

공적 연기금의 스튜어드십 코드 도입 효과에 관한 연구

- 국민연금의 도입 사례 분석 -

2018. 12.

KCGS

공적 연기금의 스튜어드십 코드 도입 효과에 관한 연구 - 국민연금의 도입 사례 분석 -

2018. 12.

연구위원 김형석 hyungseok@cgs.or.kr
부연구위원 임현일 hilim@cgs.or.kr

KCGS 연구보고서

한국기업지배구조원(KCGS)은 국내 상장기업의 기업지배구조 개선, 환경 및 사회적 책임 경영 강화, 나아가 한국 자본시장의 선진화를 위하여 주요 모범규준과 한국 스투어드십 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 2018-02

공적 연기금의 스투어드십 코드 도입 효과에 관한 연구 - 국민연금의 도입 사례 분석 -

발행일 2019년 4월 23일
저자 김형석, 임현일
발행인 조명현
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. 2019.

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 주시기 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

	요 약	6
I	조사 배경 및 연구 목적	9
II	공적 연기금의 주주활동에 관한 기존 연구	12
III	국민연금의 스튜어드십 코드 도입 방안	17
	1. 도입 필요성	17
	2. 주요 이행 방안	18
IV	분석 모형 및 표본	21
	1. 분석모형	21
	2. 표본	23
V	실증 분석	29
	1. 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 주가에 미치는 영향	29
	2. 기업지배구조 수준에 따른 시장 반응의 차이	30
	3. 기업의 사회적 책임 수준에 따른 시장 반응의 차이	32
	4. 강건성 검정	35
VI	결 론	39
	1. 실증분석 결과 요약	39
	2. 결론 및 제언	40
	참고문헌	42

표 목차

표 1. 연도별 국민연금의 5% 이상 지분보유 현황	24
표 2. 국민연금 5% 이상 지분보유 기업의 기업규모 분포 현황	25
표 3. 국민연금 5% 이상 지분보유 기업의 산업 분포 현황	26
표 4. 국민연금 보유 지분 상위 20개 기업 현황: 2015-2017년	28
표 5. 표본 기업의 비정상 누적평균수익률에 대한 t-test 결과	30
표 6. 기업지배구조 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교	30
표 7. 기업의 환경 경영 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교	33
표 8. 기업의 사회적 기여 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교	34
표 9. 기업의 환경 및 사회적 기여 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교	34
표 10. 10% 이상 지분보유 기업의 비정상 누적평균수익률에 대한 t-test 결과	35
표 11. 기업지배구조 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교: 지분 10% 이상	36
표 12. 기업지배구조 수준이 CAAR에 미치는 영향: 횡단면 회귀분석	38

그림 목차

그림 1. 사건연구 타임라인	22
그림 2. CARR(0,+2) 변화 추이 및 기업지배구조 수준에 따른 차이 비교	31

요약

1. 연구 배경

- 국내 공적 연기금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 적극적인 주주권 행사(active ownership)가 투자대상 기업에 어떠한 영향을 미칠 것인가에 대한 분석과 논의가 필요한 시점임
 - 특히, 국민연금과 같은 공적 연기금에 의한 적극적인 주주권 행사가 상장기업의 주요 의사 결정에 대한 관치 수단으로 변질된 우려가 있다는 비판이 강하게 제기됨
 - 또한 국민연금과 같은 공적 연기금의 스튜어드십 코드 도입은 외부 위탁 자산운용사의 스튜어드십 코드 도입 및 실행 방안에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 예상됨
- 이에 본 보고서에서는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 시장 반응의 차이를 다각도에서 분석하고, 이를 토대로 적극적인 주주권 행사가 투자대상 기업에 미치는 영향을 추론하고자 함
 - 국민연금의 보유 지분을 및 구체적인 도입 방안 등을 고려할 경우 스튜어드십 코드 도입 이후 투자대상 기업의 기업지배구조 개선 등을 유도하는 효과적인 주주권 행사가 기대됨
 - 단, 실제 주주활동 (shareholder engagement) 및 의결권 행사 (voting)에 관한 자료가 없어 직접적인 분석에는 한계가 있음

2. 실증분석 결과

- 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유(2017.12 기준)한 국내 상장기업 194개를 대상으로, 국민연금의 스튜어드십 코드 도입(2018.7.30.)에 따른 시장 반응을 분석한 결과를 요약하면 다음과 같음

- 194개 표본에 대하여 3거래일 동안 비정상 누적평균수익률(CAAR)은 +0.82%이며 1% 수준에서 통계적으로 유의함
- 표본기업의 ESG 평가등급에 따라 시장 반응은 유의한 차이를 나타냄
 - 기업지배구조 수준(G)이 상대적으로 낮은 표본기업의 CAAR는 +1.186%(1% 수준에서 통계적으로 유의함)인 반면, 기업지배구조 수준이 높은 표본의 경우 CAAR는 +0.462% (통계적으로 유의하지 않음)로 확연한 차이를 보임
 - 또한 환경 경영(E) 및 사회적 책임(S)에 대해서도, 평가등급이 낮을수록 보다 크고 유의한 CAAR를 관측할 수 있음
- 강건성 검증을 통해 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대한 시장 반응은 적극적인 주주권 행사를 통한 투자대상기업의 기업지배구조 개선에 대한 기대임을 확인할 수 있음
 - 보유 지분율이 높을수록 국민연금이 보다 적극적으로 주주권을 행사할 유인이 클 것이며, 이에 대한 투자자의 기대가 클수록 기업가치에 미치는 영향을 더 클 것으로 예상됨
 - 분석결과, 보유 지분율이 10% 이상인 75개 표본의 CAAR는 +1.131%로 5%의 경우보다 0.311% 큰 것으로 나타남
 - 횡단면 회귀분석을 이용하여 다른 기업특성 변수의 영향을 통제한 후에도 투자대상기업의 기업지배구조 수준은 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 CAAR에 통계적으로 유의하게 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타남

3. 결론 및 시사점

- 국내 자본시장 참여자들은 국민연금의 적극적인 주주권 행사가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 기대함
 - 구체적으로 국민연금의 적극적인 주주권 행사를 통해 ESG와 관련한 위험 요인을 효과적으로 관리함으로써 투자대상기업의 기업지배구조 수준이 개선되고 환경, 사회적 책임 경영이 강화될 것으로 기대함
 - 결과적으로 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대한 과도한 비난보다는 향후 적극적인 주주권 행사 등 실질적인 스튜어드십 코드 이행 현황을 지속적으로 모니터링하는 것이 중요함

- 다른 공적 연기금도 국민연금의 사례를 참고하여 독립적이고 효과적인 스튜어드십 코드 실행 방안을 마련할 필요가 있음
 - 국민연금의 경우 “수탁자책임전문위원회”를 설치함으로써 주주권 행사의 독립성을 확보하고, ESG와 관련한 주요 이슈 및 중점관리사안 선정 및 5% 이상 지분을 보유한 기업에 대한 적극적인 주주활동 등 스튜어드십 코드 실행의 우선순위를 명확하게 선정함으로써 효과적인 주주권 행사가 가능하도록 함
 - 공적 연기금의 스튜어드십 코드 도입을 계기로 국내 상장기업의 ESG 수준과 중장기 기업가치가 제고될 수 있다면, 국내 공적 연기금의 적극적인 주주권 행사에 대한 자본시장의 신뢰를 강화할 수 있을 것으로 기대함

I

조사 배경 및 연구 목적

- 2016년 12월, 한국 스투어드십 코드가 처음 제정된 이후 약 72개 기관투자자 등이 코드에 참여하고 있음 (2018년 12월 기준)
 - 특히 국민연금공단(이하 “국민연금”)과 국내 대형 자산운용사의 대부분이 참여하고 있다는 점을 감안하면, 향후 국내 자본시장에서 스투어드십 코드 참여가 점차 확대되고 안정적으로 정착될 것으로 기대함
 - 주식운용 규모가 10조 이상인 6개 대형 자산운용사 중 5개 운용사¹⁾가 스투어드십 코드에 참여하고 있음
- 하지만 코드 확산에 대한 기대에도 불구하고, 일각에서는 여전히 스투어드십 코드에 대한 몇 가지 쟁점 사항이 존재함²⁾
 - 국민연금과 같은 공적 연기금의 스투어드십 코드 도입이 기업 의사결정에 대한 관치 수단으로 변질될 수 있다는 비판(소위 ‘연금사회주의’)이 제기됨
 - 국내 상장기업의 입장에서는 기관투자자가 스투어드십 코드에 따른 적극적인 주주활동을 통해 경영 일상에 개입함으로써 기업의 중요한 의사결정이 적시에 이루어지지 못할 우려가 있다는 비판도 제기됨
 - 이에 반해 ICSA의 설문조사 결과³⁾에 따르면, 해외 상장기업의 상당수(70%)는 기관투자자 관여활동(engagement)이 기업의 입장에서도 질적으로 점차 향상되고 있다고 긍정적으로 평가함

1) 삼성자산운용, 미래에셋자산운용, 한국투자신탁운용, KB자산운용, 한화자산운용

2) Economy조선, 2018.1.24., “스튜어드십 코드 태풍”

3) ICSA (The Institute of Chartered Secretaries & Administrators), 2018.7, Shareholder engagement: The state of play. ICSA는 호주, 브라질, 칠레, 이탈리아, 일본, 홍콩, 남아프리카공화국, 스웨덴, 영국, 미국 총 10개 국가의 상장기업을 대상으로 설문 조사를 실시함

