

## 기업의 주주환원 책임과 관련 정책(Payout policy) 공시

이 다 원 선임연구원 (dawon1945@cgs.or.kr)

- ▶ 배당 및 자사주매입 등 기업의 주주환원에 관한 이슈가 지속되면서 주주환원 규모의 양적 확대와 함께 질적 보완 즉, 구체적인 정책 및 계획 마련과 공시 필요성이 제기됨
- ▶ 미국은 주주환원의 양적 확대에 따른 시장의 공감대 형성으로 이미 상장기업 대부분이 주주환원 정책(계획)을 마련하여 이를 공시함
- ▶ 우리나라 상장기업도 주주가 예측 가능하도록 합리적 근거에 의해 마련된 주주환원 정책을 공시할 필요가 있으며, 나아가 이를 공시 규정에 포함하는 방안 등의 적극적인 검토가 필요함

### 배경 및 문제점

- 주주환원에 관한 인식이 점차 확산되면서 지난해에 이어 올해 주주총회 시즌에도 기업의 배당과 자사주 매입 즉, 주주환원에 관심이 집중되고 해당 규모도 증가하는 추세임
  - 최근 한 미국계 헤지펀드가 국내 상장기업에 대해 배당 확대와 주주환원 정책을 요구<sup>5)</sup>한 사례나 주주의 직접적인 배당 요구, 즉 배당 관련 주주제안이 과거와 달리 지난 해 20건으로 급증한 사실<sup>6)</sup>만 보더라도 이러한 기조는 지속될 것으로 전망됨
  - 또한 한국거래소의 분석에 따르면 우리나라 상장기업의 배당은 아래 표와 같이 지난 3년간 꾸준히 증가해왔고, 자사주매입도 유가증권시장 상장기업 기준 지난 해 112건, 약 3조 3,167억 원으로 2010년의 55건, 1조 5,766억 원과 비교하면 두 배가 넘는 수준임<sup>7)</sup>

〈표 1〉 우리나라 상장기업 배당 실시 현황 (2013-2015년도)

| 구분         | 2013년도     |                | 2014년도     |                | 2015년도     |                |
|------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|
|            | 법인수(사)     | 배당총액(억원)       | 법인수(사)     | 배당총액(억원)       | 법인수(사)     | 배당총액(억원)       |
| 유가증권시장     | 349        | 103,244        | 355        | 133,075        | 384        | 171,340        |
| 코스닥시장      | 301        | 6,154          | 359        | 8,354          | 371        | 9,059          |
| <b>합 계</b> | <b>650</b> | <b>109,398</b> | <b>714</b> | <b>141,429</b> | <b>755</b> | <b>180,398</b> |

\* 출처 : 한국거래소, 상장기업 배당 공시 현황 (2013-2015년도 각 보도자료)

5) 미국계 헤지펀드, GS홈쇼핑에 배당확대 등 요구(연합뉴스, 2016.2.15)

6) 이다원·정혜민·윤정화, 주주제안 현황 및 제도 실태 분석, CG Review 2015-2호

7) 한국거래소, 상장기업 자기주식 취득·처분 현황 분석(2010-2015년도 각 보도자료)

- 이와 같이 주주에 대한 직간접적인 이익 환원은 상장회사의 본질적 의무 중 하나로서 그 중요성이 강조<sup>8)</sup>되는 추세이며, 특히 최근과 같은 양적 확대는 곧 질적 보완 즉, 주주를 위한 정책 마련 및 공개와 같은 시장의 공감대 형성과 근거 기반 마련에 관한 논의를 촉구함
- 하지만 여전히 주주환원에 필요한 자원 마련과 적정 유보율 또는 배당성향 등 다양한 논란이 있으며, 간혹 지속적인 적자에도 불구하고 과도한 배당을 실시<sup>9)</sup>하거나 배당이 지배주주인 재벌 총수 일가에 편중되는 사례<sup>10)</sup>, 또는 기업의 재무 상황을 고려하지 않은 채 일방적으로 배당 증대를 요구하는 헤지펀드 사례와 같은 부작용이 있음
  - 이는 주주환원에 관한 기업의 정책이나 계획이 불투명하여 주주의 예측이 어려운 데에서 비롯되는 한계점으로 해석되며, 주주와의 원활한 소통과 충분한 공시를 통해 완화할 수 있음
- 이하 본문에서는 이와 같은 문제점에 대한 해결 방안을 모색하기 위해 미국 상장기업의 주주환원 동향과 관련 정책 및 실제 사례 등을 검토하여 시사점을 도출하고자 함

