

17th 자본시장연구원 개원기념 컨퍼런스

배당정책의 변화와 한국 증시

2014.9.25

김성민 (한양대학교 교수)

sminkim@hanyang.ac.kr

kimsungmin7@gmail.com

< 목 차 >

1. 배당정책의 펀더멘탈

2. 국내 상장기업의 배당 현황

3. 배당정책의 결정요인

I. 기업 내부의 재무적 요인

- I -1. 미래 투자기회와 자본소요
- I -2. 이익과 배당지급 추이
- I -3. 잉여현금흐름 수준
- I -4. 재투자수익률 및 자본비용
- I -5. 기업지배구조
- I -6. 외국인투자자
- I -7. 자본조달능력 및 발행경비
- I -8. 배당의 정보효과
- I -9. 자사주매입

II. 기업 외부의 환경요인

4. 배당정책의 변화와 한국증시

1. 배당정책의 펀더멘탈

◆ 배당정책(Dividend Policy)이란?

- 경영자가 배당결정을 할 때 기준이 되는 구체적인 실행 절차로 배당 크기 (주당배당금, 배당수익률, 배당성향), 배당형태(현금배당, 주식배당), 배당시기(분기, 중간, 결산 배당) 등에 대한 의사결정이 포함
- 기업의 배당정책은 기업이 얻은 이익을 사내에 얼마나 유보하고 얼마나 배당으로 지급할 것인가, 차기 투자시 발생 가능한 자금부족분을 신주나 사채발행 또는 차입금 등 어느 방법으로 조달할 것인가를 고려하는 복합적인 기업재무결정임
- 배당정책을 고려함에 있어 가장 우선시 되어야 할 점은 배당정책이 기업가치에 미치는 영향임
- 기업의 지급정책(Payout Policy)은 배당 뿐만 아니라 자사주매입(Share Repurchase)까지 포함

◆ 배당정책과 기업가치

- Miller & Modigliani (1961): 완전자본시장 하에서 배당정책은 기업가치와 관련이 없음(Dividend Irrelevance)
- 현실적으로, 시장의 불완전성(세금, 거래비용, 정보비대칭, 대리인문제 등) 고려 시
과연, 기업의 가치를 극대화할 수 있는 최적배당정책(Optimal Dividend Policy)이 존재할 것인가?
- 배당할인 자기자본가치평가(Dividend Discount Model)
 - 배당할인모형(DDM)은 자기자본 가치 평가의 특수한 경우
 - 주식의 가치: 미래 기대되는 배당금의 현재가

$$V_C = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(D_t)}{(1+k)^t}$$

2. 국내 상장기업의 배당 현황

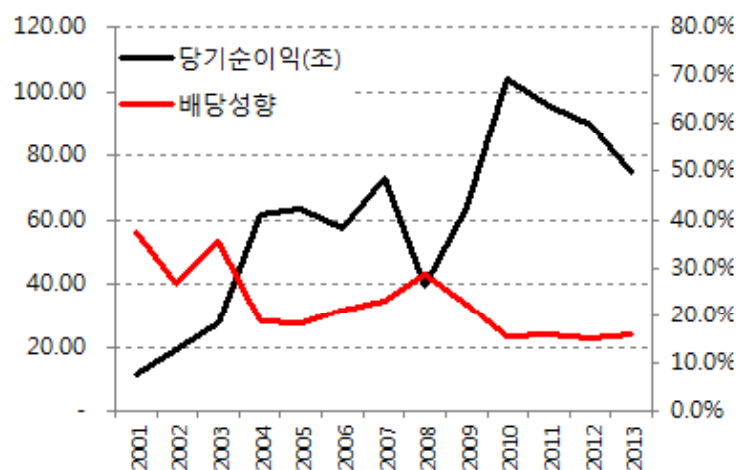
◆ 국내 상장기업의 배당성향은 전체적으로 매우 낮은 수준 (그림 1, 참조)

- 배당성향 : ('01년) 37.4% → ('05년) 18.3% → ('09년) 22.1% → ('13년) 16.1%

◆ 배당수익률(주당배당금/결산기말종가) 역시 기준금리에 미치지 못하는 수준 (그림 2, 참조)

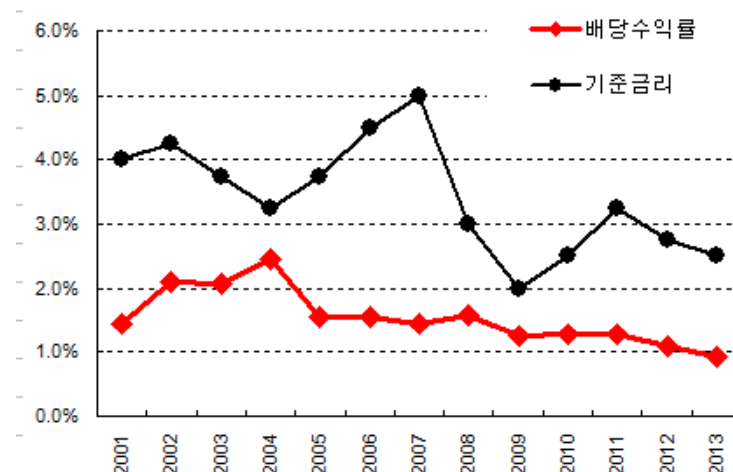
- 배당수익률 : ('01년) 1.45% → ('05년) 1.55% → ('09년) 1.26% → ('13년) 0.94%

<그림 1> 상장기업 당기순이익과 배당성향



(주) 자료 : DataGuide, 상장회사 전체 대상

<그림 2> 상장기업 배당수익률과 기준금리



(주) 자료 : DataGuide, 한국은행, 상장회사 전체 대상

2. 국내 상장기업의 배당 현황 (계속)

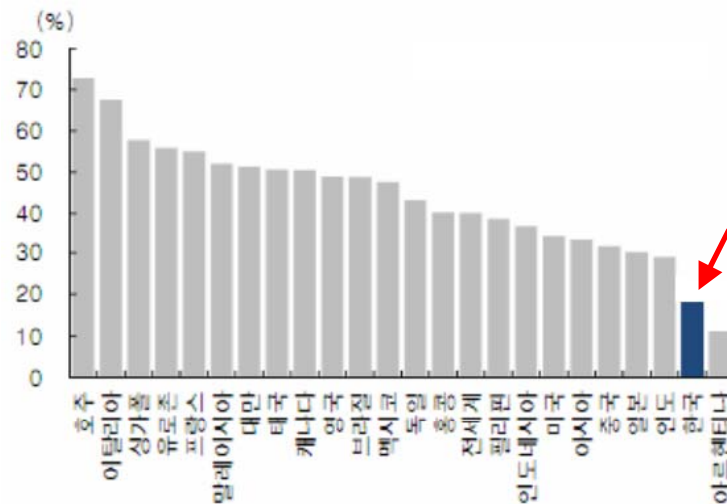
◆ “S.Korea: Where’s the dividend?” (Financial Times, 2012.3.16)

“Korean companies are notorious for low dividends, which reflect their indifference to minority shareholders’ rights. Although their earnings and global profile have increased sharply in recent years with Samsung Electronics and Hyundai Motor increasing their market share, they show little sign of increasing dividend payments. The Korea MSCI index has the lowest dividend yield of the major emerging markets. Korean companies’ low propensity to pay dividends is not a recent problem but investors’ patience seems to be running out. They have come under growing pressure to raise the dividends.”

