

국민연금의 주주행동주의 강화가 투자지분율과 자기자본비용의 관계에 미치는 영향

The Effect of Strengthening Shareholder Activism of
the National Pension Fund on the Relationship
between Investor Ownership and Cost of Equity Capital

이상혁(Sang - Hyuk Lee)* · 정남철(Nam - Chul Jung)** ·
허광복(Kwang - Bok Hue)***

〈요약〉

[연구목적] 본 연구는 2018년 국민연금기금(이하, ‘국민연금’)의 스투어드십 코드 도입과 이후 주주활동의 강화가 국민연금의 투자지분율과 피투자기업의 자기자본비용과의 관련성에 미치는 영향을 조사한다. 이를 통하여 우리나라의 대표적 공적연기금인 국민연금의 주주행동주의 강화 방침이 피투자자법인의 정보 불확실성에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다.

[연구방법] 국민연금의 주주행동주의 강화가 집중된 시기인 2018년 및 2019년의 자료를 포함하여, 연구표본은 2017년부터 2020년까지 4년간 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 유가증권 및 코스닥시장 상장사 623 회사-연도로 선정한다. 관심변수는 국민연금의 주주권 강화시기인 2019년 이후 연도의 지시변수와 국민연금의 투자지분율 및 그 상호작용변수를 사용하고, 종속변수는 Claus and Thomas(2001), Ohlson and Juettner(2005) 및 Easton(2004) 등 선행연구에 따른 자기자본비용 측정치의 산술평균값을 사용한다.

[연구결과] 분석 결과, 국민연금의 주주행동주의가 강화된 시기와 국민연금 지분율의 상호작용효과는 피투자법인의 자기자본비용과 유의한 양(+)의 관련성을 나타냈다. 이와 같은 결과는 국민연금의 주주행동주의 강화방침이 자본시장에서 회계투명성 및 경영자 감시기능 제고 등 긍정적인 측면보다는, 국민연금의 전문성, 독립성 부족에 따른 정보 불확실성 등 부정적 신호로 인지됨을 제시한다.

• 접수일자 : 2022.12.26. • 최종수정일자 : 2023.2.16. • 게재확정일자 : 2023.2.20.

* 한성대학교 사회과학부 조교수 (제1저자)

** 홍익대학교 경영대학 경영학부 조교수 (교신저자)

*** 동덕여자대학교 사회과학대학 경영학과 부교수 (공동저자)

[정책적 시사점] 본 연구는 최근 스튜어드십 코드 등 기관투자자의 수탁책임이 확대되는 시기에, 대표적 공적연기금인 국민연금의 주주행동주의 강화를 자본시장에서 어떻게 평가하는지를 실증결과를 통하여 제시한 공헌점이 존재한다. 본 연구의 결과는 기관투자자의 역할 강화가 자본시장에서 긍정적인 신호로 작동하기 위해서는, 제도적인 설계뿐만 아니라 수탁자 책임을 실행할 전문적이고 독립적인 의사결정이 지속적으로 이뤄지는 등 기관투자자의 신뢰회복이 선행되어야 함을 정책적으로 시사한다.

한글검색어 : 국민연금, 주주행동주의, 기관투자자, 자기자본비용, 정보비대칭

I. 서 론

국민연금기금(이하, ‘국민연금’)은 1988년 1월 국민연금법에 의하여 설치된 이후 2022년 9월 기준 약 895조원¹⁾의 금융투자 운용규모를 나타내, 일본의 공적연금과 노르웨이 국부펀드와 함께 세계 3대 연기금으로 성장하였다. 특히, 금융투자 중 주식투자 규모는 2000년 초 약 3조원에서 2022년 8월 말 약 394조원으로 비약적으로 확대²⁾되어, 국민연금은 국내 자본시장에서 피투자회사의 건전한 경영 감시자 및 기업지배구조로서의 역할을 요구받게 되었다.

한편, 정부는 우리나라 자본시장의 신뢰도 회복을 위하여 2016년 12월 중 ‘기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙’(이하, ‘스튜어드십 코드’)을 제정³⁾하였다. 국민연금도 이러한 수탁자 책임 활동 강화라는 제도 환경적 변화에 걸맞게 2018년 7월 스튜어드십 코드를 도입하고 2019년 초 수탁자 책임 강화를 위한 관련 가이드를 정비하며, 피투자법인의 주주총회 등에서 최근 적극적인 방식으로 주주활동을 수행하고 있다⁴⁾.

1) 구체적으로 국민연금은 2022년 9월 말 기준으로 국내주식(약 122조원), 해외주식(약 248조원), 국내채권(약 303조원), 해외채권(약 70조원), 대체투자 등(약 152조원)의 운용실적을 보이고 있다(출처 : 국민연금 홈페이지, <https://www.nps.or.kr>).

2) 출처 : 국가통계포털, 통계로 보는 국민연금(<https://kosis.kr/>)

3) 스튜어드십 코드(stewardship code)는 2008년 금융위기 당시 금융회사의 방만한 경영에 대한 기관투자자 등 수탁자의 경영 감시 부실에 대한 비판이 고조되자, 2010년 영국에서 최초로 도입된 자율적 연성규범이다. 동 규범은 전 세계로 확산되어 일본(2014년), 홍콩(2016년) 등에 이어 우리나라에 도입되어, 금융위원회는 2016년 12월 ‘기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙’을 제정, 공표하였다. 이후 2017년 6월 한국기업지배구조원은 ‘한국 스튜어드십 코드 1차 해설서’를 발간하였고, 금융위원회도 ‘스튜어드십 코드 관련 법령 해석집’을 배포하였다.

4) “국민연금, 횡령·배임 기업 이사해임 주주권 행사… 재계 강력 반발”(아시아타임즈, 2019.12.27.)

그러나 국민연금의 주주활동 강화에 대해서는 기업의 경영을 제대로 감시할 수 있는 기관 투자자로서의 역할에 대한 시장의 긍정적인 기대와 함께, 시장참여자의 우려도 상존한다. 주된 우려사항은 국민연금 의사결정기구인 기금운영위원회(이하, ‘기금위’)가 정치적으로 독립적이지 않고, 불확실하고 일관되지 못한 의사결정을 빈번하게 수행하는 등 독립성과 전문성이 모두 부족하다는 점이 언론 등에서 제기되었고⁵⁾, 국민연금의 기업에 대한 소송 가능성 역시 주된 비판사항 중 하나로 지적되고 있다⁶⁾. 따라서 국민연금의 주주권 강화가 해당 피투자법인에 있어서 건전한 감시자로서 긍정적인 변화 요소로 작동하는지, 아니면 기업에 대한 과도한 경영간섭 등 부정적 신호로 인식되는지 여부에 대한 자본시장에서의 반응을 살펴볼 필요가 있다.

본 연구는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입과 이후 주주활동의 강화 활동과 국민연금의 투자지분율이 피투자기업의 자기자본비용과 관련되는지 여부를 조사한다. 선언한 바와 같이 국민연금의 주주활동 강화는 그것이 피투자법인에 미칠 영향이 긍정적, 부정적 요인으로 상존하고 있으며, 이러한 영향을 피투자법인의 자본조달비용에 나타난 정보 불확실성을 나타내는 지표인 자기자본비용과의 관련성을 통하여 조사한다. 즉, 본 연구의 주된 목적은 우리나라의 대표적 공적연기금인 국민연금의 영향력이 큰 회사에서의 주주행동주의 강화방향이 피투자법인의 정보 불확실성에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하는 것이다.

