

## 스튜어드십 코드 도입과 국민연금의 적극적 주주 활동

이상혁(주저자)

고려대학교

(tkdqur@korea.ac.kr)

배진한(교신저자)

고려대학교

(jinhanpae@korea.ac.kr)

본 논문은 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의견을 개진한 사례를 분석하여 대형 기관투자자인 국민연금이 수탁자 책임에 따른 의무를 다하고 있는지 분석한다. 한국 스튜어드십 코드, 『기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙』이 제정된 2016년 이후, 국민연금은 지배구조가 취약하거나, 대형회계법인에게 감사를 받지 않았거나, 최대주주의 지분율이 높은 기업에 대해 반대 의결권을 행사하는 경우가 많았다. 그러나 국민연금은 반대 의결권을 행사한 기업에 대해 이후 투자 지분율을 축소하는 등의 직접적인 영향력을 행사하지 않았다. 국민연금의 투자 지분율 변경은 주가수익률과 성장성에 영향을 받았지, 반대 의견 개진에 영향을 미치는 지배구조의 취약성, 감사품질, 최대주주의 지배력과는 관련이 없었다. 즉, 스튜어드십 코드 도입 이후에도 국민연금은 반대 의결권 행사 외에 기업에 실질적으로 영향을 줄 수 있는 방안을 취하지 않았다. 본 논문은 국민연금이 수탁자 책임의 이행과 지배구조 개선을 포함한 정책적 목적 달성을 위해 필요한 자금운용 원칙과 방향에 대한 시사점을 제시한다.

주제어: 국민연금, 스튜어드십 코드, 적극적 주주 활동

### 1. 서론

최근 국민연금은 수탁자 책임 이행의 일환으로 정기주주총회에서 반대 의결권을 적극 행사하고 있다.<sup>1)</sup> 본 논문은 대형 기관투자자인 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의견을 개진한 사례를 분석하여 국민연금이 가입자의 이익을 위해 적극적인 주주 활동을 수행하고 있는지 실증하고자 한다.

국민연금은 2018년말 현재 적립금 약 639조를 보유하고 있는 초대형 기관투자자이다. 하지만 국민연금은 주주총회에서 소극적으로 찬성표만을 행사하는 ‘자동 거수기’라는 비판을 받았다.<sup>2)</sup> 이러한 비판에

대응하여 2014년 금융위원회는 스튜어드십 코드<sup>3)</sup> 도입계획을 발표하고, 스튜어드십 코드 제정위원회 설립, 공청회 개최, 의견수렴 절차 등을 통해 스튜어드십 코드 제정에 착수하여, 2016년 12월 16일 『기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙』을 제정하기에 이르렀다. 국민연금도 이러한 수탁자 책임과 관련한 법적 환경의 변화에 따라 2018년 7월 기존의 『국민연금기금 의결권 행사지침』을 폐지하고, 『국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침』을 제정하여 스튜어드십 코드를 도입함으로써 ‘자동 거수기’라는 비판에서 벗어나려는 움직임을 보였다.

『기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙』에 의하면 기관투자자는 고객과 수익자의 자산을 관리·운

최초투고일: 2019. 11. 5      수정일: (1차: 2020. 2. 17)      게재확정일: 2020. 2. 25

1) 최진주, “주총거수기’ 비판 받던 국민연금, 스튜어드십 코드 도입 후 ‘반대’ 급증,” 한국일보, 2019.9.1.

2) 조준영, “[단독]초대형 거수기’ 국민연금, 의결권 90% 찬성 행사,”머니투데이, 2018.7.26.

3) 스튜어드십 코드(Stewardship Code)는 기관투자자들이 수탁자로서 투자대상회사의 중장기 발전과 고객 및 수익자의 이익을 위해 회사와의 대화 등 적극적인 주주 활동을 수행하도록 유도하는 자율규범이다(한국기업지배구조원, 한국 스튜어드십 코드의 이해).

영하는 수탁자로서 책임을 이행하기 위한 명확한 정책을 마련 및 공개해야 하고, 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하며, 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.

한편, 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」 제3조(기본원칙)에서 기금은 기금자산의 증식, 장기적으로 주주가치 증대에 기여, 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려하고, 국민연금 가입자 등에 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 수탁자 책임 활동을 이행한다고 명시하고 있다. 또한 2018년 국민연금기금 연차보고서에 따르면 국민연금의 반대 의결권 행사의 구체적인 사유는 이사 및 감사선임, 정관 변경, 보수한도 승인이라고 명시하고 있으며, 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」 제정 이후에 개최된 정기주주총회 의결권 행사내역을 수기로 조회한 결과 상기의 사유 외에 과소배당 등에 따른 반대 사유도 있었다. 종합하면, 국민연금은 투자하고 있는 기업의 지배구조가 취약한 경우, 수탁자 책임 이행의 일환으로 해당 기업에 대해 반대 의결권을 행사하는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 본 논문에서는 수탁자 책임과 관련한 스톱워드십 코드의 국내 도입 이후 국민연금이 반대 의결권을 행사하는 기업의 특성이 어떠한지 기업지배구조 측면을 중심으로 분석하고자 한다.

국민연금과 관련한 국내의 선행연구는 국민연금이 투자한 기업의 특성(김창수·이세우·김민경, 2015; 김유진·안정인, 2018), 이익조정(전홍민·신상이, 2015; 정용기·김선화, 2015; 김선화, 2017), 기업가치의 변동(정용기·김선화, 2016), 국민연금이 반대 의결권을 행사한 이후의 누적초과수익률에 대

해 분석하였다(양철원, 2018).

이러한 선행연구들은 대부분 스톱워드십 코드 도입 이전 기간에 국민연금이 5% 이상 투자한 기업에 초점을 맞추고 있으며, 국민연금이 행사한 의결권에 관한 선행연구도 의결권을 행사한 사건이 발생한 이후 단기간의 누적초과수익률을 분석하였다. 국민연금과 관련된 선행연구 중 Lee, Khil, Park, & Wee(2018)은 2011년 상법 개정 이후, 지분율 구조, 환경·사회·기업지배구조 등급, 재벌 소속 여부와 국민연금의 반대 의결권 행사 간 관계를 분석하였다. 그러나 지분율 구조나 기업지배구조 등급이 국민연금의 반대 의결권 행사 여부나 시장수익률에 영향을 끼친다는 명확한 결과를 제시하지 못하였다.

본 논문에서는 스톱워드십 코드 도입 이후 기간인 2016년에서 2018년까지의 기간 동안 국민연금이 5% 이상 투자한 기업을 대상으로, 기업의 수익성, 성장성, 재무건전성을 통제하여 국민연금이 투자하는 기업에 대한 선택편향을 최소화한 후 국민연금이 반대 의결권을 행사한 기업의 특성을 분석한다.

이사 및 감사선임, 정관 변경, 임원의 보수한도 및 배당 안건에 국민연금이 반대 의결권을 행사하는 것은 앞서 언급한 바와 같이 해당 기업의 지배구조에 대해 국민연금이 의문을 제기한다고 볼 수 있다. 따라서 본 논문에서는 투자 대상 기업의 지배구조가 취약한 경우 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사할 것이라고 첫 번째 가설을 설정하여 분석을 수행한다.

한편, 최근에 국민연금이 반대 의결권을 행사하더라도 실제 해당 안건이 부결되는 경우는 극히 드물어서 실효성에 대한 의문이 제기되고 있다.<sup>4)</sup> 따라서 본 논문에서는 반대 의결권을 행사한 기업에 대해

4) 최진주, “주총거수기 비판 받던 국민연금, 스톱워드십 코드 도입 후 ‘반대’ 급증,” 한국일보, 2019.9.1.

국민연금이 보다 적극적으로 투자 지분을 축소하여 실질적인 영향력을 행사하는지도 분석한다.

『기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙』이 제정된 2016년 이후 개최된 정기주주총회에서 국민연금이 행사한 의결권을 수기로 취합하여 분석한 결과, 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시하는 기업지배구조 등급이 높거나 대형회계법인에게 감사를 받거나 최대주주 지분율이 낮은 경우 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사할 가능성이 낮았다. 그러나 국민연금은 반대 의결권을 행사한 기업에 대한 투자 지분율을 축소하지 않았다. 이는 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사한 이후 해당 기업에 대해 적극적으로 추가 조치를 취하지 않았다고 해석할 수 있으며, ‘중이호랑이’라는 비판을 받는 현 시점에서 반대 의결권 행사와 더불어 기업에 실제로 영향을 줄 수 있는 대응을 하지 않는다고 볼 수 있다.

본 논문의 주된 공헌점은 다음과 같다.

첫째, 스튜어드십 코드가 도입된 이후 국민연금은 지배구조가 취약한 기업에 대해 주주총회에서 적극적으로 반대 의결권을 행사한다는 실증 결과를 제시한다. 이는 반대 의결권 행사와 지배구조와의 유의한 결과를 발견하지 못한 선행연구(Lee et al., 2018)와 차별성을 가진다.

