

국민연금의 지분율과 기업 배당성향 간의 관계: 스튜어드십 코드 도입 이후 변화를 중심으로*

원상희

국민연금 기금운용 상근전문위원실 민간전문가, 경제학 박사

전봉걸

서울시립대학교 정경대학 경제학과 교수

The Relationship between the National Pension Service's Shareholding and Dividend Propensity: Focus on the Changes since the Stewardship Code.

Sang-Hee Won^a, Bong-Geul Chun^b

^a National Pension Fund Management Special Committee, South Korea

^b Department of Economics, University of Seoul, South Korea

Received 31 August 2021, Revised 16 September 2021, Accepted 21 September 2021

Abstract

Purpose - The purpose of this study is to analyze the effect of investment by the National Pension Service, which has a high share as a single fund, on the dividend payout ratio.

Design/methodology/approach - This study secured a share through DART of the Financial Supervisory Service and disclosure of the National Pension Service. We also used a fixed-effects model and 2SLS to analyze the data.

Findings - First, it was found that there was a possibility of conflicting interests among shareholders concerning the company's dividend payment policy. Second, in the range of 3% to 4.9% of the National Pension Service shareholding, an additional increase in the holding ratio was found to have a positive (+) effect on the dividend rate. Third, after the introduction of the Stewardship Code, it was found that the increase in ownership of the fund had a positive (+) effect on the company's dividend payout ratio, regardless of the share ratio range. Moreover, the relationship between the fund ownership and the dividend payout ratio showed a clear positive relationship when free cash flow was high along investment opportunities were low.

Research implications or Originality - First, This study included less than 5% of the share in the analysis. Second, We used the recent changes in fund shareholder activities. Third, We tested an instrumental variable to confirm the relationship between the National Pension Service share and the dividend ratio.

Keywords: 2SLS, Corporate Dividend Payout Ratio, Fixed Effect Analysis, National Pension Service

JEL Classifications: C33, C36, G35

* 이 논문은 제1 저자의 박사학위 논문을 수정하고 보완한 것이며, 소속기관의 공식 입장과 무관함을 밝힘

^a First Author, E-mail: 10083256@naver.com

^b Corresponding Author, E-mail: bgchun@uos.ac.kr

© 2021 The Institute of Management and Economy Research, All rights reserved.

I. Introduction

Jensen and Meckling (1976)의 대리인 이론(Agency Theory)을 기반으로 한 Jensen (1986)의 잉여 현금흐름가설(Free Cash Flow Hypothesis)에 따르면 경영자가 양의 순현재가치(Positive NPV)¹⁾보다 더 많은 현금을 보유함으로써 양의 순현재가치(Positive NPV)를 초과한 현금을 경영자의 사적 이익이나 수익성 없는 프로젝트에 투자하는데 사용할 수 있다고 주장하였다. 이에 양의 순현재가치(Positive NPV)를 초과한 여유 현금을 주주에게 배당함으로써 경영자의 재량을 낮추고 경영자와 주주 사이에 발생하는 대리인 문제를 완화할 수 있다고 제안하였다. 이어, Bhattacharaya (1979)는 Model을 통해 기업 내부자와 외부자 간 정보 비대칭 상황에서 배당금은 내부자가 외부자에게 보내는 미래 현금흐름에 대한 긍정적 신호로서 기업가치 증가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 입증하였고, 이를 근거로 경영진의 이익과 주주의 이익을 일치시키는데 배당금을 활용할 수 있음을 주장하였다. 이렇듯 배당금은 대리인 문제를 완화하기 위한 도구로써 또, 내부-외부자 간 정보 비대칭을 줄이는 데에 유용한 수단이 될 수 있지만, 그렇다고 배당금이 모든 투자자의 이해를 충족하거나 모든 투자자가 주주-경영진 간 이해 상충 문제해결을 위해 배당금을 도구로 활용할 수 있는 것은 아니다.

예컨대, 지분율 집중과 배당금 간 부(-)의 관계는 소유 주체 집중 현상을 보이는 기업에서 지배 주주와 소수 주주 사이 이해 상충 가능성이 있음을 시사한다. (Faccio, Lang and Young, 2001) 또 Baker and Wurgler (2004)의 케이터링 가설(Catering Hypothesis)은 배당 지급 결정은 지배적인 투자자 요구 때문에 결정된다고 제안하며 높은 지분율을 보유한 동시에 장기 투자 성향을 지닌 투자자와 기업 배당성향 간 뚜렷한 정(+)의 관계를 통해 이 두 가지 조건을 충족할 때 투자자의 배당 확대요구에 대한 기업의 수용 가능성이 존재함을 확인할 수 있다. (Firth et al, 2016)

한편, 우리나라에서 대리인 이론(Agency Theory)과 배당 신호 이론(Dividend Signaling Theory)에 대한 경험적 증거는 주로 외국인 투자자에게서 발견된다. (Jeon, Lee and Moffett, 2011; 김성민, 장용원, 2012; 최향미, 김소형, 2018) 과거, 국내 기관투자자와 배당성향 간의 관계는 일시적으로 국내 기관투자자에게 제공되었던, 배당 소득에 대한 감세 인센티브로 인해 배당고객효과(Dividend Clientele Effect)를 보인 데에서 발견되었다. (이영주, 변상혁, 2015) 이외, 국내 기관투자자가 대리인 문제(Agency Problem)를 완화하기 위한 측면에서 배당금을 도구로 활용할 수 있다는 명확한 경험적 근거는 발견되지 않았다. (고영경, 이가연, 조성욱, 2009; 최향미, 김소형, 2018) 다만, 일부 연구에서 국내 기관투자자의 범주(증권사, 자산운용사, 은행, 보험사, 연기금) 중 국민연금 지분율과 기업의 배당성향 간 정(+)의 관계를 확인하였으나, 선택적 측면으로 나타나는 현상인지 아니면, 대리인 이론(Agency Theory)을 지지하는 결과인지 뚜렷한 인과 관계는 밝혀지지 않았다. (김문태, 이선화, 2016; 최향미, 김소형, 2018)

이러한 배경에서 본 연구는 단일 기금으로 높은 지분율을 보유하고 있는 국민연금의 지분율과 기업 배당성향 간의 관계를 분석하였다. 그리고 기존 연구와 차별점은 다음과 같다. 첫째, 보유지분율 5% 전·후 효과를 분석하였다. 그간에는 5% 이상 지분율을 보유할 경우 기업 배당성향 제고에 유의미한 영향력을 행사한다고 전제하였다. 그러나 지분율 5% 이상 기업만 연구 대상으로 할 때 5% 경계에서 나타나는 규제 전 행태, 공시 부담으로 나타나는 기금 및 기업 반응은 파악할 수 없을 것이다. 예컨대 2015년 이전에는 5% 룰에 따라 공시 부담과 단기매매차익 반환 부담이 존재하였기에, 지분율 5% 이상 보유는 오히려 적극적 주주권 행사를 주저하게 만드는 요인이 되었을 수 있다. 또 한편으로 자본시장법 개정('14년 7월) ²⁾ 이후에는 5% 이하 경계에 있는 기업에서는 적극적 주주 활동 대상이 될 수 있다는 것 자체로 경영진의 배당 정책 결정에 압력 요인이 되었을 수 있다. 둘째, 최근 기금의 주주 활동 측면의 변화를 반영하였다. 국민연금은 '18년 스투어드십 코드를 도입한 데 이어 '19년 적극적 주주 활동을 선언하였다. 이외 외부적으로는 '15년 그리고 '20년 연기금의 주주 활동을 독려하기 위하여, 자본시장법 시행령이 개정³⁾되었기에 이전 기간에 나타나지 않았던 특성이 나타날 수도 있다. 이외에도 기금 지분율과 배당성향

1) $NPV = TVECF - TVIC$ (예상된 현금 흐름의 현재가치-투자된 현금의 현재가치)

2) 14년 7월 자본시장법 시행령의 개정으로 연기금의 배당 관련 주주 활동은 경영 참여 목적으로 간주하지 않음에 따라, 과거 국민연금기금의 배당 확대요구에 대하여 부여하였던 지분변동공시, 단기매매차익 반환 등의 제약 요인이 해소되었다.

