

# 스튜어드십 코드와 국내 기관투자자의 주주활동: 주주활동의 이행 현황, 적정성 및 효과 분석을 중심으로

김선민

- ▶ 이 글은 2018년부터 2020년까지 한국 스튜어드십 코드(이하 KSC)에 참여한 기관투자자가 수행한 주주 활동 이행 현황을 살펴보고 주주활동의 적정성 및 효과를 분석함
- ▶ 2021년 6월 15일 현재 129개 기관이 KSC에 참여하고 있으며 이 가운데 19개 기관이 주주활동 이행 내역을 공시함
- ▶ 주주활동 이행 내역을 분석한 결과, 국내 기관투자자의 주주활동은 대체로 주주환원 정책에 편중되어 있었음
- ▶ 국민연금은 비공개적인 주주활동만을 채택하고 있는 반면, 국내 민간 기관투자자는 비공개적인 방법과 공개적인 방법을 함께 활용하는 등 연기금과 국내 민간 기관투자자는 주주활동 이행 방법에 있어서 서로 다른 양상을 보임
- ▶ 국내 민간 기관투자자의 경우 RE/TE 비율(투자자본 대비 유보된 수익 비율)이 높은 기업을 대상으로 현금배당 증기를 요구하고 있었으며, 주주활동 전후 이들 기업의 주당 배당금(DPS)과 배당지급 수준은 증가한 것으로 확인됨
- ▶ 즉, 국내 기관투자자는 기업자원의 효율적 배분 및 주주가치 증대를 위한 목적으로 주주활동을 수행하고 있는 것으로 보이며, 주주활동 타겟기업의 배당지급 정책 변화에 영향을 준 것으로 판단됨

---

## 개괄

- 한국 스튜어드십 코드 제정(2016.12.16.) 이후 코드에 참여하고 있는 기관투자자의 수는 지속적으로 증가하고 있으며, 2021년 6월 15일 기준 129개 기관이 한국 스튜어드십 코드에 참여함<sup>1)</sup>
- 업권별로 살펴보면, 전체 129개 참여 기관 중 PEF, 자산운용사, 벤처캐피탈(VC)이 차지하는 비중은 89%로 참여 기관의 대부분을 차지함 (<그림 1> 참고)<sup>2)</sup>

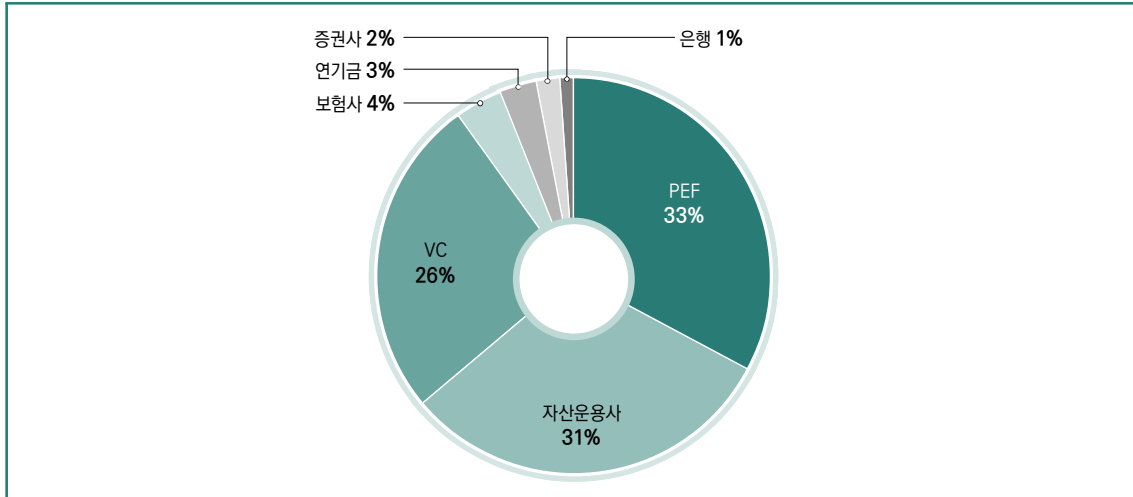
---

\* KCGS 정책연구본부 책임연구원, 02-6951-3902, smkim@cgs.or.kr

1) 2021년 10월 10일 현재, 한국 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자의 수는 169개임