- 이에 국내 공적 연기금의 스튜어드십 코드 도입 효과, 즉 공적 연기금의 주주활동 및 의결권 행사가 투자대상 기업에 어떠한 영향을 미칠 것인가에 대한 심도 있는 분석과 논의가 필요한 시점임
 - 국민연금의 스튜어드십 코드 도입은 다른 공적 연기금, 국부 펀드 및 각종 공제회 등의 스튜어드십 코드 참여에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 예상됨
 - 공무원연금공단⁴⁾, 한국투자공사(KIC)⁵⁾ 및 우정사업본부⁶⁾ 등이 내년 스튜어드십 코드 참여를 적극 검토 중임
 - 또한 자산소유자(asset owner)로서 공적 연기금 등의 스튜어드십 코드 도입은 외부 위탁 자산운용사(asset manager)의 스튜어드십 코드 참여를 촉진할 것으로 보이며, 이들의 주주활동 및 의결권 행사에 공적 연기금의 스튜어드십 원칙이 상당 부분 반영될 가능성이 높음
 - 일본 금융청(FSA, Financial Services Agency)의 보고서⁷⁾에 따르면, 연기금 등 자산소유자는 위탁 자산운용사에게 스튜어드십 코드에 관한 자신만의 원칙과 핵심사항을 명확하게 전달해야 하며, 이들의 스튜어드십 코드 이행이 자산소유자의 스튜어드십 코드 원칙 및 정책에 부합하는지 여부를 효과적으로 점검할 필요가 있음을 강조함
 - 실제로 일본 GPIF(Government Pension Investment Fund)는 스튜어드십 활동에 관한 보고서⁸⁾에서 위탁 자산운용사로 하여금 GPIF의 스튜어드십 코드와 의결권 행사 기준을 투자운용 체계에 통합할 것을 요청함
 - 따라서 국내 공적 연기금이 스튜어드십 코드 이행을 통해 지향하는 바, 이에 따른 적극적 주주활동이 국내 상장기업에 미치는 영향 등을 분석하는 것은 스튜어드십 코드에 관한 상기 쟁점 사항들을 조율해 나감에 있어 매우 중요한 의미를 가짐
- 본 보고서에서는 2018년 7월 30일 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대한 국내 자본시장의 반응을 다각도에서 실증 분석함으로써, 국민연금의 스튜어드십 코드 도입과 이에 따른 적극적 주주활동이 국내 상장기업에 미치는 영향을 간접적으로 추론하고자 함

4) 매일경제, 2018.7.16., “공무원연금공단, 내년 스튜어드십 코드 도입... 국민연금 벤치마킹”

5) 비즈니스포스트, 2018.12.3., “한국투자공사, 스튜어드십 코드 도입해 책임투자 강화”

6) 뉴시스, 2018.7.31., “국민연금 스튜어드십 코드 도입, 다른 연기금·공제회는?... 시간필요”

7) FSA, 2017.1.31., Status of the stewardship code and opinion statement of the follow-up council

8) GPIF, 2018.2, Stewardship activities report 2017

- 스투어드십 코드를 도입한 국내 공적 연기금은 현재 국민연금이 유일하며 국내 상장기업에 대한 투자규모, 이전 의결권 행사 충실도 등을 고려할 때 향후 효과적인 스투어드십 활동이 기대된다는 점에서, 본 보고서의 분석 대상으로 적절함
 - 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 유가증권 상장기업은 약 250여개에 달함
 - 2016년부터 2018년까지 국민연금의 반대의결권 행사 비율은 다른 스투어드십 코드 참여기관의 평균보다 높은 것으로 조사됨
 - 이윤아 외 (2017)에 의하면, 국민연금의 반대의결권 행사는 대상 기업의 기업지배구조 수준을 유의하게 향상시키는 것으로 나타남
- 하지만 스투어드십 코드 도입 이후 국민연금의 주주활동 및 의결권 행사에 관한 구체적인 자료가 없어 스투어드십 코드의 도입 효과를 직접적으로 분석하는데 한계가 있음
- 따라서 본 보고서에서는 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 상장기업을 대상으로 국민연금의 스투어드십 코드 도입에 대한 시장 반응을 살펴보고 기업특성별 시장 반응의 차이를 분석함으로써, 국민연금의 스투어드십 코드 도입이 투자대상기업에 미치는 영향을 간접적으로 추론함

II

공적 연기금의 주주활동에 관한 기존 연구

- 기존의 관련 연구에서는 대리인 문제(또는 이해상충 문제)로 인하여 공적 연기금의 적극적 주주활동이 효과적이지 않다고 주장함
 - Romano (1993)는 공적 연기금이 외부 압력에 취약하여 포트폴리오의 투자 성과를 저해 하지만 정치적 지지를 받는 주주활동을 수행할 우려가 있음을 지적함
 - Murphy and Van Nuys (1994)에 따르면, 공적 연기금은 내부 운용 인력으로 하여금 포트폴리오 가치를 극대화할 수 있도록 충분한 유인을 제공하는 적절한 보수구조를 갖추고 있지 않음
 - 이로 인해, 공적 연기금의 포트폴리오 매니저는 투자 성과보다는 개인적 평판 또는 정치적 기회 등을 위해 주주활동을 활용할 유인을 가짐
 - 실제로 공적 연기금의 대리인 문제는 다음과 같은 형태로 나타날 수 있음
 - 한 뉴욕주 연기금(New York state pension fund)이 LBO (Leveraged Buyout) 목적의 사모펀드에 투자하자, 뉴욕 주지사는 뉴욕주 연기금들로 하여금 기업 인수·합병 투자를 제한하고 주 경제와 고용을 향상하기 위한 방안을 지분 취득 및 의결권 행사 결정에서 고려할 것을 권고함⁹⁾
 - 국내에서도 2017년 11월 법원이 삼성물산-제일모직 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 과정에서 직권 남용으로 인한 부당한 정치적 압력이 행사되었다고 판결한 바 있음¹⁰⁾
 - 이러한 대리인 문제로 인하여 기존의 연구에서는 공적 연기금의 주주활동이 대상 기업의 경영성과 또는 기업 가치를 제고하는데 유의한 영향을 미치지 못한다고 주장함 (Wahal, 1996; Karpoff et al., 1996; Black, 1998; Karpoff, 2001)

9) Romano (1993) 참조

10) 조선닷컴, 2017.11.15., 법원, “靑, 삼성 합병 개입... 국민연금 손해 입었다”

- 한 예로, Black (1998)은 미국의 공적 연기금이 주로 명시적으로 드러나는 주주활동에 한정하여 적은 노력만을 기울이기 때문에 대상 기업의 성과 개선에 미치는 영향도 제한적이라고 비판함

□ 하지만 이후 다수의 연구를 통해 공적 연기금이 적극적인 주주활동을 통해 기업지배구조 측면에서 효과적인 모니터링 역할을 수행한다는 실증분석 결과들이 제시됨

○ 공적 연기금은 비공개 협의(private negotiation) 및 주주제안 등을 통해 대상 기업의 기업지배구조 수준을 향상시키는 방향으로 기업 의사결정의 변화를 이끌어냄

- Carleton et al. (1998)에 의하면, TIAA-CREF¹¹⁾는 무기명식 의결권 행사, 주주총회 동의를 구하지 않는 우선주 발행 제한 및 이사회 성별 다양성 제고와 같은 기업지배구조 개선에 관한 비공개 협의를 통해 거의 대부분(43개 중 42개, 97.7%)의 경우 TIAA-CREF의 기대 사항과 일치하는 대상 기업의 자발적인 변화를 이끌어냄

- Del Guercio and Hawkins (1999)에 따르면, 공적 연기금의 주주제안 이후 대상 기업의 기업지배구조와 주요 경영의사결정에서 중대한 변화(예를 들어, 주주대표소송, 대규모 자산 양수도 및 구조조정 등)가 나타날 가능성이 더 높은 것으로 나타남

- 특히, CalPERS로부터 경영권방어기재 제한과 관련한 주주제안을 받은 기업의 경우 적대적 기업인수의 대상이 되거나 지배권에 변동¹²⁾이 생길 가능성이 더 높은 것으로 나타내는데, 이는 공적 연기금의 주주제안이 외부 기업지배구조를 보완하는 역할을 수행함을 의미함
- 또한 공적 연기금은 각자의 투자 전략 및 주주활동 목적에 부합하는 포트폴리오 조정 행태를 보여주는데, 이는 공적 연기금의 주주활동이 상충된 이해관계가 아니라 포트폴리오 가치 향상과 연계되어 있음을 의미함

- Gillan and Starks (2000)는 공적 연기금의 주주제안이 개별 투자자(소위 ‘gadflies’)의 주주제안에 비해 상대적으로 더 많은 지지를 받으며, 이러한 결과는 주주제안 전 대상 기업과의 비공개 협의 과정에서 공적 연기금이 경영자에게 더 많은 영향력을 행사할 수 있도록 뒷받침한다고 주장함

11) TIAA-CREF (the Teachers Insurance Annuity Association-College Retirement Equities Fund)는 한국교직원공제회와 유사한 성격을 가진 미국의 교직원퇴직연금기금임

12) Del Guercio and Hawkins (1999)에서는 지배권 변동(changes in control)을 위임장 대결을 통한 이사회 의석 확보 및 적대적 인수/합병 제안의 성공 등 주로 외부 모니터링 압력 및 외부 기업지배구조의 영향에 의한 변화로 정의함

- Becht et al. (2008)의 실증분석 결과는 공적 연기금이 위탁 자산운용사를 통해 효과적인 주주활동을 수행할 수 있음을 보여줌
 - 영국의 BT Scheme 등 공적 연기금으로부터 운용 자산의 상당 부분을 위탁받는 HUKFF F13)는 주로 성과가 좋지 않은 기업을 대상으로 구조조정, 이사회 구성 변경 및 투자, 현금배당 등 주요 재무 정책에 대해 이사회와 적극적으로 대화하며, 성공적인 주주활동은 평균 5.3%의 비정상누적초과수익률을 창출함
 - 또한 추가적인 분석을 통해 HUKFF가 기록한 벤치마크 대비 초과 수익률(년 평균 4.9%)의 약 90%가 적극적인 주주활동에 의한 것임을 밝히고 있음
 - 국민연금의 경우 국내주식 운용의 위탁 비중을 45%~65% 범위에서 유지하고 있는데, HUKFF 사례에서와 같이 주주활동 경험과 역량이 잘 갖추어진 위탁 자산운용사를 선정함으로써 간접적으로 효과적인 주주활동을 수행할 수 있음
- Smith (1996) 및 Junkin (2015)는 공적 연기금인 CalPERS의 주주활동이 대상 기업의 재무적 성과를 향상시킨다는 실증분석 결과를 제시함
 - 특히, Junkin (2015)에 의하면, 기업지배구조 개선에 초점을 맞춘 CalPERS의 “Focus List Program”의 대상이 된 기업은 관여활동 이전에는 벤치마크 지수보다 저조한 수익률을 보였으나, 관여활동 이후 5년 동안 평균 약 12~14%의 초과 수익률을 나타냄
- 한편, 적극적 주주활동을 통한 공적 연기금의 긍정적인 기업지배구조 역할은 기관투자자의 이질적 특성(heterogeneity)에 초점을 맞춘 연구흐름을 통해서도 추론할 수 있음
 - Chen et al. (2007)에 따르면, cost-benefit framework에 따라 독립적 성격¹⁴⁾의 장기 기관투자자(ILTIs, Independent Long-term Institutions)의 경우에만 대상 기업을 적극적으로 모니터링할 유인이 있음
 - 공적 연기금을 포함한 ILTIs의 보유 지분율이 높을수록 인수합병 후 성과(post-merger performance)가 개선되며, 그 외 유형의 기관투자자 지분율은 인수합병 후 성과에 유의한 영향을 미치지 않음

