

기관투자자의 주주행동주의가 자본시장에 미치는 영향 - 신용평점을 중심으로 -*

손성규(주저자)
연세대학교 경영대학
(sksohn@yonsei.ac.kr)
배창현(교신저자)
연세대학교 경영대학
(bae6015@yonsei.ac.kr)

본 연구는 기관투자자의 적극적인 반대 의사표시가 자본시장에서 어떠한 평가를 받는지 신용평점을 통해 살펴보고자 한다. 주주행동주의는 기업의 경영활동에 적극적으로 개입하여 주주와 경영자 사이의 대리인 문제를 낮추고 경영성과를 제고하는데 목적이 있다. 이러한 기관투자자의 반대 의사표시는 경영진을 견제하는 감시효과(monitoring effect)로 긍정적인 영향을 미칠 수 있지만 반대 안건 자체가 주주이익을 훼손한다는 정보 내지는 신호로 인식되거나 해당 기업의 지배구조에 문제가 있는 것으로 해석된다면 시장에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 분석결과, 기관투자자의 반대 의사표시가 높을수록 해당 기업의 신용평점에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자의 주주행동주의에 대한 긍정적인 의미 부여보다는 해당 기업의 지배구조에 문제가 있는 부정적인 신호(signal)로 받아들일 가능성이 높다는 결과로 해석된다. 본 연구의 결과는 기관투자자의 행동주의에 대한 효과 측면에서 부정적인 결과를 제시하고 있는데, 이는 현실적으로 기관투자자의 주주행동주의가 경영진을 효율적으로 감시하고 견제하는 기능에 현실적인 제약이 있음을 의미하는 것으로 기관투자자의 역할에 대한 관심과 주위를 환기시킬 수 있을 것으로 기대한다. 또한 정부가 추진하고 있는 기관투자자의 스톱어드십의 도입이 순기능만 있는 것이 아닐 수도 있다는 해석될 수 있다. 한편 본 연구의 결과는 기관투자자가 제 역할을 성실히 수행했기 때문에 시장에서는 적절하게 평가를 하는 것으로 해석될 수 있다. 즉, 해당 기업의 문제에 대해 기관투자자가 적극적인 목소리를 나타냈기 때문에 시장에서의 평가는 기관투자자의 우려와 동일한 방향으로 나타났다. 이는 의미이며 이러한 측면에서 기관투자자의 역할에 대해서도 다시 한번 생각해볼 수 있을 것이다.

주제어: 주주행동주의, 신호효과, 기관투자자, 신용평점

1. 서론

기업의 대리인 문제(agency problem)를 통제하기 위한 방법으로 주주가 행사할 수 있는 대표적인 권리가 있다. 의결권 행사(voting right)가 그것인데, 이는 주주총회에 상정된 안건에 대해 의사를 직접 표명할 수 있다는 점에서 기업경영에 대한 적극적

인 감시 활동이자 경영진 및 대주주의 전횡을 견제하는 통제수단으로 작용될 수 있다(이윤아 외, 2017). 그러나 대규모 공개회사의 주주들은 의결권 행사에 있어서 소극적인 태도를 보이고 주주총회에서 경영자에 대한 감시와 견제 기능을 제대로 발휘하지 못하고 있는데 이는 집단적 행동의 문제와 합리적 무관심에 있다(최문희, 2008). 이에 주주들이 분산되어 있는 상황에서 경영진을 감시(monitoring)하는

최초투고일: 2018. 4. 15 수정일: (1차: 2018. 10. 29) 게재확정일: 2018. 11. 5

* 본 연구는 주저자가 속해 있는 연세대학교 학술연구비 지원을 받아 수행된 것임. 그리고 이 논문은 2017학년도 연세대학교 박사후 연구원 지원사업의 지원에 의하여 작성된 것임(과제번호 2017-12-0036). 본 연구를 수행하는데 있어서 도움을 주신 기업지배구조원 이윤아 부연구위원께 감사드리며, 2017년 한국회계학회 동계학술대회 및 국제회계학회 추계학술대회, 경영학연구 심사과정에 여러 유익한 조언을 해주신 교수님들께 감사드린다. 그리고 경영학연구 김동훈 편집위원장님께 감사드린다.

해결책으로 기관투자자의 역할이¹⁾ 주목받아 왔다. 국내의 경우, 해외에 비해 기관투자자들의 주주행동주의(shareholder activism)에 대한 관련 연구가 미흡한데 이는 기업의 경영성과 제고나 지배구조 개선에 대한 무관심, 그리고 기관투자자가 단순히 주가차익에 관심을 갖고 투자행태를 보이면서 기관투자자의 반대 의결권 행사가 거의 없었기 때문으로 판단된다.²⁾ 또한, 국내의 일부 투자자문사들은 인적 자원이 열악하여 2,000여 상장기업의 주주총회 안건을 분석하기에는 역부족이라고 한다. 최근에서도 그동안 주주총회 거수기라는 비판을 받아왔던 기관투자자들이 보다 적극적인 목소리를 내고 있는데, 이러한 변화에는 주주의 권리 강화에 대한 관심과 각종 정책이 뒷받침되고 있는 것과 무관하지 않다. 이러한 움직임을 주주행동주의라고 하는데, 주주들이 배당 및 단기 시세차익에만 집중하던 관행에서 벗어나 해당 기업의 경영 의사결정 과정에 개입해 지배구조와 장기적 기업가치 개선을 위한 영향력을 행사함을 뜻한다(Becht et al., 2009).

우리나라의 경우 2003년 기관투자자에게 의결권을 허용한 바 있으며, 2008년에 금융감독원과 금융투자협회는 자산운용사 의결권 행사 가이드라인을 제시하기도 하였다. 그리고 2012년에 한국기업지배구조원은 기관투자자의 의결권 행사 가이드라인을 제

정한 바 있다. 이후 2013년 자본시장법을 개정하면서 기관투자자의 의결권 행사에 대한 충실의무 명시와 모든 의결권 행사 내역에 대한 찬반 사유까지 공시하도록 공시 범위가 확대되었다. 여전히 낮은 수치를 보이고 있으나 점차 기관투자자의 의결권 반대행사가 증가하고 있는데, 본 연구의 <표 2>에 따르면 안전 유형별로는 이사 및 감사(위원) 등의 선임에 대한 반대 비중이 가장 높은 것으로 나타났고, 반대사유에는 독립성 저해, 기업가치 훼손, 주주권리 침해 등이 언급되고 있다.

대표적인 국내 연구로 김한나·연강홍(2014) 및 이윤아 외(2017)은 기관투자자의 의결권 반대행사에 대한 실효성을 연구하였는데, 기관투자자의 적극적인 주주행동이 타깃 기업에 대한 지배구조 개선과 더불어 시장에서 긍정적인 평가를 하는 것으로 나타났다. 반면에 주주행동이 타깃 기업의 기업가치에 부정적으로 보고된 연구(Pound, 1988; 이윤아 외, 2017)도 있다. 즉, 기관투자자의 반대 의사표시가 주주가치에 반하는 경영진의 행위를 견제하는 감시효과(monitoring effect)가 있다면 시장에서 긍정적인 평가를 할 것으로 예상된다. 반면에 기관투자자의 반대 의사표시에 대해 기업이 주주가치를 훼손하고 있다는 신호로 인식되거나 해당 기업의 지배구조에 문제가 있는 것으로 해석된다면 시장에서는 부

1) 기업지배구조란 경영자원의 조달과 운용 및 수익의 분배 등에 대한 의사결정과정과 이에 대한 감시기능을 총칭하는 개념으로, 기업의 궁극적인 목표인 주주가치 극대화를 위해 기업의 이해관계자간 대리인 비용과 거래 비용을 최소화하는 매커니즘으로 이해할 수 있다(강윤식 외, 2014). 일반적으로 내부지배구조는 지배주주의 영향력 때문에 지배주주나 경영자에 대한 감시장치로서 불완전한 것으로 평가되어 왔으며 이에 대한 방안으로 외부지배구조의 중요성이 강조되어 왔다(McConnell and Servaes, 1990). 외부지배구조는 채권자나 기관투자자 등의 주요한 이해관계자에 의한 기업의 감시기능, 위임장경쟁 및 M&A 등에 의한 기업 경영권 시장, 경영자 노동 시장 등에 의한 경영규율기능으로 정의할 수 있다. 한편, 기업의 금융의존도가 높아지고 기관투자자의 주식투자금액이 증가함에 따라 기관투자자가 소유한 주식을 증권시장에서 제값에 처분하는 것이 어렵게 되면서 기관투자자들은 자신의 이익을 보호하기 위해 기업경영에 직접 관여하는 경향이 증가하고 있다(강윤식 외, 2014).

2) 대부분의 국내 기관투자자들은 아직까지 주주권행사를 위한 내부조직과 역량을 갖추고 있지 못하며, 이해상충 및 거래관계 등과 같은 제약 상황으로 인해 수탁자로서의 책무를 다하지 못하고 있는 실정이다(장정애, 2013). 예를 들어 자산운용회사의 모기업이 투자대상 기업이거나, 투자대상 기업이 모기업과 계열관계인 경우이거나 또는 투자대상 기업이 모기업의 주요 고객인 경우에 자산운용사의 의결권 행사는 실질적으로 제약을 받으며, 투자대상 기업의 경영진에게 우호적인 의사결정을 할 가능성이 높다(강윤식, 2011).

정적인 평가를 할 것으로 예측된다.

본 연구는 기관투자자의 의결권 행사가 허용된 이후인 2005년부터 2014년까지의 표본기간 동안 유가증권시장에 상장된 기업들 중에서 기관투자자의 의결권 반대행사가 자본시장에 어떠한 영향을 미치는지 신용평점³⁾ 통해 실증 분석하고자 한다. 김문태·김영환(2007)에 따르면, 신용평가(신용평점)에는 대리인문제와 정보불균형 문제가 채무불이행 위험에 대한 하나의 요소로 평가될 수 있음을 언급하고 있는데, 기관투자자의 주주행동주의가 대리인문제와 정보불균형을 해소하는데 역할을 한다면 신용평가(신용평점)에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 반면에 반대 안건 자체가 주주이익을 훼손한다는 정보로 전달된다면 시장의 평가는 부정적으로 작용될 수 있을 것이다. 분석결과, 기관투자자의 반대 의결권 행사가 높을수록 신용평점은 나빠지는 것(부정적인 평가를 받는 것)으로 나타났다. 이는 기존에 기관투자자들이 장기적 관점에서 기업가치 극대화에 관심을 두었던 것이 아니라 주로 단기적 수익률을 높이는 투자행태를 보였기 때문에 기관투자자에 대한 반대 의결권 행사에 대해 시장에서는 긍정적인 평가를 하지 않는 것으로 해석된다. 즉, 기관투자자의 주주행동주의에 대한 긍정적인 의미 부여보다는 부정적인 평가를 하는 것으로 평가된다.

