

국민연금의 배당 기준 수립 방안

연구위원 남재우

연구위원 권재현

연구위원 양진영

연구위원 천창민



Contents

KCMI
KCMI
KCMI

- I. 서론**
- II. 현황 및 해외사례**
- III. 배당 결정요인**
- IV. 과소 배당 판별 기준**
- V. 배당 관련 주주권 행사**
- VI. 결론 및 시사점**

배당 기준 수립의 필요성

❖ 저성장·저금리 기조 하에서 국내 주식시장에서 위험프리미엄은 지속적으로 하락하는 추세이며, 그에 따라 국내주식 투자에서 배당의 중요성은 비례하여 증가하고 있음

- 글로벌 평균에 비하여 낮은 국내 기업의 배당성향 및 배당수익률
 - 외국인 투자 확대 저해 요인
- 우리나라 기업 지배구조의 후진성
 - 연기금과 같은 장기투자 기관 자금 유입의 걸림돌
- 코리아 디스카운트의 대표적 요인
- 국민연금 국내주식 기대수익률 저하
 - 국내주식 비중 확대의 어려움

배당 기준 수립의 필요성

❖ 국민연금기금은 합리적이고 투명한 구조의 의결권 행사를 통하여 지속적으로 기업의 배당 확대를 요구하고 있으나, 우리나라 기업 지배구조의 특성상 기금의 이러한 요구가 원활히 관철되기는 어려운 상황임

- 비합리적 과소 배당을 판단하기 위한 보수적 기준
- 반대 의견 표명의 소극적 대응
- 의결권 행사의 한계
- 배당 확대를 위한 의결권 행사 이외에 다양한 주주권 행사 방안
- '경영참여로의 해석'이라는 제도적 제약

배당 기준 수립의 필요성

❖ 이러한 배경 하에, 본 연구에서는 불합리한 배당 수준을 선별 및 판별하기 위한 기준을 설정하고 이로부터 낮은 배당에 대한 주주로서의 요구를 합리적으로 관철시키기 위한 다양한 형태의 주주권 행사 방안을 강구하고자 함

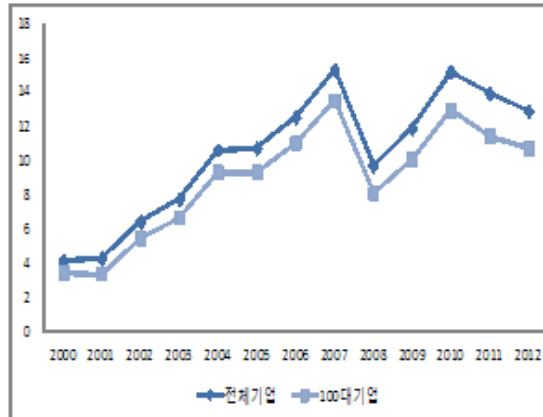
- 배당 관련 의사결정 기준
- 의결권 행사 지침 개정
- 관련 법규의 개정
- 배당 관련 주주관여(engagement) 활동
- 기타 배당 관련 주주권 강화 방안

❖ 기금이 기업의 배당정책에 관여하는 방식 및 절차를 구체적으로 규정화 함으로써 기금의 자의적인 판단에 의한 재량권을 최소화 함

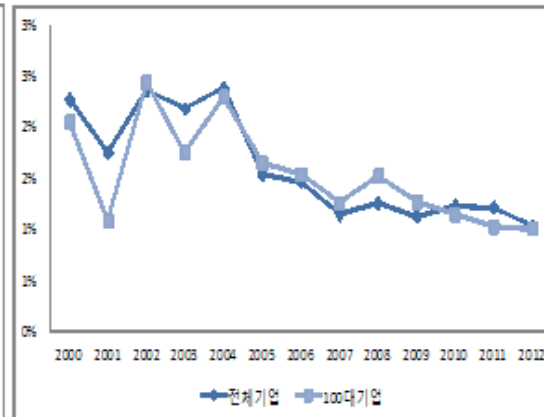
1. 배당성향 및 배당수익률 현황

국내 기업의 현금배당현황

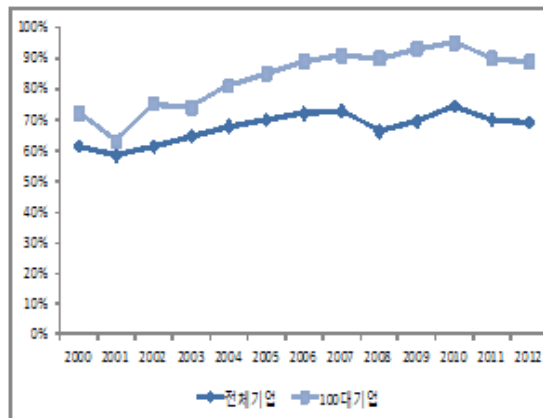
패널A: 현금배당금(조원)



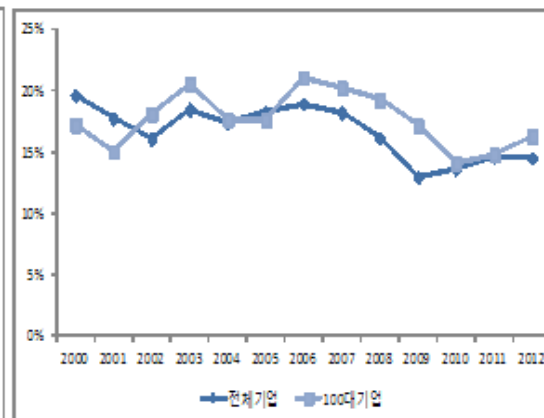
패널B: 배당수익률(%)



패널C: 배당지급기업비중(%)



패널D: 배당성향(%)



주 : 배당수익률=현금배당금/시가총액(중간값 기준)

배당성향=현금배당금/당기순이익(중간값 기준, 배당지급기업 및 당기순이익 실현기업 기준)

자료: 강소현, 김준석, 양진영(2013) 재구성

1. 배당성향 및 배당수익률 현황

❖ 산업별 배당성향 및 배당수익률

- 배당수익률 및 배당성향 : 유틸리티, 통신서비스업
- 배당지급기업비중 : 유틸리티, 에너지, 필수소비재

산업별 상장기업 배당 현황

산업	배당수익률	배당성향	배당지급기업비중
IT	0.25%	0.00%	50.26%
경기소비재	1.15%	7.82%	64.86%
필수소비재	1.20%	9.61%	73.10%
의료	1.36%	13.67%	72.25%
산업재	1.40%	11.00%	67.68%
에너지	1.40%	10.33%	74.85%
금융	1.63%	17.21%	67.37%
소재	1.94%	12.57%	71.04%
통신서비스	1.99%	21.31%	65.00%
유틸리티	3.43%	27.38%	95.68%

주 : 중간값 기준
 자료: 강소현, 김준석, 양진영(2013)

1. 배당성향 및 배당수익률 현황

❖ 해외 기업의 배당성향 및 배당수익률

- 해외 주요 국가 대비 매우 낮은 배당성향 및 배당수익률
- 펀더멘털 요인(수익성, 성장성, 경영위험 및 자본구조 등)
- 주주권리보호의 정도와 배당성향의 관계(La Porta *et al.*(2000))

주요 시장별 배당수익률 및 배당성향 비교

주요시장	시가총액(\$십억)	배당수익률(%)		배당성향(%)		PER 비교		PBR 비교	
	2013년	2013년	5년평균	2013년	5년평균	2013년	5년평균	2013년	5년평균
영국(FTSE 100)	3,116	3.6	3.6	57.0	53.6	16.7	15.8	2.0	1.8
프랑스(CAC 40)	1,589	3.1	3.9	73.1	63.1	25.2	17.0	1.5	1.3
대만(TWSE)	817	2.8	3.3	56.6	67.2	16.8	19.8	1.7	1.7
독일(DAX 30)	1,313	2.8	3.3	48.5	52.8	18.4	15.7	1.8	1.5
신흥시장(MSCI EM)	7,552	2.6	2.5	33.1	32.9	12.0	13.3	1.5	1.7
선진시장(MSCI DM)	36,646	2.4	2.6	43.4	44.6	19.3	17.0	2.1	1.8
세계시장(MSCI World)	44,198	2.4	2.6	41.9	43.0	16.9	16.3	2.0	1.8
미국(S&P500)	17,052	1.9	2.0	34.0	33.7	17.3	15.6	2.6	2.2
일본(TOPIX)	4,378	1.6	2.0	26.1	49.3	16.1	19.0	1.3	1.1
한국(KOSPI)	1,087	1.2	1.4	18.8	17.5	9.5	13.9	1.0	1.1