13) Financial Times의 투자부문 담당자인 Tucker는 HUKFF(the Hermes UK Focus Fund)를 전통적인 자산운용사의 성격뿐만 아니라 사모 펀드 및 헤지 펀드의 성격을 동시에 갖추고 있는 복합적인 펀드로 설명함 (Tucker, S., 2005, Putting Focus Funds under the Spotlight, Financial Times March 28)

14) Chen et al. (2007)에서는 투자대상기업과 사업관계를 맺고 있거나 잠재적인 사업관계를 맺을 가능성이 높은 은행이나 보험회사와 같은 자산소유자를 독립적 성격의 기관투자자에 대비하여 “grey” 기관투자자로 분류함

- McCahery et al. (2016)의 설문조사 결과에서도 장기적 관점을 가진 기관투자자일수록 더 강한 모니터링 유인을 가지고 보다 강도 높은 주주활동을 수행하는 것으로 나타남
- 최근 들어, 패시브(passive) 투자전략에 중점을 둔 기관투자자가 효과적인 모니터링과 주주활동을 통해 대상 기업의 기업지배구조 등에 유의한 영향을 미친다는 실증연구 결과가 제시됨
- 패시브 기관투자자는 단기 매매를 통한 포트폴리오 조정이 제한적이므로 장기적 관점에서 모니터링과 주주활동을 통해 기업지배구조 등을 개선하려는 유인이 더 강함
 - Carleton et al. (1998)에 따르면, 패시브 기관투자자는 성과가 나쁜 포트폴리오 기업에 대해 투자 회수(divest)를 하거나 투자 비중을 낮출 수 없기 때문에 다른 투자자에 비해 모니터링을 통해 기업지배구조를 개선하고자 하는 유인이 더 강함
 - Edmans and Manso (2011)에 의하면 유동성이 풍부할수록 투자회수 압박이 효과적이므로 주주활동의 필요성이 약해지는데, 이는 패시브 투자자의 경우 투자회수가 제한적이므로 주주활동의 필요성이 더 크다는 것을 의미함
- 패시브 기관투자자의 모니터링과 주주활동은 기업지배구조 측면에서 효과적임
 - Black (1992) 및 Black (1998)은 패시브 투자자의 경우 상장기업 전체를 대상으로 기업지배구조 모범기준 준수 여부를 확인하는 방식으로 포괄적-저비용 모니터링을 수행하는데 효과적이라고 주장함
 - Del Guercio and Hawkins (1998)에 의하면, 패시브 투자자는 의결권 행사를 통해 영향력을 행사할 만큼의 지분을 보유하고 있는데, 이는 곧 경영자를 규율하는 효과가 가짐
- 패시브 투자자의 효과적인 주주활동에 대한 기존의 주장은 Appel et al. (2016)의 실증연구 결과에 의해 뒷받침됨
 - 패시브 기관투자자의 지분율이 높을수록, 독립적인 이사 수 증가, 경영권방어 기재 제거 등 기업지배구조 수준이 향상되는 것으로 나타남
 - 패시브 기관투자자는 반대의결권 행사, 기업지배구조와 관련한 주주제안 찬성 등 주로 의결권 행사를 통해 영향력을 행사함
 - 이와 같은 맥락에서, Boone and White (2015)는 quasi-indexer 유형¹⁵⁾의 기관투

15) Boone and White (2015)에서는 패시브 인덱스 펀드와 특정 벤치마크를 추종하는 액티브 펀드를 quasi-indexer 유형의

자자 지분율이 증가할수록 경영자의 자발적 공시가 증가하는 등 정보환경의 투명성이 개선된다고 주장함¹⁶⁾

- 이러한 연구결과들을 고려하면, 초장기(super long-term) 투자자로서 국내 상장기업과 중대한 사업 및 거래관계가 없으며(즉, 독립적이며), 국내주식 투자의 상당 부분(34.4%, 2017년 6월 기준)을 패시브 전략으로 운용하는 국민연금에 대해 스튜어드십 코드 도입 이후 효과적인 주주활동을 기대할 수 있음

기관투자자로 분류함

- 16) Quasi-indexer의 경우 잘 분산된 포트폴리오를 구성하고 있고 주로 벤치마크를 추종하는 전략을 따르기 때문에 개별 기업에 대한 차별화된 정보(private information)를 분석하는 것은 비효율적임 (이와 관련하여 Parrino et al. (2003) 참조). 그럼에도 정보 비대칭이 심할 경우 거래 비용과 모니터링 비용이 크게 증가하기 때문에 공시 정보 생산 및 정보 투명성 향상에 대한 강한 수요를 가진 (거래비용 증가 및 모니터링 비용 증가에 대해, 각각 Frino and Gallagher (2001)과 Easley and O'hara (2004)를 참조)



국민연금의 스튜어드십 코드 도입방안

- 2018년 7월 30일 스튜어드십 코드 참여를 공식 발표하기 전인 2017년 7월 17일에 국민연금은 스튜어드십 코드 도입방안(안)에 대한 공청회를 개최함¹⁷⁾
 - 국민연금은 공청회에서 스튜어드십 코드 도입의 필요성, 스튜어드십 코드 도입방안(안), 향후 이행 계획 및 관련 내부 지침의 제·개정안 등을 설명함
 - 공청회를 통해 공개된 정보는 이후 스튜어드십 코드 도입이 공시된 시점에서 국민연금의 스튜어드십 활동에 대한 시장 참여자들의 기대에 상당 부분 반영되었을 것으로 사료됨
- 따라서 국민연금 스튜어드십 코드 도입방안(안)의 주요 내용을 검토함으로써 본 보고서의 기본적인 연구 방향을 설정하도록 함

1. 도입 필요성

- 국민연금은 대규모 장기 투자자로서 Wall street rule 적용이 어려운 상황에서 기금자산 보호 및 장기 수익 제고를 위해 스튜어드십 코드 도입이 필요하다고 판단함
 - 국민연금의 기금운용 특성을 고려할 경우 국민연금의 스튜어드십 코드 도입은 기존의 연구 결과에 의해 뒷받침됨
 - Chen et al. (2007)의 연구에서와 같이 국민연금은 단기 매매보다는 장기적 관점에서 모니터링 및 주주활동이 이익이 더 큰 특성을 가진 기관투자자로 볼 수 있음
 - 또한 실제 Vanguard, BlackRock, State Street 등 대규모 패시브 포트폴리오를 운용하는 해외 기관투자자가 적극적인 주주활동을 수행하려는 유인과 일치함

17) III장에서 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 관한 주요 내용은 국민연금기금 스튜어드십 코드 도입관련 공청회(2018.7.17.)에서 발표된 「국민연금기금 스튜어드십 코드 도입방안(안) 발표자료」를 참조함

- 즉, 국민연금은 투자 회수가 제한적인 상황에서 적극적 주주활동을 통해 기업 가치 훼손이 우려되는 기업의 위험을 효과적으로 관리할 수 있으며 이로부터 기금의 증장기 위험 조정 수익률을 향상시킬 수 있음
- 국민연금은 주주권행사의 독립성 및 투명성을 강화하기 위해 스튜어드십 코드를 도입함
 - 국민연금은 스튜어드십 코드 도입을 통해 Romano (1993) 등에서 제기된 공적 연기금의 이해상충 문제를 효과적으로 해결할 수 있을 것으로 사료됨
 - 이를 위해 국민연금은 가입자 대표 추천 민간 전문가로 구성된 ‘수탁자책임전문위원회’를 신설함으로써 정치·경제 권력으로부터 주주권행사의 독립성을 강화하기 위한 구체적인 방안을 마련함

2. 주요 이행 방안

- 국민연금은 포트폴리오 기업의 환경(E, Environment), 사회적 책임(S, Social responsibility) 및 기업지배구조(G, Governance)와 관련한 이슈에 대해 주주활동을 수행하도록 함
 - 국민연금은 기금본부가 마련한 ESG 평가모형에 따라 52개 세부지표를 점검하고, 위험 요인을 발견한 경우 주주활동을 적극적으로 수행하는 방안을 마련함
 - 특히, 국민연금은 ESG 평가에서 2등급 이상 하락한 기업 등에 대해서는 즉각적인 공개 주주활동(예를 들어, 공개서한 발송, 경영진 면담 공개 요구 등)을 수행할 수 있도록 함
 - 또한 국민연금은 기업지배구조와 관련한 위험 요인을 “중점관리사안”으로 선정하고 이에 대해 기업과 비공개 대화를 적극 시행하고자 함
 - 중점관리사안 중 횡령, 배임, 계열회사 간 부당지원행위, 지배주주의 사익편취 행위, 임원보수한도 과도 및 배당정책 부재¹⁸⁾ 등은 심각한 대리인 문제 또는 부적절한 인센티브 기재 등에 관한 것이므로 기업지배구조 관점에서 주주가치를 훼손할 우려가 큰 사안으로 볼 수 있음

18) Crane et al. (2016)에 따르면 기관투자자의 지분율은 배당 증가에 유의한 영향을 미치며, 이러한 영향은 대리인 비용이 큰 기업에서 더 크게 나타남. 즉 기관투자자가 배당 정책에 미치는 영향은 기업지배구조 관점에서 중요한 모니터링 역할로 해석할 수 있음