상기의 연구목적에 위하여 본 연구는 국민연금에 5% 이상 투자하고 있는 상장회사 자료를 활용하여, 2017년부터 2020년까지의 연구기간을 표본기간으로 한다. 세부적으로 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입(2018년 7월)하고 관련 가이드(‘국내주식 수탁자 책임활동 가이드라인’, 2019년 1월)를 정비한 기간을 종합적으로 고려하여, 주주활동 강화 후 시기(2019-2020 사업연도)와 강화 전 시기(2017-2018 사업연도)를 구분한다. 종속변수는 Claus and Thomas(2001), Ohlson and Juettner(2005) 및 Easton(2004) 등 선행연구에 따른 자기자본비용 측정치의 산술평균값을 사용하여 기업의 정보 불확실성 정도를 측정한다.

분석 결과, 국민연금의 주주행동주의가 강화된 시기와 국민연금 지분율의 상호작용효과(interaction effect)는 피투자법인의 자기자본비용과 유의한 양(+)의 관련성을 나타냈다. 이와 같은 결과는 국민연금의 투자비중이 큰 피투자법인에 있어서 이들의 주주행동주의 강화 방침은 회계투명성 및 감시기능 제고 등 긍정적 측면보다는, 국민연금의 전문성, 독립성

5) “302곳 모두 경영간섭 아니다… 국민연금 적극적 주주권 행사”(국민일보, 2020.1.12.)

6) “정부가 국민연금 대표소송 맡는 건 ‘연금사회주의’ ‘자국기업 팀킬법’”(파이낸셜뉴스, 2020.1.20.)

부족 등 부정적 측면을 나타내어 높은 정보 불확실성과 관련됨을 제시한다. 즉, 주식시장 참여자들은 국민연금의 주주행동주의 강화가, 국민연금의 영향력이 큰 회사에게 경영간섭 또는 불투명성 증대위험으로 작용하여 궁극적으로 주주가치에 부정적이라고 판단하고 있음을 본 연구결과는 시사한다. 이러한 본 연구의 주된 분석 결과는 기업지배구조 등 통제변수를 추가한 경우의 분석, 성향점수매칭 방식을 이용한 추가분석 등에서도 일관되게 나타났다.

본 연구는 최근 스튜어드십코드 등 기관투자자의 수탁책임이 확대되는 시기에, 대표적 공격연기금인 국민연금의 주주활동 강화를 자본시장에서 어떻게 평가하는지를 실증결과를 통하여 제시한 공헌점이 존재한다. 특히, 단순히 국민연금의 지분을 또는 투자 여부와 회계품질 또는 기업가치와의 관련성을 분석한 선행연구와는 달리, 본 연구는 국민연금의 주주권 강화라는 행태적 변화가 피투자법인의 정보환경에 어떠한 영향을 미쳤는지를 동태적으로 분석한 차별적 공헌점을 갖는다. 또한 본 연구의 결과는 기관투자자의 역할 강화가 자본시장에서 긍정적인 신호로 작동하기 위해서는, 제도적인 설계 뿐만 아니라 수탁자책임을 이행할 전문적이고 독립적인 의사결정이 지속적으로 이루어져 대표적인 기관투자자인 국민연금의 신뢰 회복이 선행될 필요가 있음을 정책적으로 시사한다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 관련 제도적 배경 및 선행연구를 검토하고, 제III장에서는 연구방법론과 표본을 설명하며, 제IV장에서는 실증분석 및 추가분석 결과를 제시한다. 마지막으로, 제V장에서 본 연구의 결론, 정책적 시사점 및 한계점을 기술한다.

II. 선행연구 검토 및 연구가설의 설정

2.1 국민연금의 주주행동주의 및 수탁자 책임 활동 현황

1988년 초 설치된 국민연금은 제도 시행 초기에는 주식에 투자하지 않다가 1991년에 최초로 주식 투자를 실시하였다. 제도 시행 초기에는 국민연금은 주주권 행사에 관심이 낮았으나, 주식 투자규모의 기하급수적 증가에 따라 2005년 12월 ‘국민연금 주식 의결권 행사 지침’을 마련하였고, 2006년에는 책임투자형 위탁펀드 운용과 국민연금 의결권 행사 전문위원회의 발족으로 주주권 행사의 관심이 높아졌다.

국내 자본시장에 스튜어드십 코드가 도입된 이후, 코드의 적용 대상인 기관투자자는 그 적용 여부를 자율적으로 선택할 수 있다. 이에 국민연금은 수탁자 책임활동의 투명성, 독립성 강화와 기금의 장기수익 제고를 위하여 2018년 7월 스튜어드십 코드를 공식적으로 도입

하였고, 동 코드의 충실한 이행을 위하여 7가지의 원칙⁷⁾을 수립하였다. 또한 2019년 1월과 12월에는 각각 ‘국내주식 수탁자 책임 활동 가이드라인’ 및 ‘국내주식 적극적 주주활동 가이드라인⁸⁾’을 세부적으로 마련하여 해당 기준과 절차에 의거하여 의결권 행사 및 기업과의 대화 등 주주활동을 수행하고 있다. 수탁자 책임과 관련한 국민연금의 활동은 시기별로 다음과 같이 요약된다.

〈표 1〉 국민연금의 수탁자 책임 활동 연혁

일시	주요활동
2006년 9월	책임투자형 위탁펀드 운용 개시
2009년 12월	의결권행사지침에 책임투자 관련 조항 마련
2015년 12월	국내주식 ESG평가체계 구축
2016년 4월	기금운용지침(투자정책서)에 책임투자 관련 조항 마련
2017년 9월	국내주식(직접) ESG고려 적용
2018년 7월	‘국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)’ 도입 ‘의결권 행사 지침’을 ‘수탁자 책임 활동에 관한 지침’으로 개정
2019년 1월	‘국내주식 수탁자 책임 활동 가이드라인’ 마련
2019년 2월	의결권 행사방향의 주주총회 개최 전 공개범위 결정
2019년 12월	‘국내주식 적극적 주주활동 가이드라인’ 마련
2020년 7월	국민연금기금 수탁자 책임 활동 보고
2021년 12월	이사회 구성·운영 등에 관한 국민연금기금 책임투자 방향 설명서 발표

자료 출처 : 국민연금 홈페이지(https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs/mcs_06_03.jsp)

국민연금의 의사결정 구조는 국민연금법에 의하여 규율되는데, 최고 의사결정기구인 보건복지부 장관을 위원장으로 하는 국민연금기금운용위원회(운용위)이다. 운용위는 투자정책전문위원회(투자위), 수탁자책임전문위원회(수책위), 위험관리·성과보상전문위원회 등 실무평가위원회의 지원을 받으며, 수탁자 책임 활동은 운용위 산하 수책위의 의사결정 지원을 받게

- 7) 7가지 원칙은 1) 수탁자 책임 정책 제정·공개, 2) 이해상충 방지정책 제정·공개, 3) 투자대상회사 주기적 점검, 4) 수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행, 5) 의결권 정책 제정·공개, 행사내역·사유 공개, 6) 수탁자 책임 활동의 주기적 보고, 7) 역량·전문성 확보로 구성된다.
- 8) 국민연금 홈페이지에 따르면 주된 주주활동 사항으로는 피투자기업의 배당정책, 임원 보수한도의 적정성, 법령상의 위반 우려로 기업가치의 훼손 내지 주주권익을 침해할 수 있는 사안, 지속적으로 반대의결권을 행사 하였으나 개선이 없는 사안, 정기 ESG 평가결과가 하락한 사안 등을 중점관리사안으로 선정한다. 또한 환경·사회·지배구조 등과 관련하여 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 예상하지 못한 우려가 발생한 경우에도 주주활동을 추진 중이다.

