

국내 기업에 있어 배당확대 방안

정재규 선임연구위원 (jkjeong@cgs.or.kr)

- ▶ 최근 자본시장의 위축과 소비경기의 위축이 동시에 진행되면서 국내 기업의 현금성자산의 사내유보가 과대하다는 지적이 제기되고 있으며 이를 투자, 배당, 임금증대에 활용토록하기 위해 과도한 사내유보금에 대한 과세방안이 발표되었음
- ▶ 특히 배당소득 증대세제와 기업소득 환류세제 신설이 도입 취지대로 가계소득 증대에 도움이 될 수 있을 것인지, 기업의 배당이나 투자와 관련한 경영의사결정에 대한 지나친 관여는 아닌지, 과연 정부가 직접 세금이라는 정책수단으로 조정할 문제인지 등과 관련하여 논란이 일고 있음
- ▶ 부작용 없는 가계소득 증대, 기업의 배당 확대 및 자본시장 활성화는 시장규율을 통한 유도 방안을 보다 적극적으로 검토할 필요가 있어 보이며 정부정책은 이를 지원하는 인센티브 마련이나 인프라 지원 등에 포커스를 맞추는 것이 좋을 것으로 판단됨

머리말

기업은 이익의 일부를 내부 유보함으로써 향후 투자 및 운영자금으로 활용한다. 원칙적으로 이익은 주주의 몫이지만 이를 전부 배당으로 지급할 경우 다시 필요한 자금을 시장에서 조달해야 하는 불편비용이 발생하게 된다. 특히 내부 유보된 자기자본보다 외부에서 조달하는 자본의 경우 정보비대칭 등의 문제로 2~3% 더 높은 자본비용을 부담하는 것이 일반적이다.

하지만 기업은 경우에 따라 필요한 자금보다 더 많은 액수를 내부에 유보하려는 경향을 가진다. 자기자산을 여러 주식에 분산하고 있는 주주와 달리 경영자는 유동성 부족으로 회사가 부실화될 경우 상당한 비용을 부담하기 때문에 외부주주가 원하는 수준보다 많은 현금을 보유하려는 유인이 있기 때문이다. 또한 현금성 자산은 건물이나 기계와 같은 고정자산과 달리 경영자나 지배주주가 자기 자신의 사적이익을 위해 유용하기 쉬운 자산이기 때문에 현금성 자산에 대한 사내 유보 유인은 한층 배가된다.

최근 배당증대를 위한 세법개정사항을 담고 있는 ‘2014년 세법개정안’ 발표를 기화로 다양한 찬반 논란이 진행되고 있다.¹⁾ 이에 적정 수준의 사내유보 필요성과 당위성을 인정하면서도 그 정도가 과할 경우 회사가치 침해의 가능성 및 이로 인한 사회, 경제적 폐해가 초래될 위험성이 있는 점을 고려하여 과도한 사내유보를

1) 기획재정부는 지난 8월 6일 ‘2014년 세법개정안’을 발표하였으며 이에는 경제활성화를 위한 가계소득증대세제 3대 패키지로 근로소득 증대세제 신설, 배당소득 증대세제 신설, 기업소득 환류세제 신설 등의 방안이 담겨 있음

지양하되 기업별 상황에 따른 적절한 배당정책을 수립하고 적극적으로 배당을 실시할 수 있도록 하는 데 도움을 주는 직·간접적인 방안에 대해 검토해 보고자 한다.

국내 기업의 잉여현금흐름 수준

이를 위해 먼저 국내 기업의 잉여현금흐름에 대한 파악이 필요하다. 잉여현금흐름은 기업이 영업활동에서 벌어들인 현금에서 각종 비용과 세금, 설비투자 지출 등을 빼고 남은 잔여 현금흐름이다. 기업은 잉여현금흐름을 주주에게 배당하거나 기업 내부에 유보하여 미래 투자 등에 활용할 수 있기 때문에 잉여현금흐름은 기업가치 평가에서 중요한 요소가 된다. 그런데 이러한 잉여현금흐름은 기업의 여러 자산 중에서 가장 유동성이 높은 자산으로서 최대주주 또는 경영자의 사적이익을 위해 유용될 가능성이 높은 자산이기도 하다. 이러한 맥락에서 기업 내부에 과도하게 축적된 잉여현금흐름은 주주가치 손상부분으로 파악할 수도 있는데, (주)에프엔가이드의 상장기업 재무정보에 기초하여 통상적 방법론을 이용해 계산하면 우리나라 상장기업의 전체 잉여현금흐름은 2013년 말 기준으로 그 규모가 대략 62조원(잉여현금흐름이 음수인 경우 제외)에 이른다.