자료: Bloomberg

2. 배당 정책과 시장효과

❖ 배당 관련 세금정책의 시장효과

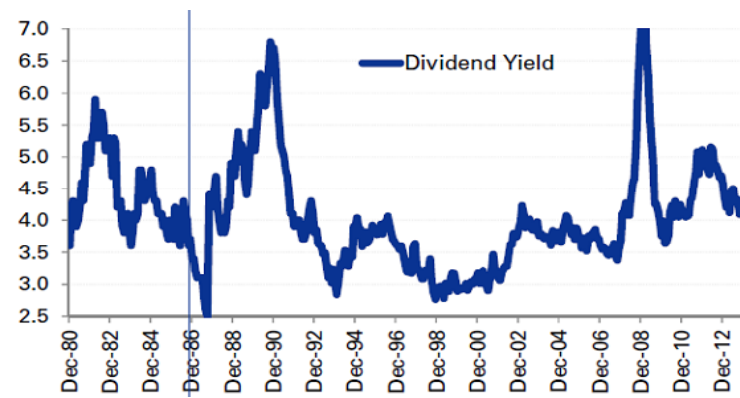
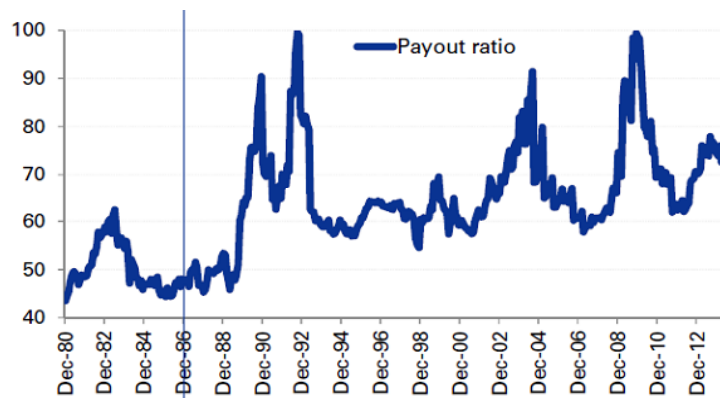
- 배당세, 자본이득세, 유보이익 과세와 관련된 정책의 변화는 기업 배당정책에 영향을 미치며, 이는 주식가치의 변화로 이어질 수 있음
- 유보이익에 대한 과세는 법인세의 증가를 의미하기 때문에 배당을 촉진할 수 있음
 - 배당과 관련된 세금정책의 시장효과는 기업지배구조 수준 및 기업의 펀더멘탈 등에 따라 달리 나타나므로 정책효과만을 분리하여 시장효과를 추정하는 것은 한계가 있음
- (미국) 미국의 경우 1936년 유보이익세금(Undistributed Profits Tax: UPT)을 도입한 이후 주식가치가 소폭으로 상승했음이 보고됨(Christie and Nanda, 1994)
- (호주) 호주 정부는 1987년 배당에 대한 이중과세를 줄이기 위해 배당 임puted이션 시스템(dividend imputation system)을 도입하였으며, 도입 이후 호주 기업의 배당성향과 배당지급을 개시한 기업의 수 등이 모두 증가한 것으로 보고됨(Pattenden and Twite, 2008)
 - 호주의 배당 임puted이션 시스템 하에서는 투자자들에게 배당금액에 대한 프랭킹 크레딧(frinking credit)이 주어지는데 프랭킹 크레딧만큼의 개인세액이 공제되어 배당에 대한 이중과세(동일한 수익에 대한 법인세와 개인세의 동시 적용)를 줄임
 - Goldman Sachs(2014)에 따르면 배당 임puted이션의 도입 이후 호주 시장과 주요 선진 시장의 밸류에이션 괴리가 낮아진 것으로 조사됨

2. 배당 정책과 시장효과

❖ 대만 사례

- 대만 정부는 1998년 기업의 유보이익에 10%의 세금을 부과하는 surtax system 도입
- 기업의 배당금 증가는 surtax system의 도입 직후가 아닌 "tech bubble" 이후에 관측되며, 배당수익률은 surtax system 도입 이후 상승함 (Goldman Sachs(2014))
- 배당성향은 40%에서 60% 수준으로 지속적으로 상승

대만 기업의 배당성향과 배당수익률 추이



자료: Goldman Sachs(2014)

3. 배당 관련 주주관여

❖ CalPERS와 Carl Icahn의 주주행동주의 논쟁

- 2013년말 애플사는 현금 관리전략으로 주주들에게 총 1,000억달러 규모로 배당금과 자사주 매입 형태로 제공하겠다고 발표
- 애플 주식의 대주주인 Carl Icahn은 자사주 매입을 확대하여 애플 사가 스스로 주가를 올려주도록 적극 요청
- CalPERS는 자사주 매입 확대가 애플사의 재무구조에 악영향을 미칠 수 있다는 이유로 반대 입장 표명
- 애플 주식 보유는 CalPERS가 240만주 (2013.09기준) 보유, Carl Icahn은 470만주 보유하고 있는 대표적인 대주주이며 회사의 배당과 관련하여 주주로서 관여한 사례

1. 배당과 기업 가치

- ❖ 기업이 잉여현금흐름을 주주들에게 지급하는 대표적 방법
 - 배당(Dividend)
 - 자사주매입(Stock repurchase)

- ❖ 기업 전체의 장기적 자본조달 차원에서 기업가치 극대화를 위한 최적 배당이라는 관점에서의 의사결정이 요구됨

- ❖ 배당의 주요 결정요인
 - 세금
 - 정보비대칭과 배당의 정보효과
 - 이해상충
 - 투자자의 배당선호도
 - 기업 펀더멘탈

2. 세금

- ❖ 주주에게 지급되는 현금배당은 배당세금을 수반하는 반면 자본이득세금은 자본이득이 실현될 때에만 부과되기 때문에 주주의 입장에서 낮은 배당금이 더 유리할 수 있음(Black, 1976)
- ❖ 이와 반대로, 배당세금이 기업의 현금배당을 유도할 수 있음(Auerbach, 1979, Bradford, 1981)
- ❖ Jacob and Jacob(2013)은 자본이득과 비교하여 배당에 부과되는 세금 불이익이 배당성향을 낮춘다는 연구결과를 보임
 - 1990~2008년까지 한국을 포함한 25개국의 6,035개 기업을 대상으로 분석한 결과, 배당세금불이익의 표준편차가 1만큼 증가할 경우 다음해 배당지급확률이 1.9% 낮아지고 배당금액은 11.1% 감소한 것을 발견함

3. 정보비대칭과 배당의 정보효과

- ❖ 기업이 시장에 공개하는 정보가 매우 제한적이기 때문에 내부자(경영자)와 외부자(외부 투자자)사이에 정보비대칭이 존재하며 이는 배당정책에 영향을 주는 한 요인으로 작용함
- ❖ 기업은 경영자와 외부 투자자 사이의 정보비대칭으로 인해 이익유보를 선호할 수 있음(DeAngelo, DeAngelo, and Skinner, 2008)
 - Myers and Majluf(1984)는 정보비대칭으로 인해 기업이 투자자금을 필요로 할 때 내부자금을 가장 선호할 것이며 외부자금 중에서는 타인자본을 먼저 선택할 것이라고 예측함
 - 경영자와 외부 투자자 사이의 정보비대칭이 존재하는 상황 하에서는 미래의 사업에 필요한 충분한 내부자금을 확보하기 위해 기업이 배당을 줄일 것이란 예측이 가능함

4. 기업지배구조

❖ 기업지배구조의 수준이 기업 배당정책에 영향을 미칠 수 있음

- 기업지배구조가 취약한 기업의 경우 경영자가 잉여현금흐름을 배당이나 자사주매입을 통해 주주에게 환원하지 않고 주주의 이익에 반하는 방식으로 현금을 사용할 가능성이 높음(Jansen, 1986)

❖ 기업지배구조가 취약한 경우 기업이 필요 이상으로 높은 수준의 현금성 자산을 보유하거나 (위험대비)적정수익률이 예상되는 사업에 투자하지 않으면 주주가치의 훼손이 야기될 수 있음

❖ 주주권리보호가 강한 국가의 배당성향이 그렇지 않은 국가보다 높은 것으로 나타남(La Porta, Lopez-de-Salines, Shleifer, and Vishny, 2000)