되는 구조이다. 즉, 수책위는 수탁자 책임 활동 관련 운용위의 의사결정을 지원하고, 국민연금의 책임투자 및 주주권 행사에 대한 주요사항을 검토하거나 결정하는 역할을 수행한다.

국민연금의 주주권 행사는 크게 의결권 행사와 주주활동으로 구분된다. 의결권 행사는 보유 상장주식에 대하여 국민연금 가입자와 수급자에게 이익이 되도록 신의 성실하게 의결권을 행사하는 것을 의미하며, 피투자법인의 주총 공시가 이뤄지면, 의안 분석, 준법 검토, 투자위 의결, 수책위 개최 등을 통하여 의결권을 행사하는 프로세스를 갖는다. 주주활동은 국민연금이 중점관리사안으로 선정한 항목(예, 지속적으로 반대의결권을 행사하였으나 개선이 없는 사안, 환경·사회·지배구조 등과 관련된 항목 등)에 대하여 대상기업 선정, 비공개 대화, 비공개/공개 중점관리기업 선정, 주주제안 등 단계적 절차를 통하여 추진된다. 이러한 배경 하에, 국민연금의 주주권 행사는 최근 점차 강화되고 있으며, 다음의 표에서 보는 바와 같이 국민연금이 의결권을 행사하는 주총 수, 안건 수가 매년 증가하고 있으며, 주총 안건에 대하여 반대의견을 표하는 비율 역시 상승 추세임을 확인할 수 있다.

〈표 2〉 2017년-2020년 국민연금의 의결권 행사 내역

일시	주식투자기업수	행사 주총 수	행사 안건 수	찬성비중	반대비중	중립비중
2017년	772	708	2,899	86.9%	12.9%	0.2%
2018년	764	768	2,864	80.6%	18.8%	0.6%
2019년	1,059	767	3,278	80.7%	19.1%	0.2%
2020년	1,033	854	3,397	84.0%	15.8%	0.2%

자료 출처 : '2021 국민연금기금 수탁자 책임 활동 보고서' 27페이지 수정

2.2 국민연금의 주주행동주의 및 회계품질 등과의 관련성

주주행동주의(shareholder activism)는 통상적으로 '투자자들이 단순히 배당, 시세차익 등 수익추구를 넘어 기업의 경영활동 또는 지배구조에 적극적인 영향력을 행사하여 장기적인 주주 가치 증대에 기여함'(태엄철과 노정희, 2021)을 의미하거나, '대리인문제 완화를 통한 주주 이익을 제고하는 반응'(Gillan and Starks, 2009) 등으로 정의된다. 이러한 맥락에서 2016년 말 도입된 스튜어드십 코드는 국민연금의 주주활동 행태에 영향을 미쳤다는 선행연구(이상혁과 배진한, 2020 ; 김선민 외, 2020)가 존재한다. 구체적으로 이상혁과 배진한(2020)은 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금은 지배구조가 취약하거나, 대형회계법인에게

감사받지 않거나 최대주주 지분율이 높은 경우 반대의결권을 빈번하게 행사함을 보고하였고, 김선민 외(2020)는 스튜어디십 코드에 참여한 기관투자자일수록 주주총회 안건에 반대할 가능성이 높음을 제시하였다.

국민연금의 주주행동주의 또는 적극적인 수탁자 책임 활동에 대해서는 선행연구에서 찬반 양론이 대립하는 실정이다. 이 중 국민연금의 주주행동주의에 대한 찬성론은 국민연금의 영향력이 피투자법인에 있어서 우수한 지배구조로 작용하여 경영진 감시를 통한 정보위험 감소와 관련되어 궁극적으로 회계품질 향상 등과 관련됨을 주장하고 있다.

먼저, 회계품질과의 관련성은 김선화(2017), 전홍민과 신상이(2015), 정용기와 김선화(2015), 태엄철과 노정희(2021), 김유진과 정문중(2017)의 연구가 존재한다. 김선화(2017)는 국민연금이 주요 주주에 해당할 경우 피투자기업의 발생액 및 실물이익조정을 줄이고, 이러한 이익조정 규모의 통제효과가 채권자의 의사결정에도 반영됨을 제시하였다. 김선화(2017)의 연구결과는 국민연금 주주(5% 이상 투자)의 존재와 피투자법인에 대한 이익조정 통제효과를 주장한 전홍민과 신상이(2015), 정용기와 김선화(2015)의 연구와도 일관된다. 또한 태엄철과 노정희(2021)는 2011년부터 2018년의 자료를 활용하여 국민연금의 주주행동주의(반대의결권 행사비율과 행사 당시 지분율과의 교차항)가 발생액의 질로 측정된 회계투명성과 양의 관련성이 나타난다고 하였다. 장유립 외(2019)는 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업이 그렇지 않은 기업보다 회계정보의 가치관련성이 높음을 제시하였다. 김유진과 정문중(2017)도 국민연금이 5% 이상 지분율을 갖는 경우, 피투자법인 판매관리비의 하방경직성이 완화되며, 이는 국민연금이 경영자의 사적 유인을 유의하게 제한하고 있다는 증거라고 해석하였다.

자본시장 측면의 연구로는 정용기와 김선화(2016), 양철원(2018), 김형석과 임현일(2018), 김한나와 연강흠(2014)를 들 수 있다. 먼저, 정용기와 김선화(2016)은 국민연금이 5% 이상 투자한 법인의 토빈 Q로 측정된 기업가치, 누적초과수익률, 보유기관초과수익률이 양의 관련성을 나타내 우수한 수익성과 관련됨을 보고하였다. 양철원(2018)은 2015년의 국민연금의 반대의결권 행사 시 10 거래일 동안의 초과수익률을 조사한 결과 양의 값을 관찰하여, 자본시장에서 긍정적인 인식과 관련된다고 하였다. 김형석과 임현일(2018)은 국민연금의 스튜어디십 코드 도입에 대하여, 시장참여자들은 기업지배구조 개선을 통한 기업가치 향상 등 우호적인 평가를 하고 있다고 하였다. 김한나와 연강흠(2014)의 연구에서도 2005년~2011년의 자료를 이용하여 국민연금을 포함한 기관투자자의 반대 의결권 행사 시 양의 초과수익률을 확인하여 이들의 의결권 반대 표시가 주주 이익 훼손에 대한 정보 전달보다는 건전한 경영진 견제, 감시로 시장에 긍정적으로 인식된다고 하였다. 한편 기타 연구로서 김유진과 안정인

(2018)은 국민연금이 5% 이상 투자한 법인의 사회적 책임 활동이 우수하게 나타남을 제시하였다.

그러나 국민연금의 주주행동주의에 대하여 신중론이 필요하다는 연구 결과 역시 여러 선행연구에 의하여 뒷받침되고 있다. 이상복(2008)은 국민연금의 정부의 영향 하에 종속될 경우 정책 집행 수단으로 악용될 가능성이 있으며, 적극적인 주주행동주의가 오히려 수탁자의 이익에 반하는 의사결정으로 실현될 가능성을 제기하였다. 김영신과 이순철(2014)은 미국의 사례를 이용하여 공적 연기금이 정치적 압력에 따라 불필요한 주주권의 행사로 기업가치 하락 등 사회적 비용이 발생할 수 있으므로, 국민연금의 지대추구행위를 제한할 수 있는 제도적 장치가 필요함을 주장하였다. 손성규와 배창현(2018)은 국민연금 등 기관투자자의 반대 의사표시가 해당 기업의 신용평점에 부정적인 영향을 미치며, 이는 시장에서 기관투자자의 주주행동주의에 대한 의미 부여보다는 해당 기업의 지배구조에 문제가 있다는 부정적인 신호(signal)로 인지한다는 결과를 제시하였다. 정재규와 윤승영(2016)은 국민연금의 주주행동주의가 피투자법인에 대한 경영권 간섭으로 비춰지거나 회사나 다른 주주의 이익을 침해할 수 있으므로 자제해야 함을 주장하였다.

