

## The Effects of Stewardship Code on the Exercise of Voting Rights by Institutional Investors at Shareholders' Meetings

Sun Min Kim, *Ph.D Candidate, Hanyang University / Senior Analyst, KCGS*

Kyung Suh Park, *Professor, Korea University*

Chan Shik Jung\*, *Associate Professor, Dong-A University*

### 〈Abstract〉

Based on the sample firms listed on the Korea Stock Exchange, this study analyzes the characteristics of institutional investors who adopted the Korea stewardship code. The changes in their voting patterns at annual shareholders' meetings and the characteristics of firms that led to such changes after the stewardship code was introduced in December 2016 are also analyzed. Empirical analyses reveal that the institutional investors who belong to a financial group, invest a larger amount of money in stocks, pay more dividends in cash, belong to foreign institutional investors, and showed a higher level of negative votes before code participation tend to participate more actively in the stewardship code. We also find that the institutional investors who have introduced the code tend to show a higher level of negative voting, especially when invested firms have more severe agency problems such that the invested companies pay less dividends in cash but hold relatively more cash, and have low shares of foreign investors as effective monitors of the firms. These results suggest that the introduction of the stewardship code tends to lead domestic institutional investors to more actively monitor the invested companies, which would eventually help improve the corporate governance of listed firms in Korea.

*Keywords:* Institutional Investors; Stewardship Code; Voting Right; Agency Problem; Coporate Governance

*JEL Classification:* G30, G32

---

\* Corresponding Author. Address: Dong-A University Business School, Bumin Campus, 225 Gudeok-ro, Seo-gu, Busan, Korea 49236; E-mail: michael@dau.ac.kr; Tel: +82-51-200-7471; Fax: +82-51-200-7423.

Received: February 28, 2020; Revised: June 4, 2020; Accepted: June 11, 2020

## 스튜어드십 코드가 기관투자자의 의결권 행사에 미치는 영향에 관한 연구

김 선 민 (한양대학교 박사과정, 한국기업지배구조원 선임연구원)  
박 경 서 (고려대학교 교수)  
정 찬 식 (동아대학교 부교수)\*

### 〈 요약 〉

본 연구는 2016년 12월 국내에 연성규범인 스튜어드십 코드가 도입된 이후 이에 참여한 기관투자자의 유형, 참여에 따른 의결권 행사 행태의 변화, 그리고 이러한 변화에 영향을 미치는 투자대상기업의 특성을 차이-차이 분석(differences-in-differences)을 통하여 살펴본다. 실증분석 결과, 보유주식규모가 크거나 현금배당을 많이 한 기관투자자일수록, 코드 참여 전 반대율이 높은 기관투자자일수록, 그리고 외국계 기관투자자이거나 순수금융자본 소속일수록 코드에 참여하는 경향이 강해짐을 발견하였다. 또한 코드에 참여한 경우 그렇지 않은 기관투자자에 비해 주주총회 안건에 대하여 반대의결의 가능성이 높으며, 이러한 경향은 외국인 지분율이 낮은 기업 및 현금을 많이 보유한 기업 등 투자기업의 대리인 문제가 심각해질 수 있는 경우에 더욱 강화되는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 스튜어드십 코드 도입이 그동안 주주권행사에 소극적이었던 기관투자자의 경영감시기능을 강화하여 국내기업의 지배 구조를 개선하는 효과를 갖는다는 학술적 근거를 제공한다는 점에서 중요한 정책적 의의를 갖는다.

핵심 단어 : 기관투자자, 스튜어드십 코드, 의결권 행사, 대리인 문제, 기업지배구조

JEL 분류기호: G30, G32

\* 연락담당 저자. 주소: 부산시 서구 구덕로 225(부민동 2가) 동아대학교 경영학과, 49236;  
E-mail: michael@dau.ac.kr; Tel: 051-200-7471; Fax: 051-200-7423.

## 1. 서론

2016년 12월, 국내 자본시장에 스튜어드십 코드가 도입된 이후로 기관투자자의 적극적인 주주권 행사에 대한 관심이 높다. 특히 국내 최대 규모의 연기금인 국민연금이 2018년 7월 한국 스튜어드십 코드에 참여 후 개최된 2019년 3월 정기 주주총회는 그 어느 때 보다 많은 주목을 받았다. 당시 대한항공 사내이사 선임 안건이 부결되는 등 기존 주주총회에서는 볼 수 없었던 모습도 목격되면서 스튜어드십 코드에 대한 찬반 논쟁이 가열되었다.

본 연구에서는 스튜어드십 코드 도입이 주주로서 국내 기관투자자의 행태에 어떠한 영향을 미쳤는가를 분석한다. 그동안 국내외 자본시장과 투자자들로부터 상대적으로 낮은 평가를 받아 온 국내기업의 지배구조 개선을 위해 정부는 매우 다양한 제도를 도입한 바 있으나 그 효과는 매우 제한적이었다는 평가가 지배적이다.<sup>1)</sup> 스튜어드십 코드는 연성규범으로서 이의 대상인 기관투자자들은 참여 여부를 자율적으로 선택할 수 있다. 따라서 동 제도가 효과를 발휘하기 위해서는 기관투자자의 자발적 코드 참여와 이의 적극적인 실행이 매우 중요한 이슈가 된다. 본 연구에서는 어떤 유형의 기관투자자가 코드에 참여하는지, 참여 후 이들의 의결권행사 행태는 어떻게 달라지는지, 그리고 이에 있어 투자대상기업의 어떠한 특성이 이에 영향을 미치는지를 분석한다. 저자들이 이해하는 한 국내외적으로 스튜어드십 코드 참여 여부와 이에 따른 의결권 찬반여부에 영향을 미치는 요소를 분석한 연구는 존재하지 않는다는 점에서 본 연구는 상당한 학술적 의의를 갖는다.

스튜어드십 코드의 국내 도입에 대해서는 국내 기업의 경영권을 과도하게 침해한다는 의견과 적극적인 주주권 행사를 통해 기업지배구조가 개선되어 국내기업의 경쟁력이 강화된다는 상반된 주장이 팽팽하게 맞서고 있으며, 이는 지난 해 국민연금이 주주활동 가이드라인을 마련하는 과정에서도 드러났다.<sup>2)</sup> 이러한 논쟁은 지난 수십년간 의결권 행사에 소극적이었던 국내 대부분의 기관투자자들이 제도 도입 이후 주주총회에서의 반대 의결권 행사가 증가하는 현상과도 밀접하게 연결되어 있다.<sup>3)</sup>

물론 단순히 반대 의결권 행사의 증가를 기관투자자의 주주권 행사가 올바른 방향으로 진행되고 있다는 의미로 해석할 수 있는가에 대해서는 논란이 있을 수 있다. 그러나 분명한 것은 과거

- 
- 1) 대표적인 제도로 상장기업의 경우 기업규모에 따라 일정 수 이상의 사외이사를 선임하도록 강제화 되었으나 이들의 독립성과 전문성이 결여되어 기업지배구조 개선에 별 효과가 없다는 논란이 지속적으로 제기되고 있음(출처: “겉모습은 투명성 강화..총수 빠진 이사회 ‘책임경영’ 한계”, 2019. 12. 09., 파이낸셜뉴스; “99.6% 가결...사외이사제 거수기 논란 여전”, 2018. 7. 16., 디지털타임스).
  - 2) 2019년 12월 27일 보건복지부는 국민연금기금운용위원회를 개최하여 국민연금의 ‘적극적 주주활동 가이드라인’ 도입한 바 있는데 한국경영자총협회는 보도자료(2019. 12. 27.)를 통해 가이드라인의 목적이 경영개입에 있다고 평한 반면, 경제개혁연대(2019. 12. 6.)는 정상적인 주주활동을 위해 필요하며 명백한 기업가치 훼손 상황에서만 제한적으로 행사하기 때문에 기업 경영에 과도한 부담이 되지 않는다는 입장을 나타냄.
  - 3) 김선민, “스튜어드십 코드 도입 여부가 자산운용사 반대 의결권 행사에 미치는 영향”, 2019, KCGS Report 9권 2호.

1% 내외의 기관투자자의 의결권 행사 반대율이 증가하고 있다는 것이다. 주주총회는 경영진을 모니터링하고 견제할 수 있는 이사를 선임 하고, 주주의 의견을 제시 할 수 있는 의견교환의 장이다. 따라서, 기관투자자의 의결권 행사에 있어 반대율의 증가현상은 기관투자자들이 적극적인 목소리를 내기 시작했다고 볼 수 있으며 이는 의미 있는 변화로 해석할 수 있다.

스튜어드십 코드란 기관투자자가 고객(수탁자)의 이익을 위해 투자기업에 대한 주주권을 충실히 행사하도록 권고하는 내용이 담긴 기관투자자의 행동 원칙이다. 스튜어드십 코드는 수탁자로서 기관투자자의 책임 있는 주주활동을 강조하고 있으며, 주주활동 유형에는 기업과의 대화, 서신교환, 주주제안, 의결권행사, 소송 등이 포함된다. 그러나 의결권 행사를 제외한 여타의 주주활동은 기관투자자의 투자전략과 맞물려 있어 주로 비공식적인 경로를 통해 진행되는 경우가 많고<sup>4)</sup>, 의결권 행사와는 달리 공개되어 있는 정보가 충분하지 않아 이를 범주화하여 계량적으로 분석하는 것이 쉽지 않다. 반면, 국내 자본시장법 제87조는 투자자의 이익을 보호하기 위해 집합투자업자의 의결권을 충실히 행사하도록 규정하고 있으며 자본시장법 시행령 제91조는 의결권 행사 결과를 공시하도록 규정하고 있어 의결권 행사에 관한 연구는 상대적으로 분석이 용이하다.<sup>5)</sup> 따라서 본 연구에서는 스튜어드십 코드 도입에 따른 기관투자자의 의결권행사 변화에 그 초점을 맞추고자 한다.

국내에 있어 상대적으로 의결권 행사와 관련된 연구는 많지 않으며, 관련 연구도 대부분 국민연금 또는 집합투자업자의 의결권 행사가 기업가치(또는 시장반응)에 미치는 영향에 초점이 맞추어져 있다(Kim and Yon, 2014; Lee et al., 2017; Kim and Lim, 2018a; Yi, 2019). 반면에, 아직까지 국내 기관투자자의 의결권 행태를 결정짓는 요인에 대한 연구는 없기 때문에 스튜어드십 코드 도입 전후를 기점으로 기관투자자의 의결권 행사에 영향을 미치는 요인을 분석하고 그러한 변화가 국내기업의 지배구조 개선에 기여하는 방향으로 진행되는 가를 분석하는 것은 학술적으로 뿐만 아니라 제도 도입과 운영이라는 정책적 차원에서 중요한 의미를 갖는다.

이에 본 연구에서는 기관투자자의 주주활동 유형 가운데 실증분석이 가능한 의결권 행사를 통해 스튜어드십 코드가 기관투자자의 의결권 행사에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이를 위해 지난 2014년부터 2019년까지 유가증권 상장법인을 대상으로 기관투자자가 행사한 의결권 행사 결과를 전수 조사하여 기술통계 분석을 실시하며, 스튜어드십 코드 도입 전후로 안건별 찬성, 반대, 중립, 불행사의 결과를 살펴본다.

또한 본 연구에서는 기관투자자의 어떠한 특성이 스튜어드십 코드 참여 여부에 영향을 미치며, 이에 따라 기업의 개별적 특성이 추가적으로 반영될 경우 의결권 행사 결과에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하고자 한다.

4) 기관투자자의 경우 경쟁사를 의식할 수밖에 없기 때문에 스스로의 주주활동 전략을 노출하고 싶지 않아하며, 비공식 석상(behind the scene)에서 진행될수록 성공 가능성이 높아진다고 생각하는 경향이 있음(출처: Joseph A. McCahery 외 2인, 2015, "Behind the Scene: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors", 『Journal of Finance』; 김선민, "해외 기관투자자의 주주활동(engagement) 전략 및 사례 소개", 2019, KCGS Report 9권 8호.

