

재무학회 춘계 심포지움

주주 환원정책을 통한
기업 지배 구조의 개선은
가능한가?

조성욱

swjoh@snu.ac.kr

주요 발표내용

- ◆ 상장기업의 지급정책 현황 및 주요 특징
- ◆ 주주환원정책 (현금배당 및 자사주매입정책)에 대한 기존 연구
- ◆ 현금배당 및 자사주매입정책과 주주가치와의 관계

주주환원 정책에 대한 요구 및 관심 증가의 배경

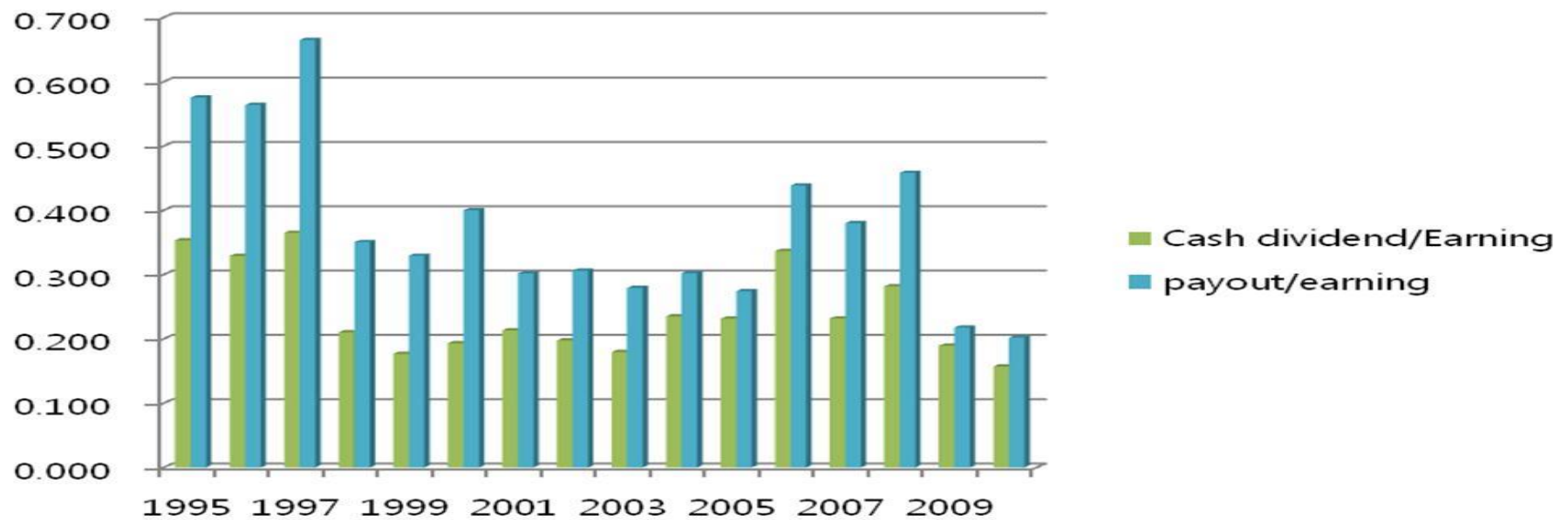
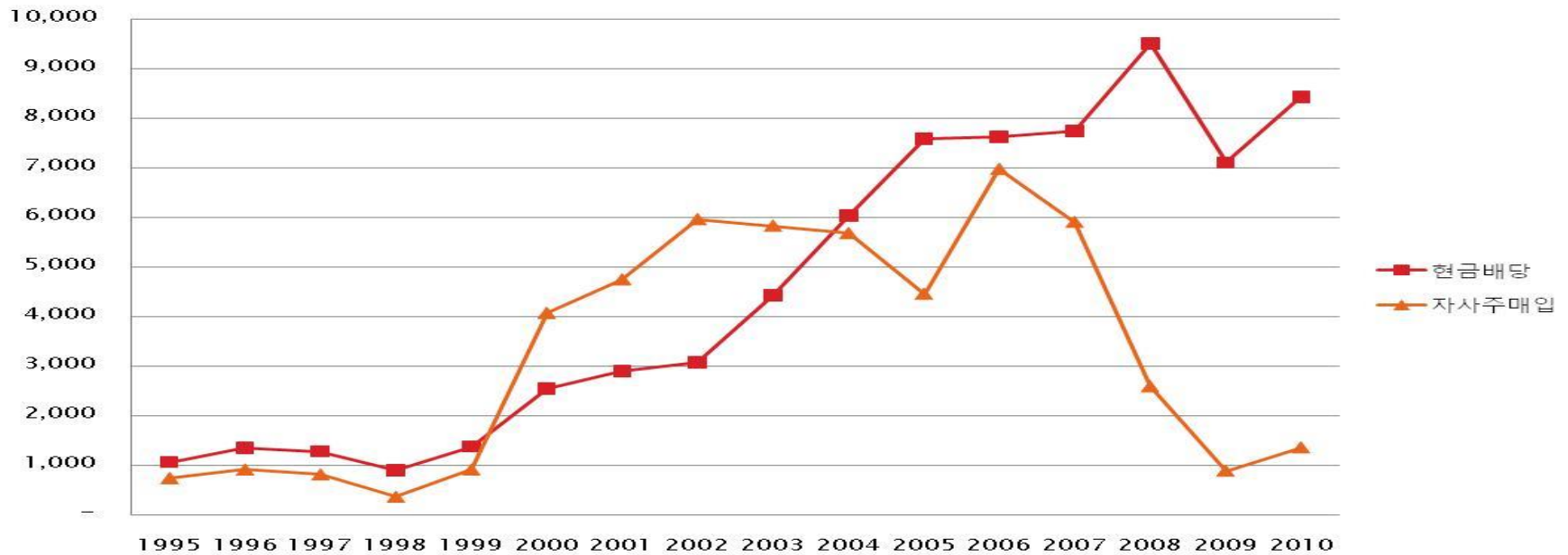
- ▶ 최근 수년간 정부와 주주들의 배당에 대한 관심증가
 - 주식시장에서 자본이득세와는 달리 배당에는 배당 소득세가 부과됨. 그럼에도 불구하고, 저금리, 저성장이 지속됨에 따라 배당지급기업과 배당소득에 대한 관심과 요구증가
 - 기업투자는 부진한 상태에서 기업의 유보이윤 증가만큼 기업의 가치가 증가하지 않음.
- ▶ 외국인 투자자는 기업에 대하여 높은 현금배당 요구
 - 외국인 투자자의 지분이 많은 기업은 배당성향이 높은 것으로 보고됨
- ▶ 최근 국민연금도 기업의 현금배당에 관심을 갖기 시작
 - 향후 연기금의 배당기업에 대한 관심은 증가할 수 있음
 - 120개 이상의 기업에서 최대주주 또는 2대주주인 국민연금의 배당요구를 주식시장이 무시하기는 어려움
- ▶ 재정수입확보를 위해 정부는 출자기업에 대한 현금배당 증가를 요구하고 있음.
 - 정부출자기업의 배당성향이 2020년 40%가 되도록 목표설정 (기획재정부, 2014)

