KCGS Report

제9권 7호 | 2019. 7.

ESG 동향

- 사회적 성과 평가의 발전 동향 2
- 최근 5년간 회사 가치 훼손 이력이 있는 임원의 이사 선임 후보 상정 현황 분석 9
- 국내 유가증권시장 상장기업의 차등배당 실시 현황 16

Global News

- GPIF·EIB, 그린·소셜 및 지속가능 채권 투자를 증진하기 위한 이니셔티브 발족 28
- 행동주의 펀드 Amber Capital, 그리스 기업에 지배구조 개선 요구 29

사회적 성과 평가의 발전 동향

김 진 성 책임연구원 (jskim@cgs.or.kr)

▶국내 일부 대기업과 기관투자자를 중심으로 기업의 사회적 성과에 대한 관심과 활동이 증가하고 있음

▶사회적 성과 평가는 해외에서 임팩트 투자의 고도화, 기업의 사회 연계 활동 확대의 일환으로 발전함

▶특히 미국과 영국을 중심으로 사회적 성과 평가의 다양한 시도가 진행되고 있음

▶이에 사회적 성과 평가의 발전 동향을 소개하고 시사점을 도출함

검토 배경

□ 최근 일부 국내 대기업에서 ESG 요소를 임원 평가에 도입하고, 사회적 성과를 기업의 전략으로 채택하는 등 사회적 성과에 대한 관심이 높아지고 있음

○ 사회적 성과 평가는 아직 확립된 기준이나 표준이 존재하지 않으나, 해외 기관투자자, 자선재단, 정부 등 관련 조직을 중심으로 정확하고 지속 가능한 평가 방법을 찾기 위해 시도하고 있음

○ 과거 기업의 사회적 책임에 대한 평가가 자원의 투입과 산출에 집중했다면, 사회적 성과는 기업이 실질적으로 이끌어낸 사회적 '변화'와 그 과정에 집중하고 있음

□ 본고에서는 사회적 성과 평가를 먼저 도입하여 시행중인 미국의 사회적 평가 제도와 방법을 중심으로 발전 동향을 살펴보고자 함

○ 우선 사회적 성과 개념과 논의점을 중심으로 주요 쟁점을 소개하고, 사회적 성과 평가에 대한 주요 접근 방식과 방법론을 요약함

○ 이어 사회적 성과 평가 분야의 패러다임과 최신 동향을 함께 소개하고, 이를 바탕으로 시사점을 도출하고자 함

사회적 성과 평가 관련 주요 쟁점

□ 사회적 성과 개념

○ 사회적 성과는 기업의 사회적 책임에 대한 인식 전환에서 출발함

- 그동안의 기업의 사회적 책임 활동(Corporate Social Responsibility, CSR)은 사후적인

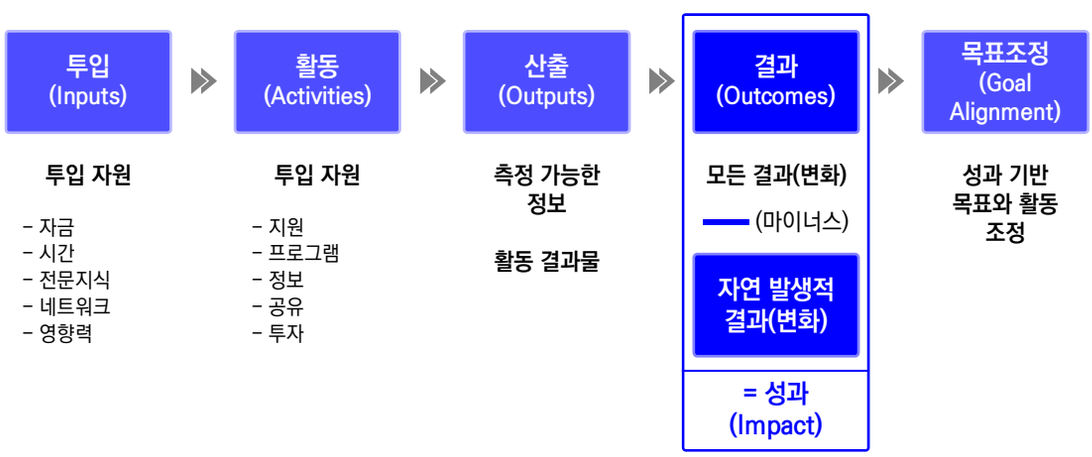
처방의 성격이 강했으며, 기업들은 이를 비용으로 간주해 옴

- 이에 비해, 기업의 사회적 성과는 하버드 대학교의 마이클 포터 교수가 제안한 공유가치(shared value)[1] 개념을 통해 사전적인 전략으로 발전함

○ 사회적 성과(Social Impact)에 대해서는 다양한 정의가 존재하나, double bottom line project report[2]의 개념이 가장 보편적으로 활용됨

- 본 보고서에서 '성과(impact)'는 해당 조직의 활동으로 인한 측정 가능한 산출 결과(outcomes) 중 조직의 활동이 없었더라도 발생했을 결과(변화량)를 제외한 결과(변화량)를 의미함
- 즉 조직의 자원 투입에서부터 결과(outcomes)에 이르기까지 가치 사슬 상에서 측정 가능한 정보를 기준으로 실제 사회의 변화에 기여한 부분을 가려내어 '사회적 성과(social impact)'로 보고 있음

[그림 1] 성과 가치 사슬(Impact Value Chain)



* 출처 : Catherine Clark, William Rosenzweig, David Long and Sara Olsen, 2004,"Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact in Double Bottom Line Ventures,", *the Rockefeller Foundation*, p. 7 재구성

□ 사회적 성과 평가 관련 논의점

○ 사회적 성과 평가를 위한 표준적인 기준과 방법은 아직 정립되지 못했으며, 사회적 성과를 측정하고 평가하기 위해 다양한 방법론이 존재함

- 다른 부문의 평가와 마찬가지로 사회적 성과 평가 역시 글로벌 프레임으로 발전하며 평가의

1) 포터 교수는 사회적 가치를 창출함으로써 경제적 가치도 창출할 수 있으며, 공유가치 개념이 기업의 성공을 사회적 발전과 연계시킴으로써 자본주의의 경계선을 새롭게 설정할 것이라고 주장함. Michael E. Porter and Mark R. Kramer, The Big Idea: Creating Shared Value, 2011, Harvard Business Review 참조

2) Catherine Clark, William Rosenzweig, David Long and Sara Olsen, 2004, "Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact in Double Bottom Line Ventures, "*the Rockefeller Foundation*, p. 7 참조

통일성과 융통성(다양성)이라는 다소 상충되는 요구가 동시에 존재함

- 방법론에 있어서도 철저한 검증 과정을 통해 변화량을 측정하고자 하는 복잡한 방법과 구하기 쉬운 정보를 중심으로 하는 단순한 방법이 있으며, 평가의 목적과 대상에 따라 다르게 적용이 되고 있음

○ 사회적 성과 평가에 대한 이론적 정의와 달리 실제 성과를 평가하는 과정에서 산출(outputs)과 결과(outcomes)를 엄정히 구분해 내는 것은 쉽지 않은 일임

- 성과로서의 결과를 구분해 내기 위해서는 대조군(counterfactual)을 설정하여, 사회 변화를 위해 조직이 의도적으로 자원을 투입하여 얻은 결과와 그렇지 않은 경우를 함께 분석해야 하나, 수집 가능한 정보나 관련 비용을 고려할 때 어려운 일임[3)]
- 성과 평가의 이러한 한계를 감안할 때, 결과(outcomes) 도출 과정에서 측정 가능한 정보와 중요도(materiality)를 중심으로 평가를 구성하는 것이 합리적임[4)]

사회적 성과 평가 프레임워크

□ 사회적 성과 평가의 기반이 되는 프레임워크는 상위 개념인 접근 방식(approaches)과 이에 따른 방법론(methodology)으로 나눌 수 있음

○ 사회적 성과 평가에 대한 접근 방식은 크게 규칙 기반 접근법(Rules-based approach)과 원칙 기반 접근법(Principles-based approach)으로 나눌 수 있음

〈표 1〉 사회적 성과 평가 접근 방식 비교

구분	규칙 기반 접근법	원칙 기반 접근법
개념	정교화 되고 계량적 규명이 가능한 지표, 대상 단위 등에 대한 정의와 규칙을 공유하고, 이에 따라 조직 활동이 창출한 사회적 성과를 측정함	참여자들이 합의한 원칙, 원리에 입각하여 평가자의 실사와 판단을 거쳐 사회적 성과 창출을 목표로 하는 모든 활동의 사회적 편익을 측정함
평가요소 고정성	평가 요소 및 과정이 매뉴얼처럼 고정되어 정리되어 있음	평가자의 판단과 선택에 따라 평가에 포함될 요소가 구체화되고 결정됨
장점	공통적이고 체계적인 평가 기준을 적용함에 따라 평가 결과 간 비교 가능성이 높음	화폐가치로의 환산을 통해 직관적인 이해가 가능하며, 기존 기업의 재무적 성과 평가와 결합이 가능함
단점	각 기업이 처한 다양한 환경적 특수성 및 변동성에 대한 유연한 대처가 어려움	사례별 평가 비용이 높고 평가의 주관적 요소로 인해 상호 비교가 어려움
대표방법론	GIIRS, B Impact Assessment[5)]	SROI

* 출처 : 임팩트스퀘어, 사회적 성과 평가 방법론의 글로벌 발전 동향 연구(산업통상자원부 연구용역), 2013, p. 44

3) Catherine Clark, William Rosenzweig, David Long and Sara Olsen, 앞의 책, p. 7 참조
4) 임팩트스퀘어, 사회적 성과 평가 방법론의 글로벌 발전 동향 연구(산업통상자원부 연구용역), 2013, p. 16 참조
5) 'B Impact Assessment'는 미국의 비영리조직 B Lab이 사회에 긍정적인 가치를 창출하는 조직을 심사하기 위해 만든 평가 방법으로, 여기서의 'B'는 beneficial(유익한)을 의미함. 임팩트스퀘어, 앞의 책, p. 41 참조