5) 자본시장법 시행령 제91조(의결권행사의 공시 등)는 집합투자업자의 매년 4월 30일까지 직전연도 4월 1일부터 1년간 행사한 의결권 행사 내용 등을 공시하도록 하고 있음.

한국기업지배구조원(KCGS)이 관리·운영하고 있는 한국 스투어드십 코드 홈페이지(sc.cgs.or.kr)에 따르면, 스투어드십 코드에 참여하는 국내 기관투자자의 수는 지속적으로 증가하고 있으며 2019년 12월 31일 기준으로 총 108사이다. 국내 자산운용사의 경우 총 37사가 스투어드십 코드에 참여하고 있으며, 특히 국민연금의 스투어드십 코드 참여 전후로 자산운용사의 스투어드십 코드 도입은 현저하게 증가하였다.<sup>6)</sup> 한국 스투어드십 코드에 참여하는 기관투자자 가운데 자산운용사의 주식보유비중이 가장 크고 다른 업권에 비해 의결권 행사의 행태(찬성, 반대, 중립, 불행사)가 다양하다.

〈표 1〉 국내 기관투자자의 한국 스투어드십 코드 참여 현황(2019.12.31. 기준)

구분	2017	2018	2019	합계
연기금	0	1	1	2
자산운용사	6	18	13	37
보험사	0	2	3	5
증권사	0	2	1	3
은행	0	1	1	2
투자자문사	1	0	0	1
PEF	7	18	9	34
서비스기관	1	1	1	3
기타	0	8	13	21
합계	15	51	42	108

\* 출처: 한국 스투어드십 코드 홈페이지(sc.cgs.or.kr).

\*\* 해외 기관투자자의 한국 스투어드십 코드 참여 현황은 제외된 수치임.

과거 국내기업의 지배구조 개선을 위한 다양한 정책적 방안이 도입되었으나 이의 주체인 주주가 기업경영에 대한 모니터링 역할을 충실히 수행하지 않는다면 이러한 정책방안들의 실효성은 매우 제한적일 것이다. 반면에, 스투어드십 코드의 도입과 이를 통한 기관투자자의 주주권 행사 강화는 이제까지 시행해보지 못했던 새로운 관점의 지배구조개선 방안이라는 점에서 중요한 의미를 가질 것으로 기대할 수 있다. 따라서 본 연구는 국내 기관투자자의 의결권행사 관행의 변화에 대한 실증적 자료에 기초하여 정책 도입 효과를 검증한다는 점에서도 중요한 정책적 의미를 갖는다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 선행연구 및 연구의 의의를 기술하고, 제 3장에서는 가설을 설명한다. 제 4장에서는 기초통계량 및 실증분석에 대한 결과를 제시하며 제 5장에서는 요약 및 정책적 시사점을 제시한다.

6) 2017년까지 한국 스투어드십 코드에 공식적으로 참여한 국내 자산운용사는 6사에 불과하였으며, 2018년 이후로 31개의 국내 자산운용사가 추가로 참여함. 참고로, 국민연금의 한국 스투어드십 코드 공식 참여 이후(2018년 3분기) 21개의 국내 자산운용사가 한국 스투어드십 코드에 공식 참여함 (출처: 한국 스투어드십 코드 홈페이지(sc.cgs.or.kr)).

## 2. 선행연구

해외 연구에서는 기관투자자의 주주활동에 관한 연구가 비교적 체계적이고 다양하게 이루어져 왔다. Guercio and Hawkins(1999)는 미국의 주요 5개 연기금의 주주제안이 타겟회사의 재무성과 개선에 영향을 주지 않았지만 기업지배구조를 비롯한 기업의 구조적인 변화에 영향을 주었음을 보고하였다. Brav et al.(2019)은 미국 retail shareholder의 의결권 행사를 분석하여 투자 포트폴리오에서 차지하는 비중이 높은 기업에 대해서 모니터링 수준을 높이며, 회사의 성과가 좋지 않은 경우 경영진 안전에 반대하는 경향이 있음을 밝혀냈다.

Matvos and Ostrovsky(2010)는 이사 선임 안전에 대한 의결권 행사를 분석하여 기관투자자 간의 이질성(heterogeneity)과 동조효과(peer effect)가 의결권 행사에 중요한 요소임을 확인하였다. 이 외에도 사업적 관계(business ties)가 뮤추얼 펀드의 의결권 행사에 미치는 영향(Cvijanović et al., 2016), 의안분석 자문기관의 권고안과 기관투자자의 의결권 행사 결과와의 연관성 연구(Malenko and Shen, 2016), 협력적 주주활동에 관한 연구(Gillian and Starks, 2000) 등이 진행되어 왔다. 최근 들어서는 주주활동 패턴을 분석하여 기관투자자의 특성을 분석하는 연구(Butler et al., 2010; Bolton et al., 2020)도 진행되었다. Bubb and Catan(2019)은 기관투자자의 유형을 경영진 친화적인 기관투자자, 주주친화적인 기관투자자, 반(反) 경영진 성향의 기관투자자로 구분하여 기관투자자의 유형별 특성에 따른 의결권 행사 패턴(vote preference)을 연구하였으며, Brav et al.(2018)은 투자대상 기업의 규모 및 이들 기업에 대한 기관투자자의 지분율에 따라 의결권 행사 행태가 달라지는 가를 연구하였다.

반면에 기관투자자의 특성을 구분하여 스투어드십 코드 참여 여부와 의결권 행사 패턴을 분석한 연구는 국내에 아직까지 존재 하지 않는 것으로 파악된다. Song(2017), Ahn(2016), Kim(2016) 등과 같이 스투어드십 코드와 관련된 법·제도 연구가 주를 이루고 있으며, 일부 실증연구의 경우 기관투자자의 의결권 행사 결과가 시장반응에 미치는 영향에 주로 초점이 맞추어져 있다. Kim and Yon(2014)은 2005년부터 2011년 국민연금과 집합투자자의 반대 의결권 행사가 기업 가치에 미치는 영향에 대해 분석하였으며, Yi(2019)는 2013년부터 2017년까지 집합투자업자의 의결권 행사 결과를 토대로 이들 기관투자자의 반대 의결권 행사가 기업가치에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 두 연구 모두 기관투자자의 반대 의결권 행사가 시장반응에 긍정적인 영향을 미쳤음을 밝혀냈다.

스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금의 의결권 행사에 따른 시장반응을 분석한 연구도 존재한다. Kim and Lim(2018a)은 국민연금의 스투어드십 코드 도입이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 지배구조 수준에 따라 기업가치에 미치는 영향에 차이가 있음을 보고하였다. Kim and Lim(2018b)은 또 다른 연구를 통해 국민연금이 스투어드십 코드 도입을 의결한 시점을 기준으로 5% 이상 지분을 보유한 기업의 경우 매우 유의한 양의 비정상 누적수익률을 보이고, 기업지배구조 수준에 따라 비정상 누적수익률에 차이가 있음을 확인하였다. Lim and Lee(2019)는 국민연금의 의결권 행사 사전공시가 기업 주가에 미치는 영향을 실증적으로 분석하여 국민연금이 의결권 행사 방향을 사전에 공시한 기업들의 주가가 유의하게 하락한 것을 보고하였다. 하지만 필자가

이해하는 한 현재까지 스튜어드십 코드 도입 전후에 따른 민간 기관투자자의 의결권 행사에 관한 연구는 존재 하지 않는다.

본 연구는 국내 민간 기관투자자의 스튜어드십 코드 참여를 결정짓는 요인과 참여 전후 의결권 행사의 변화를 비교·분석하고, 의결권 행사에 영향을 미치는 요인을 연구하며, 이를 통해 동 제도의 정책적 효과를 판단할 수 있는 학술적 근거를 제공한다는 점에서 기존 연구와 차이를 갖는다.

### 3. 가설 설정

본 장에서는 스튜어드십 코드 도입과 기관투자자의 적극적 행동 (반대의사 표시) 간의 관계를 고찰하기 위한 실증적 가설을 설정한다. 국내 민간 기관투자자로서 크게 자산운용사, 증권회사, 은행, 보험사 등 4개 기관투자자가 실질적으로 기관투자자의 대부분을 차지한다.<sup>7)</sup> 이 중에서도 특히 자산운용사가 가장 많은 지분을 보유하고 있고 여타 기관투자자에 비하여 흔히 투자기업에 가장 많은 자본을 투자한 상태이기에, 주주로서 선관의무의 이행여부가 더욱 의미를 가질 것이다. 특히 향후 국내의 투자자들이 위험자산 투자를 위해 국내 금융기관에 자신의 투자금을 위탁할 경우 이를 적절히 운용하였는가에 대한 관심이 증가할 것이며 만약 수탁기관이 적절한 선관의무를 수행하지 못한 것으로 나타날 경우 이들 기관의 수탁액이 감소할 수 있을 뿐 아니라 소송 등 법률적 리스크가 커질 수 있다.

또한 최근 금융당국은 과거에 비하여 기관투자자의 투자대상기업에 대한 적극적 모니터링 활동을 더욱 장려하고 있고 이는 주식투자과정에서 상당한 압력요인으로 작용할 것이다. 이때 지배주주가 존재하지 않고 분산된 소유구조를 갖고 있는 순수 금융자본의 경우 제조업기업과는 소유관계에서 자유롭기 때문에 투자대상기업에 대한 주주권 행사에 있어 보다 자유로울 수 있을 것이라는 점에서 코드 참여에 따른 부담이 보다 적을 것이다. 이는 순수 금융자본의 경우 코드 도입에 더욱 적극적인 행태를 보일 것이라는 예상을 가능하게 한다.

한편 기업집단에 소속된 금융계열사의 경우 여타 계열사의 경영정책을 지지할 수밖에 없는 가운데 코드 참여시 안전에 대해 무조건 찬성하기 어려워지는 상황을 우려할 수 있다는 점에서 코드참여 가능성이 낮을 수 있다. 반면에 금융계열사가 지배주주의 사적이익추구의 대상이 될 수 있다는 점에서 시장과 감독기관의 보다 엄격한 감시의 압력을 받고 있는 상황이 엄연히 존재한다. 따라서 이들의 코드 참여 가능성이 오히려 높을 수도 있을 것이다.

마지막으로 통계분석에 따르면 기관투자자별로 스튜어드십 코드 제도 도입 전 상이한 반대율을 보여주고 있는데 그동안의 소극적 주주권 행사의 행태를 개선하려는 의지가 작동할 경우 그동안 낮은 반대율을 보여주던 기관투자자의 코드 참여 가능성이 높을 수 있다. 반면에 그동안 의결권 행사 반대율이 높았던 금융기관이 이를 보다 강화하려는 수단으로서 코드에 참여 할 가능성 또한 존재한다. 이상의 논의를 정리하면 아래 가설 1과 같다.

7) 본 연구에서 국민연금은 분석대상에서 제외한다. 동 기관은 공적연기금으로서 전적으로 정부의 통제하에 있다는 점에서 코드 참여 여부에 선택의 여지가 없으며 의결권행사에 있어서도 정책적 측면이 반영된다는 비판에서 자유로울 수 없기 때문이다.

가설 1: 주식보유규모가 클수록, 순수 금융자본일수록, 기업집단에 소속된 금융계열사일수록, 그리고 코드 도입 전 주주총회 안건에 대한 반대율이 높은 기관일수록 스투어드십 코드 참여 가능성이 더욱 높을 것이다.

가설 1의 검정을 위해서 종속변수로서 스투어드십 코드 참여 더미변수를 설정하고, 자산운용사 더미, 금융기업집단 계열사 더미, 기업집단 소속 기관투자자 더미 및 주주총회 안건의 반대율을 독립변수로 설정하여 회귀분석을 실시한다.

한편, 본 논문에서 가장 중요한 가설로서 아래 가설 2와 가설 3을 제시한다.