우리나라 상장기업의 지급정책 현황 및 변화

- ▶ 상장기업의 주주들에 대한 지급정책(현금배당 + 자사주매입)은 2000년대 이후 증가하는 추세에 있음.
 - 상장기업 현금배당 총액이 2000년대 초반 4조-8조원에서 결산년 기준 2014년 14조, 2015년 18조로 현금배당 증가
 - 외국과 비교할 때 상장기업가운데 현금배당을 실시하는 기업의 비중은 70%로 높은 편임
 - 미국의 경우 현금배당만 하는 기업의 비중은 감소하고 있음 (Fama and French, 2001; Grullon & Michaely, 2003)
 - 미국의 경우 업력이 낮은 기업은 자사주매입을 선호하는 경향이 뚜렷함
 - 배당성향(현금배당금/당기순이익)은 약 15-20%이며 현금배당수익률(현금배당금/시가총액) 1%초반으로 높지 않음
 - 배당성향 선진국 49%, 신흥국 41% (이한득, 2012)
 - 자사주매입은 2000년대 초반 크게 증가하였으나 2000년대 후반 이후 감소
 - 2000-2004년간 자사주매입총액은 배당총액을 초과
 - 현금배당을 한 기업은 지속적으로 배당을 하는 경향이 있음 (고영경, 조성욱, 2012)