○ 사회적 성과 평가 접근 방식에 기반하여 파생되는 방법론은 실제 평가를 적용하는데 있어 기준이 되는 원칙을 의미하며, 이러한 방법론을 응용하여 솔루션으로 실행하는 것이 툴(tool)이 되는 것임

□ 사회적 성과 평가의 방법론은 다양하게 존재하나, 그 중에서도 주요 평가 방법으로 활용되고 있는 방법론으로는 SROI, GIIRS, IRIS, PULSE 등이 있음

○ SROI와 GIIRS는 접근방법이 달라 평가의 유연성이나 비교가능성 등에서 장단점을 달리하고 있음

○ 이에 비해 IRIS와 PULSE는 그 자체가 평가방법론이라기 보다는 평가를 보조하는 시스템에 가까우나, 활용도가 높고 지속적인 논의의 대상이 되고 있어 함께 소개함

〈표 2〉 사회적 성과 평가 방법론 비교[6)]

구분	SROI (Social Return on Investment)	GIIRS (Global Impact Investing Rating System)	IRIS (Impact Reporting and Investment Standards)	PULSE
개념	사회적 성과 가치를 투자 수익률로 환산	사회적 성과 창출을 위한 사업 효율성 및 역량 판단	사회적 성과 측정을 위한 지표 라이브러리	사회적 성과의 효과적인 관리를 위한 솔루션
의의	솔루션 개발의 기반이 되는 프레임워크	방법론보다는 툴의 층위에 보다 가까운 성과 평가 시스템이자 솔루션	다른 측정 툴들의 기반이 되는 프레임워크	임팩트 투자 포트폴리오 관리 소프트웨어
주요 방법	• 조직 활동 대비 사회적 성과 연계 분석 • 비용-효과 분석을 통한 최종 편익 도출	• 점수 기반 등급제 • 의도한 성과에 대한 '사회 및 환경 지향 비즈니스 모델' • 의도 외의 총체적 성과에 대한 'practices' 평가	• 카탈로그 방식 기반 사용자 위주 지표 구성	• 양적 성과에 대한 데이터 관리 • 질적 평가 리포팅 기능
장점	• 실사(due diligence) 기반 • 유연한 적용 • 결과 검증 및 신뢰도 • 맞춤화된 평가 제공	• 비교가능성 • 성과 데이터 관리 용이 • 다양한 2차 가공 가능	• 기존 평가 프레임워크와의 호환성 • 사용자 중심 지표 프레임워크 구성 및 활용	• 대상 조직 간 상호 비교 가능 • 사용자 편의에 맞게 사용 가능
단점	• 평가 결과 값 간 상호 비교 및 활용성 저조 • 평가자와 평가시점에 따라 도출 결과 상이 • 평가 투입 비용 과다	• 피평가 조직 고유의 성격 미반영 • 평가영역 초과치 혹은 변동성 측정 불가	• 자체만으로는 데이터 관리 및 평가 기능 부족 • 조직 전체적인 성과 보고 틀로써 활용 불가	• 사회적 성과 평가의 보조적 기능

6) 임팩트스퀘어, 앞의 책, pp. 37-86 참조하여 표로 재구성

사회적 성과 평가 주요 동향

□ 사회적 성과 평가 패러다임

○ 사회적 성과 평가는 미국의 'Impact Economy'를 중심으로 발전해 왔으며, 초기에는 정부 주도였으나 이후 자선재단 등 민간조직의 참여가 확대되며 정부와 다양한 민간조직이 협력하는 형태로 이루어짐[7)]

- 임팩트 이코노미는 임팩트 투자(Impact Investment)[8)]와 사회적 기업가 정신(Social Entrepreneurship)을 결합하여 재무적 수익과 더불어 사회적 성과(Social Impact)를 함께 추구하는 것을 목표로 함[9)]
- 특히 비영리조직인 글로벌 임팩트 투자 네트워크(Global Impact Investing Network, GIIN)는 임팩트 투자의 확산과 발전을 위해 IRIS(Impact Reporting and Investment Standards)의 개발을 주도함[10)]

○ 영국의 사회적 성과 평가는 미국과는 다른 배경에서 출발했으며, 'Big Society' 프로그램이 중심이 되어 발전해 옴

- 빅 소사이어티는 사회문제 해결에 대한 정부의 한계를 시민사회 역할 확대를 통해 극복하고자 하는 정책임[11)]
- 이를 위해 조성된 사회투자기금 빅 소사이어티 캐피털(Big Society Capital)은 사회적 성과 평가인 "Social Impact Tests and Thresholds Assessment" 를 수행하며 사회적 성과 측정 및 평가 전문조직과 협업함[12)]

□ 사회적 성과 평가 동향

○ 확립된 사회적 성과 평가 기준은 아직 없지만, 점점 많은 투자자들과 조직들이 사회적 성과 평가를 시도함에 따라 기존 평가방법론들을 보완하는 방안들이 개발되고 있음

- 앞서 소개한 GIIN은 기존 카탈로그 방식의 IRIS의 새로운 버전인 IRIS+를 내놓아 특정 주제별 성과 평가를 위한 방법론을 개발함[13)]
- GIIRS의 개발사인 B Lab도 GIIRS가 B Corp 성과 평가의 방법론과 조화를 이루도록 보완하여 분석적 스크리닝 프로세스를 강화함[14)]

---

7) 임팩트스케어, 앞의 책, p. 89 참조
8) 임팩트 투자(Impact Investment)는 재무적 이익과 사회적 혹은 환경적 성과 모두를 추구하는 투자를 의미함. Sara Olsen, Aislinn Betancourt, and Courtney Kemp, 2017, The Pulse of Impact Management, svt group, p. 13 참조
9) 임팩트스케어, 앞의 책, p. 89 참조
10) https://thegiin.org/about/ 참조
11) Kathy Evans, 2011, 'Big Society'in the UK: A Policy Review', Children & Society Vol 25, p. 164 참조
12) 임팩트스케어, 앞의 책, p. 97 참조
13) 보다 자세한 내용은 https://iris.thegiin.org/for-the-press/ 참조
14) The New York Times, 2019.5.3., "Investing for Social Impact Is Complicated. Here Are 4 Ways to Simplify It.", https://www.nytimes.com/2019/05/03/your-money/impact-investing-standards.html 참조

○ 모든 경우에 부합되는 단일한 사회적 성과 평가 기준은 없으나, 유사한 성격을 가진 부문을 중심으로 표준화가 진행되는 추세임[15)]
- 이러한 부문별 표준화는 단일의 표준을 구축하는 것보다 현실적인 대안이 될 수 있으며, 평가 기준의 통일성과 융통성을 조화시키는 방안이 될 수 있음

□ 국내 사회적 성과 평가 현황

○ 우리나라의 경우 최근 SK그룹이 DBL(Double Bottom Line) 경영을 추진하며 사회적 성과 평가를 도입함
- 이는 기존의 경제적 가치 추구에 더해 사회적 가치를 함께 경영 전략으로 추진하는 것을 의미하며, 그 성과를 평가하기 위해 사회적 성과 평가를 도입하여 실시중임[16)]
- SK그룹은 2019년 지속가능경영보고서에서 지난 2018년에 8,348억원의 사회적 가치를 창출했다고 밝히며 사회적 가치(성과) 측정 결과를 공개함

○ SK그룹이 어떠한 방법론에 근거하여 사회적 성과를 측정하였는지에 대해서는 아직 공개된 바 없으나, SK그룹이 관여하고 있는 사회성과인센티브추진단에서 내놓은 '사회성과인센티브 사회성과 측정 매뉴얼'을 응용하였을 것으로 추정됨[17)]
- 이후 기업 및 기관투자자를 비롯한 다양한 조직으로 사회적 성과 및 그 평가에 대한 관심이 확대될 경우, 앞서 소개한 방법론들을 활용한 평가 시도 및 측정 결과도 공개될 것으로 기대됨

시사점

□ 기업의 사회 연계성을 높이고 임팩트 투자를 고도화하기 위한 방편으로 사회적 성과 평가에 대한 다양한 시도들이 진행되고 있음

○ 과거 기업의 사회에 대한 책임(CSR)은 기업과 사회와의 관계를 다소 수동적으로 파악했던 것에 비해, 공유가치에 기반한 기업의 사회적 성과는 기업의 전략 관점에서 출발하여 기업의 활동이 실질적인 사회 변화에 기여하는 능동적인 관점임

○ 사회적 성과 평가는 그 목적과 대상에 따라 접근 방식과 방법론이 달라질 수 있으나, 해외에서는 이미 이를 충족할 수 있는 다양한 기준과 방법론이 발전하고 있음

15) Sara Olsen, Aislinn Betancourt, and Courtney Kemp, 앞의 책, p. 53 참조
16) SK 그룹, 2019, "Happiness with SK", SK주식회사 지속가능경영보고서, p. 9 참조
17) 사회성과인센티브추진단, 2017, '사회성과인센티브 사회성과 측정 매뉴얼'

□ 국내에서도 일부 대기업과 기관투자자를 중심으로 CSR 개념에서 한발 더 나아가 사회적 성과에 대한 관심을 보이기 시작하였으며 앞으로 보다 확대될 것으로 전망됨

○ SK그룹의 경우 사회적 가치 추구를 새로운 성장 전략으로 설정하고 사회적 성과 평가를 응용한 자체 분석자료를 내놓는 등 적극적으로 사회적 성과를 활용하고 있음[18)]

○ 그러나 국내에서 사회적 성과는 아직 낯선 개념이며 여전히 많은 기업들이 CSR 개념에 머무르고 있어, 기업과 사회와의 적극적인 연계를 의미하는 사회적 성과의 필요성에 대한 인식 개선이 우선적으로 필요함

- 미국의 Impact Economy와 영국의 Big Society의 태동 배경이 다르듯, 우리도 미시적인 방법론 개발에 앞서 국내 경제 및 사회 환경의 필요에 부합하는 사회적 성과를 추구해야 지속적으로 활용되고 발전할 것임

○ 특히 사회적 성과 평가의 저변 확대를 위해서는 기업 뿐 아니라 정부와 기관투자자의 관심과 역할이 중요하며, 이는 스튜어드십 코드 활용과 연계하여 발전할 수 있음