3) '15년 1월 제154조(대량보유 등의 보고에 대한 특례) 중 4. 경영개입 인정 범위 중 배당 정책 변경 요구 관련 조항은 '배당'과 관련된

간 관계를 보다 명확하게 확인하기 위해 도구변수를 활용하여 역의 인과성을 분석한 데 차별점을 두었다.

연구결과, 지분율 5% 이상일 때, 기금의 지분율과 기업 배당성향 간의 관계는 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 확인되었다. 오히려, 기금 지분율과 5% 경계(3%~4.9% 수준)에서 기업 배당성향에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이를 통해, 과거 5% 이상 지분 보유는 대량보유보고 공시 부담 공시로 인한 투자 정보 노출 등을 우려하여 주주권행사를 주저하게 만드는 요인이었음을 유추할 수 있다. 이어, '18년 스튜어드십 코드 이후로는 국민연금의 지분율 수준과 관계없이 기금의 지분율은 기업의 배당성향에 유의미한 정(+)의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 특히, 스튜어드십 코드 도입 이후 높은 잉여현금흐름과 낮은 투자기회를 고려할 때 기금이 지분율이 배당성향에 미치는 긍정적인 영향은 더욱 뚜렷하게 관찰되어, 최근 국민연금기금의 주주권행사는 대리인 문제(Agency Problem)를 낮추는 방향으로 이어지는 것을 파악할 수 있다.

다만, 2단계 최소자승추정법을 통한 추가분석에서 기금의 지분율과 기업 배당성향 간의 정(+)의 관계가 사라지는 것으로 나타나, 기금 지분율과 기업 배당성향 간 상호 간 영향 혹은, 역의 인과 관계가 존재할 수 있음을 배제하기 어렵다. 즉, 사회적으로 나타난 연금의 적극적 주주권행사에 대한 인식의 변화, 법규 개정 등에 맞춰 기업에서 선제적으로 반응했을 가능성 등도 배제할 수 없다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 이어지는 II장에서 기관투자자가 기업 배당성향에 미치는 영향에 관한 문헌연구를 하였고, III장에서 본 연구에서 사용한 연구자료와 연구모형을 설명하였다. 이어, IV장에서 실증분석을 하고, 끝으로 V장에서 결론을 제시하였다.

II. 선행연구

기관 지분율과 기업 배당성향 관련 해외 사례로 Eckbo and Verma (1994)는 캐나다에서는 기관 투자자에게 현금배당에 비과세 혜택을 제공하기에 캐나다의 기관투자자는 현금배당에 선호를 보이고 반대로, 소유 경영자(Owner Managers)는 현금배당에 대해 상대적으로 높은 세율이 부과되기에 잉여현금흐름을 이용하는 것을 선호한다고 하며, 배당에 대한 실질적 세율이 주주 간 갈등을 유발한다고 주장하였다. 이에 대한 근거로 소유 경영자(Owner Managers)가 회사에 대해 절대적인 의결권을 가질 때 현금배당이 0에 가까운 결과를 제시하였고, 법인/기관 주주의 지분율 증가에 따라 현금배당 규모가 증가하는 것을 보여주었다. Baba (2009)는 일본의 경우 독특한 Keiretsu 산업구조로 경영자와 국내 기관투자자 간 정보 비대칭성이 낮기에 기업이 미래 현금흐름에 대한 긍정적 신호를 국내 기관 주주에게 알릴 유인이 존재하지 않는다고 주장하였다. 이에 국내(일본) 기관투자자에게서는 배당 신호(Dividend Signaling) 효과를 발견하지 못하였으나, 외국인 투자자와 기업 내부자 사이에는 정보 비대칭성이 존재하기에 배당 선호 이론을 지지하는 근거로 외국인 투자자와 배당성향 간의 정(+)의 관계를 제시하였다. Thanatawee (2013)는 태국의 소유 주체 구조와 배당 정책 간 관계를 분석한 결과, 개인이 최대주주로 있는 기업보다 기관이 높은 지분율을 보유할 때 기업에서 더 많은 배당금을 지급하는 경향이 있음을 확인하였으며, 국내 기관투자자와 기업 배당성향 간에는 정(+)의 관계를 외국인 기관투자자와 기업 배당성향 간에는 부(-)의 관계를 확인하였다. Chang, Kang and Li (2016)는 연구를 통해 대리인 비용(Agency Costs)이 높은 기업, 외부 모니터링 시스템이 취약한 기업일수록 큰 지분을 가진 장기 기관투자자 지분율과 기업 배당성향 간의 정(+)의 관계가 두드러지는 것을 확인하였다. 이에 거버넌스가 취약할 때 기관투자자가 배당금을 기업을 견제하는 도구로 활용할 수 있음을 주장하였다. Cao, Du and Hansen (2017)은 중국 시장의 외국인 기관투자자가 기업 배당성향에 미치는 영향을 분석한 결과, 외국 투자자의 주식 보유는 배당금 지급에 영향을 미치고, 반대로 기업의 배당성향이 높을수록 외국인 기관투자자의 지분율도 함께 증가하는 것을 확인하였다. 이에 중국 상장기업은 성장 기회를 알리는 신호로 배당금을 활용함과 동시에 외국인 투자자 역시 대리인 문제(Agency Problem)를 완화하는 도구로 배당금을 사용한다고 주장하였다.

주주 활동, 단순한 의견표명이나 대외적 의사표시로 간주하여, 상세보고 대상에서 제외하였다. 그리고 2020.01.29.에는 제154조 4는 경영 참여 목적에서 원천 삭제하였다.

Kilincarslan and Ozdemir (2018)는 영국의 기업의 배당성향이 기관투자자의 투자 이탈률(Churn Rate)에 반응하는지를 분석하였다. 연구결과 기관투자자의 이탈률이 높을 때 기업 배당성향은 부(-)의 관계를 보이지만, 기관투자자의 이탈률이 낮을 때에는 기업 배당성향은 증가하는 것을 발견하였다. 이외 Loncan (2018)은 신흥국에서 외국인 기관투자자의 지분율이 증가할수록, 기업의 현금 보유가 낮아지는 것을 확인하였고 외국인 투자자의 지분율이 증가할수록 기업가치가 향상되는 것을 발견하였다.