2) PEF와 VC의 KCS 참여 비율이 높은 것은 한국산업은행이 PEF펀드와 VC펀드 위탁운용사 선정시 KSC 참여 여부를 반영하고 있기 때문으로 판단됨

[그림 1] 업권별 참여 현황 (2021.6.15. 기준)



출처: 한국 스투어드십 코드 홈페이지(sc.cgs.or.kr)

- 무엇보다 한국 스투어드십 코드 (이하 'KSC') 도입 이후, 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율, 주주활동 및 주주제안이 현저하게 증가하는 등 도입 이전과는 다른 양상을 보임
- **(반대 의결권 행사 비율 증가)** KSC 도입을 전후로 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율은 지속적으로 증가하는 추세임
  - 2014년 3월 ~ 2016년 3월 정기 주주총회에서 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율은 평균 1.52%였으며, KSC 도입 이후 2017년 3월 ~ 2020년 3월 정기 주주총회에서 반대 의결권 행사 비율은 3.32%로 2배 이상 증가함 (<표 1> 참고)
- **(주주활동 증가)** 2018년부터 2020년까지 한국 스투어드십 코드에 참여한 기관투자자가 공시한 주주활동 이행 빈도는 총 749건으로 2018년 123건, 2019년 286건, 2020년 331건으로 해마다 주주활동 이행 빈도는 증가하는 추세임(<그림 2> 참고)
- **(주주제안 증가)** 국내 상장기업을 대상으로 한 주주제안 건수는 KSC 도입 전 3년간(2014년~2016년) 연평균 41.7건에서 도입 후 4년간(2017년~2020년) 연평균 69.8건으로 약 67.4% 증가함 (<그림 3> 참고)
  - 주주제안이 1건 이상 상정된 기업 수는 KSC 도입 전 3년간(2014년~2016년) 연평균 16사에서 도입 후 4년간(2017년~2020년) 연평균 30.5사로 약 91% 증가함

〈표 1〉 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 추이 (2014년~2020년)

(단위: %, 개사)

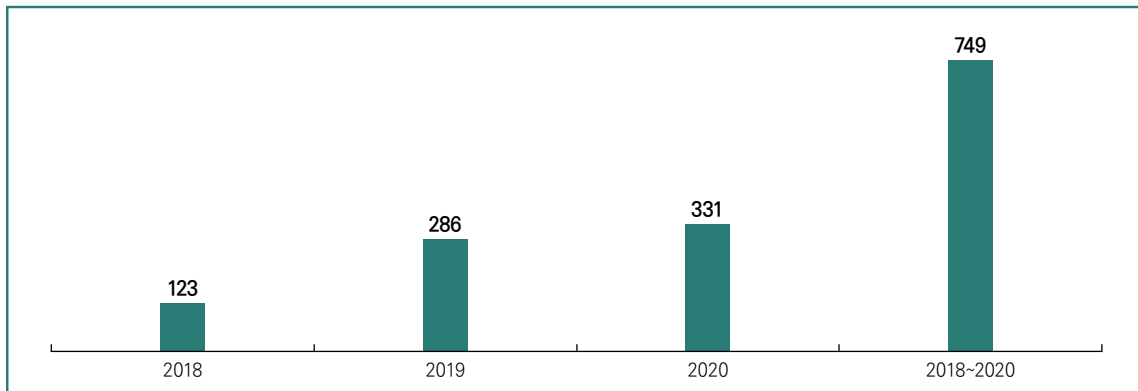
구분	KSC 도입 이전 (before)			KSC 도입 이후 (after)			
	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3
반대의결권 비율	1.19	1.53	1.84	1.93	3.34	3.75	4.26
행사대상 기업 수	490	604	636	661	719	710	761
기관투자자 수	98	105	97	120	144	172	183

출처: 김선민, “스튜어드십 코드와 국내 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사”, 2020, SC조사보고서