최근 스투어드십 코드(stewardship code)의 최종안이 확정(2016년 12월 19일)되면서 시행 중에 있는데, 핵심 내용은 기관투자자가 투자대상회사의

중·장기 가치 증진을 추구함으로써 고객에 대한 책임을 다하는 주주권 행사의 강화에 있다. 따라서 기관투자자의 의결권 행사 방향이 기업의 주주가치 향상과 일치하도록, 나아가 이러한 주주행동주의 흐름이 타깃 기업의 지배구조 개선(이윤아 외, 2017)과 더불어 자본시장에서 어떠한 평가를 받는지 살펴볼 필요가 있다. 이러한 정책 방향에 대한 반론은 대부분의 국내 투자자들이 동일 종목 주식의 보유 기간이 수개월밖에 되지 않으므로 기관투자자가 중장기적인 가치 증진을 위한 방향의 의결권을 행사하는 것이 맞는 것인지에 대한 의문도 있다. 즉, 본 연구의 결과는 기관투자자의 행동주의에 대한 효과 측면에서 부정적인 결과를 제시하고 있는데 이는 현실적으로 기관투자자의 주주행동주의가 지배주주를 효율적으로 감시하고 견제하는 기능에 현실적인 제약이 있음을 의미하는 것으로, 기관투자자의 역할에 대한 관심과 주위를 환기시킬 수 있을 것으로 기대한다. 그리고 공적 연기금을⁴⁾ 포함한 기관투자자는 주주의 구성원으로서 경영자에 대한 통제를 할 수 있는 권리와 동시에 수탁자로서 부과되는 충실의무와 선관의무를 부담(강윤식·위경우, 2015)하게 되는데, 본 연구의 결과는 수탁자로서 기관투자자에 대한 책임의식을 환기시킨다는 점에서 학문적 의의가 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어 2장에서는 선행연구를 살펴보고 본 연구의 가설을 논의한다. 3장에서는 연구가설에 대한 모형을 언급한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하며 5장에서는 추

3) 신용평가 회사들은 경제/경영/기업 환경의 변화를 가장 먼저 읽고 분석할 수 있는 위치에 있는 전문가 집단이다. 이러한 신용평가기관의 신용평가를 계수화한 신용평점은 금융기관 및 투자자들에게 기업에 대한 중요한 투자기준을 제공해 주며 투자자들은 이러한 신용평가 정보를 주식투자 등에 활용하고 있다(오희장, 1999). 신용평가 점수는 기업의 대출 이자율 결정에도 영향을 미칠 수 있다.
4) 국민연금의 적극적인 의결권 행사 움직임에 대해서는 여러 기대와 우려가 공존하고 있다. 국민연금의 의결권 행사에 대해서는 경영 투명성과 주주가치 제고를 위해 적극적으로 행사해야 한다는 찬성의 목소리가 높아지고 있지만 일부에서는 경영권 간섭으로 비쳐지거나 또는 회사나 다른 주주의 이익침해 가능성을 들어 자제해야 한다고 반대하고 있다(정재규·윤승영, 2016). 이는 정부나 특정 이익집단이 국민연금기금이 보유한 의결권을 자신들의 이해관계에 따라 행사하는 "연금사회주의" 가능성이 존재한다.

가적인 논의를 이끌어낸다. 끝으로 6장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 서술한다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 기관투자자

해외에서는 기관투자자의 주주행동이 활발히 이루어지고 있으며 관련 연구도 다양하게 수행되고 있다. 이하 선행연구는 크게 2가지로 구분하여 제시하였는데 주주행동주의에 대한 시장반응과 기관투자자들의 특징에 관한 연구이다. 미국의 경우, 가장 큰 기관투자자인 CalPERS(California Public Employees' Retirement System)에 관한 연구가 많이 수행되었는데, 기관투자자의 타깃 기업이 되거나(Barber, 2007) 주주총회에서 주주제안을 하는(Del Guercio and Hawkins, 1999) 등의 주주행동이 해당 기업의 실적 개선과 더불어 기업의 지배구조 측면에 있어서 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, Thoman and Cotter(2007)은 2002년~2004년의 기간 동안 주주제안의 긍정적인 시장 반응을 제시하고 있으나 유의성은 낮은 것으로 나타났다. 그리고 주주행동이 타깃 기업에 부정적이거나 유의미한 영향을 미치지 않는다는 연구결과도 보고된 바 있는데, Gillan(1995)은 기업지배구조에 대한 기관투자자들의 주주제안에 대해 시장에서는 긍정적으로 평가를 하지만 장기 주가가치나 성과 개선에는 영

향이 없는 것으로 나타났다. 이처럼 기관투자자 주주행동주의와 기업가치와의 관련성 분석에서는 두 가지의 상반된 연구결과가 제시되고 있다. 한편, 주주행동주의에 대한 기관투자자들의 특징에 대한 연구로는 Brickly et al.(1988)이 있는데, 경영진의 압력에 영향을 덜 받는 뮤추얼 펀드나 기금인 기관투자자들은 은행, 보험회사, 운용사 등과 같은 기관투자자들보다 의결권 반대를 더 한다는 것을 밝힘으로써 업종에 따라 기관투자자의 주주행동에 차이가 있음을 제시한 바 있다.

반면, 기관투자자의 주주행동주의에 대한 국내⁵⁾ 선행연구는 매우 부족한 실정이다. 직접적인 연구로는 김한나·연강흠(2014), 이윤아 외(2017)의 연구가 있다. 김한나·연강흠(2014)은 기관투자자의 의결권 반대행사가 시장에서 어떠한 평가를 받는지 단기 시장반응을 통해 분석하였는데,⁶⁾ 기관투자자의 의결권 반대 의사표시를 통한 주주행동은 시장에서 긍정적인 반응(양의 누적초과수익률)을 보이는 것으로 나타났다. 이윤아 외(2017)은 기관투자자의 반대 의결권 비율이 높을수록 기업가치에는 부정적인 영향을 미치지만 이러한 기관투자자의 주주행동주의가 기업 내부의 지배구조 개선에 실질적인 영향을 미칠 수 있음을 제시하고 있다. 이는 기업의 내부통제시스템인 이사회가 사외이사의 실질적인 독립성 부족으로 그 역할과 기능이 적절히 수행되지 못할 가능성이 높더라도 경영진에 대한 견제는 기관투자자 등의 직접적인 감시에 의해 보완될 수 있다는 취지이다. 한편, Kim et al.(2014)은 국민연금의 반대 의결권 행사여부가 단기적 시장반응에는 영향을 미치

5) 국내의 경우 1990년 중반 이전까지 주주행동주의가 나타난 경우는 거의 없다고 봐도 무방하다. 그러나 1990년 중반 이후 기업의 사회적 책임에 대한 목소리가 커지면서 기업 운영의 투명성 제고를 목적으로 하는 시민단체들의 주주행동주의가 활발해지기 시작하였다(서완석, 2014).

6) 사건연구(event study) 및 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 하여 분석된 회귀분석 결과를 각각 제시하고 있다.

지 않지만 내부지배구조의 개선을 통해 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 나타냈다. 여기에서 기업가치는 한국기업지배구조원의 부문별 기업지배구조 평가 점수를 활용하여 분석이 수행되었다. 그 밖에 관련연구는 주로 국민연금에 초점을 맞추어 단순 소유구조와 투자행태 등을 중심으로 보고되고 있으며, 주로 지분율과 대리인비용 및 기업가치, 배당정책, 이익조정 등과의 연관성을 다루고 있다. 문은형·양채열(2010)은 외국인 기관투자자의 주주행동주의(5%이상 지분 취득 및 경영참여 목적을 주주행동주의로 추정)에 대한 분석을 하였는데, 투자목적이 경영참여인 경우가 단순투자인 경우보다 단기적으로 주가상승 효과를 보였으며 보유목적을 경영참여로 계속 유지한 경우 기업가치가 높다는 것을 나타냈다. 김성우 외(2012)은 기관투자자에게 의결권이 허용된 2003년 이후 기관투자자들이 기업지배구조 개선에 긍정적인 영향을 미치는지 기업가치(Tobin's Q)를 통해 분석하였는데, 2003년부터 2006년까지는 유의적인 관계를 보이지 않다가 2007년부터 2010년 기간 동안에는 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 국민연금과⁷⁾ 관련된 연구로는 국민연금 지분율이 많을수록 재무적 발생액이 감소하며(김문태·이선화, 2016), 이러한 국민연금이 주요주주로서 해당 기업에 존재하는 경우와 장기투자를 하는 경우 기업지배구조 점수에 전반적으로 긍정

적인 영향을 미치고 있는 것(김선화, 2015)으로 나타났다.

2.2 신용평점(신용평가)⁸⁾

투자자는 채권시장에서 투자한 원리금의 상환과 관련한 기업의 신용위험을 나타내는 지표로 신용평점을 활용할 수 있으며, 기업의 경우 자본조달비용을 최소화하기 위해 신용평점을 높일 유인이 있다(김민서·오준환, 2013). 아울러, 외부감사인 입장에서는 해당 기업의 기업위험을 나타내는 신용평점을 감사업무과정에 활용하여 감사보수 결정과정에 고려할 수 있다(곽수근·박종일, 2010). 신용평점(신용등급)과 관련된 선행연구는 신용평가 등급의 결정요인(Kalpan and Urwitz, 1979; 나영·진동민, 2003), 신용등급과 이익조정(김문태 외, 2006; 김민서·오준환, 2013), 신용등급 변경의 정보효과(박현섭·송인만, 2005) 등이 있다. 이하에서는 신용평점과 관련된 대표적인 연구를 살펴보기로 한다.

전성일·이기세(2010)⁹⁾는 보수주의 회계처리가 KIS신용평점과 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 제시한 바 있다. 여기에서 보수주의 회계처리는 비용이나 손실의 경우 먼저 반영하지만 수익은 늦게 인식하는 회계원칙이다. 저자들은 이러한 보수주의 회계가 보고이익의 질을 높이고 기업의 도산위험을 감

7) 이상복(2008)은 국민연금이 정부의 영향력에 종속되는 경우 정책을 집행하는 수단으로 악용될 여지가 있으며 적극적인 주주행동주의가 수탁자의 이익에 반하는 의사결정으로 실현될 가능성이 있음을 언급하였다. 아울러, 기관투자자의 의결권 행사가 효과적으로 이루어지기 위해서는 다양한 이해상충, 거래관계 문제와 같은 제약요인의 해소가 전제되어야 하며, 안전별로 충실한 의견을 표시하는 모니터링 기능의 선순환 구조가 회복될 수 있도록 의결권 행사의 적정성을 점검하고 내부통제기준을 보완하는 등 제도적 유인이 있어야 함을 주장한 바 있다.

8) 신용평가제도는 전문적이고 객관적인 위치에 있는 신용평가기관이 특정 유가증권의 원리금 이 상환조건대로 상환될 확실성 혹은 발행자의 금융채무 전반에 대한 상환능력을 일정한 기호나 부호를 사용하여 투자자 등 이해관계자에게 공시하는 제도이다. 신용위험은 신용평가 제도에 따라 신용평가기관에 의해 재무비율과 비재무비율 등을 포함하여 기업의 신용정도를 신용평점이나 신용점수의 형태로 등급화하거나 이를 수취한 것이다. 이러한 신용평가 제도는 정보의 비대칭성과 정보획득 비용 문제를 해소하는데 기여하고 있다.

9) 신용평점과 관련된 국내의 대표적인 연구에 해당하는 전성일·이기세(2010)의 경우 보수주의 회계처리는 KIS 신용평점과 유의한 양(+)의 관계가 있음을 보고하였는데 해당 논문은 신용평점 변수에 (-)을 곱해서 분석을 실시한 것으로 판단된다.

