

| 대외세미나 |

배당정책 관련 연기금의 역할과 과제

일시 2014년 11월 21일(금) 오전 10:00 ~ 12:00
장소 전경련회관 컨퍼런스센터 3층 에메랄드룸

한국경제연구원 대외세미나

배당정책 관련 연기금의 역할과 과제

- 일시: 2014년 11월 21일(금) 오전 10:00 ~ 12:00
- 장소: 전경련회관 컨퍼런스센터 3층 에메랄드룸

■ PROGRAM ■

시 간	내 용	
09:30~10:00	등 록	
10:00~10:10	개회사	권태신 (한국경제연구원 원장)
10:10~10:40	주제 발표	“배당정책 관련 연기금의 역할과 과제” 발표 : 신정순 (이화여대 경영학과 교수)
10:40~11:50	종합 토론	사회 : 조동근 (명지대 경제학과 교수) 토론 : 김현종 (한국경제연구원 연구위원) 토론 : 전삼현 (숭실대 법학과 교수) 토론 : 정무권 (국민대 경영학부 교수) 토론 : 조성봉 (숭실대 경제학과 교수)
11:50~12:00	폐 회	

주제발표

배당정책 관련 연기금의 역할과 과제

신정순 (이화여대 경영학과 교수)



배당정책 관련 연기금의 역할과 과제

신 정 순

목 차

- 배당정책의 의의 및 이론들
- 한국기업의 배당정책에 대한 비판에 대한 논거
 - 한국 기업의 배당 현황
 - 한국 기업의 현금 자산 보유 추이
 - 각국의 배당 성향 비교
 - 자사주 매입 및 소각 정책
- 한국 정부의 배당 촉진 정책 발표
- 국내 기업 낮은 배당성향의 원인
 - 한국의 산업구조
 - 이익과 현금 창출력의 집중화
 - 다양한 'risk appetite'을 가진 금융구조 미분화
- 연기금의 적극적 의결권 행사의 문제점
- 결론 및 제언

배당정책의 의의 및 이론

3

배당정책의 의의 및 목표

- 배당정책

기업이 벌어들인 이익을 주주에게 줄 배당금(주주가 제공한 자본을 사용한 대가)과 회사에 남겨둘 유보이익(미래의 투자를 위하여 필요한 자금의 원천)으로 나누는 재무적 의사결정

- 배당정책의 목표

기업의 성장을 위해서는 이익을 유보하여 재투자하는 것이 바람직하지만, 주주의 입장에서는 배당도 중요하므로 유보이익과 배당을 잘 조화시켜 기업가치를 극대화하는 배당수준을 결정하는 것이 중요

배당정책 관련 세가지 논의

- 배당정책은 기업가치와 관계가 없다

주주가 기업의 소유주이기 때문에 이익을 사내에 유보하거나

현금으로 주주의 수중에 넣어두거나 차이가 없다

- 배당이 기업가치에 유리한 영향을 준다

사내에 유보시킨 이익은 미래에 재투자하는데 사용될 것인데 미래의 재투자 성과는

불확실하므로 주주의 수중에 있는 현금을 더 높게 평가

- 배당이 기업가치에 불리한 영향을 준다

자본이득에 대한 세율보다 배당소득에 대한 세율이 더 높으면 배당이 오히려 불리

배당정책은 기업가치와 관계가 없다

- Miller & Modigliani 배당무관련이론 (Irrelevance Theory of Dividend)

자본시장이 완전하다는 가정 하에 배당정책은 기업가치와 관계가 없다(1961)

- Homemade dividends

기업이 어떤 배당정책을 선택하든지 간에 기업가치는 변화가 없으며,

주주들 또한 시장에서 주식의 매입과 매각이 자유로운 한,

기업의 배당정책과 관계없이 원하는 소비행태를 달성

배당이 기업가치를 떨어뜨리는 요인들

- 거래비용
 - 현금배당으로 인해 새로운 투자에 필요한 자금이 부족하게 되면, 사채를 발행하거나, 은행에서 차입을 하거나 혹은 신주를 발행해야 한다.
 - 어느 경우이든, 외부로부터의 자금조달은 거래비용을 초래
 - 특히 신주로 자금조달시 발행비용(flotation cost)이 크게 발생함

- 세금
 - 배당소득세(income tax)와 자본이득세(capital gain tax)가 같다면, 세금만을 고려한 배당정책은 별 문제가 없을 수도 있으나, 대부분의 나라에서는 세율이 다르다. 특히, 한국의 경우 자본이득은 과세 대상이 아닌 반면 배당소득에 대해서는 15% 세율 적용. 금융소득종합과세 측면에서 배당을 더욱 회피

배당이 기업가치를 높이는 요인들

- 대리비용

대리인비용을 줄이기 위해서 배당을 가급적 증가시켜 free cash flow를 줄임

- 정보효과

배당을 지급하거나 증가시킬 때 시장에 긍정적인 시그널을 보내는 효과로 인해 주가가 상승

- 현재수입의 선호

투자자들은 미래의 수입보다 현재의 수입을 선호

원하는 소비를 위해서 매번 주식을 처분하기란 용이하지 않고 거래비용도 발생

상쇄이론: 고객효과와 배당안정정책

- 두 방향의 요인들이 상쇄될 수 있는 견해: 고객효과
 - 주주는 각기 자신의 선호를 만족시킬 수 있는 배당성향을 가진 주식에 투자
 - 생활을 위해 정기적으로 현금이 필요하거나 한계세율이 낮은 투자자들은 고배당주에 투자
 - 미래의 주가상승을 기대하거나 한계세율이 높은 투자자들은 저배당주에 투자
 - 고객효과의 의미
 - 배당정책과 기업가치의 무관련성을 뒷받침하는 근거
 - 배당정책의 변경을 어렵게 만든다.
- 기존의 주주들은 그 기업의 현재의 배당정책을 선호해서 그 기업에 투자한 것이다.

배당안정정책(Dividend smoothing)

- 대부분의 기업들의 이익이 변동할지라도 배당은 이와 관계없이 안정시키려고 한다.
- 이익의 일시적인 증가만으로 배당을 변경시키지 않고
이익의 증가가 미래에도 지속될 것이라는 판단이 내려
졌을 때 비로소 배당금을 증가 (ex, 삼성전자)

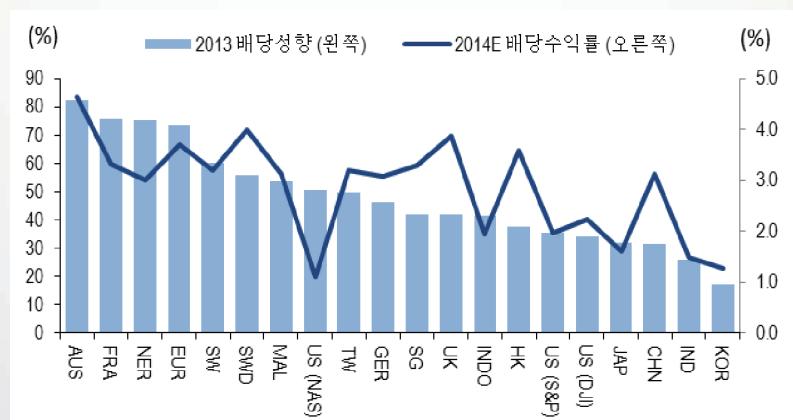
한국기업의 배당정책에 대한 비판에 대한 논거

11

낮은 배당성향 및 배당수익률

- 한국기업의 배당성향 및 배당수익률은 주요국 대비 크게 낮은 편임

각 국 배당성향 및 배당수익률 비교



참고: 배당성향 = 배당지급액 / 순이익(%) 배당수익률 = 주당배당 / 주가(%)