가설 2: 스투어드십 코드에 참여한 기관투자자는 주주총회 안건에 대하여 더욱 반대하는 경향이 있을 것이다.

정부가 스투어드십 코드를 도입한 주된 이유는 국내 기관투자자들로 하여금 보다 적극적 주주권을 행사하도록 유도하기 위한 것이다. 물론 반대의결의 증가가 적극적 주주권행사 또는 주주로서 선관의무를 보다 충실히 이행하는 것인가의 논란이 있을 수 있으나, 적어도 과거 국내 기관투자자들이 주주로서의 역할을 거의 행하지 않고 그의 한 대표적 증거로서 주주총회 안건에 대한 거의 무조건적인 찬성행태를 보여 왔다는 점에서 안건반대 여부는 매우 적절한 대리변수로 해석될 수 있다.

가설 2의 검정을 위한 회귀분석 시 본고에서는 선택편의(selection bias)를 통제하기 위해 차이-차이 분석(differences-in-differences; DID)을 행하기로 한다. 우선 종속변수로서 어느 기관투자자가 특정 주주총회 안건에 대하여 반대표시를 하였다면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수를 설정한다(가설 2의 검증). 즉, 로짓분석을 행하되, 기관투자자-연도 고정효과 패널로짓분석을 시행한다.

한편, 또 다른 종속변수로서 특정 기관투자자의 특정 연도, 특정기업의 주주총회 총안건수 대비 반대의사 표명 안건수의 비율을 설정한다. 이러한 종속변수에 대하여, 독립변수로서 세계의 더미변수를 설정하여 회귀분석 한다. 첫 번째는 스투어드십 코드에 참여한 기관투자자인 경우 1의 값을 갖고 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 두 번째 변수는 스투어드십 코드가 전혀 도입이 안 된 2014년~2016년 주주총회일 경우 0의 값을, 도입 직후 및 이후인 2017년~2019년 주주총회일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. 세 번째는 가장 중요한 변수로서, 앞서 설정한 두 더미변수, 즉 스투어드십 코드 참여 더미변수와 스투어드십 코드 도입기간 더미변수 간의 곱(교차항)이다. 이러한 독립변수와 앞서 언급한 종속변수에 대하여 기관투자자-연도 고정효과 패널분석을 시행한다.

이러한 변수와 모형의 설정은 기초통계량에서도 나타나듯이 제도 도입 이후의 안건반대율 증가가 제도 도입 때문이 아니라 그동안 국내자본시장의 변화에 기인한 자연증가현상을 반영하는 경우를 통제하기 위한 것이다. 만일 상기 교차변수(참여기관더미×도입기간더미)의 회귀계수가 유의한 양(+의 값을 가질 경우 가설 2가 성립하는 것으로 해석한다.

한편, 스투어드십 코드 참여 및 그 시기가 기관투자자의 의결권 행사에 영향을 미칠 수 있지만, 그와 더불어 투자기업의 개별적 특성도 이에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어 투자기업의 경영진



및 지배주주에 의한 대리인 문제가 심각할수록 기관투자자가 이를 완화하기 위한 방안으로 주주총회 안건에 대하여 더욱 반대의견을 표시할 수 있을 것이다. 이때 대리인 문제가 완화될 수 있는 경우로서 외부감시주체가 존재하는 경우 및 더 많은 현금배당이 지급되는 (잉여현금흐름의 문제 완화) 경우를 고려할 수 있다. 본 논문에서는 외부감시주체의 대리변수로서 외국인 지분율을 설정하고, 현금배당 지급 수준의 대리변수로서 배당수익률을 설정한다. 즉, 외국인 지분율이 낮을수록 외부감시주체의 부족으로 인해 투자기업은 대리인 문제가 더욱 심할 수 있고, 현금배당을 적게 지급하는 기업일수록 (낮은 배당수익률) 잉여현금흐름(Free Cash Flow) 문제로 인해 기업가치가 감소할 수 있다.

다음으로 외부기업지배구조로서 상품시장에서의 경쟁도를 고려할 수 있다. 즉, 상품시장 경쟁도가 높을수록 (낮은 허쉬만-허핀달 지수) 대리인 문제가 감소한다는 기존의 연구결과를 반영한다(Schmidt, 1997; Shleifer and Vishny, 1997 등). 만일 이 주장이 성립한다면, 상품시장의 경쟁 수준이 낮을수록 (높은 허쉬만-허핀달 지수) 대리인 문제가 더 클 것이므로 기관투자자로 하여금 주주총회 안건에 대하여 더욱 적극적인 반대의사 표시를 할 가능성이 있다. 반대로 투자기업의 상품시장에서의 경쟁이 치열할수록 자칫 경쟁에서의 도태될 것을 우려하는 기관투자자가 더욱 적극적으로 주주총회에서 반대의결을 할 가능성 또한 존재한다. 즉, 상품시장의 경쟁도가 주주총회에서의 반대의사 표시 가능성 및 반대비율에 미치는 영향은 실증적 이슈라 할 수 있다.

이에 아래와 같은 가설을 설정한다.

가설 3: 투자대상기업의 외국인 지분율이 낮을수록, 현금배당이 적을수록, 상품시장에서의 경쟁수준이 낮을수록 기관투자자는 이러한 기업에 대하여 주주총회 안건 상정 시 더욱 많은 반대의사를 표시할 것이다.

가설 3을 검증하기 위하여, 첫째, 종속변수로서 주주총회 안건에 반대하면 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수를 설정하고 독립변수로서 기업지배구조 상위 더미, 스투어드십 코드 참여더미×스튜어드십 코드 도입기간더미를 곱한 교차변수, 외국인 지분율, 배당수익률, 허핀달-허쉬만 지수를 설정한다. 이 때 이들 독립변수의 회귀계수가 공히 유의한 음(-)의 값을 갖는다면, 가설 3이 성립한다고 해석할 수 있다. 또한 같은 논리로, 종속변수로서 주주총회 안건에 대한 기관투자자의 반대비율을 설정한 후 독립변수로서 상기 독립변수들을 동일하게 설정한 후 회귀분석 하였을 때 이들 독립변수의 회귀계수가 공히 음(-)의 값을 갖는다면 가설 3이 성립한다고 해석할 수 있다.

한편 가설 3은 스투어드십 코드의 제도 도입과 이에 대한 참여가 기관투자자로 하여금 국내기업의 대리인 문제를 해결하는데 필요한 적극적인 주주권의 행사를 유도하는 긍정적 효과가 있음을 밝혀주는 중요한 가설이다. 즉, 동 제도를 도입한 이유는 그동안 국내기업의 경영에 있어 외부주주의 감시역할이 거의 부재한 가운데 내부자인 지배주주와 경영자가 자신의 사적 이익을 추구하는 문제를 개선하기 위한 것인데, 실증분석결과 동 제도의 도입 이후 이에 참여한 기관투자자들이 주로 대리인문제가 심각한 경우에 주주총회 안건에 대해 반대경향이 증가한다는 것은 긍정적 방향으로 주주권 행사가 강화되고 있다는 중요한 근거가 되기 때문이다.

## 4. 실증분석

### 4.1 표본 선정

국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 자료는 한국거래소 전자공시시스템(KIND)에 공시된 내용(집합투자업자 및 투자회사 등의 의결권 행사 및 불행사 공시)을 참고하여 2014년부터 2019년까지 유가증권 상장법인의 3월 정기 주주총회 의결권 행사 결과를 조사하였으며, 표본 기간은 스튜어드십 코드 효과를 전후로 살펴보기 위해 2014년부터 2019년까지로 설정하였다.

한 개의 표본은 기관투자자, 기업의 개별안건, 찬반결과로 구성되어 있으며, 주주제안, 일괄상정 안건, 경선안건, 보고안건은 분석에서 제외하였다. 경영진에 대한 기관투자자의 견제 효과를 살펴보기 위해 주주제안은 분석에서 제외하였고, 보고안건은 결의안건이 아닌 관계로 포함하지 않았다. 일부 상장기업의 경우 정관 변경 안건 또는 이사 선임 안건 상정 시 기관투자자들이 각각의 정관 변경 내용 또는 후보자를 개별적으로 판단할 수 있도록 안건을 분리하여 상정하는 것이 바람직함에도 일괄적으로 안건을 상정하고 있다. 일괄 상정에 대한 의결권 행사 공시는 기관투자자마다 상이하고 찬성률 또는 반대율 과대계상 문제가 있어 분석에서 제외하였다. 경선안건의 경우 선임될 이사의 수와 후보수가 동일하지 않고 다수의 후보자를 통해 적합한 이사를 선임하는 방식을 취하고 있어 반대율 측정 시 과대계상 될 가능성이 있기 때문에 분석대상에서 제외하였다.<sup>8)</sup>

〈표 2〉 2014년~2019년 민간 기관투자자의 의결권 행사 기본 정보

Panel A: 의결권 행사 결과를 공시한 민간 기관투자자의 수\*

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
자산운용사	50사	59사	55사	79사	97사	142사
은행	5사	4사	2사	3사	2사	1사
보험사	84사	23사	23사	23사	21사	22사
증권사	0사	0사	0사	1사	3사	3사
전체	78사	86사	80사	106사	123사	168사

Panel B: 민간 기관투자자의 의결권 행사 공시 대상 기업(유가증권) 수

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
자산운용사	319사	366사	366사	365사	381사	354사
은행	20사	16사	16사	11사	14사	11사
보험사	84사	96사	118사	149사	342사	125사
증권사	0사	0사	0사	4사	15사	12사
전체**	320사	367사	369사	370사	385사	358사

\* 기관투자자의 불성실 공시(공시기간 이후 의결권 행사 결과 공시)로 조사 기간 동안 의결권 행사 공시가 안 된 경우 표본에서 제외함.

\*\* 민간 기관투자자의 의결권 행사공시 대상 기업 전체 수는 업권별 민간 기관투자자의 의결권 행사 공시 대상 기업 수의 합과 같지 않을 수 있음. 이는 동일 기업에 대해서 서로 다른 민간 기관투자자의 의결권을 동시에 행사한 경우가 존재하기 때문임.

8) 경선을 통한 이사 선임은 1명의 이사 선임 시 1명의 후보자를 추천하는 것이 아니고, 다수의 후보자를 추천함. 예를 들어, 1명의 이사를 선임하는데 3명의 후보자가 후보로 추천되는 경우 선임된 후보자를 제외한 나머지 2명은 찬성률이 낮아 선임되지 못한 것이지 반대로 인해 선임이 되지 못한 것이 아님.

<표 2>는 2014년부터 2019년까지 의결권 행사 결과를 공시한 민간 기관투자자 및 이들 기관투자자의 의결권 행사 공시 대상 유가증권 상장법인 현황을 정리한 표이다. 2014년부터 2019년까지 자본시장법상 의결권 행사 공시 의무가 있는 기관투자자의 수는 증가하고 있으며, 이 가운데 자산운용사가 가장 높은 비중(평균 약 75.2%)을 차지하고 있다.

<표 3>은 같은 기간 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황이다. 지난 6년간 민간 기관투자자가 공시한 경영진 안건 수는 총 87,837건이었으며 이중 찬성이 79,612건, 반대가 2,073건, 중립이 1,287건, 불행사가 5,315건이었다. 같은 기간 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사는 지속적으로 증가하고 있으며, 업권별로 살펴보면 2019년 정기 주주총회에서 자산운용사의 의결권 반대율(4.23%)은 스튜어드십 코드가 도입되기 전 개최된 2016년 정기 주주총회 반대율(1.55%) 보다 약 2.73배가량 증가했음을 알 수 있다(<그림 1> 참고). 은행과 증권사의 경우 2019년 반대율이 각각 11.25%, 8.33%로 전년대비 크게 증가하였는데, 이는 이전까지 이들 기관투자자의 의결권 행사 반대 건수가 없거나 매우 적었다가 2019년도에 비로소 반대의사를 표현하기 시작했음을 의미한다.<sup>9)</sup> 먼저 2018년까지 반대 건수가 거의 없었던 이유는 이들 은행 및 증권사의 주요 고객이 바로 주요 상장사이기 때문이다. 즉, 은행과 증권사의 경우 주주로서의 권익을 포기하는 대신 신규 대출 등 채권자(은행)로서의 권익을 유지·확대 하거나 주간사(증권사)로서 수수료 수익을 확보하는 것이, 주주로서의 권익을 지키기 위해 이들 이익을 포기하는 것보다 더 많은 이익을 제공하기 때문인 것으로 사료된다.