18) 노컷뉴스, 2019.6.27., "SK㈜, 지난해 사회적가치 8348억원 창출"
https://www.nocutnews.co.kr/news/5173747 참조

최근 5년간 회사 가치 훼손 이력이 있는 임원의 이사 선임 후보 상정 현황 분석

안 유 라 연구원 (yurahn@cgs.or.kr)

▶ 기업의 오너 또는 경영진이 직·간접적으로 회사의 가치를 훼손하는 사례들이 크게 주목을 받으며 임원의 책임성이나 윤리성에 대한 사회적 관심이 높아짐

▶ 지난 5년간 510사 기업들의 이사 선임 안건 중 회사 가치 훼손, 행정적·사법적 제재를 받은 이력 존재를 사유로 KCGS가 반대한 안건은 연간 평균 약 36건이었음

▶ 이러한 안건들이 주주총회에서 가결, 부결된 비율을 조사한 결과, 약 92.9%가 가결되어 회사 가치 훼손 이력이 있는 후보들이 주주총회에서 무리 없이 선임됨을 확인함

검토배경

□ 최근 들어 기업의 오너 또는 경영진이 직·간접적으로 회사의 가치를 훼손하는 사례들이 예전보다 크게 주목을 받으며 임원의 책임성과 윤리성에 대한 사회적 관심이 높아짐

○ 한국기업지배구조원(KCGS)의 의결권 행사 가이드라인에서는 사내이사 후보가 다음의 결격 사유를 갖는 경우 반대 권고하도록 하고 있으며, 이러한 기준을 사외이사와 감사(위원)에게도 동일하게 적용하고 있음

〈표 1〉 사내이사, 사외이사, 감사(위원) 후보의 결격 사유

결격 사유
• 법규 위반으로 법령상 결격사유에 준하는 행정적·사법적 제재를 받았거나 그 집행을 면제받은 경우 • 주주총회에서 승인된 주주제안 사항을 이행하지 않고, 그 적절한 이유도 제시하지 않은 경우 • 회사의 재무상태, 이사회 의결 관련 사항 등 주주가 의결권 행사시 고려해야 할 주요 정보를 의도적으로 왜곡하거나 감춘 경우 • 겸임으로 이사로서 충실한 의무수행이 어려운 경우 • 그 밖에 회사 가치의 훼손, 주주 권익의 침해에 책임이 있는 경우

□ 한편, 회사 가치를 직·간접적으로 훼손한 임원이 일정 기간이 지나고 난 뒤 경영 일선에 복귀하거나 새로운 이사 후보로 재상정되어 논란이 되는 경우가 빈번함

○ 대표적으로 2018년 4월, 대한항공의 한 임원이 일으킨 '물컵 갑질' 사태로 인해 회사와 회사 계열 상장사들의 주가가 급락하고 경영인의 사내 갑질 행태에 대한 논란이 있어 동 인물이

경영 일선에서 물러난 뒤, 1년여 만에 같은 그룹 계열사의 전무 및 부사장으로 복귀하자 책임경영에 위반된다는 비판이 제기됨[19]

□ 이처럼 과거에 회사 가치를 훼손한 임원이 경영을 책임지는 주요 직위에 재임하는 것은 지배구조 측면에서 주의가 필요한 문제임

○ 따라서 최근 5년간 회사의 주주총회 안건으로 상정된 안건 중 회사의 가치를 직·간접적으로 훼손한 이력이 있는 임원의 비율과, 그 중에서도 행정적, 사법적 제재를 받은 임원의 비율, 동 인물들이 주주총회에서 선임되는 비율 등을 종합적으로 검토하고자 함

분석 개요

□ 조사 대상은 최근 5년(2015년-2019년[20])간 KCGS에서 주주총회 안건 분석을 수행한 510사의 회사들로, 정기주주총회와 임시주주총회에 상정된 안건을 조사하여 KCGS의 의결권 행사 가이드라인에 따라 회사가치 훼손, 주주 권익 침해, 행정적·사법적 제재를 이유로 반대 권고한 후보들의 선임 안건을 살펴봄

○ KCGS는 연간 평균 약 254사에 대한 의결권 분석을 실시하였으며 5년 동안 분석한 회사들은 중복을 제외하면 510사로 나타남[21]

○ 본 조사는 회사(이사회)에서 추천한 후보들 중 회사 가치 훼손한 이력이 있는 후보들을 조사하는 것이 본 목적이므로 경영진 제안 안건으로 조사 대상을 한정함

○ 안건의 집계 방식은 회사가 안건을 공시한 방식과 다를 수 있음

- 가령, 이사 선임 시 회사는 여러 명의 후보를 한 개의 안건에 상정할 수 있으나, 분석에서는 후보별로 안건이 상정된 것으로 간주하여 총 집계 안건 수가 늘어날 수 있음

○ 또한 이러한 안건들이 상정된 이후 주주총회 결과(가결 여부 등)를 추가적으로 조사하여 회사 가치를 훼손한 이력이 있는 임원이 재선임에 성공하는 비율을 조사함

□ 본 조사에서 임원이 회사 가치 훼손 이력이 있다고 본 경우는 ①횡령·배임, 미공개 중요정보의 이용, 분식회계 등 직·간접적으로 주주권익을 훼손하였다고 판단되는 경우와 ② 앞선 행위들로 인하여 사법적·행정적 제재(과징금 부과, 벌금·징역형 등)를 받은 경우로 봄

□ 이사 선임 안건은 대표이사, 사내이사, 기타비상무이사, 사외이사, 감사, 감사위원 선임 안건을 지칭함

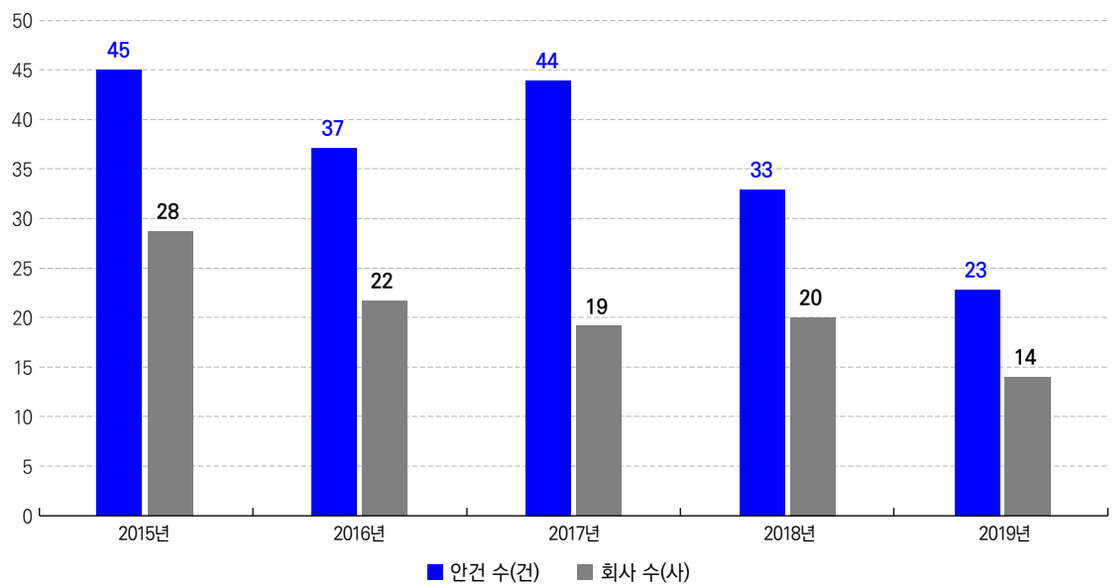
19) 연합뉴스, 2019.06.12., “KCGI "조현민 복귀, 책임경영 원칙에 반해…깊은 유감"”
20) 2019년의 경우, 조사 시점에도 임시주주총회가 지속적으로 개최되고 있어 데이터 취합의 편의를 위해 임시주주총회는 조사 대상에서 제외하고 정기주주총회에 한하여 검토함
21) 주로 민간 자산운용사가 의뢰한 회사들의 수이며, 국민연금공단만 의뢰한 회사는 제외함

최근 5년간 회사 가치 훼손 이력이 있는 임원의 후보 상정 현황

□ 이사 선임 안건 중 KCGS가 '회사 가치(주주권익) 침해', '행정적·사법적 제재를 받은 이력 존재'를 사유로 반대한 안건들을 집계하였을 때, 안건 수는 연간 평균 약 36건, 회사 수는 약 20여사였으며 전체 68사 중 41사(60.3%)는 기업집단 소속 회사들이었음

○ 한편, 2015년부터 2018년까지 임시주주총회 안건을 포함한 안건 수의 연간 평균은 약 40건 이었음

[그림 1] 최근 5년간 후보의 회사 가치 훼손을 이유로 반대한 안건과 회사 수



〈표 2〉 최근 5년간 후보의 회사 가치 훼손을 이유로 반대한 안건과 회사 수

	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년*	계
안건 수 (건)	45	37	44	33	23	182
회사 수 (사)	28	22	19	20	14	68

* 2019년의 수치는 임시주주총회를 포함하지 않은 수치로, 다른 해의 수치와 비교하는 경우 주의 필요

□ 5년 동안 회사들이 회사 가치 훼손 이력이 있는 후보를 얼마나 상정하였는지 살펴보았을 때, 1인의 후보를 상정한 회사는 26사로 전체의 38.24%였으며, 2인의 후보를 상정한 회사가 24사로 전체의 약 35.29%로 1-2인의 선임 안건을 상정한 회사가 대다수를 차지함

〈표 3〉 최근 5년간 회사 가치 훼손 이력이 있는 후보 안건을 상정한 회사 수

안건 수	1건	2건	3건	4건	5건	6건	7건	9건	10건	24건	계
회사 수 (사)	26	24	6	3	2	3	1	1	1	1	68
비율 (%)	38.24	35.29	8.82	4.41	2.94	4.41	1.47	1.47	1.47	1.47	100

□ 그러나 이러한 안건을 상정한 횟수는 1건에서 24건으로 회사마다 상이한 것으로 확인되었으며, 다수의 후보들은 회사 가치 훼손 이력으로 인한 행정적·사법적 제재 이력 외에 장기연임, 중요 이해관계자의 특수관계인이라는 점이 반대 사유로 추가되기도 함