◆ 주요국 대비 낮은 배당성향 (그림 3, 참조)

- 2013년 한국의 배당성향은 주요국과 비교 시 거의 최하위수준 수준임

<그림 3> 2013년 주요국과 한국의 배당성향 비교



(주) 자료 : Bloomberg

2. 국내 상장기업의 배당 현황 (계속)

- ◆ 경쟁국에 비해 낮은 국내 상장기업의 평균 배당수준은 한국 증시의 심각한 저평가 상태의 핵심원인 (매일경제, 2014.2.21)

“모건스탠리캐피털인터내셔널(MSCI) 인덱스 기준 2004년 한국과 대만의 주가수익비율(PER)은 각각 7.0배와 11.6배였다. 이후 대만과 한국의 평균 배당수익률이 각각 3%대와 1%대로 격차가 지속된 결과 10년이 지난 현재 한국과 대만의 PER는 각각 8.5배와 14.0배로 이전보다 차이가 크게 벌어졌다.”

- ◆ 일정배당성장 할인모형 가정 시 (K_e :자기자본비용, g :일정배당성장률, DPS_1 :차기 주당배당금, EPS :주당순이익)

$$\text{Fundamental PER} = \frac{(DPS_1/EPS)}{(K_e - g)}$$

-여타 조건이 일정할 경우, 배당성향이 증가할수록, PER은 증가함.

-여타 조건이 일정할 경우, 위험이 증가할수록, PER은 감소함.

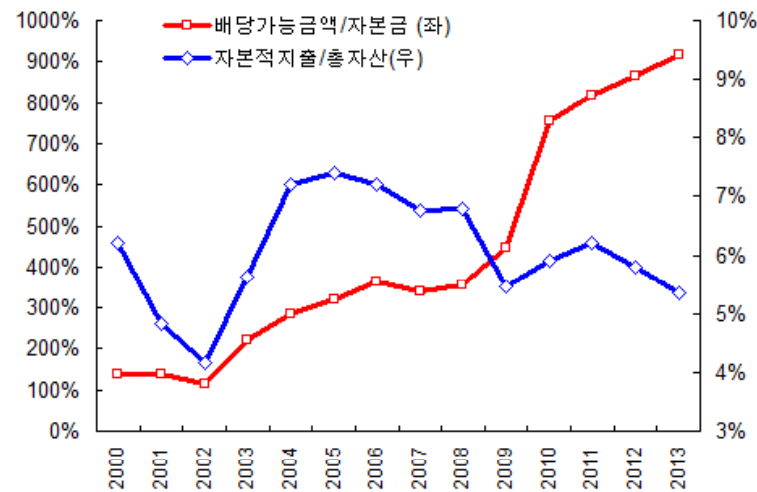
-여타 조건이 일정할 경우, 성장률이 높을수록, PER은 증가함.

* 현실적으로 배당성향, 위험, 성장률은 상호 연계되어 움직임.

2. 국내 상장기업의 배당 현황 (계속)

- ◆ 상장회사 제조업 기준으로 자본금 대비 배당가능금액 비율은 2000년 이후 지속적으로 증가 (그림 4, 참조)
 - 그러나, 총자산 대비 자본적지출(CAPEX) 비율은 2005년을 고점으로 지속적으로 하락 중

<그림 4> 배당가능이익(추정)과 자본적지출



(주) 상장회사, 제조업을 대상

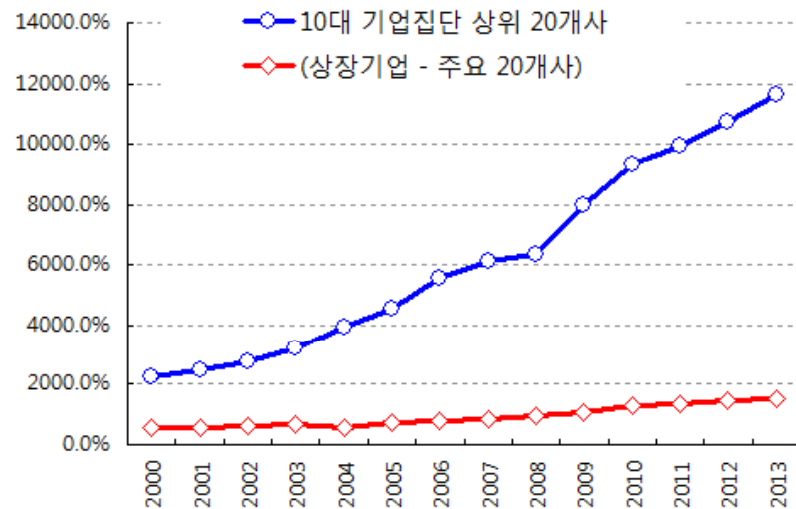
2. 국내 상장기업의 배당 현황 (계속)

◆ 상장회사(제조업)로써 10대 기업집단에 속하는 기업 중 2013년 기준으로 유보율이 높은 상위 20개사를 대상으로 2000년부터 2013년까지 유보율과 배당성향의 (시계열) 평균을 계산한 결과,

- 기업집단 소속 상위 20개사의 평균 유보율은 6,204%, 이를 제외한 상장기업은 930%로 5,274%p의 차이가 발생
- 기업집단 소속 상위 20개사의 평균 배당성향은 18.3%, 이를 제외한 상장기업은 39.5%로 21.2%p의 차이가 발생

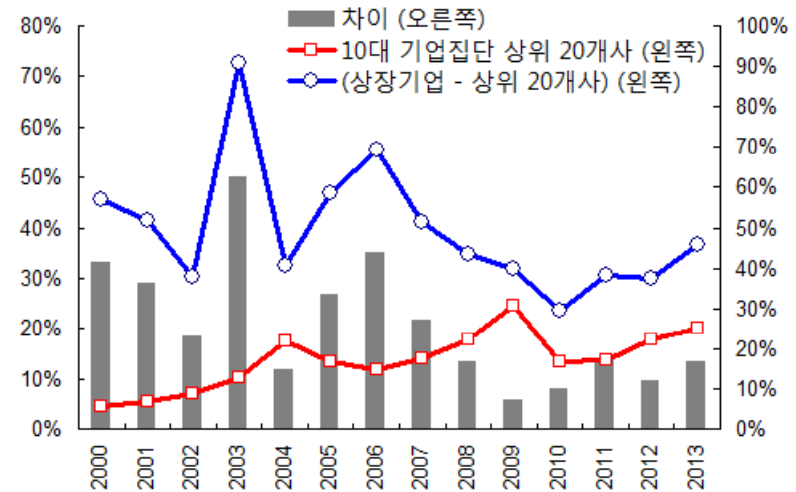
※ 10대 기업집단소속 유보율상위 20개사 : SK텔레콤, 롯데칠성, SK C&C, 롯데제과, 삼성전자, 현대글로비스, 롯데푸드, 롯데쇼핑, 포스코, 에스원, 현대중공업, 현대자동차, SK, 현대모비스, 제일기획, 크레듀, LG화학, 롯데케미칼, SK이노베이션, 삼성SDI