- 1) 국내 연기금을 제외한 국내 민간 기관투자자(자산운용사, 은행, 보험사 및 증권사 등)의 의결권 행사를 분석한 결과이며, 의결권 행사 대상 기업은 유가증권 시장과 코스닥 시장에 상장된 기업을 모두 포함함
- 2) 반대 의결권 행사 비율은 의결권이 행사된 전체 경영진 제안 안건 수 대비 반대 의결권을 행사한 안건 수 비율로 계산함
- 3) 보고안건, 경선안건, 주주제안 안건은 분석에서 제외함

〈그림 2〉 KSC 참여 기관투자자의 주주활동 현황 (2018년~2020년)

(단위: 건)

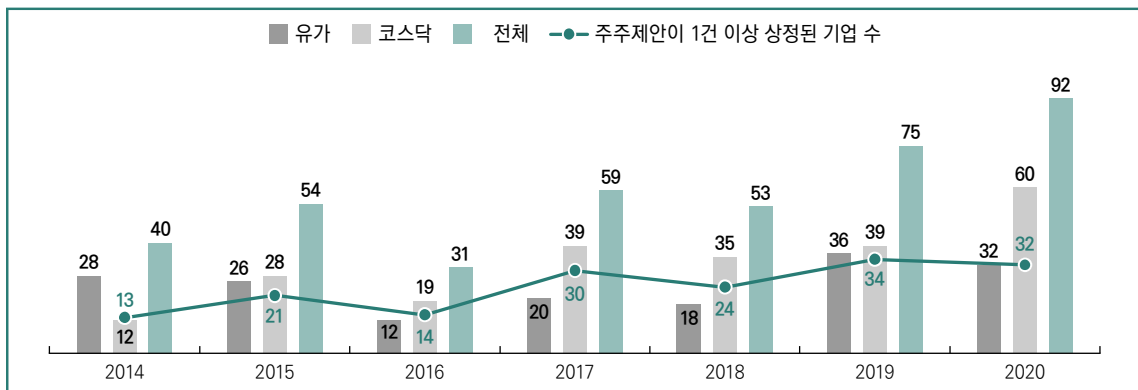


출처: KSC 참여 기관투자자의 개별 홈페이지를 참고하여 저자 정리

- 1) KSC 참여기관 129개 중 2018년~2020년 기간 동안 주주활동 이행 내역을 공시한 14개 참여 기관(국민연금 포함)의 주주활동 이행 현황임 (단, 일부 주주활동 사례만 공시한 5개 참여 기관투자자의 경우 분석에서 제외함)
- 2) 직전년도 5월부터 당해 연도 4월까지의 이행 내역에 대한 기관투자자의 공시가 분석시점 이후에 공시된 경우 상기 수치에서 제외되었을 수 있음

〈그림 3〉 국내 상장기업의 주주제안 현황 (2014년~2020년)

(단위: 건, 사(社))



출처: 한국거래소 기업공시채널(kind.krx.co.kr)을 참고하여 직접 전수 조사

- 이렇듯 한국 스투어드십 코드 (이하 'KSC')의 도입은 국내 기관투자자의 행동 변화에 영향을 준 것으로 판단됨
- 한국 스투어드십 코드가 시행된 지 4년이 지난 시점에서 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 패턴에 관한 분석은 다수 이루어졌으나, 이들이 수행한 주주활동에 대한 체계적인 분석이나 연구는 상대적으로 부족한 실정임
  - 주주활동이 모니터링 비용(monitoring cost)를 수반한다는 점을 감안하면, 국내 기관투자자의 주주활동 수행 빈도가 증가했다는 사실 이상으로 중요한 것은 기관투자자가 바람직한 방향으로 주주활동을 수행했는지 여부와 주주활동 수행 결과 타겟기업의 변화를 이끌어 냈는지를 확인하는 일임
- 이에 이 보고서는 2018년부터 2020년까지 KSC 참여 기관투자자가 수행한 주주활동을 살펴보고 KSC 참여 기관투자자의 주주활동 타겟기업(target firm)을 토대로 이들 기업의 특성 및 배당성향을 분석하여 국내 기관투자자의 주주활동 적정성과 그 효과를 확인하고자 함<sup>3)</sup>