이와 같이 국민연금의 주주행동주의 또는 적극적인 수탁자 책임 활동에 대해서는 선행연구에서 찬반 양론이 존재하는 상황이다.

2.3 연구가설의 설정

국내에 스투어드십 코드가 도입된 2016년 이후, 국민연금은 1년 이상 내부적 논의를 거쳐 동 코드를 도입하였다. 투자자를 대신하여 자산을 관리 및 운용하는 수탁자인 대표적 기관투자자인 국민연금은 투자자의 이익을 극대화하기 위하여 위탁받은 자산을 충실하게 관리할 책임이 있으며, 국민연금은 이와 같은 책임을 피투자기업의 주요한 의사결정 프로세스나 지배구조를 모니터링하고, 문제의 소지가 발생 시 적극적인 주주권을 행사하는 방식으로 이를 이행할 것이다.

손성규와 배창현(2018)의 연구에서 정리된 바와 같이, 기관투자자로서의 국민연금의 피투자법인 경영에 대한 반대 의사표시 등 주주행동주의 강화는 경영진에 대한 견제효과(monitoring effect)와 피투자법인의 정보환경에 대한 부정적 신호(negative effect)로서 모두 작용할 수 있다.

기관투자자로서의 국민연금의 주주행동주의 강화는 경영진을 압박하고, 피투자법인 내의

정보비대칭 및 대리인비용을 감소시켜, 궁극적으로 회계품질과 정보환경을 개선하는데 도움이 될 수 있다. 국민연금의 주요 주주로서의 존재가 재무보고품질 개선과 관련된다거나(김선화, 2017 ; 전홍민과 신상이, 2015 ; 정용기와 김선화, 2015 ; 태엄철과 노정희, 2021 ; 김유진과 정문중, 2017), 양의 기업가치 또는 초과이익률과 관련됨(김선화, 2017 ; 양철원, 2018 ; 김형석과 임현일, 2018 ; 김한나와 연강흠, 2014)을 보고한 선행 연구결과는 이를 뒷받침한다. 특히, 미국 등 주요 선진국에 비하여 기업지배구조로서의 감사위원회나 사외이사의 역할이 미진한 국내 지배구조 환경상 높은 지분율을 보유한 국민연금의 존재는 경영진에 대한 효과적인 감시자로 인지될 수 있을 것이다. 따라서 스튜어드십 도입 이후 수탁자의 책임에 대한 사회적 수요가 높은 상황에서, 국민연금의 의결권 행사와 관련 주주활동을 강화한다면 기업의 정보환경이 개선되어 투자자의 신뢰도가 높아져 해당 기업의 자기자본비용과 음의 관련성을 가질 것이 예측된다.

그러나 국민연금의 주주행동주의 강화가 다음과 같은 이유로 피투자법인에게 정보 불확실성을 나타내는 위험 요소(risk factor)로 작용할 수도 있다. 첫째, 국민연금의 적극적인 주주행동주의는 주주총회 안건 등의 반대로 나타날 수 있으며, 반대 안건 자체가 다른 주주 및 자본시장에게는 해당 기업에 불확실성이 존재함을 나타내는 부정적 신호로 작용할 수 있다. 기관투자자의 반대 의사표시가 높을수록 신용평점이 낮다는 손성규와 배창현(2018)의 연구 결과가 이를 뒷받침한다. 둘째, 기존의 국민연금의 투자행태나 의결권 등 주주행동주의 양상이 자본시장에 충분한 신뢰를 주지 못했다고 인지될 경우, 주주행동주의 확대는 오히려 정보 불확실성 확대로 해석할 수 있다. 과거 국민연금은 장기적 관점의 기업가치 극대화 투자보다는 단기적 수익률 향상을 위한 투자행태를 보여 왔고, 의결권 행사에 핵심적인 역할을 수행하는 운영위 및 수탁위의 주요 인사들이 정치적인 영향력에서 자유롭지 못하거나, 현저하게 전문성이 떨어지며 합리적 의사결정을 위한 인원 부족 문제에 직면하고 있다는 비판⁹⁾이 존재한다. 따라서 독립성, 적격성에 대한 의구심이 있는 국민연금의 주주행동주의 확대를 자본시장에서 비판적인 관점을 취할 수 있다. 셋째, 국민연금의 주주행동주의 강화가 주주대표소송으로 이어질 수 있으며, 이러한 소송의 제기 가능성 자체만으로 피투자법인의 정보환경에 대한 불확실성이 상승할 수 있다. 이와 같이 국민연금의 주주행동주의 강화는 국민연금의 투자가 중요한 회사(지분율이 높은 회사)의 정보환경에 불리하게 작용하여 양의 자기자본비용과도 관련될 수 있다.

상기와 같이 국민연금의 주주행동주의 강화가 자기자본비용에 미치는 영향은 상반된 방향

9) “국민연금 수탁위 구성·운영방식 개편해야”(아시아경제, 2019.9.4.)

으로 나타날 것이 예상되어, 연구가설을 다음과 같은 귀무가설의 형태로 설정한다.

연구가설 : 국민연금의 주주행동주의 강화 시기와 투자 지분율의 상호작용효과는 피투자법인의 자기자본비용과 유의한 관련성이 없을 것이다.

III. 연구방법론

3.1 표본의 선정

본 연구에서는 2017년부터 2020년까지 4년간 국민연금이 5% 이상 지분 투자를 수행한 기업을 대상으로 분석을 수행한다. 구체적으로, 한국거래소 유가증권 및 코스닥 시장에 상장된 기업을 표본으로 선정하고, 표본 간 재무정보의 비교가능성 등을 고려하여 금융업에 속하는 기업, 결산월이 12월이 아닌 기업을 표본에서 제외한다. 다음으로, 국민연금이 5% 이상 지분 투자를 수행하지 않은 기업을 표본에서 제외하고, 본 연구의 주요 종속변수인 자기자본비용을 산출하기 위해 재무분석가 예측치가 조회되지 않는 기업과 더불어 본 연구의 통제변수인 재량적 발생액을 산출하기 위해 산업-연도별 표본 수가 10개 미만인 표본을 제외한다. 최종적으로 선정된 표본은 623개 회사-연도이다.

〈표 3〉 표본 선정 과정

내 용	표본 수
2017년부터 2020년까지 한국거래소 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업 (차감)	8,341
금융업에 속하는 기업	(341)
결산월이 12월이 아닌 기업	(150)
국민연금이 5% 이상 투자를 수행하지 않은 기업	(6,934)
주요 변수를 산출할 수 없는 기업	(293)
최종 표본	623

3.2 자기자본비용의 측정

본 연구의 가설인 국민연금의 주주행동주의 강화가 자기자본비용에 미치는 영향을 검증하기 위해 종속변수로 측정한 자기자본비용은 Claus and Thomas(2001), Ohlson and Juettner (2005), Easton(2004)의 선행연구를 따라 측정한 각각의 자기자본비용의 산술평균값(COE)을 사용한다. 구체적으로, Dataguide에서 최대 2년까지의 재무분석가 이익예측치를 조회하여 잔여이익을 측정한 후 잔여이익할인모형 또는 잔여이익성장모형을 통해 추정된 주가와 실제 주가를 유사하게 하는 할인율을 해당 기업의 사전적인 자기자본비용으로 측정한다¹⁰⁾.