#### 미국의 주주환원 동향 및 정책 공시 현황

- 미국은 주주환원에 관한 연구가 활발히 진행중이며, 주주환원이 일반화됨에 따라 배당 또는 자사주 매입 관련 지수와 이를 추종하는 파생상품이 개발<sup>11)</sup>되는 등 이미 관련시장 규모도 크고 비교적 안정적인 수준임
- 특히 주주환원 규모는 대형 기업을 중심으로 확대되는데 미국 S&P 500사의 경우 아래 그림과 같이 금융위기(경기침체)에 해당하는 기간을 제외하면 배당금이나 배당 실시 기업 수 그리고 자사주 매입 규모 등이 꾸준히 증가하는 추세임
- 또한 S&P 500사의 배당수익률은 올해 2월 기준 약 2.26%로 추정<sup>12)</sup>되며, 이는 우리나라 FTSE Korea 지수의 올해 2월 기준 배당수익률 1.61%<sup>13)</sup>와 비교하여 높은 것으로 나타남
  - 배당 실시 기업 수는 <표 1>과 같이 2015년도 우리나라 유가증권시장 상장기업을 기준으로 약 50% 남짓인 반면 S&P 500사는 전체의 약 85% 이상을 차지함

8) Allen, Franklin, and Roni Michaely, "Payout policy", Handbook of the Economics of Finance 1 (2003): 337-429

9) 기업 실적 부진한데, 배당 되레 늘어(한겨레, 2016.3.3)

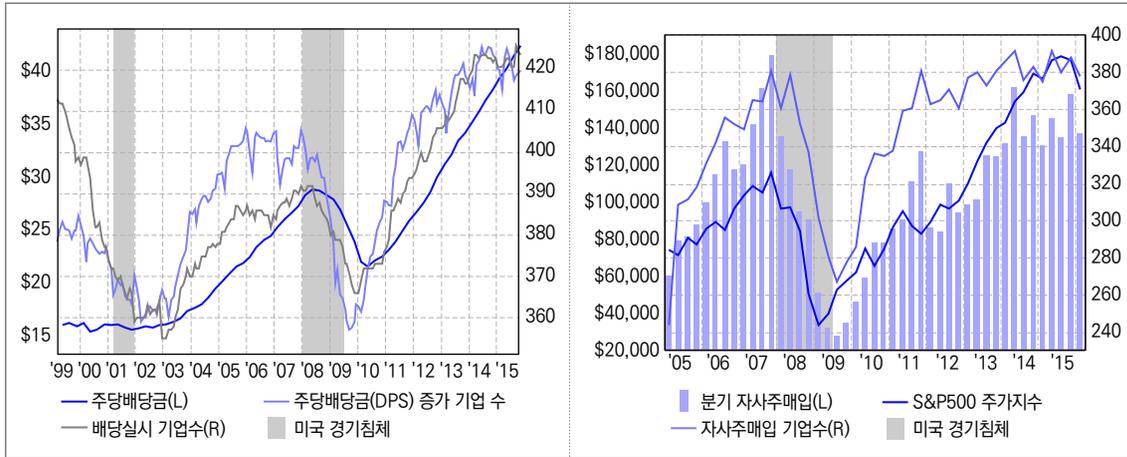
10) 오너들의 배당 잔치, 100억원 이상 수령자 20명(연합뉴스, 2016.2.26)

11) 이다원, 국내외 주주환원 정책 동향 : 배당확대 이슈, CGS Report 2015.3

12) S&P 500 dividend yield(www.multpl.com/s-p-500-dividend-yield/table)

13) FTSE Russell, FTSE Asia Monthly Index Performance Report, Feb. 2016 (Asia Pacific)

〈그림 1〉 미국 S&P 500사의 배당 및 자사주매입 추이



\* 출처 : Factset<sup>14)</sup> - Dividend and buyback Quarterly Report (Dec, 2015)