둘째, 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금의 반대 의결권 행사가 경영진에 대한 과도한 견제라는 비판<sup>5)</sup>에 대한 시사점을 제시한다. 국민연금은 반대 의결권을 행사한 이후 투자 지분율을 축소하는 등의 적극적인 행동을 취하지 않았다. 즉, 국민연금은 지배구조가 취약한 기업에 대해 소극적으로 반대 의결권을 행사하였지, 실질적으로 영향을 줄 수 있는 적

극적 대응을 하지 않았다. 또한, 국민연금으로부터 반대 의견을 받은 기업도 이후 취약한 지배구조를 개선하거나 재무보고품질을 높이려는 노력을 한 증거도 찾을 수 없었다. 따라서 국민연금의 주주활동이 기업의 지배구조 개선을 통한 정책적 목적 달성을 하지 못했다고 볼 수 있다.

마지막으로, 국민연금은 주식수익률이나 성장성이 낮은 기업의 지분율을 줄였지, 지배구조의 취약 정도를 지분을 변동에 추가적으로 고려하지 않는 것으로 실증분석 결과 나타났다. 이는 국민연금이 지배구조 개선을 포함한 정책적 목적 달성 보다는 국민의 노후보장을 위한 실적에 초점을 맞춘다고 볼 수 있다. 이는 지배구조 개선이 기금운용 방향이 되어야 하는지에 대한 시사점을 제시한다.

본 논문의 순서는 다음과 같다. 제2장에서 국민연금의 의결권 행사와 관련된 선행연구를 소개하고, 가설을 설정한다. 제3장에서는 본 논문에서 사용한 표본과 연구모형을 제시한 후, 제4장에서 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 결론과 한계점을 제시한다.

## II. 선행연구 및 가설설정

### 2.1 선행연구

국민연금과 관련한 국내의 선행연구는 주로 국민연금이 투자한 기업의 특성을 파악하거나, 국민연금이 반대 의결권을 행사한 이후의 시장반응(누적초과 수익률)에 대해 분석하였다.

5) 전준범, “상장사협의회 “국민연금 경영진 견제 과도하다.” 조선비즈, 2019.3.24.

김창수 외(2015)는 2010년부터 2013년까지의 표본을 이용하여 국민연금에 5% 이상 지분을 취득한 기업의 특성을 분석하였다. 국민연금이 투자한 기업은 수익성 및 성장성이 높고, 재무건전성과 배당성향은 낮았다. 주가수익비율은 t-검정에서는 낮게, 로짓분석에서는 높게 나타나 혼재된 결과를 보였다.

전홍민 · 신상이(2015)는 2005년부터 2010년까지의 표본을 이용하여 국민연금의 투자가 회계적 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 국민연금이 5% 이상 투자한 기업의 경우 분석기간 동안 재무적 발생액의 절대적 수준이 감소하였음을 보였다.

정용기 · 김선화(2015)도 2004년부터 2013년까지의 기간 중 국민연금이 5% 이상 투자한 기업의 이익조정행위를 분석하였다. 국민연금이 투자한 기업에서 발생액뿐만 아니라 실제이익조정이 모두 낮게 나타나고 있으며, 국민연금이 장기로 투자하는 기업에서는 이익조정 현상이 현저히 낮았다. 그러나 지배주주의 영향력이 강한 기업(지분율 50% 이상)에서는 이러한 효과가 나타나지 않았으며, 국민연금의 지분율이 증가할 때에도 영업현금흐름을 통한 실제이익조정 외에는 유의한 차이가 없다고 보고하고 있다.

정용기 · 김선화(2016)는 2006년부터 2013년까지 기업가치의 변화를 분석하였다. 국민연금이 5% 이상 투자한 기업의 경우 토빈의 Q로 측정된 기업가치가 증가하며, 누적초과수익률과 보유기간초과수익률로 측정된 수익률도 양(+)의 관계를 보임으로써 수익성이 개선된다고 보고하고 있다. 그러나 국민연금 소유지분율에 따른 영향은 발견하지 못하였다.

김선화(2017)는 2006년부터 2014년까지 국민연금이 5% 이상 투자한 기업의 이익조정 및 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 국민연금이 투자한 기업의 경우 재무적 발생액과 실제이익조정 규모가 줄어들며, 발생액 이익조정 규모에 따른 타인

자본비용의 상승이 완화되었음을 보여주었다.

양철원(2018)은 2015년 국민연금 의결권 행사 자료를 이용하여 국민연금이 반대 의결권을 행사하였을 경우, 이후 10거래일 동안 2% 정도의 주식 초과수익률이 관찰되는데, 이는 시장이 국민연금의 반대 의결권 행사에 대해 긍정적으로 인식하고 있다고 해석하였다.

김유진 · 안정인(2018)은 2011년부터 2015년까지 국민연금이 5% 이상 투자한 기업의 사회적 책임 활동 수준을 분석하였다. 경제정의실천연합 산하 경제정의연구소의 사회적 책임 활동 점수인 KEJI 지수가 상위 200개 기업에 속한 경우 사회적 책임 활동 수준이 우수하다고 분류하였다. 분석기간 동안 국민연금이 투자한 기업의 사회적 책임 활동이 유의적으로 확대되었으며, 이러한 효과는 국민연금이 3년 이상 투자하는 장기투자자로서의 역할을 수행하였을 때 관찰되었다.

국민연금과 관련된 선행연구 중 Lee et al.(2018)은 2011년 상법이 개정된 이후, 2012년부터 2014년까지의 표본을 이용하여 기업의 지분율 구조, 환경·사회·기업지배구조 등급, 재벌에 포함되었는지 여부가 국민연금의 반대 의결권 행사와 관련이 있는지 실증분석하였다. 반대 의결권 행사 여부와 지배주주 지분율은 통계적으로 유의한 관계가 없었으나, 반대 의결권 대상을 항목별로 구분한 모형에서는 정관변경에 대해서 지배주주 지분율의 집중도가 높고, 재벌에 포함되지 않은 경우 반대 의결권을 행사하며, 감사인 선임에 대해서 지배주주 지분율의 집중도가 낮고, 재벌에 포함되지 않은 경우 반대 의결권을 행사하는 결과를 보여주었다. 그러나 이러한 결과는 반대 의결권 행사 여부와 기업지배구조 간 유의한 관계를 보여주지 못하였으며, 변경되는 정관에 국민연금 가입자의 이익을 침해하는 조항이 포함되어 반대

의결권 대상이 되었다면 기업지배구조와의 연결고리가 명확하지 않으며, 임원 선임의 안전과 비교했을 때 정관변경이나 감사인 선임의 안전이 기업지배구조에 영향을 줄 것인지에 대해서는 의문점이 존재한다. 한편, 국민연금의 반대 의결권 행사와 환경·사회·기업지배구조 등급 간에는 유의한 관계를 발견하지 못하였다. 국민연금이 반대 의결권을 행사한 기업을 매도하고, 찬성 의결권을 행사한 기업을 매수하는 포트폴리오의 누적초과수익률 결과도 반대 의결권 행사 전후 통계적으로 유의한 음(-)으로 나타나고 있어, 기존의 선행연구들과는 반대의 결과를 제시하였다.

## 2.2 가설설정

스튜어드십 코드는 지난 2008년 미국에서 시작된 글로벌 금융위기를 촉발한 금융회사의 심각한 부실이 기업지배구조의 실패와 취약성 그리고 소액주주들의 무관심에서 비롯되었다는 반성에서 시작되었다. 그 결과 미국·영국 등 대부분의 선진국에서는 기업 외부의 견제장치로서 연기금 등 기관투자자의 역할과 책임을 강조하게 되었고, 이를 유도하는 방안의 하나로 스튜어드십 코드를 제정하였다. 각국의 스튜어드십 코드 도입의 정책적 목표는 상이하지만, '기관투자자의 적극적인 주주활동 → 기업지배구조 개선 → 주주이익 확대 → 자본시장 발전'과 같은 선순환 구조를 구축하고자 하는 것은 동일하다. 즉, 금융기관 및 상장기업의 지배구조를 개선하여 자국 자본시장의 발전을 이끌어 내는 것이 스튜어드십 코드 도입의 궁극적 지향점인 것이다(한국기업지배구조원, 한국 스튜어드십 코드의 이해).

『기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙』에서도 마찬가지로 기관투자자는 고객과 수익자의 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 이행하기 위한 명확한 정책을 마련하고 공개해야 하고, 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하며, 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다고 명시되어 있다.

한편, 『국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침』 제3조(기본원칙)에서 기금은 기금자산의 증식, 장기적으로 주주가치 증대에 기여, 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려하고, 국민연금 가입자 등에 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 수탁자 책임 활동을 이행한다고 명시하고 있다. 또한 제16조(대상)에서도 기금은 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 기금이 보유하고 있는 상장주식에 대해 환경, 사회, 지배구조 등과 관련하여 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 경우 수탁자 책임활동을 수행할 수 있다고 제시하고 있다.