- Dimson et al. (2015), Semenova and Hassel (2018) 등의 연구결과에 비추어 볼 때, 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금의 주주활동이 대상 기업의 재무적 성과 및 ESG 위험관리 개선 등에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 기대됨
 - Dimson et al. (2015)에 의하면, 기업지배구조 및 기후변화 위험과 관련한 기관투자자의 관여활동이 성공적일 경우 대상 기업은 년 평균 4.4%의 초과 수익률을 기록함
 - Semenova and Hassel (2018)은 ESG 요인과 관련한 비공개 관여활동을 통해 기관투자자가 요구한 사항을 기업이 채택할 경우, 관여활동 이후 해당 기업의 ESG 평가등급과 투명성이 개선됨
 - 이러한 점을 감안하면, 국민연금은 ESG 평가등급이 상대적으로 낮은 기업을 선정하고 적극적인 주주활동을 통해 ESG 관리 수준 및 재무적 성과 등을 개선할 가능성이 높음
 - 따라서 본 보고서에서는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대한 시장 반응이 향후 국민연금의 주주활동에 대한 기대를 반영한 것이라는 점에서, 분석대상 기업의 ESG 평가등급에 따라 시장 반응의 차이가 존재할 것이라고 가정함

- 국민연금은 2019년부터 지분율 5% 이상 또는 투자비중 1% 이상 기업 중 중점관리사안에 해당하거나 해당 우려가 있는 기업에 대해 적극적으로 주주활동을 수행하는 방안을 마련함
 - 이러한 국민연금의 스튜어드십 코드 이행 전략은 기존 연구결과에 비추어 매우 효과적일 것으로 기대됨
 - Shleifer and Vishny (1986)의 모델에 따라 기관투자자의 지분율이 증가할수록 모니터링 및 주주활동을 통한 기업 가치 개선 효과는 증가할 수 있으며 지분율에 비례하여 더 많은 이익을 얻을 수 있다는 점에서, 많은 지분을 보유한 기관투자자일수록 주주활동을 적극적으로 수행할 유인이 큼
 - Iliev et al. (2015)에 따르면 기업지배구조 수준이 낮을수록 반대의결권 행사비율이 증가하는데, 이는 기관투자자의 지분율이 높을수록 반대의결권 행사를 통해 경영자에게 더 큰 영향력을 행사할 수 있음을 의미함
 - 한편 Fich et al. (2015)에 의하면, 기관투자자는 포트폴리오 내 투자비중이 상대적으로 높은 (예를 들어, 상위 10%에 해당하는) 기업에 대해 더 많은 자원과 노력을 모니터링에 배분하려는 유인을 가짐
 - 실증분석 결과, M&A target에 ‘motivated’ 기관투자자의 지분율이 높을수록 target

기업에 유리한 거래 결과가 더 많이 발생함

- 국민연금의 이행 방안과 기존의 연구결과를 반영하여, 본 보고서에서는 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 기업에 대해서 보다 적극적이고 효과적인 주주활동을 수행할 것이라고 가정함

IV 분석 모형 및 표본

1. 분석모형

□ 사건연구(event study) 방법론

- 사건연구는 일반적으로 사건의 정의, 사건기간 및 추정기간의 설정, 초과수익률 추정 등의 단계를 걸쳐 분석을 실시함 (Fama et al., 1969; Fama, 1970; Mackinlay, 1997)
- 사건연구의 프로세스는 다음과 같음
 - 기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 관심사건(event of interest)을 정의함
 - 사건기간(event period)과 추정기간(estimation period)을 설정함
 - 사건기간은 관심사건이 발생한 사건일을 포함하여 사건일 전후로 설정함
 - 추정기간은 사건기간과 중복되지 않도록 사건일 이전으로 설정하며, 기대수익률을 예측하기 위한 추정기간의 길이는 일반적으로 120거래일에서 255거래일 사이로 설정함
 - 관심기업(firm of interest)을 선정함
 - 관심기업은 사건기간 중 일별 주가 자료를 얻을 수 있는 기업을 대상으로 사건과 관련된 기업을 선정함
 - 기대수익률(expected return)을 예측하고 초과수익률(abnormal return)과 누적초과수익률(cumulative abnormal return)을 계산함
 - 기대수익률은 사건이 발생하지 않았을 때 사건기간에서 예상되는 수익률로서 추정기간의 실제수익률에서 회귀분석을 통해 추정하며, 일반적으로 시장모형(market model)이나 Fama-French의 3요인 모형을 이용함
 - 초과수익률은 사건기간의 실제수익률에서 기대수익률을 차감하여 계산함
 - 누적초과수익률은 사건기간동안의 초과수익률을 누적하여 계산함

- 사건기간동안 초과이익률 또는 누적초과이익률이 0이 아님을 확인하고 통계적으로 유의한지 검정함
- 본 연구에서는 Brown and Warner (1980, 1985)를 이용하여 시장모형을 통해 기대이익률을 추정함
 - 추정기간은 사건 발생 20거래일 전(t-20)부터 120거래일 전(t-120)으로 설정하였으며,
 - t-검정을 통해 비정상 누적초과이익률의 유의성 여부를 판단하고자 함

□ 주요 변수 측정 (CAR)

- 본 사건연구는 다음의 타임라인(timeline)에 따라 진행함
 - t=0부터 t=1까지 추정기간으로 하며 추정기간은 120 거래일로 함
 - t=1부터 t=2까지 사건기간으로 하며 사건발생 이후 2거래일까지를 사건기간으로 함
 - 즉 추정기간 L1은 L1=t1-t0, 사건기간 L2=t2-t0으로 설정함

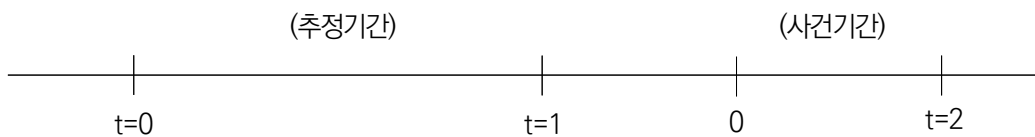


그림 1. 사건연구 타임라인

- 초과이익률은 실제이익률에서 기대이익률을 뺀 값으로 계산하며 다음의 식 (1)과 같음 (하첨자 i 는 기업, t 는 거래일)

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{r} \tag{1}$$

- 시장모형의 기대이익률은 다음의 식 (2)와 같으며, 식 (3)은 시장모형을 고려한 초과이익률을 나타냄

$$\hat{r} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt} \tag{2}$$

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{Mt} \tag{3}$$

- AR_{it} 는 i 기업의 t 일의 초과수익률을 나타내며, R_{it} 는 i 기업의 t 일의 실제수익률, R_{Mt} 는 t 일의 시장수익률, $\hat{\alpha}_i$ 과 $\hat{\beta}_i$ 은 추정기간에서 추정된 회귀계수를 의미함
- 이와 같이 구해진 초과수익률을 사건기간동안 누적한 누적초과수익률(CAR)은 다음의 식 (4)를 이용하며, 이를 바탕으로 전체 표본 기업의 평균누적초과수익률은 다음의 식 (5)를 이용함

$$CAR_{it} = \sum_{t=t_0}^{t_2} AR_{it} \quad (4)$$

$$CAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{it} \quad (5)$$

- N 은 표본기업 수를 의미하며, 추정된 누적초과수익률이 통계적으로 유의한지를 검정하는 t -검정은 다음의 식 (6)을 이용함

$$t = \frac{CAR_t}{\sqrt{\sigma^2(AR_t)}} \quad (6)$$

2. 표본

- 본 연구는 국민연금의 스투어드십 코드 도입을 의결한 2018년 7월 30일을 사건발생일(event day)로, 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업을 표본 기업으로 설정함
 - 2017년 말 기준으로 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유하고 있는 유가증권(KOSPI) 시장에 상장된 248개 기업 중 194개의 제조업 회사를 분석 대상으로 설정함 (TS 2000 추출)
 - 표본 기업은 앞서 설명한 바와 같이 국민연금의 스투어드십 코드 도입 이후 적극적인 주주활동의 대상이 될 가능성이 높은 기업임
 - Brav et al. (2008)에서도 헤지펀드가 Schedule 13D filing 제도에 따라 5% 이상의 지분 보유를 공시한 시점의 시장 반응을 살펴봄으로써 헤지펀드의 주주활동이 기업 가치에 미치는 영향을 분석함
 - 즉, 국민연금이 스투어드십 코드 도입을 공개한 시점에서 표본 기업에 대한 시장 반응은 향후 국민연금의 주주활동에 대한 시장 참여자들의 기대를 반영함

- 또한 국민연금의 적극적 주주활동이 대상 기업의 기업 가치에 미치는 영향으로 볼 수 있음
 - 기업의 환경, 사회, 지배구조(Environment, Social, Governance; ESG)와 관련된 변수들은 한국기업지배구조원(KCGS)의 데이터를 이용함
 - 사건연구의 강건성 검증(Robustness check)을 위한 횡단면분석(Cross sectional analysis)에 이용된 기업 관련 회계 변수들은 모두 Fn-Guide를 통해 추출된 데이터를 사용함
- 2000년부터 2017년까지 유가증권시장에서 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업 수는 지속적으로 증가하고 있음 (〈표 1〉 참조)
- 2000년도 초반 국민연금이 5% 이상의 지분을 가진 기업은 극소수에 불과하였으나, 2000년대 후반 금융위기 이후 그 수가 급속하게 증가하기 시작함
 - 2013년부터는 200개 이상의 기업에 대해 5% 이상의 지분을 보유하고 있으며 2017년 기준으로 248개 기업에 대해 5% 이상의 지분을 보유 중인 것으로 관찰됨
 - 참고로 Carleton et al. (1998) 및 Appel et al. (2016)에서도 각각 국내 상장기업에 대한 공적 연기금 및 패시브 포트폴리오의 투자 규모가 급격히 증가하고 있는 시점에서 해당 기관투자자의 주주활동을 분석함

표 1. 연도별 국민연금의 5% 이상 지분보유 현황

〈표 1〉은 2000년부터 2017년까지 유가증권 시장 상장사 중 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 기업의 수를 나타낸다.