### KSC 참여 기관투자자의 주주활동 이행 현황: 2018년~2020년

- 한국 스투어드십 코드(KSC) 원칙6은 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관한 내용을 고객과 수익자에게 주기적으로 보고하도록 권고 하고 있음
- KSC에 참여한 129개 기관(2021.6.15. 기준)을 대상으로 최근 3년간의 주주활동 공시 현황을 직접 살펴본 결과, 실제 주주활동 이행 내역을 공시한 기관은 19개이며 이 중 1년 이하로 주주활동 내역을 공시하고 있는 기관투자자는 16개임 (<표 2> 참고)
  - 참여 기관투자자 수에 비해 주주활동 이행 내역을 공시한 참여 기관투자자의 수는 많지 않았으며, 이를 공시한 19개 기관 중 자산운용사가 차지하고 있는 비중은 약 84%로 다른 업권에 비해 높음 (<표 2>의 Panel A.참고)
    - 연기금 중에서는 국민연금이 유일하게 주주활동 이행 내역을 공시함
  - 주주활동을 주제별로 구분하여 공시하고 있는 기관투자자는 14개, 이행 방법별로 구분하고 있는 기관투자자는 12개, 주주활동 대상 기업을 구분하여 공시하고 있는 기관투자자는 9개임 (<표 2>의 Panel B.참고)
    - 주주활동 이행 성과 및 모범사례를 공시한 기관투자자는 각각 4개와 6개에 불과함

3) 한국 스투어드십 코드 참여 이후 기관투자자의 주주활동 이행 현황을 살펴보고자 관련 분석은 KSC 참여 기관투자자에 한정하며, 코드 참여 이전 기관투자자가 수행한 주주활동 이력은 분석에서 제외함

- 기업별 주주활동 대상 구분이 가능한 기관투자자는 15개로, 이 중 모든 이행 내역을 대상 기업별로 공시한 기관투자자는 9개, 일부 기업에 대한 사례만 공시한 기관투자자는 6개임 (<표 2>의 PanelC.참고)
  - 나머지 4개 기관투자자의 경우 기업별 주주활동 대상 구분이 불가능함

**<표 2> 주주활동 이행 내역을 공시한 KSC 참여 기관 현황**

Panel A. 업권별 구분

	PEF	자산운용사	연기금
표본 수 (N=19)	2	16	1

Panel B. 주주활동 공시 유형에 따른 구분

	유형별 공시 현황					
	1년 이하 주기적 공시	주제별 구분	이행 방법별 구분	대상회사별 구분	이행 성과별 구분	(모범)사례 구체적 설명
표본 수 (N=19)	16	14	12	9	4	6

Panel C. 업권에 따른 공시 유형별 주주활동 현황

업권 유형	대상 주제별 구분	이행 방법별 구분	대상 기업별 구분	
			모든 이행 내역을 대상 기업별로 구분하여 공시	일부 기업에 대한 사례만 공시
자산운용사 (16개)	13	10	8	5
PEF (2개)	1	1	1	0
연기금 (1개)	0	1	0	1
합계	14	12	9	6

### 대상 주제별 주주활동

- <표 3>은 KSC 참여 기관투자자 10개의 공시 내용을 토대로 주주활동을 대상 주제별로 구분하여 정리한 내용임
  - <표 2>의 Panel C.에 따르면 대상 주제별로 주주활동 이행 현황을 공시한 기관투자자는 모두 14개이나, 대상 주제별 분류 및 분석의 일관성을 유지하고자 대상 주제를 세부적으로 구분할 수 없는 4개 기관투자자의 주주활동 이행 내역은 상기 분석에서 제외함
  - 또한, 이 글에서는 주주환원 정책을 자원 배분을 위한 경영정책으로 분류함에 따라 해당 주제는 이사회, 임원보수, 감사기구 등이 포함된 기업지배구조(G)에는 포함하지 않음
- 분석 결과, KSC 참여 기관투자자의 주주활동은 주로 주주환원 정책(배당 및 배당정책 요구)에 치중되어 있음