먼저, Claus and Thomas(2001)는 잔여이익할인모형을 통해 기업가치를 측정하는 방법을 제시하였다. 구체적으로, 재무분석가 이익예측치를 이용하여 향후 5년 동안의 잔여이익을 예측하고, 5년 후의 잔여이익은 무위험이자율에서 3% point를 차감한 값만큼 성장한다고 가정한 후 자기자본비용을 측정하였다. 본 연구에서는 상기 방법에 따른 자기자본비용을 식 (1)을 통해 측정하며, 식 (1)의 등호를 만족하는 r_e 를 역산하여 산출하고, 자기자본비용으로 측정한다. 한편, 3년 이후의 재무분석가 이익예측치는 1년 후와 2년 후의 재무분석가 이익예측치를 활용하여 증가율을 계산한 후 해당 증가율을 2년 후의 재무분석가 이익예측치에 곱하여 3년 이후의 재무분석가 이익예측치를 산출하고, 재무분석가 주당배당액 예측치는 당기 배당성향이 미래 배당성향과 같다고 가정한 후 해당 기간의 재무분석가 이익예측치에 배당성향을 곱하여 산출한다. 또한 장기성장률은 3년 국고채 이자율에서 직전 10년 간의 근원인플레이션 평균을 차감한 값으로 측정한다.

$$\begin{aligned}
 P_{t+1} = B_t + & \frac{EPS_{t+1} - r_e * B_t}{(1 + r_e)} + \frac{EPS_{t+2} - r_e * B_{t+1}}{(1 + r_e)^2} + \frac{EPS_{t+3} - r_e * B_{t+2}}{(1 + r_e)^3} \\
 & + \frac{EPS_{t+4} - r_e * B_{t+3}}{(1 + r_e)^4} + \frac{(EPS_{t+5} - r_e * B_{t+4})(1 + g_p)}{(r_e - g_p)(1 + r_e)^5}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

- P : 기업의 실제 주가 ;
- B : 기업의 실제 주당장부가액 ;
- EPS : 재무분석가 주당순이익 예측치 ;
- DPS : 재무분석가 주당배당액 예측치 ;
- r_e : 자기자본비용 ;
- g_p : 장기성장률.

10) 실제 주가는 차기 회계연도 3월말의 주가를 사용하였으며, 자기자본비용은 0%에서 100% 이내의 범위로 산출하였다.

다음으로, Ohlson and Juettner(2005)는 잔여이익성장모형을 통해 기업가치를 측정하는 방법을 제시하였다. 구체적으로, 재무분석가 이익예측치를 사용하여 잔여이익을 측정 후 해당 잔여이익의 성장률과 장기성장률을 이용하여 자기자본비용을 측정하였다. 본 연구에서는 상기 방법에 따른 자기자본비용을 식 (2)를 통해 측정하며, 식 (2)의 등호를 만족하는 r_e 를 역산하여 산출하고, 자기자본비용으로 측정한다. 주당배당액 예측치와 장기성장률은 앞선 Claus and Thomas(2001)의 방법을 적용한 식 (1)과 동일하게 측정한다.

$$P_{t+1} = \frac{EPS_{t+1}}{r_e} + \frac{(EPS_{t+2} - EPS_{t+1} - r_e(EPS_{t+1} - DPS_{t+1}))}{r_e(r_e - g_p)} \quad (2)$$

변수의 정의는 식(1)과 동일함.

마지막으로, Easton(2004)는 Ohlson and Juettner(2005)의 모형에서 재무분석가 주당배당액 예측치와 장기성장률을 영(0)으로 가정한 잔여이익성장모형을 제시하였다. 본 연구에서는 상기 방법에 따른 자기자본비용을 식 (3)을 통해 측정하며, 식 (3)의 등호를 만족하는 r_e 를 역산하여 산출하고, 자기자본비용으로 측정한다. 주당배당액 예측치와 장기성장률은 앞선 Claus and Thomas(2001)의 방법을 적용한 식 (1)과 동일하게 측정한다.

$$P_{t+1} = \frac{EPS_{t+1}}{r_e} + \frac{(EPS_{t+2} - EPS_{t+1} - r_e * EPS_{t+1})}{r_e^2} \quad (3)$$

변수의 정의는 식(1)과 동일함.

3.3 연구모형

본 연구의 가설을 검증하기 위한 연구모형은 아래의 식 (4)와 같다.

$$\begin{aligned} COE_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 NPSRATE_{i,t} + \beta_2 POST_{i,t} + \beta_3 NPSRATE * POST_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} + \beta_7 BETA_{i,t} + \beta_8 VOL_{i,t} + \beta_9 RET_{i,t} + \beta_{10} MDA_{i,t} \\ & + \beta_{11} FOLLOW_{i,t} + \beta_{12} MARKET_{i,t} + INDU + YEAR + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

COE : Claus and Thomas(2001), Ohlson and Juettner(2005), Easton(2004)의 3가지 방법으로 산출한 자기자본비용의 산술평균 ;

$NPSRATE$: 국민연금의 5% 이상 투자 지분율 ;

$POST$: 국민연금이 주주권을 강화한 2019년 이후인 경우 1의 값을 가지는 더미변수 ;

- SIZE* : 기업 규모(=ln(총자산)) ;
- LEV* : 부채비율(=총부채/총자산) ;
- BTM* : 장부-시장비율(=총자본의 장부가치/총자본의 시장가치) ;
- BETA* : 시장베타 ;
- VOL* : 개별 주식의 주가변동성 ;
- RET* : 개별 주식의 1년간 보유수익률, 당기 수정주가를 전기 수정주가로 나눈 값 ;
- MDA* : Dechow et al.(1995)의 재량적 발생액 ;
- FOLLOW* : 재무분석가 추종 수 ;
- MARKET* : 한국거래소 유가증권시장 상장 기업인 경우 1의 값을 가지는 더미변수 ;
- INDU* : 산업더미변수 ;
- YEAR* : 연도더미변수 ;
- ε : 잔차항.

종속변수인 자기자본비용은 앞선 결과 같이 Claus and Thomas(2001), Ohlson and Juettner(2005), Easton(2004)의 3가지 모형으로 산출한 자기자본비용의 산술평균으로 측정(COE)한다. 독립변수인 국민연금의 투자 지분율(*NPSRATE*)은 국민연금기금운용본부 홈페이지 내 기금공시 게시판에서 공시된 국내주식 종목별 투자 현황을 활용하여 측정한다. 만약, 국민연금이 주주권을 강화한 2019년 이후인 경우 1의 값을 가지는 더미변수(*POST*)와 국민연금의 투자 지분율의 교호항 계수가 유의한 음(-)의 관계가 나타난다면, 국민연금의 주주권 강화에 따라 기업의 정보환경이 개선되고, 투자자의 신뢰도가 높아져 해당 기업의 자기자본비용이 감소한 것으로 해석할 수 있다. 반대로, *POST*와 국민연금의 투자 지분율의 교호항 계수가 유의한 양(+)의 관계가 나타난다면, 국민연금의 주주권 강화가 국민연금이 투자한 피투자기업의 정보환경에 대한 부정적 신호로 작용하여 자기자본비용이 높아지는 것으로 해석할 수 있다.