연도	상장 기업 수
2000년	3
2001년	5
2002년	5
2003년	16
2004년	23
2005년	22
2006년	36
2007년	39
2008년	61
2009년	76

연도	상장 기업 수
2010년	109
2011년	121
2012년	166
2013년	203
2014년	219
2015년	231
2016년	235
2017년	248
총계	1,821

□ <표 2>는 상장거래소 및 기업규모별 국민연금의 5% 이상 지분보유 현황을 나타냄 (2017년 말 기준)

- 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 248개 기업 중 KOSPI 기업은 216개, KOSDAQ 기업은 32개로 관찰됨

표 2. 국민연금 5% 이상 지분보유 기업의 기업규모 분포 현황

<표 2>는 2017년 기준 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 규모 분포 현황을 나타낸다.

시장구분	기업 규모	기업 수
KOSPI	대형주	72
	중형주	99
	소형주	40
KOSDAQ	KOSDAQ 100	12
	KOSDAQ MID 300	13
	KOSDAQ SMALL	7
제외		5
총계		248

- KOSPI의 경우 대형주 72개, 중형주 99개, 소형주 40개 종목으로 구성된 것으로 확인되며 (5개 기업 제외)¹⁹⁾,
- KOSDAQ의 경우 KOSDAQ 100 10개, KOSDAQ MID 300 13개, KOSDAQ SMALL 7개 기업으로 구성됨

19) Fn-Guide의 분류를 이용하였으며 5개 기업이 제외됨

- 이를 통해 국민연금이 주로 KOSPI 시장에 투자하고 있음을 확인할 수 있으며, 기업 규모에 따라서는 편중된 분포를 보이지 않는 것으로 관찰됨
- <표 3>은 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 산업별 구성 현황을 나타냄 (2017년 말 기준)
 - 소속 산업 분류는 표준산업분류 중분류를 기준으로 하며, 괄호 안의 숫자는 KOSDAQ 기업의 수를 의미함
 - 표준산업분류 중분류 기준으로 46개 산업에 대해 5% 이상의 지분을 보유하고 있는 것으로 확인됨
 - 전체 248개 기업 중 36개 기업이 전문서비스업으로 가장 높은 빈도를 나타내고 있으며, 화학물질 및 화학제품 제조업, 전자부품 및 통신장비 제조업, 자동차 및 트레일러 제조업, 기타 기계 및 장비 제조업 등 제조업 종목이 높은 비중을 차지하고 있음

표 3. 국민연금 5% 이상 지분보유 기업의 산업 분포 현황

<표 3>은 2017년 기준 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 산업 분포 현황을 나타낸다. 괄호 안의 숫자는 코스닥 기업의 수를 의미한다.

산업구분	상장 기업 수
전문 서비스업	36(1)
화학물질 및 화학제품 제조업(의약품제외)	32(2)
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	21(6)
자동차 및 트레일러 제조업	12
기타 기계 및 장비 제조업	10(1)
의료용 물질 및 의약품 제조업	10(1)
소매업; 자동차 제외	8
고무 및 플라스틱제품 제조업	7(1)
도매 및 상품 중개업	7(1)
식품품 제조업	7
1차 금속 제조업	6
금융업	6
기타 운송장비 제조업	6(1)
보험 및 연금업	6
전기장비 제조업	6(1)

산업구분	상장 기업 수
종합 건설업	6
금융 및 보험 관련 서비스업	5
출판업	5(5)
사업지원 서비스업	4(2)
영상·오디오 기록물 제작 및 배급업	4(3)
의복, 의복 액세서리 및 모피제품 제조업	4
건축기술, 엔지니어링 및 기타 과학기술 서비스업	3
음료 제조업	3
전문직별 공사업	3(1)
정보서비스업	3(1)
방송업	2(1)
비금속 광물제품 제조업	2(2)
수상 운송업	2
스포츠 및 오락관련 서비스업	2
우편 및 통신업	2
의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	2
항공 운송업	2
가구 제조업	1
교육 서비스업	1(1)
금속가공제품 제조업(기계 및 가구 제외)	1(1)
기타 개인 서비스업	1
부동산업	1
섬유제품 제조업(의복제외)	1
어업	1
육상운송 및 파이프라인 운송업	1
음식점 및 주점업	1
전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	1
창고 및 운송관련 서비스업	1
컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업	1
코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업	1
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	1
총 계	248(32)

□ <표 4>는 2015년부터 2017년까지 최근 3년간 국민연금 보유 지분 상위 20개 기업 현황을 나타냄

표 4. 국민연금 보유 지분 상위 20개 기업 현황: 2015-2017년

<표 4>는 2015년부터 최근 3년간 국민연금 보유 지분 상위 20대 기업 현황을 나타낸다.

2015년	2016년	2017년
현대그린푸드	서흥	한솔케미칼
엘지하우시스	나스미디어	GS건설
한솔케미칼	삼양홀딩스	엘지하우시스
한섬	SK디앤디	코오롱인더스트리
코오롱인더스트리	리노공업	풍산
한세실업	한솔케미칼	한라홀딩스
현대글로벌비스	종근당	SBS
원익머트리얼즈	S&T중공업	휴맥스
리노공업	코오롱인더스트리	지투알
나스미디어	텔레칩스	대림산업
종근당	LG상사	메가스터디
영원무역	대림산업	신세계푸드
LG상사	엘지하우시스	덕산하이메탈
솔브레인	CJ프레시웨이	신세계
CJ오쇼핑	한국단자공업	아세아
한라홀딩스	신세계	SKC
롯데푸드	S&T모티브	서흥
동아쏘시오홀딩스	롯데푸드	디와이
호텔신라	CJ제일제당	LG상사
SBS	현대미포조선	한세실업

- 국민연금은 개별 기업에 대해 최대 13.94%의 지분을 보유하고 있는 것으로 확인되며,
- 2017년 말 기준으로 10% 이상의 지분을 보유한 기업의 수는 90개로 관찰됨
- 연도에 따른 국민연금 보유 지분의 변화는 있으나, 그 변동 폭이 크지는 않은 것으로 관찰됨



실증 분석

1. 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 주가에 미치는 영향

- 국민연금이 스튜어드십 코드 도입을 의결한 시점(2018. 7. 30)을 기준으로 5% 이상의 지분을 보유하고 있는 유가증권시장 상장 기업들을 대상으로 사건연구 분석을 진행함
 - 이를 통해 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 해당 기업의 주식가격에 미치는 영향을 실증적으로 분석함
 - 분석에 이용된 상장기업은 194개이며, 2017년 12월말 기준으로 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업을 표본으로 분석을 실시함
 - 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 의결된 2018년 7월 30일($t=0$) 으로부터 3거래일($t+2$) 까지의 비정상누적수익률(Cumulative abnormal return; CAR)을 측정하여 표본 기업의 주가에 미친 단기적 영향을 관찰함
- 분석 결과 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 후 표본 기업은 평균적으로 매우 유의한 양(+)의 비정상 누적수익률을 나타냄
 - 총 194개 표본 중 121개 기업에서 양(+)의 비정상 누적수익률이 관찰되었으며, 73개 기업에서 음(-)의 비정상 누적수익률이 확인됨
 - 3거래일 동안 비정상 누적평균수익률(Cumulative Average Abnormal Return, CAAR)은 0.82%이며, 통계적으로 1% 수준에서 유의한 것으로 확인됨²⁰⁾ (〈표 5〉 참조)

20) 이와 같은 결과는 사건기간을 5거래일로 확장한 경우에도 일관되게 관측되었으며, 이후의 모든 분석에서도 동일한 결과가 도출되었음

표 5. 표본 기업의 비정상 누적평균수익률에 대한 t-test 결과

〈표 5〉는 국민연금의 스투어드십 코드 도입 시점에 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 기업을 대상으로 측정한 비정상 누적평균수익률에 대해 t-test한 결과를 제시하며, ***은 1% 수준에서 통계적 유의성을 의미한다.

전체 표본 기업 (194개) : 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유 (2017년말 기준)	
CAAR	0.8237%***
t-statistic	3.33

- 이는 국민연금의 스투어드십 코드 도입이 투자대상회사의 기업 가치에 양(+)의 영향을 미치고 있음을 의미하며, 또한 국내 자본시장 참여자들이 국민연금의 향후 주주활동에 대해 긍정적인 기대를 갖고 있다는 것으로 해석할 수 있음

2. 기업지배구조 수준에 따른 시장 반응의 차이

- 한국기업지배구조원의 ESG 평가 데이터를 이용하여 지배구조 수준에 따른 비정상 누적수익률을 차이를 비교함 (〈표 6〉 참조)
 - 2017년 지배구조 평가 점수의 중위수(median)를 이용하여 전체 표본 기업을 상대적으로 기업지배구조 수준이 높은 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류함

표 6. 기업지배구조 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교

〈표 6〉은 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 기업을 기업지배구조 수준에 따라 분류하고 각각의 비정상 누적평균수익률에 대해 t-test한 결과를 제시하며, ***은 1% 수준에서 통계적 유의성을 의미한다.