- 따라서 미국은 주요 상장기업을 중심으로 주주와 시장 참여자를 위해 배당이나 자사주매입 또는 기타 현금성 환원 등에 관한 과거 이력과 향후 계획이 포함된 주주환원 정책(전망)을 자율적으로 공시함
  - 이러한 공시는 주주환원 정책(Payout policy), 자산환원 계획(Capital return plan), 배당 및 자사주 매입 계획(Dividend and buyback plan) 등의 형태로 제공되며, IR(Investor Relations, 이하 IR) 측면에서 검토되는 경우도 있음
    - 참고로 미국 IR 전문기관인 IRGR(IR Global Ranking)은 가이드라인과 평가 기준<sup>15)</sup>에 기업지배구조 부문 환원 관련 지표 중 배당과 관련된 내부 정책의 수립 여부를 포함함
  - 결과적으로 이미 배당이나 자사주 매입의 효과를 고려한 지수 활용도도 높고, 배당을 활용한 장기투자 전략을 위해 관련 정보를 분석하여 제공하는 배당 전문 분석 기관<sup>16)</sup>도 활동중임
  
- 실제 주주환원 공시 사례를 살펴보면 먼저 애플(APPLE Inc.)사의 경우 다음 표와 같이 “자본이익 프로그램(Capital return program)”을 통해 과거부터 가장 최근까지의 자사주 매입 및 배당 현황과 더불어 2017년도 예측 정보도 함께 제공함

14) www.factset.com

15) IR Global Rankings, Best Practices Report 2012

16) Dividend.com 등

〈표 2〉 애플사의 Return of Capital and Cash Position (\$ in billions)

| Period<br>(fiscal quarters)                         | Buyback     |                                 |         | Dividends<br>& Equivalents | Net Share<br>Settlement | Capital<br>Returned |
|---|-------------|---------------------------------|---------|----------------------------|-------------------------|---------------------|
|   | Open Market | Accelerated share<br>repurchase | Total   |                            |                         |                     |
| 1Q14  | \$5.0       |                                 | \$5.0   | \$2.8                      | \$0.4                   | \$8.1               |
| 2Q14  | \$6.0       | \$12.0                          | \$18.0  | \$2.7                      | \$0.1                   | \$20.7              |
| 3Q14  | \$5.0       |                                 | \$5.0   | \$2.9                      | \$0.4                   | \$8.3               |
| 4Q14  | \$8.0       | \$9.0                           | \$17.0  | \$2.8                      | \$0.3                   | \$20.1              |
| 1Q15  | \$5.0       |                                 | \$5.0   | \$2.8                      | \$0.5                   | \$8.3               |
| 2Q15  | \$7.0       |                                 | \$7.0   | \$2.7                      | \$0.1                   | \$9.8               |
| 3Q15  | \$4.0       | \$6.0                           | \$10.0  | \$3.1                      | \$0.7                   | \$13.8              |
| 4Q15  | \$14.0      |                                 | \$14.0  | \$3.0                      | \$0.2                   | \$17.2              |
| 1Q16  | \$3.0       | \$3.0                           | \$6.0   | \$3.0                      | \$0.6                   | \$9.6               |
| Total Return  | \$66.0      | \$44.0                          | \$110.0 | \$38.7                     | \$4.4                   | \$153.1             |
| <b>Total program anticipated through March 2017</b> |             |                                 | \$140.0 |                            |                         | \$200.0             |

\* 출처 : 애플사 홈페이지(investor.apple.com)

- 또 다른 사례로서 퀄컴(Qualcomm)사는 정기적인 홈페이지 공시를 통해 자사주 매입 및 배당 규모와 계획은 물론 전체 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 최소 75%를 주주에 환원한다는 정책 등을 비교적 상세히 서술함
  - 두 사례는 각각 환원 계획 또는 내부 정책(기준)등 각기 다른 형태의 공시로서 의미가 있으며, 이 외에도 대다수의 상장기업이 최소한 배당 정책이나 과거 이력 등을 공시하고 이를 적극적으로 주주에게 제공함

〈표 3〉 퀄컴사의 Capital Return Program 중 주요 내용 (29 Mar. 2015)

|   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Available Stock Repurchase Authorization Now \$15 Billion</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- To date in fiscal 2015, the Company has returned \$3.9 billion to stockholders through \$3.2 billion in stock repurchases and \$697 million in cash dividends.</li> </ul> </li> <li>• <b>Annualized Dividend Increased 14% to \$1.92 per Share</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Quarterly \$0.48 per share of common stock for dividends</li> </ul> </li> <li>• <b>Plans to Repurchase \$10 Billion in Stock within Approximately Twelve Months in Addition to Commitment to Return a Minimum of 75% of Free Cash Flow to Stockholders</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- The timing of stock repurchases and the number of shares of common stock to be repurchased will depend upon prevailing market conditions and other factors.</li> </ul> </li> </ul> |
|---|