실제로 2018년 국민연금기금 연차보고서에서도 반대 의결권의 구체적인 사유는 이사 및 감사선임, 정관 변경, 보수한도 승인으로 명시되어 있다. 또한 <Table 1>에서 제시하는 바와 같이 본 논문에서 사용된 표본의 경우 국민연금의 전체 반대 의결권 행사 중 이사·감사 선임 반대, 이사·감사 보수한도 반대 의결권 행사 수가 전체 대비 60%로써 대부분의 반대 의결권 행사가 기업지배구조와 관련된 항목으로 이루어진 것을 확인할 수 있다.

종합하면, 국민연금이 투자하고 있는 기업의 지배구조가 취약한 경우,<sup>6)</sup> 이를 우려한 국민연금이 수탁

6) 본 논문에서는 선행연구를 바탕으로 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시하는 기업지배구조 등급이 낮거나, 대형회계법인으로부터 감사받지 않았거나, 외국인투자자 지분율이 낮거나, 최대주주 지분율이 높은 경우 기업지배구조가 취약하다고 정의한다.



〈Table 1〉 Details of Negative Votes by NPS

Details of Negative Votes	No of obs.
재무제표 승인 반대(과소배당)	15
이사·감사 선임 반대	182
이사·감사 보수한도 반대	178
정관 개정 반대	60
기타(임원 퇴직금 반대 등)	9

자 책임 활동에 따라 해당 기업에 대해 반대 의결권을 행사할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 첫 번째 가설을 다음과 같이 설정한다.<sup>7), 8)</sup>

가설 1: 스투어드십 코드 도입 이후 국민연금은 기업지배구조가 취약한 기업에 대해 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사할 가능성이 증가한다.

최근 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사하더라도 실제 안건이 부결되는 경우는 0.9%에 불과하여 아직까지 국민연금의 영향력은 ‘종이호랑이’에서 벗어나지 못한다는 비판이 제기되고 있다. 한편, Duan and Jiao(2016)에 따르면 뮤추얼 펀드는 경영진에 대해 반대 의결권을 행사하는 전략(VOICE)과 투자 지분율을 축소하거나 투자를 철회하는 전략(EXIT)을 사용할 수 있다고 제시하며, 2가지 전략 모두 효과적이라고 주장하였다. 특히, 뮤

추얼 펀드의 지분율이 작거나 투자 기간이 짧은 경우, 피투자기업의 내부 지분율이 높은 경우에 투자 지분율을 축소하거나 투자를 철회하는 전략이 나타난다고 제시하였다. Denes, Karpoff, & McWilliams(2017)에서는 선행연구들에서 분석한 단기 누적초과수익률을 비교한 결과 기업인수와 같은 적극적인 행동이 기업의 주식가치 및 기업 운영의 향상과 관련이 있다고 설명하고 있다. 만약 국민연금이 이러한 선행 연구에서 제시한 바와 같이 반대 의결권 행사에 따른 영향력이 낮아서 지배구조의 개선이 미흡하다면, 실제 투자 지분율을 축소함으로써 해당 기업에 적극적으로 영향력을 행사할 수도 있다.

한편, 국민연금이 경영참여의 목적으로 주식을 10% 이상 보유하는 경우, 6개월 이내에 투자 지분율을 축소한다면 단기매매에 따른 시세차익을 기업에 반환해야 한다.<sup>9)</sup> 따라서 해당 기업에 적극적으로 영향력을 행사하기 위한 투자 지분율 축소 결정이

7) 국민연금이 자본금 1천억 이상인 상장회사의 주식을 6개월 이상 보유했다면, 지분율이 0.5% 이상인 경우에 주주제안을 통해 해당 기업에 영향력을 행사할 가능성도 존재한다(상법 제542조의6, 동법 시행령 제32조).

8) 본 논문에서는 국민연금의 적극적 주주 활동을 반대 의결권 행사로 한정하여 분석한다. 한편, 보건복지부는 2019년 11월 13일 ‘경영참여 목적의 주주권행사 가이드라인’에 대한 공청회를 개최하였으며, 경영참여 주주권행사의 일환으로 정관 변경, 사외이사 선임에 대한 집중투표청구권 행사와 같은 안을 주주제안의 예시로 제시하였다(김용갑, “국민연금 경영참여 주주권행사…‘갑론을박’,” 연합뉴스포매스, 2019.11.13.). 향후 경영참여 목적의 주주권행사 가이드라인이 확정되어 실행된다면 국민연금의 적극적 주주 활동을 주주제안으로 확대할 수 있을 것이다.

9) 공적연기금(국민연금, 사학연금, 공무원연금)의 관리·운용을 위한 매매로서 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우 단기매매차익 반환의무를 면제한다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제172조, 동법 시행령 제198조, 단기매매차익 반환 및 불공정거래 조사·신고 등에 관한 규정 제8조).

국민연금의 주요원칙 중 하나인 수익률 제고와는 상충될 여지가 있다. 또한 국민연금이 반대 의결권을 행사한 후 지분 축소를 통한 직접적인 영향력을 행사하지 않는 것이 수탁책임에 게을리 하는 것이 아니라 오히려 투자자들에게 돌아가야 할 이익을 회사에 반환하지 않기 위해, 즉, 수탁책임을 충실히 이행하기 위한 목적일 가능성일수도 있다.<sup>10)</sup> 실제로 지난 2019년 2월, 국민연금이 지분을 10% 이상을 보유하고 있던 대한항공에 대한 경영참여를 선언하지 못한 사례도 존재한다.<sup>11)</sup>

상기 내용을 종합하여, 두 번째 가설을 다음과 같이 귀무가설의 형태로 설정한다.

가설 2: 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사했는지 여부와 이후 지분을 축소와는 관련이 없을 것이다.

### III. 연구모형 및 연구결과

#### 3.1 표본선정

본 논문에 사용된 표본은 국민연금의 국내주식 투자종목별 현황이 공개된 2016년부터 2018년까지 국민연금이 5% 이상 투자한 기업으로 아래의 조건을 만족하는 기업-연도로 선정한다.

- (1) 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업
- (2) 금융업에 포함되지 않는 기업
- (3) 결산월이 12월인 기업
- (4) 한국기업지배구조원에서 기업지배구조 등급 조치가 가능한 기업
- (5) TS2000과 DATAGUIDE Pro에서 재무정보 조치가 가능한 기업

〈Table 2〉 Sample Selection

Selection Criteria	No. of Obs.
Firm-years listed on the KOSPI market from 2016 to 2018	2,244
Less: financial firms	(140)
Less: firm-years with Non-December fiscal year-end	(44)
Less: firm-years in which the NPS ownership is nil or less than 5%	(1,317)
Initial sample of firm-years where the NPS ownership is 5% or above	743
Less: firm-years without ECG score	(122)
Less: firm-years with missing data	(8)
Final sample	613

10) 단기매매차익 반환과 관련하여 의견을 주신 익명의 심사자에게 감사드립니다.

11) 오동희, "국민연금, 이젠 대한항공 경영에 쉽게 관여할 수 있다," 머니투데이, 2020.2.3.

국민연금은 국민연금기금운용지침 제25조(정보공개 및 대외협력) 및 국민연금기금운용규정 제39조(공시)에 따라 국민연금기금운용본부 홈페이지에 2016년부터 국내주식 투자종목별 현황을 공시하고 있다. 또한 국민연금의 의결권 행사 결과에 대한 정보 역시 국민연금기금운용본부 홈페이지<sup>12)</sup>에서 조회할 수 있다.

국민연금이 5% 이상 투자한 기업 중 한국기업지배구조원에서 기업지배구조 점수가 조회 가능한 기업이 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업으로 한정되어 코스닥시장에 상장된 기업은 표본에서 제외하였으며, 재무제표의 동질성과 비교가능성을 위해 결산월이 12월인 기업만을 표본에 포함하고, 금융업에 속한 기업들의 재무제표 구성요소가 일반 기업과는 다르기 때문에 표본에서 제외한다. 최종적으로 분석에 사용된 기업-연도는 613개이다.