기관 지분율과 기업 배당성향 관련 국내 사례로 손승태, 이윤규 (2006)는 현금배당과 (외국인) 기관투자자의 지분율은 정(+)의 상관을 근거로 기관투자자가 미배당기업보다 배당금을 지급하는 선호하는 배당 신호(Dividend Signaling) 이론을 지지하였다. 이어, 고영경, 이가연, 조성욱 (2009)은 외국인 투자자의 경우 시가총액이 높고, 배당금을 많이 주는 기업에 더 많은 지분을 보유하고, 국내 기관투자자들의 경우 배당금을 주지 않는 기업에 더 많은 지분을 보유하고 있기에 외국인 투자자의 지분율은 기업 배당성향에 정(+)의 영향을 미치지만, 국내 기관투자자의 지분율은 기업 배당성향에 부(-)의 영향을 미친다고 주장하였다. 한편, Jeon, Lee and Moffett (2011)는 외국인 지분율 5% 이상 그룹에서 추가적인 지분율의 증가는 기업 배당금 수준을 높이는 것을 확인하였고, 배당금 지급 수준이 낮은 하위 그룹보다 배당금 수준이 높은 상위 그룹에서 오히려 외국인 투자자의 지분율과 배당성향 간의 정(+)의 관계가 강화되는 것을 확인하였다. 그리고 이를 근거로 외국인 투자자는 정보 비대칭으로 인해 불리한 선택을 하게 될 위험을 줄이고자 더 높은 배당금을 지급하는 회사에 투자하고 동시에 대리인 비용(Agency Costs)을 최소화하기 위해 계속해서 더 높은 수준의 배당금을 촉진한다고 주장하였다. 한편, 국내에서 외국인 투자자의 배당 신호(Dividend Signaling) 이론과 잉여현금흐름가설(The Free Cash Flow Hypothesis)을 발견한 것과 달리, 국내 기관투자자의 배당 선호와 모니터링 인센티브를 입증한 연구는 극히 드물다. 오히려, 이가연, 고영경 (2010)은 국내 기관투자자 지분율과 배당수익률 간 부(-)의 관계를 입증하며, 국내 기관투자자를 일시적 투자자로 간주하였고, 이영주, 변상혁 (2015)은 국내 기관투자자와 배당성향 간의 관계는 과거 기관투자자에게 제공되었던 배당 소득에 대한 감세 인센티브로 인해, 배당에 대한 선호를 보인 것으로 판단하였다. 다만, 김문태, 이선화 (2016)는 기관투자자 중 국민연금에 한해, 배당성향과 기업의 재무적 발생액 사이 유의한 정(+)의 관계를 보이는 결과를 제시하며, 이를 대리인 문제(Agency Problem)를 완화하려는 측면으로 해석하였다. 끝으로 최향미, 김소영 (2018)은 5% 이상 지분율을 보유한 기관투자자 가운데, 국민연금과 외국인 투자자만이 배당 관련 외부 감시 주체로 유의미한 영향력을 행사함을 주장하였다.

선행연구를 통해 살펴본 결과, 해외 사례에서는 캐나다, 영국 등 국가에서 기관 지분율과 기업 배당성향을 배당 선호 현상으로 설명하였고, 아시아는 선호와 동시에 대리인 비용(Agency Costs)을 최소화하기 위한 측면으로 지배구조가 취약한 기업에 외부 감시 기능으로 배당금을 활용한다고 설명하였다. 다만, 국가마다 규제적 측면(미국의 경우 기관투자자의 지분율을 제한하는 법규 존재, 중국은 QFII (Qualified Foreign Institutional Investor) 제도로 외국인 투자자를 승인하는 제도 등) 차이, 세계 혜택 등에 차이가 존재하는바, 해외 vs. 국내 사례의 직접 비교는 어려울 것으로 보인다. 한편, 국내 사례는 장기 투자자이면서 높은 지분율을 보유한 외국인 기관투자자에게서 배당 선호와 동시에 모니터링 인센티브를 확인하였고, 국내 기관투자자는 세계 혜택이 존재할 당시, 일시적으로 세법에 의한 선호(Tax Induced Preference)를 확인하였으며, 이외는 국민연금에서 대리인 문제(Agency Problem)를 낮추기 위해, 배당금을 활용한 것으로 설명되나, 이러한 현상을 주장하기에는 충분한 연구가 부족하다. 그리고 배당과 기관투자자 지분율 간에 뚜렷한 인과 관계(배당이 지분율을 높이는지, 지분율이 배당성향을 높인 것인지)가 확인되지 않으며, 5% 지분율 이상으로 이 현상을 이해하기에는 케이터링 가설(Catering Hypothesis) 즉, 배당 지급 결정은 지배적인 투자자 요구 때문에 결정된다는 이론에는 부합하지 않은 측면이 있다.

이러한 배경에서 본 연구는 단일 기금으로 높은 지분율을 보유한 국민연금의 사례를 분석하되, 선행연구와 달리 연구 지분율 5% 이상 기업만을 대상으로 하지 않고, 전체 투자기업을 연구 대상으로 포함하였으며, 기금의 지분율이 대리인 문제(Agency Problem)를 완화하는 측면으로 연결된다면, '18년(스튜어드십 코드 도입, '19년 적극적 주주권행사 선언) 이후 그 관계가 강화될 것으로 판단하여 가장 최근 기간을 연구자료에 반영하고, '18년 전·후 기간을 비교하였다. 그뿐만 아니라, 역의 인과성을 고려하기 위하여, 도구변수를 활용한 2단계 최소자승법을 활용하였다.

III. 연구자료 및 방법론

1. 연구자료

본 연구의 독립변수인 기금의 지분율은 '11~'20년까지 금감원의 대량 보유상황⁴⁾ 보고, 기금의 연간 공시 등을 통해 수집하였다. 이어, 종속변수인 배당성향은 순이익 대비 주주에게 나누어 주는 배당금 비율을 활용하였고 이를 통해서는 경영성과에 대한 기업의 주주환원 정책을 파악할 수 있다. 이외 통제변수는 Firth et al (2016); 김문태, 이선화 (2016); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006) 등의 연구를 참고하였다. 배당금은 기업의 재무상태를 나타내는 지표로 활용될 만큼, 기업의 부채와 자본 구조와 관련성이 높다. 예를 들어, 경영자는 영업을 통해 이익이 발생하면 채권자에게 이자를 지급하고 나머지 순 이익금 내에서 주주에게 지급할 배당을 결정하게 된다. 그런데 자기자본 대비 부채가 높은 기업이라면, 재무 건전성을 개선하기 위해, 현재의 배당은 선택하지 않을 유인이 존재하여 Leverage Ratio를 포함하였다. 이어, 배당금의 지급은 경영자의 투자 계획을 나타내는 표시로도 활용되고 또, 배당은 일정한 판매 이익을 가진 성숙한 회사의 표시로도 활용되기에 기업 규모(총자산(자연로그))와 기업 나이, Tobin's Q, 매출액증가율을 통제변수로 활용하였다. 그 예로 성숙한 회사는 현금을 창출하는 능력이 뛰어나기 때문에, 현금흐름을 주주에게 배분하는 것이 기업의 이윤 극대화 측면에서 최적일 수 있고, 성장하고 있는 회사는 투자기회를 창출하는 데에 현금흐름을 사용하는 것이 기업의 이윤 극대화에 최적일 수 있기 때문이다. (Mueller, 1972) 이어, 주주에게 귀속되는 순이익 즉, 배당금으로 사용할 수 있는 능력을 측정하고, 반영하기 위해, Free Cash Flow와 ROA를 활용하였고, 배당금과 시장 가치 간의 관계를 고려하고자 주가 변동성을 변수에 포함하였다. 이는 배당 발표 전후 주가 변화, 투자자가 기업 배당금을 기업의 미래 현금흐름에 대하여, 긍정적 신호로 해석하는 점 등을 감안하기 위함이다. (Bhattacharya, 1979) 이외, 배당금 생애주기 이론과 일관되게 이익잉여금이 총 자본보다 높을 때 배당금 지급 확률에 정(+)의 영향을 미칠 수 있는 점 (DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006), 우리나라 기업의 소유구조, 예컨대 최대주주 지분율 평균 30~40% 수준에 달하는 소유집중 현상, 외국인 투자자의 점유율 등을 반영하기 위해, 최대주주 지분율과 외국인 투자자의 지분율을 통제변수로 활용하였다. (김문태, 김선화, 2016) 끝으로 연도별 특성을 통제하기 위해, 연도 더미를 추가 · 활용하였다.