\* 출처 : 퀄컴사 홈페이지(investor.qualcomm.com)

- 한편 우리나라의 경우 올해 초 삼성전자가 주주환원 내역을 홈페이지<sup>17)</sup>에 직접 공시하였는데 아래 표와 같이 배당과 자사주매입 내역 등에 관하여 과거 이력을 공시하여 주주가 쉽게 확인하고 참고할 수 있도록 제공함
- 비록 향후 계획이나 세부 정책을 포함하지는 않았지만 공시조차 하지 않거나 단순히 IR 자료 등에 포함하여 접근이 제한되고 노출이 어려운 상당수의 기업들과는 달리 주주환원을 실천하고 주주 및 투자자에게 관련 정보를 제공하기 위한 의지로서 해석됨

〈표 4〉 삼성전자의 주주환원 내역 공시

(단위: 억 원)

| 구 분                 |     | 2010년         | 2011년        | 2012년         | 2013년         | 2014년         |
|---------------------|-----|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 배당총액                | 보통주 | 12,979        | 7,179        | 10,467        | 18,721        | 26,045        |
|                     | 우선주 | 1,987         | 1,093        | 1,598         | 2,849         | 3,955         |
|                     | 소계  | 14,965        | 8,272        | 12,066        | 21,570        | 30,000        |
| 배당성향                |     | 9.5%          | 6.2%         | 5.2%          | 7.2%          | 13.0%         |
| 자사주매입액              | 보통주 | 0             | 0            | 0             | 0             | 21,892        |
|                     | 우선주 | 0             | 0            | 0             | 0             | 2,567         |
|                     | 소계  | 0             | 0            | 0             | 0             | 24,459        |
| <b>배당 및 자사주 매입액</b> |     | <b>14,965</b> | <b>8,272</b> | <b>12,066</b> | <b>21,570</b> | <b>54,459</b> |
| 당기순이익               |     | 157,990       | 133,592      | 231,854       | 298,212       | 230,825       |
| 총배당성향               |     | 9.5%          | 6.2%         | 5.2%          | 7.2%          | 23.6%         |

\* 출처 : 삼성전자 홈페이지 Investor Relations (주식 및 주주정보-주주환원)

## 시사점

- 최근 국민연금의 기금운용위원회 산하 의결권행사전문위원회는 저배당 기업 블랙리스트를 공개하고 해당 기업에 배당 근거 및 향후 계획을 요청함으로써 합리적 수준의 배당정책 수립을 독려하겠다는 의지를 밝힘<sup>18)</sup>
  - 이는 국민연금이 우리나라 대표 기관투자자로서 주주환원에 관한 인식을 제고하고 이를 촉진하기 위한 노력의 일환으로 보이며, 이를 계기로 국내 자본시장의 주주환원에 관한 인식은 더욱 확산될 것으로 예상됨
- 반면 서두에서 언급한 무리한 주주환원으로 기업가치 손실이 우려되는 사례와 같이 기업마다 처한 환경이나 재무 상황 등이 달라 외부에서 이를 강요하거나 환원 규모의 기준 내지는 적정성을 판단하는 데는 한계가 있음
  - 따라서 기업이 내부 상황을 고려하여 적절하고 합리적인 수준의 주주환원 정책을 마련하고, 주주의 승인을 통해 충분한 공감대를 이끌어 내며, 이를 공시하는 것이 바람직함
  - 구체적으로 상장기업이 매년 발표하는 “영업실적 등에 대한 전망(공정공시)”을 기준으로 주주환원에 대해 미리 예측하고 계획하는 방안을 고려할 수 있으며, 나아가 기업의 적극적인 공시 유도를 위해 관련 규정을 개정하는 등 추가적인 검토가 필요함

17) www.samsung.com

18) 국민연금, 투자기업 배당 더 요구한다. ‘저배당기업 리스트’ 만들어 중점관리 (헤럴드경제, 2016.3.2)