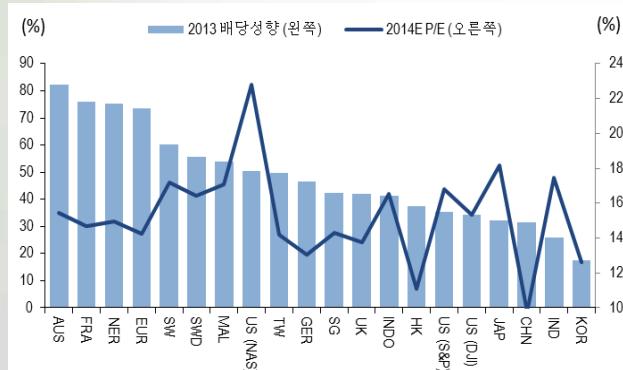
자료: Bloomberg

12

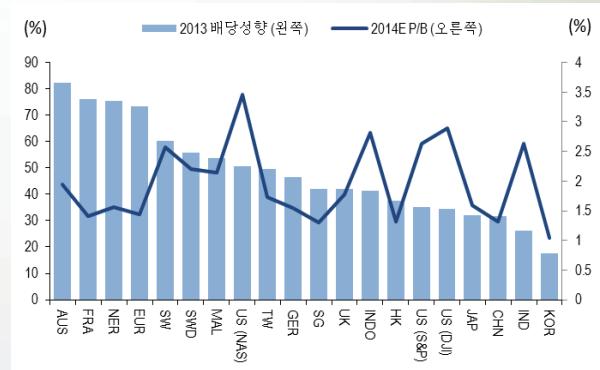
낮은 배당성향 과 낮은 valuation

- 낮은 배당성향은 기업지배구조 문제와 함께 한국 증시의 낮은 valuation을 설명하는 주요한 이유로 등장함

배당성향 vs P/E



배당성향 vs P/B



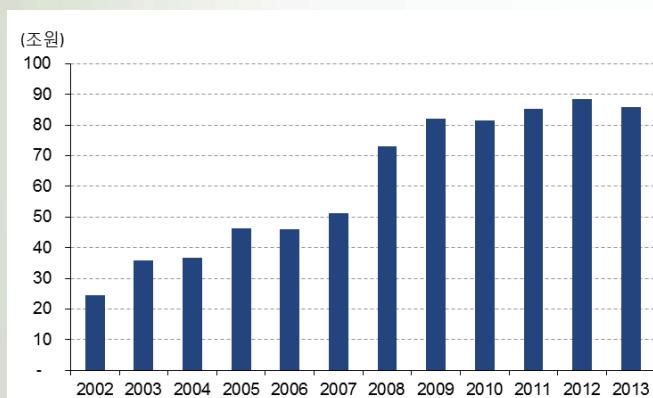
자료: Bloomberg

13

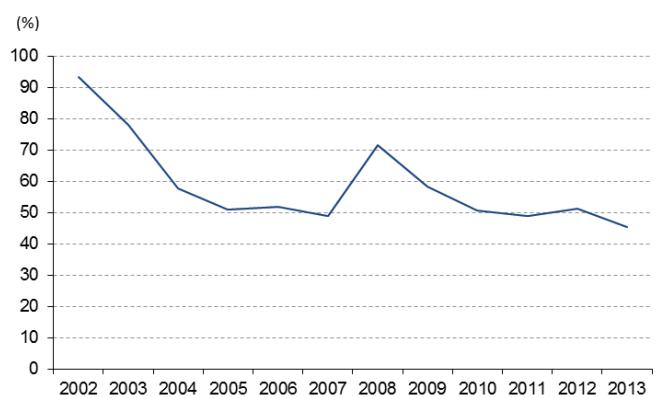
배당지급을 위한 여력

- 주요 기업의 현금성 자산은 2008년 이후로 증가하다 주축인 상태
- 순부채 비율도 하향 안정화 추세임

상위 100대 기업 현금성 자산 추이



상위 100대 기업 순부채 비율 추이



참고: *KOSPI200 기업 중 금융업 및 2002년 이후 연결재무제표가 유효한 기업 100개 기준
상위3개사 및 10개사는 2014년 10월 31일 시가총액 기준으로 선정

자료: Quantwise

14

배당성향의 추이

- 그럼에도 불구하고 배당은 크게 늘지 않아 배당성향은 전체적으로 하락하고 있는 추세임

상위100대 기업 현금배당액 및 배당성향 추이



참고: *KOSPI200 기업 중 금융업 및 2002년 이후 연결재무제표가 유효한 기업 100개 기준
상위3개사 및 10개사는 2014년 10월 31일 시가총액 기준으로 선정

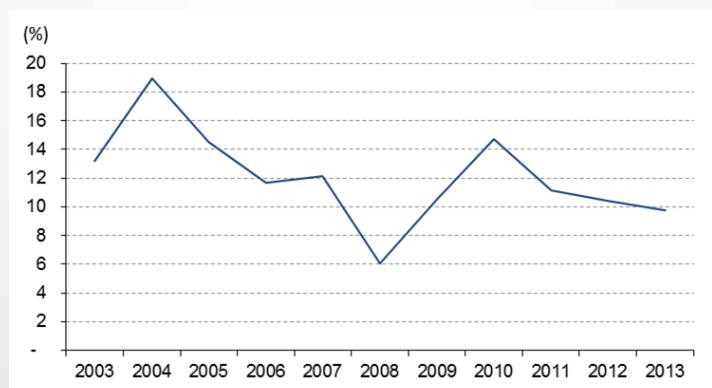
자료: Quantwise

15

ROE 추이

- 기업 이익의 성장률이 떨어지고 ROE가 떨어지고 있는 추세
- 미래 투자를 위해 내부유보금을 유지해야 한다는 논리에 따르면
ROE가 투자자의 요구수익률을 초과하는 수준의 수익률을 올려야 됨.
점차 설득력이 떨어짐.

ROE 추이



참고: *KOSPI200 기업 중 금융업 및 2002년 이후 연결재무제표가 유효한 기업 100개 기준
상위3개사 및 10개사는 2014년 10월 31일 시가총액 기준으로 선정

자료: Quantwise

16

자사주 매입

- 배당의 대안인 자사주 매입의 경우,
- 다른 국가에서 대부분의 자사주 매입이 소각으로 이어져 실질적인 주주 가치의 증가로 시현되는 반면
- 한국기업의 경우 자사주 매입 후 단순 지분 보유로 남아 있는 경우가 많아 대주주 경영권 방어에만 도움을 줄 뿐, 주주 가치 증가로 이어지지 않는다는 지적이 있음