5. 투자자의 배당선호도

- ❖ 기업의 배당정책은 투자자의 현금배당을 통한 이익실현의 선호도에 따라 달라질 수 있음
 - 자사주매입, 자본이득실현과는 다른 배당 고유의 특징들로 인하여 투자자가 배당에 현금가치 이외의 가치를 부여할 가능성이 있음
- ❖ 행태재무학(behavioral finance)적 관점에서 다음과 같은 3가지 이유로 투자자의 현금배당 선호현상이 설명될 수 있음(Shefrin and Statman, 1984)
 - 배당을 소비욕구에 대한 자가조절(self-control) 메커니즘으로 사용할 수 있음
 - 투자자들의 후회회피편향(regret aversion bias)이 현금배당에 대한 수요를 높임
 - 심적회계(mental accounting)로 인하여 배당이 선호될 수 있음
- ❖ 배당에 대한 투자자심리(investor sentiment)가 배당정책에 영향을 줄 수 있음

6. 기업 펀더멘탈

❖ 기업생애주기이론(life-cycle theory)에 따르면 자본비용보다 높은 수익률을 보장하는 사업에 투자하고 남은 잉여현금의 현재가치를 모두 주주들에게 환원하는 것이 최적의 지급정책임(DeAngelo and DeAngelo, 2006)

- DeAngelo, DeAngelo, and Stulz(2006)는 성숙기업의 배당성향이 성장기업의 배당성향보다 높음을 밝힘
- von Eije and Megginson(2008)은 유럽연합에 속한 나라의 기업들의 배당정책을 연구한 결과 이익잉여금비율은 배당과 관련이 없는 반면 기업연령(firm age)이 긴 기업의 배당성향이 더 높음을 밝힘

1. 배당 기준 수립의 기본 방향

❖ 배당 관련한 기금의 의결권 행사 방향 수립

- 지나치게 과소한 배당에 대하여 합리적이고 구체적인 반대 기준 설정
- 이를 바탕으로 기금의 의결권 행사가 유효하게 작동할 수 있는 기제 구축

❖ 우리나라 기업 지배구조의 특성으로 인하여 기금의 의결권 행사는 결과적으로 유효하지 않은 측면이 있으며, 따라서 의결권 행사에 따른 후속조치로서 배당에 관련된 주주관여를 포함한 다양한 형태의 주주권 행사 방안 모색

❖ 능동적 주주권 행사의 기본 방향은 기업과의 협력적 대화(주주관여)를 통해 기업가치를 제고할 수 있는 기업의 자율적인 적정 배당정책 수립의 유도

❖ 국민연금기금의 현행 지배구조 및 시장에 대한 영향력 등을 감안할 때, 기금이 기업의 배당에 관여하는 방식과 절차를 구체적으로 규정화함으로써 기금의 자의적인 판단에 따른 재량권을 최소화하는 것이 중요함

2. 배당 관련 의결권 행사 체계

- ❖ 국민연금기금운용규준 제7장제36조(의결권 행사)
- ❖ 국민연금기금 의결권 행사지침
 - 보수적 관점에서의 배당관련 지침 규정
- ❖ 의결권행사 실무 가이드라인
 - 지나치게 불합리한 배당을 실시하는 회사를 선별하는 공정하고 합리적인 최소 기준
- ❖ (2단계 배당안 심사) 주주총회가 짧은 기간에 집중적으로 개최된다는 현실과 기계적 판단 기준을 강제할 때 나타날 부작용을 감안할 때, 불합리한 배당안을 판단하는 2단계(two-step) '정량적 선별 후 정성적 평가' 절차 필요
 - 수익성, 투자기회, 불확실성, 자본구조 등과 같은 주요 배당요인 감안
 - 제1단계 정량적 선별에 사용할 지표
 - 제2단계 정성적 평가 단계의 고려사항

3. 과소 배당 판단 기준(선별)

❖ 주요 배당 요인인 수익성, 투자기회, 불확실성, 자본구조 등에 대하여 여러 측도(재무비율)를 활용하여 유용성 점검

선별 기준 마련을 위한 세부 변수

	기준	세부 변수
	배당	배당성향*, 배당수익률, 배당률
기업	수익성	매출액대비 영업이익[+], 총자산대비 순이익(ROA)[+], 총자본대비 순이익(ROE)[+]
	투자기회	매출액대비 투자설비*[-], 매출액대비 잉여현금흐름[+], 순유형자산대비 자본적지출[-], 장부가대비 시가비율(PBR)[-]
	불확실성	매출액 변동성[-], ROA 변동성[-], ROE 변동성[-]
	자본구조	부채비율*[-], 총자산대비 이익잉여금[+], 총자산대비 현금성자산[+]
	기타	산업, 과거배당[+], 성숙도[+]
투자자	배당선호	(1-배당소득세)/(1-자본이득세)[+]
	유형	기관투자자 비중[+]

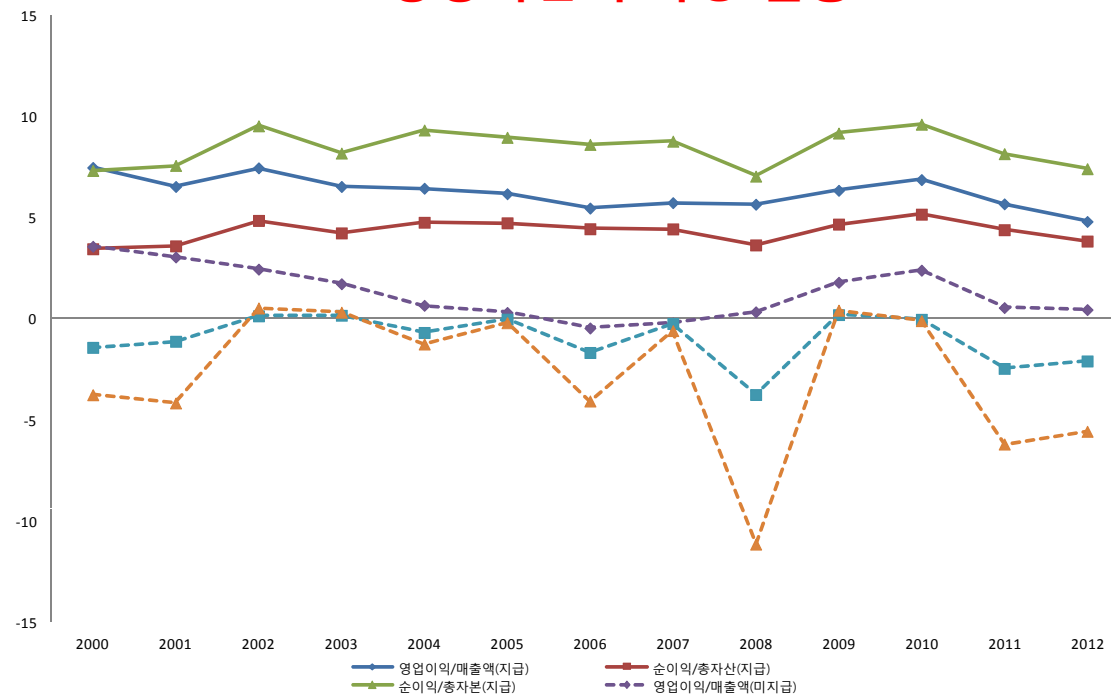
주석1: *는 현행 세부기준을 나타냄

주석2: [+]는 배당과의 상관관계가 양의 값, [-]는 음의 값을 가질 것으로 기대

3. 과소 배당 판단 기준(선별)

- ❖ (수익성) 회사의 수익성은 배당여건의 기본 전제조건으로써, 2000년대 초반부터 최근까지 꾸준히 소폭 하락세이며 배당지급회사의 수익성이 미배당회사의 수익성보다 높게 나타남