- 주주환원 정책과 관련된 주주활동은 총 195건으로 전체 489건 중 약 40%를 차지하고 있는 반면, ESG 이슈에 관한 주주활동은 모두 72건으로 14.7%에 불과함
  - 주주환원 정책에 이어 '법령상 위반 우려'와 '예상하지 못한 우려'가 주주활동에서 높은 비중을 차지하고 있는데 이는 국민연금의 주주활동 주제로 국내 민간 투자자의 경우 해당 주제에 대해 주주활동을 수행한 이력이 없음
- 분석기간 동안 국민연금이 공시한 주주활동 건수는 총 374건으로 전체 분석 표본(489건)의 76.48%를 차지하고 있음
- 따라서 국내 기관투자자의 주주활동이 주주환원 정책에 편중되어 있는 것이 국민연금의 주주활동 특성에서 비롯되었는지를 추가적으로 확인할 필요가 있음
  - 국민연금의 주주활동 건수를 제외하여 살펴본 결과, 전체 115건의 주주활동 중 국내 민간 기관 투자자가 주주환원 정책에 대해 주주활동을 수행한 건수는 51건으로 약 44.4%를 차지하고 있음<sup>4)</sup>
    - 즉, 국민연금의 주주활동 건수를 분석에서 제외하더라도 국내 민간 기관투자자의 주주활동이 주주환원 정책에 여전히 편중되어 있음을 알 수 있음

〈표 3〉 최근 3년간 (2018년~2020년) 대상 주제별 주주활동 이행 현황

주제 구분		이행 건수	구성 비율
1차 구분	세부 구분		
환경 경영 (E) Environmental management	대기 오염	2	0.41%
	소계	2	0.41%
사회적 책임 (S) Corporate social responsibility	근로자	3	0.61%
	소비자	1	0.20%
	협력 업체	2	0.41%
	지역 사회 <sup>5)</sup>	1	0.20%
소계	-	7	1.43%
기업지배구조 (G) Corporate governance	이사회	3	0.61%
	임원보수 한도	50	10.22%
	감사기구	4	0.82%
	내부 거래	1	0.20%
	기타 지배구조 이슈 <sup>6)</sup>	5	1.02%
소계	-	63	12.88%

4) 지면 제약상 관련 분석 테이블은 별도로 리포팅 하지 않음

5) '시설중설 계획'에 관한 주주활동이며, 해당 시설이 위치한 지역 사회와 연관성이 있는 사회적 책임 이슈로 분류함

6) 지배구조로 인한 오버행 디스카운트, 지배구조와 관련한 회사 정책 점검, 지배구조 개선 방안 및 주주가치 희석 우려 등에 관한 비공개 대화 등을 수행한 것으로 조사됨

7) 대표이사와의 대면회의 요청 및 경영공백 우려에 관한 주주활동이며, 주제를 별도로 구분하지 않고 '기타'로 분류함

주제 구분		이행 건수	구성 비율
1차 구분	세부 구분		
그 외 경영 현안	<b>주주환원 정책</b>	<b>195</b>	<b>39.88%</b>
	경영 전략	30	6.13%
	재무 정책	6	1.23%
	법령상 위반 우려	66	13.50%
	정기 ESG 평가	7	1.43%
	예상하지 못한 우려	66	13.50%
	반대의결권 행사 연계	44	9.00%
	기타 <sup>7)</sup>	3	0.61%
소계	-	417	85.28%
합계	-	489	100.0%

### 이행 방법별 주주활동

- <표 4>는 KSC 참여 기관투자자 9개의 공시 내용을 토대로 주주활동을 이행 방법별로 구분하여 정리한 내용임
  - <표 2>에 따르면 이행 방법별로 주주활동 이행 현황을 공시한 기관투자자는 모두 12개이나, 분석의 일관성 및 편의상 이행방법별 주주활동 건수를 명확하게 구분할 수 있는 9개 기관투자자의 공시 내역만을 분석함
- 분석 결과, 9개의 KSC 참여 기관투자자는 대부분 비공개적인 방법을 통해 주주활동을 수행하는 것으로 조사됨
  - 비공개 서신과 비공개 대화가 전체 분석 표본에서 차지하는 비중은 90.25%인 반면, 공개적인 방법의 경우 9.75%에 불과함 (<표 4> Panel A.참고)
  - 이 조사결과 또한 전체 표본에서 높은 비중을 차지하고 있는 국민연금의 주주활동 특성에서 비롯된 결과 일 수 있기 때문에 국민연금과 국내 민간 기관투자자(자산운용사:7개, PEF: 1개)를 구분하여 살펴봄
  - 국민연금과 민간 기관투자자를 구분하여 분석한 결과 국민연금과 국내 민간 기관투자자의 주주활동 이행 방법에서 뚜렷한 차이가 나타남
    - 국민연금은 비공개적인 주주활동 방법만을 채택하고 있는 반면, 민간 기관투자자는 비공개적인 방법과 공개적인 방법을 거의 비슷한 비율로 활용하고 있음 (<표 4> Panel B.참고)