<표 3> 2014년~2019년 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황

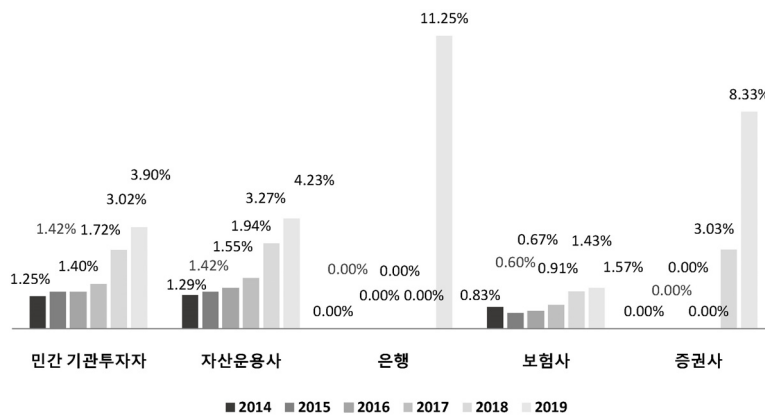
	경영진 안건 수	찬성	반대	중립	불행사
Panel A: 전체 민간 기관투자자					
2014	10,982	10,617	137(1.25%)	151	163
2015	13,367	12,367	194(1.42%)	179	731
2016	12,829	11,931	180(1.4%)	248	559
2017	13,000	11,836	224(1.72%)	235	746
2018	15,046	13,533	455(3.02%)	259	871
2019	22,613	19,328	883(3.90%)	215	2,245
합계	87,837	79,612	2,073(2.36%)	1,287	5,315
Panel B: 자산운용사					
2014	8,823	8,519	114(1.29%)	144	67
2015	10,787	10,003	153(1.42%)	162	483
2016	9,996	9,513	155(1.55%)	220	120
2017	10,280	9,407	199(1.94%)	226	435
2018	12,432	11,121	407(3.27%)	237	677
2019	18,935	15,921	801(4.23%)	170	2,052
합계	71,253	64,484	1,829(2.57%)	1,159	3,834

9) <표 2>에 의하면 2019년 은행 1곳이 유가증권 상장법인을 대상으로 의결권 행사를 공시하였으며, 80건의 경영진 안건 중 9건에 대해 반대 의결권을 행사함(<표 3>참고). 이는 모두 KB국민은행이 반대한 것임. 증권사의 경우 의결권 행사를 공시한 3곳의 증권사 중 신영증권이 유일하게 2018년과 2019년 연속으로 반대 의결권을 행사함.

<표 3> 2014년~2019년 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황(계속)

	경영진 안건 수	찬성	반대	중립	불행사
Panel C: 은행					
2014	220	220	0(0.00%)	0	65
2015	210	210	0(0.00%)	0	89
2016	143	143	0(0.00%)	0	81
2017	173	173	0(0.00%)	0	72
2018	115	115	0(0.00%)	0	75
2019	80	71	9(11.25%)	0	76
합계	941	932	9(0.96%)	0	458
Panel D: 보험사					
2014	1,119	1,158	10(0.83%)	2	29
2015	1,657	1,483	10(0.60%)	6	159
2016	2,075	1,855	14(0.67%)	14	190
2017	2,188	1,963	20(0.91%)	2	199
2018	2,170	2,000	31(1.43%)	11	116
2019	2,610	2,438	41(1.57%)	7	100
합계	11,819	10,897	126(1.07%)	42	793
Panel E: 증권사					
2014	0	0	0(0.00%)	0	0
2015	0	0	0(0.00%)	0	0
2016	0	0	0(0.00%)	0	0
2017	24	0	0(0.00%)	0	24
2018	66	61	2(3.03%)	0	3
2019	144	127	12(8.33%)	0	2
합계	234	188	14(5.98%)	0	29

<그림 1> 2014년~2019년 민간 기관투자자의 반대율(%) 추이



<표 4>는 안건 유형별 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 반대 현황이다. 상정 안건 수가 상대적으로 적은 감사 선임 및 감사 보수 안건을 제외하고, 이사선임 안건에 대한 평균 반대율이

2.72%로 가장 높았으며, 그 다음으로 정관 변경 안건(2.70%), 이사 보수 안건(1.75%), 재무제표(이익배당) 승인의 건(0.81%) 순으로 높게 나타났다. 2014년부터 2018년까지 재무제표(이익배당) 승인의 건 반대율은 1% 미만이었으나, 2019년 정기 주주총회부터 반대율이 급격하게 증가했다. 이는 국내 기관투자자가 2019년 정기 주주총회를 기점으로 배당 안건에 모니터링 수준을 높인 것으로 판단된다. 2019년 정관 변경 안건의 경우 반대율이 1/3가량 감소한 것을 알 수 있는데 이는 2019년 정기 주주총회부터 기업들이 정관변경 안건을 일괄상정 안건이 아닌 분리안건으로 상정하는 경우가 많아지면서 반대 건수 증가 대비 상정 안건수가 큰 폭으로 증가했기 때문이다.

〈표 4〉 안건 유형별 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황(2014년~2019년)

	경영진 안건 수	찬성	반대(반대율)	중립	불행사
Panel A: 재무제표(이익배당) 승인의 건					
2014	2,420	2,364	5(0.21%)	32	34
2015	2,575	2,398	8(0.31%)	30	154
2016	2,229	2,111	5(0.22%)	36	91
2017	2,100	1,937	11(0.52%)	34	124
2018	2,379	2,191	19(0.80%)	37	148
2019	3,312	2,859	73(2.20%)	30	365
합계	15,015	13,860	121(0.81%)	199	916
Panel B: 정관 변경					
2014	903	876	12(1.33%)	10	9
2015	959	850	41(4.28%)	12	62
2016	1,247	1,135	22(1.76%)	38	53
2017	949	845	36(6.31%)	16	52
2018	1,072	949	60(5.60%)	14	57
2019	3,758	3,333	69(1.84%)	25	340
합계	8,888	7,988	240(2.70%)	115	573
Panel C: 이사선임(사외이사, 사내이사, 기타 비상무이사, 감사위원)					
2014	4,312	4,147	74(1.72%)	67	64
2015	6,142	5,760	80(1.30%)	93	270
2016	6,022	5,567	104(1.73%)	128	291
2017	6,691	6,104	102(1.52%)	136	374
2018	7,987	7,164	257(3.22%)	159	442
2019	10,001	8,577	504(5.04%)	117	810
합계	41,155	37,319	1,121(2.72%)	700	2,251
Panel D: 감사 선임					
2014	140	128	8(5.71%)	0	14
2015	194	169	9(1.75%)	2	20
2016	193	185	5(2.59%)	3	5
2017	163	140	9(5.52%)	1	21
2018	140	122	9(6.43%)	1	10
2019	399	292	44(11.03)	1	67
합계	1,229	1,036	84(6.83%)	8	137

<표 4> 안건 유형별 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황(2014년~2019년)(계속)

	경영진 안건 수	찬성	반대(반대율)	중립	불행사
Panel E: 이사 보수					
2014	2,406	2,336	19(0.79%)	33	33
2015	2,629	2,413	46(1.75%)	30	155
2016	2,345	2,189	31(1.32%)	35	95
2017	2,178	1,977	48(2.20%)	36	121
2018	2,429	2,216	39(1.61%)	37	151
2019	3,237	2,791	83(2.56%)	30	344
합계	15,224	13,922	266(1.75%)	201	899
Panel F: 감사 보수					
2014	422	412	1(0.24%)	6	3
2015	552	498	2(0.36%)	5	47
2016	476	450	5(1.05%)	5	14
2017	387	353	6(1.56%)	5	23
2018	403	359	11(2.73%)	4	28
2019	1,053	823	32(3.04%)	4	200
합계	3,293	2,895	57(1.73%)	29	315

<표 5>는 스튜어드십 코드 참여 여부에 따른 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황을 정리한 표이다. 분석 편의상 전체 표본에서 2019년 12월 31일 기준으로 한국 스튜어드십 코드에 참여한 국내 민간 기관투자자와 참여하지 않은 국내 민간 기관투자자로 구분하여 조사하였다. 조사 결과, 분석기간 내 SC 참여 기관투자자의 평균 반대율(2.91%)이 미참여 기관투자자의 평균 반대율(1.22%) 보다 높았다. 기존 연구(Kim and Yon, 2014)에서 2005년부터 2011년까지 집합투자업자의 의결권 행사 반대율이 1%를 하회한 것을 고려하면, 스튜어드십 코드 도입 전후 및 기관투자자의 스튜어드십 코드 참여 여부에 따라 국내 기관투자자의 의결권 행사 패턴에 변화가 있었음을 알 수 있다.

<표 5> SC 참여 여부에 따른 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황(2014년~2019년)  
 의결권 행사를 공시한 기관투자자 가운데 2019년 12월 31일 기준으로 한국 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자는 SC 참여 기관투자자로, 참여하지 않은 기관투자자는 SC 미참여 기관투자자로 구분함.

	경영진 안건 수	찬성	반대(반대율)	중립	불행사
Panel A: SC 참여 기관투자자					
2014	6,440	6,210	63(0.98%)	127	124
2015	8,210	7,533	130(1.58%)	147	503
2016	7,675	7,296	120(1.56%)	200	145
2017	7,202	6,714	165(2.30%)	192	186
2018	8,432	7,783	391(4.64%)	194	131
2019	9,258	8,518	504(5.44%)	162	124
합계	47,217	44,054	1,373(2.91%)	748	586

<표 5> SC 참여 여부에 따른 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 현황(2014년~2019년)(계속)

Panel B: SC 미참여 기관투자자					
2014	4,529	4,394	74(1.63%)	24	39
2015	5,157	4,834	64(1.24%)	32	228
2016	5,154	4,635	60(1.16%)	48	414
2017	5,798	5,122	59(1.02%)	43	560
2018	6,615	5,751	64(0.97%)	65	740
2019	6,479	5,651	89(1.37%)	26	717
합계	33,732	30,387	410(1.22%)	238	2,698

## 4.2 변수의 설정 및 실증분석 모형

본 논문에서 사용되는 종속변수는 크게 세 가지이다.

첫째, 스튜어드십 코드 도입 여부이다. 이는 어떠한 특성을 가진 기관투자자가 스튜어드십 코드를 도입하는지 규명하기 위한 것인 바, 이를 통해 가설 1의 성립여부를 검증한다. 즉, 스튜어드십 코드를 도입할 경우 1, 그렇지 않을 경우 0을 갖는 더미변수를 종속변수로 설정하는 로짓분석 시 종속변수로 사용된다.

둘째, 개별 주주총회 안건에 대해 반대 의사표시 여부를 또 다른 종속변수로 설정한다. 즉, 개별 안건에 대하여 반대표시를 하였으면 1, 그렇지 않았으면 0을 갖는 더미변수를 종속변수로 설정한다. 이는 본고의 가설 2와 3을 검증하기 위한 변수이다.

셋째, 특정 기관투자자가 투자한 투자기업의 주주총회에서의 결의안건수 대비 동 기관투자자의 반대 의사 표시 안건수의 비율을 세 번째 종속변수로 설정한다. 이 역시 본 논문의 가설 2와 가설 3을 검증하기 위한 것이다.