상장기업 수익성 현황

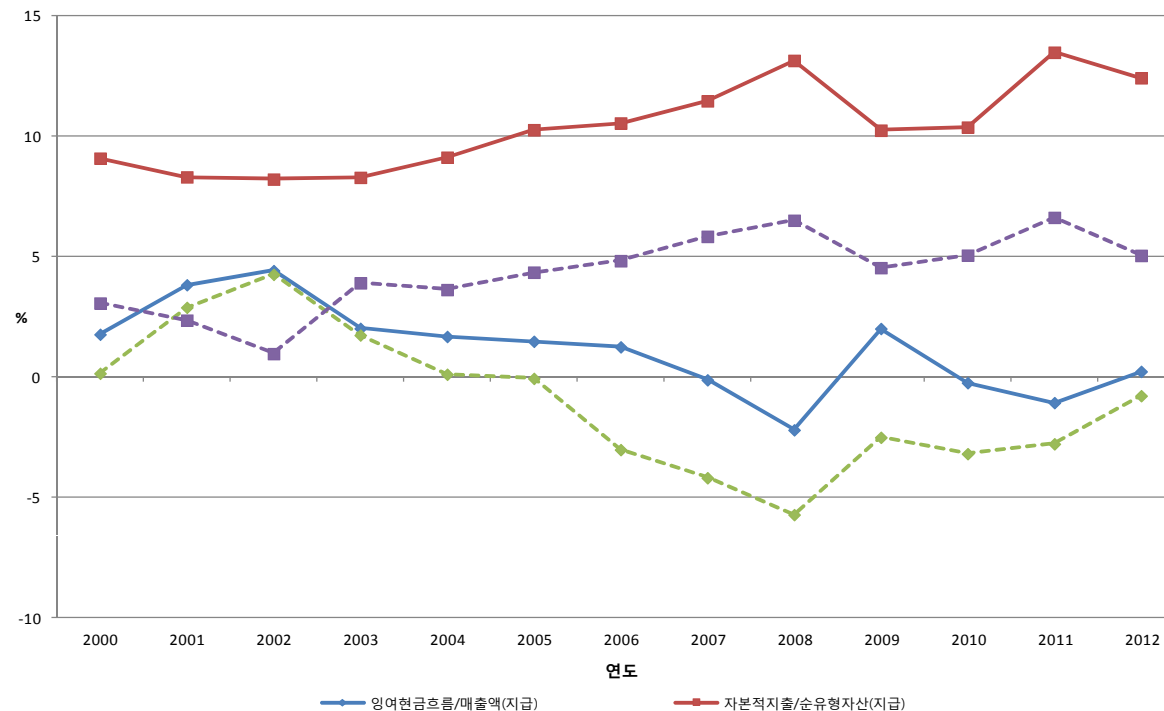


주 : 중위값 기준, 금융업종 제외
 자료: 강소현, 김준석, 양진영(2013)의 자료를 활용

3. 과소 배당 판단 기준(선별)

- ❖ (투자기회) 유배당회사와 무배당회사 모두 투자지출이 증가하고 있으며, 유배당 회사가 무배당회사에 비해 상대적으로 자본적지출이 많음

상장기업 투자활동 현황

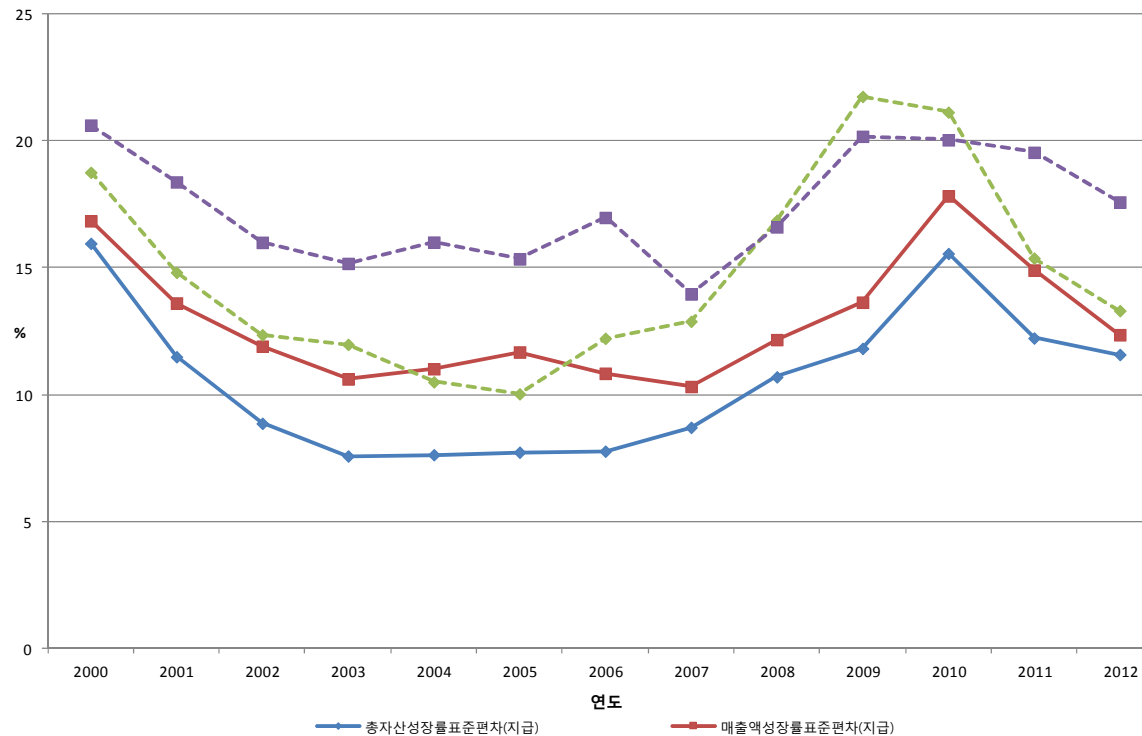


주 : 중위값 기준, 금융업종 제외
 자료: 강소현·김준석·양진영(2013)의 자료를 활용

3. 과소 배당 판단 기준(선별)

- ❖ (불확실성) 금융위기의 파장으로 매출액과 총자산의 성장률에 변동성이 높아져 있으며, 무배당회사가 유배당회사가 이러한 불확실성에 대한 노출이 더 높음

상장기업 경영위험 현황

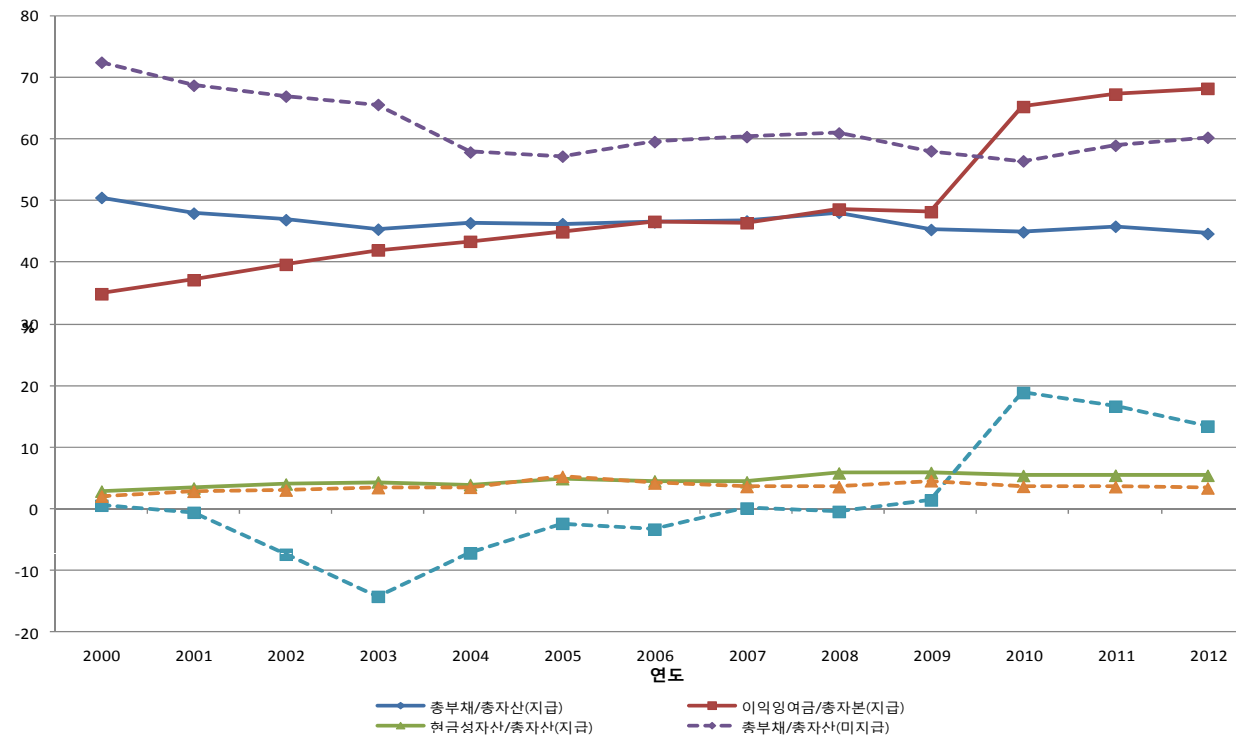


주 : 중위값 기준, 금융업종 제외
 자료: 강소현·김준석·양진영(2013)의 자료를 활용

3. 과소 배당 판단 기준(선별)

- ❖ (자본구조) 재무적으로 안정적이고 배당가능 이익이 많은 기업일수록 배당을 지급할 유인이 높으며, 이는 부채비율과 이익잉여금 비율에서 뚜렷이 드러남