상장기업 지급정책 추이



국내 민간기업 및 정부출자기관 배당성향 비교

	민간기업												정부출자기관		
	유가증권상장			코스닥상장			비상장 외감대상기업			전 체					
	기업수	단순 평균	가중 평균	기업 수	단순 평균	가중 평균	기업수	단순 평균	가중 평균	기업 수	단순 평균	가중 평균	기업 수	단순 평균	가중 평균
2010	409	23.14	16.64	131	19.43	14.60	381	44.63	30.39	921	31.50	20.04	18	19.15	19.80
2011	463	24.02	14.12	176	20.19	15.67	452	41.07	30.04	1,091	30.47	17.87	21	18.66	20.22
2012	443	31.99	17.39	193	25.17	16.35	473	48.57	35.86	1,109	37.87	22.60	17	22.39	20.37
2013	419	58.38	16.24	207	33.48	18.27	499	248.38	36.25	1,125	138.07	21.43	19	24.44	24.19
2014	410	43.82	18.38	207	32.16	18.58	537	54.55	53.85	1,154	46.72	27.25	17	24.33	21.54

민간기업 : ① 유가증권 및 코스닥 상장기업 전체와 자산 1,000억 이상 비상장외감대상 기업

② 당기순이익이 발생하고 배당금을 지급한 기업

** 배당성향(단순평균)=기관별배당성향 총계/기관수, *** 배당성향(가중평균)=배당액 총계/당기순익 총계

**** 배당실행연도 기준(회계연도 + 1년),

자료: 기획재정부 (2014)