통제변수는 선행연구에서 자기자본비용에 영향을 미치는 요인으로 설정하여 연구모형에 포함하였다(Gebhardt et al., 2001 ; Francis et al., 2004). 구체적으로, 기업 특성을 통제하기 위해 기업 규모(*SIZE*), 기업의 재무건전성인 부채비율(*LEV*), 기업의 성장성인 장부-시장비율(*BTM*)을 통제변수로 포함하였으며, 기업의 재무보고품질은 Dechow et al.(1995)의 재량적 발생액(*MDA*)을 통제변수로 포함한다. 시장에서의 영향을 통제하기 위하여 1년간 시장수익률과 개별기업의 주가수익률을 회귀분석하여 추정한 시장베타 값(*BETA*)을 통제변수로 포함하고, 개별기업의 고유의 위험을 통제하기 위하여 1년간 개별기업 주식의 일별수익률 표준편차(*VOL*), 1년간 개별 기업 주식의 보유수익률(*RET*)을 통제변수에 포함한다. 재무분석가의 이익예측치와 관련하여 재무분석가 추종 수(*FOLLOW*)를 통제변수로 포함한다. 마지막으로, 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업인 경우 1의 값을 가지는 더미변수

(*MARKET*), 표준산업분류 중분류를 기준으로 값을 부여한 산업별 더미변수(*IND*) 및 연도별 더미변수(*YEAR*)를 연구모형에 포함하여 상장시장별, 산업별 및 연도별 영향을 통제한다. 본 연구의 분석결과에 극단치가 미치는 영향을 제거하기 위하여 모든 연속변수는 1% 및 99% 수준으로 조정한다(winsorizing).

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

<표 4>는 본 연구의 주요 변수에 대한 기술통계량을 보여준다. 자기자본비용의 산술평균(*COE*)은 약 13.2%로 선행연구와 유사한 수치를 나타낸다. 국민연금의 투자 지분율은 평균 9.2%로 나타나며, 국민연금이 5% 이상 투자하는 경우 5%보다 훨씬 높은 수준의 투자가 이루어지는 것으로 보여진다. 한국거래소 유가증권시장에 상장된 표본이 대부분(약 86%)인데 이는 종속변수인 자기자본비용을 측정하기 위해 재무분석가 예측치를 활용함에 따라 상대적으로 재무분석가 추종이 많기 때문인 것으로 판단된다.

〈표 4〉 기술통계량

변수명	표본 수	평균	중위수	표준편차	Q1	Q3
<i>COE</i>	623	0.132	0.120	0.061	0.091	0.158
<i>NPSRATE</i>	623	0.092	0.089	0.026	0.069	0.113
<i>SIZE</i>	623	28.719	28.568	1.628	27.534	29.803
<i>LEV</i>	623	0.465	0.489	0.182	0.309	0.606
<i>BTM</i>	623	1.163	0.938	0.862	0.514	1.595
<i>BETA</i>	623	0.847	0.848	0.488	0.532	1.193
<i>VOL</i>	623	0.369	0.344	0.129	0.273	0.441
<i>RET</i>	623	1.122	1.026	0.435	0.841	1.265
<i>MDA</i>	623	-0.009	-0.011	0.063	-0.045	0.021
<i>FOLLOW</i>	623	8.727	7.000	6.433	3.000	14.000
<i>MARKET</i>	623	0.857	1.000	0.350	1.000	1.000

1) 변수의 정의

- COE* : Claus and Thomas(2001), Ohlson and Juettner(2005), Easton(2004)의 3가지 방법으로 산출한 자기자본비용의 산술평균 ;
- NPSRATE* : 국민연금의 5% 이상 투자 지분율 ;
- POST* : 국민연금이 주주권을 강화한 2019년 이후인 경우 1의 값을 가지는 더미변수 ;
- SIZE* : 기업 규모(=ln(총자산)) ;
- LEV* : 부채비율(=총부채/총자산) ;
- BTM* : 장부-시장비율(=총자본의 장부가치/총자본의 시장가치) ;
- BETA* : 시장베타 ;
- VOL* : 개별 주식의 주가변동성 ;
- RET* : 개별 주식의 1년간 보유수익률, 당기 수정주가를 전기 수정주가로 나눈 값 ;
- MDA* : Dechow et al.(1995)의 재량적 발생액 ;
- FOLLOW* : 재무분석가 추종 수 ;
- MARKET* : 한국거래소 유가증권시장 상장 기업인 경우 1의 값을 가지는 더미변수.

4.2 상관관계 분석

<표 5>는 본 연구의 주요 변수들 간 상관관계를 분석한 결과를 제시한다.

<표 5> 상관관계 분석

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. <i>COE</i>		0.01	-0.02	0.18*	0.37*	0.15*	0.05	-0.15*	0.05	-0.13*	-0.11*
2. <i>NPSRATE</i>	-0.04		0.21*	0.11*	0.13*	0.00	-0.09*	-0.03	0.04	0.24*	0.32*
3. <i>SIZE</i>	-0.03	0.18*		0.31*	0.46*	0.13*	-0.24*	-0.12*	-0.12*	0.66*	0.50*
4. <i>LEV</i>	0.17*	0.12*	0.30*		0.17*	0.07	0.05	-0.10*	-0.10*	0.14*	0.20*
5. <i>BTM</i>	0.32*	0.05	0.47*	0.23*		0.01	-0.25*	-0.43*	0.06	-0.02	0.27*
6. <i>BETA</i>	0.15*	0.00	0.13*	0.08*	0.05		0.50*	0.02	-0.04	0.11*	-0.02
7. <i>VOL</i>	0.05	-0.09*	-0.24*	0.04	-0.18*	0.50*		0.24*	0.05	-0.11*	-0.23*
8. <i>RET</i>	-0.11*	-0.06	-0.16*	-0.08*	-0.39*	0.08	0.36*		0.05	0.09*	-0.18*
9. <i>MDA</i>	-0.03	0.04	-0.08*	-0.12*	0.01	-0.06	0.06	0.11*		-0.10*	-0.03
10. <i>FOLLOW</i>	-0.13*	0.23*	0.64*	0.11*	-0.03	0.12*	-0.13*	0.05	-0.08		0.28*
11. <i>MARKET</i>	-0.14*	0.31*	0.49*	0.21*	0.22*	-0.03	-0.23*	-0.20*	-0.01	0.27*	

1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.
 2) *은 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

대각선의 빈칸을 기준으로 우측 상단은 스피어만(Spearman) 상관관계 계수, 좌측 하단은 피어슨(Pearson) 상관관계 계수이다. 스피어만 상관관계 계수 결과는 국민연금의 투자 지분율과 자기자본비용과 유의하지 않은 양(+)¹¹⁾의 관계, 피어슨 상관관계계수 결과는 국민연금의 투자 지분율과 자기자본비용과 유의하지 않은 음(-)의 관계를 제시하고 있어 본 연구의 가설 설정에서 제시한 바와 같이 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 혼재되어 유의하지 않은 결과가 나타나는 것으로 판단된다. 따라서 다음 절에서는 식 (4)를 활용하여 자기자본비용에 영향을 줄 수 있는 요인을 통제한 후 회귀분석을 수행하여 국민연금의 투자 지분율과 자기자본비용과의 관련성을 분석하여 그 효과를 확인해보고자 한다.

4.3 주요분석 결과

<표 6>은 본 연구의 가설에 대한 실증분석 결과를 제시한다. 분석결과, *NPSRATE*와 *POST*의 교호항과 자기자본비용 간 유의한 양(+)¹¹⁾의 관계가 나타난다. *NPSRATE*가 자기자본비용과 유의한 음(-)의 관계를 고려한다면, 국민연금의 투자 지분율이 높을수록 자기자본비용을 낮추는 효과가 나타나지만 국민연금이 주주권을 강화한 2019년 이후에는 오히려 자기자본비용이 높아진다는 결과이다¹¹⁾. 이는, 국민연금의 투자 지분율이 높은 기업인 경우, 국민연금의 전문성, 독립성 부족 등 부정적 측면과 관련되어 정보 불확실성이 높아짐에 따라 자기자본비용에 부정적인 영향을 주는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 주식시장 참여자들은 국민연금의 주주권 강화가 국민연금의 투자 지분율이 높은 기업에 대해 경영간섭이나 불투명성 증대위험으로 작용하여 주주가치에 부정적이라고 판단하는 것으로 해석할 수 있다. 통제변수의 경우 선행연구와 유사하게 *SIZE*는 자기자본비용과 유의한 음(-)의 관계, *LEV*와 *BTM*은 자기자본비용과 유의한 양(+)¹¹⁾의 관계를 보여준다(Gebhardt et al., 2001).

