

2018.08

ESG 최신현안분석

국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향 (5%이상 지분보유 기업을 중심으로)

김형석 연구위원 hyungseok@cgs.or.kr

임현일 부연구위원 hilim@cgs.or.kr

국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향 (5%이상 지분보유 기업을 중심으로)

1. 배경

- 2018년 7월 30일 논란 끝에 국민연금이 스튜어드십 코드(Stewardship code) 도입을 의결하였으나 시장에서는 여전히 이에 대한 기대와 우려가 혼재되어 있음
 - 긍정적 측면에서 스튜어드십 코드의 도입은 국민연금이 주주권 행사에 적극적으로 참여함으로써 기업지배구조의 건전성을 높이고 장기적으로 주주가치를 향상시킨다고 주장함
 - 반면 부정적 측면에서 국민연금의 적극적인 경영 참여로 인해 기업의 경영 활동이 위축되고 장기적으로는 연금사회주의 가능성을 우려함
- 따라서 본 보고서에서는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향을 사건연구를 통해 분석하고 현재 국내 자본시장 참여자들이 국민연금의 스튜어드십 코드 도입을 어떻게 평가하는지 살펴보고자 함

2. 사건연구(event study)를 통한 분석

- 본 연구는 국민연금이 스튜어드십 코드 도입을 의결한 시점(2018.7.30.)을 중심으로 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유하고 있는 유가증권시장(KOSPI) 상장 기업들에 대해 사건연구 분석을 진행함
 - 이를 통해 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 해당 기업의 주가에 미치는 영향을 실증적으로 분석함

- 분석에 이용된 상장기업은 194개이며, 2017년 12월말 기준으로 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업을 표본으로 분석을 실시함¹⁾

□ 사건연구는 Brown and Warner (1985)²⁾의 방법론을 이용함

- 시장 모형(Market model)을 이용한 정상수익률 추정기간(Estimation window)은 사건 발생 20거래일 전($t-20$)부터 120거래일 전($t-120$)으로 설정
- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 의결된 2018년 7월 30일($t=0$)로부터 3거래일($t+2$)까지의 비정상누적수익률(Cumulative abnormal return; CAR)을 측정하여 표본 기업의 주가에 미친 단기적 영향을 관찰함

□ 분석 결과 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 후 표본 기업은 평균적으로 매우 유의한 양(+)³⁾의 비정상 누적수익률을 나타냄

- 총 194개 표본 중 121개 기업에서 양(+)³⁾의 비정상 누적수익률이 관찰되었으며, 73개 기업에서 음(-)의 비정상 누적수익률이 확인됨
- 3거래일 동안 비정상 누적평균수익률(Cumulative Average Abnormal Return, CAAR)은 0.82%이며, 통계적으로 1% 수준에서 유의한 것으로 확인됨(표 1 참조)³⁾
- 이는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 투자대상회사의 기업 가치에 양(+)³⁾의 영향을 미치고 있음을 의미하며, 또한 국내 자본시장 참여자들이 국민연금의 향후 주주활동에 대해 긍정적인 기대를 갖고 있다는 것으로 해석할 수 있음

[표 1] 표본 기업의 비정상 누적평균수익률에 대한 t-test 결과

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

1) 한국상장회사협의회가 제공하는 TS 2000의 자료를 이용함

2) Brown, S.J. and J.B. Warner, 1985, "Using daily stock returns: The case of event studies", [Journal of Financial Economics] 14, pp. 3-31

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

□ 아울러 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 평가 데이터⁴⁾를 이용하여 지배구조 수준에 따른 비정상 누적수익률의 차이를 비교함

- 2017년 지배구조 평가 점수의 중위수(median)를 이용하여 전체 표본 기업을 상대적으로 기업지배구조 수준이 높은 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류함
- 분석 결과 총 194개 표본 중 지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업(97개)의 경우 약 1.19% 수준의 비정상 누적평균수익률이 관찰되었으며, 이는 1% 수준에서 유의함(표 2, 그림 1 참조)
- 반면 지배구조 수준이 상대적으로 높은 기업(97개)의 경우 0.46% 수준의 비정상 누적평균 수익률이 관찰되었으며 통계적으로 유의하지 않은 것으로 확인됨(표 2, 그림 1 참조)
- 지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업들의 비정상 누적수익률이 높게 나타난 것은 시장참여자들이 향후 국민연금의 주주활동을 통해 기업지배구조가 개선되고 주주가치가 향상될 것을 기대하고 있는 것으로 해석할 수 있음⁵⁾
- 한편 지배구조가 상대적으로 좋은 기업들에 있어 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 효과가 뚜렷하게 나타나지 않는 것은 이미 높은 수준의 기업지배구조를 갖춘 기업에 대해서는 국민연금이 적극적으로 주주활동을 수행할 유인이 강하지 않을 것이라고 시장에서 판단하기 때문인 것으로 해석됨
- 결과적으로 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대해 과도한 경영권 간섭이라는 우려보다는 기업지배구조의 건전성을 높이고 장기적으로 기업 가치를 향상시키는 긍정적 역할을 수행할 것으로 기대하는 것이 바람직함