한국기업의 지급정책 지속 경향

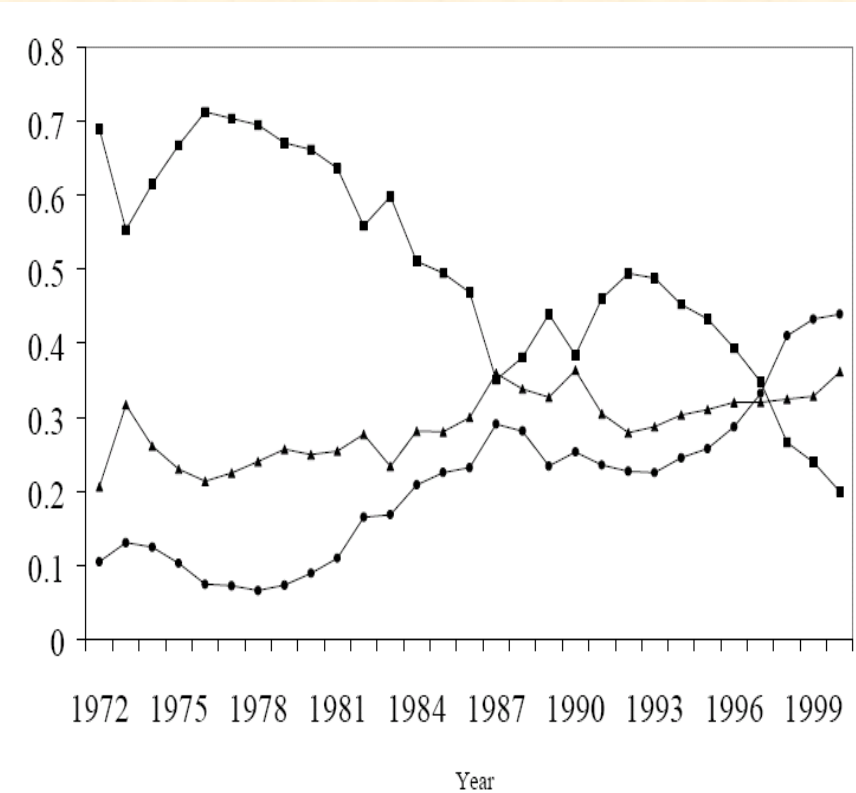
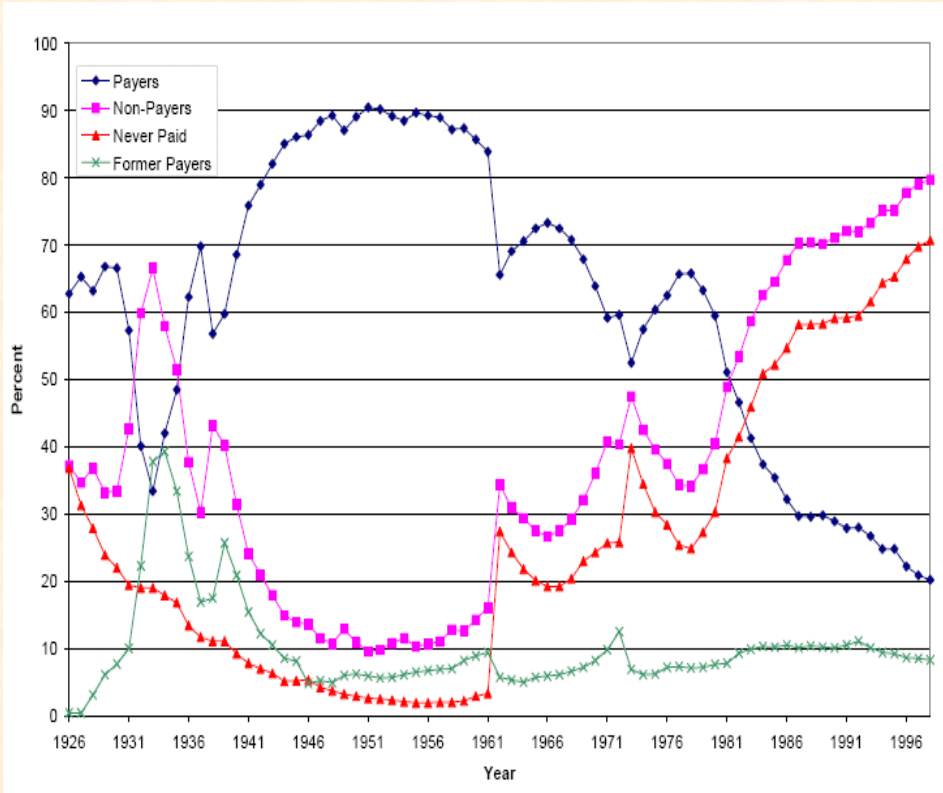
- ▶ 배당을 한 기업이 다음 기에 현금배당을 할 확률은 89%를 상회 (고영경 조성욱, 2012)
- ▶ 상장기업은 배당을 쉽게 변화시키지 않고, 배당을 감소 시키기보다는 증가시키려는 경향이 강함 (강소현, 김준석, 양진영, 2013)
 - 전기에 배당을 지급한 흑자기업은 적자로 전환하더라도 55%가 배당을 지급하고, 전기에 배당을 지급한 적자기업은 적자가 지속되더라도 58%가 배당을 지급
 - 순이익이 증가한 경우 67%의 기업이 배당을 증가시키는 반면, 순이익이 감소한 경우 51%만이 배당을 감소시킴
- ▶ 전기에 현금배당도 실시하지 않고 자사주매입도 실시하지 않은 기업이 그 다음해에 어느 지급정책도 택하지 않은 경우는 80.52%
 - 자사주매입을 한 기업이 다음 기에 자사주매입을 할 확률은 32%미만
 - 자사주 매입을 한 기업이 다음 기에 현금배당을 실시할 가능성은 90.9%
 - 지급정책을 택하지 않은 기업이 다음해에 지급정책을 택하는 경우 현금배당을 실시할 가능성이 자사주매입을 실시할 가능성보다 큼

Sub-groups	T				SUM
	CD=0, SR=0	CD=1, SR=0	CD=0, SR=1	CD=1, SR=1	
CD=0, SR=0	1963 80.52%	302 12.39%	87 3.57%	86 3.53%	2438 100%
CD=1, SR=0	447 10.04%	3311 74.34%	36 0.81%	660 14.82%	4454 100%
CD=0, SR=1	81 50.31%	45 27.95%	16 9.94%	19 11.80%	161 100%
CD=1, SR=1	97 7.92%	725 59.18%	14 1.14%	389 31.76%	1225 100%

기업의 전년도 배당정책을 주어진 것으로 보고 금기에 배당정책을 실시할 확률

출처; 고영경 조성욱(2012)

미국의 지급정책 추이



현금배당기업의 비중이 감소 (Fama & French, 2001)

자사주매입 기업의 비중이 증가 (Grullon & Michaely, 2003)



배당정책에 대한 기존의 연구

- ▶ 완전자본시장에서는 배당이 기업가치에 영향을 미치지 않음---

Irrelevance theory

- 거래비용 無, 정보비대칭 無, 기업의 투자정책은 배당정책에 영향을 받지 않는다는 가정하에서 성립
- 투자자는 homemade dividends를 통해 원하는 현금흐름을 창출할 수 있으므로, 기업의 배당정책이 기업에 대한 선호에 영향을 주지는 않음