전체 표본 기업 (194개)	기업지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업	기업지배구조 수준이 상대적으로 높은 기업
CAAR	1.1857%***	0.4617%
t-statistic	3.11	1.48

- 분석 결과 총 194개 표본 중 지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업(97개)의 경우 약 1.19% 수준의 비정상 누적평균수익률이 관찰되었으며, 이는 1% 수준에서 유의함
 - 이러한 결과는 시장 참여자들이 국민연금의 스투어드십 코드 도입 방안을 고려하여 향후 기업지배구조 수준이 낮은 기업이 주주활동의 대상이 될 가능성이 높으며, 국민연금의 적극적인 주주활동을 통해 기업지배구조가 개선되고 주주가치가 향상될 것을 기대하고 있는 것으로 해석할 수 있음

- 반면 지배구조 수준이 상대적으로 높은 기업(97개)의 경우 0.46% 수준의 비정상 누적평균 수익률이 관찰되었으며 통계적으로 유의하지 않은 것으로 확인됨
 - 지배구조가 상대적으로 좋은 기업들에 있어 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 효과가 뚜렷하게 나타나지 않는 것은 이미 높은 수준의 기업지배구조를 갖춘 기업에 대해서는 국민연금이 적극적으로 주주활동을 수행할 유인이 강하지 않을 것이라고 시장에서 판단하기 때문인 것으로 해석됨
- 결과적으로 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대해 과도한 경영권 간섭이라는 우려보다는 기업지배구조의 건전성을 높이고 장기적으로 기업 가치를 향상시키는 긍정적 역할을 수행할 것으로 기대하는 것이 바람직함

□ <그림 2>는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 CAAR의 변화 및 기업지배구조 수준에 따른 차이를 나타냄

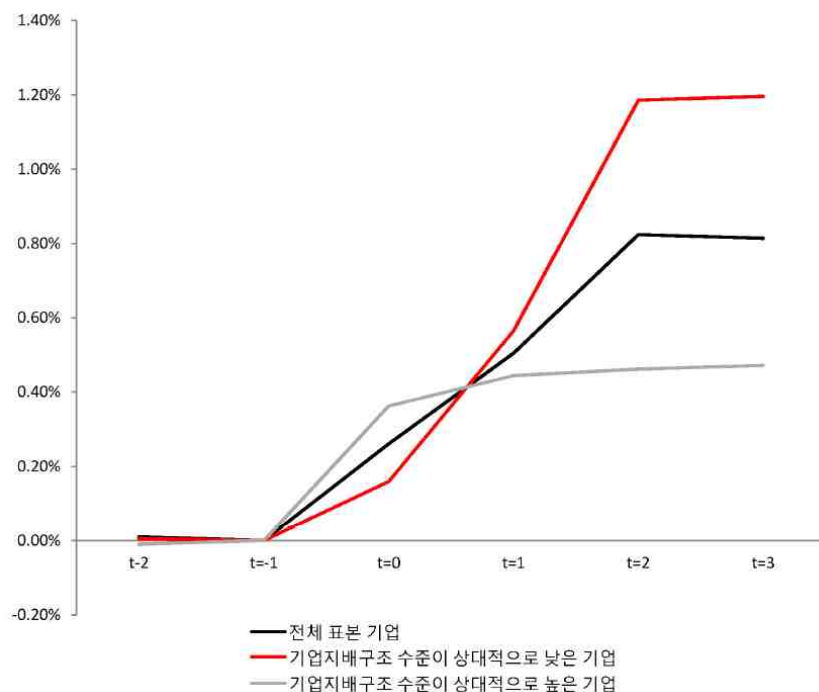


그림 2. CARR(0,+2) 변화 추이 및 기업지배구조 수준에 따른 차이 비교

- 검은색 실선은 전체 194개 기업에 대한 CAAR의 변화를 의미함
- 붉은색 실선은 기업의 지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업의 CAAR 변화를 의미하며, 회색 실선은 기업의 지배구조 수준이 상대적으로 높은 기업의 CAAR 변화를 나타냄

3. 기업의 사회적 책임 수준에 따른 시장 반응의 차이

- 국제표준화기구의 ISO 26000 이후 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; CSR)에 대한 역할이 강조되고 있음
 - ISO 26000을 통해 기업, 정부, 소비자, 노동계, NGO 등 6개 경제주체를 대상으로 지배구조, 인권, 노동관행, 환경, 공정거래, 소비자 이슈, 공동체 참여 및 개발 등에 대한 사회적 책임을 규정함
 - 이에 따라 기업의 사회적 책임에 대한 국내외 연구들이 활발하게 진행되고 있으며, 최근 CSR의 긍정적 효과에 대한 연구들이 다수를 이루고 있음
 - 이해관계자이론(stakeholder theory)에 따르면 기업의 의사결정은 주주뿐만 아니라 고객, 거래처, 지역사회 등 다양한 이해관계자들을 고려해야 하며,
 - 기업의 사회적 책임 활동은 기업의 잠재적인 갈등을 완화시키고 장기적으로 기업의 가치를 향상시키는 것이라고 주장함(Schwartz, 1968; Bruyn, 1987)

- 기업의 사회적 책임에 대한 중요성이 강조되면서 국내에서도 사회책임투자(Social Responsibility Investment; SRI)의 중요성이 대두되고 있음
 - 사회책임투자는 기업의 재무적 요소뿐만 아니라 환경, 인권, 노동, 반부패, 지배구조, 지역 사회 공헌과 같은 비재무적 성과를 고려하여 기업에 투자하는 것을 의미함
 - 환경오염, 무기생산 등 사회에 해악을 미치는 기업을 투자대상에서 배제함으로써 이와 같은 기업들이 도태되도록 하는 방식을 취하며, 자본시장 선진국에서 활발히 진행 중인 투자 개념임

- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입을 통해 사회책임투자에 대한 비중이 확대될 것으로 예상됨
 - 국민연금은 2017년 말 기준으로 위탁운용 자산의 11% 수준(6조9천억)을 사회책임투자에 투입하고 있음
 - 국민연금은 스튜어드십 코드 도입을 기점으로 ESG와 관련된 책임투자를 확대하기 위해 책임투자팀을 책임투자실로 확대하고, 기존 9명의 직원을 30명 까지 증원하기로 함
 - 또한 수탁자책임전문위원회를 설치하여 환경을 오염시키거나 고용수준이 낮고 총수 중심의 독단적 경영을 하는 기업들에 대한 투자를 배제하기로 함

- 실제로 국민연금은 스투어드십 코드 도입 이전에도 지배주주의 사회적 책임 결여를 증대한 위험 요인으로 판단하고 공개서한을 보내는 등의 주주활동을 수행한 바 있음
- 이에 한국기업지배구조원의 ESG 평가 데이터 중 지배구조 평가 항목을 제외한 환경(E)과 사회(S)에 대한 평가점수를 각각 이용하여 분석을 실시함
 - 한국기업지배구조원의 환경 평가는 기업의 환경전략, 환경조직, 환경경영, 환경성과, 이해관계자 대응 등 80여개의 세부항목에 대해 평가를 실시하고 있으며, 사회 평가는 기업의 근로자 보호, 공정거래, 소비자보호, 지역사회 공헌 등 70여개의 세부항목을 통해 평가가 실시되고 있음
 - 2017년 환경 및 사회 평가 점수의 중위수(median)를 이용하여 전체 표본 기업을 상대적으로 환경 및 사회 수준이 높은 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류한 후 CAAR를 비교함

표 7. 기업의 환경 경영 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교

〈표 7〉은 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 기업을 환경 경영 수준에 따라 분류하고 각각의 비정상 누적평균수익률에 대해 t-test한 결과를 제시하며, ***, *은 각각 1%와 10% 수준에서 통계적 유의성을 의미한다.

전체 표본 기업 (194개)	환경 경영 수준이 상대적으로 낮은 기업	환경 경영 수준이 상대적으로 높은 기업
CAAR	1.0836%***	0.5544%*
t-statistic	2.92	1.67

- 분석 결과 총 194개 표본 중 환경 경영 수준이 상대적으로 낮은 기업(97개)의 경우 약 1.08% 수준의 비정상 누적평균수익률이 관찰되었으며, 이는 1% 수준에서 유의함 (〈표 7〉 참조)
 - 반면 환경 경영 수준이 상대적으로 높은 기업(97개)의 경우 0.55% 수준의 비정상 누적평균 수익률이 관찰되었으며 10% 수준에서 유의한 것으로 확인됨
 - 동일한 방법론을 적용하여 분석한 결과 총 194개 표본 중 기업의 사회적 기여 수준이 상대적으로 낮은 기업의 경우 약 0.99% 수준의 비정상 누적평균수익률이 관찰되었으며, 이는 1% 수준에서 유의함 (〈표 8〉 참조)
 - 반면 기업의 사회적 기여 수준이 상대적으로 높은 기업의 경우 0.66% 수준의 비정상 누적 평균수익률이 관찰되었으며 10% 수준에서 유의한 것으로 확인됨

표 8. 기업의 사회적 기여 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교

〈표 8〉은 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 기업을 사회적 기여 수준에 따라 분류하고 각각의 비정상 누적평균수익률에 대해 t-test한 결과를 제시하며, ***, *은 각각 1%와 10% 수준에서 통계적 유의성을 의미한다.

전체 표본 기업 (194개)	사회적 기여 수준이 상대적으로 낮은 기업	사회적 기여 수준이 상대적으로 높은 기업
CAAR	0.9865%***	0.6609%*
t-statistic	2.71	1.95

- 이와 같은 환경(E) 및 사회(S)에 따른 분석결과는 앞서 기업지배구조(G) 수준을 이용해 분석한 결과와 유사한 것으로 확인됨
 - 환경 경영 및 사회적 기여 수준이 상대적으로 낮은 기업들의 비정상 누적수익률이 매우 유의하게 높게 관찰되는 것은 시장참여자들이 향후 국민연금의 스튜어드십 코드 도입을 통해 사회적 책임투자를 강화할 것을 기대하고 있는 것으로 해석됨
 - 또한 환경 경영 및 사회적 기여 수준이 상대적으로 높은 기업들의 비정상 누적수익률이 상대적으로 낮게 관찰되는 것은 이미 환경 및 사회적 경영 수준이 높기 때문에 국민연금이 환경 경영 및 사회적 책임 관리 수준이 낮은 기업을 대상으로 주주활동을 강화할 것을 기대하고 있는 것으로 해석됨
- 〈표 9〉는 기업의 환경 평가와 사회 평가의 합산 점수를 이용한 추가적인 분석 결과를 나타냄
 - 환경 및 사회 평가 합산 점수의 중위수(median)를 이용하여 기업의 CSR 수준이 높은 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류함

표 9. 기업의 환경 및 사회적 기여 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교

〈표 9〉는 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 기업을 환경 및 사회적 기여에 대한 합산 평가점수에 따라 분류하고 각각의 비정상 누적평균수익률에 대해 t-test한 결과를 제시하며, ***, *은 각각 1%와 10% 수준에서 통계적 유의성을 의미한다.