상장기업 재무구조 현황

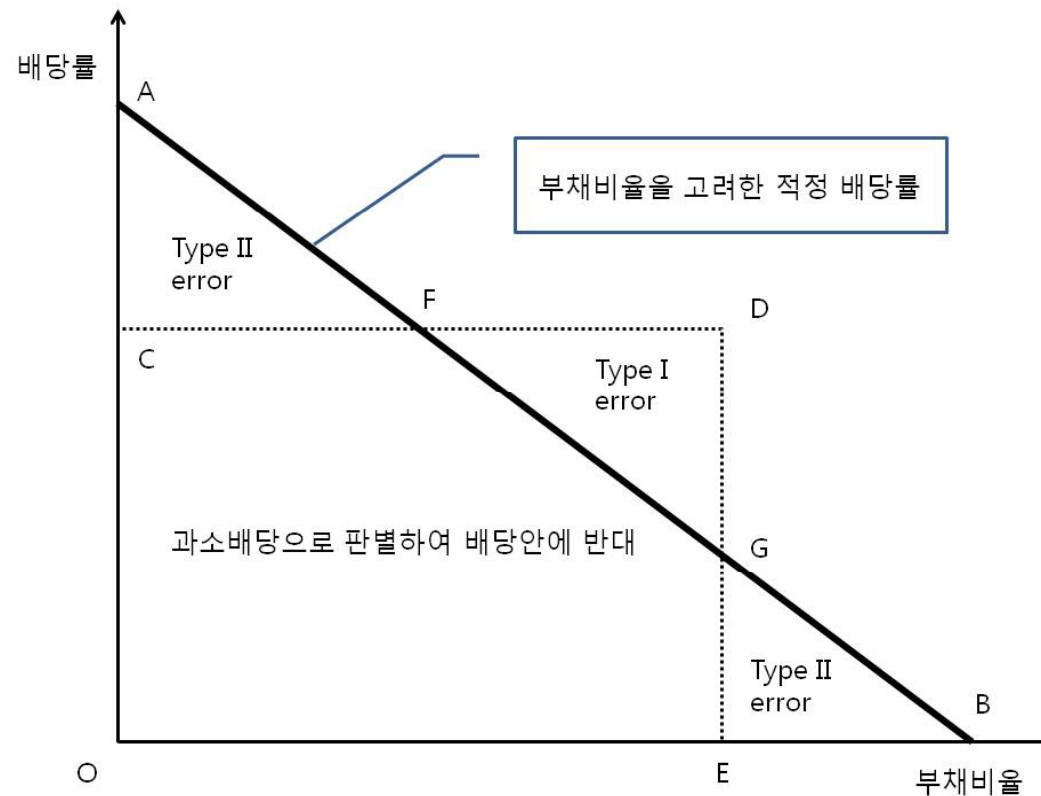


주 : 중위값 기준, 금융업종 제외
 자료: 강소현·김준석·양진영(2013)의 자료를 활용

3. 과소 배당 판단 기준(선별)

❖ 판별 방식

현행 내부 가이드라인의 의미

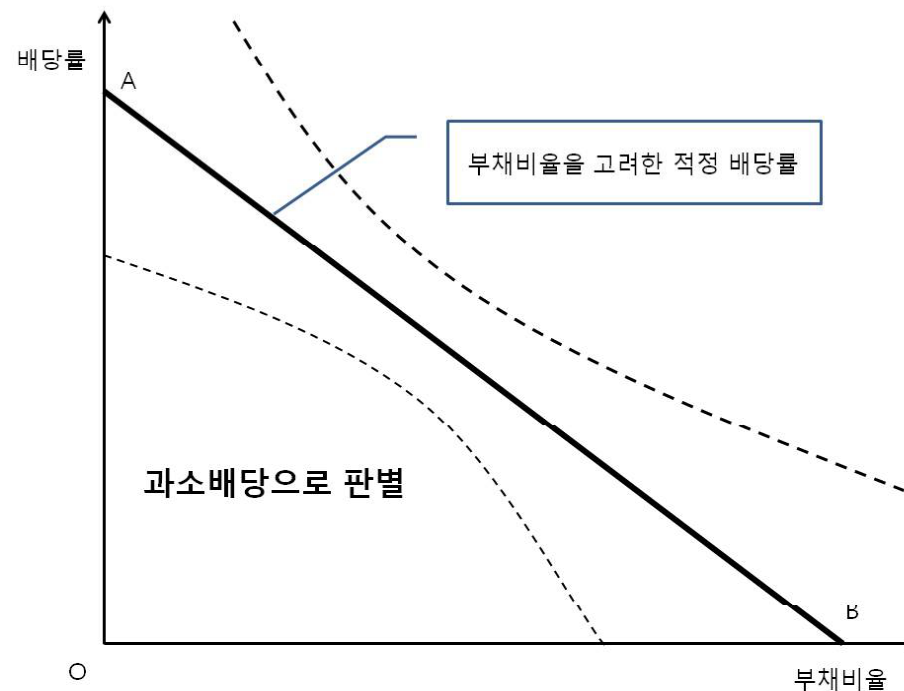


3. 과소 배당 판단 기준(선별)

❖ 판별 방식

- (제안 2a) 통계학의 회귀분석 방식을 배당률과 세부지표들과의 관계식을 추정한 후 임의의 신뢰도 β 하에서 신뢰구간을 설정하여 구간을 벗어나는 관측치의 기업을 과소 배당으로 판별

신뢰구간을 활용한 선별 방식

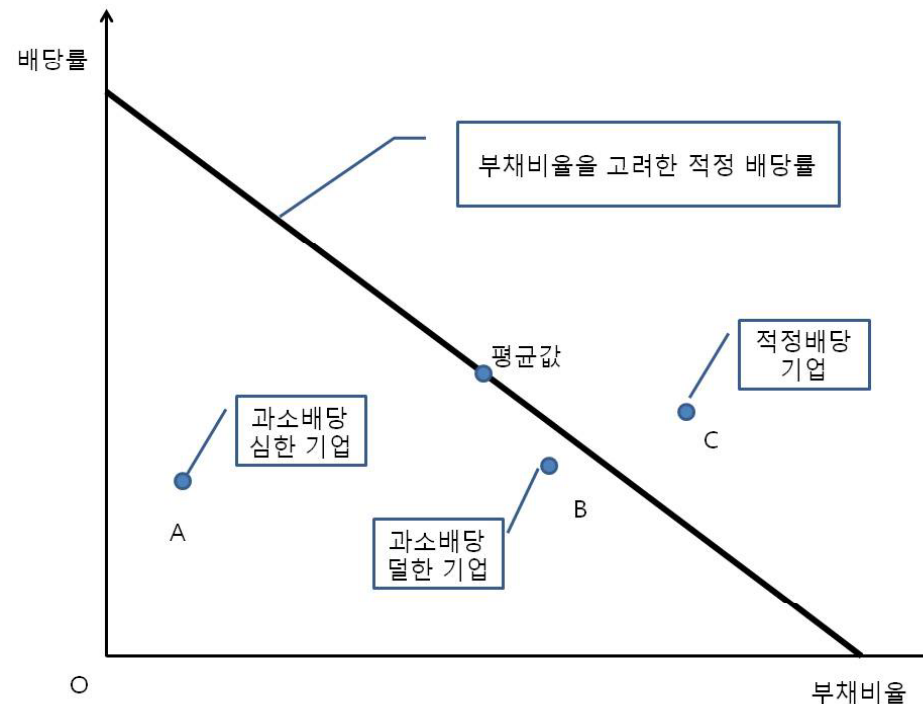


3. 과소 배당 판단 기준(선별)

❖ 판별 방식

- (제안 2b) 회귀분석 방식을 배당률과 세부지표들과의 관계식을 추정한 후 개별 관측치가 이상관측치(outlier)인 정도를 매겨 정렬한 후 임의의 퍼센트를 선정하여 과소배당 기업을 선별함

이상관측치 척도를 이용한 선별 방식



3. 과소 배당 판단 기준(평가)