첫 번째 종속변수인 스튜어드십 코드 도입 여부를 나타내는 더미변수의 경우, 본고에서는 로짓분석에서 종속변수로 설정되며, 다양한 독립변수로서 이 종속변수를 설명하고자 한다. 이때 독립변수는 코드 도입 직전의 주주총회에서의 반대 의사 표명 비율(Disagree\_Before\_Code)을 먼저 설정한다. 또한 외국계 기관이면 1을 갖고 국내 기관이면 0을 갖는 더미변수(Foreign\_Institution)를 설정하며, 기업집단 금융계열사(재벌)인 기관이면 1을 갖는 더미변수(Chaebol\_Institution)를, 금융지주회사의 계열사인 기관이면 1을 갖는 더미변수(Financial\_Group\_Institution)를 차례로 설정한다. 이와 더불어 또 다른 독립변수들로서 기관투자자가 자산운용사일 경우 1을 갖는 더미변수(Asset\_Manager)와 은행일 경우 1을 갖는 더미변수(Bank), 보험사일 경우 0을 갖는 더미변수(Insurance)를 더 설정한다. 그 외에도 통제변수로서 자산운용사의 규모(Fund\_Size), 현금보유율(Fund\_Cash), 배당수익률(Fund\_Dividend), 부채비율(Fund\_Leverage), 영업이익률(Fund\_ROA)을 설정한다. 이러한 로짓분석을 통해 가설 1이 성립하는지 검증한다.

한편, 본고의 가설검정과 관련된 가장 중요한 독립변수는, 차이-차이 분석(DID)을 위한 스튜어드십 도입 여부 더미변수(Stewardship\_Code\_Dummy), 스튜어드십 도입 기간 더미변수(Stewardship\_Period\_Dummy; 2014년~2016년이면 0, 2017년~2019년이면 1), 그리고 상기

두 더미변수의 곱(교차항)인  $Stewardship\_Cross\_Term(Stewardship\_Code\_Dummy \times Stewardship\_Period\_Dummy)$ 이다. 이 때 세 변수 중에서 가장 중요한 변수는 바로 교차항( $Stewardship\_Cross\_Term$ )으로서, 종속변수인 주주총회 안건에 대한 반대표시 여부(Disagreement) 및 주주총회 안건에 대한 반대의사 표명 비율에 대응되는 독립변수인 바, 이 교차항의 회귀계수 부호와 유의성이 본고의 가장 중요한 가설인 가설 2와 가설 3의 성립 여부를 결정짓는다.

위에서 언급한 두 종속변수에 대응되는 중요한 독립변수는 크게 8가지이다. 이를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 외국인 지분율(Foreign\_Ownership)이다. 외국인 지분율이 낮을수록 외부감시주체의 미비함으로 인해 기관투자자와 경영진 및 지배주주 간 대리인 문제가 심화될 수 있다. 이러한 높은 대리인 문제의 가능성은 기관투자자로 하여금 주주총회 안건에 대하여 더욱 반대를 표명하게 할 수 있다. 따라서 로짓분석 및 회귀분석 시 회귀계수의 부호는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

둘째, 배당수익률(현금배당의 경우에 한함)이다. 현금배당을 적게 한 기업일수록 앞서 언급한 잉여현금흐름(Free Cash Flow) 문제가 더욱 심화될 수 있다. 이는 기관투자자는 주주총회 안건에 대하여 반대하는 경향이 높을 것이다. 따라서 로짓분석 시 회귀계수의 부호는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

셋째, 허쉬판-허핀달 지수(HH)이다. 본 논문에서는 동 지수를 산출함에 있어 표준산업분류 중에서 중분류를 적용하여 측정한다. 만일 투자기업의 상품시장에서의 경쟁수준이 낮을수록 (높은 HH) 대리인 문제가 더 클 것이므로 기관투자자는 주주총회 안건에 대하여 더욱 적극적인 반대의사 표시를 할 가능성이 있다. 이러한 가능성이 실제로 성립한다면, HH의 회귀계수의 부호는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

한편, 위의 세 가지 독립변수를 제외한 통제변수로서 첫째, 현금보유비율을 고려할 수 있다. 현금을 많이 보유한 기업일수록 경영진 및 지배주주의 사적소비(perk consumption)의 유인이 크다면(Free Cash Flow), 많은 현금을 보유한 기업일수록 대리인 문제가 심화됨으로써 기관투자자는 주주총회 안건에 대하여 더욱 반대를 표명할 수 있다. 따라서 회귀분석 시 회귀계수의 부호는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 이 때 현금흐름비율은 현금 및 현금등가성 자산을 자산가치로 나누어줌으로써 표준화한 값이다.

둘째, 기업규모(Size)이다. 소규모 기업일수록 관련정보의 제공에 제한이 있거나 투자자의 관심부족으로 감시기능이 덜 작동된다면, 대리인 문제의 심화로 인해 기관투자자는 주주총회 안건에 대하여 더욱 반대를 표명할 수 있다. 따라서 회귀분석 시 회귀계수의 부호는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 이 때 기업규모는 매출액에 자연로그를 취한 값이다.

셋째, 영업이익률(ROA), 마지막으로 부채비율(Leverage)이다. 이 때 ROA는 영업이익을 자산가치로 나누어줌으로써 표준화 한 값이며, 부채비율은 부채가치를 자가지분가치로 나누어 준 값이다.

요컨대, 세 가지 주요 독립변수와 네 가지 통제변수를 사용하여 본 연구에서는 회귀분석을 실시한다.



이상의 논의를 바탕으로 본고에서 사용되는 회귀분석 모형을 수식으로 표현하면 아래와 같다.

$$\begin{aligned}
 Stewardship\_Code\_Dummy_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 Disagree\_Before\_Code_{i,t} + \beta_2 Foreign\_Institution_{i,t} \quad (1) \\
 & + \beta_3 Chaebol\_Institution_{i,t} + \beta_4 Financial\_Group\_Institution_{i,t} \\
 & + \beta_5 Asset\_Manager_{i,t} + \beta_6 Bank_{i,t} + \beta_7 Insurance_{i,t} \\
 & + \beta_8 Fund\_Size_{i,t} + \beta_9 Fund\_Cash_{i,t} + \beta_{10} Fund\_Dividend_{i,t} \\
 & + \beta_{11} Fund\_Leverage_{i,t} + \beta_{12} Fund\_ROA_{i,t} + (Firm_i + Year_t) \\
 & + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Disagreement_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 Stewardship\_Code\_Dummy_{i,t} \quad (2) \\
 & + \beta_2 Stewardship\_Period\_Dummy_{i,t} + \beta_3 Stewardship\_Cross\_Term_{i,t} \\
 & + \beta_4 HH_{i,t} + \beta_5 Foreign\_Ownership_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Cash_{i,t} + \beta_8 Dividend_{i,t} \\
 & + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + (Firm_i + Year_t) + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Disagree\_Ratio_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 Stewardship\_Code\_Dummy_{i,t} \quad (3) \\
 & + \beta_2 Stewardship\_Period\_Dummy_{i,t} + \beta_3 Stewardship\_Cross\_Term_{i,t} \\
 & + \beta_4 HH_{i,t} + \beta_5 Foreign\_Ownership_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Cash_{i,t} + \beta_8 Dividend_{i,t} \\
 & + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + (Firm_i + Year_t) + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

특히 식 (2) 및 식 (3)에서, 교차항인 Stewardship\_Cross\_Term에 대한 회귀계수의 부호가 유의한 양(+)의 값을 가질 경우 본고의 가설 2가 성립함을 의미한다. 또한 Foreign\_Ownership, Dividend의 회귀계수가 유의한 음(-)의 값을 갖는다면, 그리고 HH의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 갖는다면 본고의 가설 3이 성립하는 것으로 해석한다.

### 4.3 기초통계량 및 상관계수

본 절에서는 먼저 본 논문에서 사용되는 변수들의 요약통계량을 살펴보고 각 변수 간 피어슨 상관계수를 해석하기로 한다. 기초통계량은 <표 6>에, 상관계수는 <표 7>에 나타나 있다.

먼저 <표 6-1>에 의하면, 기관투자자는 전체 안건 중 2.2%에 대해서만 반대 의사표시 (Disagreement)를 한 것으로 나타났다. 이는 다소 낮은 비율이기는 하지만, 표준편차가 상대적으로 다소 큰 값(0.148)을 갖는 것으로 보아 회귀분석 시 심각한 문제는 발생하지 않을 것으로 예상된다. 다음으로, 스튜어드십 코드를 도입한 기관투자자는 의결권 행사를 공시한 전체 기관투자자의 59%에 해당된다(Stewardship\_Code\_Dummy). 즉, 국민연금을 제외한 기관투자자의 절반 이상이 스튜어드십 코드를 도입한 것으로 판단된다.

다음으로, <표 6-2>에 의하면 의결권 행사를 공시한 민간 기관투자자 전체 중에서 자산 운용사가 차지하는 비중이 83%인 것으로 나타나 대체로 자산운용사들이 주주총회에서 의사 표시를 적극적으로 표명하는 것으로 판단된다.

〈표 6〉 요약통계량

아래 표는 본 연구에서 사용되는 변수에 대한 기초통계량을 나타내고 있다. Disagreement는 기관투자자가 주주총회 안건에 대하여 반대의사 표명을 할 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. Disagree\_Ratio는 어느 기관투자자가 특정 연도에 특정 기업의 주주총회 안건 총수 중 반대의사 표시를 한 안건 수의 비율이다. Stewardship\_Code\_Dummy는 스튜어드십 코드를 도입한 기관투자자일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. Stewardship\_Period\_Dummy는 기관투자자의 스튜어드십 코드를 도입이 시작된 2017년부터 2019년까지의 기간이면 1을, 2014년부터 2016년이면 0의 값을 갖는 더미변수이다. Stewardship\_Cross\_Term은 상기 두 더미변수, 즉 Stewardship\_Code\_Dummy와 Stewardship\_Period\_Dummy를 곱한 교차항이다. HH는 허쉬만-허핀달 지수로서, 산업 구분은 중분류를 따랐다. Foreign\_Ownership은 투자대상기업의 외국인 지분율이다. ROA는 투자대상기업의 영업이익을 자산가치로 나눈 값이다. Size는 투자대상기업의 매출액에 자연로그를 취한 값이다. Leverage는 부채가치를 자기자본가치로 나눈 값이다. Cash는 현금 및 현금등가물을 자산가치로 나눈 값이다. Dividend는 현금배당 지급액을 시가총액으로 나눈 값, 즉 배당수익률이다. Disagree\_Ratio는 특정 기관투자자가 특정 연도에 어느 기업에서 반대의사를 표명한 안건수를 총안건수로 나눈 값이다. Foreign\_Institution은 외국계 기관투자자일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. Chaebol\_Institution은 재벌 계열사인 기관투자자일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. Financial\_Group\_Institution은 국내 금융지주회사의 계열사인 기관투자자일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. Asset\_Manager는 기관투자자가 자산운용사일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. Disagree\_Before\_Code는 스튜어드십 코드가 도입되기 직전 주주총회에서 특정 기관투자자가 어느 기업에서 반대의사를 표명한 안건수를 총안건수로 나눈 값이다.