17

정부의 배당 촉진책

- 경제가 고도성장기에서 성숙기로 변환되면서 적정 배당 등을 통해 기업이익을 주주와 공유하는 선순환 구조 형성이 필요
- 배당 확대 -> 가계소득 / 민간소비의 확대 -> 기업 수익성 개선 / 투자확대의 선순환 구조 목표
- Penalty tax. 일정 규모를 상회하는 기업 (자기자본 500억원 초과 기업)은 임금 인상분, 투자, 배당을 제외한 잉여 이익유보금에 대해 추가적 세금 (단일세율 10%)을 부과한다는 방침을 발표.
- 연기금 배당관련 주주권 행사 강화. 최근 자본시장법 시행령 개정안을 입법 예고. 연기금이 보다 자유롭게 배당관련 주주권을 행사할 수 있도록 함. 기존에는 연기금이 기업 배당결정에 영향을 미칠 경우 경영참여 목적의 투자로 취급되어 단기매매차익 반환의무 및 지분변동공시 특례 배제 등 각종 규제의 대상이 됨. 앞으로는 배당정책에 관여하더라도 경영참여 목적이 아닌 것으로 간주.
- 배당결정내역 주총 보고. 상법 상 이사회가 배당결의. 그러나 이사회의 배당 결정 내역에 대한 주총 보고를 의무화하여 배당에 대한 주주 통제 강화

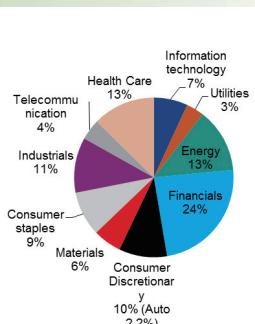
18

국내 기업 낮은 배당성향의 원인

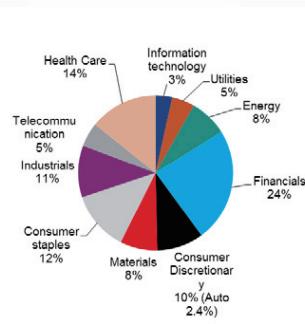
19

한국은 기술, 자동차, 산업재 산업 기여도 높음

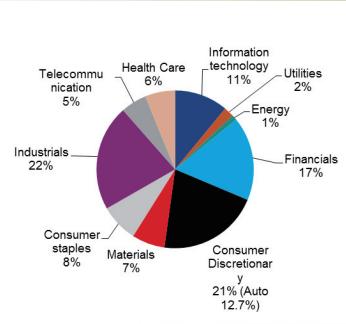
NYSE



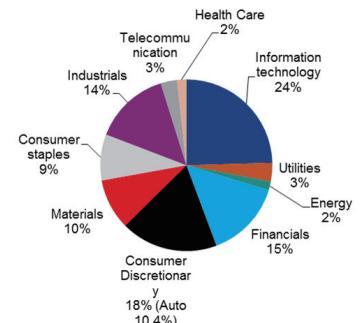
BBG Euro500



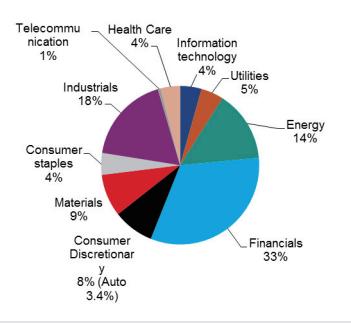
TOPIX



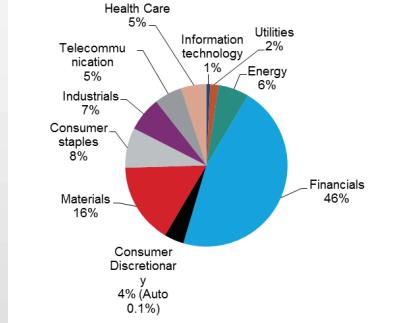
KOSPI



Shanghai Composite



ASX200

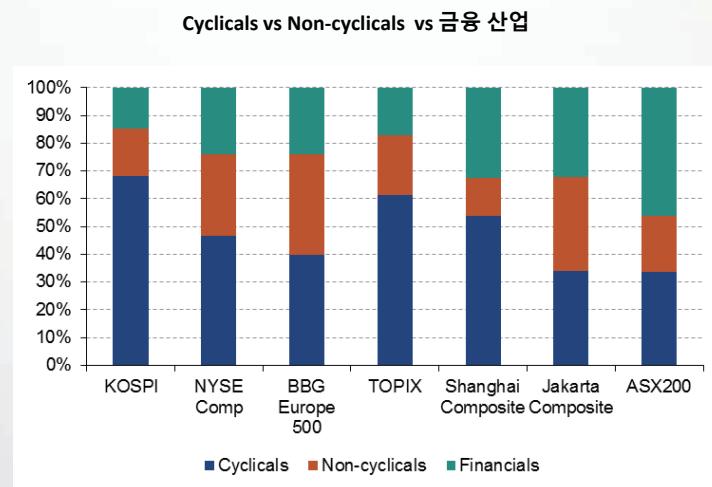


20

자료: Bloomberg

한국 산업 구조는 높은 경기 민감도를 보여 주고 있음

- 한국은 세계 경기에 매우 민감한 산업 구조를 보여 주고 있음.
- Non-cyclicals 산업이 이익의 가시성, 유지가능성이 뛰어나 이를 바탕으로 높은 배당성향을 보인다는 것을 감안하면 산업 구조의 차이점을 무시한 배당 성향의 단순 비교는 적절치 않음.



참고: GICS 산업분류 기준

Cyclicals은 information & technology, energy, consumer discretionary, materials, industrials 합계. Non-cyclicals은 utilities, consumer staple, telecommunication, health care 합계임

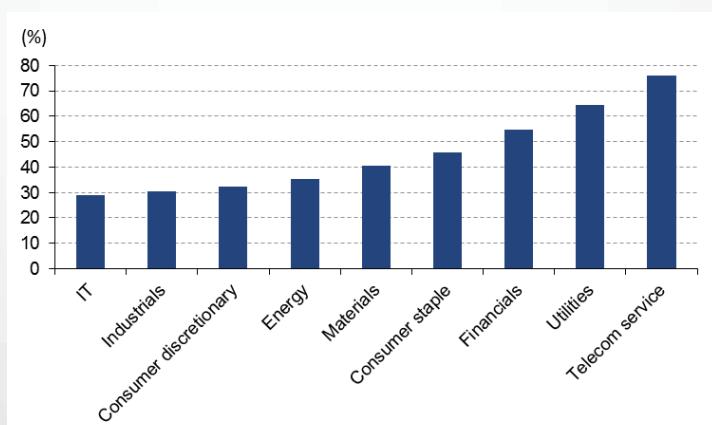
자료: Bloomberg

21

산업별 배당 성향

- 이익의 유지가능성, 가시성이 높은 산업일수록 배당성향이 높음

미국 S&P500 지수 산업별 배당성향



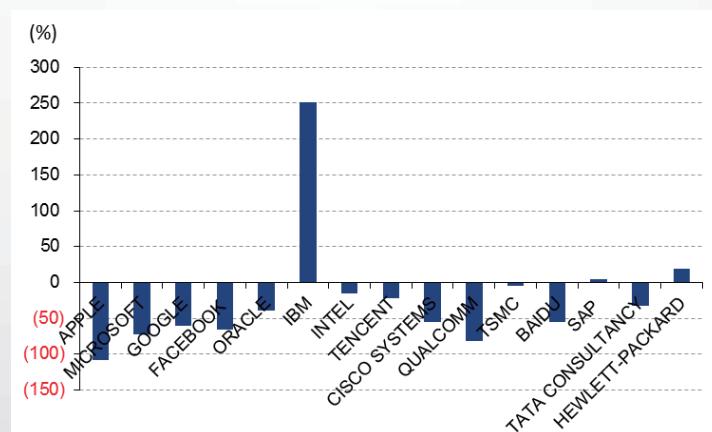
자료: Bloomberg

22

Technology 기업들의 높은 현금 보유 성향

- 전세계 technology 기업들 중 시가총액이 USD5bn이 넘는 기업 142개 중 97개 기업이 순현금 상태임
- 순부채 상태인 45개 기업의 평균 순부채 비율도 81%로 매우 낮음. 높은 유동성을 유지하고 있는 동기는 무엇인가?