❖ 과소배당 기업을 선별하여 통지한 후 해당 기업의 소명을 듣고 그 적절성을 감안하여 최종 평가하는 단계

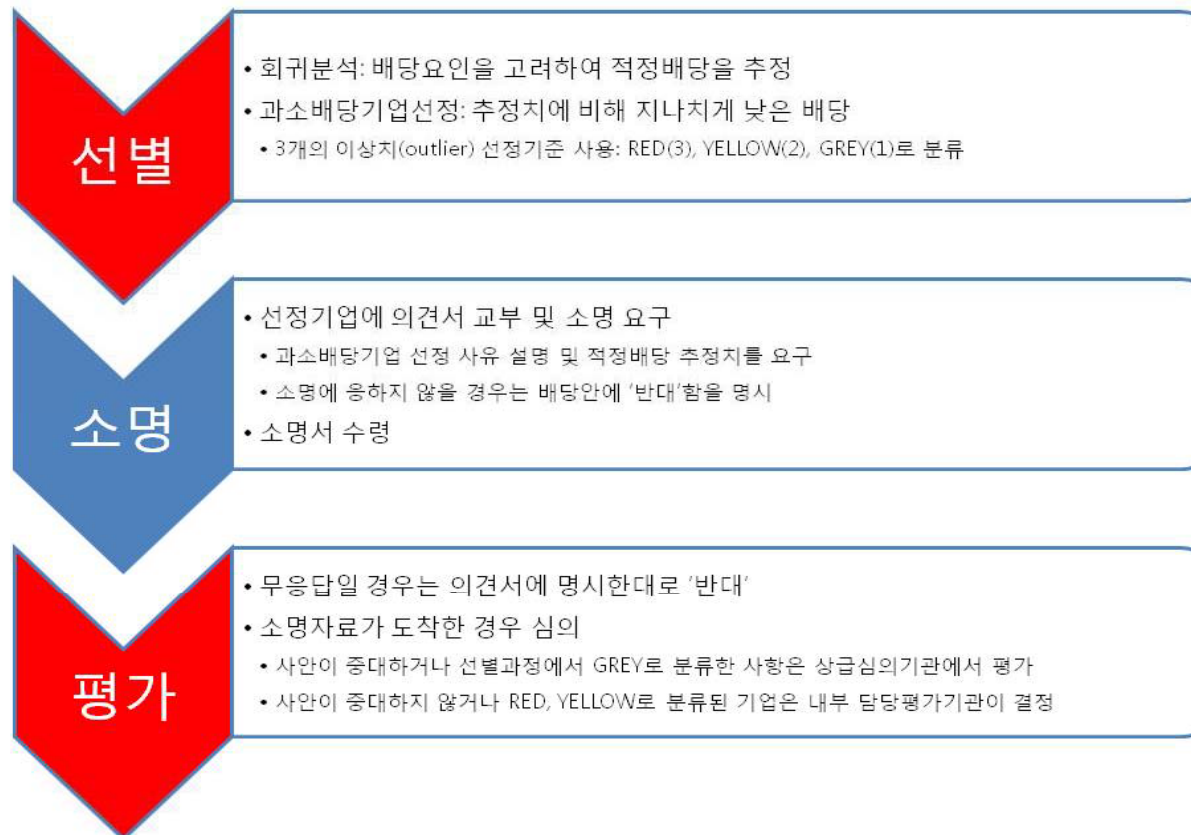
- 선별된 기업이 국민연금의 통지에도 불구하고 회신하지 않을 경우 해당 기업의 배당안에 대하여 '반대' 표명
- 기업이 서면 등의 공문서로 제시한 소명 자료에 대한 세부적인 평가 방안 마련

❖ 의결권행사 관련 외부 자문회사 활용 강화

- (1) 자료에 의한 일차 선별 작업은 외부 자문회사가 전담하고, 최종 판별은 국민연금 해당 부서(또는 의결권행사전문위원회)가 수행하는 방안
- (2) 지분율 및 보유비중이 높은 기업은 국민연금이 직접 수행하고, 상대적으로 중요도가 작은 기업은 의결권행사자문회사에 의뢰하는 방안
- (3) 일차 선정 및 판별을 국민연금과 의결권행사자문회사가 독립적으로 검토한 후 이를 모두 반영하여 최종 결정하는 방안

3. 과소 배당 판단 기준(예시)

- ❖ 배당안에 대한 의사결정 과정을 ‘선별’과 ‘평가’로 이원화 하고 선별과정에서는 정량적인 기법으로 빠르게 과소배당기업을 탐색하고, 평가과정에서는 해당 기업의 소명을 바탕으로 정성적인 방식으로 배당안에 대한 찬반 최종결정을 내림



1. 배당 관련 주주권 행사

❖ 국민연금의 부적절한 주주권 행사로 인한 기업 활동의 위축 가능성을 최소화하기 위하여, 기금의 배당 관련 주주권 행사 방안을 모색함에 있어 다음과 같은 기본 원칙을 견지함

- 대상 기업의 선정 및 확정에 있어 투명하고 공정한 기준이 설정되어야 함
- 주주권 행사의 전반적인 절차 및 과정이 사전에 구체적으로 규정화됨으로써, 기금의 자의적 판단에 의한 재량권을 최소화 하여야 함
- 주주권 행사의 주제를 배당과 관련된 사안으로 엄격히 제한하여, 기금의 투자 목적이 경영참여로 해석될 여지를 차단함
- 배당 관련 주주권을 강화하려는 기금의 노력을 점진적, 그리고 단계적으로 실행함으로써 외부의 우려와 부작용을 최소화 함

2. 상법 및 자본시장법에 따른 연기금의 주주권 행사 범위: 법적제약을 고려한 배당 요구 가능 범위

❖ 상법에 따른 이익배당청구권의 의미와 제한

- 상법상 회사는 배당가능이익 범위 내에서 주주총회 또는 이사회 결의를 통해 배당을 결정할 수 있음(제462조 제2항)
- 이사회가 재무제표를 승인하는 회사나 중간배당·분기배당을 하는 경우, 이익배당에 대해서는 전적으로 회사의 결정에 따르기 때문에 주주제안권이 인정되지 않고, 주주총회의 안건으로 상정되지 않은 경우 주주가 배당의 결정에 직접 참여할 방법은 없음
- 중간배당·분기배당 및 재무제표를 이사회가 승인하여 실시하는 이익배당은 이사회의 결정에 달려 있는 것이므로, 사전에 '사적인' 주주관여에 의해 일정한 이익에 비례한 이익배당을 요구하는 것이 가장 유효함
- 이사회에서 재무제표를 승인할 수 있는 회사라 하더라도, 회사가 스스로 이익배당을 주주총회에서 결정하기로 하는 경우에는 주주총회에서 이익배당에 대한 요구를 다룰 여지가 있음

2. 상법 및 자본시장법에 따른 연기금의 주주권 행사 범위: 법적제약을 고려한 배당 요구 가능 범위

❖ 자본시장법에 따른 배당요구의 제한

- 자본시장법은 대량보유보고제도(5%룰), 임원·주요주주의 특정증권등 소유 상황 보고제도(10%룰), 단기매매차익반환제도에 대한 예외를 인정 받기 위해서는 경영참여목적이 아닐 것을 요구하고 있는 바, 배당결정에 대한 참여 또한 경영참여목적으로 해석되므로, 배당요구가 사실상 금지되고 있다고 할 수 있음
- 자본시장법은 주주제안권, 주총소집청구권의 행사 외에도 '사실상' 영향력을 행사하는 것 자체도 경영참여에 해당하는 것으로 규정하므로, 사적인 주주관여 또한 경영참여에 해당하는 것으로 해석할 수밖에 없음
- 이에 따른 자본시장법 시행령 개정안이 입법 예고됨

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 법적 제약요인의 제거 : 외국의 자본시장 관련 규제의 사례

- (미국의 입법례) 주식의 취득 목적이나 효과가 발행인의 지배를 바꾸거나 지배에 영향을 주기 위한 것 또는 SEC Rule 13d-3(b)[의결권공동행사약정 등을 통한 5%룰의 회피]가 적용되는 약정에 관여하는 것이 아닌 한 실질적 소유자로 보지 않는다고 함으로써 자본시장법보다 넓게 예외를 인정
- (일본의 입법례) 유가증권규제부령 24조는 국민연금을 포함한 기관이 취득한 주식에 대해서는 주요주주의 보유주식에서 제외하여 단기차익반환규제를 적용하지 않으며, 우리나라와 같이 경영참여목적을 별도로 묻지 않음

❖ 국무조정실은 규제개혁시스템 개혁의 일환으로 관련 법령의 개정을 입법예고 함 (2014.10.29)

- 입법예고된 개정안은 자본시장법 제154조 제1항 제4호(배당의 결정)에 법률에 따라 설립된 기금을 제외하는 내용임
- 따라서 국민연금, 사학연금 등에 대해서는 배당의 결정에 관여하는 행위를 경영참여목적으로 해석하는데 예외를 둠

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 배당 관련 주주관여(engagement)