〈표 4〉 이행 방법별 주주활동 이행 현황 (2018년~2020년)

Panel A. 전체

이행방법 구분		이행 건수	구성 비율
공개 여부	구체적 방법		
비공개 (Private)	비공개 서신	226	47.88%
	비공개 대화	200	42.37%
소계		426	90.25%
공개 (Public)	공개 서신	43	9.11%
	주주 제안	2	0.42%
	법적 소송	1	0.21%
소계		46	9.75%
합계		472	100.0%

Panel B. 국민연금 vs. 국내 민간 (자산운용사: 7개, PEF: 1개)

이행방법 구분		국민연금		국내 민간	
공개 여부	구체적 방법	이행 건수	구성 비율	이행 건수	구성 비율
비공개 (Private)	비공개 서신	219	58.56%	7	7.14%
	비공개 대화	155	41.44%	45	45.92%
소계		374	100.0%	52	53.06%
공개 (Public)	공개 서신	0*	0.00%	43	43.88%
	주주 제안	0	0.00%	2	2.04%
	법적 소송	0	0.00%	1	1.02%
소계		0	0.00%	46	46.94%
합계		374	100.0%	98	100.0%

\* 국민연금은 2018년 6월 5일 대한항공을 상대로 공개서신(1건)을 보낸 바 있으나 국민연금이 KSC에 참여하기 이전 수행한 건으로 상기 수치에서는 제외됨

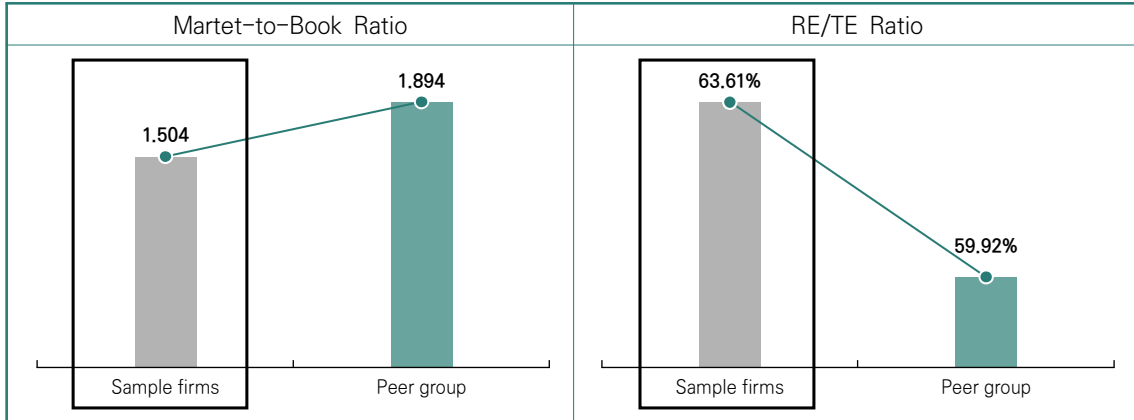
### KSC 참여 기관투자자의 주주활동 성과 및 효과 분석

- 스튜어드십 코드 도입 이후 국내 기관투자자의 주주활동 수행 빈도가 증가한 것은 분명 의미 있는 변화이지만 이들 기관투자자의 주주활동이 얼마나 성공적으로 수행되고 있는지 확인할 필요가 있음
  - 무엇보다 기관투자자가 타겟기업을 대상으로 주주활동을 수행하였음에도 이에 따른 변화가 관찰되지 않는다면 이를 성공적인 주주활동이라 보기 어려울 것임
- 〈표 4〉에서 확인한 바와 같이, KSC 참여 기관투자자의 주주활동은 주로 주주환원 정책에 편중되어 있다는 점을 고려하여 기관투자자가 주주활동을 수행한 대상 기업(target firm)의 특성과 이들 기업의 배당지급 성향 변화를 분석함으로써 기관투자자의 주주활동 적정성 및 효과를 살펴보고자 함