소시킴으로써 신용평점과 관련하여 긍정적인 평가를 받을 것으로 분석하였다. 또한, Altman의 Z-score 값은 KIS신용평점을 예측하는데 유용한 변수로 나타났는데, 이는 KIS신용평점이 기업의 부도위험을 적절히 반영하고 있으며 외부정보이용자에게 유용한 변수로 활용될 수 있음을 제시하고 있다.

신용준·안상봉(2012)은 2005년부터 2010년까지의 기간을 대상으로 한국기업지배구조원이 측정한 지배구조평가 점수가 높을수록 신용평점과는 양(+)의 관련성(긍정적인 평가)이 있음을 발견하였다. 이에 대해 저자들은 지배구조 평가 정보가 기업의 회계정보 투명성을 높이고 기업성장 및 기업가치 증대에 중대한 영향을 줄 수 있기 때문에 채권자 등을 포함한 시장의 이해관계자들에게 중요한 정보로 반영되고 있음을 제시하고 있다. 이러한 결과는 신재용 외(2012)의 연구에서도 동일하게 나타났는데, 이는 신용평가 과정에서 기업의 지배구조가 반영되고 있는 것으로 해석된다.

박범진(2015)은 감사품질이 높을수록 회계정보의 신뢰성이 증가하여 신용평가에는 긍정적인 요인으로 작용될 수 있음을 나타냈다. 여기에서 감사품질은 기업의 질적 정보로서 회계정보의 유용성과 밀접한 관련이 있는 것으로 언급되고 있다.

전성일·배창현(2015)은 특수관계자 거래가 타인 자본비용에 미치는 영향을 분석하면서 타인자본비용에 대한 추가적인 대용치(proxy)로 신용평점을 사용하였다. 분석결과, 특수관계자 거래가 많을수록 신용평점은 낮게(부정적) 나타났다.

김병호(2011)는 Standard & Poor's(2002)의 측정방법을 사용하여 기업지배구조 변수와 신용등급과의 관련성을 분석하였는데, 기관투자자 지분율이 높을수록 신용등급에는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 해당 논문에서는 기관투자자의 지분

율이 커질수록 경영자에 대한 통제기능이 적절히 작동할 것으로 가정하고 연구를 수행하였으며, 이는 기관투자자의 반대투표가 기업 경영진에 대한 감시 효과를 기대할 수 있기 때문으로 접근하고 있다.

2.3 선행연구와의 차이점

해외의 경우 기관투자자의 주주행동이 활발히 이루어지고 있으며 의결권 행사를 포함한 다양한 유형의 주주권 행사에 대한 연구가 다수 존재한다(Brickly et al., 1988; Gillan, 1995; Del Guercio and Hawkins, 1999; Barber, 2007; Thomas and Cotter, 2007). 그러나 주주행동주의에 대한 국내 선행연구는 매우 부족한 실정이며, 최근에서야 본격적으로 연구가 수행되고 있는 실정이다. 현재 국내 민간 기관투자자 및 국민연금기금에 대한 선행연구는 주로 소유지분율, 투자액, 투자기간 등을 설명변수로 기업가치, 배당정책, 이익조정에 미치는 영향에 대해 분석이 수행되었다(김선화, 2015; 김문태·이선화, 2016). 한편, 본 연구에서는 소유구조(지분율)가 아닌 주주행동주의 측면에서 기관투자자의 반대 의결권 행사비율을 활용하고 있다는 점에서 기존의 선행연구와 차별점을 갖고 있다. 그리고 기관투자자의 반대 의결권 비율에 초점을 맞춰 연구가 수행된 이윤아 외(2017)의 연구와는 차별적으로 본 연구는 기관투자자가 의결권을 행사한 기업으로 표본을 확대하여 연구모형 및 결과의 안정성을 높이고자 하였다.

2.4 가설설정

본 연구는 기관투자자의 반대 의결권 행사가 자본 시장에서 어떠한 평가를 받는지 살펴보고자 한다.

한편, 기관투자자의 주주행동주의에 대해 본 연구에서는 긍정적 또는 부정적인 평가를 받을 가능성이 동시에 가능하다고 예상하여 각각의 주장에 따라 아래와 같이 제시하였다.

주주로서 적극적인 의사표시라 할 수 있는 의결권 행사¹⁰⁾ 기업의 경영 의사결정 과정에 직접 참여한다는 측면에서 단순한 보유 지분율이나 투자 기간보다 중요성이 크다고 할 수 있다. 이러한 의결권 행사는 구체적인 세부지침¹¹⁾¹²⁾ 따라 수행되고 있는데, 기관투자자의 의결권 반대는 기업의 경영 운영 방침에 만족하지 못함을 나타내는 것일 수 있다. 이처럼 기관투자자의 반대 의사표시는 주주가치에 반하는 경영진의 행위를 견제하는 감시효과를 기대(Del Guercio et al., 2008; 이윤아 외, 2017)할 수 있으며 시장에서 긍정적인 평가를 받는 것(김하나·연강흠, 2014)으로 나타났다. 의결권 행사 반대에 대한 주된 안전을 구체적으로 살펴보면 재무제표(이익배당), 정관변경, 임원 선임 및 해임(사내이사, 사외이사, 감사(위원)), 임원 보수한도 승인, 기타 등으로 분류할 수 있는데, 이 중에서 이사회 구성원 선임 안전에 대한 반대가 가장 많은 비중을 차지하였으며 반대사유에는 과도한 겸직, 독립성 취약,

기업가치 훼손, 주주 권익 침해 등을 언급하고 있다. 따라서 기관투자자의 의결권 행사가 실질적으로 이 사회의 독립성 개선(이윤아 외, 2017)과 더불어 기업의 지배구조 개선에 긍정적인 영향을 미친다면 신용평가에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다.

한편, 주주행동주의에 대해 시장이 미처 몰랐던 기업의 주주가치 훼손 행위를 하나의 정보로 해석(김하나·연강흠, 2014)하여 부정적인 평가로 해석될 가능성이 존재한다. 아울러 주주행동주의라는 것이 주총에서 직접적인 부결로 이어질 가능성이 낮은 상황에서 기업 내의 문제점만을 들추고 노출시킴으로써 기업에 긍정적으로 작용되지 않을 수 있다. 이러한 주장에는 기관투자자의 의결권 반대 행사가 대체로 주주총회에서 직접적인 부결로 이어지는 비율이 높지 않은 현실을 가정한다. 한편, 우리나라¹³⁾의 경우 경영권을 행사하는 지배주주가 존재함에 따라 기업의 의사결정에 대한 기관투자자의 감시효과를 기대하기 어려울 수 있다. 즉, 기관투자자는 경영자를 견제 및 감시하는 것이 아니라 경영자가 원하는 방향으로 의결권을 행사할 가능성(Brickly et al., 1988; Pound, 1988)이 있다. 이처럼 자본시장의 경우 기관투자자의 주주행동주의에 대해 기업의 주주가치

10) ISS는 모건스탠리캐피털인터내셔널(MSCI)의 자회사로 세계 주요 기업 주주총회 안전에 대해 1,700여개 대형 기관 투자자들에게 찬·반 형식으로 의견을 제공하고 있으며 국내에는 CGS를 비롯해 민간기관인 좋은기업지배구조연구소, 서스틴베스트 등이 다양한 주주총회 안전을 분석해 권고안을 제시해왔다.

11) 국민연금은 2004년부터 의결권 행사지침을 마련하고 2005년에는 의결권행사전문위원회(의결권 전문위)를 구성하여 보유한 주식에 대한 의결권을 적극적으로 행사하고 있다. 정기 및 임시주주총회의 모든 안전에 대하여 의결권 행사지침에 따라 의결권을 행사하고, 논란이 되는 사안에 대해서는 의결권전문위의 자문을 거쳐 의결권을 행사한다(김선화, 2015). 한편, 삼성물산·계일모직 합병과 관련하여 의결권전문위를 거치지 않고 기금운용본부가 자체적으로 내부 결정하면서 정치적 외압에 의한 의사과정이었다는 의혹과 대외적인 비판을 받은 바 있다. 이처럼 국민연금의 의결권행사가 불공정하게 운영되서는 안 되며, 보다 투명하고 공정하게 개선되어야 할 필요성이 커지고 있는 상황이다. 참고로 '국민연금기금 의결권 행사 지침'에는 상장주식에 대한 의결권행사내역을 주주총회 후 14일 이내에 홈페이지에 공시하도록 규정하고 있다. 이는 국민연금기금의 경우 영향력을 감안해 주주총회 이전에 공시하지 않고 주주총회 이후에 공시를 하도록 하였다.

12) 자본시장법 제87조 제9항과 동법 시행령 제91조 제4항에 의해 집합투자업자도 투자자가 의결권 행사 여부의 적정성 등을 파악하는 것에 필요한 내부지침을 공시하도록 하고 있다. 2013년 2월 공시규정이 개정되면서 집합투자업자의 의결권 행사 공시도 주주총회 이전이 아닌 주주총회 개최 이후 5일 이내로 변경되었다.

13) 일본 기업들은 한국의 재벌기업의 장점 중의 하나로 일사분란한 총수 중심의 경영활동을 통해서 적시에 의사결정을 수행할 수 있다는 점을 꼽는다고 한다.

훼손 행위로 해석하여 일종의 패널티(penalty)를 부과할 가능성이 있을 것이다. 따라서 기관투자자의 반대 의견은 해당 기업의 지배구조에 문제가 있다는 신호로 시장에 인식될 수 있을 것이다.

기업의 신용평가(신용평점)에는 대리인문제와 정보불균형 문제가 채무불이행 위험에 대한 하나의 요소로 평가될 수 있다(김문태 · 김영환, 2007). 만약 기관투자자의 주주행동주의가 대리인문제와 정보불균형을 해소하는데 적절한 역할을 수행한다면 신용평가(신용평점)에는 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 반면에 반대 안건이 주주이익을 훼손한다는 정보로 전달된다면 시장의 평가는 부정적으로 작용될 수 있을 것이다. 또한 주주행동주의 본래 목적인 장기주익을 제고보다 '기업경영권 침해' 또는 '연금 관치주의'로 흐를 수 있으며, 결과적으로 지배구조 개편 압박 등 기업통제의 수단으로 악용될 가능성도 있다.¹⁴⁾ 이는 해당 기업의 대리인문제¹⁵⁾가 커지는 것으로써 기업의 신용평가(신용평점)에는 부정적인 영향을 미칠 것이다. 이에 본 연구에서는 이러한 상반된 추론을 살펴보기 위해 양측검정의 형태로 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설: 기관투자자의 의결권 반대 표시는 기업의 신용평가와 관계가 있을 것이다.

III. 연구모형과 표본선정

3.1 연구모형

본 연구는 기관투자자의 의결권 반대행사가 자본 시장에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 한다. 본 연구의 가설을 검증하기 위해 KIS 신용평점¹⁶⁾을 종속변수로 하고 의결권 반대(Voting No)를 검증변수로 하며 기타의 통제변수들을 독립변수로 하는 회귀분석 모형을 구성하여 아래와 같이 살펴보았다. 한편, 본 연구에서 제시하고 있는 t+1기의 종속변수와 t기의 시차모형은 내생성(endogeneity) 문제를 완화시킬 수 있을 것으로 기대한다(김문태 · 김영환, 2007). 즉, 독립변수와 종속변수를 동일기간으로 검증하는 경우 시차에 의한 인과관계를 규명하기 어려울 수 있는데, 이러한 내생성 문제를 통제하고 결과의 신뢰성을 높이고자 기본분석은 '시차' 연구모형으로 가설을 검증한다.