○ 한 상장사 A의 경우 5년 동안 회사 가치 훼손 이력이 있는 후보를 임원으로 상정한 안건의 개수가 24개로 집계되었는데, 회사가 상정한 후보들 중에서는 횡령 및 배임, 분식회계 사건과 연루되어 있는 후보도 있었으며, 재상정된 후보들에는 회사의 오너 일가의 구성원이 다수 포함되어 있음

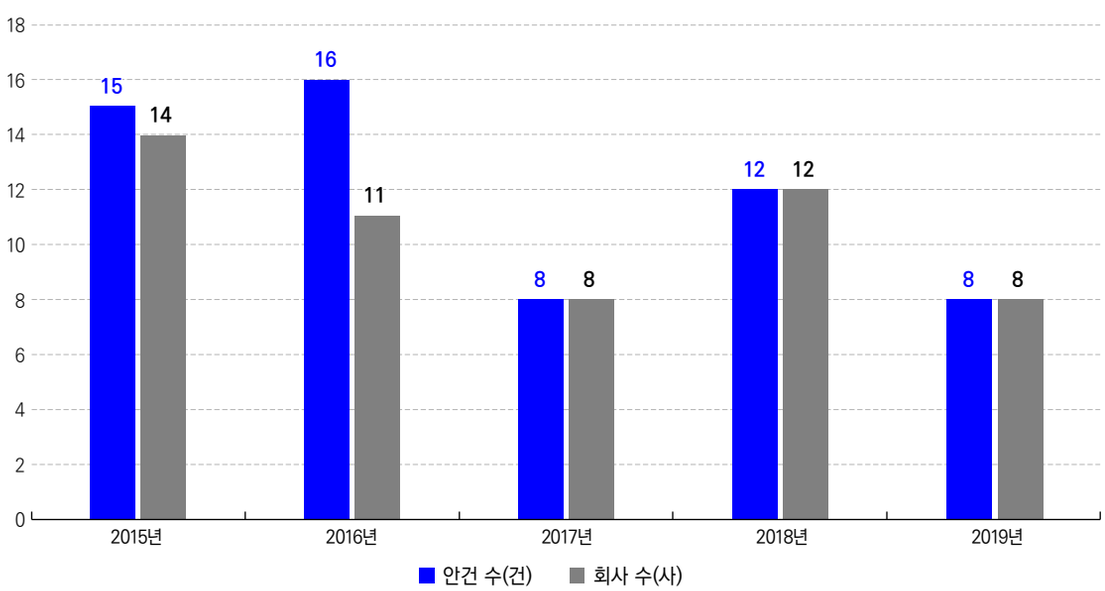
○ 안건 상정 횟수가 10개, 6개, 6개로 집계된 상장사 B, C, D는 같은 기업집단에 포함되어 있었는데 위의 경우와 마찬가지로 회사의 오너 일가의 구성원 일부가 동일 집단 계열사에 이사로 재상정되는 경우를 볼 수 있었음

최근 5년간 행정적, 사법적 제재를 받은 임원의 후보 상정 현황

□ 한편, 회사 가치 훼손 이력으로 반대한 후보들 중에서 행정적·사법적 제재를 받은 후보 안건만을 추려 조사해본 결과, 최근 5년간 이러한 안건이 상정된 개수는 59건, 회사는 38사였음

○ 이러한 후보들을 별개로 살펴보는 이유는 행정적·사법적 제재 이력이 있는 후보가 재상정되는 것은 주주 권익 침해 측면에서 중대한 사안일 수 있기 때문임

[그림 2] 최근 5년간 후보의 행정적, 사법적 제재 이력을 이유로 반대한 안건과 회사 수



〈표 4〉 최근 5년간 후보의 행정적, 사법적 제재 이력을 이유로 반대한 안건과 회사 수

	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년*	계
안건 수 (건)	15	16	8	12	8	59
회사 수 (사)	14	11	8	12	8	38

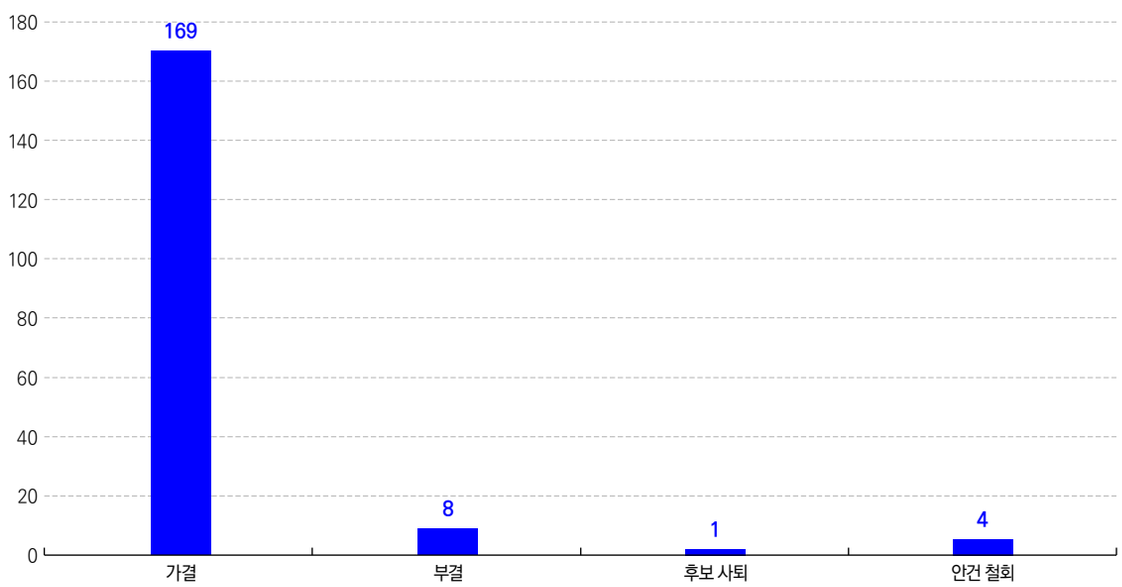
* 2019년의 수치는 임시주주총회를 포함하지 않은 수치로, 다른 해의 수치와 비교하는 경우 주의 필요

최근 5년간 회사 가치 훼손 이력이 있는 임원의 선임 안건 결과

□ 앞서 제시한 안건들이 주주총회에서 가결, 부결된 비율을 조사한 결과, 약 92.9%가 가결되어 회사 가치 훼손 이력이 있는 후보들이 대체로 주주총회에서 무리 없이 선임됨을 확인함

○ 5년 동안 부결된 안건은 8건으로 전체의 4.4%에 불과하였으며, 후보가 자진 사퇴하거나 회사에서 직접 안건을 철회한 경우는 각각 1건, 4건에 불과했음

[그림 3] 최근 5년간 회사 가치 훼손 이력이 있는 후보를 상정한 안건의 주주총회 결과



〈표 5〉 최근 5년간 회사 가치 훼손 이력이 있는 후보를 상정한 안건의 주주총회 결과

	가결	부결	후보 사퇴	안건 철회
안건 수 (건)	169	8	1	4
비율 (%)	92.9	4.4	0.5	2.2

□ 그 중 행정적·사법적 제재 이력이 있는 후보들이 실제로 주주총회에서 받은 찬성·반대 표결 비율을 확인해본 결과, 회사 가치 훼손 이력으로 언론을 통해 논란이 된 한 후보의 경우에는 반대 비율이 49.3%로 눈에 띄게 높게 나타남

○ 찬성·반대 표결 결과는 이번 2019년 정기주주총회에서 회사들이 공시한 지배구조보고서[22]를 참고함

○ 회사 가치 훼손의 이력으로 논란이 된 후보는 실제로 주주총회장에서 반대 표결을 더 많이 받았으나, 결과적으로 안건을 부결시키지 못해 주주들의 투표가 무색해짐

○ 그러나 한 상장사의 후보 반대율이 거의 50%에 육박한 것을 확인했을 때, 언론 보도를 통해 대표이사나 사내이사의 위법 행위가 논란이 되는 경우 실제로 주주들의 반대 표결을 과반수에 가깝게 이끌 수 있음을 확인함

〈표 6〉 회사가치 훼손 이력이 있는 후보들의 2019년 정기주주총회 안건 표결 결과

기업	안건	찬성 비율	반대 비율
가	사내이사 선임의 건	90.6%	9.4%
나	사내이사 선임의 건	75.9%	24.1%
다	사내이사 선임의 건 (안건 통합*)	69.0%	31.0%
라	사내이사 선임의 건	미공시 (금융회사)	
마	사내이사 선임의 건	73.1%	26.9%
바	**사내이사 선임의 건**	**50.7%**	**49.3%**

*회사가 개별 이사별로 안건을 상정하지 않고 통합하여 개별 이사에 대한 표결 결과를 확인할 수 없음

소결

□ 회사의 가치를 훼손하거나, 이로 인해 행정적·사법적 제재를 받은 이사가 회사의 주요 경영 책임자로 재선임 되는 것은 책임경영의 측면에서 바람직하지 못하다 할 수 있음

○ 후보 개개인의 윤리성이나 도덕성에 관한 문제에 앞서 동 후보가 과거에 주주권익에 피해를 미치는 경우가 발생하였다면, 주주의 입장에서는 그러한 후보가 경영에 다시 참여하는 것을 부정적으로 바라볼 여지가 충분함

○ 한편, 이렇게 회사 가치를 훼손한 이력이 있는 후보가 동일 집단 내 다수의 기업 임원으로 반복적으로 선임되거나 일정 기간 뒤 주요 책임자로 경영에 재참여하는 것은 문제가 됨

22) 유가증권시장 공시규정 제24조의2에 따라 자산 2조원 이상인 기업은 지배구조보고서를 발간해야함

□ 최근 5년간 상정된 이사 선임 후보 안건들을 종합하였을 때, 이러한 후보들이 안건으로 재상정되는 경우가 빈번한 것으로 나타났으며, 대부분의 안건들이 실제로 가결되어 주주들의 반대 표결이 실제로 영향력을 미치지 못함을 확인함