### 3.2 연구모형

본 논문의 첫 번째 가설을 검증하기 위한 연구모형은 아래의 식(1), (2)와 같다.

$$\begin{aligned}
 DISSENT_{i,t+1} = & \beta_1 CGRating_{i,t} + \beta_2 BIG4_{i,t} \\
 & + \beta_3 FOR\_OWN_{i,t} + \beta_4 LARGEST\_OWN_{i,t} \\
 & + \beta_5 NPS\_OWN_{i,t} + \beta_6 ERating_{i,t} \\
 & + \beta_7 SRating_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 RET_{i,t} \\
 & + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} SALESGR_{i,t} + \beta_{12} LEV_{i,t} \\
 & + YEARDUMMY + \varepsilon_{i,t} \quad (1)
 \end{aligned}$$

DISSENT : 국민연금이 정기 주주총회에서 반대 의결권을 행사한 경우 1의 값을 가지는 더미변수  
 CGRating : 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시한 기업지배구조 등급

BIG4: 대형회계법인으로부터 감사받은 경우 1의 값을 가지는 더미변수

FOR\_OWN : 외국인투자자 지분율

LARGEST\_OWN : 최대주주 지분율

NPS\_OWN : 국민연금의 지분율

ERating : 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시한 환경 등급

SRating : 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시한 사회 등급

ROA : 총자산수익률(=당기순이익/기초총자산)

RET : 1년(회계연도)간 주식보유수익률

SIZE : 총자산에 로그를 취한 값

SALESGR : 매출액성장률(=매출액/직전연도매출액 - 1)

LEV : 총부채를 총자산으로 나눈 값

YEARDUMMY : 연도 더미변수

$$\begin{aligned}
 DISSENT_{i,t+1} = & \beta_1 CG\_SCORE_{i,t} \\
 & + \beta_2 ERating_{i,t} + \beta_3 SRating_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_5 RET_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 SALESGR_{i,t} \\
 & + \beta_8 LEV_{i,t} + YEARDUMMY + \varepsilon_{i,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

CG\_SCORE : 기업지배구조 통합 점수

종속변수인 반대 의결권 행사 여부(DISSENT)는 회계연도 종료 후 열리는 정기주주총회에서 국민연금이 반대 의결권을 행사했을 때 1의 값을 가지는 더미변수이다.

기업지배구조의 강건성은 (1) 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시하는 기업지배구조 등급(CGRating), (2) 대형회계법인으로부터 감사받았는지 여부(BIG4), (3) 외국인투자자 지분율(FOR\_OWN) 및 (4) 최대주주 지분율(LARGEST\_OWN)을 사용하여 측정한다. 기업지배구조 등급은 최하 등급인 'D' 등급에 1점을 부여하고, 최상 등급인 'S' 등급까지 순차적으로 1점씩을 가산하여 최대 등급인 'S' 등급의 점수는 8점

12) [https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs/mcs\\_06\\_02\\_02.jsp](https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs/mcs_06_02_02.jsp)



이다. 기업지배구조 통합 점수(CG\_SCORE)는 연도별로 기업지배구조 등급, 외국인투자자 지분율이 중간값보다 높거나, 최대주주 지분율이 중간값보다 낮거나, 대형회계법인에게 감사받은 경우 각각 1의 값을 가지도록 더미변수를 설정한 후 합한 값이다. 해당 측정치는 최소 영(0)부터 최대 4까지의 값을 가진다.

Lee et al.(2018)은 기업의 환경·사회·기업지배구조 등급이 높을 경우 반대 의결권을 행사할 가능성이 낮다고 언급하고 있다. 또한 기업의 지분율 구조가 분산되어 있으면 주주총회에서 이길 확률이 높기 때문에 반대 의결권을 행사할 수 있으며, 반대로 기업의 지분율 구조가 집중되어 있을 때에도 경영진에 대한 견제의 수단으로 반대 의결권을 행사할 수 있다고 설명하고 있다.

Shleifer and Vishny(1997)를 포함한 많은 선행연구에서는 감사인과 기관투자자를 기업지배구조 중 기업 외부의 견제장치로 설명하고 있다. 또한 회계감사기준에 따르면 감사인은 기업 수준의 고유위험과 통제위험을 고려하여 외부감사를 수행하여야 하며, 외부감사를 수행함에 있어서 지배기구와의 커뮤니케이션을 수행하고, 내부통제 미비점에 대하여 지배기구 및 경영진과의 커뮤니케이션을 해야 하는 감사인의 책임을 명시하고 있다. 대형회계법인의 경우 중·소형 회계법인에 비해 회계감사기준을 준수하여 감사를 수행함으로써 지배기구에 대한 감시주체로서의 역할을 할 것으로 예측할 수 있다. 한편, 외국인투자자는 효과적인 감시주체로서 경영자의 이익조정을 억제하고, 기업지배구조 개선과 기업가치 향상에 영향을 준다는 분석결과가 존재한다(김성혜·이아영·전성빈, 2012; 박경서·이은정, 2006).

정용기·김선화(2015)에서는 국민연금의 이익조정에 대한 억제 효과가 지배주주의 영향력이 강한 기업에서는 나타나지 않는다는 결과를 보여주었으며, 우리

나라 기업은 소유경영자 및 가족 중심으로 지배되는 경우가 많아 지배주주에 의한 영향력이 경영자의 경영 활동에 영향을 미치는 특징을 가진다는 선행연구를 참고하여 최대주주 지분율을 기업지배구조 변수로 사용한다(안홍복·최강득·송준협, 2002; 박종일, 2003).

주요 통제변수는 김창수 외(2015)를 참고하여 국민연금이 투자하는 기업의 특성을 변수로 설정한다. 기업의 수익성을 통제하기 위해 회계이익(ROA)과 주가수익률(RET)을 통제변수로 포함하고, 기업의 규모는 총자산에 로그를 취한 값(SIZE)으로 설정한다. 기업의 재무건전성은 부채비율(LEV), 성장성은 직전연도 대비 매출액성장률(SALESGR)로 산정하여 통제변수에 포함한다. 마지막으로 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시하는 환경 등급(ERating), 사회 등급(SRating) 및 국민연금의 지분율(NPS\_OWN)을 연구모형에 포함한다. 모든 변수는 극단치의 영향을 배제하기 위하여 상하 1% 수준으로 극단치를 조정(winsorizing)하고, 로짓회귀분석 수행 시 자기상관과 이분산성을 방지하기 위해 기업 수준에서 클러스터링(clustering) 한 표준오차를 사용한다(Peterson, 2009).

본 논문의 두 번째 가설을 검증하기 위한 연구모형은 아래의 식(3)과 같다.

$$\begin{aligned}
 & DEC\_NPSOWN((-)\Delta NPS\_OWN)_{i,t} \\
 & = \beta_1 DISSENT_{i,t} + \beta_2 NPS\_OWN_{i,t-1} \\
 & \quad + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 RET_{i,t} \\
 & \quad + \beta_6 RET_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 SALESGR_{i,t} \\
 & \quad + \beta_9 LEV_{i,t} + YEARDUMMY + \varepsilon_{i,t} \quad (3)
 \end{aligned}$$

DEC\_NPSOWN : 국민연금의 지분율이 직전연도 대비 감소한 경우 1의 값을 가지는 더미변수  
 (-)ΔNPS\_OWN : 국민연금 지분율의 변화량에 -1을 곱한 값

첫 번째 가설을 검증하기 위한 식(1)은 회계연도 종료 후 정기주주총회에서 국민연금이 반대 의결권을 행사했는지 여부를 분석했다면, 두 번째 가설을 검증하기 위한 식(3)은 정기주주총회에서 국민연금이 반대 의결권을 행사한 후 동일연도에 국민연금의 지분율이 축소되었는지 여부를 검증한다. 국민연금이 투자 지분율을 축소한 경우 1의 값을 가지는 더미변수(DEC\_NPSOWN)와 투자 지분율 변동에 -1을 곱한 값을((-)ΔNPS\_OWN)을 종속변수로 사용한다.

국민연금의 투자 지분율 변동을 주주총회에서 반대 의결권 행사 여부로 설명하는 식(3)에서 반대 의결권 행사 변수(DISSENT)는 외생변수가 아니므로 내생성을 통제하여야 한다. 식(1) 또는 식(2)를 식(3)과 연립방정식 형태로 함께 분석하여 반대 의결권 행사 여부가 향후 국민연금의 지분율 변동에 미치는 영향을 편의 없이 설명한다. 상기의 식(1)에서 기술한 바와 같이 반대 의결권 행사는 정기주주총회가 개최되는 직전연도의 기업 특성에 따라 행사 여부가 결정되기 때문에 직전연도의 기업 특성을 포함한 식(1)을 추정하고 이 결과를 식(3)에 대입한다. 대입 후 얻게 되는 모형을 이용하여 반대 의결권 행사 이후 당해 연도에 국민연금의 지분율이 축소하는지 여부를 분석한다면, 직접효과와 간접효과에 대한 추정을 한 번에 처리할 수 있게 된다. 즉, 반대 의결권 행사 여부에 미치는 기업 특성의 영향과 국민연금의 지분율 축소 여부에 미치는 기업 특성의 영향을 한 번에 처리하여 내생성 문제를 완화할 수 있을 것이다. 직전연도의 국민연금 지분율 및 국민연금이 투자하는 기업의 특성인 수익성, 성장성, 재무건전성을 식(1)과 같이 통제변수로 포함하되 주가수익률의 경우 기업의 수익률에서 코스피200 지수의 수익률을 차감하여 시장의 영향을 배제한다. 정기주주총회가 보통 3월에 이루어지므로 국민연금의 지분율이

공개되는 기준시점인 12월말과의 시차가 존재하기 때문에 수익성의 경우 직전연도의 변수를 추가하여 통제변수로 산정한다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기초통계량

본 논문에서 사용된 주요 변수의 기술통계량 및 기술통계량의 차이는 <Table 3>에서 제시한다.