본 연구의 가설을 검증하기 위해 식(1)을 이용하여 로짓 회귀분석을 실시하고자 한다. 여기에서 주된 검증변수는 선행연구(이윤아 외, 2017)와 동일하게 기관투자자의 주주행동주의를 나타내는 Voting No 변수이며, 경영진 제안 안건에 대한 기관투자자의 의결권 반대비율을 의미한다. 만약 식(1)에서 β_1 값이 유의한 음(-)의 값을 가진다면 이는 기관투자자의 반대 의사표시가 높을수록 기업의 지배구조 개선

14) '스튜어트십 코드' 도입과 연금사회주의 우려, 2018.08.05. <http://www.ifs.or.kr>

15) 기관투자자들은 자신의 이익을 위해 소수주주나 채권자의 이익을 해칠 정도로 경영자에 부당한 압력을 행사할 가능성(Bhojarij and Sengupta, 2003)이 있는데, 이러한 경우 기관투자자 지분율과 신용평점과는 (-)의 관련성이 나타날 수 있을 것이다.

16) 본 연구의 종속변수에 해당하는 신용평가와 관련된 선행연구(김문태, 2005; 김문태 · 김영환, 2007; 정현욱, 2015)에서는 신용등급 변수를 활용하여 분석이 수행된 바 있는데, 2000년 이후 대부분의 신용등급이 투자등급(BBB이상)으로 분류되어 등급간 차별성을 확보하기 어렵고 무보증사채(회사채, 기업어음, 자산유동화증권)를 발행하지 않는 기업의 경우 표본에서 제외되는 문제점이 있어 일반화된 결론을 찾는 데 한계가 있다고 판단된다. 따라서 본 연구에서는 신용평점 변수를 활용하여 분석하였다(곽수근 · 박종일, 2010).

에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 있기 때문에 기업의 신용평가에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 하지만 식(1)에서 β_1 값이 유의한 양(+)의 값을 나타낸다면 이는 기관투자자의 적극적인 목소리가 해당 기업의 지배구조에 문제가 있다는 신호로 해석되어 해당 기업의 평가에 부정적일 수 있음을 의미한다.

$$\begin{aligned} Score_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Voting\ No_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Lev_t \\ & + \beta_4 Roa_t + \beta_5 Cr_t + \beta_6 Cfo_t + \beta_7 Grw_t \\ & + \beta_8 For_t + \beta_9 Large_t + \beta_{10} Big4_t \\ & + \beta_{11} Loss_t + Industry, Year \quad (1) \end{aligned}$$

$Score_{t+1}$ = 신용평점(최고등급 1점, 최저등급 10점);
 $Voting\ No_t$ = 경영진제안 안건에 대한 기관투자자의 반대 의결권 행사비율;
 $Size_t$ = log(총자산);
 Lev_t = 부채비율(기말총부채/기말총자본);
 Roa_t = 당기순이익/기말총자산;
 Cr_t = 유동비율(기말유동자산/기말유동부채);
 Cfo_t = 영업현금흐름/기초총자산;
 Grw_t = (당기매출액 - 전기매출액)/기초총자산;
 For_t = 외국인투자자 지분율;
 $Large_t$ = 대주주 지분율;
 $Big4_t$ = 외부감사인이 대형회계법인에 속하는 경우 1(그렇지 않으면 0);
 $Loss_t$ = 당기순손실 기업이면 1(아니면 0);
 $Industry_t$ = 산업더미;
 $Year_t$ = 년도더미.

본 연구에서는 선행연구(위준복·김문태, 2006; 김문태·김영환, 2007; 채수준 외, 2012)에서 신용평점¹⁷⁾에 영향을 미치는 것으로 보고된 기업특성을 통제하였다. 기업규모($Size$)는 자금조달능력이

나 상호지급보증을 대리하는 변수이므로 신용평점과는 (-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 부채비율(Lev)의 경우 채무불이행의 위험을 나타내는 지표로 신용평점과는 (+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 총자산이익률(Roa)의 경우 수익성이 높을수록 채무불이행 위험이 감소하므로 신용평점과는 (-)의 관계가 예상된다. 추가적으로 당기순손실 여부($Loss$)도 통제변수로 포함하였다. 유동비율(Cr)의 경우 유동성이 높은 기업일수록 채무상환능력이 높으므로 신용평점과는 음(-)의 관계가 예상된다. 영업현금흐름(Cfo)은 영업현금흐름이 높을수록 자금의 회전력이 높아지고 도산이나 채무불이행에 대한 위험은 감소하므로 신용평점과는 음(-)의 관계가 예상된다. 매출액성장률(Grw)은 기업의 성장성을 나타내며, 기업의 수익성(매출액 성장)이 높을수록 신용평점에 긍정적인 영향을 줄 것이므로 신용평점과는 음(-)의 관계가 예상된다. 감사인 규모($Big4$) 및 외국인투자자 지분율(For) 변수를 통제변수에 포함시켰는데, 외부감사인의 규모가 클수록 우수한 감사품질의 대용치로 측정될 수 있으며 이는 재무제표의 신뢰성을 제고시킬 수 있기 때문에 신용평점과는 (-)의 관계가 예상된다. 외국인지분율(For)의 경우, 외국인투자자는 적극적 감시기능을 수행할 가능성이 높으므로 신용등급에 긍정적인 영향을 미치므로 신용평점과는 (-)의 관계가 예상된다. 그밖에 대주주지분율($Large$)은 기업의 지배구조가 신용평점에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함되었다. 끝으로, 경기변동의 영향 및 산업간 차이가 신용평점에 미치는 영향을 통제하기 위해 년도($Year$) 및 산업변수($Industry$)

17) 한국신용평가(주)는 회사채 신용등급과 별도로 신용평점을 제공하고 있는데, 신용평점은 부실예측모형과 채무평점모형을 결합한 방식이다. KIS 신용평점은 재무지표(안정성, 유동성, 수익성, 성장성, 활동성, 규모) 및 비재무지표(기업형태, 업력, 계열그룹 여부)를 고려하여 개발한 신용평가모델로부터 추출한 것이다. 이러한 KIS 신용평점은 1점에서 10점으로 이루어져 있으며 양호(부실)한 기업일수록 1점(10점)에 가까운 점수를 받는다. 즉, 본 연구에서 신용평점은 낮을수록 신용평점이 좋다는 것을 의미한다. 따라서 변수 해석에 있어서 주의가 필요하다.

를 포함하였다.

3.2 표본선정

본 연구는 2005년부터 2014년까지의 표본기간 동안 유가증권 시장에 상장된 기업을 대상으로 기관투자자(국민연금과 집합투자업자)의 의결권 행사 내역을 확인할 수 있는 기업을 대상으로 한다. 본 연구에서 국민연금 데이터의 경우 국민연금 홈페이지(www.nps.or.kr) 경영공시(기금운용사항 부분)에서 제공하고 있는 의결권 행사 내역을 수집하였으며, 집합투자업자 데이터의 경우 한국거래소 전자공시시스템(www.kind.krx.co.kr)에서 제공하고 있는 공시 내용중에서 “집합투자업자들의 의결권행사” 키워드로 검색하여 측정하였다. 표본 기간 내 전체 36,395건의 의결권 행사공시 중에서 본 연구의 회귀분석에 사용된 개수는 3,947건이며, 본 연구의 분석에 활용된 최종 표본 수는 2,904개다. 우선 표본기간에 해당하는 의결권 행사공시 관련 표본을 수집하고 이후 정정공시 및 중복데이터를 제거하여 3,947개의 표본을 확보하였다. 참고로 본 연구는 연구 목적상 안전 상장 주체를 구분하여¹⁸⁾ 주주제안의 안전은 연구 목적상 제외하였다. 여기에서 중복데이터는 하나의 기업에 여러 기관투자자가 투자를 하기 때문에 하나의 표본으로 합치면서 발생된 표본 손실이다. 이렇게 구해진 3,947개의 표본을 panel b의 데이터와 머지(merge)를 하였으며 이하 구체적인 선정기준은 다음과 같다. 첫째, 표본기업의 비교가능성을 높이기 위해 금융업 기업 및 결산월이 12월이

아닌 기업은 표본에서 제외하였다. 둘째, 분석에 필요한 재무자료의 경우는 TS-2000 및 한국신용평가정보(주)의 Kis-Value 데이터베이스에서 수집하였다. 셋째, 의결권 행사 공시자료가 없는 기업도 제외하였다. 최종적으로 본 연구에 사용된 표본은 2,904개의 기업-연도 자료이다. 마지막으로 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 배제하기 위해 모든 변수의 상·하위 1%를 초과하는 관측치는 각각 1%에 해당하는 값으로 조정(winsorization)하였다.

의결권 행사와 관련해서는 찬성, 반대, 중립, 불행사가 있는데 본 연구의 연구목적상 반대의결에 초점을 맞춰서 연구가 수행된 측면이 있다. 특히 찬성보다는 반대행사에 관심을 두는 이유는 우리나라 의결권 행사의 경우 찬성률이 거의 90%에 해당되는 현실에서 경영진 제안 안전에 대한 반대행위가 가장 적극적인 주주행동으로 판단하였기 때문이다(김하나·연강흠, 2014; 이윤아 외, 2017). 즉, 의결 안전에 대한 기관투자자의 동의 비율이 90%라고 하면 특별한 반대가 없을 경우는 거의 default로 동의하는 듯하다. 이러한 경우는 심각한 고민 끝에 동의했다고도 할 수 있지만 특이사항이 없는 경우는 그냥 동의해 주었다고 판단할 수도 있다. 반면에 반대 의견을 표명하였다는 것은 반대하는 명확한 사유가 있는 경우이다. 따라서 기관투자자들이 표명했던 의결권 안전을 두고 연구가 진행된다면 반대의견을 연구 대상으로 제한한다는 것이 보다 타당성이 있을 것이다.

한편, 본 연구는 기관투자자가 의결권을 행사한 기업으로 표본을 확대하여 연구모형 및 결과의 안정성을 높이고자 하였으며 이는 이윤아 외(2017)의 연

18) 한국기업지배구조원의 자료(2015년 기준)에 따르면, 경영진제안 안전에 대한 기관투자자의 반대율은 민간 기관투자자 1.5%, 국민연금 14.5%로 조사되었으며 여전히 소극적인 의결권 행사가 형식적으로 이루어지고 있는 실정이다. 주주총회에 상정되는 안전은 안전 상장 주체에 따라 경영진제안 안전과 주주제안 안전으로 구분할 수 있으며, 주주제안 안전에 대한 반대 행사는 경영진제안 안전에 대한 반대 행사의 성격과 대조되므로 연구 대상에서 제외한다. 주주가 기업 경영에 적극적으로 자신의 권리를 행사하는 방법은 의결권 행사 외에도 주주제안권, 대표소송제기권, 회계장부열람청구권 등이 있으나 국내의 해당 사례는 매우 드문 실정이다.