- 배당에 관련된 주주관여 활동은 투자 기업과의 의사소통을 위한 사적 대화 채널을 구축하는 것이 주안점이며, 이를 통하여 기업 스스로의 자발적 배당 확대를 유도하는 방향으로 전개되어야 함을 강조함
- 국민연금의 배당관련 주주관여는 주주총회에서 재무제표 승인 자체를 거부하게 되는 의결권행사보다는 약한 단계로 해석될 수 있으나, 그 효과성 측면에서는 가장 광범위하게 적용되는 주주권 행사 방안임
- 주주권 강화에 따른 기업의 우려를 완화하기 위하여 영국, 일본 등의 사례와 같이 '책임 있는 투자'에 관한 기관투자자 '청지기규준'(Stewardship Code) 마련을 통해 연기금의 주주관여에 대한 우호적 환경과 근거를 마련할 필요가 있음
- 주주관여 활동의 객관성과 독립성을 확보하기 위하여 대상 기업 선정 및 활동 방식에 관한 명확한 내부지침을 마련하고 이를 대외적으로 공표함

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 배당 관련 주주관여(engagement)

- 능동적 주주권 행사가 의결권 행사와 같은 수동적 주주권과 구별되는 요인은 '비정기적'으로 '특정 회사'에 대해서만 수행된다는 점으로, 이는 기본적으로 능동적 주주권의 행사에는 많은 노력과 비용이 수반되기 때문임
- 따라서 배당 관련 주주관여 활동이 집중 될 대상 기업은 적정 숫자로 제한 될 필요가 있으며, 이를 선정하기 위한 기준은 다음의 요인을 감안하여 순차적으로 좁혀나가는 체계를 제안함

❖ 주주관여 대상 기업 선정 절차

- (1단계 : 비정상적 과소 배당 기업의 식별)
 - 의결권행사지침에서 과소 배당으로 반대 의견을 표시할 기업을 선정하는 기준과 기본적으로 동일함
 - 주총에 제안되는 당해연도 배당뿐만 아니라 과거 일정 기간(3년 또는 5년) 동안의 평균 지표를 기준으로 특이치(outlier) 식별 모형을 적용함

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 주주관여 대상 기업 선정 절차 (계속)

— (2단계 : 비용 대비 추가 배당의 실익)

- 주주관여의 과정에서 발생하는 비용은 거의 일정한 반면, 달성 가능한 추가 배당 규모는 배당성향의 확대 정도와 국민연금의 투자 규모에 따라 상이하게 나타남
- 배당 성향의 확대 정도는 특이치 식별 모형에서의 측정치를 기준으로 적정 배당으로부터 멀리 떨어진 기업 순으로 측정
- 기금의 투자 규모가 일정 금액 이하인 종목(또는 전체 국내주식 포트폴리오에서 차지하는 비중이 일정 수준 이하인 종목)은 적극적 주주관여 대상에서 제외함

— (3단계 : 사적 대화를 통한 목적 달성 가능성)

- 기본적으로 배당 확대에 대해 호의적이지 않은 기업 정서를 감안할 때, 기금의 지분율이 높지 않은 기업의 경우 사적 대화에 의한 배당 확대 가능성은 높지 않으므로 특정 지분율 이하의 기업에 대해서는 적극적 주주관여 대상에서 제외함
- 동시에 대주주의 내부지분율이 일정 수준 이상인 기업 역시 사적 대화에 의한 목적 달성 가능성이 희박하므로 대상에서 제외할 수 있음

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 배당 관련 중점감시기업(focus list)

- CalPERS에 의해 유명해진 포커스리스트를 기업 배당의 적정성에 한정하여 작성하는 방안을 고려해 볼 수 있음
 - 기업 배당과 관련한 객관적인 데이터를 상시적으로 축적하고 이로부터 집중관리 대상 기업을 정기적으로 작성하고 별도로 관리하는 것 자체가 기업에 대한 주주 관여의 효과를 배가시킬 수 있음
- 배당 관련 중점감시기업의 작성은 주주관여의 협상력을 높이기 위한 목적 이므로, 감시 대상 기업 명단의 공개 여부에 대한 논의가 필요
 - 공개적 압박을 전제로 하던 CalPERS의 중점감시기업이 최근에 비공개로 전환된 사실을 주지할 필요가 있음
 - 최초 편입 이후 특정 기간 동안은 비공개 중점감시기업으로 지정하고, 일정 기간 경과 후 이 중 일부를 공개 중점감시기업으로 전환하는 이원화 방안 고려

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 비공개 중점감시기업(focus list)

- 배당에 대한 주주권 행사의 수위를 점차 높여간다는 관점에서, 저배당 기업으로 분류되어 일정 기간 기금의 주주관여 활동이 이루어진 기업 중 개선 가능성이 낮은 기업을 비공개 중점감시기업으로 지정함
 - 비공개 중점감시기업의 대상 선정 방식 및 공개 중점감시기업으로 전환하기까지의 관리 기간 설정이 필요함
- 기본적으로 기금의 주주관여 활동이 수행되고 있는 저배당 기업이 대상이 되며, 그 중 다음 사항에 해당하는 기업을 비공개 중점감시기업 대상으로 일차 분류함
 - 비합리적인 저배당 성향으로 주주관여 대상 기업으로 분류되었으나, 기금의 사적 대화 자체를 지속적으로 거부하는 기업
 - 기금과의 사적 대화에도 불구하고 1년 이상 관련 사항에 대한 실질적인 개선 결과가 관측되지 않는 기업

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 비공개 중점감시기업(focus list) (계속)

- 일차 선별된 기업에 대하여 국민연금의 지분율 및 해당 기업의 수익률 등을 감안하여 최종 대상 기업을 확정함
 - 비용 대비 배당 확대의 실익을 감안하여 국민연금의 지분율이 3%미만이고 국내 주식 포트폴리오 내 보유비중이 0.5% 미만인 기업은 대상에서 제외
 - 낮은 배당에도 불구하고 높은 수익률 조건을 감안하여 업종지수 대비 초과수익률이 양(+)인 기업은 제외
- 비공개 중점감시기업 대상을 선정하는 최종 의사결정 주체는 기금운용본부 내의 투자위원회로 함
 - 선정 대상 요건을 충족한 기업에 대해 준법감시인의 사전 검토를 거친 후 투자위원회에 안건을 상정하여 최종 결정하는 구조
- 선정 결과는 의결권행사전문위원회에 사후 보고하고, 비공개 중점감시기업에 대한 관리 활동 내역을 상시 보고함으로써, 의결권행사전문위원회가 실질적인 사후감독의 주체가 되도록 함

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 비공개 중점감시기업(focus list) (계속)

- 배당 관련 중점감시기업을 선정하는 구체적인 기준 설정에 CalPERS의 중점 감시기업 작성 과정이 참조될 수 있으나, 그 대상이 일반적인 기업지배구조가 아닌 배당의 적정성만을 고려한다는 점에서 차이가 있음
- CalPERS의 포커스리스트 작성 과정
 - (1단계) Wilshire 2500에 속한 기업 중 내부 운용의 index fund 포함 종목 1,613개를 추출함
 - (2단계) 시가총액이 5억불 미만이거나 CalPERS의 투자금액이 2백만 불 이하인 기업들은 배제하는 방식으로 850개 기업으로 압축함
 - (3단계) Stern Stewart & Co.에 의뢰하여 각 종목별로 EVA를 산출하고, 시가총액에 의거하여 850개 기업을 5등분한 다음 각 그룹별로 하위 60개 기업을 추출하여 총 300개 기업으로 압축
 - (4단계) 내부지분이 너무 높거나 도움을 받을 수 있는 기관투자자의 비중이 낮은 종목 제외
 - (5단계) 지난 3년간의 누적 상대수익률 및 기업지배구조 관련 정보를 종합하여 점수화하고 이로부터 하위 30개 기업 선정
 - (6단계) CalPERS가 영향력을 행사하여 기업지배구조가 개선될 여지가 있는 기업 15개를 투자위원회에 제안
 - (7단계) 이들 15개 기업과 비공개적으로 접촉해 보고 개선의 정을 보이지 않는 10여 개 기업을 최종 대상기업으로 선정하여 투자위원회에 보고
 - (8단계) 최종 선정된 10여 개 기업의 명단 공개 (최근엔 비공개로 전환)

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 공개 중점감시기업(focus list)