11) 자기자본비용의 산술평균값 대신 각각의 방법으로 측정된 자기자본비용을 종속변수로 활용한 결과도 유사하게 나타난다.

〈표 6〉 국민연금의 주주권 강화 이후 국민연금 투자 지분율과 자기자본비용의 관련성

변수명	DV=COE
<i>Intercept</i>	0.307*** (3.60)
<i>NPSRATE</i>	-0.217* (-1.89)
<i>POST</i>	-0.043** (-2.36)
<i>NPSRATE*POST</i>	0.489*** (2.86)
<i>SIZE</i>	-0.009*** (-2.71)
<i>LEV</i>	0.057*** (2.97)
<i>BTM</i>	0.029*** (7.19)
<i>BETA</i>	0.003 (0.71)
<i>VOL</i>	0.019 (0.58)
<i>RET</i>	-0.003 (-0.49)
<i>MDA</i>	-0.006 (-0.18)
<i>FOLLOW</i>	0.000 (0.06)
<i>MARKET</i>	-0.014 (-1.40)
<i>INDU</i>	<i>Included</i>
<i>YEAR</i>	<i>Included</i>
No of obs.	623
Adj. R-sq.	0.363

- 1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.
- 2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
- 3) 괄호 안의 값은 기업 수준에서 클러스터링하여 조정한 t값임.

4.4 추가분석 결과

<표 7>은 국민연금 투자 지분율과 자기자본비용과의 관계에 대한 앞선 결과가 국민연금 외 기업지배구조로서 작용할 수 있는 다른 변수에 따라 달라지는지 검증하기 위해 선행연구에서 기업지배구조 변수로 다양하게 활용되고 있는 최대주주 지분율(*LARGE*), 외국인 투자자 지분율(*FOREIGN*) 및 4대 회계법인에게 감사받았는지 여부(*BIG4*)를 통제변수로 추가하여 분석을 재수행한 결과이다. 분석결과, 앞선 <표 6>의 결과와 동일하게 *NPSRATE*와 *POST*의 교호항과 자기자본비용 간 유의한 양(+)의 관계가 나타난다. 이는 본 연구의 연구모형에서 고려하지 못한 기업지배구조 변수에 따라 본 연구의 결과가 달라지지 않는다는 결과이며, 앞선 결과에 대한 강건성을 부여한다.

〈표 7〉 국민연금의 주주권 강화 이후 국민연금 투자 지분율과 자기자본비용의 관련성
: 기업지배구조 관련 통제 이후

변수명	DV=COE
<i>Intercept</i>	0.258*** (2.72)
<i>NPSRATE</i>	-0.214* (-1.67)
<i>POST</i>	-0.045** (-2.44)
<i>NPSRATE*POST</i>	0.502*** (2.92)
<i>LARGE</i>	-0.000 (-0.23)
<i>FOREIGN</i>	-0.000 (-1.22)
<i>BIG4</i>	-0.015 (-1.46)
<i>SIZE</i>	-0.006 (-1.62)
<i>LEV</i>	0.047** (2.51)
<i>BTM</i>	0.027*** (6.20)

〈표 7〉 국민연금의 주주권 강화 이후 국민연금 투자 지분율과 자기자본비용의 관련성
: 기업지배구조 관련 통제 이후 (계속)

변수명	DV=COE
<i>BETA</i>	0.003 (0.66)
<i>VOL</i>	0.011 (0.34)
<i>RET</i>	-0.002 (-0.43)
<i>MDA</i>	-0.010 (-0.29)
<i>FOLLOW</i>	0.000 (0.10)
<i>MARKET</i>	-0.011 (-1.13)
<i>INDU</i>	Included
<i>YEAR</i>	Included
No of obs.	623
Adj. R-sq.	0.367

1) 변수의 정의

LARGE : 최대주주 지분율 ;
FOREIGN : 외국인 투자자 지분율 ;
BIG4 : 4대 회계법인에게 감사받은 경우 1의 값을 가지는 더미변수.
 그 외 변수의 정의는 <표 2>를 참조.

- 2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
 3) 괄호 안의 값은 기업 수준에서 클러스터링하여 조정된 t값임.

<표 8>은 본 연구의 결과가 내생성으로 인해 도출될 수 있다는 개연성을 완화하기 위해 성향점수매칭(propensity score matching)을 통해 표본을 재설정하고, 해당 표본을 활용하여 분석을 재수행한 결과를 제시한다. 구체적으로, 국민연금 투자 지분율을 4분위로 나누어 가장 높은 분위의 표본과 그 외 표본 간 t-검정을 통해 유의한 차이가 발생하는 변수를 선정한다¹²⁾. 다음으로, 해당 변수를 이용하여 프로빗(probit) 분석을 통해 성향점수를 산정하고, 유사한 점수를 가진 국민연금 투자 지분율이 높은 표본과 그 외 표본을 일대일로 매칭한다.

12) 유의한 차이가 발생한 변수는 *LEV*, *VOL*, *RET*, *FOLLOW*이다.

〈표 8〉 국민연금의 주주권 강화 이후 국민연금 투자 지분율과 자기자본비용의 관련성
: 성향점수매칭 이후 표본을 대상으로

변수명	DV=COE
<i>Intercept</i>	0.367*** (3.91)
<i>NPSRATE</i>	-0.311** (-2.30)
<i>POST</i>	-0.040* (-1.75)
<i>NPSRATE*POST</i>	0.474** (2.41)
<i>SIZE</i>	-0.012*** (-3.29)
<i>LEV</i>	0.127*** (5.75)
<i>BTM</i>	0.034*** (6.65)
<i>BETA</i>	-0.003 (-0.43)
<i>VOL</i>	-0.001 (-0.02)
<i>RET</i>	0.003 (0.42)
<i>MDA</i>	-0.001 (-0.03)
<i>FOLLOW</i>	0.000 (-0.41)
<i>MARKET</i>	-0.010 (-0.77)
<i>INDU</i>	<i>Included</i>
<i>YEAR</i>	<i>Included</i>
No of obs.	310
Adj. R-sq.	0.470

- 1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.
- 2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
- 3) 괄호 안의 값은 기업 수준에서 클러스터링하여 조정된 t값임.

마지막으로, 해당 과정을 통해 매칭된 표본(310개 회사-연도)만을 이용하여 분석을 재수행한다. 성향점수매칭을 수행한 표본을 대상으로 분석한 결과 또한 앞선 결과와 유사하게 *NPSRATE*와 *POST*의 교호항과 자기자본비용 간 유의한 양(+)의 관계가 나타난다¹³⁾. 이는 본 연구의 결과가 내생성으로 인해 나타났을 개연성을 완화하며, 앞선 결과에 대한 강건성을 부여한다.