○ 회사 가치 훼손 이력이 있거나 후보가 직접적으로 잘못된 경영으로 행정적, 사법적 제재를 받은 것이 확인된다면, 기관투자자들을 비롯한 주주들은 이러한 상황에 대한 의견을 적극적으로 표명해야 함

○ 반면, 언론 보도를 통해 위법 행위 등이 논란이 된 후보의 경우 실제로 주주총회에서 반대 비율이 매우 높게 집계된 것을 볼 때, 이러한 범법 행위에 대한 문제를 지적하는 언론의 역할도 매우 중요하다고 봄

국내 유가증권시장 상장기업의 차등배당 실시 현황

박 동 빈 연구원 (dbpark@cgs.or.kr)

▶국내 기업의 낮은 배당성향을 개선하기 위한 대안으로 차등배당이 주목받고 있음

▶이에 국내 유가증권시장 상장기업을 중심으로 차등 배당 실시 현황을 살펴본 결과, 2019년 차등배당을 실시한 기업은 전체의 2% 미만 (11개사)으로 나타남

▶지난 5년간 유가증권시장 상장기업 중 차등배당을 실시한 이력이 있는 기업들을 대상으로 살펴본 결과 대체로 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 높았으며, 차등배당을 새로 도입한 기업들의 경우 대부분 전년도 대비 영업이익 감소를 보임

▶한편, 차등배당을 실시하는 개별 기업의 사례를 세부적으로 살펴본 결과, 배당 제외 또는 적은 배당을 하는 대상에서 최대주주의 특수관계인 포함 여부가 상이하였으며, 경영실적 악화 수준이 심각한 경우 무배당보다 차등배당을 실시하는 것이 장기적인 기업가치 제고를 위한 의사 결정인 지에 대한 의문이 제기될 여지가 있음

▶차등배당은 일반적으로 주주환원 차원으로 볼 수 있겠으나, 시행 여부에 따른 일률적인 판단을 내리기 보다는 개별 기업의 주주구성, 차등배당 대상, 경영성과 등 다양한 요소들을 종합적으로 검토해 볼 필요가 있음

▶주주평등원칙에도 불구하고 예외적으로 시행되고 있는 차등배당이 본 취지에 따라 정착될 수 있도록 앞으로 기업들의 자발적인 참여와 더불어 규제 당국의 적절한 규율이 뒷받침되어야 할 것으로 생각됨

서론

□ 배경

○ 2016년 국내 스튜어드십 코드 도입과 더불어 기업의 주주환원 정책에 대한 관심이 증가하는 추세이며, 그 중에서도 기업의 배당 정책에 관한 이슈는 매년 언론으로부터 주목받음

- 그러나 국내 기업의 배당성향은 여전히 타국가에 비해 낮은 수준을 벗어나지 못하고 있으며[23][24], 이에 따라 국민연금 등의 기관투자자가 배당 확대 제안을 지속하는 추세임

23) 2017년 기준, 한국 17.53%, 영국 56.87%, 미국 35.35%
24) 경향신문, 2019.02.19. "상장사, 배당 늘리지만… 글로벌 수준엔 아직 못 미친다"

- 지난 2월 남양유업이 대주주에게만 혜택이 집중된다는 이유로 국민연금의 배당확대 제안을 거부함에 따라, 이를 해소할 수 있는 대안으로서의 차등배당 이슈가 부각됨[25]

○ 배당가능재원이 적은 상황에서도 주주권리보호, 이익잉여금 처분 등 다양한 이점을 누릴 수 있음에도 불구하고 차등배당 실시 기업은 많지 않음

- 이에 국내 유가증권시장 상장기업을 중심으로 차등배당 실시 현황 및 해당 기업들의 특징을 살펴보고자 함

차등배당의 정의 및 관련 연구

□ 차등배당의 정의

○ 대주주와 소액주주에게 다른 배당률을 적용하는 것으로, 우리나라 기업의 특수한 배당 형태임[26]

- 주주평등주의 원칙에 위배되어 상법상 인정되지 않으나, 대주주가 본인 배당금의 전부 또는 일부를 포기하여 기타 소액주주에게 양도하는 방식으로, 판례로 인정 (1980.8.26 선고, 80다1263 판결) - 소액주주에게 유리하게 차등배당하기로 한 주주총회 결의는 대주주가 자발적으로 배당 권리를 포기하거나 양보하는 것이므로 유효하다고 판시함
- 즉, 차등배당은 법률상 허용된 것이 아닌, 회사가 지급하는 '배당'의 형식을 취하고 있을 뿐 실질적으로는 배당이 확정된 구체적 이익배당청구권의 포기로 인한 무상 증여에 해당함[27]

○ 편법적인 증여의 수단으로 이용된 바 있었으나, 2016년 법개정[28]으로 증여세와 소득세 중 금액이 큰 쪽으로 적용받게 되어 증여 목적으로 유용될 여지가 줄어듦

- 특히 소유권이 분산되어있고 일정한 규모를 갖춘 유가증권시장 상장기업의 경우 차등배당을 통한 편법증여의 유인 및 그에 따른 가능성이 크지 않음
- 더불어 차등배당을 시행하는 상장기업 다수가 최대주주뿐 아니라 최대주주의 특수관계인도 배당에서 제외하거나 소액주주보다 적은 금액을 배당한다는 점에서 기업들의 차등배당 시행 취지가 편법증여보다는 주주환원의의 측면에 가까울 것으로 판단됨
- 그러나 차등배당 실시기업 중에서 최대주주의 특수관계인을 배당 제외 또는 적은 배당률을 적용하는 대상에 포함 시키지 않는 경우가 존재하고, 개별 기업의 경영 상황에 따라 차등배당을 시행하는 유인에는 일부 차이가 있을 것으로 생각됨

25) MTN, 2019.02.12. "국민연금 배당확대 제안 뿌리친 남양유업, 반대 논리는 변명 수준"
한국경제, 2019.02.21. "개미엔 배당금 더 드려요"... 차등배당주 눈길
이데일리, 2019.03.27. "대주주 559원 vs 소액주주 690원...'차등배당' 속속 도입"
26) 김성민과 정진호, 1997. "대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 동기에 관한 연구", 「재무관리연구」, 제 14권 3호, pp.57-72
27) 최준영과 박종수, 2018. "초과배당에 따른 이익의 증여에 관한 연구" 「조세법연구」, 제 24권 2호, pp.173-210
28) 상속세 및 증여세법 시행규칙 제40조의3 신설사항, 소득세법 제42조의2 개정사항 참조

○ 이에 기존 문헌에서 제시한 기업의 차등배당 시행 동기에 대해 살펴보고, 이를 참고하여 문헌에서 제시한 이론들이 지난 5개년 간 차등배당 실시기업의 사례에 적용될 수 있는지, 해당 기업들이 실시한 차등배당이 주주환원의 측면으로 평가될 수 있을지를 살펴봄

□ 차등배당 실시 동기에 관한 기존 연구

○ 차등배당을 실시하는 기업의 수가 매년 10사 내외로 그 숫자가 작은 만큼 차등배당에 대한 논의도 제한적으로 이루어졌으며,[29] 주제는 차등배당 시행 목적 및 효과가 주를 이룸

〈표 1〉 기존 연구에서 제시한 차등배당 유인

종류	설명
배당재원가설	- 기업의 수익이 모든 주주들에게 기존과 비슷한 수준의 배당금을 지불할 정도로 충분치 않은 경우 기업이 차등배당을 실시할 유인 생성 - 기업의 이익이 감소하였을 때 최대주주 등에 대한 배당금을 감소함으로써 주식시장의 한계투자그룹을 형성하고 있는 소액주주들에게는 이전과 비슷한 크기의 안정적인 배당금 지급 (주주 이탈 방지, 장기 투자자 확보) - 배당가능이익의 크기가 작을수록, 최대주주 등 지분율이 높을수록 차등배당 확률 상승
한계소득세율 가설	- 국내 과세 제도가 대주주들에게 적은 배당을 지급하는 동인으로 작용 - 소액주주는 배당소득에 따른 분리과세, 대주주는 종합과세를 적용하므로 대주주 배당소득이 높은 종합과세율을 적용하는 한계소득 수준인 경우 차등배당 선호 유인 상승 - 대주주 지분율 클수록 차등배당 확률도 높음
기타	- 소액주주에 대한 보상 (주주환원) 차원 - 높은 금액인 일반 주주의 배당금을 시가 배당률 기준으로 삼기 때문에, 적은 비용으로 시가 배당률을 올리는 효과 - 시가배당률 증가로 정부 및 기관투자자의 배당 확대 요구 대응할 수 있고, 재무 건전성과 최대주주의 성장 비전에 대한 신호 효과 기대 가능

○ 한편, 2000년대 이후에는 차등배당에 대한 연구 혹은 차등배당 실시기업에 대한 분석이 거의 이루어지지 않았고. 매년 언론사에서 개별 기업의 차등배당 시행 여부에 대한 단편적인 보도 형태로 다루어옴

○ 이에 차등배당 실시기업의 특징 및 차등배당 대상 등에 대한 구체적인 분석이 필요하다고 판단되어 본 보고서에서 이를 시행함

29) 김성민과 정진호, 1997. "대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 동기에 관한 연구", 「재무관리연구」, 제 14권 3호, pp.57-72,
정균화, 1997. "우리나라 상장기업의 차등배당에 대한 이해", 「재무관리연구」, 제 14권 3호, pp.231-261,
김성민, 2000. "우리나라 상장기업의 차등배당에 관한 경영자 인식", 「재무연구」, 제 13권 1호, pp.63-98 등