<그림 5> 10대 기업집단 상위 20개사의 유보율



(주) 상장회사, 제조업을 대상

<그림 6> 10대 기업집단 상위 20개사의 배당성향

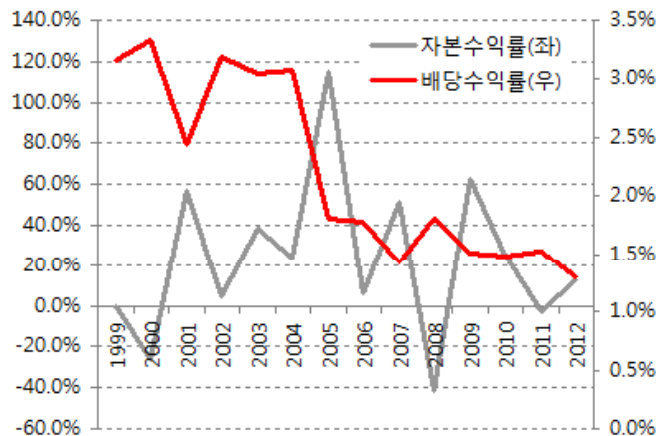


(주) 상장회사, 제조업을 대상

2. 국내 상장기업의 배당 현황 (계속)

- ◆ “주주의 투자수익률은 배당만이 아니라 주가상승을 통한 자본차익을 고려해야 한다?”는 주장
 - 1999년부터 2012년까지 자본수익률의 표준편차는 40.98%, 배당수익률은 표준편차는 0.77% (그림 7, 참조)
 - ◆ 얼마나 많은 투자자가 이러한 자본수익률을 취하기 위하여 중장기적으로 투자하는가? 에 대한 의문
 - 국내 주식시장의 높은 매매회전율은 국내 주식투자자들이 장기투자보다는 단기투자성향이 강하다는 것을 시사
 - 투자자별 평균보유기간을 보면 전체시장이 0.58년인데 비하여, 외국인(1.14년), 연기금(1.23년), 보험(0.15년), 은행(3.71년), 운용사(0.36년), 증권(0.04년), 개인(0.40년)을 나타냄 (표 1, 참조)
- ‘연기금’과 ‘외국인투자자’들이 장기투자자로서의 역할을 수행

<그림 7> 자본수익률과 배당수익률



(주) 자본수익률 = (연말주가 - 연초주가) / 연초주가
상장회사 12월 결산법인 제조업을 대상으로 함

<표 1> 국내 투자자별 평균주식보유기간 (2010년)

☞ 평균보유기간 = (연초 시가총액과 연말 시가총액의 평균) / (연간 주식거래대금)

	전체	개인	기관투자자					외국인
			증권	운용사	은행	보험	연기금	
보유 기간(년)	0.58	0.40	0.04	0.36	3.71	0.15	1.23	1.14

(자료) 자본시장연구원(2012)

3. 배당정책의 결정요인

I. 기업 내부의 재무적 요인

- I -1. 미래 투자기회와 자본소요
- I -2. 이익과 배당지급 추이
- I -3. 잉여현금흐름 수준
- I -4. 재투자수익률 및 자본비용
- I -5. 기업지배구조
- I -6. 외국인투자자
- I -7. 자본조달능력 및 발행경비
- I -8. 배당의 정보효과
- I -9. 자사주매입

II. 기업 외부의 환경요인

<기업의 최적배당정책 수립 시 기업 내부 재무적 요인 및 기업 외부 환경요인>

(출처)최도성, 김성민,『한국기업 배당정책의 변화』, 서울대학교 출판부, 2005

정 량 적 지 표 또 는 정 성 적 지 표	I. 기업내부 재무적요인	II. 기업외부 환경요인
	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 미래 투자기회와 자본소요 ❖ 이익 및 배당지급 추이 ❖ 잉여현금흐름 수준 ❖ 재투자수익률 및 자본비용 ❖ 기업지배구조 ❖ 외국인투자자 ❖ 자본조달능력 및 발행경비 ❖ 배당의 정보효과 ❖ 자사주매입 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 경제환경 <ul style="list-style-type: none"> - 현, 경제상황 및 미래 경제상황에 대한 전망 (물가수준, 경기변동국면, 통화량, 금리, 환율 등) - 자본시장여건 : 증권시장, 채권시장 동향 ❖ 정부규제 <ul style="list-style-type: none"> - 금리, 물가에 대한 정부의 거시정책방향 - 무위험이자율(배당수익률의 최소벤치마크 제공) ❖ 산업 내 경쟁기업 <ul style="list-style-type: none"> - 업계 관행 : 산업 내 유사기업의 배당수준 - 경쟁기업의 경영전략에 대한 분석 : 경쟁수준 ❖ 배당에 대한 법률적 변화 <ul style="list-style-type: none"> - 배당 관련 법률의 변화 : 법정적립금 관련 법률변화로 인한 배당가능이익의 변화가능성 - 배당소득세율/자본이득세율 변천추이 및 전망

기업의 최적배당정책 결정

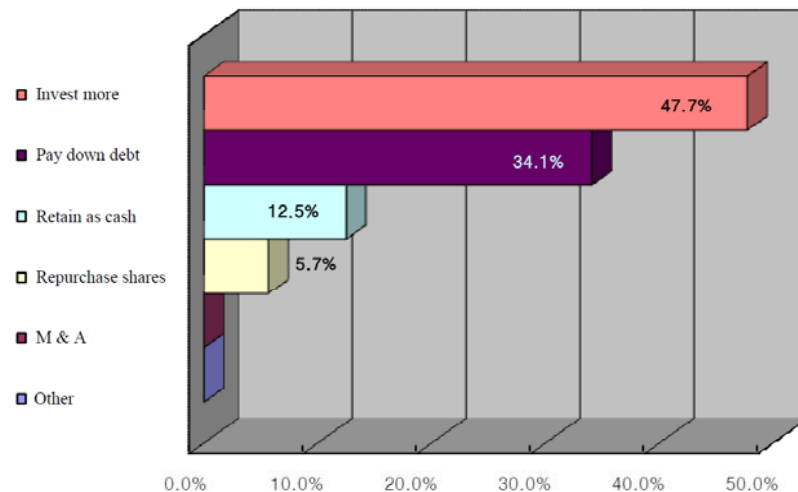
I-1. 미래 투자기회와 자본소요

◆ 배당은 투자결정 및 그에 필요한 자기자본 총당 후 남은 부분으로 이해하는 것으로 이론적으로 잔여배당정책 (Residual Dividend Policy)을 따르는 것