전체 표본 기업 (194개)	환경 및 사회적 기여 수준이 상대적으로 낮은 기업	환경 및 사회적 기여 수준이 상대적으로 높은 기업
CAAR	1.0237%***	0.6142%*
t-statistic	2.79	1.82

- 분석 결과 총 194개 표본 중 환경 및 사회 경영 수준이 상대적으로 낮은 기업의 경우 약 1.02% 수준의 비정상 누적평균수익률이 관찰되었으며, 이는 1% 수준에서 유의함

- 반면 환경 및 사회 경영 수준이 상대적으로 높은 기업의 경우 0.61% 수준의 비정상 누적평균수익률이 관찰되었으며 10% 수준에서 유의한 것으로 확인됨
- 이는 기업의 CSR 수준이 낮은 집단에서 약 1.67배 수준으로 높은 비정상 누적평균수익률이 발생된 것으로써,
- 결과적으로 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금이 효과적인 주주활동을 통해 기업지배구조 및 CSR 수준을 향상시키고, 나아가 기업을 구성하는 다양한 이해관계자들에게 긍정적 영향력을 미칠 수 있을 것으로 기대됨

4. 강건성 검정

1) 국민연금 보유 지분율이 10% 이상인 기업

- 국민연금의 지분율이 상대적으로 더 높은 경우 스튜어드십 코드 도입이 기업 주가에 미치는 영향이 다르게 나타나는지 관찰함
- 보유 지분율이 높을수록 국민연금이 보다 적극적으로 주주활동을 수행할 유인이 있으며, 의결권 행사를 통해 보다 큰 영향력을 행사할 가능성이 있음
 - 만약 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 시장 반응이 적극적인 주주활동 및 의결권 행사에 대한 기대라면, 국민연금의 보유 지분율이 높을수록 기업가치에 미치는 영향은 더 클 것으로 예상됨
- 2017년 12월말 기준으로 국민연금의 지분이 10% 이상인 표본을 대상으로 추가 분석을 실시한 결과, 총 75개의 분석 대상 기업 중 49개 기업에서 양(+)의 비정상 누적수익률이 26개 기업에서 음(-)의 수익률이 관찰됨

표 10. 10% 이상 지분보유 기업의 비정상 누적평균수익률에 대한 t-test 결과

〈표 10〉은 국민연금이 10% 이상의 지분을 보유한 기업을 대상으로 측정한 비정상 누적평균수익률에 대해 t-test한 결과를 제시하며, ***은 1% 수준에서 통계적 유의성을 의미한다.

국민연금이 10% 이상 지분을 보유한 표본 기업 (75개)	
CAAR	1.1307%***
t-statistic	2.97

- 표본대상 75개 기업에 대해 평균 1.13% 수준의 양(+)의 비정상 누적수익률이 관찰되며, 1% 수준에서 통계적으로 유의함 (<표 10> 참조)
 - 이는 지분율 5% 이상의 경우(0.82%)보다 0.31% 정도 높은 수치이며, 시장참여자들은 국민연금의 지분율이 높을수록 스튜어드십 코드 도입 이후 주주활동의 긍정적 효과가 더욱 발휘될 것이라고 기대하는 것으로 해석됨
- 아울러 국민연금 지분이 10% 이상인 기업을 대상으로, 지배구조 수준에 따른 비정상 누적수익률을 비교함
 - 분석 결과 총 75개 표본 중 지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업(37개)의 경우 1.32% 수준의 비정상 누적평균수익률이 관찰되었으며, 지배구조 수준이 상대적으로 높은 기업(38개)의 경우 0.93% 수준의 CAAR 가 확인됨 (<표 11> 참조)
 - 앞선 결과와 마찬가지로 지배구조 수준이 낮은 기업에 대해 스튜어드십 코드 도입에 따른 기업 가치 개선효과가 더 크게 관찰됨

표 11. 기업지배구조 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교: 지분 10% 이상

<표 11>은 국민연금이 10% 이상의 지분을 보유한 기업을 기업지배구조 수준에 따라 분류하고 각각의 비정상 누적평균수익률에 대해 t-test한 결과를 제시하며, **, *은 각각 5%와 10% 수준에서 통계적 유의성을 의미한다.

10% 이상 지분 보유 기업 (75개)	기업지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업	기업지배구조 수준이 상대적으로 높은 기업
CAAR	1.3273%**	0.9393%*
t-statistic	2.39	1.79

2) 기업지배구조 수준에 따른 시장 반응의 횡단면 차이 분석

- 기업지배구조 수준에 따른 스튜어드십 코드 도입이 기업 주가에 미치는 영향에 대한 분석 결과의 강건성을 높이기 위해 횡단면 분석을 추가적으로 실시함
 - 국민연금의 지분율이 5% 이상인 기업들의 스튜어드십 코드 도입에 따른 CAAR을 종속변수로 설정하고, CAAR에 영향을 미칠 수 있는 통제변수들을 통제 한 후에도 기업지배구조 수준이 유의한 영향을 미치는지 확인하고자 함
 - 횡단면 분석에 이용된 통제변수(control variables)들은 다음과 같음

- 기업규모(SIZE): 기업규모가 비정상 누적평균수익률에 미치는 영향을 통제하기 위하여 기업의 자산에 로그를 취한 값을 이용하여 통제함
- 부채비율(LEVERAGE): 부채비율이 CAAR에 미치는 영향을 통제하기 위하여 부채를 자산으로 나누어 통제함
- 외국인지분율(FSH): 외국인지분율을 통해 기업의 외부 모니터링 효과에 대해 통제함
- 연구개발비(RND): 기업의 연구개발에 대한 투자는 기업의 성장 동력을 제공하는 것으로 기업의 연구개발비를 매출액으로 나누어 통제함
- 이밖에 기업 가치 및 주가수익률에 영향을 미칠 것으로 예상되는 자산수익률(ROA), 영업활동으로 인한 현금흐름(OCF), 매출액 성장률(GROWTH)을 통제함
- 자산수익률은 당기순이익을 직전 회기년도 기말 총자산으로 나누어 구하였으며, 영업현금흐름은 기업의 영업현금흐름을 총자산으로 나누어 계산함
- 매출액 성장률은 전년도 대비 올해의 매출액 증가율을 사용함
- 아울러 기업이 속한 산업별 특성을 통제하기 위하여 산업더미를 포함하여 통제함

□ <표 12>는 기업지배구조 수준이 비정상누적수익률에 미치는 영향에 대한 횡단면 회귀분석 결과를 나타냄

- 모형 (1)은 기업지배구조 점수를 중위수 기준으로 나누어 더미(GOVDUM)를 이용한 분석 결과를 나타내며, 모형 (2)는 연속 변수인 한국기업지배구조원에서 제공하는 기업지배구조 평가의 원점수(GINDEX)를 이용한 분석 결과를 나타냄
- 분석결과 비정상누적수익률에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제한 후에도 기업의 지배구조 수준은 유의한 음(-)의 계수값을 갖는 것으로 관찰됨
- 강건성 검정을 통해 다음과 같은 결론을 주장할 수 있음
 - 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 시장 반응은 향후 스튜어드십 코드 이행 방안에 따른 적극적 주주활동에 대한 기대를 반영함
 - 국민연금은 ESG와 관련한 위험 요인을 점검할 계획이며, 특히 기업지배구조와 관련하여 적극적인 주주활동을 수행하는 방안으로 마련하고 있음
 - 이러한 주주활동 선호(preference) 및 우선순위(priority)에 따라 시장 참여자의 기대와 기업 가치에 미치는 영향이 달라지는 것으로 나타남

- 국민연금은 독립성을 갖춘 장기 투자자로서 스튜어드십 코드 도입 이후 적극적인 주주활동을 통해 국내 상장기업의 ESG 수준을 개선하고 기업 가치를 향상시키는 긍정적인 역할을 수행할 것으로 기대됨

표 12. 기업지배구조 수준이 CAAR에 미치는 영향: 횡단면 회귀분석

〈표 12〉는 기업의 지배구조 수준이 비정상 누적평균수익률에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과를 나타낸다. 각 변수의 정의는 앞선 분석과 동일하며, []안의 숫자들은 t-value를 의미한다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	CAAR (1)	CAAR (2)
GOVDUM	-0.9859* [-1.691]	
GINDEX		-0.0216** [-2.144]
SIZE	-0.2146 [-0.976]	-0.1452 [-0.646]
LEVERAGE	1.2404 [0.722]	1.3699 [0.800]
FSH	4.3678* [1.865]	4.0736* [1.762]
RND	-15.4011 [-1.257]	-14.4464 [-1.190]
ROA	1.1271 [0.150]	0.8121 [0.108]
OCF	-8.7784 [-1.595]	-8.5463 [-1.561]
GROWTH	-1.3445 [-1.146]	-1.3869 [-1.192]
Constant	7.1577 [1.178]	6.5472 [1.083]
Industry Dummy	Yes	Yes
No. Obs	194	194
R-squared	0.088	0.097

VI 결론

1. 실증분석 결과 요약

- 본 연구는 사건연구를 통해 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 투자대상기업의 기업 가치에 미치는 영향을 분석함
 - 2018년 7월 30일 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 결정은 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 회사의 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인됨
 - 이러한 영향은 개별기업에 대한 국민연금의 보유 지분이 높은 경우(10% 이상) 더 크게 나타남
 - 이를 통해 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대해 시장참여자들은 우호적인 평가를 하고 있으며, 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금의 주주활동이 중장기적으로 기업 가치에 긍정적 영향을 미칠 것임을 알 수 있음
- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향은 지배구조 수준에 따라 확인한 차이를 보임
 - 즉, 기업지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업에서 비정상 누적평균수익률이 더 크고 더 유의하게 나타나는 반면, 기업지배구조 수준이 상대적으로 높은 경우 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향은 미미함
 - 이는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 공시에 대한 시장 반응이 공시 이전 공청회를 통해 공개된 국민연금의 주주활동 선호 및 중점사항 등에 대한 정보와 그에 따른 적극적인 주주활동에 대한 시장 참여자들의 기대를 반영한 것임을 의미함
 - 또한 국내 자본시장 참여자들은 국민연금이 적극적인 주주활동을 통해 대상 기업의 기업지배구조 수준을 개선하고 기업 가치를 향상시키는 효과적인 역할을 수행할 것으로 기대함