〈표 1〉 표본선정 과정

Panel a) 의결권 행사공시 관련 표본	
자료(2005년~2014년)	공시 표본 수
의결권 행사공시	36,395
정정공시	(2,595)
중복 data 제거	(29,583)
최종	3,947
Panel b) 본 연구의 회귀분석에 사용된 표본선정	
자료	표본 수
2005년~2014년 코스피 기업-연도 표본 수	6,609
12월 결산법인이 아닌 기업	(431)
재무자료 미비	(103)
의결권 행사공시 자료가 없는 기업	(3,172)
최종	2,904

구와는 차별화된 분석방법이다. 참고로 기관투자자의 반대의결권 행사비율(Voting No)이 0인 경우는 찬성/중립/불행사로 해석될 수 있으며, 하나의 기업에 여러 기관투자자들이 의결권을 행사할 수 있기 때문에 이를 각각 따로 분석하는 것에는 어려움이 있다. 따라서 의결권 행사와 관련해서는 전체 표본으로 확대하는 동시에 반대비율 변수로 구체화하여 주주행동주의 변수로 측정하였다.

아래의 〈표 2〉는 〈표 1〉의 panel a에서 의결권 행사공시 관련 표본 최종 자료 3,947개에 대한 상세 내용이며, 본 연구의 주된 관심변수인 Voting No 변수에 대해 보다 구체적으로 제시한 것으로 안건 유형별/년도별 의결권 행사 현황을 나타내고 있다. 참고로 〈표 2〉의 수치는 본 연구의 최종 표본과는 상이하다. 표에서 기관투자자에 대해 집합투자업자와 국민연금으로 나누어 제시한 주된 이유는 주체별

〈표 2〉 안건 유형별 기관투자자의 반대 의결권 행사 현황

안건유형	집합투자업자		국민연금	
	반대 안건	반대율	반대 안건	반대율
재무제표(이익배당)	38	1.3%	11	2.2%
정관변경	45	2.4%	190	34.5%
사내(사외)이사선임	121	3.1%	135	16.2%
감사(위원)선임	117	4.8%	88	20.1%
임원 보수한도 승인	37	0.8%	18	1.3%
기타	100	4.5%	38	18.2%
Total	458	2.5%	480	11.1%

〈표 3〉 년도별 기관투자자의 반대 의결권 행사 현황

연도	집합투자업자(행사의견)					국민연금(행사의견)				
	Total	찬성	반대	중립	불행사	Total	찬성	반대	중립	불행사
2005	1,097	1,026	33	23	15	5	4	1	0	0
2006	1,674	1,601	39	24	10	374	351	19	4	0
2007	1,811	1,691	40	28	52	321	296	25	0	0
2008	2,113	1,943	59	28	83	355	335	20	0	0
2009	2,211	2,113	31	38	29	309	284	24	0	1
2010	2,024	1,994	24	6	0	379	344	35	0	0
2011	1,774	1,679	43	47	5	397	372	25	0	0
2012	1,864	1,802	23	34	5	738	576	162	0	0
2013	1,431	1,292	67	65	7	718	629	89	0	0
2014	1,716	1,535	99	52	30	740	660	80	0	0
Total	17,715	16,676 (94%)	458 (3%)	345 (2%)	236 (1%)	4,336	3,851 (89%)	480 (11%)	4 (0%)	1 (0%)

로 상이한 측면이 있는지 구분하여 살펴보기 위함이다. 안건 유형별 의결권 행사 현황 표를 살펴보면, 집합투자업자의 경우 사내(사외)이사선임과 감사(위원)선임에서 반대 목소리가 높게 나타났으며, 국민연금의 경우에는 주로 정관변경과 사내(사외)이사선임 안건에서 반대 목소리가 높게 나타났다. 〈표 3〉의 년도별 현황을 살펴보면 국민연금의 경우 시간이 지날수록 의결권 행사 비율이 높아지는 추세를 보이고 있으며 특히, 반대 목소리도 점점 높아지는 것으로 나타났다. 특히, 2012년도의 경우 눈에 띄게 나타났다. 이는 2012년에 개정 상법(예: 이사책임감면 조항, 재무제표승인 등)이 도입되면서 주주가치 훼손에 대한 우려의 목소리가 반영된 결과로 해석된다. 또한, 국민연금의 경우 중립 및 불행사의 비율은 거의 찾아볼 수 없었으나 집합투자업자의 경우 중립

및 불행사의 비율이 다소 높게 나타났는데 이는 투자 기업과의 이해 때문으로 추정된다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

〈표 4〉는 주요 변수들의 기술통계를 제시하고 있다. 본 연구의 종속변수¹⁹⁾인 신용평점(Score)의 평균(중위수)은 4.591(5)으로 나타났으며, 검증변수인 기관투자자 반대 의결권 변수(Voting No)의 평균은 0.035으로 경영진 제안 안건에 대한 기관투자자의 평균 반대율은 3.5%이다. 이윤외 의(2017)의

19) 신용평점(Score)이 2,3,4,5점에 해당되는 경우 투자등급으로 분류되며, 6,7,8,9,10점에 해당되는 경우 투기등급으로 분류된다. 참고로 본 연구의 표본 기간은 2005년부터 2014년까지 기간이지만 종속변수의 경우는 t+1시점의 변수를 사용하므로 종속변수 기준으로 2005년부터 2015년의 기간이 된다.

〈표 4〉 기술통계량 (N=2,904)

변수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
Score ²⁰⁾	4.591	1.829	2	5	9
Voting No ²¹⁾	0.035	0.078	0	0	0.400
Size	20.551	1.473	17.982	20.307	24.533
Lev	0.409	0.194	0.023	0.414	0.854
Roa	0.054	0.065	-0.149	0.048	0.274
Cr	2.406	4.467	0.151	1.427	37.408
Cfo	0.066	0.080	-0.126	0.058	0.320
Grw	0.069	0.228	-0.775	0.045	1.018
For	0.156	0.153	0.000	0.102	0.652
Large	0.418	0.153	0.075	0.419	0.750
Big4	0.826	0.379	0	1	1
Loss	0.125	0.331	0	0	1

주) 변수설명: Score = 신용평점(최고등급은 1점, 최저등급은 10점); Voting No = 경영진 제안 안건에 대한 기관투자자의 반대 의결권 행사비율; Size = log(기말총자산); Lev = (기말총부채/기말총자산); Roa = 당기순이익/기초총자산; Cr = 기말유동자산/기말유동부채; Cfo = 영업현금흐름/기초총자산; Grw = (당기매출액-전기매출액)/기초총자산; For = 외국인투자자 지분율; Large = 대주주 지분율; Big4 = 외부감사인이 Big4와 제휴관계에 있는 대형회계법인이면 1(아니면 0); Loss = 당기순손실 기업이면 1(아니면 0).

연구에서는 기관투자자 반대 의결권 변수의 평균 값이 0.105로 나타났는데 이는 기관투자자의 반대율이 “0”인 표본은 제외하였기 때문에 판단된다. 통제 변수를 살펴보면 기업규모(Size)의 평균(중위수)은 20.551(20.307)으로 나타났으며 부채비율(Lev)의 평균(중위수)은 0.409(0.414)으로 나타났다. 총자산이익률(Roa)의 평균(중위수)은 0.054(0.048)으로 총자산 대비 당기순이익은 대략 5.4%수준이다. 유동비율(Cr)의 평균(중위수)은 2.406(1.427)으로, 유동부채 대비 유동자산의 비중이 높은 것으로 나타났다. 영업현금흐름(Cfo)의 평균(중위수)은 0.066(0.058)의 값을 보였는데, 분석기간 동안 평균적으로 총자산의 6.6% 정도 영업현금흐름이 나타났음

을 알 수 있다. 매출액성장률(Grw)의 평균(중위수)은 0.069(0.045)으로 나타났는데 이는 일부 기업들에서 성장성이 높은 기업들이 존재하기 때문에 보인다. 감사인 규모(Big4)의 평균은 0.826으로 표본 기업 중에서 대형회계법인에서 감사받은 기업은 대략 83%정도 되는 것으로 나타났다. 외국인투자자 지분율(For)의 평균(중위수)은 0.156(0.102)으로 평균과 중위수가 큰 차이를 보이는 것에 비추어 볼 때 외국인투자자들은 일부 기업에 집중해서 투자하는 것으로 나타났다.

〈표 5〉는 본 연구의 표본구성을 제시하고 있다. Panel a)는 본 연구의 종속변수에 해당하는 신용평점의 연도 및 등급별 분포를 나타내고 있는데, 투자

20) 본 연구에서 신용평점은 낮을수록 신용등급이 긍정적이라는 것을 의미한다. 따라서 이후 회귀분석 결과 부분에서 해당 변수의 해석에 있어서 각별한 주의가 요구된다.

21) Voting No 변수가 0의 값을 초과하는 표본 수는 905개이다.

〈표 5〉 본 연구의 년도별 & 산업별 표본 현황

Panel a) 년도별 신용평점 표본											
Year Score	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
2	29	58	41	45	50	35	40	37	52	61	448
3	24	38	40	48	51	38	49	44	51	72	455
4	31	51	48	56	58	56	56	60	62	60	538
5	40	68	53	66	71	64	58	57	54	60	591
6	21	43	51	48	27	50	47	47	46	50	430
7	10	19	25	29	27	21	25	29	22	19	226
8	8	13	18	14	16	14	16	16	13	13	141
9	1	4	9	12	5	13	10	7	7	7	75
Total	164	294	285	318	305	291	301	297	307	342	2,904

Panel b) 년도별 & 산업별 ²²⁾ 표본 현황											
Year IND	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
1	1	1	1	2	2	3	2	3	3	3	21
2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
3	84	173	165	186	176	166	174	170	179	200	1,673
4	4	4	6	6	5	5	6	5	5	4	50
5	10	19	18	20	18	20	15	14	12	12	158
6	12	20	19	21	19	20	24	28	26	30	219
7	5	10	11	13	12	12	11	11	10	10	105
8	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
9	7	12	11	11	14	13	15	15	16	20	134
10	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
11	37	49	48	52	53	45	46	44	48	55	477
12	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	18
13	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
14	1	2	1	1	1	2	3	2	2	2	17
15	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Total	164	294	285	318	305	291	301	297	307	342	2,904

22) 산업구분은 대분류 기준으로 분류하였으며 구체적인 분류기준은 다음과 같다. 1 = 농업, 임업 및 어업, 2 = 광업, 3 = 제조업, 4 = 전기, 가스, 증기 및 수도사업, 5 = 건설업, 6 = 도매 및 소매업, 7 = 운수업, 8 = 숙박 및 음식점업, 9 = 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업, 10 = 부동산업 및 임대업, 11 = 전문, 과학 및 기술 서비스업, 12 = 사업시설관리 및 사업지원 서비스업, 13 = 교육 서비스업, 14 = 예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업, 15 = 협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업