Table 1. Variable Description

Variable Name	Explanation
Dividend Payout Ratio	Dividend (Cash)/Net Income of Controlling Shareholder * 100
NPS	National Pension Service Holding Percentage
Leverage	Total Debt/Total Capital
Growth	Sales In The Most Recent Year - Sales In The Previous Year/Sales In The Previous Year *100
Tobin's Q	Market Cap/Book Value* * Net Book Value = Total Assets - Total Liabilities
Size(Log)	Total Assets (Natural Logarithm)
Age(Log)	Current Year Of Establishment+1 (Natural Logarithm)
ROA	Net Income/Total Assets
FCF	Cash Flow From Operations - Capital Expenditure/Total Assets
Volatility	Standard Deviation Of Monthly Stock Returns Over 24 Months
RE/TE	Earned Equity to Total Equity
Largest	Largest Shareholder ,Principal Shareholder
Foreigner	Foreign Investor Share Ratio
Year_Dummy	1 for the year, otherwise 0

4) 주식 등을 5% 이상 보유하게 되거나 이후 보유 비율이 1% 이상 변동된 경우 또는 보유목적이나 중요사항이 변경된 경우에는 5영업 일 이내에 그 보유상황 및 변동, 변경내용을 보고해야 하는 법규에 근거한다.

이어, 자료 처리 기준을 설명하면 다음과 같다. 첫 번째, 표본대상 기업 중 태생적으로 부채비율이 높은 금융업종은 분석 대상에서 제외하였다. 두 번째, 결산 월(일반적 12월) 차이를 감안하기 위해, 3월 결산 법인은 분석에서 제외하였다. 세 번째, 추정 편의를 줄이기 위해, 관측된 데이터의 범위에서 크게 벗어나는 이상치는 상위 1%, 하위 99%를 기준으로 Winsorize⁵⁾ 하였다. 이외, 기업 재무 데이터는 DataGuide를 활용하여 추출하되, 개별재무제표를 활용하였다.⁶⁾

2. 기초통계분석

본 연구에서 사용한 주요 변수의 통계적 특성을 살펴보면 다음과 같다. 먼저, 국민연금의 투자기업에 대한 지분 구조는 최대주주지분을 평균 45% 수준, 외국인 지분을 평균 13% 수준, NPS 지분을 평균 5% 수준으로 평균적으로 NPS와 외국인 지분을 보다, 최대주주 지분율이 월등히 높은 것으로 나타났다. 이를 통해, 일반적으로 NPS가 이익의 배당 관련 반대 의결권을 행사하더라도 기금의 의사를 관철하기 어려운 환경임을 파악할 수 있다(이익의 배당 관련 사항은 보통결의로 출석한 주주의 의결권 과반수와 발행 주식 총수의 4분의 1 이상의 수로 결정됨). 이어, 국민연금 투자기업의 평균 배당성향은 37% 수준, 최솟값은 5%, 최댓값은 125% 수준이며, 부채비율은 평균 85% 수준으로 적정 기준인 200%(부채비율의 경우 통상 자기자본의 2배까지는 안정적이라 판단) 대비 낮은 것으로 나타났다. 이의 총자산 대비 수익성을 나타내는 지표인 ROA는 회사가 수익을 창출하기 위해 자산을 얼마나 효율적으로 사용하고 있는지 의미하는데, 국민연금 투자기업의 ROA는 평균 3.7 수준으로 확인된다. 다만, 배당성향, 부채비율 등은 기업, 산업 특성에 따라 큰 차이를 보이므로, 수준 값에 대한 해석은 지양하고자 한다.

Table 2. Variable Description

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Dividend Payout Ratio	2,812	36.6740	30.9255	5.2900	125.8400
Leverage	3,119	85.5486	89.1645	1.8900	567.6100
Growth	3,085	7.5874	30.2195	-45.0900	206.8700
Tobin's Q	3,121	1.4939	1.4226	0.2539	8.6680
Size(Log)	3,121	20.6357	1.4153	18.2377	24.7065
Age(Log)	3,746	4.3821	0.8541	1.0000	5.8122
ROA	3,089	3.7146	5.7114	-17.5500	22.6400
FCF	3,114	0.0196	0.0815	-0.2927	0.2894
Volatility	3,115	0.0197	0.0088	0.0065	0.0548
RE/TE	3,115	21.7795	43.0761	-1.7093	295.4569
NPS	3,121	5.2068	3.8569	0.0000	14.8226
Largest	3,121	45.4426	15.2702	10.7976	78.5625
Foreigner	3,121	13.8902	13.7100	0.2167	64.7157

이어, 변수 간 상관관계를 분석한 결과는 다음 <Table 3>과 같다. 최대주주의 지분율과 배당성향은 정(+)의 관계를 보이는 데 반해, NPS 지분율과 배당성향 간에 부(-)의 관계를 보인다. 그리고 외국인과 배당성향 간의 상관성은 통계적으로 유의미하지 않았다. 그러나 전반적으로 상관분석은 두 변수 간의 관계가 유의한지, 한 변수가 변할 때 다른 변수가 어떻게 변하는지 두 변수 간의 상관성을 파악하는 데에

5) 가장 작은 값과 가장 큰 값을 가장 가까운 관측값으로 처음에 대체하는 방법이다.

6) 코스피 전체 기업을 분석 대상으로 할 경우, 연결재무제표를 사용하지 않는 기업이 다수 존재하며, 상법 제462조(이익의 배당) 제1항은 "회사는 대차대조표의 순자산액으로부터 다음의 금액을 공제한 액을 한도로 하여 이익배당을 할 수 있다"로 기술되어 있는데 상법 회사 편에서는 개별 회사(법인)를 기본적 규율 대상으로 보고 있기 때문이다.

있으므로 상관분석에 대한 구체적인 해석은 지양하고자 한다.