전세계 technology 산업 시가총액 기준 상위 15개사
순부채 비율



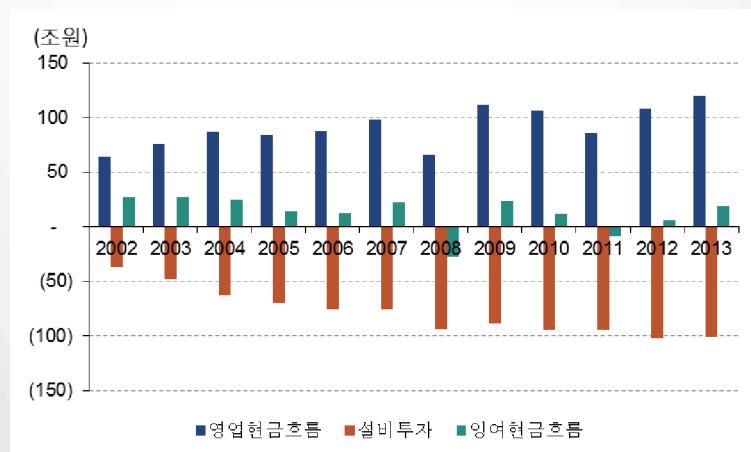
자료: Bloomberg

23

이익과 현금 창출력의 집중화

- 상위 100개 기업*의 영업현금흐름은 개선되고 있는 것으로 나타나며
- 잉여현금흐름도 꾸준히 창출되고 있다고 보임, But..

상위 100대 기업* 잉여현금흐름 추이



참고: KOSPI200 기업 중 금융업 및 2002년 이후 연결재무제표가 유효한 기업 100개 기준

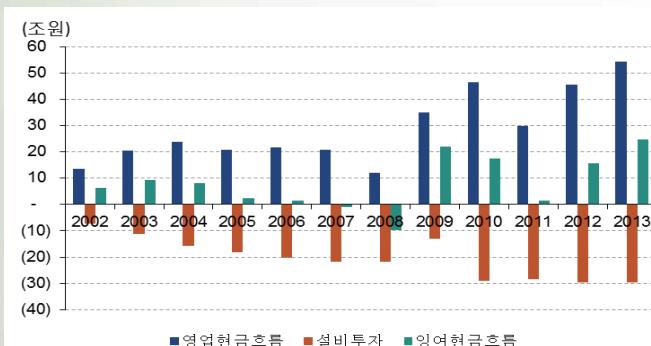
자료: Quantwise

24

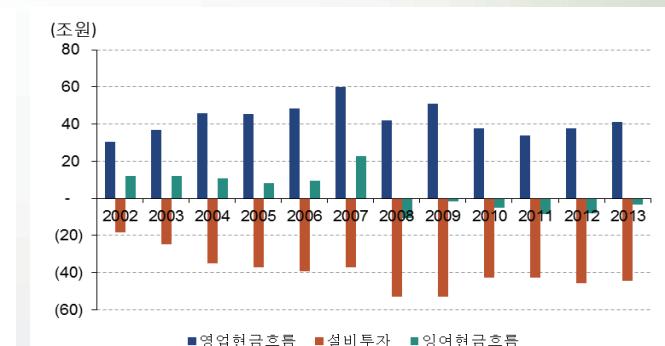
이익과 현금 창출력의 집중화

- 그러나 이는 주로 상위 3개사 실적으로 나타나는 착시현상임
- 상위 10개사를 제외하고 잉여현금흐름을 보면, 최근 몇 년간 영업 현금흐름이 악화되고 있으며 이에 따라 잉여현금흐름도 마이너스 상태임
- 상위 10개사를 제외하고는 실질적으로 배당을 줄 여력이 없음

상위 3개사 잉여현금흐름 추이



상위 10개사 제외 잉여현금흐름 추이



참고: KOSPI200 기업 중 금융업 및 2002년 이후 연결재무제표가 유효한 기업 100개 기준

상위 3개사 및 10개사는 2014년 10월 31일 시가총액 기준으로 선정

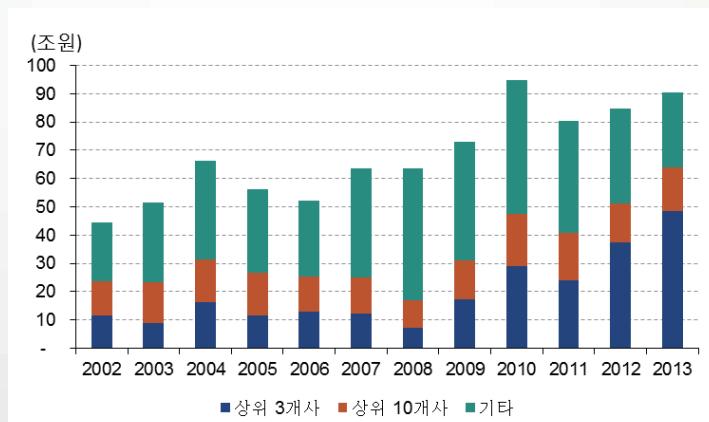
자료: Quantwise

25

이익과 현금 창출력의 집중화

- 상위 3개사 및 상위 10개사의 영업이익 기여도는 지속적으로 올라 2013년 기준 각각 48%, 63%에 육박함 (vs 2002년 각각 12%, 24%)

상위 100대 기업 영업이익 추이



참고: KOSPI200 기업 중 금융업 및 2002년 이후 연결재무제표가 유효한 기업 100개 기준

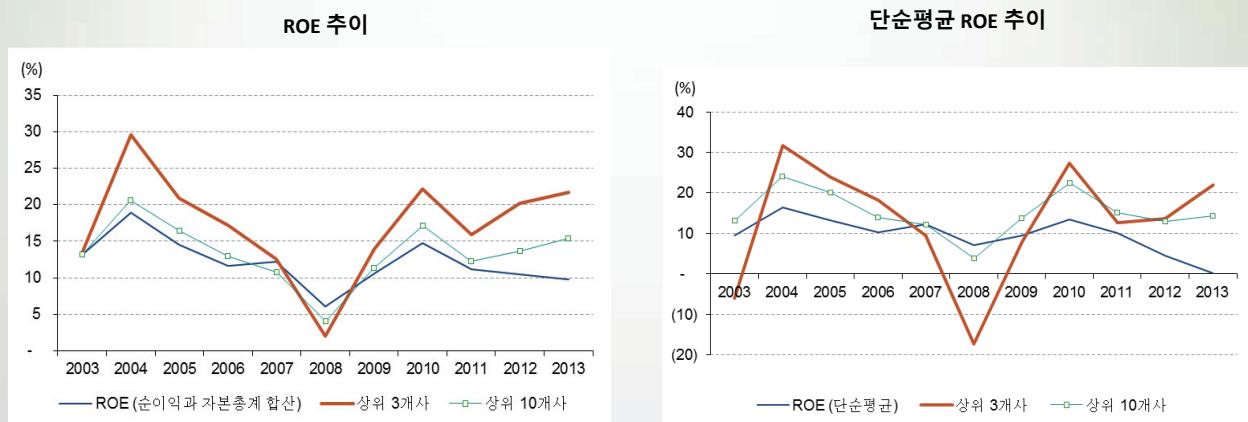
상위 3개사 및 10개사는 2014년 10월 31일 시가총액 기준으로 선정