〈표 6-1〉 주주총회 안건별 반대의사 표명에 따른 각 변수에 대한 요약통계량

	표본수	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
Disagreement	92,992	0.022	0.000	0.148	0.000	1.000
Disagree_Ratio	92,992	0.021	0.000	0.085	0.000	1.000
Stewardship_Code_Dummy	92,992	0.589	0.000	0.492	0.000	1.000
Stewardship_Period_Dummy	92,992	0.479	0.000	0.500	0.000	1.000
Stewardship_Cross_Term	92,992	0.272	0.000	0.445	0.000	1.000
HH	92,992	0.180	0.107	0.198	0.006	0.989
Foreign_Ownership	92,992	0.303	0.209	0.163	0.000	0.897
Size	92,992	22.602	22.670	1.678	16.744	26.220
Cash	92,992	0.054	0.044	0.047	0.0001	0.759
Dividend	92,992	0.004	0.001	0.006	0.000	0.109
Leverage	92,992	4.443	1.084	8.067	0.020	56.822
ROA	92,992	0.043	0.040	0.043	-0.327	0.343

〈표 6-2〉 스튜어드십 코드 도입 직전 주주총회 안건 반대 관련 기관투자자의 특성 요약통계량

	표본수	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
Stewardship_Code_Dummy	46,204	0.637	1.000	0.481	0.000	1.000
Disagree_Before_Code	46,204	0.014	0.000	0.075	0.000	1.000
Foreign_Institution	46,204	0.211	0.000	0.408	0.000	1.000
Chaebol_Institution	46,204	0.235	0.000	0.424	0.000	1.000
Financial_Group_Institution	46,204	0.393	0.000	0.488	0.000	1.000
Asset_Manager	46,204	0.832	1.000	0.374	0.000	1.000
Bank	46,204	0.015	0.000	0.120	0.000	1.000
Insurance	46,204	0.118	0.000	0.323	0.000	1.000
Fund_Size	46,204	17.914	17.110	2.063	13.950	23.583
Fund_Cash	46,204	0.106	0.046	0.172	0.0001	0.943
Fund_Dividend	46,204	0.0001	0.000	0.0004	0.000	0.007
Fund_Leverage	46,204	2.068	0.279	4.163	0.006	39.379
Fund_ROA	46,204	0.094	0.078	0.079	-0.401	0.565

〈표 7〉 상관계수

〈표 7-1〉(〈표 8〉에 대응) 및 〈표 7-2〉(〈표 9〉, 〈표 10〉에 대응)는 본고에서 사용되는 변수들 간의 피어슨 상관계수를 나타내고 있다. 표 안의 값은 상관계수이며, 괄호 안의 값은 p-값이다. 변수에 대한 설명은 〈표 6〉 참조. \*, \*\*, \*\*\* 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 뜻한다.

〈표 7-1〉

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) Stewardship_Code_Dummy	1.000												
(2) Disagree_Before_Code	0.036 (<.0001)	1.000											
(3) Foreign_Institution	-0.013 (0.006)	0.124*** (<.0001)	1.000										
(4) Chaebol_Institution	0.152*** (<.0001)	-0.083*** (<.0001)	-0.054*** (<.0001)	1.000									
(5) Financial_Group_Institution	0.126*** (<.0001)	-0.095*** (<.0001)	-0.287*** (<.0001)	-0.445*** (<.0001)	1.000								
(6) Asset_Manager	0.450*** (<.0001)	0.040*** (<.0001)	-0.072*** (<.0001)	-0.077*** (<.0001)	0.049*** (<.0001)	1.000							
(7) Bank	-0.053*** (<.0001)	-0.023*** (<.0001)	-0.063*** (<.0001)	0.117*** (<.0001)	-0.067*** (<.0001)	-0.271*** (<.0001)	1.000						
(8) Insurance	-0.357*** (<.0001)	-0.034*** (<.0001)	0.134*** (<.0001)	-0.040*** (<.0001)	0.029*** (<.0001)	-0.816*** (<.0001)	-0.045*** (<.0001)	1.000					
(9) Fund_Size	-0.057*** (<.0001)	-0.081*** (<.0001)	-0.036*** (<.0001)	0.220*** (<.0001)	0.099*** (<.0001)	-0.650*** (<.0001)	0.295*** (<.0001)	0.706*** (<.0001)	1.000				
(10) Fund_Cash	-0.064*** (<.0001)	0.146*** (<.0001)	0.305*** (<.0001)	-0.087*** (<.0001)	-0.133*** (<.0001)	0.204*** (<.0001)	-0.069*** (<.0001)	-0.177*** (<.0001)	-0.319*** (<.0001)	1.000			
(11) Fund_Dividend	0.006 (0.230)	-0.021*** (<.0001)	-0.019*** (<.0001)	-0.028*** (<.0001)	0.000 (0.918)	-0.258*** (<.0001)	-0.015*** (0.001)	0.321*** (<.0001)	0.319*** (<.0001)	-0.074*** (<.0001)	1.000		
(12) Fund_Leverage	-0.323*** (<.0001)	-0.041*** (<.0001)	0.072*** (<.0001)	0.032*** (<.0001)	-0.047*** (<.0001)	-0.770*** (<.0001)	0.316*** (<.0001)	0.822*** (<.0001)	0.748*** (<.0001)	-0.208*** (<.0001)	0.301*** (<.0001)	1.000	
(13) Fund_ROA	0.185*** (<.0001)	-0.029*** (<.0001)	0.095*** (<.0001)	0.133*** (<.0001)	-0.081*** (<.0001)	0.392*** (<.0001)	-0.133*** (<.0001)	-0.402*** (<.0001)	-0.210*** (<.0001)	-0.124*** (<.0001)	-0.166*** (<.0001)	-0.441*** (<.0001)	1.000

〈表 7-2〉

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) Disagreement	1.000											
(2) Disagree_Ratio	0.578 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000										
(3) Stewardship_Code_Dummy	0.052 <sup>***</sup> (<.0001)	0.090 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000									
(4) Stewardship_Period_Dummy	0.047 <sup>***</sup> (<.0001)	0.081 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.040 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000								
(5) Stewardship_Cross_Term	0.086 <sup>***</sup> (<.0001)	0.149 <sup>***</sup> (<.0001)	0.511 <sup>***</sup> (<.0001)	0.638 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000							
(6) HH	0.006 <sup>*</sup> (0.072)	0.010 <sup>***</sup> (0.002)	-0.030 <sup>***</sup> (<.0001)	0.006 <sup>*</sup> (0.072)	-0.012 <sup>***</sup> (0.000)	1.000						
(7) Foreign_Ownership	-0.013 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.023 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.055 <sup>***</sup> (<.0001)	0.018 <sup>***</sup> (<.0001)	0.007 <sup>**</sup> (0.035)	0.100 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000					
(8) Size	-0.021 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.037 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.036 <sup>***</sup> (<.0001)	0.003 <sup>***</sup> (0.333)	0.003 (0.394)	0.385 <sup>***</sup> (<.0001)	0.429 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000				
(9) Cash	0.024 <sup>***</sup> (<.0001)	0.041 <sup>***</sup> (<.0001)	0.012 <sup>***</sup> (0.000)	0.090 <sup>***</sup> (<.0001)	0.058 <sup>***</sup> (<.0001)	0.080 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.170 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.067 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000			
(10) Dividend	-0.035 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.061 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.006 <sup>*</sup> (0.082)	-0.266 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.182 <sup>***</sup> (<.0001)	0.062 <sup>***</sup> (<.0001)	0.006 <sup>*</sup> (0.064)	0.014 <sup>***</sup> (<.0001)	0.129 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000		
(11) Leverage	-0.019 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.033 <sup>***</sup> (<.0001)	0.012 <sup>***</sup> (0.000)	-0.013 <sup>***</sup> (0.000)	0.007 <sup>**</sup> (0.036)	-0.214 <sup>***</sup> (<.0001)	0.244 <sup>***</sup> (<.0001)	0.143 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.323 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.196 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000	
(12) ROA	0.020 <sup>***</sup> (<.0001)	0.034 <sup>**</sup> (<.0001)	-0.037 <sup>***</sup> (<.0001)	0.139 <sup>***</sup> (<.0001)	0.070 <sup>***</sup> (<.0001)	0.321 <sup>***</sup> (<.0001)	0.037 <sup>***</sup> (<.0001)	0.138 <sup>***</sup> (<.0001)	0.174 <sup>***</sup> (<.0001)	0.120 <sup>***</sup> (<.0001)	-0.372 <sup>***</sup> (<.0001)	1.000

끝으로, 피어슨 상관계수 및 그 유의성을 판단할 수 있는 <표 7-1>에 의하면, 스투어드십 코드 참여 더미변수(Stewardship\_Code\_Dummy)와 유의한 양(+)의 상관계수를 가진 변수는 코드 참여 직전의 주주총회에서 반대의사 표시 비율(Disagree\_Before\_Code)과 기업집단 소속 기관투자자 여부 더미변수(Chaebol\_Institution), 순수 금융자본 더미변수(Financial\_Group\_Institution), 자산운용사 더미변수(Asset\_Manager), 그리고 통제변수인 자산운용사의 배당수익률(Fund\_Dividend) 및 수익성(ROA)이었다. 반면, 스투어드십 코드 참여 더미변수(Stewardship\_Code\_Dummy)와 유의한 음(-)의 상관계수를 가진 변수는 외국계 기관 더미(Foreign\_Institution), 은행 더미변수(Bank), 보험사 더미변수(Insurance), 자산운용사의 규모(Fund\_Size), 현금보유 비율(Fund\_Cash), 부채비율(Fund\_Leverage)이었다.

다음으로 <표 7-2>에 의하면, 주주총회 안전에 대하여 기관투자자가 반대의사를 표명한 경우 1의 값을 갖는 더미변수(Disagreement)와 유의한 양(+)의 값을 갖는 변수는 스투어드십 코드 참여 더미(Stewardship\_Code\_Dummy), 스투어드십 코드 도입기간 더미(Stewardship\_Period\_Dummy), 그리고 두 변수 간의 교차항(Stewardship\_Cross\_Term), 허쉬만-허핀달 지수(HH), 현금보유 비율(Cash) 및 ROA이다. 반면 코드 도입 더미와 유의한 음(-)의 상관계수를 갖는 변수는 외국인 지분율(Foreign\_Ownership), 규모(Size), 배당수익률(Dividend) 및 부채비율(Leverage)이다.

그리고 주주총회 총안건수 대비 주주총회 안전에 대하여 기관투자자가 반대의사를 표명한 안건수를 나타내는 Disagree\_Ratio는 반대표시 더미변수인 Disagreement와 유사한 패턴의 상관계수를 가졌다.

한편, 회귀분석 시 독립변수 간 상관계수의 절대값이 높을수록 다중공선성의 위험이 있다. 본고의 경우 절대값이 가장 높은 상관계수는 Foreign\_Ownership과 Size 간의 상관계수인 0.429 인데, 분산팽창계수(Variance Inflation Factor)를 점검한 결과 그 값이 3을 넘지 않아 다중공선성의 가능성은 낮다고 판단된다.

#### 4.4 실증분석 결과

##### 4.4.1 기관투자자의 유형에 따른 스투어드십 코드 도입 여부

본 절에서는 먼저 어떠한 특성을 갖는 기관투자자가 스투어드십 코드를 도입하는지 분석한다. 이를 위하여 종속변수(Stewardship\_Code\_Dummy)로서 특정 기관투자자가 스투어드십 코드를 도입한 경우 1을 갖는 더미변수를 설정하는 로짓분석을 행한다. 이 때 독립변수로서 코드 도입 직전연도 주주총회에서 결의안건에 대한 반대비율(Disagree\_Before\_Code), 외국계 기관이면 1을 갖는 더미변수(Foreign\_Institution), 재벌 계열사인 기관이면 1을 갖는 더미변수(Chaebol\_Institution), 금융지주회사의 계열사인 기관이면 1을 갖는 더미변수(Financial\_Group\_Institution) 및 자산운용사이면 1을 갖는 더미변수(Asset Manager), 은행일 경우 1을 갖는 더미변수(Bank), 보험사일 경우 1을 갖는 더미변수(Insurance) 및 여타 기관투자자의 특성을 나타내는 통제변수를 설정한다.

분석 결과는 <표 8>에 나타나 있다. 로짓분석 결과, 먼저 예상한 대로 스투어드십 코드 도입 직전연도 주주총회에서의 결의안건에 대한 반대비율이 높은 기관투자자일수록 더욱 적극적으로 스투어드십 코드를 도입한 것으로 나타났다. 이는 이미 활발하게 주주권을 행사해 온 기관투자자일수록 새로운 제도인 스투어드십 코드에 더욱 자발적으로 참여하기 때문인 것으로 사료된다.