Table 3. Pearson & Spearman Correlation Coefficient

	Div	NPS	Lev	Growth	Tobin	Size	Age	ROA	FCF	Vd	RE/TE	Largest	Foreigner
Div	1.00												
NPS	-0.09*	1.00											
Leverage	-0.10*	-0.02	1.00										
Growth	-0.04	0.02	-0.02	1.00									
Tobin's Q	0.02	0.10*	0.02	0.12*	1.00								
Size(Log)	-0.04	0.41*	0.28*	-0.03	-0.07*	1.00							
Age(Log)	0.04*	-0.13*	-0.07*	-0.15*	-0.12*	0.00	1.00						
ROA	-0.16*	0.15*	-0.33*	0.18*	0.26*	-0.04*	-0.08*	1.00					
FCF	0.03	0.02	-0.18*	0.00	0.09*	-0.05*	0.08*	0.31*	1.00				
Volatility	0.00	-0.08*	0.10*	0.11*	0.25*	-0.11*	-0.02*	-0.06*	-0.04	1.00			
RE/TE	-0.06*	0.13*	-0.18*	0.00	0.01	0.25*	0.11*	0.17*	0.11*	-0.11*	1.00		
Largest	0.09*	-0.30*	-0.11*	0.01	-0.12*	-0.20*	-0.07*	0.01	-0.04	-0.11	-0.13	1.00	
Foreigner	-0.02	0.30*	-0.09*	-0.01	0.20*	0.47*	-0.03	0.27*	0.15	-0.09	0.18	-0.32	1.00

Note: $p < 5\%$

끝으로 독립변수와 통제변수 간의 상관관계에 따른 다중공선성 문제를 확인하는 VIF(Variance Inflation Factor) Test 결과는 1.37 수준으로 확인되어, 본 연구에서 사용하고자 하는 설명변수들의 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 판단하였다(다중공선성의 판단하는 기준은 $VIF = \frac{1}{1 - R^2}$ 가 10 이상임).

3. 연구가설 및 모형

본 연구는 선행연구 결과를 참고하여 H1~H4의 가설을 설정하였다. 첫째 Eckbo and Verma(1994), Baba(2009), Thanatawee(2013) 등의 연구결과를 참고한다면, 소유 주체별(개인, 외국인, 국민연금) 기업 배당성향에 미치는 영향은 다를 것이다. 둘째 Jeon, Lee and Moffett(2011) 등의 연구결과와 같이 기관투자자의 지분율 5% 이상에서 추가적인 지분율을 확보할수록 기업의 배당금 지급 수준이 증가한다면, 국민연금의 지분율 5% 이상 구간에서 배당성향 증가 수준은 더욱 높게 나타날 것이다. 셋째, 스튜어드십 코드가 적극적 주주 활동을 시사한다면, 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금 지분율과 배당성향 간의 정(+)의 관계는 더 강하게 나타날 것이며, 끝으로 국민연금의 배당 관련 주주 활동은 대리인 비용을 낮추는 방향으로 이어질 것이다.

H1 소유 주체별(최대주주, 외국인, 국민연금)에 따라 기업 배당성향에 다른 방향의 영향을 미칠 것이다.

H2 국민연금의 지분율 5% 이상 구간에서 배당성향 증가는 더욱 높게 나타날 것이다.

H3 스튜어드십 코드 도입 이후, 국민연금의 지분율과 배당성향 사이 정(+)의 관계는 더욱 강력하게 나타날 것이다.

H4 스튜어드십 코드 도입 이후, 국민연금의 지분율과 배당성향 간의 정(+)의 관계는 투자기회가 낮고, 잉여현금흐름이 높은 기업에서 더 뚜렷하게 나타날 것이다.

이어, 연구가설을 검증하기 위하여 다음과 같은 모형을 고려하였다. 먼저, 패널 자료의 회귀모형으로는 합동 OLS 모형, 고정효과모형, 확률효과모형 등을 고려할 수 있는데 여기서 합동 OLS의 경우에서 오차항 ($\epsilon_{i,t}$)의 평균은 0, 분산은 σ_{ϵ}^2 으로 가정하여, 오차항이 독립적이고 일정한 분포를 가진다고 간주한다. 그리고 이때, 회귀계수들이 모든 개별회사에 대해 동일한 것으로 가정하므로 개별회사 간 차이를 추정할 수 없다. 또 고정효과모형의 특징은 오차항에 μ_i 가 추가된 모형으로 개별회사(i) 간 차이 즉, 개별회사의 절편이 모두 다르다는 것으로 부터 개체별 효과를 식별할 수 있다. 그러나 시간에 대해서는 불변으로 가정하기 때문에 시간 불변 변수를 설명변수로 포함했을 때 그 변수가 종속변수에 미치는 영향을 식별하지 못하는 한계가 있다. 반면, 확률효과 모형의 경우, 고정효과와 마찬가지로 오차항에 μ_i 를 포함하고 있지만, 여기서 i 는 무작위로 추출된 확률적 모수로 가정한다. 이에, 고정효과모형과 확률효과모형은 이 μ_i 가 설명변수와 상관없는지로 결정되며, 이는 하우스만 테스트를 통해 판정할 수 있다. 이때, 귀무가설은 고정효과모형과 확률효과모형의 추정량이 다르지 않다는 것으로, 하우스만 테스트를 기각하지 못하면 확률효과모형이 더욱 효율적 추정량을 제공하므로 확률효과모형을 채택하는 것이 바람직하지만, 하우스만 테스트를 기각할 경우 μ_i 와 설명변수와의 상관성으로 인해 확률효과모형 추정결과에 편이가 발생하여 상관성 여부와 관계없이 일치 추정량을 제공하는 고정효과모형을 채택해야 한다. 결론적으로 본 연구자료를 가지고 하우스만 테스트 $H_0 : cov(x_{i,t}, u_i) = 0$, $H_1 : cov(x_{i,t}, u_i) \neq 0$ 를 실시한 결과, 귀무가설을 기각(P value= 0.000)하여, 고정효과 모형을 선택하였다.

$$\begin{aligned} \text{Dividend Payout Ratio}_{i,t} = & B_0 + B_1 \text{NPS}_{i,t-1} + B_2 \text{Leverage}_{i,t-1} + B_3 \text{Growth}_{i,t-1} + B_4 \text{Tobin's } Q_{i,t-1} \\ & + B_5 \text{Size}(\log)_{i,t-1} + B_6 \text{Age}(\log)_{i,t} + B_7 \text{ROA}_{i,t-1} \\ & + B_8 \text{FCF}_{i,t-1} + B_9 \text{Volatility}_{i,t-1} + B_{10} \text{RE/TE}_{i,t-1} + B_{11} \text{Largest}_{i,t-1} \\ & + B_{12} \text{Foreigner}_{i,t-1} + B_{13} \text{year dummy}_{i,t} + u_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

여기서

The Dependent Variable is Dividend Payout Ratio :

*Dividend (Cash) / Net Income Of Controlling Shareholder * 100*

The Independent Variable is NPS_{i,t-1} : National Pension Service Holding Percentage

Others are Control Variables

본 연구의 주된 관심사는 국민연금의 지분율이 증가가 기업 배당성향에 영향을 미치는지를 살펴보는 데에 있다. 이에 종속변수는 기업의 배당성향을 독립변수는 전기 국민연금의 지분율을 활용하였다. 그리고 이의 변수는 독립변수 외 다른 요인이 종속변수에 미치는 영향을 통제하기 위해 활용하였다. 그 외 변수 설정 사유는 III.1 연구자료에 설명하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 고정효과모형 분석 결과

본 장에서는 소유 주체별(최대주주, 외국인, 국민연금), 지분율 구간별(전체, 5% 이상 보유, 5% 이하 경계), '18년도 스튜어디스 코드 도입 이후 변화, 잉여현금흐름과 투자기회를 고려한 경우, 기금의 지분율과 기업 배당성향 간 관계가 어떻게 나타나는지를 상황별로 분석하였다.