자료: Quantwise

26

이익과 현금 창출력의 집중화

- ROE 또한 상위 3개사를 제외하는 경우 오히려 하락하고 있음.
- 기업들의 ROE를 단순평균하는 계산할 경우, ROE는 더욱 더 크게 하락하여 일부 기업을 제외한 기업들의 수익성은 빠르게 악화되고 있는 것을 보여줌.
- 배당여력이 있는 상위 3개사 및 10개사의 ROE는 증가추세



참고: KOSPI200 기업 중 금융업 및 2002년 이후 연결재무제표가 유효한 기업 100개 기준

상위 3개사 및 10개사는 2014년 10월 31일 시가총액 기준으로 선정

자료: Quantwise

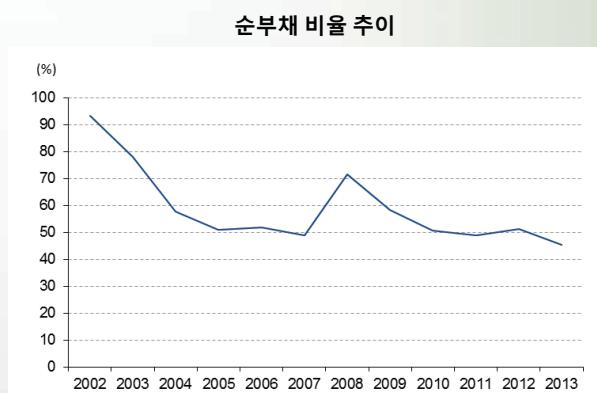
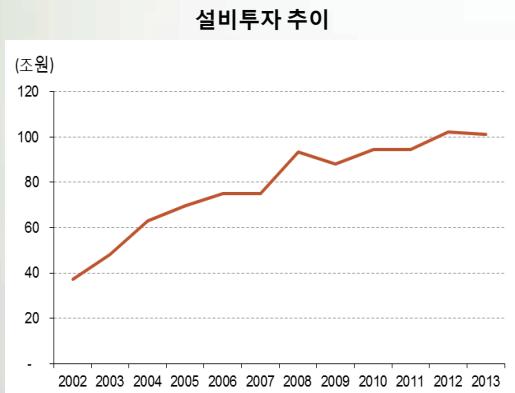
27

세금관련 배당회피성향

- 한국은 배당소득에 대해서는 과세하는 반면, 자본이득에 대해서는 면세
- 배당에 대해서는 15.4%의 배당소득세를 원천징수하고,
추가로 금융소득종합과세 대상 시 최대 38%의 세율이 적용가능

설비투자의 완만한 증가

- 설비투자는 증가하고 순부채비율은 하향 안정화 되고 있음
- 이는 국내 기업들이 부채비율을 엄격하게 관리하고 있으며, 유상증자 금액이 매우 미미한 점을 볼 때 주식을 통해 자금을 조달하기 보다 이익을 유보하여 비율을 조정하는 것으로 보임(출처: 강소현, 김준석, 양진영 - 자본시장연구원)



다양한 'risk appetite'을 가진 금융구조 미분화

- 한국은 환율 등 외부 충격에 민감한 산업 구조를 가졌으며 지난 15년간 Asia Crisis, credit card crisis, financial crisis 등 여러 차례 경영환경 급변을 경험함.
- 반면 우리나라 금융 산업은 그 규모는 지속적으로 확대되었음에도 불구하고, 다양한 risk appetite를 가진 금융 구조의 질적인 다변화가 이루어 지지 않았음.
- Risk를 manage하는 금융회사는 없고 Risk를 avoid하는 현실
- 다변화된 금융 시스템의 부족과 이에 대한 불신은 기업들로 하여금 보수적인 현금관리를 하게 하는 매우 큰 요인으로 판단됨.

개선방향

- 여러 보고서를 종합해보면

- 배당소득세율 조정을 통한 배당선호도 제고 (ex: 금융종합 소득과세 시 분리과세)
- 배당주 인덱스를 새로 개발하여 배당주에 대한 수요와 관심을 높임
- 주주 의결권 행사 강화
- 특히 연기금을 통한 적극적 주주권 행사(?)

연기금의 적극적 의결권행사의 문제점

- 배당정책은 기업의 고유적 재무의사결정: 지나친 경영간섭우려
- 전술한 바와 같이, 이론적으로 고배당, 저배당의 절대적인 기준은 존재하지 않고, 더군다나 옳고 그름의 문제가 아님
- 배당확대정책이 옳은 방향인가?
 - 기업의 배당수준은 산업별로 상이하여 기업별로 적정한 배당을 찾기란 무리
 - 산업별 평균을 기준으로 적정배당?
 - 같은 산업 내에서도 기업의 수익성, 재무건전성 등 처한 여건이 상이(삼성전자 VS 기타IT)
 - 상위10대 기업을 제외하면 배당을 확대할 여력이 없고, 상위10대 기업도 shaky한 상태임

배당을 확대할만한, 영구적 이익을 창출하고 안정적이며 미래현금흐름을 개선시킬 먹거리발굴이 시급하지 인위적인 변화는 기업에게 큰 부담으로 작용

연기금의 적극적 의결권행사의 문제점

- 연기금이 적극적 의결권을 행사하기 위해서는 독립성 확보가 선결과제, 하지만..
- 이번 배당관련 의결권행사 문제도 결국 기업소득 환류 정책의 일환으로 정부의 경제정책에 따라 연기금이 동원된 느낌
- 기업의 고유한 의사결정에 영향을 미치는 것은 기업에게는 큰 부담이고 향후 좋지 않은 선례
- 정부재정의 만성적 적자, 심각한 개인부채를 고려할 때 그나마 여력이 있는 마지막 남은 주요한 경제주체인 기업도 같은 처지로 내모는 조치
- 사실, 배당에 있어서 문제가 되는 점은 저배당이 아니라 사적인 이해에 따라 이익에 비해 과도한 배당을 하는 것이 오히려 문제
(EX: SC은행, 적자 1조원 배당추진, 비상장기업의 과배당)

연기금의 적극적 의결권행사의 문제점

- 외국연기금의 경우 적극적으로 의결권을 행사하는 경우는 대체로 자국의 시가총액에서 차지하는 비율이 1%내외로, 그 영향력이 국내 연기금과는 성격이 다름
- 시가총액 대비 5% 내외의 비중을 차지하는 일본의 공적 연금기금이(GRIF) 그나마 유사한데 민간부문의 기업경영에 영향을 주지 않도록 적극적인 주주권 행사를 하지 않고 있다.
- GRIF는 의결권을 아예 외부 자산 운용사에 위임
- 현재, 검토되고 있는 주주권행사 실행방안 중 하나는 주주관여(engagement)의 일환으로 경영진과의 사적 대화를 통해 자발적인 배당확대를 유도: 우리나라의 정서상 효과성에 의문

결론 및 제언

- 배당성향이 낮고 높음은 원인이 있고 선악의 관점은 무리
- 결국, 기업가치 극대화를 위한 최적배당이라는 관점에서 의사결정
- 배당확대를 위해서는 안정적이고 가시적인 이익창출을 위한 경영환경조성이 중요
- 배당확대를 위한 연기금의 구체적인 실행방안(예: 적극적 주주 행사권)은 배당정책 이외에도 기업의 고유 경영의사결정에 관여하는 단초

종합토론

토 론 문

김현종 (한국경제연구원 연구위원)