<표 8> 스투어드십 코드 도입의 결정 요인

표는 기관투자자의 스투어드십 코드 도입 여부를 나타내는 더미변수인 Stewardship\_Code\_Dummy를 종속변수로, 기관투자자의 유형과 특성을 나타내는 변수들을 독립변수로 설정한 후 로짓분석을 행한 결과이다. 이 때 z-값은 기관투자자-연도(Investor-Year) Clustered Standard Error를 사용하여 조정한 값이다. 표 안의 값은 회귀계수이며, 괄호 안의 값은 z-값이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 뜻한다. 변수에 대한 설명은 <표 6> 참조.

종속변수: Stewardship_Code_Dummy	(1)	(2)	(3)	(4)
Disagree_Before_Code	1.111** (1.97)		2.258** (2.79)	2.205*** (4.56)
Foreign_Institution		0.425*** (5.34)	0.676*** (5.99)	1.438*** (9.33)
Chaebol_Institution		1.350*** (16.34)	1.674*** (18.32)	0.782*** (8.31)
Financial_Group_Institution		1.184*** (17.14)	1.811*** (19.18)	1.161*** (8.66)
Asset_Manager			17.882*** (145.90)	18.078*** (136.83)
Bank			16.056*** (66.12)	5.098*** (5.75)
Insurance			14.948*** (94.05)	4.023*** (4.60)
Fund_Size				1.465*** (14.23)
Fund_Cash				-2.081*** (-9.43)
Fund_Dividend				106.900*** (12.98)
Fund_Leverage				0.080** (2.09)
Fund_ROA				-13.639*** (15.35)
intercept	0.547*** (19.28)	-0.272*** (-5.10)	-17.969*** (-126.52)	-40.914*** (-24.81)
Investor-Year Clustering Effect	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Likelihood Ratio Chi-Squared	64.54***	3,478.45***	15,499.92***	23,216.97***
Obs.	46,204	46,204	46,204	46,204

한편, 외국계 기관투자자 더미의 회귀계수는 1.438, 금융지주회사 소속 계열사인 기관투자자 더미의 회귀계수는 1.161이었으며, 끝으로 기업집단 소속 금융계열사인 기관투자자 더미의 회귀계수는 0.782로 나타났다. 이들 더미는 각각 독립 기업인 국내 기관투자자에 비하여 스투어드십 코드 도입 가능성이 얼마만큼 더 큰지 나타내는 지표들이다. 따라서 표에 의하면 외국계 기관투자자일 경우 코드 도입을 가장 적극적으로 이행하고, 그 다음으로 금융지주회사 소속 계열사인 기관투자자가 적극적으로 이행하며, 재벌 소속 계열사인 기관투자자가 세 번째로 적극적으로 이행하고, 마지막으로 상기 어느 집단에도 소속되지 않은 기관투자자의 경우 가장 소극적으로 대처하는 것으로 파악된다.

이 같은 결과 중 외국계 기관투자자가 가장 적극적으로 코드 도입에 나선다는 것은 매우 흥미로운 결과인데, 이는 독립된 외부감사주체로서 외국인 투자자의 역할이 스투어드십 코드 도입의 경우에도 유사하게 나타났기 때문이다.

한편, 외국계 기관투자자에 이어 그 다음으로 금융지주회사 계열사인 기관투자자가 가장 적극적으로 코드 도입을 추진하였는데, 이는 금융지주회사 계열사인 기관투자자의 경우 정부의 개입을 더욱 많이 받기 때문에, 정부가 추진하는 스투어드십 코드 참여에 보다 적극적으로 수용하고 있음을 시사하는 결과라 할 수 있다.

또한, 기업집단(재벌)에 소속된 기관투자자의 경우 코드 참여와 불참여의 양면적 유인을 갖는데, 실증분석 결과에 따르면 기업집단 소속 계열사의 경우 독립기업인 국내 기관투자자에 비하여 주식시장 등을 통한 감시 및 견제가 더욱 활성화 된 상태이기 때문에 스투어드십 코드 도입의 압박을 독립 기업에 비하여 상대적으로 더 많이 받음으로써 코드에 참여하는 압력을 받고 있는 것으로 판단된다.

한편, 기관투자자 유형 중 자산운용사의 경우 예상대로 스투어드십 코드 도입에 가장 적극적인 것으로 나타나는데, 이는 투자기업에 대한 투자금액이 대규모인 자산운용사의 경우 이들에 투자한 고객의 부를 극대화하기 위하여 더욱 적극적으로 스투어드십 코드를 도입한 것으로 추정된다. 여타 기관투자자의 스투어드십 코드 도입에 대한 적극성의 정도는 자산운용사에 이어 은행, 보험사, 그리고 증권사의 순서로 감소함을 확인할 수 있다.

이 같은 사실들로 미루어 보아, 결론적으로 가설 1이 성립함을 알 수 있다.

#### 4.4.2 스투어드십 코드 참여 및 투자기업의 특성이 주주총회 안건에의 반대의사 표명 여부에 미치는 영향

본 절에서는 본 논문의 주요 가설인 가설 2와 가설 3 중, 가설 2를 검증한다. 이를 위하여 먼저 종속변수로서 반대의사표시 여부 더미(Disagreement)를 설정하고, 여타의 변수를 독립 변수로 설정한 차이-차이(Differences-in-Differences) 회귀분석을 행하되, 기관투자자-연도 더미를 회귀식에 추가하여 고정효과 로짓 분석을 실시하였다. 그 결과는 <표 9>에 나타나 있다.

분석 결과, 스투어드십 코드 참여 더미와 스투어드십 코드 도입기간 더미 간 교차항(Stewardship\_Cross\_Term)의 회귀계수가 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가졌다. 이는 기관투자자-

연도 더미를 회귀식에 포함하여도, 제외하여도 공히 성립하였다. 이러한 결과는, 스투어드십 코드의 도입 및 참여가 기관투자자로 하여금 주주총회 안건에 대한 반대의사 표현을 더욱 유도함을 시사한다.

한편, 기관투자자-연도 더미가 포함된(two-way fixed effect panel analysis) 회귀분석 모형 (4)에 의하면, 상품시장 경쟁의 정도가 적을수록, 외국인 지분율(Foreign\_Ownership)이 낮을수록 기관투자자는 대리인 문제를 완화하기 위하여 더욱 적극적으로 반대의사 표시를 한 것으로 나타났으며, 현금을 많이 보유한 기업일수록, 배당을 적게 하는 기업일수록 (잉여현금흐름

<표 9> 스투어드십 코드 도입이 기관투자자의 반대의사 표명의 가능성에 미치는 영향

표는 기관투자자가 주주총회에서 반대의사 표명을 하면 1의 값을 갖는 더미변수를 종속변수로 설정하고, 스투어드십 코드 도입 여부를 나타내는 더미변수인 Stewardship\_Code\_Dummy와 스투어드십 코드 도입기간을 나타내는 더미변수(Stewardship\_Period\_Dummy) 및 이들을 곱한 교차항(Stewardship\_Cross\_Term)을 독립변수로 설정한 후 기관투자자-연도 고정효과 로짓분석을 행한 결과이다. 또한 대리인 문제의 정도를 측정하는 변수들을 독립변수로 설정하여 로짓분석을 행한 값이다. 표 안의 값은 회귀계수이며, 괄호 안의 값은 z-값이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 뜻한다. 변수에 대한 설명은 <표 6> 참조.

종속변수: Disagreement	(1)	(2)	(3)	(4)
Stewardship_Code_Dummy	0.104 (1.37)	0.075 (0.99)	(dropped)	(dropped)
Stewardship_Period_Dummy	-0.243*** (2.68)	-0.448*** (-4.83)	-0.165 (-1.49)	-0.419*** (-3.53)
Stewardship_Cross_Term	1.246*** (11.73)	1.283*** (12.05)	1.352*** (18.18)	1.363*** (18.31)
HH		0.386*** (3.07)		0.336*** (2.66)
Foreign_Ownership		-0.133 (-0.75)		-0.312* (-1.71)
Size		-0.092*** (-5.90)		-0.093*** (-6.02)
Cash		1.587*** (3.74)		1.471*** (3.45)
Dividend		-48.509*** (-8.39)		-30.076*** (-4.77)
Leverage		-0.013*** (-3.43)		-0.011*** (-2.95)
ROA		1.710*** (3.25)		1.545*** (2.96)
intercept	-4.206*** (-69.74)	-2.033*** (-6.12)	-3.927*** (-59.91)	-1.672*** (-5.02)
Firm-Year Fixed Effect	No	No	Yes	Yes
Likelihood Ratio Chi-Squared	631.336***	824.607***	836.374***	969.564***
Observations	92,992	92,992	92,992	92,992



문제가 더 심한 기업일수록) 기관투자자는 역시 대리인 문제를 개선하기 위하여 더욱 적극적으로 반대의사 표시를 하는 것으로 분석되었다. 이는 스튜어드십 코드 제도 도입과 이에 대한 참여가 기관투자자로 하여금 국내기업의 대리인 문제를 해결하는데 필요한 적극적인 주주권의 행사를 유도하는 긍정적 효과가 있음을 시사한다.

결론적으로 기관투자자가 스튜어드십 코드에 참여한 경우, 그렇지 않은 경우에 비하여 참여 이후 주주총회 안건에 대하여 더욱 많은 반대의사를 표명하는 경향이 있으며, 이는 스튜어드십 코드의 제도 도입과 기관투자자의 참여가 기관투자자의 반대의결 가능성을 높이는 인과관계가 성립함을 시사한다. 또한 기관투자자와 피투자회사 간 대리인 문제가 심각할수록, 상품시장에서의 경쟁이 미비할수록 기관투자자는 주주총회 안건에 대하여 더욱 적극적인 반대의사를 표명하는 경향이 있음을 알 수 있다.

요컨대, 가설 2가 성립함을 확인할 수 있다.

#### 4.4.3 스튜어드십 코드 참여 및 투자기업의 특성이 주주총회 안건에의 반대의사 표명 비율에 미치는 영향

본 절에서는 본 논문의 주요 가설인 가설 2와 가설 3 중, 가설 3을 검증한다. 이를 위하여 먼저 종속변수로서 투자대상 기업이 상정안 주주총회 안건들 중 특정 연도에 특정 기관투자자가 반대 의사를 표시한 안건 비율을 설정하고, 여타의 변수를 독립변수로 설정한 차이-차이(Differences-in-Differences) 회귀분석을 행하되, 기관투자자-연도 더미를 회귀식에 추가하여 고정효과 패널분석을 실시하였다. 그 결과는 <표 10>에 나타나 있다.

분석 결과, 스튜어드십 코드 참여 더미와 스튜어드십 코드 도입기간 더미 간 교차항(Stewardship\_Cross\_Term)의 회귀계수가 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가졌다. 이는 기관투자자-연도 더미를 회귀식에 포함하여도, 제외하여도 여전히 성립하였다. 이러한 결과는, 스튜어드십 코드의 도입 및 참여가 기관투자자로 하여금 주주총회 안건에 대한 반대의사 표현을 더욱 적극적으로 하게끔 유도함을 시사한다.

한편, <표 10>에 의하면, 상품시장의 경쟁이 미비할수록(HH), 외국인 지분율(Foreign\_Ownership)이 낮을수록, 현금보유 비율이 높을수록, 그리고 배당은 적게 하는 기업일수록(외부기업지배구조가 취약할수록, 그리고 잉여현금흐름 문제가 더욱 심한 기업일수록) 기관 투자자는 대리인 문제를 개선하기 위하여 주주총회 안건에 대하여 더욱 많은 반대의사를 표시한 것으로 분석되었다. 이는 스튜어드십 코드 제도의 도입과 이에 대한 참여가 기관투자자로 하여금 국내 기업의 대리인 문제를 해결하는데 필요한 적극적인 주주권의 행사를 유도하는 긍정적 효과가 있음을 시사한다.