- ▶ 현실에서는 기업의 배당에 대한 투자자의 선호에 영향을 미치는 요인 존재

- 투자자가 배당을 적게 하는 기업을 선호하는 요인
 - Personal Taxes,
 - 성장성이 높은 기업의 경우 외부자금조달 비용
- 투자자의 고배당 선호에 영향을 미치는 요인
 - 배당의 신호효과 -정보비대칭이 존재하는 경우 배당을 통해 미래 성과를 신호하는 기능
 - 대리인 비용 절감효과 -유휴현금흐름에 따른 비용을 감소
 - 불확실성해소효과
 - Clientele 효과



지배구조와 배당정책

- ▶ 배당정책과 지배구조의 관계는 주주보호의 결과라는 이론 (outcome)과 주주보호시스템이 취약한 경우 배당이 이를 대신한다는 이론 (substitution)이 존재
 - 주주보호가 취약한 경우 배당을 통해 자신의 가치를 시장에 알리고 성장 기회가 높은 기업이 향후 투자자원 조달시 유리한 조건으로 조달할 유인이 있음 (LLSV, 2000 JF)
- ▶ 배당정책에 대한 국가간 자료를 이용한 실증분석에서는 배당이 주주권리 보호의 결과라는 이론을 지지하는 것으로 나타남.
 - 주주보호가 적절한 경제에서 성장기회가 높지 않은 경우 기업의 자원을 주주에게 환원
 - 주주권리가 보호된 국가의 기업들 현금배당을 더 많이 지급함 (LLSV, 2000 JF)
 - 영미권 기업은 대륙법 지역 기업보다 배당을 더 많이 하고
 - 유럽의 기업집단 > 아시아 기업집단 (Lang & Faccio, 2001, AER)
 - Chae, Kim and Lee (2008)는 지배구조와 배당의 관계에서 자본조달의 필요성에 대한 고려가 필요함을 보임

지배구조와 배당정책--국내연구

- ▶ 한국기업에 대한 지배구조와 배당정책에 대한 실증 분석 결과
 - 소유구조가 배당에 영향을 미치는 것으로 나타남
 - 대주주의 지분율이 높은 기업에서 현금배당이 더 높음
 - 이와달리, 최종범·서정원(2005)은 23개국 비교에서 대주주 지분율이 현금배당에 영향이 없음을 보였음.
 - 외국인 지분율이 높은 기업에서 현금배당이 더 높음.
 - 다만, 수익성과 성장성이 좋은 기업에서는 외국인투자자 지분이 높은 경우 배당성향이 상대적으로 적음 (박경서, 이은정, 2006)
 - 재무적 투자자로서 참여한 외국인투자자 지분이 높을수록 배당 증가하는 반면 투자는 감소 (김아리, 조명현, 2008)
 - CG score가 높은 기업의 현금배당이 높음 (박광우, 2005)
 - 그러나, CG score의 개별 항목은 경영과실배분을 제외하고는 배당에 영향을 미치지 않음

자사주매입

▶ 자사주매입

- 미국에서는 현금배당보다 많이 사용되고 있음. 다른 국가에서는 작지만 증가하는 추세

▶ 자사주매입 효과

▪ 현금배당과의 공통점

- 기업가치 저평가에 대한 신호효과
- 미래 가치상승에 대한 신호효과
- 유휴현금흐름 낮추어 대리인문제완화

▪ 현금배당과의 차이점

- 내부자 인센티브/경영권보호와 관련
- 스톡옵션(Fenn & Liang 1997, Weisbenner 2000)
- M&A 위협에서 기업의 경영권보호 (Bagwell 1991, Billet and Xue 2007, Denis 1990)
- 내부자의 인센티브와 관련이 있는 경우 자사주매입이 기업가치에 미치는 영향은 그렇지 않은 경우보다 적을 수 있음