잉여현금흐름의 축소 유도 및 배당 확대 방안

이하에서는 과도한 잉여현금흐름의 축소 및 배당의 확대를 유도하기 위해 고려해 볼 수 있는 방안에 대해 의의와 문제점을 짚어보고자 한다.

1) 연기금 및 기관투자자의 배당요구, 의결권 행사 강화

먼저 잉여현금흐름 축소방안으로 기관투자자의 배당요구 확대와 의결권 행사 강화 필요성을 짚어보자. 회사 경영상황에 대한 정보가 적절하게 제공될 경우 연기금 등을 포함한 기관투자자는 해당 정보의 분석에 기반하여 적절한 대응이 가능하다. 물론 이를 위해서는 기관투자자를 포함한 외부주주들의 장기적 투자성향, 기관투자자에게 돈을 맡긴 투자자들의 펀드감시 유인 등이 전제되어야 한다.

이러한 전제 하에 경영의사결정 관련 정보가 충분하고도 적시에 제공된다면 연기금 및 기관투자자는 해당 기업의 자금사정 및 투자계획 등 구체적 재무상황에 비추어 배당의 적정성을 판단하고 필요하다면 적극적으로 배당확대를 요청할 수도 있을 것이다. 이러한 시도는 뜻을 같이 하는 기관투자자들이 주도하고 개인투자자도 힘을 보태어 성공시킬 가능성을 더욱 높일 수 있다.

물론 이에 대응하는 회사는 주주와의 소통을 적극적으로 추진하여야 하고 필요하다면 설명과 설득을 통해 적절한 배당수준을 협의에 의해 도출해 낼 수 있다. 이러한 상호 작용은 상장회사가 기관투자자 및 개인투자자들의 관심과 뜻을 살피고 이를 경영에 반영하여 결과적으로 효율적인 잉여현금흐름 활용을 유도하고 궁극적으로 회사 운영의 투명성과 책임성을 높이는 긍정적인 효과를 이끌어 낼 것이다. 이는 지배구조 개선의 핵심 목적이기도 하다. 한편 이러한 기관투자자의 활동은 연간 수시로 이루어질 수도 있지만

특히 배당과 관련하여서는 중국적으로 주주총회를 통하여 결실을 맺을 수 있고, 이런 관점에서 본다면 기관투자자의 주주총회에서의 의결권 행사 강화와 관련 공시의무 부과도 정당성을 확보할 수 있다. 예를 들어 기관투자자는 ‘의결권 행사 정책’을 국제표준에 부합하게 충실히 마련하고²⁾ 이를 공개하여야 한다. 또한 의결권 행사와 관련하여 의결권 행사 대상 법인과 의 이해상충 여부, 의결권 행사 전담 조직이나 인력 보유 여부, 외부 의결권 자문 전문기관 활용 여부 및 활용시 그 자문기관 등에 관한 사항도 공시하도록 해야 충실한 의결권 행사를 유도할 수 있다.³⁾

이에 더하여 정부차원에서 기관투자자의 주주총회에서의 의결권 행사가 더욱 적극적으로 이루어지도록 하는 다양한 인센티브 제공과 의결권 행사를 원활하게 수행하는 데 도움을 주는 인프라 구축(예를 들어 의결권 자문서비스기관의 활성화, 이와 관련한 전산 인프라의 구축 등) 및 이에 대한 지원 등도 조속히 추진되어야 한다.

2) 배당소득세율 인하

다음으로 잉여현금흐름 활용 촉진을 위한 효율적인 방안으로 배당소득세율 인하를 검토해 볼 수 있다. 현재 일반 이자소득에 대한 과세율과 같이 15.4%인 배당소득에 대한 과세율을 낮춰 0% 수준인 주식투자 관련 자본이득세율과의 차이를 대폭 줄여줄 필요가 크다.⁴⁾ 과거 미국에서의 배당소득세율 인하에 따른 배당 기업 수 및 배당금액 증가 사례도 본받을 만하다.

2003년 이후, 미국은 상대적으로 높았던 배당소득세율을 자본이득세율과 같은 수준으로 인하하였으며 이를 통해 상당수 기업들이 현금배당에 동참하고 기존에 배당을 하던 기업들은 그 규모를 더욱 확대할 수 있도록 조치하였다. 이러한 측면에서 우리나라의 경우도 가능한 한 배당소득세율을 추가로 낮출 필요가 있다.

또한 기업은 이미 이익에 대한 법인세를 냈으므로 이익을 주주에게 배당할 때 다시 과세하는 것은 이중과세의 문제도 있다. 이와 관련하여 기관투자자 등의 경우 배당소득 불산입 등의 세제감면 장치들이 있을 터인데 이를 재확인하고 세제혜택 확대를 검토해야 한다. 물론 개인주주들에게도 이러한 이중과세의 문제를 줄여주거나 완전히 해소되도록 할 필요가 있다.