결론적으로 기관투자자가 스튜어드십 코드에 참여한 경우, 그렇지 않은 경우에 비하여 참여 이후 주주총회 안건에 대하여 더욱 많은 반대의사를 표명하는 경향이 있으며, 이는 스튜어드십 코드의 제도 도입과 기관투자자의 참여가 기관투자자의 반대의결 가능성을 높이는 인과관계가 성립함을 시사한다. 또한 기관투자자와 피투자회사 간 대리인 문제가 심각할수록, 반면 외부기업지배구조는 취약할수록 기관투자자는 주주총회 안건에 대하여 더욱 많은 반대 의사를 표명하는 경향이 있음을 알 수 있다.

<표 10> 스튜어드십 코드 도입이 기관투자자의 반대의사 표명 비율에 미치는 영향

표는 기관투자자가 특정 연도에 특정 기업의 주주총회에 상정된 총안건수를 분모로 하고 반대의견 표명건수를 분자로 하는 비율을 종속변수로 설정하고, 스튜어드십 코드 도입 여부를 나타내는 더미변수인 Stewardship\_Code\_Dummy와 스튜어드십 코드 도입기간을 나타내는 더미변수(Stewardship\_Period\_Dummy) 및 이들을 곱한 교차항(Stewardship\_Cross\_Term)을 독립변수로 설정한 후 기관투자자-연도 고정효과 패널분석을 행한 결과이다. 또한 대리인 문제의 정도를 측정하는 변수들을 독립변수로 설정하여 회귀분석한 결과이다. 표 안의 값은 회귀계수이며, 괄호 안의 값은 t-값이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 뜻한다. 변수에 대한 설명은 <표 6> 참조.

종속변수: Disagree_Ratio	(1)	(2)	(3)	(4)
Stewardship_Code_Dummy	0.002** (2.01)	0.001 (1.33)	(dropped)	(dropped)
Stewardship_Period_Dummy	-0.003*** (-3.63)	-0.007*** (-7.89)	0.002 (1.20)	0.003* (1.89)
Stewardship_Cross_Term	0.030*** (26.62)	0.031*** (27.25)	0.005*** (3.06)	0.005*** (3.23)
HH		0.008*** (4.89)		0.006*** (3.88)
Foreign_Ownership		0.001 (0.50)		-0.008*** (-4.07)
Size		-0.002*** (-10.81)		-0.001*** (-4.55)
Cash		0.051*** (8.11)		0.037*** (6.11)
Dividend		-0.800*** (-15.36)		-0.395*** (-7.31)
Leverage		-0.0002*** (-4.68)		-0.0002*** (-5.45)
ROA		0.047*** (6.30)		0.014* (1.95)
intercept	0.015*** (23.99)	0.063*** (14.73)	included	included
Firm-Year Fixed Effect	No	No	Yes	Yes
R-Squared	0.023	0.029	0.181	0.184
Observations	14,251	14,251	14,251	14,251

## 5. 결론

본 논문에서는 2014년~2019년의 표본기간 동안 스튜어드십 코드 도입과 기관투자자의 참여가 기관투자자로 하여금 투자대상기업에 대하여 더욱 많은 반대의결을 유도하는지 그 인과관계를 살펴보았다. 또한 어떠한 특성을 가진 코드에 참여하는지, 그리고 투자대상기업의 어떠한 특성이 기관투자자로 하여금 투자기업에 대하여 더욱 적극적인 반대의사를 표명하게 만드는지 규명하였다. 주요한 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 스튜어드십 코드 도입의 적극성은 외국계 기관투자자, 금융계열사인 기관투자자, 기업집단 소속의 금융계열사인 기관투자자, 그리고 독립적 위치의 기관투자자 순으로 그 정도가 약해짐이 발견되었다. 또한 자산운용사, 은행, 보험사, 그리고 증권사의 순으로 코드 도입의 적극성이 약화되며, 도입 직전연도의 주주총회에서 반대의견 의결 비율이 높을수록 상대적으로 스튜어드십 코드를 더욱 적극적으로 채택하는 경향이 관찰되었다.

둘째, 기관투자자가 스튜어드십 코드에 참여한 경우, 그렇지 않은 경우에 비하여 참여 이후 주주총회 안건에 대하여 더욱 적극적인 반대의사를 표명하는 경향이 있었다. 이는 스튜어드십 코드의 도입과 기관투자자의 참여가 기관투자자의 반대의결을 유도하는 인과관계가 성립함을 뜻한다.

셋째, 기관투자자와 투자기업 간 대리인 문제가 심각할수록 기관투자자는 투자기업의 주주총회 안건에 대하여 더욱 적극적인 반대의사를 표명하는 경향이 있었다. 이는 스튜어드십 코드의 제도 도입과 이에 대한 참여가 기관투자자로 하여금 국내기업의 대리인 문제를 해결하는데 필요한 적극적인 주주권의 행사를 유도하는 긍정적 효과가 있음을 시사한다.

본 연구는 국내 주식시장이 지금까지 경험하지 못하였던, 기관투자자의 스튜어드십 코드 도입이 기관투자자로 하여금 주주총회에서 적극적으로 의사표명을 하게 만드는지 여부를 검증한 국내 최초의 논문이라는 점에서 연구의 의의가 있다. 또한 스튜어드십 코드 도입이 실제로 기관투자자가 주주총회에서 적극적으로 반대의사를 표명하게 만든다는 것을 확인하였다. 따라서, 본 연구는 기관투자자의 스튜어드십 코드 도입 및 활용이 기업 경영진 및 지배주주의 대리인 문제를 감소시키는 유효한 수단임을 증명했다는 점에서 스튜어드십 코드의 정책적 실효성을 확인하는 중요한 연구라고 판단된다.

한편, 본 연구와 관련된 추후 연구과제는 다음과 같다. 즉, 주주활동은 기본적으로 모니터링 비용이 수반되는 바, 특히 집합투자업자인 기관투자자의 경우 연기금과 비교하였을 때 투자대상 기업에 대한 지분이 크지 않기 때문에 지분을 대비 의결권 행사를 비롯한 주주활동에 대한 비용이 클 경우 모니터링 비용을 지출하는 대신 연기금과 같은 대규모 기관투자자의 의결권 행사 행태를 따를 수 있다. 해외에서는 이미 이러한 연구가 진행되고 있는 만큼 국내에서도 이와 유사한 연구가 의미가 있을 것이며 추후 연구과제로 남겨둔다.

## References

- Ahn, S. H., 2016, Korea Stewardship Code: its Legal Issues and Challenges, *Business Finance Law*, Vol. 77, pp. 53–70.
- Bolton, P., T. Li, E. Ravina, and H. Rosenthal, 2020, Investor Ideology, *Journal of Financial Economics*, Vol. 157 (2), pp. 320–352.
- Brav, A., M. D. Cain, and J. Zytneck, 2019, Retail Shareholder Participation in the Proxy Process: Monitoring, Engagement, and Voting, *ECGI Working Paper Series in Finance*. ([http://www.registeredinvestor.com/ACCESS/Library/20191119\\_HarvardCorpGov.htm](http://www.registeredinvestor.com/ACCESS/Library/20191119_HarvardCorpGov.htm))
- Brav, A., W. Jiang, T. Li, and J. Pinnington, 2018, Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Asset Manager Voting Shapes Proxy Contests, *ECGI Working Paper Series in Finance*. ([https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/finalbravjianglipinnington.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalbravjianglipinnington.pdf))
- Bubb, R. and E. Catan, The Party Structure of Mutual Funds, New York University Unpublished Working Paper, 2019.
- Butler, A. W. and U. G. Gurn, 2010, Educational Networks, Mutual Asset Manager Voting Patterns, and CEO Compensation, *Review of Financial Studies*, Vol. 25 (8), pp. 2533–2562.
- Cvijanović, D., A. Dasgupta, and K. E. Zachariadis, 2016, Ties That Bind: How Business Connections Affect Mutual Activism, *The Journal of Finance*, Vol. 71 (6), pp. 2933–2966.
- Gillian, S. L., and L. T. Starks, 2000, Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57 (2), pp. 275–305.
- Guercio D. D., and J. Hawkins, 1999, The Motivation and Impact of Pension Asset Manager Activism, *Journal of Financial Economics*, Vol. 52 (3), pp. 293–340.
- Kim, H. N., and K. H. Yon, 2014, The Management Monitoring Effect of Institutional Investors' No Vote, *Korean Securities Association*, Vol. 43 (1), pp. 1–22.
- Kim, H. S., and H. I. Lim, 2018a, The Effect of the NPS's Decision to Adopt the Korea Stewardship Code on its Portfolio Firm' Valuation in Korea on Firm Value, *ESG Trend Report*, Korea Corporate Governance Service. ([http://www.cgs.or.kr/publish/analysis\\_view.jsp?tn=10&pp=3&spyear=&skey=&svalue=](http://www.cgs.or.kr/publish/analysis_view.jsp?tn=10&pp=3&spyear=&skey=&svalue=))
- Kim, H. S., and H. I. Lim, 2018b, A Study on the Public Pension Funds' Adoption of the Korea Stewardship Code and its Effectiveness: Focusing on the NPS' Case, *KCGS Research Paper*, 2018–01, Korea Corporate Governance Service. ([http://www.cgs.or.kr/publish/paper\\_view.jsp?tn=2&pp=3&spyear=&skey=&svalue=](http://www.cgs.or.kr/publish/paper_view.jsp?tn=2&pp=3&spyear=&skey=&svalue=))
- Kim, S. M., 2019, Global Institutional Investors' Shareholder Activities: Strategies and Cases,

- KCGS Report*, Vol. 9 (8), Korea Corporate Governance Service. ([http://www.cgs.or.kr/publish/report\\_view.jsp?tn=118&pp=3&spyear=2019&skey=title&svalue=](http://www.cgs.or.kr/publish/report_view.jsp?tn=118&pp=3&spyear=2019&skey=title&svalue=))
- Kim, S. M., 2019, The Effect of Korean Asset Managers' Decision to Adopt the Korea Stewardship Code on its No Vote, *KCGS Report*, Vol. 9 (2), Korea Corporate Governance Service. ([http://www.cgs.or.kr/publish/report\\_view.jsp?pp=3&spyear=2019&skey=title&svalue=&vyear=2019&tn=114](http://www.cgs.or.kr/publish/report_view.jsp?pp=3&spyear=2019&skey=title&svalue=&vyear=2019&tn=114))
- Kim, S. S., 2016, Legal Issues Regarding the Introduction of Stewardship Code, *The Korean Journal of Securities Law*, Vol. 17 (2), pp. 1-48
- Lee, Y. A., K. H. Yon, and H. A. Kim, 2017, The Effectiveness of 'No' Voting Right of Institutional Investors based on Improvement of Independence of the Board of Director, *Koeran Journal of Financial Studies*, Vol. 46 (1), pp. 61-96.
- Lim, H. I., and Y. A. Lee, 2019, The Effect of Pre-public Disclosures of NPS' Voting on Firm Value, *ESG Trend Report*, Korea Corporate Governance Service. ([http://www.cgs.or.kr/publish/paper\\_view.jsp?tn=2&pp=3&spyear=&skey=&svalue=](http://www.cgs.or.kr/publish/paper_view.jsp?tn=2&pp=3&spyear=&skey=&svalue=))
- Malenko, N., and Y. Shen, 2016, The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design, *The Review of Financial Studies*, Vol. 29 (12), pp. 3394-3427.
- Matvos, G., and M. Ostrovsky, 2010, Heterogeneity and Peer Effects in Mutual Asset Manager Proxy Voting, *Journal of Financial Economics*, Vol. 98 (1), pp. 90-112.
- Schmidt, K. M., 1997, Managerial Incentives and Product Market Competition, *Review of Economics Studies*, Vol. 64 (2), pp. 191-213.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52 (2), pp. 737-783.
- Song, H. S., 2017, A Stewardship Code on the Institutional Investor Voting Rights, *Journal of Law and Politics Research*, Vol. 17 (2), pp. 197-227.
- Yi, J. S., 2019, Impact of Asset Management Companies' Exercise of Voting Rights on Corporate Value, *Korean Securities Association*, Vol. 48 (6), pp. 697-720.