연구결과 먼저, 소유 주체별 상황에서 최대주주의 지분율과 배당성향은 부(-)의 관계를 보였다. 그리고 외국인과 국민연금의 지분율과 배당성향은 정(+)의 관계를 보여, Faccio, Lang and Young(2001)의

연구결과와 같이 기업의 지분 정책과 관련하여 주주 간 이해 상충 가능성이 존재함을 확인하였다. 이어, 전체 기간 국민연금의 지분율을 구간별로 구분하여 배당성향 간 관계를 살펴본 결과, 그간 선행 연구결과와 다르게 기금이 5% 이상 지분율을 보유할 때 배당성향에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 확인되며 오히려, 5% 지분율보다 낮은 3%~4.9%의 지분율을 보유할 때 기금의 추가적인 지분율 확보가 기업 배당성향에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이와 같은 연구결과의 차이는 연구 기간('00년~'13 vs. '11~'20년), 연구 대상 기업(국민연금 지분율 5% 이상 vs. 국민연금 보유지분율 전체), 제도·환경적 변화('14년 자본시장법 시행령 개정, '18년 스튜어드십 코드 도입) 차이에서 기인한 것으로 유추할 수 있다. 예컨대, 김문태, 이선화(2016)의 연구는 '00년부터 '13년 기간에 국민연금의 지분율 5% 이상 기업을 대상으로 하여, 국민연금과 배당성향 간의 관계를 분석하였고, 그 결과로 영향력 있는 소유자로서 국민연금이 경영자의 배당 관련 의사결정에 영향을 주었다고 해석하였다. 그러나 동 기간 국민연금의 지분율은 코스피 200에 속할 때 평균적으로 5~7%의 지분율을, 코스피 200에 속하지 않을 때, 평균 3%대 지분율을 보유했던 것으로 확인되었다. 그러므로 지분율 5%를 대상으로 한 연구는 시총 상위 기업만을 대상으로 했을 가능성이 존재하고, 이로 인해 연구결과 차이를 보일 수 있다. 또한, 선행연구의 분석 대상 기간은 과거 자본시장법 시행령 개정 전('14년 7월 이전)에 해당한다. 그리고 이 시기 국민연금의 배당 확대요구는 경영 참여에 해당하여, 단기매매차익을 반환하고 대량보고공시 의무에 따른 전략 노출을 감수해야 했다. 즉, 기금이 배당 확대요구를 통해 얻는 이익 대비 단기적인 수익 훼손이나 전략 노출 등에 따른 비용을 고려할 때 배당 관련 주주권행사를 적극적으로 할 유인이 크지 않았을 것으로 사료된다. 이런 배경에서 김병태(2019) 역시 과거, 5% 이상 지분율을 보유할 때, 대량보유보고 공시 부담⁷⁾ 혹은 공시로 인한 정보 노출 가능성을 염려하여, 배당 관련 주주권행사를 주저하였다고 설명하였다. 또한, 시간이 더 지나 '18년 스튜어드십 코드 도입, '20년 자본시장법 시행령 개정(5%를 개편) 등 연금의 주주권행사에 대한 법적, 환경적 제약이 점진적으로 해소되어 감에 따라, 이제는 지분율 구간에 상관없이, 기금의 지분율 증가가 기업 배당성향 제고로 이어지는 현상과 기금의 지분율과 기업 배당성향 간의 관계가 잉여현금흐름이 높고, 투자기회가 낮을 때, 더 명확해지는 현상을 통해서도 선행연구와 본 연구의 결과 차이가 발생하는 이유를 확인할 수 있다.

Table 4. H1 소유 주체별 기업 배당성향 간의 관계('18년도 이후)

	Dividend Payout Ratio		Dividend Payout Ratio		Dividend Payout Ratio	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
Largest	-0.8700	(0.7559)				
Foreigner			1.1664*	(0.6722)		
NPS					2.8278*	(1.5980)
Leverage	-0.3255**	(0.1422)	-0.3288**	(0.1451)	-0.3349**	(0.1453)
Growth	0.0175	(0.0589)	0.0402	(0.0583)	0.0316	(0.0590)
Tobin's Q	-4.9292	(4.3704)	-6.7487	(4.4312)	-6.6929	(4.4322)
size(log)	40.3439	(25.1500)	41.4088	(25.1846)	41.0588	(25.1911)
age(log)	18.4388	(31.2455)	25.3137	(31.2366)	24.0712	(31.2682)
ROA	1.1994*	(0.5604)	1.1839*	(0.5574)	1.1758**	(0.5576)
FCF	0.4042	(26.7418)	4.7785	(26.5568)	3.0585	(26.6210)
Volatility	-240.8828	(243.6867)	-218.5194	(243.5258)	-207.7480	(243.8209)

7) 관련 법규는 기관투자자의 주주권행사를 둘러하는 차원으로 '15년 이후 점진적으로 제정비·완화되고 있다.

RE/TE	1.6432**	(0.6368)	1.5738**	(0.6275)	1.4567**	(0.6393)
year_dummy	yes		yes		yes	
N	654		654		654	

Note: p ***<1% **<5% and *<10%

Table 5. H2 NPS 지분율과 기업 배당성향 간의 관계(지분율 구간별 비교)

	Dividend Payout Ratio (NPS 전체 지분율)		Dividend Payout Ratio (NPS 지분율 5% 이상)		Dividend Payout Ratio (NPS 지분율 3% 이상 ~4.9% 이하)	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
NPS	-0.1699	(0.2852)	-0.3858	(0.4642)	5.4000*	(2.9831)
Leverage	-0.0369	(0.0279)	-0.1303***	(0.0451)	0.0811	(0.1168)
Growth	-0.0219	(0.0215)	-0.0223	(0.0281)	-0.0366	(0.0636)
Tobin's Q	-0.3039	(0.8075)	1.4840	(1.1384)	-1.9079	(2.4030)
size(log)	8.7888**	(4.2613)	5.7673	(6.1195)	2.4456	(15.5399)
age(log)	-6.1726	(5.0386)	-4.2322	(6.0715)	25.8003	(24.0700)
ROA	-0.2733	(0.1719)	-0.4098	(0.2459)	0.0870	(0.5980)
FCF	7.0016	(8.7604)	5.6964	(12.0306)	-0.3436	(27.7098)
Volatility	-44.1885	(83.3490)	-71.0870	(125.6900)	-39.3131	(263.0619)
RE/TE	0.1055**	(0.0426)	0.1004**	(0.0474)	0.1735	(0.2031)
Largest	-0.0527	(0.1850)	-0.5799**	(0.2739)	0.6424	(0.6585)
Foreigner	-0.0486	(0.1427)	-0.5353***	(0.1859)	0.2386	(0.4789)
year_dummy	yes		yes		yes	
N	2,335		1,200		373	