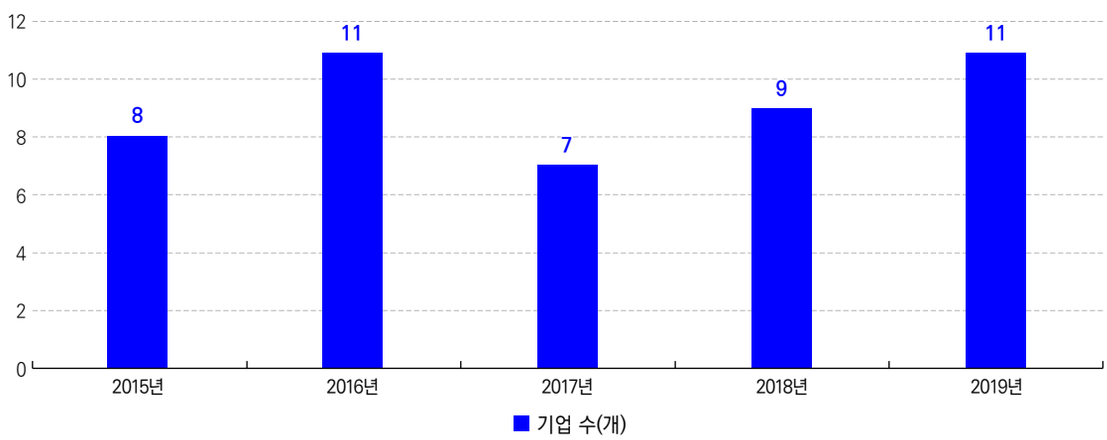
차등배당 실시 기업 현황 및 특성

□ 차등배당 실시 현황

○ 2015년부터 2019년까지 지난 5개년간 국내 유가증권시장 상장기업 700여 개사의 차등배당 실시 현황을 살펴봄[30)]

- 유가증권시장 상장기업 중 차등배당 시행 기업 수는 2017년 감소했다가 점차 증가하는 추세임 ([그림 1] 참고)

[그림 1] 유가증권시장 차등배당 실시 기업 현황



- 지난 5개년간 조사대상기업 중 3개사는 5회, 1개사는 4회, 2개사는 3회, 나머지 기업은 1-2회의 차등배당을 실시함

○ 조사대상기간 동안 차등배당을 실시했던 기업들의 대주주/소액주주별 주당배당금 현황은 다음과 같음

〈표 2〉 차등배당 실시 기업 주당배당금 현황

No.	기업명[31)]	연도	대주주 주당 배당금(원)(A)	소액주주 주당배당금(원)(B)	차액(원)(B-A)	비율 (B/A)
1	A	2015	431	762	331	1.8
		2016	491	869	378	1.8
		2017	540	956	416	1.8
		2018	540	956	416	1.8
		2019	567	1004	437	1.8
2	B	2016	100	150	50	1.5

30) 조사대상기업의 자료는 DART 사업보고서 및 배당공시, TS2000을 통해 수집함
31) 주제와 관련된 논의 자체에 집중하기 위해 기업 실명은 언급하지 않고 알파벳(A~U)으로 대체함

No.	기업명[31]	연도	대주주 주당 배당금(원)(A)	소액주주 주당배당금(원)(B)	차액(원)(B-A)	비율 (B/A)
3	C	2017	750	800	50	1.1
		2018	900	1000	100	1.1
		2019	1200	1350	150	1.1
4	D	2015	0	150	150	-
		2016	100	150	50	1.5
		2017	100	150	50	1.5
5	E	2015	150	250	100	1.7
		2016	0	25	25	-
		2017	0	25	25	-
		2018	0	25	25	-
		2019	0	25	25	-
6	F	2015	100	200	100	2.0
		2019	100	200	100	2.0
7	G	2015	40	60	20	1.5
8	H	2016	130	150	20	1.2
9	I	2016	0	10	10	-
		2018	0	10	10	-
		2019	0	10	10	-
10	J	2015	0	100	100	-
11	K	2016	50	100	50	2.0
12	L	2016	280	300	20	1.1
13	M	2018	0	350	350	-
		2019	0	750	750	-
14	N	2019	0	150	150	-
15	O	2016	100	200	100	2.0
		2017	100	200	100	2.0
		2018	100	200	100	2.0
		2019	100	200	100	2.0
16	P	2015	250	300	50	1.2
		2016	350	400	50	1.1
		2017	250	350	100	1.4
		2018	1603	1653	50	1.0
17	Q	2018	210	600	390	2.9
		2019	210	650	440	3.1
18	R	2018	0	50	50	-
		2019	0	100	100	-
19	S	2016	0	50	50	-
		2017	0	50	50	-
20	T	2015	0	200	200	-
21	U	2019	0	100	100	-

- 차등배당 실시기업의 경우 대주주 대비 소액주주의 주당 배당금은 최소 1.1배에서 3.1배까지, 금액은 10원에서 750원까지 차이가 났으며, 총 차등배당 46회 중 18회는 대주주를 배당에서 제외함

○ 한편 차등배당을 실시하는 경우 그 대상에 있어서도 차이가 있었는데, 배당 제외 또는 적은 금액을 배당하는 대상에 따라 최대주주 1인 또는 2인, 최대주주 및 특수관계인으로 나누어볼 수 있음

- 특수관계인을 제외하는 경우, 배당금의 상당부분이 최대주주의 특수관계인에게 돌아간다는 점에서 최대주주가 배당 권리를 포기하여 조세의 부담을 회피할 가능성을 배제할 수 없음[32]
- 특히 경영실적이 악화된 상황에서 차등배당을 실시하는 기업이 배당 제외 또는 적은 배당을 받는 대상에 최대주주의 특수관계인을 포함하지 않는 경우 비판의 대상이 될 수 있음[33]

〈표 3〉 조사대상기업 차등배당 대상에 따른 분류

대상	기업
최대주주 1인 또는 2인	B, D, T, L, K, H, R
최대주주 및 특수관계인	A, F, G, I, J, M, S, P

○ 이렇듯 차등배당 실시 여부만을 놓고 긍/부정적 평가를 하기보다는 실시한 차등배당의 상세 내역이나 기업의 전체적인 경영 상황 및 산업이나 시장 내 전반적인 현황에 대한 고려가 필요함

○ 따라서 차등배당 관련 기존 연구에서 가장 유력한 유인으로 다루어진 배당재원가설, 한계소득세율 가설을 바탕으로 대주주 지분율, 경영성과 및 개별 기업 배당성향 추이 등을 살펴보고, 대표적인 사례의 기업들을 가지고 개별 case study를 진행하고자 함

□ 차등배당 실시 기업의 특성

○ 차등배당 실적이 있는 기업들의 지난 5년간 최대주주 및 특수관계인 지분율 평균은 50.8%로 2013년 유가증권시장 상장기업 최대주주 및 특수관계인 평균 지분율 43.9%[34]에 비해 약 7% 높은 것으로 나타남

- 최대주주 등의 지분율이 높은 기업이 배당을 실시하는 경우 최대주주 등에게 가해지는 높은 세금부담으로 인해 배당을 받을 실질적인 이익이 적거나 없어 차등배당을 실시할 동기가 된다는 한계소득세율가설을 간접적으로 뒷받침해주는 지표로 볼 수 있음

32) 최준영, 박종수, 2018, "초과배당에 따른 이익의 증여에 관한 연구", 「조세법연구」, 24(2), pp.173-210
33) 더팩트, 2019.03.07.. "'51억 적자' 토니모리, 배당 17억 중 11억 배해동 오너가 차지 논란"
34) 방문옥, "2014,유가증권시장 상장기업의 주주구성 현황", 「KCGS Report」, 제4권 19호

〈표 4〉 차등배당 미실시->실시 기업 영업이익 증감 내역

연도	기업명	영업이익 (천원)	전년대비 영업이익 증감
2015	B	2,150,384	-60%
2016	C	157,076,708	-4%
2018	F	-3,919,376	-906%
2016	H	2,294,119	-23%
2015	I	24,592,774	105%
2017	I	15,150,362	-25%
2015	K	12,163,475	-28%
2015	L	6,498,861	49%
2017	M	-17,014,155	-476%
2018	N	29,790,317	-9%
2017	Q	4,900,910	-98%
2017	R	1,912,946	-89%
2015	S	631,391	9%
2018	U	10,501,722	-67%

○ 2015-9년 사이에 균등배당 혹은 무배당을 실시하다 차등배당을 실시한 14개 케이스 (13개사) 중 11개 케이스는 차등배당 도입 직전 연도에 영업이익 감소를 보임

- 기업의 이익이 감소하였을 때 최대주주 등에게 지급되는 배당금을 축소하고 소액주주들에게는 이전과 비슷한 수준의 배당금을 지급함으로써 주주이탈을 방지하고 장기투자자를 확보하려 한다는 배당재원가설도 간접적으로 뒷받침한다고 볼 수 있음

Case Study

□ 기업 선정 기준

○ 배당 규모와 차등배당 대상을 기준으로, 총 3그룹으로 분류

- 차등배당 특징, 대표성 등을 고려하여 총 5개 기업 선정

〈표 5〉 Cae Study 기업 분류 기준

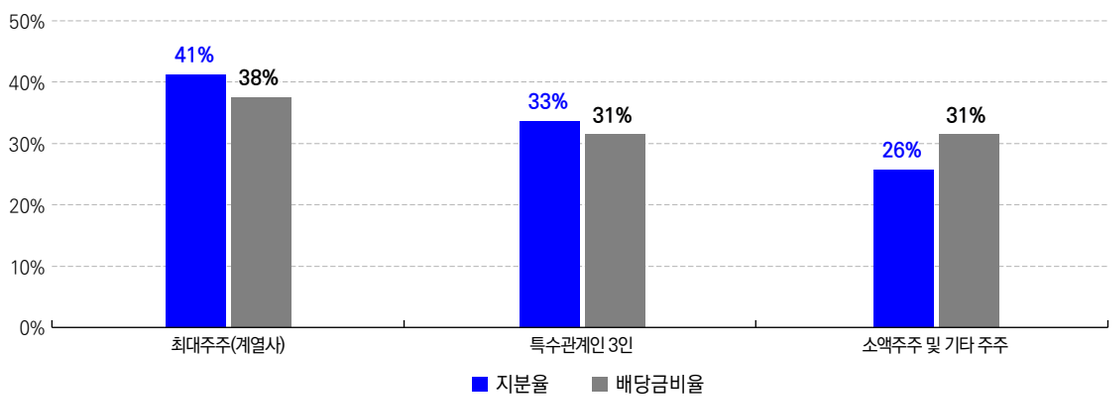
배당 규모 / 대상	최대주주 및 특수관계인	최대주주 (1인)
적은 배당	Group 1	Group 3
무배당	Group 2	