한국기업에서 자사주매입의 효과

- ▶ 한국기업의 자사주매입은 경영권방어와 관련된 경우가 많음.
 - 한국기업의 자사주매입은 이익소각이 아닌 경우도 빈번히 발생하고 있음.
 - 매입된 자사주는 기업의 경영권이 위협받는 경우 이를 제 3자에게 매각함으로써 경영권을 보호할 가능성
- ▶ 지배주주의 통제권이 큰 기업은 자사주매입을 자주 하지 않고, 규모도 작은 편임. 이런 기업의 자사주매입 공시가 있으면 주가는 상승함.
- ▶ 지배주주의 통제권이 작은 기업은 자사주매입을 자주 하고, 규모도 큰 편임. 그럼에도 불구하고 이런 기업의 자사주매입 공시가 있어도 주가는 상대적으로 적은 것으로 나타남.
- ▶ 자사주매입에 영향을 주는 요인들을 통제해도 경영권보호와 관련된 효과는 지속됨



자사주와 경영권 보호 사례



엔시소프트 vs. 넥슨

2012.6: 넥슨 (김정주) NC SOFT 주식 14.7% 취득

2014.10.8: 넥슨 엔시소프트 8,9000주 추가매입 (0.38%)으로

최대주주 변경됨 (15.08%). 단순투자목적

2015.1.27. 투자목적 변경 공시 → 경영참여

2015.2.17. 엔시소프트 자사주 195만주 (8.93%) 처분결정

넷마블게임즈에 매각. 김택진의결권 확보 18.88%

(본인지분 9.98% + 자사주 지분 8.9%)

자사주는 의결권이 없지만,
우호적인 제 3자를 확보해
자사주를 매각하면
의결권이 살아난다

삼성물산 vs. 엘리엇트

2015.5. 삼성물산과 제일모직 합병 발표

2015.6.4. 삼성물산 주식 7.12% 보유한 엘리엇트 합병반대

2015.6.10. 삼성물산 자사주 (899만주 5.76%) KCC 매각,

우호지분 증가 (13.99%에서 19.75%)

2015.7.17. 삼성물산 주주총회 — 합병안통과



SRR: 자사주매입비중
(지분율기준)

자사주매입공시에 대한 시장반응

SRR	0.402 (4.95)	***	0.406 (4.98)	***	0.416 (5.11)	***	0.420 (5.15)	***
EXRET	-5.273 (-3.92)	***	-5.270 (-3.92)	***	-5.068 (-3.76)	***	-5.354 (-3.98)	***
STD_RET	0.402 (0.99)		0.436 (1.07)		0.462 (1.14)		0.446 (1.1)	
Firm_Size	-0.719 (-2.92)	***	-0.545 (-1.81)	*	-0.288 (-0.81)		-0.282 (-0.8)	
Cash	-0.036 (-1.13)		-0.036 (-1.12)		-0.027 (-0.86)		-0.030 (-0.94)	
Cash flow	0.089 (2.22)	**	0.087 (2.17)	**	0.088 (2.17)	**	0.084 (2.06)	**
Debt_Asset	-0.690 (-0.28)		-0.507 (-0.21)		-0.532 (-0.21)		-0.221 (-0.09)	
MTB	-1.492 (-2.63)	***	-1.512 (-2.66)	***	-1.390 (-2.37)	**	-1.280 (-2.17)	**
Payout ratio	-0.009 (-1.24)		-0.009 (-1.19)		-0.009 (-1.21)		-0.010 (-1.3)	
Chaebol dummy			-0.010 (-1)		-0.006 (-0.64)		-0.015 (-1.42)	
Foreign_Own					-0.009 (-0.28)		-0.009 (-0.26)	
CS_own					0.567 (2.43)	**		
CS_control							0.515 (2.44)	**



주주환원정책 (현금배당 및 자사주매입)과 주주가치

- ▶ 현금 배당 및 자사주매입이 주주가치를 제고하는 지에 대해서는 보다 면밀한 분석이 필요
- ▶ 일반적으로 높은 현금배당은 주주가치를 높일 수 있는 것으로 보임.
 - 대주주와 외국인 지분율이 높은 기업의 고배당의 효과에 대해서는 추가적인 분석이 필요
 - 수익성 기업의 유휴현금흐름, 미래성장기회 등을 고려할 필요
- ▶ 기존 대주주 또는 경영진의 경영권보호를 목적으로 하는 자사주매입은 주주가치를 제고하는데 한계가 있음.
 - 지배주주의 통제권이 작은 기업의 자사주매입 공시가 있어도 주가는 상대적으로 적은 것으로 나타남.

감사합니다