3) 잉여현금에 대한 과세

끝으로 잉여현금흐름 사용을 촉진하기 위해서 잉여현금흐름에 대한 과세를 검토해 볼 수 있을 것이다.

2) 여기에는 구체적인 의결권 행사 가이드라인, 의결권 행사 관련 조직 및 세부절차, 이사회·준법감시인·운용본부장 등의 권한과 책임, 이해상충 방지정책 등이 포함되어야 함

3) 2013 CGS 기업지배구조 세미나(2013.11.27), ‘자본시장의 건전한 발전을 위한 주주권과 경영권의 균형’, 제2주제 “민간 기관투자자의 의결권 행사 충실의무 이행 촉진방안(송민경)” 참조

4) 현재 배당소득에 대해서도 은행 이자와 마찬가지로 과세가 이루어지며 소득세 14%, 주민세가 소득세의 10%로 배당소득에 대한 과세는 15.4%임. 기획재정부는 지난 8월 6일 발표한 ‘2014년 세법개정안’에서 2015년부터 배당소득에 대한 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하기로 함

잉여현금흐름에 대한 과세는 미국, 일본 등 일부 선진국이 실시하고 있다. 주된 목적은 내부유보 확대시 주당 순자산가치 증가로 주가가 오르는데 이에 따른 자본이득세가 배당소득세보다 낮을 경우 발생하는 조세회피의 문제를 치유하기 위한 것이다. 우리나라는 자본이득세가 0%인 점을 감안하면 이러한 논리가 부합하지 않을 수도 있다.

하지만 원론적인 측면에서 지나친 배당유도는 기업의 외부 자본조달 확대에 의한 자금조달 비용증가와 기업가치 저하를 발생시킬 수 있다. 따라서 잉여현금에 대한 과세가 적절한 정책 수단이 될 수 있으나 그렇지 않은 경우라면 오히려 기업에 추가부담을 유발하는 결과만 초래할 수도 있다. 그러므로 사내유보금에 대한 과세제도를 도입하기 위해서는 국내 자본시장에 대한 엄밀한 분석과 직접적인 정책수단의 파급효과와 부작용에 관한 신중한 검토가 선행되어야 한다.

주지하다시피 우리나라는 글로벌 선진 자본시장과 비교해 볼 때 여전히 자본시장의 효율성이 미흡한 것으로 평가되고 있으며 실제 유상증자 시 할인발행의 정도가 상대적으로 큰 국가 중 하나이다. 따라서 사내유보금에 대한 과세 같은 직접적인 정책수단 활용보다는 회사경영 활동 내용 및 성과, 투자계획 등 관련한 경영 정보를 적시에 시장에 제공토록하고 이를 기반으로 시장참여자들(기관투자자, 개인투자자 등)과 회사 경영진 사이에 원활한 의사소통에 의해 자율적으로 결정되는 것이 더 좋아 보인다.

맺음말

현재의 경기불황과 자본시장 침체 상황에는 여러 원인이 복합적으로 작용하고 있겠으나 그 중 가계소비 위축도 중요한 한 축을 담당하고 있는 것으로 판단된다. 가계소비 위축은 전세금 고공행진, 가계부채 확대 등 가계의 소비지출 여력이 현저히 축소된 점과 미래 고용상황에 대한 불안감 등에 기인하는 것으로 보인다. 이를 점진적으로 완화할 수 있는 여러 방안 중에서 기업이 할 수 있는 일에는 배당의 적극적 실시도 포함된다. 즉 상장회사들은 분기 및 반기배당도 적극적으로 실시하고 이에 대한 계획을 시장에 적시에 안내하여 우리 증권시장의 폐해 중 하나로 지적되는 지나친 단기투자 성향을 완화하고 장기투자 및 가치투자를 유도하는데 힘을 보태야 한다. 배당이 온전히 소비로 이어지지는 않을 지라도 주식시장에 참여하고 있는 개인투자자의 소비심리의 점진적 호전과 가계지출규모의 확대를 통해 시차를 두고 기업의 매출증대 및 투자확대 등으로 이어지는 선순환의 시초가 되기를 기대해 볼 수도 있다.

우리나라 자본시장의 현재 상황을 보건대 배당의 적극적 실시는 자본시장 활성화와 발전에 반드시 필요한 처방이다. 이를 위한 수단들은 시장규율에서 찾을 필요도 있으며 정부는 이러한 시장 규율에 도움이 될 수 있는 인센티브 마련이나 인프라 지원에 초점을 맞추는 것이 옳다고 생각한다.