〈표 6〉 상관관계 분석

	Voting No	Size	Lev	Roa	Cr	Cfo	Grw	For	Large	Big4	Loss
Score	0.019 (0.305)	0.188 (<.000)	0.705 (<.000)	-0.503 (<.000)	-0.255 (<.000)	-0.439 (<.000)	-0.017 (0.359)	-0.223 (<.000)	-0.109 (<.000)	0.004 (0.818)	0.411 (<.000)
Voting No	1	-0.119 (<.000)	-0.051 (0.006)	-0.066 (0.000)	0.020 (0.272)	-0.034 (0.064)	-0.031 (0.095)	-0.097 (<.000)	0.092 (<.000)	-0.072 (0.000)	0.069 (0.000)
Size		1	0.321 (<.000)	-0.046 (0.013)	-0.160 (<.000)	0.023 (0.207)	0.028 (0.135)	0.415 (<.000)	-0.242 (<.000)	0.342 (<.000)	0.052 (0.005)
Lev			1	-0.337 (<.000)	-0.431 (<.000)	-0.173 (<.000)	0.165 (<.000)	-0.083 (<.000)	-0.176 (<.000)	0.065 (0.000)	0.272 (<.000)
Roa				1	0.065 (0.000)	0.536 (<.000)	0.252 (<.000)	0.273 (<.000)	0.019 (0.303)	0.021 (0.267)	-0.594 (<.000)
Cr					1	-0.033 (0.079)	-0.113 (<.000)	0.046 (0.013)	0.102 (<.000)	-0.026 (0.154)	-0.068 (0.000)
Cfo						1	0.142 (<.000)	0.273 (<.000)	-0.044 (0.019)	0.053 (0.005)	-0.250 (<.000)
Grw							1	0.031 (0.091)	0.002 (0.906)	-0.006 (0.763)	-0.151 (<.000)
For								1	-0.288 (<.000)	0.232 (<.000)	-0.094 (<.000)
Large									1	-0.066 (0.000)	-0.067 (0.000)
Big4										1	0.009 (0.644)

*) 변수에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

(투기)등급²³⁾에 해당하는 비율은 대략 68%(32%)에 이르는 것으로 나타났다. Panel b)는 본 연구의 최종표본에 대한 산업별 및 연도별 분포를 나타내고 있다. 표본구성을 산업별로 살펴보면, 산업간에 일부 표본수의 차이를 보이고 있지만 여러 산업에 고루 분포되어 있음을 살펴볼 수 있다. 구체적으로는 제조업(1,673개, 57%), 전문, 과학 및 기술 서비스

업(477개, 16%), 도매 및 소매업(219개, 7%) 순으로 나타났다. 한편, 연도별로 살펴보면 2014년도가 342개로 가장 많고, 2005년도가 164개로 가장 적게 나타났으나 대체로 큰 차이는 보이지 않음을 확인할 수 있다.

〈표 6〉은 본 연구의 가설검증에 사용된 주요 변수들에 대한 상관관계를 나타내고 있다. 본 연구의 종

23) Score 점수가 2,3,4,5점에 해당되는 경우 투자등급으로 분류되며, 6,7,8,9,10점에 해당되는 경우 투기등급으로 분류된다. 구체적으로 각 점수별 비율을 살펴보면, 2점(15.43%), 3점(15.67%), 4점(18.53%), 5점(20.35%), 6점(14.81%), 7점(7.78%), 8점(4.86%), 9점(2.58%)으로 나타났다.

속변수인 신용평점(Score) 변수와 검증변수인 기관 투자자 반대 의결권 변수(Voting No)사이에는 양(+)의 값을 나타냈으나 통계적인 유의성은 발견할 수 없었다. 한편, 신용평점 변수는 통제변수들 중에서 기업규모(Size), 부채비율(Lev), 당기 순손실 여부(Loss) 변수와 양(+)의 상관관계를 나타냈으며, 총자산이익률(Roa), 유동비율(Cr), 영업현금흐름(Cfo) 변수와는 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

4.2 회귀분석 결과

〈표 7〉은 본 연구의 가설을 검증하기 위한 것으로 식(1)을 이용하여 회귀분석한 결과이다. 회귀분석 결과에는 산업별 및 연도별 더미변수를 포함하여 분석을 수행하였지만 편의상 이를 별도로 보고하지는 않았다. 그리고 기본적인 분석은 순위로짓분석과 클러스터링 회귀분석 결과를 동시에 제시하였다. 분석 결과, 검증변수인 기관투자자 반대 의결권(Voting No) 변수는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을²⁴⁾ 나

〈표 7〉 기관투자자의 반대 의사표시가 신용평점에 미치는 영향

$$Score_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Voting\ No_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 Roa_t + \beta_5 Cr_t + \beta_6 Cfo_t + \beta_7 Grw_t + \beta_8 For_t + \beta_9 Large_t + \beta_{10} Big4_t + \beta_{11} Loss_t + Industry, Year$$

변수	(1) Ordered Logit 분석			(2) 클러스터링 분석		
	추정치	Wald	p-value	추정치	Wald	p-value
Voting No	1.002	4.62	0.032	0.598	1.96	0.051
Size	0.079	6.38	0.012	0.050	1.86	0.063
Lev	9.657	1081.66	<.000	5.653	27.54	<.000
Roa	-4.498	28.42	<.000	-2.239	-3.63	0.000
Cr	-0.002	0.05	0.828	0.002	0.33	0.745
Cfo	-8.547	230.33	<.000	-5.010	-12.64	<.000
Grw	-0.599	12.64	0.000	-0.374	-3.46	0.001
For	-2.098	50.10	<.000	-1.134	-4.22	<.000
Large	-0.243	0.95	0.329	-0.187	-0.83	0.406
Big4	-0.103	1.12	0.290	-0.059	-0.76	0.446
Loss	1.134	69.82	<.000	0.718	7.40	<.0001
Industry, Year dummy	포함			포함		
N	2,904			2,904		
Pseudo R ² (Adj R ²)	0.274			0.667		

*) 변수에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

24) 여기에서 신용평점은 양호(부실)한 기업일수록 1점(10점)을 받기 때문에 검증변수의 (+)부호는 신용평점에 부정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다.

타냈다. 이는 기관투자자의 의결권 반대행사에 대해 자본시장에서는 기업의 주주가치 훼손 행위로 해석하여 신용평가에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 또한 주주행동주의 본래 목적인 장기수익률 제고보다 '기업경영권 침해' 또는 '연금 관치주의'로 흐를 수 있는 우려가 반영된 결과로도 판단된다. 아울러, 기관투자자의 반대 의견은 기업의 지배 구조에 문제가 있다는 신호(signal)로 시장에서 인식될 수 있기 때문에 이러한 부분이 반영된 결과로 판단²⁵⁾ 된다. 한편 본 연구의 결과는 기관투자자의 주주행동주의에 대한 대표적인 국내연구인 김하나·연강흠(2014)의 시장반응 분석결과와는 반대되는 결과이지만 이윤아 외(2017)의 기업가치 분석 결과와는 동일한 것으로 이해된다. 이는 연구방법론에 따른 차이에 기인한 것일 수 있으나 본 연구의 결과는 기존의 관련 연구결과에 대한 일반화에 기여할 수 있을 것으로 생각된다. 자본시장에서의 기업가치 평가에 기초한 시장에서의 평가와 신용평가업에서의 전문가에 의한 평가가 반드시 일치하지는 않는다. 시장은 기업에 대한 많은 지식을 가진(sophisticated) 기관투자자들도 있고, 그렇지 않은 투자자들도 있으며 주가에 영향을 미치는 매우 많은 변수들에 의해서 움직인다. 물론, 신용평가사들도 신용평가 시 많은 변수들을 고려함은 물론이다. 이는 다음과 같이 구분할 수도 있다. 주식시장에서의 주주 행동주의에 대한 반응은 경영 지식에 해박한 투자자와 그렇지 않은 투자자의 총체적인 반응이다. 반면, 신용평가사들이 이 정보를 반영하여 신용평가를 변경한다면 이는 informed 투자자들의 평가이다.

V. 추가분석

5.1 Voting No의 구분 다양화²⁶⁾

기본분석에서 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율(Voting No)로 측정하여 분석이 수행되고 있는데 추가적으로 <표 8>에서는 10%, 20%, 30% 이내에 해당하는 표본으로 세분화해서 살펴보고자 한다. 이러한 구분 방법은 어느 하나로 특정할 수는 없으나 기본분석 결과에 대한 강건성과 일반화에 도움이 될 것으로 판단된다. 분석결과, 30% 기준으로 표본을 확대하는 경우 대략 5% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 나타냈다.

5.2 이사회 구성원 선임 관련 Voting No에 대한 분석

본 연구는 기본적으로 주주총회에서 경영진이 제안한 안건에 대한 기관투자자의 반대 행사 비율로 측정하여 사용하고 있다. <표 2> 기관투자자의 의결권 반대 행사 현황에서 살펴보았듯이 기관투자자의 의결권 반대는 주로 사내이사과 사외이사 선임, 보수와 관련된 안건의 반대 비중이 상대적으로 높게 나타났다. 이처럼 이사회 구성원 선임 관련 안건에 대한 기관투자자의 반대 의견행사가 기업 경영진(이사회 포함)에 대한 모니터링 기능으로 작동하여 지배구조의 실질적인 개선을 유도할 수 있다면 해당 기업의 지배구조 및 이사회 독립성에 긍정적인 영향(이윤아 외, 2017)을 미칠 수 있을 것이다. 반면에

25) 그리고 이러한 결과는 기관투자자가 제 역할을 성실히 수행했기 때문에 시장에서는 적절하게 평가를 하는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 해당 기업의 문제에 대해 기관투자자가 적극적인 목소리를 나타냈기 때문에 시장에서의 평가는 기관투자자의 우려와 동일한 방향으로 나타났다는 의미이며 이러한 측면에서 기관투자자의 역할에 대해서도 다시 한번 생각해볼 수 있을 것이다.

26) 관련 의견을 주신 심사위원님께 감사드립니다.

〈표 8〉 Voting No 구분 다양화

$$Score_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Voting\ No_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 Roa_t + \beta_5 Cr_t + \beta_6 Cfo_t + \beta_7 Grw_t + \beta_8 For_t + \beta_9 Large_t + \beta_{10} Big4_t + \beta_{11} Loss_t + Industry, Year$$

변수	(1) 10% 이내 표본			(2) 20% 이내 표본			(3) 30% 이내 표본		
	추정치	Wald	p-value	추정치	Wald	p-value	추정치	Wald	p-value
Voting No	2.680	1.96	0.162	-0.328	0.12	0.725	1.064	2.79	0.095
Size	0.080	5.96	0.015	0.075	5.43	0.020	0.081	6.54	0.01
Lev	9.548	920.23	<.000	9.619	995.75	<.000	9.625	1049.83	<.000
Roa	-3.730	17.33	<.000	-3.964	20.52	<.000	-4.197	23.97	<.000
Cr	-0.003	0.10	0.750	-0.002	0.04	0.833	-0.002	0.07	0.792
Cfo	-8.942	219.14	<.000	-8.884	228.69	<.000	-8.829	236.72	<.000
Grw	-0.476	7.11	0.008	-0.553	10.16	0.001	-0.571	11.13	0.001
For	-2.174	47.37	<.000	-2.081	46.65	<.000	-2.134	50.62	<.000
Large	-0.357	1.75	0.186	-0.395	2.34	0.126	-0.309	1.50	0.221
Big4	-0.114	1.10	0.294	-0.123	1.44	0.231	-0.088	0.79	0.375
Loss	1.211	66.93	<.000	1.158	66.33	<.000	1.175	72.11	<.000
Industry, Year dummy	포함			포함			포함		
N	2,508			2,710			2,837		
Pseudo R ²	0.273			0.272			0.274		

*) 변수에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

기관투자자의 반대 의견행사가 해당 기업의 지배구조에 문제가 있는 것으로 해석될 가능성도 있다. 이에 본 연구에서는 추가적으로 〈표 9〉에서는 이러한 부분이 해당 기업의 신용평가에 어떠한 영향을 미치는지 검증하였다. 분석결과, 이사회 구성원 선임관련 및 이사보수에 대한 기관투자자의 반대를 변수는 양(+의 값을 나타냈으나 통계적인 유의성은 발견할 수 없었다.