패널 A에서는 주요 변수의 기술통계량을 제시한다. 약 54%의 기업에 대해 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사하였다. Lee et al.(2018)에서 보여준 국민연금의 3년 평균 반대 의결권 행사 비율이 약 12%인 것을 고려하면 상당히 큰 폭으로 증가하였으며, 스튜어드십 코드 도입 이후 급증한 국민연금의 적극적 반대 의결권 행사 행태를 반영한 것으로 볼 수 있다.

약 43%에 해당하는 기업에 대해 국민연금이 투자 지분율을 축소하였다. 이러한 결과는 선행연구에서 제시한 것처럼 국민연금이 경영진에 대한 반대 의결권을 행사하거나 해당 기업의 투자 지분율을 줄임으로써 영향력을 행사한다고 유추할 수 있다(Duan and Jiao, 2016). 그러나 투자 지분율 축소는 반대 의결권 행사에 따른 결과물이 아닌 국민연금의 투자 전략으로 인해 발생한 결과일 수도 있기 때문에 이후 로짓회귀분석과 회귀분석을 통해 반대 의결권 행사에 따른 결과물인지 여부를 확인하고자 한다.

한편, 국민연금의 지분율은 평균적으로 0.6% 증가하였다. 국민연금 기금 적립금이 2017년 약 11%, 2018년 약 3% 성장한 것에 비추어보면 투자 규모

의 증가에 따른 지분율 증가로 판단된다.

대부분(약 88%)의 기업이 대형회계법인으로부터 감사를 받았으며, 기업지배구조 등급은 평균적으로 'B' 등급에서 'B+' 등급 사이에 속한다. 외국인투자자 지분율은 평균 약 19%이며, 최대주주 지분율은 평균

약 41%, 국민연금의 지분율은 평균 약 8.5%이다.

패널 B에서는 국민연금의 반대 의결권을 행사한 그룹과 찬성한 그룹을 비교한다. 국민연금이 반대 의결권을 행사한 기업은 기업지배구조 등급이 낮고, 대형회계법인으로부터 감사받는 수가 적으며, 외국

〈Table 3〉 Descriptive Statistics

Panel A: Descriptive Statistics of the Full Sample

Variable	N	Mean	Median	S.D.	Q1	Q3
<i>DISSENT</i>	613	0.537	1.000	0.499	0.000	1.000
<i>CGRating</i>	613	3.646	3.000	1.447	3.000	5.000
<i>BIG4</i>	613	0.879	1.000	0.326	1.000	1.000
<i>FOR_OWN</i>	613	0.188	0.158	0.146	0.071	0.255
<i>LARGEST_OWN</i>	613	0.413	0.408	0.142	0.310	0.512
<i>NPS_OWN</i>	613	0.085	0.085	0.032	0.066	0.108
<i>ERating</i>	613	1.781	2.000	0.831	1.000	2.000
<i>SRating</i>	613	1.923	2.000	1.041	1.000	3.000
<i>ROA</i>	613	0.047	0.038	0.060	0.017	0.064
<i>RET</i>	613	0.009	-0.052	0.341	-0.218	0.149
<i>SIZE</i>	613	28.579	28.413	1.502	27.444	29.609
<i>SALESGR</i>	613	0.104	0.050	0.710	-0.004	0.131
<i>LEV</i>	613	0.458	0.471	0.182	0.308	0.591
<i>DEC_NPSOWN</i>	386	0.430	0.000	0.496	0.000	1.000
<i>ΔNPS_OWN</i>	386	0.006	0.002	0.025	-0.006	0.012

주1) 변수의 정의

- DISSENT* : 국민연금이 정기 주주총회에서 반대 의결권을 행사한 경우 1의 값을 가지는 더미변수
- DEC\_NPSOWN* : 국민연금의 지분율이 직전연도 대비 감소한 경우 1의 값을 가지는 더미변수
- CGRating* : 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시한 기업지배구조 등급
- BIG4* : 대형회계법인으로부터 감사받은 경우 1의 값을 가지는 더미변수
- FOR\_OWN* : 외국인투자자 지분율
- LARGEST\_OWN* : 최대주주 지분율
- CG\_SCORE* : 기업지배구조 통합 점수
- NPS\_OWN* : 국민연금의 지분율
- ERating* : 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시한 환경 등급
- SRating* : 한국기업지배구조원에서 측정 및 공시한 사회 등급
- ROA* : 총자산이익률(=당기순이익/기초총자산)
- RET* : 1년(회계연도)간 주식보유수익률
- SIZE* : 총자산에 로그를 취한 값
- SALESGR* : 매출액성장률(=매출액/직전연도매출액 - 1)
- LEV* : 총부채를 총자산으로 나눈 값
- DEC\_NPSOWN* : 국민연금의 지분율이 직전연도 대비 감소한 경우 1의 값을 가지는 더미변수
- ΔNPS\_OWN* : 국민연금 지분율의 변화량

〈Table 3〉 Descriptive Statistics (continue)

Panel B: Comparison of the means(medians) between the firms to which the NPS casts dissenting votes and those to which the NPS casts assenting votes

	Negative votes (N=329)	Positive Votes (N=284)	Diff.	t-value (z-value)
<i>CGRating</i>	3.462 (3.000)	3.859 (3.000)	-0.397*** (0.000***)	-3.41 (-3.56)
<i>BIG4</i>	0.830 (1.000)	0.937 (1.000)	-0.107*** (0.000***)	-4.22 (-4.05)
<i>FOR_OWN</i>	0.175 (0.139)	0.203 (0.177)	-0.028** (-0.039***)	-2.38 (-2.82)
<i>LARGEST_OWN</i>	0.432 (0.432)	0.392 (0.379)	0.041*** (0.053***)	3.58 (3.57)
<i>NPS_OWN</i>	0.082 (0.081)	0.088 (0.090)	-0.006** (-0.009**)	-2.30 (-2.39)
<i>ERating</i>	1.790 (2.000)	1.771 (2.000)	0.019 (0.000)	0.28 (0.46)
<i>SRating</i>	1.921 (2.000)	1.926 (2.000)	-0.005 (0.000)	-0.06 (-0.17)
<i>ROA</i>	0.043 (0.031)	0.051 (0.044)	-0.008* (-0.012***)	-1.69 (-2.86)
<i>RET</i>	-0.006 (-0.059)	0.026 (-0.034)	-0.032 (-0.025)	-1.15 (-1.15)
<i>SIZE</i>	28.420 (28.185)	28.763 (28.587)	-0.344*** (-0.402***)	-2.85 (-3.11)
<i>SALESGR</i>	0.070 (0.052)	0.144 (0.046)	-0.073 (0.006)	-1.19 (0.09)
<i>LEV</i>	0.451 (0.470)	0.467 (0.472)	-0.016 (-0.002)	-1.08 (-0.92)

주1) 변수의 정의는 Panel A와 동일함.

주2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의함.

인투자자 지분율은 낮고, 최대주주 지분율은 높아 가설 1을 지지하는 결과를 보여준다. 중간값의 차이를 Wilcoxon 검증한 결과도 평균값 결과와 유사하다.

본 논문에서 사용된 주요 변수 간 상관관계 분석 결과는 〈Table 4〉에서 제시한다. 대각선을 기준으로 오른쪽 상단은 스피어만(Spearman) 상관관계

계수이며, 왼쪽 하단은 피어슨(Pearson) 상관관계 계수이다. 두 가지 상관관계 분석결과 모두 기업지배구조 등급이 높거나, 대형회계법인으로부터 감사를 받았거나, 외국인투자자 지분율이 높거나, 최대주주 지분율이 낮은 경우 국민연금의 반대 의결권 행사 여부와 음(-)의 상관관계를 나타낸다. 또한 국