Note: p ***<1% **<5% and *<10%

Table 6. H3 NPS 지분율과 기업 배당성향 간의 관계(전체 기간 vs '18년도 스튜어드십 코드 도입 이후)

	Dividend Payout Ratio 전체 기간		Dividend Payout Ratio ('18년 스튜어드십 코드 도입 이후~최근)	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
NPS	0.2852	-(0.6000)	2.8278*	(1.5980)
Leverage	-0.0369	(0.0279)	-0.3349**	(0.1453)
Growth	-0.0219	(0.0215)	0.0316	(0.0590)
Tobin's Q	-0.3039	(0.8075)	-6.6929	(4.4322)
size(log)	8.7888**	(4.2613)	41.0588	(25.1911)
age(log)	-6.1726	(5.0386)	24.0712	(31.2682)
ROA	-0.2733	(0.1719)	1.1758**	(0.5576)
FCF	7.0016	(8.7604)	3.0585	(26.6210)
Volatility	-44.1885	(83.3490)	-207.7480	(243.8209)

RE/TE	0.1055**	(0.0426)	1.4567**	(0.6393)
Largest	-0.0527	(0.1850)	-0.7286	(0.7572)
Foreigner	-0.0486	(0.1427)	1.0878	(0.6772)
year_dummy		yes		yes
N		2,335		657

Notes: p ***<1% **<5% and *<10%

Table 7. H4 NPS 지분율과 기업 배당성향 간의 관계(잉여현금흐름과 투자기회 고려)

	Dividend Payout Ratio(전체 기간) High free cash flow & Low Tobin's Q		Dividend Payout Ratio('18년 이후~) High free cash flow & Low Tobin's Q	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
NPS	0.8540	(0.5435)	9.3123***	(2.7792)
Leverage	0.0012	(0.0521)	-0.1771	(0.3170)
Growth	-0.0040	(0.0346)	0.0941	(0.0604)
Tobin's Q	-5.1387	(5.5380)	-19.7109	(19.6451)
size(log)	21.9268**	(10.8225)	49.3519	(48.9396)
age(log)	-13.1038	(9.4987)	58.3584*	(33.9143)
ROA	-0.0373	(0.3532)	0.8311	(0.7684)
FCF	-0.3530	(15.7358)	-5.1314	(40.1102)
Volatility	-33.5082	(150.3136)	-609.5175*	(364.7043)
RE/TE	-0.0839	(0.1550)	1.3511	(0.9084)
Largest	-0.3054	(0.3743)	-0.9596	(1.2258)
Foreigner	0.8911***	(0.3090)	2.0325*	(1.1597)
year_dummy		yes		yes
N		854		204

Note: p ***<1% **<5% and *<10%

Table 7. H4 NPS 지분율과 기업 배당성향 간의 관계(잉여현금흐름과 투자기회 고려)

	Dividend Payout Ratio(전체 기간) High free cash flow & High Tobin's Q		Dividend Payout Ratio('18년 이후~) High free cash flow & High Tobin's Q	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
NPS	-0.3412	(0.4172)	3.0459	(0.1800)
Leverage	-0.0413	(0.0459)	-0.4997*	(0.2829)
Growth	0.0444	(0.0302)	0.0120	(0.1442)
Tobin's Q	1.1494	(0.8268)	-3.4142	(5.1162)
size(log)	5.9877	(6.0181)	115.9168*	(66.9633)
age(log)	2.5434	(7.4405)	-44.4629	(63.7477)
ROA	-0.7394***	(0.2433)	-1.8561	(1.4040)
FCF	8.5360	(13.4899)	-121.8676	(83.2227)

Volatility	58.0294	(111.0617)	-378.9699	(381.9309)
RE/TE	0.1429*	(0.0801)	-0.2239	(1.2627)
Largest	0.4157	(0.2749)	-0.9989	(1.7177)
Foreigner	-0.2553	(0.1777)	-0.7735	(0.9532)
year_dummy	yes		yes	
N	895		212	

Note: p ***<1% **<5% and *<10%

2. 추가분석(2SLS)

본 절에서는 손승태, 이윤규 (2006)에서 주장한 것처럼, 기관투자자가 미배당기업보다 배당금을 지급하는 선호하는 현상이 있는지를 파악해 보고자 한다. 그리고 역의 인과성 여부를 확인하기 위해, 2SLS(Two Stage Least Squares) 분석을 추가 · 실시하였다. 이때, 도구변수는 KOSPI200 Index의 편입 여부를 디미 변수로 활용하였다. 이 지수의 편입은 대표성, 유동성(거래량), 업종 대표성 등을 기준으로 하며, 시가총액이 상위군에 속하고, 거래량이 많은 종목이 서열에 따라 200종목으로 결정되기에 배당성향과는 직접적인 관계가 낮을 것으로 판단된다. 그러나, 예컨대 국민연금의 직접운용 경우 최상위 의사결정 기구로부터, 벤치마크(BenchMark)⁸⁾를 부여받아, 그 구성 종목을 기준으로 하여 운용하기 때문에, 매니저가 배당성향이 높은 기업만을 선택하여 투자 종목과 비중 다르게 가져갈 유인은 크지 않다. 이와 같은 이유로 동 주제를 다룬 연구에서 Firth et al. (2016) 등에서 도구변수로 INDEX 편입 여부를 활용하고 있다.

$$NPS_{i,t-1} = \pi_0 + \pi_1 KOSPI200\ dummy_{i,t-1} + \pi_2 Controlvariables_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

$$\widehat{NPS}_{i,t-1} = \hat{\pi}_0 + \hat{\pi}_1 KOSPI200\ dummy_{i,t-1} + \hat{\pi}_2 Controlvariables_{i,t-1} \tag{2}$$

$$Div_{i,t} = B_0 + B_1 \widehat{NPS}_{i,t-1} + B_2 Controlvariables_{i,t-1} + v_{i,t} \tag{3}$$

Table 8. NPS 지분율과 기업 배당성향 간의 관계(2SLS)

구분	1st: NPS		구분	2st: Dividend Payout Ratio	
	Coef.	Std. Err.		Coef.	Std. Err.
KOSPI200	0.9253***	(0.2446)	$\widehat{NPS}_{i,t-1}$	4.1662	(8.1135)
Leverage	-0.0040***	(0.0012)	Leverage	-0.2774*	(0.1483)
Growth	-0.0034*	(0.0018)	Growth	0.0332	(0.0635)
Tobin's Q	0.2173**	(0.0819)	Tobin's Q	-6.9547	(4.9469)
size(log)	1.4476***	(0.1256)	size(log)	30.6864	(28.5564)
age(log)	-0.7237***	(0.1574)	age(log)	23.5975	(31.4952)
ROA	0.0205*	(0.0120)	ROA	1.1204*	(0.5711)
FCF	0.0670	(0.7036)	FCF	-0.1526	(26.9248)
Volatility	-16.7013**	(6.8630)	Volatility	-175.0370	(286.8312)
RE/TE	0.0003	(0.0033)	RE/TE	1.5145**	(0.6471)
Largest	-0.0313***	(0.0074)	Largest	-0.6347	(0.7984)
Foreigner	0.0080	(0.0111)	Foreigner	0.7797	(0.6703)

8) 국민연금 직접운용 BM은 KOSPI 200이다.

year_dummy	yes	year_dummy	yes
N	656	N	656

Note: p ***<1% **<5% and *<10%

2SLS(Two Stage Least Squares) 분석 결과, 국민연금 지분율이 증가할수록, 기업 배당성향 역시 증가하는 것으로 확인되었으나, 통계적 유의성은 소멸하였다.