- 공개 여부는 비공개 기업 중 다음 사항에 해당되는 기업을 대상으로 결정함
 - 비공개 중점감시기업으로 분류되었으나 여전히 기금의 대화 노력에 협조적이지 않은 기업 또는 우호적 대화에도 불구하고 1년 이상 관련 사항에 대한 실질적인 개선 결과가 관측되지 않는 기업
- 일차 선별된 기업에 대하여 국민연금의 지분율 및 해당 기업의 수익률 등을 감안하여 최종 대상 기업을 선정함
 - 비용 대비 배당 확대의 실익을 감안하여 국민연금의 지분율이 3%미만이고 국내 주식 포트폴리오 내 보유비중이 0.5% 미만인 기업은 대상에서 제외
 - 낮은 배당에도 불구하고 높은 수익률 조건을 감안하여 업종지수 대비 초과수익률이 5%pt 이상인 기업은 제외
 - CalPERS 사례를 감안할 때, 공개의 효과를 극대화하기 위하여 전체 대상 기업수는 10개 이내로 제한
- 공개 대상 선정의 최종 의사결정 주체는 의결권행사전문위원회로 하고 그 결과를 기금운용위원회에 사후보고 함
 - 선정 대상 요건을 충족한 기업에 대해 준법감시인의 사전 검토 및 투자위원회의 승인을 거친 후 의결권행사전문위원회에 심의 안건을 상정하는 구조

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 배당 관련 주주제안(shareholder proposal)

- 합리적인 판단에 따라 배당과 관련한 주주관여를 하였음에도 불구하고 대상 회사가 이를 수용하지 않을 경우 배당 관련 안건을 직접 또는 간접적으로 주주제안하는 방안을 검토함
- 주주제안을 실행하는 방식은 국민연금이 직접 단독으로 또는 연대를 통하여 안건을 작성하고 주주총회에 상정하는 방안과, 다른 기관투자자의 주주제안 활동에 선별적으로 참여하는 간접적인 실행 방안이 있음
- 공적연금으로서의 특성 및 정부로부터의 독립성 등 국민연금의 주주권 행사를 둘러싼 논란 등을 감안할 때, 다른 기관투자자의 주주제안에 선별적으로 참여하는 방식이 보다 현실적일 것으로 사료됨

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 배당 관련 주주제안(shareholder proposal)

- 다른 주주의 배당 관련 주주제안이 제기된 경우 국민연금의 적극적 의사 표시가 필요할 때 전문위원회의 심의를 거쳐 사전공시를 통한 영향력 확대
 - 소수주주보호 필요성(WEF 국가경쟁력평가(144개국): 소수주주보호 119위, 국가경쟁력 26위)
- 다른 기관투자자의 배당 관련 주주제안에 대한 국민연금의 참여 여부를 결정짓는 판단 기준이 사전적으로 규정화 되어야 함
 - 기본적으로, 국민연금이 사적 대화를 진행하고 있는 주주관여 대상 기업에 대해서 특정 형태의 주주제안이 진행되는 경우 이에 참여함을 원칙으로 함
 - 주주관여 대상 기업의 선정 과정에서 1단계 과소 배당 기업으로는 식별되었으나, 2단계 비용 편익 관점에서 누락된 기업에 대해서는 주주제안의 참여 여부를 재검토할 수 있음
 - 다른 기관이 제시하는 주주제안에 참여할 것인가에 대한 최종 판단은 의결권행사전문위원회의 특별승인을 거치는 것이 타당함
- 배당 관련 주주제안을 직접 수행하거나 또는 타 기관의 요구에 참여하는 경우, 시작 단계에서부터 그 과정 및 최종 결과를 모두 공개함을 원칙으로 함
 - 해외 사례를 보면 배당 관련 주주제안이 진행되면, 많은 경우 주주총회 이전에 호의적 협상을 통하여 제안 안건이 철회되는 경우가 많은 것으로 알려져 있음

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 배당 관련 주주제안(shareholder proposal)

- 기업에 미치는 영향력을 감안할 때, 국민연금이 주주제안에 참여하여 적정 배당을 요구하는 방안은 대단히 제약적으로 실행될 필요가 있음
 - 따라서 최종 결정은 의결권행사전문위원회의 특별결의를 제안함
 - 배당 관련 주주제안 참여 여부는 기금운용위원회에 사후 보고하고, 주주제안의 진행 사항 및 결과를 상시 보고함으로써, 실질적인 사후감독의 주체로 기금운용위원회가 기능토록 함
- 공개 중점감시기업 선정과 주주제안권 행사에 관련된 의사결정이 과연 의결권행사전문위원회의 권한 및 역할에 포함되는가 하는 논란이 있음
 - 따라서 이에 대한 의결권행사지침의 변경을 기금운용위원회가 사전 승인하는 절차가 필요함

단계별 배당 관련 주주권 행사 방안

		비공개 중점감시기업	공개 중점감시기업	주주제안
선정기준	대상	저배당 기업	비공개 중점감시	공개 중점감시
	지분율	3% 이상	3% 이상	5% 이상
	수익률	0%pt 미만	5%pt 미만	10%pt 미만
의사결정 주체		투자위원회	전문위원회	전문위원회 특별결의
사후 감독		의결권행사전문위원회	기금운용위원회	기금운용위원회

3. 배당 관련 주주권 행사 실행 방안

❖ 기타 배당 관련 주주권 강화의 한계

- 다양한 형태의 주주관여 노력에도 합리적으로 응하지 않는 기업에 대해서는 회계장부열람권 행사와 같은 보다 직접적인 압박 수단을 고려할 수 있음
 - 하지만 기업에 대한 이러한 직접적 압박 수단은 그 사회적 파장을 고려하여 보다 장기적 관점에서 검토되어질 필요가 있음
- 일부에서는 주주관여의 최후의 수단으로 시장을 통한 압박이라는 측면에서, 전통적인 월스트리트룰에 따라 보유주식에 대한 지분율을 전량 또는 일부 정리하는 전략이 제기됨
 - 자사주나 대주주 지분을 담보로 대출을 하는 경우 주가하락 시 추가담보를 제공해야 하는 부담이 생기므로 배당정책에 관한 판단에서 신중을 기할 수 있음
 - 그럼에도 불구하고, 기본적으로 벤치마크를 추종하는 기금의 포트폴리오 구성에서 주요 기업의 지분율을 완전히 정리하는 것은 현실적으로 어려움
 - 지분의 일부를 정리하는 방안 또한 나머지 보유 지분 가치를 스스로 하락시키는 결과를 초래하므로 그 역시 현실적이지 않은 측면이 있음

결론 및 시사점

- ❖ 우리나라 상장기업의 배당성향 및 배당수익률은 글로벌 기준에 비하여 매우 낮은 편으로 코리아 디스카운트의 직접적인 원인으로 작용하고 있으며, 이러한 저배당 기조는 외국인 순투자규모 축소의 주요 원인이 됨
- ❖ 국내 주식시장의 이러한 문제점은 위험자산(주식) 비중 확대를 통해 저성장·저금리 기조 하에 낮은 수익률을 제고해야 하는 국민연금기금의 자산운용에 커다란 걸림돌로 작용하고 있음
- ❖ 적정배당이라는 개념 자체가 일반화되기 힘든 기업 고유의 재무적 판단 영역임을 감안할 때, 연금에서 설정하는 배당 기준은 합리적 배당에 대한 최소한의 요구 조건으로서 명백하게 비합리적인 과소 배당을 기계적으로 도출할 수 있는 수리적 모형을 설정하는 것임
- ❖ 2012년도 상법 개정으로 인하여 배당의 결정을 주주총회가 아닌 이사회 결의로 결정하도록 정관 변경이 가능함으로, 수동적 주주권 행사 수단인 의결권행사 만으로는 합리적 배당 요구에 한계가 있음

결론 및 시사점

- ❖ 현재와 같은 의결권행사 외에 기업의 배당 정책에 국한된 연금의 주주권 행사를 강화할 필요가 있으며, 이는 기본적으로 협상을 통한 주주관여(engagement)를 전제로 기업의 자발적 참여를 유도하는 방향으로 전개되는 것이 바람직함
- ❖ 그럼에도 불구하고 기본적으로 배당의 확대에 대하여 호의적이지 않은 기업 현실을 감안할 때, 협상에 의한 주주관여 활동이 성공적이지 않을 경우 이를 보다 강제화할 수 있는 다양한 후속조치 방안이 구체적으로 마련되고, 이러한 정책 방안은 사전에 명시적으로 공시될 필요가 있음
- ❖ 배당 관련 주주권 행사에 관련된 모든 절차는 구체적으로 규정화하여, 기금의 자의적 판단에 의한 재량권 남용을 원천적으로 차단할 필요가 있음
- ❖ 국내 기업의 지나치게 낮은 배당성향을 완화하고 코리아 디스카운트의 주요 요인을 해소함으로써 국내 기업의 시장가치(valuation)를 한 단계 도약시킬 수 있는 가장 효과적인 수단은 정부 정책에 의한 배당 요구가 아닌 국민연금과 같은 주주에 의한 배당 압력이라 하겠음