<Table 4> Pearson/Spearman Correlation Analysis

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) <i>DISSENT</i>		-0.144	-0.164	-0.114	0.144	-0.097	0.019	-0.007	-0.116	-0.046	-0.126	0.004	-0.037
		0.000	0.000	0.005	0.000	0.017	0.644	0.865	0.004	0.253	0.002	0.931	0.360
(2) <i>CGRating</i>	-0.137		0.232	0.219	-0.197	0.119	0.266	0.389	0.015	0.131	0.329	0.015	0.071
	0.001		0.000	0.000	0.000	0.003	0.000	0.000	0.717	0.001	0.000	0.708	0.079
(3) <i>BIG4</i>	-0.164	0.242		0.169	-0.078	0.026	0.162	0.237	0.012	0.056	0.325	-0.001	0.055
	0.000	0.000		0.000	0.055	0.518	0.000	0.000	0.765	0.169	0.000	0.978	0.175
(4) <i>FOR_OWN</i>	-0.096	0.252	0.155		-0.512	0.185	0.325	0.300	0.278	0.144	0.538	0.005	-0.084
	0.018	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.899	0.038
(5) <i>LARGEST_OWN</i>	0.143	-0.208	-0.077	-0.471		-0.328	-0.203	-0.153	-0.074	-0.120	-0.239	-0.075	-0.097
	0.000	0.000	0.057	0.000		0.000	0.000	0.000	0.068	0.003	0.000	0.062	0.017
(6) <i>NPS_OWN</i>	-0.093	0.089	0.036	0.135	-0.299		0.055	0.036	0.048	0.053	0.138	0.112	0.086
	0.021	0.028	0.368	0.001	0.000		0.174	0.368	0.237	0.193	0.001	0.006	0.034
(7) <i>ERating</i>	0.012	0.312	0.168	0.324	-0.200	0.057		0.567	-0.058	0.122	0.506	-0.126	0.205
	0.776	0.000	0.000	0.000	0.000	0.158		0.000	0.152	0.002	0.000	0.002	0.000
(8) <i>SRating</i>	-0.002	0.429	0.223	0.296	-0.139	0.033	0.604		-0.042	0.039	0.492	-0.014	0.162
	0.952	0.000	0.000	0.000	0.001	0.418	0.000		0.305	0.341	0.000	0.726	0.000
(9) <i>ROA</i>	-0.068	0.003	0.008	0.262	-0.092	0.018	-0.028	0.015		0.170	-0.120	0.281	-0.449
	0.092	0.950	0.842	0.000	0.023	0.651	0.486	0.710		0.000	0.003	0.000	0.000
(10) <i>RET</i>	-0.047	0.107	0.044	0.127	-0.106	-0.011	0.089	0.046	0.108		0.090	0.104	0.028
	0.250	0.008	0.279	0.002	0.008	0.780	0.027	0.254	0.007		0.026	0.010	0.497
(11) <i>SIZE</i>	-0.114	0.360	0.304	0.513	-0.244	0.123	0.532	0.495	-0.064	0.048		-0.056	0.322
	0.005	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000	0.000	0.116	0.236		0.170	0.000
(12) <i>SALESGR</i>	-0.052	-0.057	0.009	-0.007	0.046	0.007	-0.062	-0.027	0.005	-0.010	0.010		0.026
	0.203	0.158	0.825	0.870	0.260	0.864	0.124	0.499	0.908	0.812	0.811		0.529
(13) <i>LEV</i>	-0.044	0.074	0.057	-0.111	-0.085	0.087	0.211	0.148	-0.368	0.010	0.317	-0.029	
	0.281	0.066	0.158	0.006	0.037	0.032	0.000	0.000	0.000	0.802	0.000	0.478	

주1) 변수의 정의는 <Table 3>과 동일함.

주2) 상관계수 아래에 p-value를 제시함.



민연금의 지분율이 높거나, 총자산수익률이 높거나, 규모가 큰 경우에도 국민연금의 반대 의결권 행사 여부와 음(-)의 상관관계를 보여준다. 기업지배구조 등급과 기업지배구조의 강건성을 측정된 측정치 간 상관관계수의 절댓값은 피어슨 상관관계계수 기준으로 최대 0.164, 스피어만 상관관계계수 기준으로 최대 0.232의 값을 가지는 것으로 나타나, 변수 간 다중 공선성으로 인한 영향은 크지 않을 것으로 판단한다.

#### 4.2 회귀분석 결과

본 논문의 첫 번째 가설에 대한 로짓회귀분석 결과는 <Table 5>에서 제시한다. 열 (1)은 국민연금이 기업지배구조가 취약한 기업에 대해 반대 의결권을 행사하는지에 대한 로짓회귀분석 결과이며, 열 (2)는 4가지 기업지배구조 변수를 포괄하는 기업지배구조 통합 점수를 이용하여 로짓회귀분석을 다시 수행한 결과이다. 열 (3)은 국민연금의 반대 의결권 행사 내역 중 기업지배구조에 관련이 큰 이사·감사 선임에 대한 반대 의결권 행사 여부(DISSENT\_Director)를 종속변수로 설정하여 로짓회귀분석을 수행한 결과이다. 열 (4)에서는 기업지배구조 통합 점수를 이용하여 로짓회귀분석을 다시 수행한 결과이다.

열 (1)의 로짓회귀분석 결과 기업지배구조 등급이 높거나, 대형회계법인으로부터 감사를 받았거나, 최대주주 지분율이 낮은 경우 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사할 가능성이 낮은 것으로 나타나며, 본 논문의 첫 번째 가설을 지지한다. 이러한 결과는 스투어드십 코드<sup>13)</sup>의 도입 목표인 ‘기관투자자의 적극적인 주주활동 → 기업지배구조 개선 →

주주이익 확대 → 자본시장 발전’으로 이어지는 선순환 구조와 같이, 국민연금이 수탁자 책임 활동에 따라 기업지배구조가 취약한 기업에 대해 반대 의결권을 행사하는 것으로 해석할 수 있다.

열 (2)에서는 기업지배구조 통합 점수(CG\_SCORE)를 사용한 로짓회귀분석 결과를 제시한다. 열 (1)의 결과와 동일하게 기업지배구조 통합 점수가 높을수록 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의결권을 행사할 가능성이 낮다.<sup>13)</sup>

열 (3)과 (4)에서는 국민연금이 이사·감사 선임에 대한 반대 의결권을 행사할 경우를 따로 분석하였다. 결과는 열 (1), (2)와 유사하다.

<Table 5>의 지배구조가 취약한 기업에 대해 국민연금이 반대 의결권을 행사할 가능성이 높다는 결과는, 상관성을 발견하지 못한 Lee et al.(2018)와 상이하다. 본 논문에서는 표시하지 않았지만 Lee et al.(2018)에서 사용한 최대주주 지분율과 국민연금 지분율의 차이를 독립변수로 포함한 분석에서도 반대 의결권 행사 가능성이 높은 것으로 나타나 국민연금이 기업지배구조가 취약한 기업의 경영진에 대한 견제의 수단으로 반대 의결권을 행사한다는 주장을 뒷받침한다(계수값 1.897, t값 2.87). 한편, 사회 등급(SRating)과 국민연금의 반대 의결권 행사와는 통계적으로 유의한 관계를 보여주지 않지만, 환경 등급(ERating)은 유의성 10% 수준에서 등급이 높을수록 국민연금의 반대 의결권 행사 가능성이 높아진다고 나타난다. 이러한 결과는 ‘국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침’의 기본원칙과는 상반된 결과이다.

<Table 6>에서는 두 번째 가설에 대한 분석결과

13) 한편, 2016년 12월 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」 도입 이후, 2017년 3월경에 개최되는 정기주주총회까지의 단기간 동안 국민연금의 의결권 행사에 영향을 미치지지에 대한 의문이 발생할 수 있다. 따라서 2016년을 제외한 2017년과 2018년의 표본만을 이용하여 열 (1)과 열 (2)의 분석을 재수행한 결과, 본 논문에서 제시한 결과와 유사하다.

〈Table 5〉 Characteristics of firms that NPS voted against resolutions in shareholders' meetings

Variables	Prediction	(1) DISSENT	(2) DISSENT	(3) Dissent_ Director	(4) Dissent_ Director
<i>CGRating</i>	(-)	-0.221*** (-3.04)		-0.162** (-2.12)	
<i>BIG4</i>	(-)	-0.972*** (-3.03)		-0.511** (-2.01)	
<i>FOR_OWN</i>	(-)	-0.458 (-0.64)		0.101 (0.14)	
<i>LARGEST_OWN</i>	(+)	1.515** (2.11)		1.315* (1.95)	
<i>CG_SCORE</i>	(-)		-0.463*** (-4.74)		-0.325*** (-3.69)
<i>NPS_OWN</i>		-4.978 (-1.63)	-4.670 (-1.52)	-1.105 (-0.36)	-1.061 (-0.35)
<i>ERating</i>		0.245* (1.66)	0.256* (1.70)	0.217 (1.63)	0.237* (1.77)
<i>SRating</i>		0.118 (1.00)	0.064 (0.55)	0.015 (0.13)	-0.016 (-0.14)
<i>ROA</i>		-2.364 (-1.21)	-2.104 (-1.18)	0.08 (0.04)	0.359 (0.21)
<i>RET</i>		-0.213 (-0.74)	-0.254 (-0.90)	0.187 (0.69)	0.163 (0.59)
<i>SIZE</i>		0.021 (0.81)	0.023 (1.33)	-0.036 (-1.46)	-0.023 (-1.46)
<i>SALESGR</i>		-0.261* (-1.82)	-0.249 (-1.45)	-0.116 (-1.21)	-0.098 (-0.96)
<i>LEV</i>		-0.753 (-1.23)	-0.752 (-1.24)	0.081 (-0.14)	-0.001 (-0.00)
<i>Year dummy</i>		Included	Included	Included	Included
<i>No. of Obs.</i>		613	613	613	613
<i>Chi-sq.</i>		94.99	83.46	120.78	115.77

주1) 변수의 정의는 〈Table 3〉과 동일함.

주2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의함.