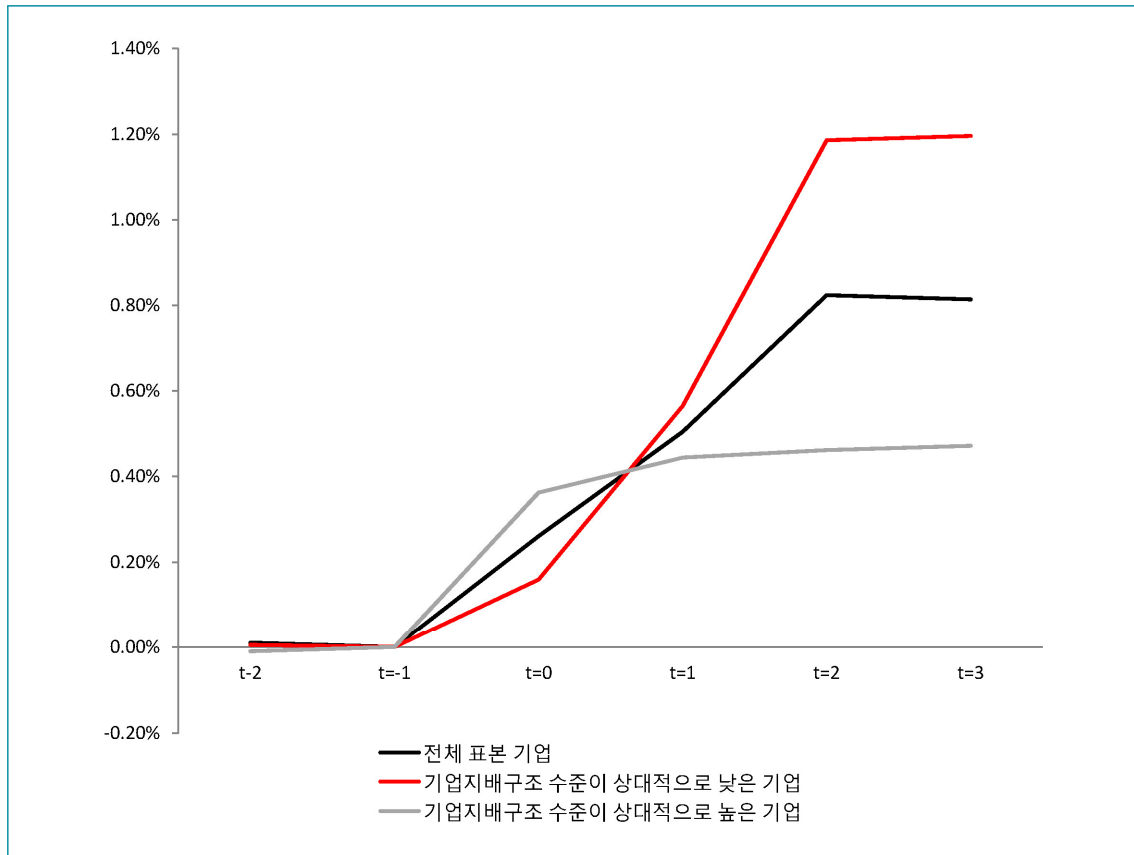
[표 2] 기업지배구조 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교

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

4) 한국기업지배구조원은 매년 상장기업을 대상으로 ESG(환경, 사회, 지배구조) 평가를 실시하고 있음

5) 국민연금의 스튜어드십 코드 도입과 향후 주주활동에 대한 긍정적인 기대는 최근의 실증 연구 결과와도 일치함. McCahery et al. (2016)에 따르면, 장기적 관점을 가진 대형 기관투자자는 주로 투자대상회사의 부정행위(fraud), 부적절한 기업지배구조 및 주주의 이해와 일치하지 않는 경영 전략 등에 대한 문제를 해결하기 위해 주주활동을 전개함(McCahery, J.A., Z. Sautner and L.T. Starks, 2016, "Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors", 『Journal of Finance』 71, pp. 2905-2932). 또한 Appel et al. (2016)에 의하면, 대형 기관투자자의 지분율이 높을수록 피투자 기업의 기업지배구조 수준이 증가하는 것으로 나타남(Appel, I.R., T.A. Gormley and D.B. Keim, 2016, "Passive investors, nor passive owners", 『Journal of Financial Economics』 121, pp. 111-141). 끝으로 Crane et al. (2016)의 연구결과에 따르면, 기관투자자들이 지분율이 높을수록 배당 수준이 증가하지만, 이러한 관계는 대리인 문제의 발생 가능성이 큰 기업들에게서 더 뚜렷하게 나타남(Crane A.D., S. Michenaud and J. P. Weston, 2016, "The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds", 『Review of Financial Studies』 29, pp. 1377-1408).