- 특히, 이 글에서는 기업의 주주환원 정책에 관한 다양한 이론적 가설 중 주주가치 보호와 관련이 높은 생애주기 이론(life-cycle theory)에 중점을 두어 분석함<sup>8)</sup>
  - DeAngelo et al. (2006)은 투하된 자본(TE, Total Equity) 대비 내부에 자본 계정으로 유보된 수익(RE, Retained Earnings)의 비율을 기업 성장 단계의 대응변수로 사용하여, RE/TE 비율이 높을수록(낮을수록) 현금배당 개시(중단) 또는 지급 경향이 강하다는 실증연구 결과를 보고함<sup>9)</sup>
- **(주주활동 적정성 분석)** 상기 연구를 참고하여 국내 기관투자자의 주주활동 대상 기업의 RE/TE 비율을 통제기업군(peer group)과 비교하여 (현금)배당정책에 관한 주주활동이 적절한지 그 여부를 살펴봄
  - 주주환원 정책에 관한 주주활동 중에서 요구사항이 ‘현금배당 증가’임을 명확히 확인 할 수 있는 주주활동 대상인 60개 기업의 주주활동 직전 RE/TE 비율을 통제기업군과 비교함 - 만약 대상기업의 RE/TE 비율이 통제기업군 보다 상대적으로 높다면 대상기업이 투자기회를 초과하는 내부유보 이익의 유용(expropriation) 또는 비효율적 배분 등에 따른 대리인 문제의 발생 가능성이 상대적으로 더 크다는 것을 의미함
  - 통제기업군은 1) 표본기업과 같은 사업에 속하면서(한국표준산업분류 10차 대분류 기준), 2) 표본기업과 기업규모가 유사한 기업(표본기업 총자산 로그값의 50%~150%)으로 구성함
- **(분석 결과)** <그림 4>를 통해 주주활동 대상기업의 RE/TE 비율이 통제기업군에 비하여 상대적으로 높고 장부가치 대비 시장가치 비율(Market-to-Book Ratio)이 낮음을 알 수 있음
  - 즉, 주주활동 대상기업은 통제기업군 보다 상대적으로 1) 투자기회가 적고, 2) 투자기회를 초과하여 내부에 유보된 현금흐름이 더 많은 것으로 확인됨
  - 이러한 기업의 경우 잉여현금흐름이 경영자(또는 지배주주)에 의해 유용될 가능성이 높기 때문에 현금배당을 통해 유보이익을 효율적으로 배분하여 대리인 문제를 완화할 필요가 있음
- 국내 기관투자자가 RE/TE 비율이 높은 기업을 대상으로 ‘현금배당의 증가’를 요구하는 것으로 볼 때, 국내 기관투자자는 기업자원의 효율적 배분 및 주주가치 증대를 위한 방향으로 주주 활동을 수행하는 것으로 보임

8) DeAngelo and DeAngelo (2006)은 “배당집중” 현상을 합리적으로 설명하기 위하여 기존 Jensen (1986)의 대리인 모형을 확장한 “생애주기 이론(life-cycle theory)”를 제시함  
 9) DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M., 2006, “Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory”, 『Journal of Financial Economics』, 81(2), pp. 227-254