V. 결론 및 정책적 시사점

본 연구는 국민연금의 스투어드십 코드 도입 이후의 주주행동주의가 투자지분율과 피투자기업의 자기자본비용과의 관련성에 미치는 영향을 조사하였다. 2017년부터 2020년까지 4년간 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 유가증권 및 코스닥시장 상장사 623 회사-연도에 대한 조사 결과, 국민연금의 주주행동주의가 강화된 시기와 국민연금 지분율의 상호작용효과는 피투자법인의 자기자본비용과 유의한 양(+)의 관련성을 나타냈다. 이와 같은 결과는 국민연금의 주주행동주의 강화방침이 자본시장에서 회계투명성 및 경영자 감시기능 제고 등 긍정적인 측면보다는, 국민연금의 전문성, 독립성 부족에 따른 정보 불확실성 등 부정적 신호로 인지됨을 제시한다. 본 연구의 결과는 기관투자자의 역할 강화가 자본시장에서 긍정적인 신호로 작동하기 위해서는, 제도적인 설계 뿐만 아니라 수탁자 책임을 실행할 전문적이고 독립적인 의사결정이 지속적으로 이뤄지는 등 기관투자자의 신뢰 회복이 선행될 필요가 있음을 시사한다. 따라서 정책 당국 및 투자자 등 자본시장 참여자는 국민연금이 건전한 기업지배구조 및 감시자로서의 역할을 다할 수 있도록 지속적인 관심을 가져야 할 것이다.

다만, 상기의 공헌점에도 불구하고 본 연구는 다음의 한계를 갖는다. 첫째, 본 연구는 국민연금의 주주행동주의 강화가 지분율 및 자기자본비용에 미치는 관련성을 조명하였으나, 내생성 등 문제로 구체적 인과관계는 제시하지 못하였다. 둘째, 본 연구표본은 자료상 제약으로 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 표본만을 대상으로 하였다. 향후 연구에서는 표본을 확대하여 보다 일반화된 연구결과가 제시되기를 기대한다.

13) 자기자본비용의 산술평균값 대신 각각의 방법으로 측정된 자기자본비용을 종속변수로 활용한 결과도 유사하게 나타난다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 김선민, 박경서, 정찬식(2020), “스튜어드십 코드가 기관투자자의 의결권 행사에 미치는 영향에 관한 연구”, **한국증권학회지**, 49(4), 515-543.
- 김선화(2017), “국민연금 주주행동주의가 이익조정과 타인자본비용과의 관련성에 미치는 영향”, **세무와회계저널**, 18(4), 229-271.
- 김영신, 이순철(2014), “국민연금의 주주권 강화에 따른 지대추구행위 가능성에 대한 고찰”, **경영컨설팅연구**, 14(3), 79-92.
- 김유진, 안정인(2018), “국민연금 주요주주와 기업의 사회적 책임 활동”, **회계학연구**, 43(3), 1-33.
- 김유진, 정문종(2017), “국민연금 투자가 기업의 원가행태에 미치는 영향”, **대한경영학회지**, 30(11), 1997-2014.
- 김형석, 임현일(2018), “국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향(5%이상 지분보유 기업을 중심으로)”, **한국기업지배구조원(2018.8.) ESG 최신현안분석**, 1-8.
- 김한나, 연강흠(2014), “기관투자자 의결권 반대행사의 경영진 견제효과”, **한국증권학회지**, 43(1), 1-22.
- 손성규, 배창현(2018), “기관투자자의 주주행동주의가 자본시장에 미치는 영향 : 신용평점을 중심으로”, **경영학연구**, 47(6), 1515-1540.
- 양철원(2018), “국민연금의 의결권 행사에 대한 실증분석”, **자산운용연구**, 6(2), 1-16.
- 이상복(2008), “기관투자자로서 연금제도의 개선과제-국민연금과 퇴직연금을 중심으로”, **상사관례연구**, 21(4), 357-401.
- 이상혁, 배진한(2020), “스튜어드십 코드 도입과 국민연금의 적극적 주주 활동”, **경영학연구**, 49(2), 477-497.
- 장유립, 오웅락, 김응길, 노희천(2019), “국민연금 투자와 대규모 기업집단의 가치관련성에 미치는 영향에 관한 연구”, **회계정보연구**, 37(4), 1-26.
- 전홍민, 신상이(2015), “국민연금의 투자가 회계적 이익조정에 미치는 영향”, **회계와 정책연구**, 20(4), 165-188.
- 정용기, 김선화(2015), “국민연금 주주행동주의의 투자기업 이익조정 통제효과 분석”, **대한경영학회지**, 28(9), 2205-2239.
- 정용기, 김선화(2016), “공적연금 주요주주와 기업가치의 변화”, **회계저널**, 25(4), 429-468.
- 정재규, 윤승영(2016), “공적 연기금의 의결권행사”, **BFL(서울대학교 금융법센터)**, 77, 22-36.
- 태업철, 노정희(2021), “공적연기금의 주주행동주의는 기업의 회계투명성을 제고하는가?”, **회계**

저널, 30(5), 1–40.

〈외국문헌〉

- Claus, J. and J. Thomas(2001). “Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets”, *The Journal of Finance*, 56(5), 1629–1666. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00384>
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney(1995), “Detecting earnings management”, *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Easton, P. D. (2004). “PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital”, *The Accounting Review*, 79(1), 73–95.
<https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.1.73>
- Francis, J., R. LaFond., P. Olsson, and K. Shipper(2004), “Cost of equity and earnings attributes”, *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.
<https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.967>
- Gebhardt, W. R., C. M. C. Lee, and B. Swaminathan(2001), “Toward an implied cost of capital”, *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135–176.
<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00007>
- Gillan, S. L., and L. T. Starks(2009). “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, *Columbia University Press*, 202–240.
<https://doi.org/10.7312/chew14856-011>
- Ohlson, J. A. and B. E. Juettner–Nauroth(2005). “Expected EPS and EPS growth as determinants of value”, *Review of Accounting Studies*, 10(2–3), 349–365.
<https://doi.org/10.1007/s11142-005-1535-3>

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

The Effect of Strengthening Shareholder Activism of the National Pension Fund on the Relationship between Investor Ownership and Cost of Equity Capital

Sang - Hyuk Lee* · Nam - Chul Jung** · Kwang - Bok Hue***

[Purpose] This study examines the impact of the introduction of the stewardship code of the National Pension Fund (hereinafter ‘NPF’) in 2018 and the strengthening of shareholder activism thereafter on the relationship between the investment share ratio of the NPF and the cost of equity capital of investee companies.

[Methodology] This study uses 623 listed firm samples which NPF holds a 5% or more from 2017 to 2020. we use the indicator variables of the years after 2019, the period when the NPF strengthened its shareholder activism, and the NPF’s investment share ratio and its interaction variables. The dependent variable is the arithmetic average value of the cost of equity capital measurements according Claus and Thomas (2001), Ohlson and Juettner (2005), and Easton (2004).

[Findings] We found that the interaction effect of the period when shareholder activism of the NPF was strengthened and the share ratio of the NPF showed a significant positive (+) relationship with the cost of equity capital of the investee company. These results suggest that the NPF policy to strengthen shareholder activism should be perceived in the capital market as a negative aspect, such as information uncertainty due to the lack of professionalism and independence of the NPF, rather than a positive aspect such as improved accounting transparency and monitoring function.

* Assistant Professor, School of Social Science, Hansung University (First author)

** Assistant Professor, School of Business Administration, Hongik University (Corresponding author)

*** Associate Professor, Dept. of Business Administration, Dongduk Women’s University (Co-author)

[Policy Implications] The results of this study imply that institutional design as well as institutional investor trust recovery must be preceded in order for the strengthening of institutional investors' role to be recognized as a positive signal in the capital market.

Key words : National Pension Fund, shareholder activism, institutional investor, cost of equity capital, information asymmetry