〈그림 1〉 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향 : CARR(0, +2)



3. 추가 분석

□ 국민연금의 지분율이 높은 경우 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향이 다르게 나타나는지 살펴보고자 함

- 지분율이 높을수록 국민연금이 보다 적극적으로 주주활동을 수행하거나 의결권을 행사할 가능성이 있으며, 이러한 활동이 투자대상회사의 기업 가치에 더 큰 영향을 줄 수 있음
- 2017년 12월말 기준으로 국민연금의 지분이 10% 이상인 표본을 대상으로 추가 분석을 실시한 결과, 총 75개의 분석 대상 기업 중 49개 기업에서 양(+)의 비정상 누적수익률이 26개 기업에서 음(-)의 수익률이 관찰됨
- 표본 기업에 대해 평균 1.13% 수준의 양(+)의 비정상 누적수익률이 관찰되며, 1% 수준에서 통계적으로 유의함(표 3 참조)
- 이는 지분율 5% 이상의 경우(0.82%)보다 0.31% 정도 높은 수치이며, 시장참여자들은 국민 연금의 지분율이 높을수록 스튜어드십 코드 도입 이후 주주활동의 긍정적 효과가 더욱 발휘될 것이라고 기대하는 것으로 해석됨

[표 3] 10% 이상 지분보유 기업의 비정상 누적평균수익률에 대한 t-test 결과

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

□ 국민연금 지분이 10% 이상인 기업을 대상으로 지배구조 수준에 따른 비정상 누적수익률을 비교함

- 분석 결과 총 75개 표본 중 지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업(37개)과 높은 기업(38개)의 경우 각각 1.32%와 0.93%의 비정상 누적평균수익률이 확인됨(표 4 참조)
- 앞선 결과와 마찬가지로 지배구조 수준이 낮은 기업에 대해 스튜어드십 코드 도입에 따른 기업 가치 개선효과가 더 크게 관찰됨

[표 4] 기업지배구조 수준에 따른 비정상 누적평균수익률 비교: 지분 10% 이상

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

4. 결론 및 시사점

□ 본 보고서의 사건연구를 통해 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 투자대상회사의 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인함

- 2018년 7월 30일 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 결정은 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 회사의 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인됨
- 이러한 영향은 국민연금의 지분이 높은 경우(10% 이상) 더 크게 나타남
- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대해 시장참여자들은 일단 우호적인 평가를 하고 있으며, 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금의 주주활동이 중장기적으로 기업 가치에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대하고 있음

□ 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 미치는 영향은 지배구조 수준에 따라
확연한 차이를 보임

- 즉, 기업지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업에서 비정상 누적평균수익률이 더 크고 더
유의하게 나타남
- 이에 반해 기업지배구조 수준이 상대적으로 높은 경우 국민연금의 스튜어드십 코드 도입이
기업 가치에 미치는 영향은 미미함
- 이와 같은 결과는 시장 참여자들이 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금의 주주활동을 통해
기업지배구조 개선과 이에 따른 기업 가치 향상을 기대하는 것으로 해석됨

□ 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 대한 긍정과 부정의 견해가 혼재되어 있음에도 불구
하고 실제로 시장참여자들은 국민연금의 향후 주주활동에 대해 긍정적 기대를 하고 있음

- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입으로 인한 실제적 결과가 없음에도 불구하고 국민연금
운용의 독립성 이슈를 바탕으로 스튜어드십 코드 도입에 대한 부정적인 측면만을 내세우는
것은 설득력이 부족함
- 스튜어드십 코드 도입으로 인한 효과를 판단하기에는 시기상조이나 본 보고서의 연구 결과는
국민연금의 스튜어드십 코드 도입이 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 지지함
- 따라서 스튜어드십 코드 도입에 대한 과도한 비난보다는, 시장에서 기대하는 본연의 청지기
역할을 수행하며 연착륙 할 수 있도록 향후 국민연금의 스튜어드십 코드 이행 행보를 지속적
으로 모니터링 하는 것이 중요하다고 판단됨