키는 자본시장압력(capital market pressure)을 인식하고 있다는 것을 시사한다.

모형3은 기대배당부족 상황에서의 국민연금에 대한 배당을 검증하는 ND1×LACK과 ND2×LACK 변수가 주된 분석변수이다. 두 변수의 회귀계수는 각각 0.262와 0.383으로 1% 수준에서 DA에 유의한 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 국민연금 지분이 존재하는 기업에서 배당지급을 위한 이익의 상향조정은 기대배당이 부족한 상황에서 더욱 가속화될 수 있다는 점을 강하게 시사한다. 본 연구에서 기대배당은 랜덤워크(random walk)에 의한 전년도 배당액으로 정의되었기 때문에(Daniel et al., 2008), 만일 당기 배당 이전에 누적된 잉여재원으로 전기 수준의 배당을 지급할 여력이 부족하게 추산된다면, 경영자는 당기 보고이익을 상향조정하여 배당재원을 마련할 개연성이 높다. 특히 기업의 자금조달에 큰 영향을 미칠 수 있는 국민연금기금을 유지하기 위하여, 경영자는 배당여력이 없는 상황에도 불구하고 배당을 위한 이익의 상향조정을 수행할 여지가 있다는 것을 시사한다.

본 연구는 국민연금에 의한 이익조정 통제기능과 배당압박 가능성의 대조된 결과를 제시하고 있다. 국내 기업의 낮은 배당성향을 감안하면, 기업은 배당을 통한 기업가치의 공유와 이익의 환류를 실현하여 안정적 자금확보를 위한 투자유인을 제공할 수 있어야 한다. 그러나 기업이 진실된 내재가치를 창출하지 못한 상황에서 보고이익의 가공성에 의한 배

7) 다중공선성은 분산팽창지수(VIF, Variance Inflation Factor)로 측정하였다. VIF 값이 10이상 이면 독립변수들 간에 다중공선성이 존재한다고 판단하는바, 이하 회귀분석에서도 다중공선성은 해석에 지장을 주는 수준은 아니었으므로 표에 제시하는 것을 생략하였다. 또한 이하 회귀분석에서 추정 회귀계수는 표준화 계수를 나타내어 종속변수에 미치는 상대적인 설명력의 정도를 제시하였으며, 상수는 가설검증 해석에 영향을 미치지 않으므로 표시하지 않았다.

〈표 5〉 국민연금소유 기업의 배당부족액이 이익조정에 미치는 영향

변수	모형1	모형2		모형3	
		모형2-1	모형2-2	모형3-1	모형3-2
상수	-0.077 (-4.05)***	-0.073 (-3.84)***	-0.074 (-3.89)***	-0.180 (-10.04)***	-0.178 (-9.89)***
NPF	-0.044 (-2.47)**	-0.058 (-2.99)***	-0.057 (-2.94)***	-0.056 (-3.33)***	-0.065 (-3.83)***
DIV	-0.003 (-0.89)	-0.004 (-1.31)	-0.004 (-1.28)		
LACK				0.398 (32.95)***	0.396 (32.98)***
ND1×DIV		0.017 (1.79)*			
ND2×DIV			0.016 (1.67)*		
ND1×LACK				0.262 (5.29)***	
ND2×LACK					0.383 (6.82)***
FOR	-0.001 (-7.85)***	-0.001 (-7.89)***	-0.001 (-7.88)***	-0.001 (-7.89)***	-0.001 (-7.86)***
SIZE	0.002 (3.19)***	0.002 (2.98)***	0.002 (3.02)***	0.006 (8.96)***	0.006 (8.82)***
DEBT	0.031 (6.75)***	0.031 (6.81)***	0.031 (6.81)***	-0.014 (-3.21)***	-0.014 (-3.20)***
BLCK	0.000 (0.86)	0.000 (0.92)	0.000 (0.91)	0.000 (3.45)***	0.000 (3.38)***
BIG	-0.004 (-1.83)*	-0.004 (-1.83)*	-0.004 (-1.83)*	-0.002 (-1.06)	-0.002 (-1.02)
수정 R ² (F값)	0.019 (22.41)***	0.019 (20.02)***	0.019 (19.97)***	0.152 (177.04)***	0.154 (179.76)***

〈변수의 정의〉 *각 변수의 자세한 정의는 III. 연구의 설계 참조.