5.3 내생성 분석

본 연구에서는 기본적으로 기관투자자의 반대 의사표시가 신용평점에 미치는 영향을 분석하고 있는

데, 추가적으로 2단계 모형을 통해 분석결과에 대한 강건성을 높이고자 하였다. 즉, 기관투자자의 반대 의사표시에 대한 내생성(endogeneity) 문제를 해소하기 위함이며 방법은 아래와 같다. 본 연구의 관심변수는 기본적으로 더미변수가 아니므로 IMR 변수를 사용하지 않고 예측치를 통해 분석을 수행하였다. 첫 번째 단계에서는 기관투자자의 반대의사 표시에 영향을 미칠 것으로 예상되는 기업규모(log 총자산), 부채비율(총부채/기말자기자본), 수익성(당기순이익/기말총자산) 변수를 모형에 포함하였다. 이렇게 첫 번째 단계를 통해 구해진 예측치 변수를 앞서 살펴본 기본 식에 포함시켜 회귀분석을 수행하

〈표 9〉 Voting No (이사회 구성원 선임 관련 변수)

변수	(1) 이사회 구성원 선임			(2) 이사회 구성원 선임+이사보수		
	추정치	Wald	p-value	추정치	Wald	p-value
Voting No	0.566	1.25	0.264	0.436	0.85	0.356
Size	0.070	5.01	0.025	0.070	5.11	0.024
Lev	9.633	1078.29	<.000	9.633	1078.51	<.000
Roa	-4.518	28.67	<.000	-4.523	28.71	<.000
Cr	-0.002	0.07	0.796	-0.002	0.06	0.801
Cfo	-8.540	229.85	<.000	-8.534	229.45	<.000
Grw	-0.591	12.33	0.000	-0.593	12.40	0.000
For	-2.099	50.12	<.000	-2.099	50.10	<.000
Large	-0.223	0.80	0.370	-0.223	0.80	0.371
Big4	-0.107	1.19	0.275	-0.108	1.22	0.269
Loss	1.146	71.39	<.000	1.145	71.26	<.000
Industry, Year dummy	포함			포함		
N	2,904			2,904		
Pseudo R ²	0.274			0.274		

*) 변수에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

〈표 10〉 2단계 분석방법

	First stage (1)			Second stage Regression (2)		
	Coef	t-value	p-value	Coef	t-value	p-value
Intercept	0.169	8.22	<.000	-15.976	-5.57	<.000
Voting No(예측치)				109.929	6.58	<.000
Size	-0.006	-6.05	<.000	0.770	7.36	<.000
Lev	-0.002	-0.95	0.343	1.053	26.23	<.000
Roa	-0.115	-4.28	<.000	6.927	4.11	<.000
Cr				-0.046	-8.80	<.000
Cfo				-4.978	-14.42	<.000
Grw				-0.113	-1.05	0.295
For				-1.357	-7.44	<.000
Large				-0.406	-2.58	0.010
Big4				-0.050	-0.80	0.424
Loss				0.512	5.82	<.000
Industry, Year dummy				포함		
N	2,904			2,904		
Adjusted R ²	0.020			0.593		

*) 변수에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

었다. 분석결과, 기본분석과 크게 차이가 없는 것으로 나타났다. 다만, 이러한 분석결과 해석에는 상당한 주의가 요구된다. 특히, 2단계 분석의 경우 연구 결과에 대한 강건성을 확보하는 장점이 있는 반면에 도구변수 선택에 있어 연구자의 자의성이 반영될 가능성도 언급되고 있다(Larcker and Rusticus, 2010). 이는 연구방법론의 한계라 판단된다. 따라서 본 연구에서는 내생성 분석에 있어서 보다 강건한 분석 방법으로 Change 분석 결과를 <표 11>에서 제시하였다.

<표 11>은 기본적으로 당해년도에서 전년도를 차감하여 분석을 수행하였다. 식(1)은 산업 및 년도더미를 제외한 결과이며, 식(2)는 포함한 결과이다. 분석결과 기본분석과 크게 차이가 없으나 통계적으로 강력한 결과를 제시하지 못한 측면이 있다. 특히, 산업 및 년도더미를 포함한 경우에는 10% 수준의 유의성을 제시하고 있어서 연구 결과에 대한 각별한 주의가 필요하다. 이는 변화량 분석에서의 연구방법론의 한계일 수 있지만 한편으로 본 연구의 기본적인 한계일 수 있다. 즉, 신용평점에 영향을 미칠 수

<표 11> Change 분석 (T년도에서 T-1년도 차감하여 변화량 분석)

$$\Delta Score_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Voting No_t + \beta_2 \Delta Size_t + \beta_3 \Delta Lev_t + \beta_4 \Delta Roa_t + \beta_5 \Delta Cr_t + \beta_6 \Delta Cfo_t + \beta_7 \Delta Grw_t + \beta_8 \Delta For_t + \beta_9 \Delta Large_t + \beta_{10} Big4_t + \beta_{11} Loss_t + Industry, Year$$

	식(1)			식(2)		
	Coef	t-value	p-value	Coef	t-value	p-value
Intercept	0.047	0.61	0.540	-0.107	-0.29	0.772
ΔVoting No	0.486	1.87	0.062	0.436	1.64	0.101
ΔSize	0.362	2.20	0.028	0.265	1.57	0.116
ΔLev	0.140	0.27	0.785	0.142	0.28	0.783
ΔRoa	0.078	0.15	0.884	-0.089	-0.16	0.869
ΔCr	-0.003	-0.25	0.800	0.002	0.18	0.860
ΔCfo	-1.221	-3.69	0.000	-1.097	-3.29	0.001
ΔGrw	-0.134	-1.34	0.179	-0.179	-1.69	0.090
ΔFor	-0.486	-0.88	0.378	-0.714	-1.25	0.210
ΔLarge	-0.686	-1.26	0.207	-0.697	-1.28	0.201
Big4	-0.065	-0.82	0.412	-0.036	-0.45	0.654
Loss	-0.236	-2.62	0.009	-0.257	-2.79	0.005
Industry, Year dummy				포함		
N	1,145			1,145		
Adjusted R ²	0.021			0.031		

주) 변수설명: ΔScore = t기와 t+1기의 Score 변동; ΔVoting No = t기와 t-1기의 Voting No 변동; ΔSize = t기와 t-1기의 Size 변동; ΔLev = t기와 t-1기의 Lev 변동; ΔRoa = t기와 t-1기의 Roa 변동; ΔCr = t기와 t-1기의 Cr 변동; ΔCfo = t기와 t-1기의 Cfo 변동; ΔGrw = t기와 t-1기의 Grw 변동; ΔFor = t기와 t-1기의 For 변동; ΔLarge = t기와 t-1기의 Large 변동; Big4 = 외부감사인인 Big4와 제휴 관계에 있는 대형회계법인이면 1(아니면 0); Loss = 당기순손실 기업이면 1(아니면 0).

있는 변수들을 통제하지 못해 생길 수 있는 문제가 이러한 결과를 초래할 수 있다.

VI. 결론

대리인 분쟁을 완화시켜 주주이익을 높이려는 반응으로 정의(Gillian and Starks, 2007)되는 주주행동주의와 관련된 국내의 연구는 미흡한 실정이다. 이는 기업의 경영성과 제고나 지배구조 개선에 대한 무관심, 그리고 기관투자자가 단순히 주가차익에 관심을 갖고 투자행태를 보이면서 기관투자자의 반대 의결권 행사가 거의 없었기 때문에 판단된다. 그동안 주주총회 거수기라는 비판을 받아왔던 기관투자자들이 점차 적극적인 목소리를 내고 있는데, 본 연구는 이러한 점에서 시의성이 있다고 판단된다. 특히, 기존의 기관투자자 관련 선행연구에서는 주로 지분을 내지는 투자기간 변수 등으로 측정하여 분석을 수행하였으나 본 연구는 선행연구(김하나·연강흠, 2014; 이윤아 외, 2017)를 참조하여 보다 직접적인 변수를 활용하고 있다는 것에 차별점이 있다. 그리고 김하나·연강흠(2014) 및 이윤아 외(2017)의 연구는 주가에 의한 반응을 검토하였지만 본 연구는 재무제표와 기업지배구조에 대한 상당한 정도의 전문성을 가지고 있다고 하는 신용평가업의 이러한 주주행동주의에 대한 평가는 주식시장에서의 평가와는 또 다른 차원에서 의미가 있다고 판단된다.

본 연구는 2005년부터 2014년까지의 기간을 대상으로 기관투자자의 적극적인 반대 의사표시가 자

본시장에서 어떠한 평가를 받는지 분석을 실시하였다. 분석결과, 기관투자자의 반대 의사표시가 높을수록 해당 기업의 신용평점은 나빠지는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자의 의결권 반대행사에 대해 자본시장에서는 기업의 주주가치 훼손 행위로 해석하여 신용평가에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 또한 주주행동주의 본래 목적인 장기수익률 제고보다 '기업경영권 침해' 또는 '연금 관치주의'로 흐를 수 있는 우려가 반영된 결과로도 판단된다. 아울러, 기관투자자의 반대 행사가 대체로 주주총회에서 직접적인 부결로 이어지는 비율이 높지 않기 때문에 기관투자자의 주주행동주의에 대한 긍정적인 의미 부여보다는 해당 기업의 지배구조에 문제가 있는 부정적인 신호(signal)로 받아들일 가능성이 높다는 결과로 판단된다.²⁷⁾

주주행동주의에도 당연히 순기능이 있지만 역기능도 있다. 기업의 경영은 여차피 경영진이 주도적으로 경영의사결정을 수행해 나가야 하고 감사위원회 등이 monitoring과 견제의 역할을 수행하여야 하며 기업 내부의 감시기구가 제 역할을 못할 경우 외부의 기관투자자들이 그 역할을 해 주어야 한다. 하지만 이들의 역할도 적절한 범주 내에서 진행되어야지 반대를 위한 반대를 행동주의자들이 수행한다면 이는 기업의 입장에서는 득보다도 실이 많을 수 있다. 본 연구의 결과는 기관투자자의 행동주의에 대한 효과 측면에서 부정적인 결과를 제시하고 있는데 이는 현실적으로 기관투자자의 주주행동주의가 지배주주를 효율적으로 감시하고 견제하는 기능에 현실적인 제약이 있음을 의미하는 것으로, 기관투자자의 역할에 대한 관심과 주위를 환기시킬 수 있을 것으로 기대한다. 기관투자자의 모니터링 기능이 기업 경영에

27) 이러한 결과는 기관투자자가 제 역할을 성실히 수행했기 때문에 시장에서의 평가는 기관투자자의 우려와 동일한 방향으로 나타났다는 의미이며 이러한 측면에서 기관투자자의 역할에 대해서도 다시 한번 생각해볼 수 있을 것이다.