□ GROUP 1. 최대주주 및 특수관계인에게 적은 배당 지급한 기업

○ A기업

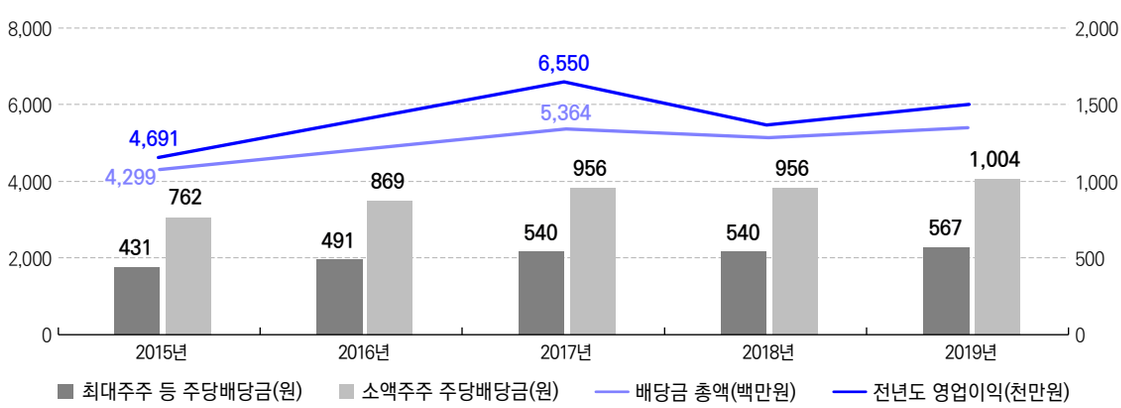
- 2014년부터 2019년까지 6년 동안 매년 차등배당 실시
- 대주주 지분율이 약 74%로 매우 높음

[그림 2] 2019년 A기업 주주 및 배당 현황



- 2019년 최대주주 및 특수관계인 주당배당금 567원, 소액주주 1,004원으로 소액주주가 최대주주 및 특수관계인보다 약 1.8배 많은 주당배당금을 받음
- 최대주주인 계열사를 제외한 개인 특수관계인의 배당금 총액은 약 16억원으로, 균등배당을 가정했을 때에 비해 약 12억원 적은 금액임

[그림 3] A 기업 영업이익 및 배당 추이



- 지난 5년간 소액주주가 대주주보다 주당배당금을 80% 더 많이 받는 구조를 유지하되, 대주주/소액주주 주당 배당금 및 배당금 총액은 대체로 영업이익 규모와 비례하여 매년 증감하여 안정적으로 차등배당 정책을 유지하는 사례로 볼 수 있음

□ Q기업

- 2017년 11월 인적분할을 통한 지주사 전환 후 차년도부터 차등배당을 도입함
- 2016년 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 28.45%에서 지주사 전환 이후 63.8%로 대폭 확대되었지만, 소액주주에게 약 3배의 주당배당금을 지급(최대주주 및 특수관계인 210원, 소액주주 650원)하는 차등배당으로 인해 최대주주 등의 배당금은 지주사 전환 이전(약 103억원) 보다 18억원 가량 감소함
- 최대주주 및 특수관계인의 배당금 규모를 종전과 유사한 수준으로 유지하기 위해 차등배당을 도입한 것으로 해석될 수 있음

〈표 6〉 2016-9년 Q기업 최대주주 등 지분율 및 배당 추이

연도	최대주주 등 지분율	대주주 배당금 총액(백만원)	대주주 주당 배당금	소액주주 주당 배당금
2015	28%	10195	6000	6000
2016	28%	10264	6000	6000
2017	28%	10230	6000	6000
2018	64%	8392	210	600
2019	64%	8392	210	650

□ GROUP 2. 최대주주 및 특수관계인 무배당 기업

○ E기업

- 2014년부터 6년 연속 차등배당을 실시하였으며, 최근 4년간은 최대주주 및 특수관계인에게 무배당함
- 2018 사업연도 기준 최대주주 및 특수관계인(8인)의 지분율은 약 39%
- 균등배당을 가정한 경우와 비교했을 때 2015년부터 최대주주 및 특수관계인이 매년 약 4억원의 배당을 포기함
- 2014-8년 사이 영업이익은 다소 큰 폭의 등락을 거듭했으나, 그에 비해 배당금 규모는 안정적으로 유지[35]하였고, 소액주주 주당 배당금도 4년간 매년 일정한 금액을 지급하여 일종의 신호효과를 기대한 것으로 해석해볼 수 있음

35) 2017년 자사주 처분으로 인해 소액주주 보유지분이 증가하였고, 전체 배당금 규모도 증가함
2015년 액면분할 (5,000원 -〉 500원) 시행

〈표 7〉 2015-2019년 E기업 배당금 지급 내역

	2015	2016	2017	2018	2019
대주주 주당배당금(원)	150	0	0	0	0
소액주주 주당배당금(원)	250	25	25	25	25
배당금 총액(천원)	374,096	157,251	199,615	**320,052**	**314,768**
전년도 영업이익	1,582,754	2,786,303	4,559,142	**7,210,225**	**976,778**

○ M기업

- 최대주주 지분율이 22.18%, 최대주주의 특수관계인의 지분율이 17.06%,, 계열회사 지분율은 6.04% 로 총 대주주 지분율이 절반 가량을 차지함
- 2016-7년까지는 균등배당(주당 750원)을 실시하였으나 2016년부터 이어진 경영실적악화로 2017년, 2018년 2년간 적자를 기록함
- 2018년 최대주주 및 특수관계인에게 무배당하는 차등배당 시행을 통해 배당금 총액을 전년도 대비 1/4 수준으로 축소함
- 기업의 이익이 감소하였을 때 대주주에 대한 배당금을 축소함으로써 소액주주들에게는 상대적으로 안정적인 배당금 지급을 지속하여, 주주이탈을 방지하고 장기 투자자를 확보하고자 한다는 '배당재원가설'에 부합하는 케이스로 볼 수 있음

〈표 8〉 2015-2019년 M기업 영업이익 및 배당금 지급 내역

	2015	2016	2017	2018	2019
대주주 주당배당금(원)	750	750	750	0	0
소액주주 주당배당금(원)	750	750	750	350	750
배당금 총액(천원)	3,594,346	3,640,814	3,640,814	941,646	1,987,400
전년도 영업이익(천원)	8,944,814	14,971,835	1,427,656	**-17,014,155**	**-27,956,062**

□ GROUP 3. 최대주주 1인에게만 적은 배당/무배당 한 기업

- 한편, 〈표3〉에서 살펴본 바와 같이, 차등배당은 시행 기업 중 최대주주의 특수관계인은 차등배당 대상에서 제외하여 소액주주와 동일한 배당을 받는 경우도 있음

○ R기업

- 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 66% 가량으로 매우 높음
- 2017년 영업 적자로 차년도 배당금 규모를 대폭 축소함
- 2018년 영업손실 50억, 2017년 영업손실 19억원을 기록했음에도 불구하고 최대주주

및 특수관계인에게 배당금 약 12억원을 지급하고자 하였으나[36] 비판 여론이 증가하여[37] 이후 최대주주는 배당에서 제외함[38]

〈표 9〉 2019년 R기업 주주 및 배당 내역

	지분율(%)	주당배당금	배당금(천원)	배당금비율(%)
최대주주	32.12	0	0	0
특수관계인 3인	34.01	100	600,000	50.1
소액주주	33.87	100	597,530	49.9

- 그러나 2017년에 비해 2018년에 더 큰 폭의 영업손실에도 불구하고 배당금 총 약 12억원으로 전년도 대비 6배가량 확대하였고, 최대주주의 특수관계인은 배당에서 제외하지 않아 결과적으로 최대주주를 제외한 특수관계인이 총 6억원 가량의 배당을 받음

〈표 10〉 2016-9년 R기업 영업이익 및 배당[39]

	2016	2017	2018	2019
최대주주 주당배당금	300	230	0	0
특수관계인 주당배당금	300	230	0	100
소액주주 주당배당금	300	230	50	100
배당금(천원)	3,528,000	4,056,706	291,157	1,182,315
전년도 영업이익(천원)	17,437,986	17,639,125	-1,912,946	-5,036,328

- 상법에서 예외적으로 차등배당을 허용하는 취지는 소액주주환원, 기업 재무구조 개선 등 차등배당이 발휘할 수 있는 순기능에 있다고 할 수 있음[40]
- 그러나 R기업의 사례와 같이 기업의 경영 실적 악화에도 불구하고 배당금 전체 규모를 큰 폭으로 늘림과 동시에 차등배당 대상에서 최대주주의 특수관계인을 제외하지 않는다면 차등배당의 순기능을 제대로 발휘하는 경우라고 보기 어려울 수 있음

36) 현금·현물 배당 결정 공시, 2019.02.14
37) 더팩트, 2019.03.07 ‘‘51억 적자’ 토니모리 배당, 17억 중 11억 배해동 오너가 차지 논란’
38) 현금·현물 배당 결정 공시, 2019.03.12
39) 2015년 7월 유가증권시장 상장기업이므로 조사 범위를 상장 이후로 함
40) 최준영, 박종수, 2018, “초과배당에 따른 이익의 증여에 관한 연구”, 「조세법연구」, 24(2), pp.173-210

소결

○ 주주권리보호에 대한 관심이 커짐에 따라 2017년 이후 차등배당 실시 기업의 수는 조금씩 증가하고 있는 추세이며, 소액주주 권리보호 차원에서 기업이 실시하는 차등배당에 대한 언론의 관심도 커지고 있지만 여전히 전체 유가증권시장 상장기업의 2% 미만 기업만이 차등배당을 실시하고 있는 상황임

○ 차등배당이 주주가치 제고 방안으로 적합한지 여부를 논의하기 위해서는 기업의 실제 사례에 대한 분석이 필요하다고 판단되어 차등배당 실시 기업의 세부적인 특징 및 일부 기업의 개별 사례를 살펴봄