- 안병주 외(2011)가 107명의 CFO를 대상으로 설문 조사한 결과에 의하면, 배당재원을 주로 투자확대(47.7%) 또는 부채상환(34.1%)에 사용한다고 함 (그림 8, 참조)
- 상장기업의 경우 현금의 증가 추세에도 불구하고 현금 대비 설비투자 비중은 지속적으로 감소하고 있어 배당재원이 투자확대 또는 부채상환으로 쓰인다는 것은 설득력이 낮아 보임 (그림 9, 참조)

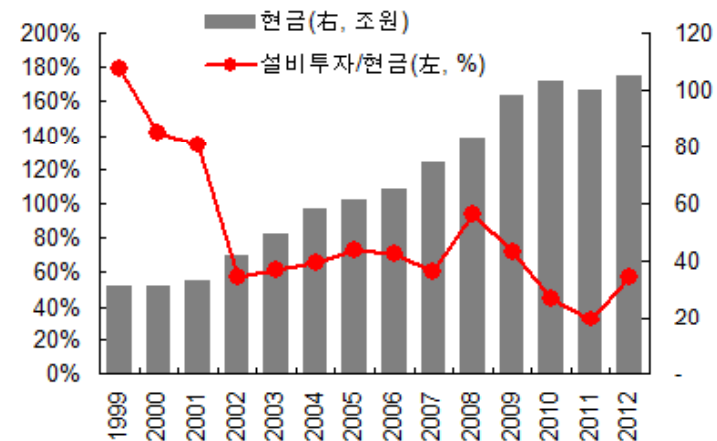
<그림 8> 만약 배당에 사용할 자금을 다른 용도에 쓴다면 어디에 사용하겠습니까?

(A) Of funds that were to be used to pay dividends, what is its most likely alternative use?



(자료) 안병주 외(2011)

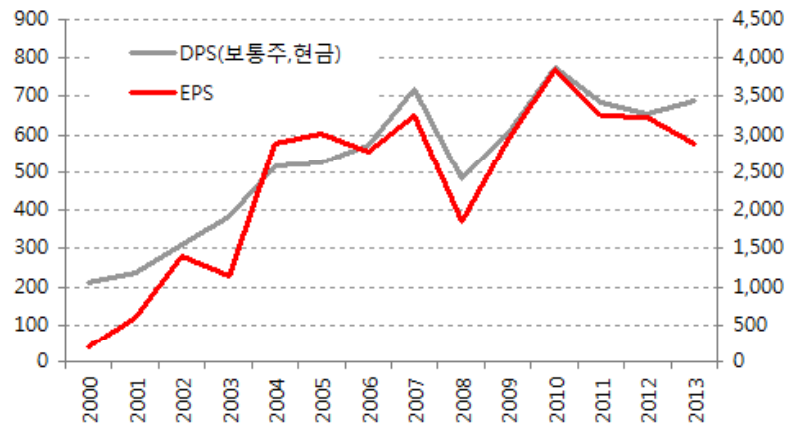
<그림 9> 현금대비 설비투자비중



(주) 상장회사 12월 결산법인 제조업을 대상으로 함

I-2. 이익과 배당지급 추이

<그림 10> 상장회사 주당배당금과 주당순이익 추이



◆ 배당결정은 과거에 실현된 이익 뿐만 아니라 미래의 기대이익도 영향을 미침

- 일시적인 이익(temporary earnings)
vs. 영구적인 이익(permanent earnings)
- 이익의 안정성 여부는 경영자의 배당의사결정에 있어서 매우 중요한 고려요인이 되며, 만일 어떤 기업의 이익이 비교적 안정되어 있다면 그 기업의 미래이익은 쉽게 예측할 수 있으며 안정된 이익의 범위 내에서 현금배당이 이루어지기 때문에 이익의 변동이 심한 기업보다 배당수준이 높은 것이 일반적임

◆ 배당의 유연화 현상 (Smoothing Behavior of Dividend) : 일반적으로 기업의 주당이익(EPS) 변동성 보다 주당 배당금(DPS)의 변동성이 낮게 나타남 (그림 10 참조)

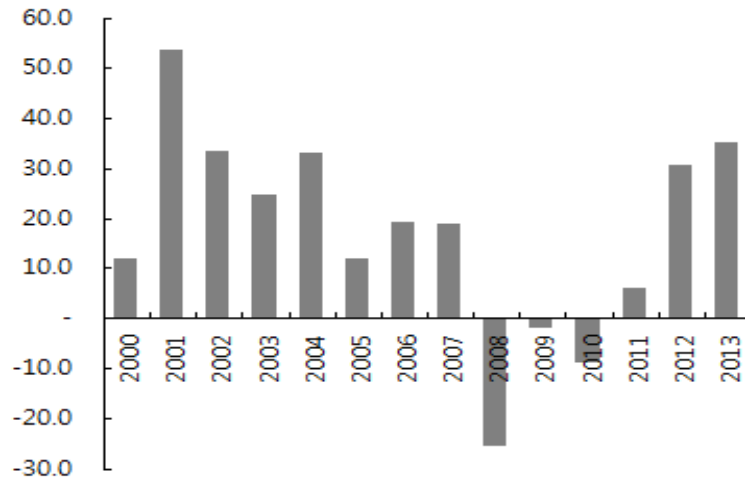
- 배당은 일시적인 이익이 아닌 영구적인 이익을 근간으로 하여 결정
- 예기치 않은 배당금의 하락은 주가에 매우 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이며, 금기 적자가 발생되었거나 이익이 적게 발생하였다 하더라도 배당가능이익 범위 하에서 배당금 지급이 가능

I-3. 잉여현금흐름 수준

- ◆ 금융위기 이후 상장기업(제조업)의 잉여현금흐름은 지속적으로 증가추세이지만(그림 11),
 세후영업이익 대비 투자자본의 증가는 지속적으로 감소하고 있음 (그림 12)