도움이 되는 건설적인 의견을 제시한다는 순기능은 있지만 소유와 경영이 분리되지 않은 우리나라의 경영 환경에서 경영의사결정은 어차피 최대주주의 의지대로 진행되기 쉽다. 오히려 관철되지도 않을 기관투자자의 반대의견이 일사분란하고 신속한 의사결정에 걸림돌이 될 수도 있다. 이러한 기관투자자의 관여가 기업 가치에 순기능이 있는지 또는 역기능이 있는지를 주식시장에서의 주가 반응으로 판단함도 의미가 있지만 전문성이 있는 신용평가업에서는 이 사건을 어떻게 해석하고 평가에 반영하는지는 또 다른 차원에서의 의미라고 할 수 있다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 국내 회계학 분야에서 의결권과 관련된 기관투자자의 주주행동주의에 대한 연구가 없는 현실에서 관련 연구가 수행되다 보니 본문에서의 가설 주장과 회귀분석 결과 해석에 있어서 명확성이 다소 떨어지는 문제점이 존재한다. 둘째, 추가분석에서 2단계 회귀분석 결과를 제시하고 있으나 기본적으로 도구변수에 대한 선택의 어려움이 존재한다. 한편, 2단계 방법의 경우 연구 결과에 대한 강건성을 확보하는 장점이 있는 반면에 도구변수 선택에 있어 연구자의 자의성이 반영될 가능성도 언급되고 있다(Larcker and Rusticus, 2010). 이는 연구방법론의 한계라 판단된다. 이에 본 연구에서는 당해년도에서 전년도를 차감한 변화량 분석을 통해 이에 대한 방법론의 한계를 극복하고자 제시한 측면이 있다. 셋째, 본 연구는 기존의 관련연구를 바탕으로 수행하였으나 신용평점에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들을 통제하지 못해 생길 수 있는 생략된 변수 문제(omitted variable problem)가 존재할 수 있다. 끝으로 국민연금 지분율의 경우 5% 이하는 내부정보로 외부에 공표가 되지 않아서 지분율에 따른 분석을 수행하지 못한 현실적인 어려움이 존재한다. 만약, 관련 자료(data)

가 접근 가능하다면 상이한 지분율에 따른 주주행동주의 분석이 추가적으로 가능할 것이다. 이러한 여러 한계점에도 불구하고 본 연구를 통해 회계학 분야에서 기관투자자의 주주행동주의에 대한 다양한 후속연구와 활발한 논의가 이뤄지길 기대한다.

참고문헌

- 강윤식 · 윤정화 · 윤진수(2014), “기관투자자의 역할과 영향 : 한라그룹 유상증자 사례를 중심으로,” **경영교육연구**, 29(2), 28-52.
- 강윤식 · 위경우(2015), “국민연금 주주권 행사의 독립성 및 전문성 확보 방안,” **증권학회지**, 44(1), 127-156.
- 강윤식(2011), “기관투자자의 의결권 행사와 주주총회 의안분석 기관,” **CGS Report**, 1(1), 2-5.
- 김문태(2005), “회사채신용등급과 이익구성요소가 기관투자자의 소유비율에 미치는 영향,” **회계정보연구**, 23(4), 185-206.
- 김문태 · 김영환(2007), “외국인투자자의 소유와 사외이사 특성이 신용평가에 미치는 영향,” **회계학연구**, 32(4), 29-58.
- 김문태 · 이선화(2016), “국민연금투자가 경영자의 이익조정과 배당정책에 미치는 영향,” **경영학연구**, 45(2), 537-556.
- 김문태 · 위준복 · 전성일(2006), “회사채신용등급의 이익조정 통제효과,” **증권학회지**, 35(5), 47-74.
- 김민서 · 오준환(2013), “재량적 발생액의 신용평점 및 재무평점 관련성,” **회계저널**, 22(4), 105-131.
- 김병호(2011), “우리나라 기업의 지배구조가 기업채권의 신용등급에 미치는 영향에 대한 실증적 분석 - Standard & Poor's(2002)의 측정방법을 사용하여,” **회계정보연구**, 29(1), 261-288.
- 김선화(2015), “국민연금이 기업지배구조에 미치는 영향,” **회계 · 세무와 감사연구**, 57(4), 221-251.

- 김성우·이기환·이미영(2012), “의결권행사 허용 이후 국내 기관투자자의 소유지분비율과 기업가치에 관한 연구,” **기업경영연구**, 19(3), 235-253.
- 김한나·연강흠(2014), “기관투자자 의결권 반대행사의 경영진 견제효과,” **증권학회지**, 43(1), 1-22.
- 곽수근·박종일(2010), “신용평점이 감사보수 결정요인에 미치는 영향 - 비상장 및 상장기업의 비교분석,” **세무와 회계저널**, 11(1), 325-361.
- 나영·진동민(2003), “IMF이후 신용등급예측에 있어서 재무정보의 유용성,” **회계정보연구**, 21, 211-235.
- 문은형·양채열(2010), “외국인 대량보유자의 주주행동주의에 대한 연구: 전략적 가설을 중심으로,” **산업경제연구**, 23(2), 1001-1028.
- 박범진(2015), “감사품질과 감사인에 대한 품질관리가 신용평가에 미치는 영향,” **경영교육연구**, 30(1), 341-366.
- 박현섭·송인만(2005), “회사채 신용등급에 대한 차별적 반응,” **회계학연구**, 30(2), 277-305.
- 서완석(2014), “주주행동주의의 문제점과 대처방안,” **성균관법학**, 26(1), 195-245.
- 신용준·안상봉(2012), “기업의 지배구조와 신용평가 관련성,” **경영교육연구**, 27(3), 421-440.
- 신재용·서정우·박종일(2012), “기업지배구조가 이익과 신용등급간의 관련성에 미치는 효과,” **경영학연구**, 41(6), 1309-1345.
- 오희장(1999), “기업어음 신용등급변경의 정보 효과,” **경영학연구**, 28(1), 103-125.
- 이상복(2008), “기업지배구조와 기관투자자의 역할,” **기업법연구**, 22(4), 247-292.
- 이윤아·연강흠·김한나(2017), “이사회 독립성 개선여부에 따른 기관투자자의 반대 의결권 행사의 실효성,” **증권학회지**, 46(1), 61-96.
- 위준복·김문태(2006), “감사인 규모와 감사의견이 신용평가에 미치는 영향,” **회계·세무와 감사연구**, 43, 93-118.
- 장정애(2013), “우리나라 기관투자자의 의결권 행사에 관한 소고,” **경영법률**, 23(3), 71-103.
- 정재규·윤승영(2016), “공적 연기금의 의결권행사,” **서울대학교 금융법센터**, 77(77), 22-36.
- 정현욱(2015), “산업 내 경쟁정도가 회사채 신용등급에 미치는 영향,” **회계저널**, 24(6), 75-105.
- 전성일·이기세(2010), “보수주의 회계처리가 KIS신용평점에 미치는 영향,” **국제회계연구**, 30, 245-263.
- 전성일·배창현(2015), “특수관계자 거래가 타인자본비용에 미치는 영향,” **회계저널**, 24(3), 1-31.
- 채수준·이호영·유혜영(2012), “내부회계담당인력의 인적자원 특성이 신용평가에 미치는 영향,” **회계학연구**, 37(1), 229-265.
- 최문희(2008), “기관투자자의 의결권 행사의 개선과 의결권자문회사의 활용,” **경제법연구**, 7(1), 135-170.
- Barber, B.(2007), “Monitoring the Monitor-Evaluating CalPERS’ Activism,” *Journal of Investing*, 16(4), 66-80.
- Becht, M., J. Franks, C. Mayer, and S. Rossi(2009), “Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund,” *Review of Financial Studies*, 22(8), 3093-3129.
- Bhojaraj, S., and P. Sengupta(2003), “Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors,” *The Journal of Business*, 76, 455-475.
- Brickley, J., R. Lease, and C. Smith Jr(1988), “Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments,” *Journal of Financial Economics*, 20, 267-292.
- Del Guerio, D. and J. Hawkins(1999), “The Motivation and Impact of Pension,” *Journal of Financial Economics*, 52(3), 293-340.
- Gillan, S.(1995), “Shareholder Activism through the Proxy Mechanism: An Empirical Investigation,” Dissertation. University of Texas at Austin.

- Kaplan, R., and G. Urwitz(1979), "Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry," *Journal of Business*, 52(2), 231-261.
- Kim, S., H. Byun, and E. Lee(2014), "Does "Vote No" Change Corporate Governance and Firm Value? Evidence from the Shareholder Activism of the Korean National Pension Service," *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(5), 42-59.
- Larcker, D. and T. Rusticus(2010), "On the Use of Instrumental Variables in Accounting Research," *Journal of Accounting and Economics*, 49 (3), 186 - 205.
- McConnell, J. and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Corporate Takeovers and Management Turnover," *Journal of Financial Economics*, 46, 451-477.
- Pound, J.(1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Thomas, R.. and J. Cotter(2007), "Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction," *Journal of Corporate Finance*, 13 (2-3), 368-391.

The Effect of 'No' Voting Right of Institutional Investors on the Credit Rating

Sungkyu Sohn* · Changhyun Bae**

Abstract

This paper examines whether and how aggressive shareholder activism of institutional shareholders are assessed in the capital market. Shareholder activism literature have argued that the shareholders influence corporate decisions to alleviate the agency problem and improve corporate performance. Accordingly, institutional votes against the management proposal in shareholders' meetings can be viewed as an action of shareholder monitoring and positively perceived by the market. However, the votes against managerial agenda also signal that the managerial agenda is not aligned with the interests of shareholder, therefore negatively perceived by the market. In this paper, we examine how the capital market recognizes shareholder activism in credit ratings and document an empirical evidence that the percentage institutional votes against the managerial agenda is negatively associated with credit ratings. The finding supports the signaling hypothesis that institutional votes against managerial agenda is a signal of weak corporate governance, rather than an evidence of shareholder activism. This alerts the market about the effect of institutional shareholders on corporate governance. Meanwhile, some argue that the finding is due to active institutional shareholders allowing the market to interpret the information appropriately. The market would not have recognized the agency problem without the negative vote from institutional shareholders, and the negative impact on credit ratings indicates that the market opinion is consistent with that of institutional shareholders. The finding casts doubt on the effect of the regulatory proposal for institutional investors' stewardship code for active engagement in corporate governance.

Key words: shareholder activism, signaling, institutional investor, credit rating

* Professor, School of Business, Yonsei University, First Author

** Ph. D, School of Business, Yonsei University, Corresponding Author

- 저자 손성규는 현재 연세대학교 경영학과에서 교수로 재직 중이다. 연세대학교 경영학과를 졸업하였으며, 미국 노스웨스턴대학교에서 경영학박사를 취득하였다. 제35대 한국회계학회장, 금융감독원 감리위원회 감리위원 및 회계기준위원회 비상임위원 등을 역임한 바 있다. 연구관심 분야는 회계정보예측, 회계감사, 경영자의 자발적 공시 등이 있다.
- 저자 배창현은 연세대학교에서 경영학박사(회계학 전공)를 취득하였다. 주요 관심분야는 대리인 문제, 특수관계자 거래, 재무보고 적시성, 자본비용, 공시, 기관투자자 주주행동주의 등이 있다.