DA: 재정적발생액, NPF: 국민연금 기말지분율, DIV: 배당성향, LACK: 기대배당부족액,

FOR: 외국인 지분율, SIZE: 기업규모, DEBT: 부채비율, BLOK: 최대주주지분율,

BIG: 대형회계법인 피감사 더미변수 0.

당지급은 현금유출에 의한 실질적인 재무구조의 악화의 원인이 될 수 있다. 또한 배당압박에 의한 과도한 이익조정은 궁극적으로 자본잠식을 초래할 위험도 무시할 수 없다. 기업은 주주의 투자에 대한 환류를 고려해야 할 책임과 동시에 계속기업의 유지와 안정적 성장 또한 고려해야 할 것이다. 근본적으로 투명한 재무보고에 의하여 측정된 잉여재원을 통하여 배당정책이 실행되어야 할 것이다.

V. 결론

본 연구는 기업의 소유구조에 지대한 영향을 미치고 있는 국민연금을 통한 이익조정 통제효과와 국민연금에 대한 배당지급을 위한 이익조정이 구사되었는지를 분석하였다. 이익조정 대응변수는 Kothari et al.(2005)의 모형으로 추정된 재량적발생액을 사용하였으며, 배당관련 변수는 배당성향과 Daniel et al.(2008)의 기대배당부족액을 활용하였다. 국민연금 투자비중은 지분율 정도에 따른 연속변수와 경영권에 대한 통제 및 영향력을 행사할 수 있는 5%를 기준으로 한 더미변수로 정의하였다. 2000년부터 2013년까지 거래소에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 국민연금의 지분비중이 증가할수록 재량적 발생액이 유의적으로 낮은 것으로 나타나 경영자의 기회주의적이고 과도한 이익조정 구사에 제약을 준 것으로 해석할 수 있다. 다른 측면에서 살펴보면 이는 국민연금이 보고이익보다는 현금흐름이 양호한 기업들에 투자한 결과로도 해석될 수도 있다.

둘째, 국민연금과 배당성향의 상호작용변수는 재량적발생액에 유의한 양(+)의 설명관계를 가지는

것으로 나타났다. 영향력 있는 소유자로 인식된 국민연금이 경영자의 배당 관련 의사결정에 영향을 주었다고 해석해 볼 수 있다. 이는 국민연금에 의한 이익조정 통제효과와는 다른 차원에서, 국민연금이 투자된 기업의 경영자가 추가적 자본조달을 유리하게 가져가기 위하여 또는 국민연금의 투자 철회에 대한 우려에서 이익을 증가시킬 수 있는 것으로 해석할 수 있다. 이는 경영자가 안정적 배당에 대한 자본시장압력(capital market pressure) 또는 기대를 인식하고 있다는 것이다.

셋째, 국민연금과 기대배당부족액의 상호작용변수 또한 재량적발생액에 유의한 양(+)의 설명관계로 나타나, 배당지급을 위한 이익의 상향조정은 기대배당이 부족한 상황에서 더욱 가속화될 수 있다는 점을 알 수 있었다. 이는 경영자가 미래의 자금조달에 영향을 줄 수 있는 국민연금기금을 유지하기 위하여, 배당여력이 없는 상황에 당면하면 배당을 위한 이익의 상향조정을 수행할 여지가 있다는 것을 암시한다.

요컨대, 본 연구는 경영자가 배당의 단절 또는 감소에 따른 국민연금의 투자 철회 또는 추가적 자본조달시 어려움 등에 대한 우려에서 사전적으로 당기보고이익을 증가시키는 이익조정 유인을 가질 수 있는 것을 시사한다.

본 연구는 지금까지 정책적 제안을 위한 보고서 중심으로 수행되었던 국민연금과 관련된 연구를 국민연금이 소유기업의 이익보고 행태에 미치는 영향을 직접적으로 분석한 시초의 연구로서 의의가 있다고 할 수 있다. 따라서 본 연구는 국민연금에 의한 회계투명성과 배당을 통한 투자이익의 환류 요건을 각각 독립적이고 대조적인 차원에서 논의하여, 정책당국 및 시장에 새로운 인식을 제공하는데 공헌점이 있을 것이다.