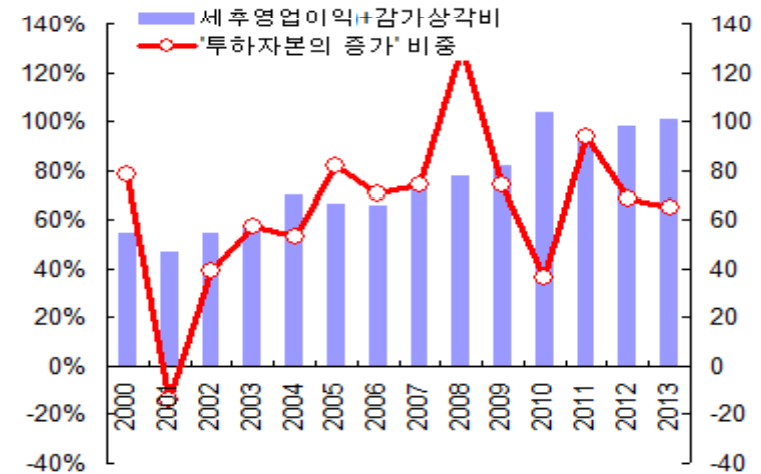
- 이는 세후영업이익 규모에 비하여 투자자본의 증가가 이루어지지 않음으로 해서
 기업의 잉여현금흐름이 증가하고 있음을 보여줌

<그림 11> 상장회사 잉여현금흐름 추이(조원)



(주) 자료 : DataGuide, 상장회사 제조업을 대상으로 함
 잉여현금흐름 = 세후영업이익+감가상각비 - 투자자본의 증가
 투자자본 = 순운전자본 + 유형자산 + 기타순영업자산

<그림 12> 세후영업이익 대비 투자자본의 증가 비중



(주) 자료 : DataGuide, 상장회사 제조업을 대상으로 함
 비중 산식 = 투자자본의 증가 / (세후영업이익 + 감가상각비)

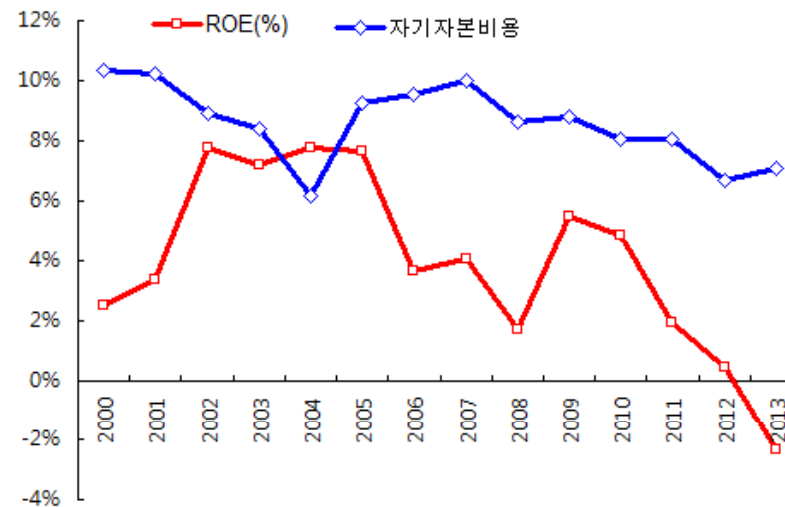
- ◆ 기업의 유동성은 기업의 투자결정과 자본조달결정에 영향을 받게 됨으로써 잉여현금흐름 수준에 근거한
 적정배당정책이 필요

- 과다한 잉여현금흐름 수준은 지배주주와 외부주주간의 대리인문제를 야기시킬 수 있으므로
 배당지급확대를 통한 대리인 문제 경감방안이 채택될 수 있음

I-4. 재투자수익률 및 자본비용

- ◆ 주주입장에서 자기자본이익률(ROE)이 자기자본비용을 커버하지 못하는 상황에서 유보이익을 희생한 무리한 재투자는 오히려 기업가치의 하락을 초래할 수 있음 (그림 13)

<그림 13> 자기자본비용률(%)과 ROE(%)



(주) 자기자본비용률 = 무위험수익률 + 베타(1Y)*위험프리미엄
자료 : DataGuide, 상장회사 12월 결산법인 제조업을 대상으로 함

I-5. 기업지배구조

- ◆ 기업의 지배구조는 대리인문제와 관련된 대리인비용의 최소화를 위한 배당수준의 결정에 영향을 미침
 - 한국기업지배구조원의 평가(주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분의 5가지 범주)
 - 상장법인의 전체 점수는 100%기준 35% ~ 39% 수준 불과
- ◆ 크레디리요네(CLSA)와 아시아기업지배구조(ACGA)가 공동 발간하는 아시아 11개국 기업지배구조 분석 보고서를 살펴보면 한국의 기업지배구조 수준이 매우 취약함을 알 수 있음

<표 2> 2010년 2012년 분류별 국내 평가결과

년도/ (평가기업수)	평가영역					총점(%)
	주주권리보호	이사회	공시	감사기구	경영과실배분	
2005(528)	51.2	23.1	38.7	43.8	34.0	37.9
2006(662)	54.7	25.7	30.2	43.4	27.6	38.3
2007(669)	55.3	25.7	32.5	40.1	28.6	38.0
2008(669)	55.4	26.1	33.0	40.2	25.4	38.3
2009(685)	54.6	27.2	32.6	43.1	26.6	38.8
2010(690)	54.3	27.3	32.4	44.3	25.0	38.9
2011(668)	52.5	21.1	25.6	46.4	22.9	35.5
2012(710)	53.7	19.0	25.0	47.6	24.5	35.4
2013(693)	53.8	19.7	24.4	48.0	23.7	35.4

(자료) 한국기업지배구조원(CGS)

<표 3> 아시아 각국 기업지배구조 점수

순위	국가	2007	2010	2012
1	싱가폴	65.0	67.0	69.0
2	홍콩	67.0	65.0	66.0
3	태국	47.0	55.0	58.0
4	일본	52.0	57.0	55.0
5	말레이시아	49.0	52.0	55.0
6	대만	54.0	55.0	53.0
7	인도	56.0	48.0	51.0
8	한국	49.0	45.0	49.0
9	중국	45.0	49.0	45.0
10	필리핀	41.0	37.0	41.0
11	인도네시아	37.0	40.0	37.0

(자료) CG Watch* 2012 보고서 (2012년18호 CGS Report 참조)

* 크레디아그리콜(CA)의 아시아 증권부문 자회사인 크레디리요네(CLSA)와 아시아기업지배구조(ACGA)가 2003년부터 공동발간하는 아시아 11개국의 기업지배구조 분석 보고서임