[그림 4] 주주활동 대상 기업의 RE/TE 비율



- **(배당지급 성향의 분석 및 결과)** <표 5>는 ‘현금배당 증가’를 요구한 주주활동의 실질적인 효과를 분석하기 위해 상기 60개 기업을 대상으로 주주활동 전후로 주당 배당금(DPS) 및 배당 수준의 증감을 분석한 결과임
  - <표 5>의 Panel A.에서 주주활동 전후로 대상기업의 절반 이상이 주당 배당금을 증가시킨 것으로 확인됨
  - <표 5>의 Panel B.를 통해서도 대상기업의 배당지급 수준은 주주활동 이후 뚜렷하게 증가했음을 알 수 있음
- 결과적으로 KSC 참여 기관투자자는 투자대상 기업을 대상으로 ‘현금배당 증가’를 요구함으로써 기업의 배당지급 정책 변화에 영향을 준 것으로 보임

<표 5> 주주활동 전후 배당지급 성향의 변화 분석

Panel A: 주당 배당금(DPS, Dividend Per Share)

	주당 배당금 변화분 ( $\Delta DPS = DPS_t - DPS_{t-1}$ )		
	감소 ( $\Delta DPS < 0$ )	유지 ( $\Delta DPS = 0$ )	증가 ( $\Delta DPS > 0$ )
기업 수 (개사)	19	10	31
구성 비율	31.67%	16.67%	51.67%

Panel B: 배당 수준<sup>1)</sup>

	주주활동 이전	주주활동 이후	증감
배당 성향 <sup>2)</sup>	23.92% (12.93%)	46.86% (20.36%)	▲ 22.94%p (▲ 7.43%p)
배당수익률 <sup>3)</sup>	1.55% (1.18%)	1.82% (1.68%)	▲ 0.27%p (▲ 0.50%p)

출처: 분석에 사용된 재무정보는 Fnguide 수치를 활용함

1) 상기 수치는 각 변수의 평균값을 의미하며 ( )의 수치는 중앙값임

2) 당기순이익 대비 현금배당 지급액 비율을 의미하며 당기순이익이 음수(-)인 표본은 분석에서 제외함

3) 보통주 시장가치 대비 현금배당 지급액의 비율을 의미함

## 결론 및 시사점

- 국내 자본시장에 한국 스투어드십 코드(KSC)가 도입 된 이후로 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율이 2배 이상 증가하고, 주주활동 빈도가 높아지는 등 이전과는 다른 양상을 보임
  - 전통적인 주주권 행사인 의결권 행사와 달리 스투어드십 코드 도입 이후 코드에 참여한 기관 투자자의 주주활동이 현저하게 증가한 것은 의미있는 변화임
  - 이에 이 보고서는 2018년부터 2020년까지 한국 스투어드십 코드에 참여한 기관투자자가 수행한 주주활동 현황을 살펴보고 주주활동의 적정성 및 효과를 분석하였으며 그 결과는 아래와 같음
- **(주주활동 이행 현황)** KSC에 참여한 129개 기관 중 19개 기관이 스투어드십 코드 원칙 6에 근거하여 주주활동 이행내역을 공시하고 있음
  - 주제별 주주활동 공시 내역을 살펴본 결과, 코드 참여 기관투자자의 주주활동은 주로 주주 환원 정책에 편중되어 있음
  - 또한, 국민연금은 비공개적인 주주활동만을 채택하고 있는 반면, 국내 민간 기관투자자는 비공개적인 방법과 공개적인 방법을 동시에 활용하는 등 주주활동 이행 방법에 있어서 서로 다른 양상을 보임
- **(주주활동 적정성 및 효과)** KSC 참여 기관투자자가 포트폴리오 기업을 대상으로 수행한 주주 활동의 적정성과 그 효과를 분석한 결과,
  - KSC 참여 기관투자자는 RE/TE 비율(투하된 자본(TE, Total Equity) 대비 내부에 자본 계정으로 유보된 수익(RE, Retained Earnings)의 비율)이 높은 기업을 대상으로 현금배당 증가를 요구함
  - 또한 참여 기관이 현금배당 증가를 요구한 기업의 주당 배당금(DPS)은 증가하였으며, 배당지급 수준도 증가하는 등 주주활동 전후로 뚜렷한 차이를 보임
- 결과적으로 국내 기관투자자는 기업자원의 효율적 배분 및 주주가치 증대를 위한 목적으로 주주활동을 수행하고 있는 것으로 보이며, 주주활동 타겟기업의 배당지급 정책 변화에 영향을 준 것으로 판단됨