참고문헌

- 김문태(2004), “외국인 지분참여가 이익관리 크기와 방향에 미치는 영향,” **회계정보연구**, 22(4), 85-111.
- 김성혜 · 이아영 · 전성빈(2012), “외국인투자자의 특성과 실제이익조정-외국인대주주의 역할을 중심으로,” **회계학연구**, 37(2), 129-165.
- 나종길 · 최기호(2001), “이익조정에 대한 비적정의견상향과 감사품질,” **회계학연구**, 26(3), 51-90.
- 대한상공회의소(2005), “2005년도 주주총회 관련 기업의 애로와 대응실태,” 보도자료.
- 박경서 · 이은정(2006), “외국인 투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향,” **금융연구**, 20(2), 73-113.
- 박경서 · 이은정 · 장하성(2003), “한국주식시장에서 투자자의 주문유형 선택에 관한 연구,” **재무연구**, 16(11), 115-158.
- 박영석 · 신진영 · 위경우 · 이재현 · 정재만(2012), “국민연금 의결권 행사 개선 방안,” **한국증권학회지**, 41(1), 93-124.
- 박종일(2003), “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로,” **회계학연구**, 28(2), 135-172.
- 설원식 · 김수정(2006), “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향,” **한국증권학회지**, 35(1), 1-40.
- 손승태 · 이윤구(2006), “기관투자자지분율과 배당정책의 관련성,” **대한경영학회지**, 19(1), 113-139.
- 이가연 · 고영경(2010), “기관투자자 지분율과 투자기회를 고려한 기업의 배당정책,” **대한경영학회지**, 23(2), 1027-1045.
- 이선화(2014), **배당사결정과 경영자의 이익조정에 대한 연구**, 전남대학교 박사학위논문.
- 이한득(2012), 국내 기업 배당지급 여력 낮다. **LG Business Insight**, 2012(5), 2-17.
- 전영순(2003), “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자 의사결정과 회계이익의 질 (Quality),” **경영학연구**, 32(4), 1001-1032.
- 전홍민 · 김현희 · 차승민(2011), “기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향,” **경영학연구**, 40(2), 383-406.
- 지청 · 육진호(2003), “외국인투자자의 선호종목과 거래행태 분석,” **한국증권학회**, 정기학술발표회.
- 최성규 · 김경민(2005), “부채비율과 경영자의 이익조절,” **회계학연구**, 30(3), 113-145.
- Allen, F., A. E. Bernardo, and I. Welch(2000), “A Theory of Dividends Based on Tax Clientele,” *Journal of Finance*, 55, 2499-2536.
- Bhude, A(1993), “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity,” *Journal of Financial Economics*, 34, 31-51.
- DeFond, M., and J. Jiambalvo(1994), “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- Kho, B. C., B. H. Lee., W. J. Lee., and L. S. Hwang (2008), “Does National Pension Service Trading Destabilize Korean Stock Market?” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37, 465-500.
- Choi, S. K., and J. W. Seo(2008), “Institutional Ownership and Accounting Transparency,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37, 627-673.
- Chung, R., M. Firth., and J. Kim(2002), “Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management,” *Journal of Corporate Finance*, 8, 29-48.
- Crutchley, C. E., and R. S. Hansen(1989), “A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends,” *Financial Management*, 18, 36-46.
- Daniel, N. D., D. J. Denis., and L. Naveen(2008), “Do Firms Manage Earnings to Meet Dividend Thresholds?,” *Journal of Accounting and*

- Economics*, 45, 2-26.
- Eckbo, B. E., and S. Verma(1994), "Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy," *Journal of Corporate Finance*, 1, 33-62.
- Grinstein, Y., and R. Michaely(2005), "Institutional Holdings and Payout Policy," *The Journal of Finance*, 60, 1389-1426.
- Hsu, G. C. M., and P. S. Koh(2005), "Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia," *Corporate Governance: An International Review*, 13, 809-823.
- Jagannathan, M., C. Stephens., and M. S. Weisbach (2000), "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg., and T. S. Zorn(1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C(1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Koh, P. S(2003), "On the Association between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management in Australia," *The British Accounting Review*, 35, 105-128.
- Koh, P. S(2007), "Institutional Investor Type, Earnings Management and Benchmark Beaters," *Journal of Accounting and Public Policy*, 26, 267-299.
- Kothari, S. P., J. L. Andrew., and E. W. Charles (2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- Kumar, J(2003), "Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India," Working Paper.
- Liu, Y(2006), *Does Institutional Investor Competition Influence Managerial Myopia? The Case of Accounting Restatements*, University of Oregon (PhD Dissertation).
- Majumdar, S. K., and A. Nagarajan(1997), "The Impact of Changing Stock Ownership Patterns in the United States: Theoretical Implications and Some Evidence," *Revue d'économie Industrielle*, 82, 39-54.
- Matsumoto, D. A(2002), "Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises," *The Accounting Review*, 77, 483-514.
- Porter, M. E(1992), "Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry," *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 4-16.
- Pound, J(1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Rubin, A., and D. R. Smith(2009), "Institutional Ownership, Volatility and Dividends," *Journal of Banking and Finance*, 33, 627-639.
- Shleifer, A., and R. Vishny(1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 96, 461-488.
- Short, H., H. Zhang., and K. Keasey(2002), "The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership," *Journal of Corporate Finance*, 8, 105-122.