- 지난 5년간 유가증권시장 상장기업 중 차등배당을 실시한 이력이 있는 기업들을 대상으로 살펴본 결과 대체로 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 높았으며, 차등배당을 신규 도입한 기업들의 경우 대부분 전년도 대비 영업이익 감소를 보임
- 기존 연구에서 주장한 내용 중 최대주주 및 특수관계인의 세금부담이 높아짐에 따라 최대주주 등의 지분율이 높을수록, 그리고 배당가능재원이 적을수록 차등배당을 실시할 유인이 된다는 부분을 뒷받침함
- 한편, 개별 기업 사례를 살펴본 결과 차등배당 대상이 상이하였고 특히 경영실적 악화 수준이 심각한 상황에서 차등배당 대상에 최대주주의 특수관계인을 제외하지 않은 경우도 일부 발견됨

○ 차등배당은 일반적으로 주주환원 차원으로 볼 수 있겠으나, 시행 여부에 따른 일률적인 판단을 내리기보다는 개별 기업의 주주구성, 차등배당 대상, 경영성과 등 다양한 요소들을 종합적으로 검토해 볼 필요가 있음

○ 주주평등원칙에도 불구하고 예외적으로 시행되고 있는 차등배당이 본 취지에 따라 정착될 수 있도록 앞으로 기업들의 자발적인 참여와 더불어 규제 당국의 적절한 규율이 뒷받침되어야 할 것으로 생각됨

Global News

1. GPIF·EIB, 그린·소셜 및 지속가능 채권 투자를 증진하기 위한 이니셔티브 발족

□ 일본 공적연기금(Government Pension Investment Fund, 이하 GPIF)은 ESG 요소를 채권 투자에 통합하는 것을 증진하는 자본시장 협력을 강화하기 위해 유럽 투자은행(European Investment Bank, 이하 EIB)과 파트너십을 체결하였다고 밝힘[41)]

○ EIB는 기후변화 완화를 위한 Climate Awareness Bonds(CABs)와 환경과 사회적 목적을 위한 Sustainability Awareness Bonds(SABs)를 발행함

- CABs와 SABs는 국제자본시장협회(International Capital Market Association, ICMA)가 제정한 '그린본드 원칙'과 '지속가능채권 가이드라인'에 부합함[42)]

□ GPIF의 최고투자책임자(CIO)인 히로 미즈노는 유럽은 지속가능 금융과 관련해 선도적인 위치를 차지하고 있으므로 GPIF는 시장 개선에 대한 EIB의 전문성을 중요하게 생각하며 동 파트너십을 기화로 대화를 계속해 나갈 것을 기대한다고 밝힘

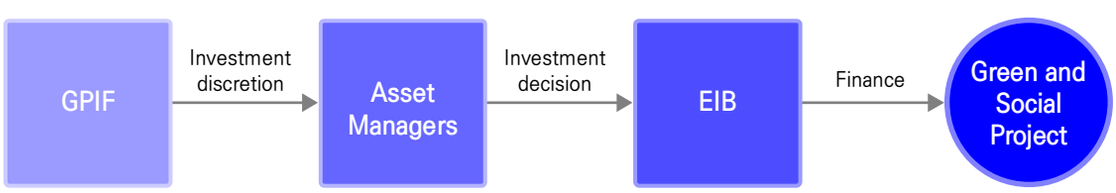
○ GPIF는 모든 자산 운용자에 대해 투자 분석 및 의사 결정에 ESG를 통합할 것을 요구하며, 채권 투자에 ESG를 통합하는 직접적인 방법 중 하나로 그린, 소셜 및 지속가능 채권(CABs, SABs)의 매입을 고려하게 됨([그림 1] 참조)

□ 베르너 호이어 EIB 대표 역시 국경을 넘나드는 장기적인 지속가능 투자에 대한 일관된 유형 및 비교 가능한 영향 측정의 중요성을 강조하고 지속가능 금융의 명확성을 지원하기 위한 파트너십의 시작에 대해 기대감을 표함

○ 동 파트너십을 통해 세계 최대 연기금과 초국가 발행자가 협력함으로써 채권에의 ESG 통합이 진일보 할 것으로 예상됨

- 특히 GPIF는 민간 기관투자자들이 ESG 요소를 채권 투자에 통합하도록 도모하기 위한 중요한 파트너이며, 이번 파트너십은 업계에 강력한 신호가 될 것으로 기대된다고 밝힘

[그림 1] GPIF의 투자 계획



출처: GPIF

41) GPIF, 2019.6.28., "GPIF and EIB launch initiative to promote Green, Social and Sustainability Bonds", [https://www.gpif.go.jp/en/investment/esg/eib.html]
42) ICMA's Principles and Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds, [https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/]

2. 행동주의 펀드 Amber Capital[43], 그리스 기업에 지배구조 개선 요구[44][45]

□ 영국의 행동주의 헤지펀드 Amber Capital가 지난 6월 12일 그리스의 최대 통신기업 OTE (Hellenic Telecommunications Organization S.A.)[46]의 정기주주총회에서 기업의 지배구조 개선 요구에 나섬

○ Amber Capital은 OTE에 2%의 지분을 보유한 주주로, 정기 주주총회에서 OTE가 독립적인 사외이사를 선임할 것을 요구함

□ 그리스 기업의 지배구조 문제

○ 2009년경부터 심각한 경제위기를 겪은 그리스는 구제금융 이후 은행에 대대적인 구조조정 및 지배구조 개편을 단행했지만, 비금융사의 지배구조 개편은 상대적으로 등한시함[47]

○ 이에 그리스는 기업지배구조 모범사례 안내, 기업의 주주에 대한 이해 증진 등을 주요 목적으로 기업지배구조 모범규준을 2011년에 공표함[48]

○ 그러나 이사회의 독립성, 다양성 및 전문성 부족 등 그리스 기업의 지배구조 문제는 크게 개선되지 않아 시급한 당면 과제로 제기되어옴[49]

- 일례로 지난해 그리스 명품 주얼리 기업 Folli Follie가 아시아 지역 매출을 8억 5천 유로 가까이 부풀리고 2억 5천여 유로의 현금 보유액을 허위로 기재한 사실이 드러났으나 감사위원회는 그간 아시아 지역 매출에 대한 어떤 회계 부정도 보고하지 않아 기업과 이사회가 정부 당국으로부터 약 400만 유로의 벌금을 부과받음

□ OTE의 기업지배구조 문제

○ OTE는 그리스 기업지배구조 코드(Hellenic Corporate Governance Code, 이하 HCGC)에 대한 미준수 사항을 다음과 같이 밝힌 바 있음[50]

- HCGC에 따르면 총 10인으로 구성된 OTE의 이사회 중 최소한 4인이 사외이사로 구성되어야 하지만, 2인의 사외이사밖에 선임되지 않음
- 이사회는 이사 선임 시 해당 후보가 독립성 요건을 충족하는지 별도로 심사하지 않음

43) 2005년 Joseph Oughourlian에 의해 설립된 헤지펀드사로, 남유럽 국가 기업들에 대한 투자를 위주로 2018년 6월 기준 18억 달러 규모의 자산을 운용하고 있음 (http://www.ambercapital.com/)
44) Financial Times, 2019.06.10. "Greece's OTE faces activist push for board change"
45) Telegraph, 2018.07.21. "Corporate governance is Greece's final frontier and the root of its tragedy"
46) 자산총액 71억 유로, 직원 30,000명 규모의 그리스 최대 통신 기업이며, 국영기업에서 1996년 민영화되어 그리스 및 영국 증권거래소에 상장되어 현재 Deutsche Telekom 이 최대주주로 있음
47) Reuters, 2018.08.21. "Independence day"
48) 이후 2013년 Hellenic Corporate Governance Council에 의해 개정됨
49) Chris et al., 2014.「Procedia Economics and Finance」"Corporate Governance in Practice. The Greek Case"
50) 2017 Annual Financial Report, OTE

- 이사 선임과 관련된 이사회내 위원회가 별도로 설립되어있지 않음
- 감사위원회와 별도로, 이사회 구성원 및 의장의 효율성에 대한 평가 절차가 마련되어있지 않음
- 신임 이사에 대하여 기업의 상황에 대한 간략한 소개 이외에 체계적인 교육 프로그램이 부재함

○ 그러나 이번 정기주주총회에서 OTE의 최대주주 Deutsche Telekom가 Eelco Blok, 전 KPN[51] 대표이사 1인만을 신임 사외이사 후보로 상정해 Amber Capital 측이 이에 대한 이의를 제기함

□ Amber Capital의 OTE에 대한 요구사항

○ Telefónica Brasil의 전직 임원인 Alberto Horcajo를 사외이사 후보로 추천함
- Alberto Horcajo의 사외이사 선임은 의결권 자문사 ISS로부터 지지받음

○ 더불어 Amber Capital 측은 OTE가 8년간의 그리스 국가 경제침체라는 매우 어려운 시장 상황에 잘 대처해왔지만 기업지배구조 문제는 시급하게 해결되어야 할 부분이라고 밝힘
- 특히 사외이사가 10년 이상 장기연임[52]하는 등 이사회의 독립성과 감사위원회의 전문성을 문제 삼았으며, 소수주주 입장에서 지배주주(Deutsche Telekom) 측으로부터 지원받지 않는 독립적인 부의장이 선출되는 것이 바람직하다는 의견을 피력함

○ Amber Capital의 요구사항이 받아들여지는 경우 그리스 최대 상장기업 중 하나인 OTE의 기업지배구조 개선은 그리스 내 다른 기업들의 선례가 될 것으로 기대되었으나, 주주총회 결과 Alberto Horcajo가 아닌 지배주주 측 후보 Eelco Blok이 신임 사외이사 겸 이사회 부의장으로 선임됨

51) 자산총액 130억 유로 규모의 네덜란드 통신기업
52) Panagiotis Tabourlos 사외이사가 2004년부터 14년간 사외이사직을 연임함

KCGS Report 제9권 7호

발 행 일 : 2019년 7월 31일
발 행 인 : 신 진 영
발 행 처 : 한국기업지배구조원
서울시 영등포구 여의나루로 76
TEL : 02-3775-3339 www.CGS.or.kr
제 작 : 경성문화사 02-786-2999
등록NO : 영등포, 다 00026