〈Table 6〉 The Effect of Negative Votes by the NPS on the Change in NPS ownership

Panel A: Change in the NPS ownership subsequent to negative vs. positive votes

	Dissenting Votes (N=189)	Assenting Votes (N=197)	Diff.	t-value
<i>Dummy for Decrease in NPS_OWN(DEC_NPSOWN)</i>	0.4339	0.4264	0.0075	0.15
<i>Change in NPS_OWN(<math>\Delta</math>NPS_OWN)</i>	0.0066	0.0062	0.0004	0.17

주1) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의함.

Panel B: Regression Analysis of the effect of negative votes on the change in the NPS ownership

Variables	Prediction	(1) DEC_NPSOWN	(2) Negative of $\Delta$ NPS_OWN
<i>DISSENT</i>	(?)	-0.182 (-0.79)	0.000 (-0.24)
<i>NPS_OWN(t-1)</i>		27.973*** (7.01)	0.485*** (13.95)
<i>ROA</i>		-2.220 (-1.04)	0.001 (0.11)
<i>ROA(t-1)</i>		1.951 (0.67)	0.017 (0.81)
<i>RET</i>		-1.009** (-2.22)	-0.009** (-2.53)
<i>RET(t-1)</i>		-0.202 (-0.53)	-0.001 (-0.33)
<i>SIZE</i>		-0.108*** (-5.95)	-0.002*** (-10.90)
<i>SALESGR</i>		-0.233** (-2.03)	-0.001 (-0.77)
<i>LEV</i>		-0.321 (-0.50)	-0.002 (-0.40)
<i>Year dummy</i>		Included	Included
<i>No. of Obs.</i>		386	386

주1) 변수의 정의는 〈Table 3〉과 동일함.

주2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의함.

를 제시한다. 국민연금이 반대 의결권을 행사한 기업을 대상으로 지분율의 변동을 확인할 수 있는 2017년과 2018년 386개 기업-연도 표본을 대상으로 분석을 진행한다.

패널 A에서는 국민연금이 반대 의결권을 행사한 기업과 그렇지 않은 기업의 지분율 감소 여부와 지분율 변동을 검증한 결과이다. 반대 의결권을 행사한 기업의 경우 약 43.4%가 국민연금의 투자 지분율이 감소한 반면, 반대 의결권을 행사하지 않은 기업의 경우 지분율 감소 비율은 약 42.6%이다. 반대 의결권을 행사한 경우 지분율 감소 비율이 0.8% 높기는 하지만, 통계적으로 유의하진 않다. 지분율 변동을 비교한 결과도 반대 의결권을 행사한 경우와 반대 의결권을 행사하지 않은 경우 모두 약 0.6% 정도의 투자 지분율 증가를 보이고 있으며, 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있지 않다. 즉, 국민연금의 반대 의결권 행사 여부가 국민연금의 지분율 조정에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

패널 B는 국민연금이 반대 의결권을 행사했을 경우 지분율이 축소되는지를 구조방정식을 이용한 회귀분석을 통해 검증한다. 열 (1)과 (2) 모두 반대 의결권 행사 여부에 미치는 기업 특성의 영향과 국민연금의 지분율 축소 여부에 미치는 기업 특성의 영향을 한 번에 처리한 결과를 나타낸다. 따라서 계수값이 보여주는 방향성과 정도는 기업 특성이 통제된 반대 의결권 행사 여부와 국민연금의 지분율 축소 여부 혹은 국민연금의 지분율 축소 정도의 관계를 보여준다.

열 (1)은 지분율 축소 더미변수를 종속변수로 사용하여 로짓회귀분석을 수행한 결과이며, 열 (2)에서는 지분율 변동에 음(-)을 취한 값을 종속변수로

사용하여 회귀분석을 수행한 결과이다. 단변량 분석 결과(패널 A)와 마찬가지로, 국민연금의 반대 의결권 행사와 국민연금의 지분율 축소와는 통계적으로 유의하지 않은 관계를 보여준다.<sup>14)</sup>

한편 시장수익률을 조정한 주가수익률과 매출액성장률과는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보인다. 이는 국민연금이 기금자산의 증대와 가입자의 이익을 위해 기업의 수익성과 성장성을 지분율 조정에 주로 고려한다고 해석할 수 있다. 국민연금이 기업지배구조가 취약한 기업에 대해 반대 의결권을 행사하지 않더라도, 이러한 특성이 지분율 조정에서는 수익성이나 성장성과 달리 영향을 미치지 못한다고 볼 수 있다.

(Table 7)에서는 국민연금이 반대 의결권을 행사했을 때 투자받은 기업과 외부 이해관계자의 대응을 분석한다. 국민연금이 반대 의결권을 행사한 기업이 국민연금의 비판을 진지하게 받아들였다면, 지배구조를 개선하거나 재무보고품질을 향상시키려는 노력을 할 것이다. 한편, 외부 이해관계자 중 선행연구에서 중요한 역할을 수행한다고 보고된 외국인투자자가 국민연금의 비판에 동조한다면 지분율 조정할 것이다. 그러나 국민연금이 반대 의결권을 행사한 안건이 실제 부결되는 경우가 드물고, 국민연금의 투자 지분율 조정도 없다면, 선행연구에서 주장한 것처럼 기업의 사회적 책임 활동 수준이 증가하거나, 이익조정 규모가 작아지는 효과는 나타나지 않을 것으로 예측할 수 있다. 투자받은 기업은 별다른 개선 노력을 기울이지 않을 가능성도 있다. 외국인투자자도 국민연금의 반대 의견 표명으로 새로운 정보를 취득하는 것이 아니라면 투자자의 결정을 변경하지 않을 것이다. 따라서 투자받은 기업과 외국인투자자의 대응이 어떨지는 명확하지 않다.

14) 단기매매차익 반환 가능성에 따른 효과를 배제하기 위하여 국민연금의 지분율이 10% 미만인 표본만을 이용하여 가설 1과 가설 2에 대한 분석을 재수행한 결과, 본 논문에서 제시한 결과와 유사하다.

〈Table 7〉 The Effect of Dissenting Votes on the Investees and Foreign Owners

Variables	Prediction	(1) ΔCGRating	(2)  ΔPMDA	(3) ΔFOR_OWN
<i>DISSENT</i>	(?)	-0.229* (-1.81)	0.001 (0.39)	-0.001 (-0.20)
<i>NPS_OWN(t-1)</i>		0.751 (0.49)	0.046 (0.85)	0.031 (0.48)
<i>ROA</i>		-0.601 (-0.70)	0.039 (0.99)	-0.062 (-0.67)
<i>ROA(t-1)</i>		-0.425 (-0.34)	-0.008 (-0.20)	0.006 (0.11)
<i>RET</i>		0.333* (1.74)	0.001 (0.14)	0.060*** (3.56)
<i>RET(t-1)</i>		-0.107 (-0.65)	0.003 (0.48)	-0.001 (-0.14)
<i>SIZE</i>		0.001 (0.16)	0.000 (-1.56)	0.001* (1.70)
<i>SALESGR</i>		-0.057 (-1.20)	0.014* (1.74)	-0.002 (-1.35)
<i>LEV</i>		0.624** (2.06)	0.009 (0.96)	-0.036 (-1.55)
<i>Year dummy</i>		Included	Included	Included
<i>No. of Obs.</i>		386	352	386

주1) 변수의 정의는 〈Table 3〉과 동일함.

주2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의함.

열 (1)에서는 국민연금의 반대 의결권 행사 이후 이 낮아지는 것으로 나타났다. 지배구조가 악화되는 기업지배구조 등급의 변화를 제시한다. 국민연금의 결과는 통계적인 유의성은 10%로 낮지만, 의외의 결 반대 의결권 행사 후 투자받은 기업의 지배구조 등급 과이다. 한편, 열 (2)의 재량적 발생액(PMDA)<sup>15)</sup>으

15) 본 논문에서는 Kothari et al.(2005)에서 제시한 성과 조정 재량적발생액을 측정치로 사용한다. 먼저 아래의 식(a)를 이용하여 산업-연도별로 회귀분석을 한 후 계수값을 산출한다.

$$TA_t/A_{t-1} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta Sales_t/A_{t-1}) + \beta_3(PPE_t/A_{t-1}) + \beta_4ROA_t + \varepsilon_t \quad (a)$$

TA : -영업활동으로 인한 현금흐름 중 자산의 감소(증가) - 영업활동으로 인한 현금흐름 중 부채의 증가(감소) - 감가상각비 및 무형자산상각비

A : 총자산

ΔSales : 매출액의 변화분

PPE : 유형자산

ROA : 총자산수익률

이후 아래의 식(b)에 식(a)에서 산출한 계수값을 대입하여 계산한 값이 재량적발생액(PMDA)에 해당한다.

$$PMDA = TA_t/A_{t-1} - \beta_0 - \beta_1(1/A_{t-1}) - \beta_2\{(\Delta Sales_t - \Delta AR_t)/A_{t-1}\} - \beta_3(PPE_t/A_{t-1}) - \beta_4ROA_t \quad (b)$$

ΔAR : 매출채권의 변화분



로 측정된 재무보고품질은 변동이 없는 것으로 나타났다. 즉, 국민연금이 반대 의견을 표명한 기업에서도 지배구조의 개선이나 재무보고품질이 향상되지 않았다. 국민연금의 반대 의결권 행사가 투자받은 기업에 미치는 영향력이 미미하다고 해석할 수 있다.