- 경제활성화가 지연되면서 조급해진 정부로서는 각종 긴급처방을 정책에 반영하려 모색하고 있다. 그러한 심정을 이해 못하는 것은 아니지만, 이럴 때 일수록 신중하게 검토하여 선부른 방식으로 인해 우리의 경쟁력과 강점을 잃어버리는 우를 범해서는 안 될 것이다.
- 발제자의 설명처럼 한국의 배당성향과 배당수익률이 낮은 데에는 산업구조, 기업 이익률, 세제 등 다양한 요인이 작용하고 있다. 산업구조 (IT와 제조업 등 수익변동이 심한 산업의 비중이 높은 구조), 수익률의 하락추세 (상위10사에 대한 착시현상과 실제 배당여력의 부족현상), 자본이득세의 부재 (배당소득에 대한 과세, 자본이득세는 면세) 등을 지적된 바처럼 우리나라 배당성향을 상대적으로 낮게 만든 제도적 요인이다.
- 발제자의 설명외에도 우리가 고려해야 할 사항이 있으며 이에 대해 추가하고자 한다. 한국 기업의 투자성향은 서구 선진국에 비해 상당히 높은 것이 특징이다.¹⁾ 이러한 높은 투자성향은 국내총투자율 비교에서도 확인할 수 있는데, 2012년 한국의 국내총투자율은 30.8%였다. 2012년의 총투자율은 미국이 18.9%, 독일이 17.1%였고 유로지역도 18.6% 수준이다. 아시아 경쟁국가들의 총투자율은 서구 선진국보다 높은데, 일본은 20.2%, 대만이 19.2%수준이다.
- 총투자율이 높은 국가들은 대체로 배당성향이 상대적으로 낮은 경향을 보여준다.²⁾ 2012년 배당성향은 독일이 47%, 미국이 38%, 일본이 34%로 나타났는데, 한국의 경우 22%로 선진국 대비 매우 낮다. 투자율이 높을 수록 배당성향이 낮아진다는 또 다른 사례는 중국기업들이다. 2012년도

1) 국내총투자율 국가별 비교는 한국은행 통계자료 참조.

2) 국가별 상장기업 배당성향 자료는 강소현 김준석 양진영(2012)이 인용한 이한득(2012)의 자료를 참조.

중국 상장사의 배당성향은 18%에 불과하지만, 중국의 2012년 총투자율은 47.8%에 이르고 있다. 이러한 통계들은 국내 총투자율과 배당성향간 역의 상관관계가 존재하고 있음을 의미한다.

- 역사적으로도 한국에서는 외환위기 이후 배당성향이 증가했다. 그러나 외환위기 이후 기업의 투자율은 감소한 추세를 보여줬다. 기업의 투자재원으로 활용하지 않고 배당으로 지급하는 것이 더 적절한지에 대해서는 보다 논의되어야 할 사항이라고 생각한다.
- 다음으로는 적정 배당성향과 적정 배당수익률이 존재할 수 있는지에 대해 논의해야 할 필요가 있다. 기업 스스로도 결정하기 어려운 부분인데 이를 연기금이 일률적으로 계산하는 것이 가능한지 의문의 여지가 있다. 적정수준을 판단하기 위해서는 해당 산업의 특성, 우리나라 세계상의 요인, 투자율에 대한 영향 및 글로벌 불확실성 등 다양한 사항을 모두 고려해야 한다. 그러한 고려에서 나타난 결과가 현재 기업들의 배당성향인데, 과연 이를 어떻게 일률적으로 적용하려하는지 재고해 봐야 할 것이다.

토 론 문

전삼현 (숭실대 법학과 교수)

I. 문제제기

정부는 연기금이 배당관련 주주권행사에 대한 특례를 인정하여 어떠한 제약도 받지 않고 배당에 관한 의사결정을 할 수 있도록 자본시장법을 개정하고자 하고 있다.

연기금이 기업에 투자한 경우 주주로서의 지위를 획득하는 것은 사실이다. 그러나 연기금이 정부로부터 독립되어 있지 못한 우리 현실을 감안하여 볼 때에 연기금의 주주권행사는 민간기업의 공기업화와 관치경제의 심화를 통한 “대한민국의 전체주의화”에 대한 우려감을 낳고 있다.

이는 헌법 제126조에서 “국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요로 인하여 법률이 정하는 경우를 제외하고는, 사영기업을 국유 또는 공유로 이전하거나 그 경영을 통제 또는 관리할 수 없다.”는 규정에 정면 배치될 수 있다는 점에서 위헌 논란의 여지도 있다.

문제는 이러한 연기금의 주주권행사가 근본적인 민간기업의 공기업화라는 위험성을 안고 있음에도 불구하고, 정부가 자본시장법을 개정하여 연기금에게만 강력한 주주권 행사를 가능하게 하고자 하고 있다는 점이다.

주된 내용은 연기금이 기업의 배당정책에 사실상의 영향력을 미칠 경우 경영참여목적으로 간주되어 지분변동공시 특례, 단기매매차익 반환 예외 등을 적용 받지 못하게 되어 있는 현행규정을 개정하여 연기금이 기업의 배당 결정에 사실상의 영향력을 미치더라도 경영참여목적이 아닌 것으로 간주하도록 하는 것이다.

그러나 이는 회사법의 대원칙인 주주평등의 원칙에 반할 뿐만 아니라 헌법 제126조에 위반되는 대한민국의 전체주의화를 초래할 수 있다는 점에서 보다 신중한 입법논의가 필요하다고 본다.

이하에서는 이러한 점을 중심으로 연기금의 배당관련 의사결정참여의 문제점 및 해결방안을 모색하여 보고자 한다.

II. 배당정책에 대한 연기금역할 중대 정책의 문제점

정부는 이번 연기금을 통하여 기업들의 배당정책에 주도적인 역할을 해야 하는 이유로 우리나라 기업들의 배당률이 다른 국가들에 비하여 저조하다는 점을 들고 있다. 이는 외국계 자본의 국내투자를 억제하는 결과를 가져오고, 코리아 디스카운트의 주된 원인 중의 하나라는 주장을 근거로 하고 있다.

그러나 이러한 논거는 외국계자본 중 직접투자자본의 중요성은 외면한 채 간접투자자본, 즉 투기자본의 중요성만을 강조하는 우를 범하고 있다고 판단된다. 우리 자본시장의 현실상 대한민국에 시급한 것은 고용을 창출해 낼 수 있는 외국자본의 직접투자의 활성화이지 투기성 간접투자의 활성화는 아니라고 판단된다.

오히려 연기금이 배당정책에 관여하는 정도가 크면 클수록 외국자본의 직접투자는 더욱 감소할 수밖에 없다고 본다.

더욱이 기업의 배당정책은 해당 국가의 기업문화와 대외무역의존도와 밀접한 관련을 갖는다. 우리나라의 기업문화는 제조업 중심의 성장의 역사를 갖고 있다. 즉, 제조업의 후발주자로서 선진각국의 글로벌 기업과의 경쟁에서 살아남기 위하여는 이익의 상당부분을 주주들에게 배당하기 보다는 기술개발이나 신규투자를 위한 자본으로 활용해야 하는 불가피한 상황들에 직면한 바 있다. 더욱이 우리나라 경제의 특성상 높은 대외무역의존도를 고려하여 볼 때에 세계적으로 경쟁력있는 제품을 생산하지 않는 한 대한민국경제가 성장할 수 없다는 국민적 공감대도 큰 역할을 해 왔다. 따라서 저배당정책은 우리 기업들의 발전과정에서 형성된 우리나라만의 독특한 기업문화라고 할 수 있다.