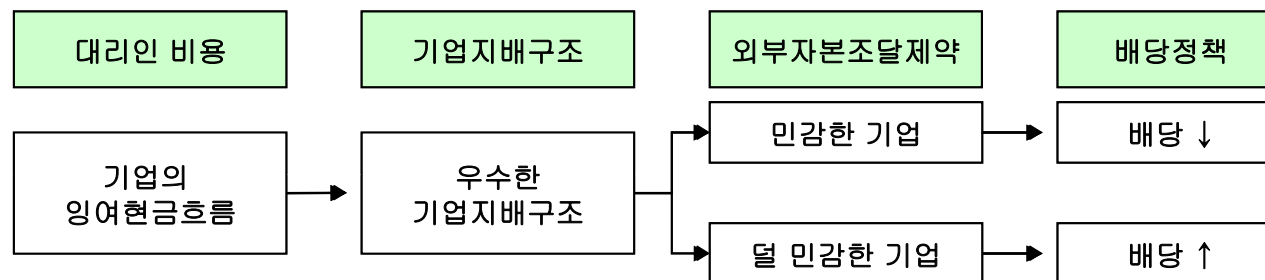
I-5-1. 기업지배구조와 외부자본조달제약

◆ 기업지배구조가 배당정책에 미치는 영향

- Laporta et al.(2000)의 배당과 대리인비용과의 관계에 관한 두 가지 가설 제시
 - ① 경영자기회주의가설(Outcome Hypothesis) : 우수한 기업지배구조일수록 배당을 많이 지급
 - ② 대체가설(Substitute Hypothesis) : 우수한 기업지배구조일수록 배당을 적게 지급
- 박광우 외 (2005)의 국내 실증결과는 기업지배구조가 좋은 기업일수록 평균적으로 높은 배당을 지급함을 보여줌

◆ 기업지배구조와 외부자본조달제약이 배당정책에 미치는 영향

- 기업의 배당정책은 대리인 비용의 감소와 외부조달에 따른 자본비용 증가라는 두 측면을 동시에 고려하여 결정되어야 함
- 미국의 경우 기업의 지배구조가 좋은 경우라도 외부자본조달상의 제약이 상대적으로 심각한 기업의 경우에는 외부자본조달에 따른 자본비용을 감소시키기 위해 배당을 줄이는 것으로 나타남(Chae, Kim & Lee 2009)



- ◆ 10대 기업집단 유보율 상위 20개사의 경우, 기업지배구조가 전반적으로 좋지 않은 상황에서 외부자본조달제약도 민감하지 않음에도(유보율이 매우 높음) 배당을 적게 지급하는 것은 과연 적절한 배당정책인지?

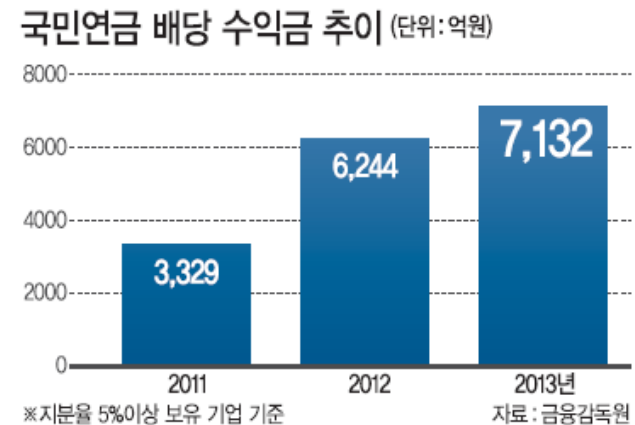
I-5-2. 이사회 구성 및 공적연금의 의결권 행사

- ◆ 배당은 상법상 주주총회에서 결정되지만 실질적으로 이사회에서 결의한 내용이 주주총회를 대부분 통과하는 실정
 - 따라서 사내이사와 사외이사의 비중, 대주주와의 독립성 여부 등 실질적으로 기업가치를 극대화할 수 있는 최적의 배당정책을 도출 할 수 있는지가 관건
- ◆ 최근 공적연금(주로 국민연금기금)의 주식의결권 행사는 연금수급권자인 국민연금가입자의 장기 주주가치 제고 차원에서 의결권을 행사하고 있음
 - 적정배당정책에 반(反)하는 배당지급안이 상정될 경우 반대행사를 할 수 있음을 의결권행사지침에 명시하고 있음

<표 4> 국민연금 의결권 행사지침

제 1장 총칙
제 4조 (주주가치 증대) 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다.
[별표 1] 국내 주식 의결권 행사 세부기준
2. 이익잉여금 처분의 적정성
회사의 적정배당 정책에 의한 배당에 찬성한다. 다만, 배당금 지급수준이 회사의 이익규모, 재무 상황, 투자기회, 자사주 매입규모, 임직원에 대한 보상 및 기부금 등을 고려하여 주주가치를 훼손할 정도로 과소하거나 또는 과도한 경우 반대한다.

<그림 14> 국민연금 배당 수익금 추이



I-5-3. 기업집단의 비상장계열사를 통한 배당금 지급관련 이슈

◆ 기업집단의 비상장계열사를 통한 배당금 지급관련 이슈

적자기업까지 배당... 재벌 비상장사 통한 배당잔치

“재벌 총수 일가들이 경기침체와 불황에도 아랑곳 없이 비상장 계열사들을 통해 거액의 배당잔치를 벌인 것으로 나타났다. 일부 재벌 총수는 해당 기업이 벌어들인 금액 이상을 배당으로 빼내갔고, 적자기업에서 배당금을 챙기기도 했다.”(연합뉴스, 2014.4.14)

→ 과연, 기업가치극대화를 위한 최적배당정책인지?

◆ 대리인문제(Agency Problem): 오너경영자와 외부주주간의 심각한 대리인문제

- “비재벌기업과는 달리 재벌기업의 대주주 경영자는 자신의 경제적 이해와 그룹 지배를 위해 계열법인의 주식을 적절히 활용하고 있는데...”(박경서외 2001)
- 지배주주가 수직 계열화된 비상장기업의 일감몰아주기나 내부거래를 통해 상장사에서 발생한 이익이 비상장사로 옮겨가고, 이를 배당 형식으로 총수 일가가 취하면 결국 상장사 기업 가치가 하락
- 공기업을 제외한 자산 상위 10대 기업집단의 내부거래액은 2013년 154조2천억원으로 역대 최대 규모, 10대 기업집단(LG와 SK, 롯데, 포스코, 한진, 삼성, 현대차, 현대중공업, GS, 한화)
- 재벌닷컴 2014.6.3

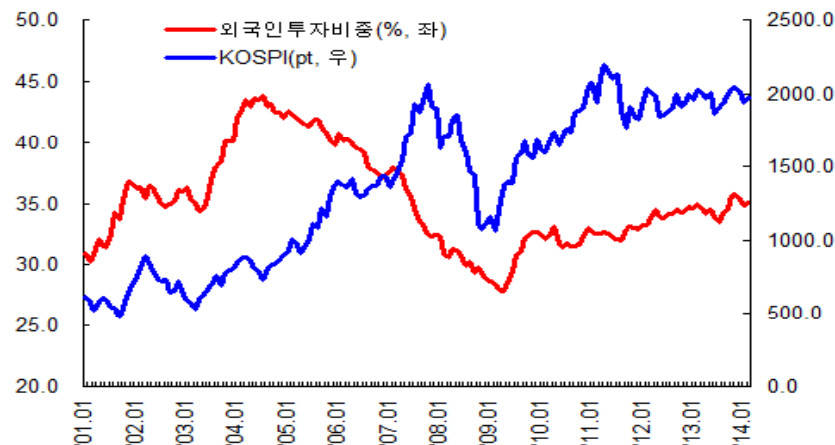
I-6. 외국인투자자

◆ 외국인투자자 투자비중 및 배당금 지급추이(그림15, 그림16)