- Stulz, R(1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Zeckhauser, R. J., and J. Pound(1990), "Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance," *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, 149-180.
- Watts. R., and J. Zimmerman(1986), *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

The Impact of National Pension Fund on Managerial Earnings Management and Dividend Policy

Moon Tae Kim* · Sun Hwa Lee**

Abstract

This study examines whether National Pension Fund(hereafter, NPF) that has gradually become a significant role in the ownership structure of firms as a block-holder influences on the controlling earnings management and whether managers carry out earnings management for paying dividends to NPF.

Earnings management is defined as discretionary accruals(hereafter, DA) estimated by Kothari et al.(2005) which reflect to the company's performance. The proxy of dividends(hereafter, DIV) are payout ratios and lacks of expected dividend(hereafter, LACK) which are the gap between expected dividend by random walk and pre-managed earnings by Dainel et al.(2008). The NPF are classified as two criteria, shareholding of the NPF and the only 1 dummy variable where a firm is owned by 5% exceeding NPF.

During the period in 2000-2013, we select 7,523 firm-year samples from KRX, and the results of empirical analysis are as follows.

First, the more the share proportions of the NPF, the lower DA within the significant level. This results show that the NPF is recognized as an influential investor like foreign investors, and NPF play the role in controlling the earnings management as a supervisor against manager's opportunistic behavior. Additionally, there can be a reason resulted from the investment for the companies with good cash flow rather than reporting earnings.

Second, the interaction variables of the NPF and DIV show the positive effect on discretionary accruals significantly. In the different dimension from the NPF' role as the supervisor, the manager may have a motivation to manage earnings for avoiding dividend cut. This is the

* Associate Professor, Department of Business Administration, Chosun University, First Author

** Full Time Instructor, School of Business Administration, Chonnam National University, Corresponding Author

reason why managers try to meet the expectations of capital market for stable dividend or worry about the pensions' withdrawal from the companies.

Third, the interaction variables of the NPF and LACK has significantly positive effect on the DA. This shows that earnings upward management can be accelerated in such a situation of deficiency of expected dividend.

This research can be regarded as a meaningfulness of an attempt of linkages in three factors which are the pensions, dividend and earnings management.

Key words: national pension fund, earnings management, dividend payout ratio, lack of expected dividend

-
- 저자 김문태는 현재 조선대학교 경영학부 회계학 전공 부교수로 재직 중이다. 전남대학교 경영대학 및 동 대학원 회계학과에서 경영학 석사 및 박사(재무회계 전공)를 취득하였다. 박사 학위 취득 이후에는 전남테크노파크에서 지역혁신사업의 정책기획 담당 선임연구원으로 활동한바 있으며, 전남대학교에서 BK21에서 연구교수로 재직하였다. 저자는 기관투자자(외국인투자자, 국민연금 포함), 신용평가기관, 감리제도 등에 의한 회계투명성과 신뢰성 제고방안을 연구하고 있다.
 - 저자 이선화는 현재 전남대학교 경영대학 경영학부 강의전담교수로 재직 중이다. 전남대학교 경영대학 및 동 대학원 회계학과에서 경영학석사 및 박사(재무회계 전공)를 취득하였다. 주요 연구분야는 기업지배구조, 기관투자자, 기업의 재무의사결정(배당) 등에 의한 회계정보의 유용성과 투명성 제고 방안을 연구하고 있다.