또한 현재 배당가능한 이익을 창출해내는 기업들은 일부 기업으로 한정되어 있다. 그럼에도 불구하고 자본시장법을 개정하여 연기금이 5% Rule에 대한 제약없이 배당정책에 대한 의결권 강화를 법제화하는 경우 자칫하면, 향후 기업들이 이익을 내고자 하는 유인을 억제하는 결과를 가져 올 수 있다.

자본시장법이 공개매수제도를 법제화하고 5% 이상 주식소유자에게 경영참여 목적 여부에 따라 지분변동공시 특례, 단기매매차익 반환 등의 불이익을 가하는 이유는 경영권을 보호하기 위한 것이다.

특히, 현행 회사법상 경영권 보호장치가 어디에도 존재하지 않고 있는 현실을 감안하여 볼 때에 연기금의 배당결의 참여에 대하여 다른 주주들에 비해 특례를 인정하는 것은 민간기업의 공기업화를 초래할 위험이 크며, 더 이상 대한민국에서 이익을 창출하는 대기업이 탄생하는 것을 차단하는 결과를 가져올 수 있다고 본다.

III. 대안 및 결어

이번 연기금의 배당관련 의결권 확대방안의 명분 중 하나는 배당에 대하여 주주들이 의사결정에 참여할 수 있는 기회가 없다는 점을 들고 있다. 그러나 상법 제462조 제2항에 따르면 배당가능이익의 범위 내에서 이사회나 주주총회에서 배당결의를 할 수 있도록 되어 있다. 물론, 일부기업의 경우 배당결의를 이사회에서 할 수 있도록 정관으로 정한 신설기업들은 있을 수 있으나 현재 배당가능한 이익을 내는 기업들 치고 이사회에서 배당결의를 하도록 정관을 변경한 기업들은 거의 없다.

이는 여전히 배당결의는 주주들이 결정한다는 것을 의미한다. 물론, 주주총회에 배당안을 상정하는 것은 이사회의 결정사항이기 때문에 주주가 적극적으로 참여하는데 제약요인이 될 수 있다는 지적은 가능하다.

그러나 현행 상법 제363조의2와 제542조의6 제2항에서는 의결권있는 주식의 일정비율 (비상장회사 3%, 자본금 1천억원 미만의 상장사 1%, 자본금 1천억 원 이상의 상장사 0.5%)를 보유한 소수주주가 이들이 원하는 배당률을 주주총회 안건으로 상정할 수 있는 주주제안권을 규정하고 있다. 그리고 소수주주가 이사회에 이들이 원하는 배당률을 주주총회안건을 상정할 것을 요구하는 경우 이사회는 이를 거부할 수 없도록 되어 있다.

이는 연기금이 굳이 자본시장법상 특례를 통한 특권을 부여받지 않아도 당연히 현행법상 연기금이 원하는 배당률을 주주총회에 상정할 수 있다는 것을 의미한다.

따라서 대한민국의 전체주의화라는 비판을 감수하면서까지 연기금이 자본시장법상의 특혜를 받아가면서 까지 국내기업들의 저배당정책을 개선하겠다고 하는 것은 회사법상은 물론이고 국가경제상 불필요한 정책이라고 판단된다. 굳이 연기금을 통하여서라고 저배당관행을 정부가 개선하겠다고 한다면, 자본시장법보다 먼저 국민연금법과 사학연금법을 개정하여 배당결의에 적극적 참여한 사유를 구체적으로 명기하고, 그 행사에 관한 객관적 절차를 명시해야 헌법 제126조에 위반되지 않는 자본시장법 개정안이 될 수 있다고 본다

토 론 문

정무권 (국민대 경영학부 교수)

1. 낮은 배당수익률이 코리아디스카운트의 원인이며 외국인 주식투자의 결림 돌로 작용한다는 말은 다소 과장됨. 국내 기업의 valuation을 낮게 평가하게 끔하는 여러 상황이 기업들로 하여금 상대적으로 낮은 배당을 지급하게 하였을 가능성도 있음. 배당성향이 낮은 데는 국내경제의 구조적인 문제와도 관련이 되어 있다고 봄. 외부 충격에 민감한 국내경제의 특성과 이에 따른 기업들의 수익 변동성 증가는 기업들로 하여금 경영의사결정을 어렵게 하고 평소에 보다 많은 유동성을 지니도록 하였을 수 있음.
2. 국내 경제의 외부 충격에 대한 민감도는 IT기업들의 경우 더욱 큼. 따라서 안정적인 여타 국가에 비해 상대적으로 더 많은 유동성 확보는 IT기업들의 경우는 더욱 절실할 것으로 보임.
3. 특히 2008년 금융위기 이후 낮은 배당성향은 상기와 같은 특유 상황에 처해 있는 국내기업들의 위기관리 측면과 관련이 있을 수 있음. 기업은 불확실한 미래에 대한 예비적 동기로 보다 많은 재무적 여분(financial slack)의 확보가 필요했을 수 있음.
4. 또한 경영자와 외부투자자와의 정보비대칭성이 존재하는 경우 재무적 여분으로 축적된 유보이익의 사용은 주식 및 채권발행에 비해 훨씬 선호되는 자본조달 수단으로 알려져 있음.
5. 배당정책은 주주가치 극대화를 위한 기업고유의 의사결정이며 구조적으로 외부 충격에 민감한 국내기업들에게 있어서 투자정책 및 자본조달정책과 밀접하게 연관되어 있는 이슈이므로, 단순히 배당정책만을 고려한 연기금의 적극적 주주권행사는 궁극적으로 기업가치의 저하로 연결될 수 있음. 따라서 배당확대를 위한 제도적 장치는 기업의 자본조달 및 투자정책의 안정성을 제고시킬 수 있는 방안을 염두에 두면서 마련되어야 할 것임.

6. 특히 기업의 미래 현금흐름의 증가가 동반되지 않는 배당확대는 단기적 홍보효과는 있을 수 있지만 장기적으로 기업가치 증대를 유발할 수 있을지는 미지수임.
7. 잉여현금흐름이 일부 대기업에 편중되어 있는 국내 사정을 감안하면, 배당에 대한 직간접 압력은 여력이 불충분한 대다수 기업들에 큰 스트레스로 작용할 것으로 보이며 향후 여러 파생되는 문제점을 야기시킬 소지가 있어 보임.
8. 배당정책 논의시 기업의 잉여현금을 주주에게 환원하는 또 다른 방법인 자사주매입(share repurchase)도 함께 고려되어야 함. 특히 국내에서는 소각 목적의 자사주매입인 경우 더욱 그러함.
9. 경우에 따라서는 자사주매입을 통한 잉여현금흐름의 환원이 배당확대보다 더 바람직할 수도 있음. 배당은 주주들에게 일종의 약속이므로 일단 배당 증대가 이루어지면 미래에 다시 삭감하기 어려움. 그러나 국내기업의 입장에서는 미래의 수익과 현금흐름의 안정성을 더욱 보장할 수 없기 때문에 일괄적인 배당확대보다는 자사주매입을 통해서 틈틈히 잉여현금흐름을 주주들에게 환원하는 것이 더 합리적일 수 있음.