열 (3)에서는 외국인투자자 지분율의 변동을 살펴 보았다. 투자받은 기업의 결과와 유사하게 국민연금의 반대 의결권 행사가 외국인투자자 지분율에 영향이 없는 것으로 나타난다. 이는 외국인투자자는 국민연금의 주주활동에 영향을 받지 않는다고 해석할 수 있다.

## V. 결론 및 한계점

본 논문은 국민연금이 정기주주총회에서 반대 의견을 개진한 사례를 분석하여 대형 기관투자자인 국민연금이 수탁자 책임에 따른 의무를 다하고 있는지 분석하였다.

한국 스튜어드십 코드인 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」이 제정된 2016년 이후, 국민연금은 수탁자 책임 활동에 따라 기업지배구조가 취약한 기업에 대해 반대 의결권을 행사하고 있다는 결과를 제시한다. 그러나 국민연금은 반대 의결권을 행사한 기업에 대한 투자 지분율의 축소와 같은 직접적인 영향력을 행사하지는 않았다. 이는 국민연금이 ‘종이 호랑이’라는 비판을 받는 현 시점에서 반대 의결권 행사와 더불어 기업에 실제로 영향을 줄 수 있는 대응이 필요하다는 시사점을 제공한다.

본 논문은 스튜어드십 코드가 도입된 직후 기간에 국민연금의 반대 의결권 행사에 대한 적시성 있는 분석결과를 제시하였으며, 스튜어드십 코드 도입 이

후 국민연금의 반대 의결권 행사가 경영진 견제에만 쏠려있다는 비판에 대한 시사점을 제공했다는 데 공헌점이 있다. 또한 국민연금의 반대 의결권 행사 외에 기업에 실질적으로 영향을 줄 수 있는 대응이 부재하다는 것을 제시함으로써 국민연금의 수탁자 책임 이행이라는 정책적 목적을 달성하기 위해 필요한 기금운용 원칙과 방향에 대한 시사점을 제공한다.

다만, 본 논문은 2016년 이전 의결권 행사 자료의 부재로 스튜어드십 코드 도입 전후 기간을 비교 분석하지 못하였다는 한계점이 있다. 선행연구와는 달리 기업지배구조의 취약성과 국민연금의 반대 의결권 행사 간 유의한 관계가 있다는 결과는 표본의 차이 혹은 본 논문의 모형에서 고려하지 못한 생략변수나 측정오차로 인한 것일 수도 있다. 국민연금기금의 위탁운용 과정에서 본 논문의 결과에 영향을 미치는 요소를 식별하지 못하는 한계점도 있다. 또한 스튜어드십 코드의 도입 등 정책적으로 국민연금이 투자하는 기업이 변동될 수 있는데 이를 통제하지 못하였기 때문에 해석에 주의해야 한다.

## 참고문헌

- 국민연금공단(2018), 국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침.
- 국민연금공단(2019), 국민연금기금 2018 연차보고서.
- 김선화(2017), “국민연금 주주행동주의가 이익조정과 타인 자본비용과의 관련성에 미치는 영향,” **세무와 회계저널**, 18(4), pp.229-271.
- 김성혜, 이아영, 전성빈(2012), “외국인투자자의 특성과 실제 이익조정 -외국인대주주의 역할을 중심으로,” **회계학연구**, 37(2), pp.129-265.
- 김용갑, “국민연금 경영참여 주주권행사…‘갑론을박’”, 연합

- 인포맥스, 2019.11.13. Available at <http://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4056720>.
- 김유진, 안정인(2018), “국민연금 주요주주와 기업의 사회적 책임 활동,” **회계학연구**, 43(3), pp.1-31.
- 김창수, 이세우, 김민경(2015), “국민연금의 대량 지분취득 기업에 대한 회계특성에 관한 연구,” **회계정보연구**, 33(4), pp.431-459.
- 박경서, 이은정(2006), “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향,” **금융연구**, 20(2), pp.73-113.
- 박종일(2003), “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로,” **회계학연구**, 28(2), pp.135-172.
- 스튜어트십 코드 제정위원회(2016), **기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙**.
- 안홍복, 최강득, 송준협(2002), “소유구조와 이익정보의 관련성 분석,” **회계학연구**, 27(4), pp.1-30.
- 양철원(2018), “국민연금의 의결권 행사에 대한 실증분석,” **재무금융 관련 5개 학회 학술연구발표회**, pp. 639-657.
- 오동희, “국민연금, 이젠 대한항공 경영에 쉽게 관여할 수 있다,” **머니투데이**, 2020.2.3. Available at <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2020020118413110003&type=1>.
- 전준범, “상장사협의회 “국민연금 경영진 견제 과도하다,” **조선비즈**, 2019.3.24. Available at [http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2019/03/24/2019032400300.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2019/03/24/2019032400300.html).
- 전홍민, 신상이(2015), “국민연금의 투자가 회계적 이익조정에 미치는 영향,” **회계연구**, 20(4), pp.165-188.
- 정용기, 김선화(2015), “국민연금 주주행동주의의 투자기업 이익조정 통제효과 분석,” **대한경영학회지**, 28(9), pp.2205-2239.
- 정용기, 김선화(2016), “공적연금 주요주주와 기업가치의 변화,” **회계저널**, 25(4), pp.429-468.
- 조준영, “[단독]초대형 거수기’ 국민연금, 의결권 90% 찬성 행사,” **머니투데이**, 2018.7.26. Available at <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2018072514457625885>.
- 최진주, “‘주총거수기’ 비판 받던 국민연금, 스튜어트십 코드 도입 후 ‘반대’ 급증,” **한국일보**, 2019.9.1. Available at <https://www.hankookilbo.com/News/Read/201909011278360415>.
- 한국기업지배구조원(2018), **한국 스튜어트십 코드의 이해**.
- Denes, M.R., Karpoff, J.M., McWilliams, V.B.(2017), “Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research,” *Journal of Corporate Finance*, 44, pp.405-424.
- Duan, Y., Jiao, Y.(2016), “The Role of Mutual Funds in Corporate Governance: Evidence from Mutual Funds’ Proxy Voting and Trading Behavior,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(2), pp.489-513.
- Lee, J., In, F., Khil, J., Park, Y.S., Wee, K.W.(2018), “Determinants of Shareholder Activism of the National Pension Fund of Korea,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 47(6), pp.805-823.
- Peterson(2009), “Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches,” *The Review of Financial Studies*, 22(1), pp.435-480.
- Shleifer, A., and R. Vishny(1997), “A survey of corporate governance,” *Journal of Finance*, 52(2), pp.737-783.

## Introduction of the Stewardship Code and the National Pension Fund Activism in Korea

Sang Hyuk Lee\* · Jinhan Pae\*\*

### Abstract

This paper examines whether the National Pension Service of Korea (the NPS), the largest institutional investor, is fulfilling its fiduciary responsibility by investigating cases in which the NPS has cast votes against resolutions in the shareholders' meetings. Since the Korea Stewardship Code, 「Principles on the Fiduciary Responsibilities of Institutional Investors」 was introduced in 2016, we find that the NPS has been more likely to vote against firms that have weak corporate governance, that hire non-big auditors, or in which the largest shareholder's ownership is high. However, the "dissent" voting has not been generally accompanied by a subsequent reduction in the ownership interest of the NPS when we control for the stock performance, audit quality, and the largest shareholder's ownership interest. That is, the NPS did not engage in real actions other than exercising voting rights against firms even after the Korea Stewardship Code was introduced. We provide implications for the NPS to fulfill the stewardship responsibilities and achieve other strategic goals including the enhancement of corporate governance.

Key words: National pension fund, Stewardship Code, Shareholder activism

---

\* Korea University Business School, First Author

\*\* Korea University Business School, Corresponding Author

- 저자 이상혁은 현재 고려대학교 경영대학 회계학 석·박사통합과정 중이다. 공인회계사(KICPA)로서 회계법인에서 금융업 및 제조업 감사 업무를 하였으며, 한국거래소(KRX) 파생상품시장본부에서 근무하였다. 주요 연구분야는 재무회계, 기업가치평가이다.
- 저자 배진한은 고려대학 경영대학에서 회계분야 교수로 재직 하고 있으며, 주요 연구분야는 기업가치평가, 회계의 보수주의, 이익조정, 기업의 사회적책임, 재무분석가의 이익예측 등이다. Contemporary Accounting Research, Review of Accounting Studies, Journal of Accounting and Business Finance, Journal of Business Ethics, Journal of Forecasting 등에 논문을 게재하였다.