◆ 외국인투자자들이 상당한 보유지분율을 통해 단기적 고배당을 요구한다는 주장에 대해

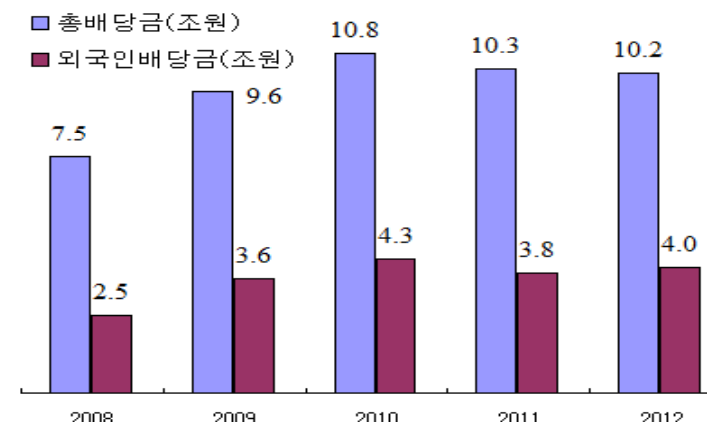
- 국내 시장의 글로벌화를 위하여 더 이상 대주주의 국적에 대한 논의는 삼가는 것이 바람직함
 - 필요에 의해 투자를 받았고 투자자 차원에서의 투자자금 회수는 당연함.
- ➔ 펀더멘털 이슈는 이러한 배당수준이 적절한지를 판단하는 것이며 궁극적으로 시장에서 투자자들에 의해 주가에 반영될 것으로 기대함

<그림 15> 외국인투자자 투자비중



(자료) 한국증권거래소

<그림 16> 외국인에게 지급된 배당금 추이



(자료) 한국예탁결제원

I-6-1. 외국인투자자의 투자기간

◆ 김성민, 장용원(2012)의 실증분석에 의하면 외국인투자자의 투자기간에 따라 국내 기업의 배당정책에 미치는 영향이 상이함을 보여줌(표5, 표6)

- 투자기간이 단기인 외국인투자자는 국내 기업에 영향력을 행사하기 보다는 단기적 자본차익을 추구하며, 투자기간이 장기인 외국인투자자만이 국내 기업으로 하여금 높은 배당지급을 요구

<표 5> 장단기 외국인투자자간의 배당수준에 대한 차이값 검증

	상대적 투자기간 구분방법 1			상대적 투자기간 구분방법 2		
	장기 외국인투자자 (1)	단기 외국인투자자 (2)	차이값 검출 (3)	장기 외국인투자자 (4)	단기 외국인투자자 (5)	차이값 검출 (6)
DIV1	0.2297 (0.1763)	0.1940 (0.1427)	0.0068 [0.0001]	0.2282 (0.1792)	0.1980 (0.1457)	0.0188 [0.0000]
DIV2	0.0106 (0.0081)	0.0083 (0.0066)	0.0000 [0.0000]	0.0103 (0.0078)	0.0087 (0.0065)	0.0025 [0.0008]
DIV3	0.0171 (0.0132)	0.0152 (0.0124)	0.0195 [0.0116]	0.0180 (0.0141)	0.0146 (0.0118)	0.0001 [0.0000]
DIV4	0.0208 (0.0176)	0.0155 (0.0125)	0.0000 [0.0000]	0.0194 (0.0161)	0.0171 (0.0139)	0.0064 [0.0020]

<표 6> 장단기 외국인투자자가 배당수준에 미치는 영향에 관한 횡단면 회귀분석 결과

종속변수	장기 외국인투자자 그룹				단기 외국인투자자 그룹			
	DIV1 모형(1)	DIV2 모형(2)	DIV3 모형(3)	DIV4 모형(4)	DIV1 모형(5)	DIV2 모형(6)	DIV3 모형(7)	DIV4 모형(8)
상수항	0.2016 (0.80)	0.0005 (0.06)	-0.0126 (-1.05)	0.0271** (2.35)	0.1790 (0.83)	-0.0014 (-0.24)	-0.0094 (-0.94)	0.0187* (1.75)
FOR	0.1723** (2.05)	0.0091*** (3.67)	0.0145*** (3.54)	0.0097** (2.27)	-0.0826 (-1.06)	-0.0051 (-1.12)	-0.0028 (-0.39)	-0.0125** (-2.07)

* 변수 : DIV1 (배당성향), DIV2 (총자산배당률), DIV3 (자기자본배당률), DIV4 (배당수익률), FOR (외국인투자자 보유지분율의 합)

상대적 투자기간 구분방법 1 : 외국인투자자의 투자회전율이 표본의 중간값 보다 클 경우 '단기 외국인투자자'로 구분하고, 아 아닌 경우에는 '장기 외국인투자자'로 구분

상대적 투자기간 구분방법 2 : 외국인투자자의 투자회전율이 해당종목의 거래회전율 보다 클 경우 '단기 외국인투자자'로 구분하고, 아닌 경우에는 '장기 외국인투자자'로 구분

I-7. 자본조달능력 및 발행경비

- ◆ 기업의 자본시장에서의 자본조달능력은 한정되어 있으므로 소요자본의 조달능력을 위해서는 배당을 억제하고 보다 많은 이익을 유보시켜려고 함
 - 수익률이 크고 비교적 안정된 이익을 실현시키고 있는 자본조달능력이 큰 기업은 일반적으로 그렇지 못한 기업보다 배당률이 높은 경향이 있음
 - 기업의 유동성이 낮은 상태에 있을 경우라도 그 기업이 차입능력이 있어서 비교적 짧은 기간 내에 자금을 쉽게 차입할 수 있다면 비교적 동원 가능한 기업 내의 자금범위 내에서 배당을 가급적 많이 할 수 있음

- ◆ 신주로 자본조달시 발행비용(flotation costs)의 고려
 - 신주발행과 같이 외부금융에 의존하게 되면 발행비용(인수수수료, 인쇄비용 등)이 소요되며, 중소기업일수록 발행비용이 크게 발생함
 - 따라서 이 경우 주주의 입장에서 사내유보 혹은 저배당정책이 현실적인 측면이 있음

I-8. 배당의 정보효과

- ◆ 배당수준 또는 배당증감의 발표를 통해 외부주주와 내부주주간의 기업가치에 대한 정보비대칭을 경감시킬 수 있음
 - 이 경우 배당은 하나의 정보를 전달하는 신호도구(signaling device)로써 역할을 하게 됨. 일반적으로 예기치 않은 배당증가는 주가를 상승시키며, 예기치 않은 배당감소는 주가를 떨어뜨리게 됨
 - 기업은 이러한 배당의 정보효과(information contents of dividend)를 인지하여 자율공시나 주기적인 IR을 통해 배당정보를 투자자에게 알림으로써 미래 배당예측력을 제고시키는데 기여할 수 있음