토 론 문

조성봉 (충실대 경제학과 교수)

1. 논의의 배경

지난 7월 쇠경환 부총리를 중심으로 한 새경제팀이 출범하면서 내수 활성화, 민생 안정, 경제 혁신을 가치로 한 확장적 경제정책을 제시하였다. 이 중에서 내수 활성화를 위한 방안 중 하나로 소비여건 개선을 제시하였는데 그 중요한 방법으로서 「가계소득 증대세제」 3대 패키지를 도입하였다. 「가계 소득 증대세제」 3대 패키지는 다시 「근로소득 증대세제」, 「배당소득 증대 세제」, 「기업소득 환류세제」 등으로 구분되는데 본 세미나의 주제는 이 중 기업배당을 촉진하는 「배당소득 증대세제」 와 함께 추진되는 연기금의 주주권 행사를 통한 기업배당의 확대이다.

본 토론자는 발제자인 신정순 교수의 발표내용에 공감한다. 보다 구체적으로 이 공감의 내용을 배당정책 관련 연기금의 역할에 대한 두 가지 측면의 논의를 통해 전개한다. 첫째는 배당수익률과 배당정책에 대한 논의로서 새경제팀이 목표로 하는 배당수익률 인상이 적절한 정책적 목표인지를 검토한다. 둘째는 연기금을 통하여 이를 수행하는 새경제팀의 정책수단이 과연 적절한지에 대하여 논의한다.

2. 목적이 적절한가?

우리나라 상장회사의 배당수익률이 낮은가? 낮다면 왜 낮은 것이고 그 이유나 배경은 무엇인가? 배당수익률을 낮다고 평가한 후 이를 인위적으로 올리도록 정책을 펴는 것이 과연 적절한 것인가? 이에 대한 내용은 지난 해 자본시장연구원의 보고서에서 잘 정리하고 있다. 새경제팀의 경제정책이 논의되기 전인 지난해 말에 자본시장연구원에서는 「국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점」이라는 보고서를 출간하였다. 이 보고서의 주요 내용은 다음과

같다. 첫째, 2000년대에 비하여 최근의 배당지급 여건이 좋아졌다고 보기 어렵다. 둘째, 최근 상장기업들은 이익을 배당하는 대신 투자활동에 투입하고 있는 것으로 파악된다. 셋째, 상장기업들은 총자산과 매출액의 변동성이 금융위기와 함께 급증하여 최근 금융위기와 함께 경영환경 불확실성 증가에 직면해 있다. 넷째, 상장기업들은 부채비율을 엄격하게 관리하고 있으며, 주식을 통해 자금을 조달하기보다는 이익을 유보하여 활용하는 경향이 강해지고 있다. 다섯째, 우리나라 상장기업들은 배당을 급격히 변화시키거나 감소시키지 않으려는 뚜렷한 경향을 보이고 있다. 여섯째, 상장기업 주주구성은 배당선호도가 높은 주주의 영향력이 크다고 보기 어렵다. 다만, 저금리·고령화·기관화(institutionalization)의 추세를 고려할 때 향후 배당에 대한 요구는 점차 높아질 것으로 전망된다. 일곱째, 우리나라는 배당소득에 대해서는 과세하는 반면 상장주식에 대한 자분이득에 대해서는 면세가 적용되므로 세율측면에서 배당보다는 자분이득을 선호하는 것이 타당하다. 여덟째, 배당수익률이 높은 유틸리티, 통신서비스, 소재산업의 시가총액 비중이 크게 감소(2000년 42% → 2012년 16%)한 반면, 배당수익률이 낮은 기술, 경기소비재, 필수소비재 산업의 비중은 크게 증가(2000년 30% → 2012년 52%)하였다. 아홉째, 수익성·투자활동·성장성·경영위험 등을 고려하여 배당수익률을 비교해보면 한국시장의 배당수익률이 낮다고 판단할만한 근거는 나타나지 않고 있다.

자본시장연구원의 2013년 보고서는 결론적으로 우리나라 상장기업의 배당수익률이 낮게 보이는 것은 기업의 적절한 위험 및 재무관리의 결과이며 이를 전반적인 다른 지수와 함께 고려할 때 국제비교에 있어서도 배당수익률이 낮다고 평가할 수는 없다는 것이다.

이와 같은 전문적인 분석 외에 본 토론자가 개인적으로 판단하는 점은 우리나라 상장기업이 IMF 경제위기와 금융위기를 겪으면서 위험관리와 재무관리를 매우 보수적으로 하고 있다는 것이다. 그리고 이러한 추세는 어떻게 보면 시장에 대한 기업들의 당연하고 적절한 반응이며 그 일부가 배당수익률에도 반영되어 있다고 보여진다. 그렇다면 정부가 배당수익률이 낮다고 판단하여 이를 높이려는 정책을 펴는 것은 결코 바람직하지 않다고 생각된다. 최근 ‘단통법’ 사태에서도 드러났듯이 정부가 인위적인 목표를 위해 시장에 설익은 정책을 통해 개입할 때 자칫 매우 위험하고 잘못된 결과를 가져올 수 있다.

3. 정책수단이 적절한가?

배당수익률을 높이려는 정부의 정책목표가 잘못되었다는 지적을 앞에서 했지만 설사 그 정책목표가 옳다고 하더라도 연기금을 동원하여 이를 높이려는 정부의 정책수단이 옳은지는 별개의 문제다. 정부는 자본시장법을 개정하여 연기금의 배당관련 주주권 행사 제약요인을 해소하려고 하고 있다. 즉, 연기금이 기업의 배당 결정에 사실상의 영향력을 미치더라도 경영참여목적이 아닌 것으로 간주하도록 법을 개정하려고 하고 있다.

그러나 연기금을 동원하여 배당수익률을 올리려는 것은 결코 바람직하지 않으며 잘못된 정책수단이라고 평가된다. 신정순 교수의 발표에서도 제시되었듯이 배당이 낮다고 하여서 주주의 이해를 해친다고 판단할 수는 없는 것이다. 배당수익률을 올린다는 것은 단지 금기에 주주의 현금화보를 증가시킨다는 것을 의미하며 전체적인 수익률의 변동을 의미하지는 않는다. 국민연금은 장기적으로 연금을 위한 재무적 수익의 흐름을 걱정해야지 이번 기의 현금의 확보를 올리는 데에만 집중해서는 안된다. 이는 국민연금을 관리하는 올바른 지침이 아니다.

새경제팀이 배당수익률을 올리려 하는 것은 전체적인 주주의 소득흐름을 올리려 하기보다는 당장 눈 앞의 현금수익을 올려서 오늘의 소비를 증대시켜 경기를 진작시키려는 일시적 경기진작 효과를 노린 것으로 판단된다. 그러나 이러한 일시적 경기진작 효과를 위해서 국민연금 의결권을 동원하는 것은 부적절하다.

국민연금에 대해 의결권을 행사하는 것은 노무현 정부 때 시작되었다. 이에 대해서 당시 야당이었던 새누리당(구 한나라당)은 국민연금에 대해 정부가 의결권을 행사하는 것에 대해 심각하게 문제를 제기한 바 있다. 사실은 이러한 문제점은 지금도 남아있다. 국민연금은 외국의 다른 연기금과는 달리 사실상 정부가 강제로 들도록 강제하는 강제연금이다. 따라서 국민이 자발적으로 선택하지 않은 연기금을 통해 정부가 여러 가지 정책적 목적을 관철시키기 위해 의결권을 행사하려는 것은 이른바 이 정부가 과거에는 비판하였던 ‘연금 사회주의’ 방향으로 나아가는 것이 아닌가 하는 의구심이 든다.



keri 한국경제연구원

150-881 서울시 영등포구 여의대로 24 전경련회관 45층
T. 02-3771-0072 F. 02-785-0272