V. 결론

국내 기업의 낮은 배당성향 개선 필요성과 국내 기관투자자의 역할에 대해 기대감과 실망이 교차하는 상황에서 본 연구는 국내 기관투자자 중 국민연금의 지분율 변화가 기업 배당성향에 미치는 영향에 대하여 '18년 스튜어드십 코드 도입 전·후 변화를 중심으로 분석하였다.

연구결과 첫째, 그간 연구에서 기금의 지분율이 5% 이상일 때 기업 배당성향에 유의미한 정(+)의 영향을 미친다는 결과를 제시해왔던 것과 달리, 본 연구결과는 기금의 지분율 5% 이상일 때 기금의 지분율과 기업 배당성향 간의 관계는 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 확인되었다. 오히려, 전체 기간('11~'20년)에 기금 지분율 5% 이하(3%~4.9% 수준일 때)에서 기금의 지분율 증가가 기업 배당성향에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이를 통해 배당 관련 법규 제도 개정 전 5% 이상 지분 보유는 오히려 기금의 주주권 행사를 주저(대량보유보고 공시 부담, 공시로 인한 투자 정보 노출 등)하게 만드는 요인이었음을 확인할 수 있다. 둘째, 전체 기간('11년~'20년) vs. '18년 스튜어드십 코드 도입 이후 변화를 살펴본 결과, '18년 스튜어드십 코드 도입 이후, 기금의 지분율 1%p 증가는 기업의 배당성향을 3%p 높이는 것으로 나타났다. 그리고 이 결과는 높은 잉여현금흐름과 낮은 투자기회를 변수로 고려할 때 더욱 커지는 것으로 나타나(기금 지분율 1%p 증가는 기업 배당성향 증가에 10%p 이상 영향을 미치며, 통계적 유의수준 역시 10% 이내에서 1% 이내로 뚜렷하게 관찰) 연기금의 주주권 행사를 제약하는 규제의 개선과 '18년 스튜어드십 코드 도입 등을 통한 기금의 능동적 주주권 행사 강화가 기업 배당성향 제고에 기여하는 측면이 있음을 유추할 수 있다. 그뿐만 아니라 높은 잉여현금흐름과 낮은 투자기회를 고려할 때, 배당성향 증가가 강하게 나타나는 것으로부터, 국민연금기금의 주주권 행사가 대리인 문제(Agency Problem) 낮추는 방향으로 이어짐을 확인할 수 있다.

다만, 2단계 최소자승추정법을 통한 추가분석에서 기금의 지분율과 기업 배당성향 간의 정(+)의 관계는 유지되나 통계적 유의성이 소멸함에 따라 기금 지분율과 기업 배당성향 간 상호 간 영향, 혹은 역의 인과 관계가 존재할 수 있음도 배제하기 어렵다.

본 연구의 한계점을 밝히면 다음과 같다. 먼저, 본 연구에서 기금의 지분율이 배당성향에 영향을 미치는 뚜렷한 관계는 '18년 이후부터 관찰되는바 최근 3년도 채 안 되는 짧은 시간 동안 나타난 변화만으로 기업의 배당 관련 기금의 능동적 주주권 행사 효과를 설명하기에는 부족함이 있다. 이어, 이익의 배당 자체는 기업에서 자율적으로 수립하는 결정 영역으로 연구 자료(재무 데이터 실적치)에 포함되지 못하는 경영자의 정성적 판단, 기업의 미래 투자 계획 등을 반영하지 못하는 한계가 있다. 그뿐만 아니라 기금이 지배구조가 취약한 기업에 대리인 문제 (Agency Problem)를 완화하기 위하여 배당금을 활용했다고 주장하기 위해서는 향후, 국민연금의 지배구조(G) 평가 등급 혹은 동 주체의 중점관리 대상 기업을 별도로 분석함이 바람직할 수 있다.

References

고영경, 이가연, 조성욱 (2009, 05월 22일), “한국기업의 배당 정책과 기관투자자”, 한국재무학회 학술대회, 충남,

대한민국

- 김문태, 이선화 (2016), “국민연금투자가 경영자의 이익조정과 배당 정책에 미치는 영향”, *경영학연구*, 45(2), 537-556.
- 김병태 (2019), “스튜어드십 코드의 적용에 따른 대량보유보고의 문제점에 관한 고찰”, *기업법연구*, 33(3), 299-329.
- 김성민, 장용원 (2012), “외국인 투자자의 투자 기간과 기업의 배당 정책”, *한국증권학회지*, 41(5), 781-812.
- 손승태, 이윤구 (2006), “기관투자자 지분율과 배당 정책의 관련성”, *대한경영학회지*, 19(1), 113-139.
- 이영주, 변상혁 (2015), “배당 정책 변화와 기관투자자 지분율 변화와의 관계”, *대한경영학회지*, 28(7), 1899-1920.
- 최향미, 김소형 (2018), “유형별 기관투자자 및 기업배당정책”, *국제경영리뷰*, 22(2) 57-72
- Baker, M and J, Wurgler (2004), “A Catering Theory Of Dividends”, *The Journal Of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Bhattacharya, S. (1979), “Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird In The Hand Fallacy” , *The Bell Journal Of Economics*, 259-270.
- Cao, L. Y. Du and J. Ø. Hansen (2017), “Foreign Institutional Investors And Dividend Policy: Evidence From China”, *International Business Review*, 26(5), 816-827.
- Chang K, E. Kang and Y. Li (2016), “Effect Of Institutional Ownership On Dividends: An Agency Theory Based Analysis”, *Journal Of Business Research*, 69(7), 2551-2559.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and R. M. Stulz (2006) “ Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life Cycle Theory”. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Eckbo, B. E. and S. Verma (1994), “Managerial Shareownership, Voting Power and Cash Dividend Policy”, *Journal Of Corporate Finance*, 1(1), 33-62.
- Faccio, M., L.H. P. Lang and L. Young (2001), “Dividends and Expropriation”. *American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Firth, M, J, J. S. Gao and Y, Zhang (2016), “Institutional Stock Ownership and Firms’ Cash Dividend Policies: Evidence From China”. *Journal Of Banking & Finance*, 65, 91-107.
- Jensen M. C. (1986), “Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol(76) : 323-329.
- Jeon J. Q, C. Lee and C. M. Moffett (2011), “Effects Of Foreign Ownership On Payout Policy: Evidence From The Korean Market”. *Journal Of Financial Markets*, 14(2), 344-375.
- Kilincarslan, E and O. Ozdemir (2018), “Institutional Investment Horizon and Dividend policy: An Empirical Study of UK Firms”. *Finance Research Letters*, 24, 291-300.
- Loncan, T. (2018), “Foreign Institutional Ownership and Corporate Cash Holdings: Evidence from Emerging Economies”. *International Review Of Financial Analysis*.
- Mueller, D. C. (1972), “A Life Cycle Theory of the Firm”, *The Journal Of Industrial Economics*, 199-219.