- 이러한 실증분석 결과는 공적 연기금이 적극적인 주주활동을 통해 효과적인 기업지배구조 역할을 수행한다는 기존의 연구결과들과 일치함
- 또한 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향은 기업의 사회적 책임 수준에 따라서도 확연한 차이를 보임
 - 국민연금은 스튜어드십 코드 도입을 기점으로 기업의 재무적 요소뿐만 아니라 ESG 요소까지 점검할 계획이며, 비재무적 성과(환경, 인권, 노동, 반부패, 지배구조 등)를 고려한 사회 책임투자도 확대할 것으로 예상됨
 - 한국기업지배구조원의 ESG 평가 데이터를 이용하여 추가적인 분석을 실시한 결과 기업의 환경 보호 수준이 상대적으로 낮은 기업에서 비정상 누적평균수익률이 더 크고 유의하게 나타나는 것으로 확인됨
 - 기업의 사회적 기여 수준이 상대적으로 낮은 기업에서도 이와 같은 결과는 일관되게 관찰됨
 - 이러한 결과는 자본시장 참여자들이 국민연금의 스튜어드십 코드 도입을 통해 포트폴리오 기업의 ESG와 관련한 위험 요인을 적극적으로 관리하고 사회적 책임을 강화하는 투자 활동을 확대할 것이라고 예상하며, 이를 기업가치에 긍정적으로 반영한 것으로 해석할 수 있음

2. 결론 및 제언

- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대한 과도한 비난보다는, 시장에서 기대하는 본연의 청지기 역할을 수행하며 연착륙 할 수 있도록 향후 국민연금의 스튜어드십 코드 이행 행보를 지속적으로 모니터링 하는 것이 중요하다고 판단됨
 - 공적 연기금으로서 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대한 긍정과 부정의 견해가 혼재되어 있음에도 불구하고, 본 연구의 실증분석 결과에 따르면 국내 자본시장 참여자들은 국민연금의 향후 주주활동에 대해 긍정적 기대를 하고 있음
 - 국민연금의 스튜어드십 코드 도입으로 인한 실제적 결과가 없음에도 불구하고 국민연금 운용의 독립성 이슈를 바탕으로 스튜어드십 코드 도입에 대한 부정적인 측면만을 내세우는 것은 설득력이 부족함
 - 국민연금은 “수탁자책임전문위원회”를 중심으로 주주활동을 수행하는 방안을 마련함으

로써 외부 정치적 권력 등으로부터 독립성 및 투명성을 강화하기 위한 구체적인 방안을 마련하였음

- 또한 국민연금은 국내 상장기업과 사업 및 거래 관계가 없다는 측면에서 충분한 독립성을 확보하고 있음

○ 스투어드십 코드 도입으로 인한 효과를 정확하게 판단하기에는 시기상조이나 본 보고서는 공적 연기금으로서 국민연금의 스투어드십 코드 도입이 기업의 ESG 수준 향상과 기업 가치 제고에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 결과를 제시함

○ 결국 시장 참여자들의 기대뿐만 아니라 실질적으로 국민연금이 효과적인 주주활동을 수행할 수 있도록 향후 스투어드십 코드 이행 현황을 지속적으로 모니터링하는 것이 중요함

□ 한편 국민연금의 스투어드십 코드 도입에 대한 본 보고서의 분석 결과는 다른 공적 연기금의 스투어드십 코드 도입 방향에 대해 중요한 시사점을 제시함

○ 기존의 연구결과 등을 고려할 때 다음과 같은 면에서 국민연금이 효과적인 주주활동을 수행할 것으로 기대할 수 있음

- 공적 연기금으로서 주주활동의 독립성·투명성을 확보할 수 있는 구체적인 방안을 마련함

- 주주활동이 대상 기업에 미치는 재무적 영향을 고려하여, 주주활동의 선호와 우선순위를 명확하게 선정함으로써 내부 역량을 집중하고 실질적인 영향을 미칠 수 있는 구체적인 이행 방안을 마련함

• 중대한 ESG 요인을 중심으로 한 국민연금의 적극적인 주주활동은 대상 기업의 ESG(특히, 기업지배구조) 위험관리 수준 및 기업가치 향상에 기여할 수 있음 (Dimson et al., 2015; Semenova and Hassel, 2018)

• 국민연금은 우선 비공개 대화를 실시하는 방법을 선호하는데, 이를 통해 국민연금의 주주활동 목적 사항을 대상 기업의 의사결정에 효과적으로 반영할 수 있음 (Carleton et al., 1998; Becht et al., 2009; McCahery et al., 2016)

○ 국민연금의 도입 사례를 참고하여, 다른 공적 연기금도 주주활동의 독립성 제고, 역량 집중 및 효과적인 이행을 위한 구체적인 스투어드십 코드 정책을 마련할 필요가 있음

- 이를 통해 공적 연기금의 주주활동에 대한 시장의 신뢰를 강화하고 실질적으로 기업지배구조 개선을 포함한 책임경영을 유도함으로써, 궁극적으로 대상 기업의 기업가치 등 재무적 성과를 향상시킬 수 있음

참고 문헌

I 국내문헌

이윤아, 연강흠, 김한나, 2017, “이사회 독립성 개선여부에 따른 기관투자자의 반대 의결권 행사의 실효성”, 『한국증권학회지』 제46권 제1호, pp. 61-96.

I 해외문헌

Appel, IR., T.A. Gormley and D.B. Keim, 2016, “Passive investors, not passive owners”, 『Journal of Financial Economics』 121, pp. 111-141.

Becht, M., J. Franks, C. Mayer, S. Rossi, 2009, “Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund”, 『Review of Financial Studies』 22, pp. 3093-3129.

Black, B., 1992, “Agents watching agents: the promise of institutional investor voice”, 『UCLA Law Review』 39, pp. 811-893.

Black, B., 1998, “Shareholder activism and corporate governance in the United States”, in Peter Newman, ed.: The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Palgrave Macmillan: New York.

Boone, A., J. White, 2015, “The effect of institutional ownership on firm transparency and information production”, 『Journal of Financial Economics』 117, pp. 508-533.

Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R., 2008, “Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance”, 『Journal of Finance』 63, pp. 1729-1775.

Brown, S., J. Warner, 1980, “Measuring security price performance”, 『Journal of Financial Economics』 8, pp. 205-258.

Brown, S., J. Warner, 1985, “Using daily stock returns: The case of event studies”, 『Journal of Financial Economics』 14, pp. 3-31.

Bruyn, S., 1987, “The field of Social Investment”, Cambridge University Press.

- Carleton, W., Nelson, J., Weisbach, M., 1998, “The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF”, 『Journal of Finance』 53, pp. 1335-1362.
- Chen, X., J., Harford, K., Li, 2007, “Monitoring: Which institutions matter?”, 『Journal of Financial Economics』 86, pp. 279-305.
- Crane A.D., S. Michenaud and J. P. Weston, 2016, “The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds”, 『Review of Financial Studies』 29, pp. 1377-1408.
- Del Guercio, D., J. Hawkins, 1999, “The motivation and impact pension fund activism”, 『Journal of Financial Economics』 52, pp. 293-340.
- Dimson, E., O., Karakas, X., Li, 2015, “Active ownership”, 『Review of Financial Studies』 28, pp. 3225-3268.
- Easley, D., O'hara, M., 2004, “Information and the cost of capital”, 『Journal of Finance』 59, pp. 1553-1583.
- Edmans, A., Manso, G., 2011, “Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders”, 『Review of Financial Studies』 24, pp. 2395-2428.
- Fama, E., 1970, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, 『The Journal of Finance』 25, pp. 383-417.
- Fama, E., L., Fisher, M., Jensen, R., Roll, 1969, “The adjustment of stock prices to new information”, 『International Economic Review』 10, pp. 1-21.
- Fich, E., J., Harford, A., Tran, 2015, “Motivated monitors: The importance of institutional investors’ portfolio weights”, 『Journal of Financial Economics』 118, pp. 21-48
- Frino, A., Gallagher, D.R., 2001, “Tracking S&P 500 index funds”, 『Journal of Portfolio Management』 28, pp. 44-55.
- Gillan, S., L., Starks, 2000, “Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors”, 『Journal of Financial Economics』 57, pp. 275-305.
- Iliev, P., K., Lins, D., Miller, L., Roth, 2015, “Shareholder voting and corporate governance around the world”, 『Review of Financial Studies』 28, pp. 2167-2202
- Junkin, A., 2015, “Managing Director, update to The CalPERS Effect on Targeted Company

Share Prices”, Wilshire

- Karpoff, J., 2001, “The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings”, Working paper, University of Washington.
- Karpoff, J., Malatesta, P., Walkling, R., 1996, “Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence”, 『Journal of Financial Economics』 42, pp. 365-395.
- Mackinlay, A., 1997, “Event studies in Economics and Finance”, 『Journal of Economic Literature』 35, pp. 13-39.
- McCahery, J.A., Z. Sautner and L.T. Starks, 2016, “Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors”, 『Journal of Finance』 71, pp. 2905-2932.
- Murphy, K., Van Nuys, K., 1994, “State pension funds and shareholder inactivism”, Working paper, Harvard Business School, Cambridge, MA.
- Parrino, R., Sias, R.W., Starks, L.T., 2003, “Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover”, 『Journal of Financial Economics』 68, pp. 3-46.
- Romano, R., 1993, “Public pension fund activism in corporate governance reconsidered”, 『Columbia Law Review』 93, pp. 795-853.
- Semenova, N., L. Hassel, 2018, “Private engagement by nordic institutional investors on environmental, social, and governance risks in global companies”, 『Corporate Governance: An International Review』 *forthcoming*.
- Shleifer, A., R. Vishny, 1986, “Large shareholders and corporate control”, 『Journal of Political Economy』 94, pp. 461-488.
- Schwartz, R. A., 1968, “Corporate Philanthropic Contributions”, 『The Journal of Finance』 23, pp. 479-497.
- Smith, M., 1996, “Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS”, 『Journal of Finance』 51, pp. 227-252.
- Wahal, S., 1996, “Pension fund activism and firm performance”, 『Journal of Financial and Quantitative Analysis』 31, pp. 1-23.

