

ESG INSIGHT

17-2

DATE 2017.12.11.

자료문의 ESG 분석2팀 책임투자파트

담당자 방문옥 선임연구원 (moonoki@cgs.or.kr)

박성식 연구원 (sspark0716@cgs.or.kr)

지배주주-소수주주의 이해상충이 배당정책에 미치는 영향

주주 간 이해상충과 배당정책의 관계에 대한 학설

- 지배주주와 소수주주 사이에 발생하는 이해상충과 기업 배당정책의 관계에 대해서는 두 가지 대립되는 가설이 있음
 - 『기회주의 가설(Opportunistic Hypothesis)』에 따르면, 지배주주의 사익편취 행위는 기업의 배당 여력을 축소시켜 결과적으로는 기업의 배당성향이 감소하게 됨
 - 사익편취 행위는 일감몰아주기나, 과도한 보상을 지급하는 등의 형태로 나타남
 - 일감몰아주기의 사례를 들면, 지배주주가 편취하는 사익은 대부분 지배주주에게 귀속되지만, 사익추구행위에 요구되는 비용은 일감을 몰아주는 기업의 모든 주주가 부담하게 되므로 이해상충이 심할수록 지배주주의 사익편취 유인은 증가함
 - 『이해상충 완화 가설(Conflict-reducing Hypothesis)』은 지배주주가 소수주주와의 이해상충 관계로 인해 발생하는 부정적 신호나 명성위험을 완화하기 위해 배당을 활용함
 - 지배주주는 배당을 확대하여 과실을 나누고 사익편취를 위한 현금흐름을 감소시킴으로써, 명성위험을 줄이고 자본조달 비용을 감소시킬 유인이 있음
 - 따라서 이 가설에서는 이해상충이 심할 가능성이 있는 경우, 지배주주가 배당을 보다 더 많이 지급하는 의사결정을 내리게 됨
- 지배력을 확보한 상황에서 지배주주의 직접적인 지분율이 낮을수록 사익편취 행위에 요구되는 비용부담이 소수주주에 더 전가되므로, 지배주주-소수주주 사이의 이해상충이 심화됨

<표 1> 주주 간 이해상충과 배당성향에 대한 두 가지 주요 가설

구분	기회주의 가설(OH)	이해상충완화 가설(CH)
주주 간 이해상충관계 높음	배당 축소	배당 확대
주주 간 이해상충관계 낮음	배당이 상대적으로 높음	배당이 상대적으로 적음

Berzins 등의 실증 연구 결과

- 최근 Berzins 등은 2006년부터 2013년까지 노르웨이 기업 10,000개의 데이터를 활용하여 위의 두 가설을 실증적으로 검증한 결과를 발표함
- 실증분석 결과, 이해상충관계가 높은 기업의 배당성향이 그렇지 않은 기업보다 1.5배가량 높은 것으로 나타나 이해상충완화 가설이 지지되는 것으로 밝혀짐
- 이러한 결과는 지배주주가 이해상충 상황을 완화하기 위해 노력할 필요성을 자각하고 있는 것으로 해석할 수 있음

국내 사례에 적용

- 위의 연구결과가 국내에서도 유사하게 적용될지 알아보기 위하여 국내 유가증권시장 상장회사 중 비금융회사 566사를 대상으로 간단한 분석을 실시함
- 이해상충의 정도는 지배주주의 직접지분율과 계열회사를 통한 간접지분율의 차이로 판단하였고, 지주회사의 자회사는 그 특성을 고려해 분석에서 제외함
- 배당은 CGS에서 독자적으로 이용하는 배당평가 모형 중 “대리인모형(Agency Model)”을 사용하여 과소배당 여부를 판단함
 - 대리인모형은 수익성과 투자기회를 판단지표로 활용하며, 수익성이 높고 투자기회가 낮을수록 높은 배당을 한다는 이론에 근거한 모형임

<표 2> 유가증권시장 상장회사의 주주 간 이해상충과 과소배당 사이의 관계

이해상충 정도	설명	해당 기업 수	과소배당 기업 수	비율
기타	직·간접지분율을 합쳐 20% 이상 보유한 지배주주 없음	80	22	28%
낮음	직접지분율만 있고 20% 이상 보유	107	36	34%
중간-낮음	직·간접지분율을 합쳐 20% 이상 보유하고, 간접지분율의 비중이 50% 미만	179	72	40%
중간-높음	직·간접지분율을 합쳐 20% 이상 보유하고, 간접지분율의 비중이 50% 이상	127	60	47%
높음	간접지분율만 있고 20% 이상 보유	73	31	42%
계		566	221	39%

- 분석결과, 이해상충의 정도가 높은 경우 과소배당이 확연히 많이 나타나 Berzins의 결과와는 달리 국내에서는 기회주의 가설이 지지될 가능성이 높음
- 단, 이번 분석은 여러 통제변수들을 고려하지 않았고 1개년도만 분석에 활용하였으므로 결과의 정확성을 속단할 수 없음

시사점

- 분석결과를 통해, 이해상충의 정도가 클수록 배당을 적게 하는 경향을 확인할 수 있는데 이는 일감몰아주기 등 지배주주의 사익편취행위가 만연한 국내 지배구조의 문제점을 드러내는 것이며 투자수익에도 부정적인 영향을 끼침

- 사익편취 행위에 대한 강력한 규제 정책이나 시장의 부정적 인식이 확산되어 사익편취로 인한 비용이 상승한다면, 배당을 통해 이러한 비용을 줄이려는 유인이 될 수 있음
- 투자자들은 회사의 배당수준을 판단할 때 이해상충의 크기와 과거 배당성향을 함께 고려하여 투자대상회사 선별에 활용할 수 있음

참고자료

Janis Berzins, Øyvind Bøhren, Bogdan Stacescu; Shareholder Conflicts and Dividends, *Review of Finance*, 2017.11.