I-9. 자사주매입

- ◆ 자사주매입(Share Repurchase)은 배당의 대안적(또는 보완적) 수단으로 상법상 이익배당한도 이내에서 당해 연도에 지급해야 할 배당금과 금감위가 정하는 준비금을 차감한 금액을 한도로 함
 - 주가안정이나 경영권 보호라는 제한적 목적 뿐만 아니라 배당지급의 대체 또는 보완, 배당소득세 회피, 스톡옵션 행사를 위한 장치로 사용

<표 7> 자사주 취득 목적별 현황

구 분	2012년				2011년	
	건수	증감률	취득 주식	증감률	건수	취득 주식
주가인정	81	△ 15.6	57,679	△ 2.7	96	59,272
이익소각	4	-	8,280	△ 70.1	4	27,677
임직원 성과급 지급(스톡옵션 포함)	2	△ 60.0	49	△ 99.5	5	9,569
경영권안정	1	-	1,200	-	-	-
기타*	1	△ 66.7	3,019	631.0	3	413
계	89	△ 17.6	70,227	△ 27.5	108	96,931

* 기타 : 단주취득, 상호주식 매입, 취득목적 미기재 등

- ◆ 자사주매입은 배당의 대체재(substitute)인가? 보완재(complement) 인가?
 - 최도성, 김성민(2004)의 연구에 의하면 자사주매입수익률이 배당예측오차와 유의적인 정(+)의 관계를 보여줌에 따라 자사주매입의 배당대체 가능성을 기각
 - 기업들이 이익환원정책으로 배당정책과 더불어 자사주매입을 적극적으로 고려하고 있음을 시사

II. 기업 외부의 환경요인

◆ 경제환경

- 물가수준, 경기변동국면, 통화량 및 통화량 증가율, 금리, 환율 등
- 현 경제상황 및 미래 경제상황에 대한 전망과 자본시장 여건 등

◆ 정부규제

- 금리, 물가에 대한 정부의 거시정책 방향
- 무위험 이자율

◆ 산업 내 경쟁기업

- 산업 내 유사기업과의 배당정책 및 배당수준 비교는 일반적인 업계 관행
- 동종업종에 속한 기업이라 하더라도 수익성/성장성/위험 등 기업의 펀더멘털이 상이할 수 있어 적절한 비교를 위해서는 펀더멘털의 차이를 통제하여 비교해야 함

◆ 배당세제

- 배당소득세율인하, 분리과세
- 최근 논의되는 기업소득 환류세제(첨부 참조)

4. 배당정책의 변화와 한국증시

◆ 기업가치 극대화 또는 주가극대화를 목표로 한 배당정책의 필요성

- 향후 기업의 최적배당정책은 기업 외부환경요인과 내부재무적요인 등을 총체적으로 고려하여 이루어져야 함

◆ 누가 기업으로 하여금 적정배당정책을 유도하여야 할 것인가?

- 기업의 배당정책은 기업의 고유한 재무의사결정임
- 최근 정부에서 논의되어 온 적정유보이익을 초과한 금액에 대한 세금부과 이슈(기업소득환류세제)는 기업마다 상이한 적정유보이익이 고려되어야 하는 상황에서 현실적으로 이를 추정하고 획일적으로 적용하기엔 무리가 따름(첨부 참조)

◆ 안정적인 배당을 통한 장기투자자 유인 및 시장의 안정성 확보

- 배당이 매우 낮은 상황에서 투자자는 자본이득을 추구하게 되었으며, 이 결과 국내 주식시장은 높은 매매회전율을 기록하고 있음. 즉, 지금까지 국내 주식투자자들이 장기투자보다는 단기투자성향을 띄어옴
- 안정적인 배당을 목표로 한 장기투자자 비중의 확대를 통한 증권시장의 변동성 감소

◆ 최근 배당주펀드로의 자금유입증가 현상

4. 배당정책의 변화와 한국증시(계속)

◆ 오너경영자와 외부주주간의 대리인문제를 경감시킬 수 있는 방안

- 기업지배구조 이슈: 한국 기업집단기업의 경우 기업지배구조 수준이 매우 취약함.
- 오너경영자와 외부주주간의 심각한 대리인문제가 존재하는 상황에서 최적배당정책으로의 조정 및 그 조정속도가 매우 더디게 진행됨.
- Monitoring 강화: (장기)외국인투자자 또는 공적연기금의 모니터링 역할, 기관투자자의 due-diligence 강화
→Shareholder Activism(주주제안권 포함)
- Signaling : 기업가치의 신호도구로서의 배당정책 및 IR 활용

◆ 현 배당제도하에서 자진(사전)공시, 중간 및 분기 배당 등 미래 배당금의 예측가능성을 높이는 정책실시

- 배당락일의 주가왜곡현상을 줄이기 위해 배당결정에 대한 사전(자진)공시에 대한 확대가 필요 (김성민&김지은 2004)
- 현금배당사전공시(55개사 2011년, 32개사 2012년), 주식배당사전공시(39개사 2011년, 34개사 2012년)

◆ 기업의 투자정책이나 자본조달 정책에 대한 적극적인 IR을 통한 경영투명성 및 투자자이해를 제고

- 기업내부자와 외부투자자간 정보비대칭 경감을 위한 포괄적인 노력(IR)의 필요성. "상장법인과 투자관계자 사이에 가장 효과적인 쌍방향 커뮤니케이션을 할 수 있도록 재무, 커뮤니케이션, 마케팅 그리고 법규 준수를 통합하는 전략적 경영책무"- '상장법인 IR모범규준'(한국IR협의회, 2013)

→자기자본비용의 하락을 통한 가치창조(Value Creation)

◆ 자사주매입을 이익환원정책의 하나로써 적극적인 고려

4. 배당정책의 변화와 한국증시[계속]

◆ 기업의 최적배당정책으로의 변화를 통한 한국증시의 펀더멘털 가치평가시장의 활성화

- 국내 애널리스트 보고서 중 거의 대부분은 PER, PBR 등을 활용한 상대가치방안에 의존하여 평가하고 있음. 기업의 수익성, 성장성, 위험도 등을 총체적으로 고려하지 않은 상황에서 비교기업군을 선정하여 상대평가 지표의 평균 또는 중위값을 기준으로 이보다 낮은 경우 저평가, 높은 경우 고평가로 평가하는 보고서가 대부분인 실정임. 요체는 비교대상기업들간의 펀더멘털이 상이함에도 이러한 차이점을 명시적으로 고려하지 못하는 것에 한계가 있음..
- Global Investor들의 Global Diversification시 Top-Down approach를 고려할 경우, 전체 글로벌마켓의 펀더멘털, 산업의 펀더멘털, 기업의 펀더멘털 순으로 전체 연계 효과 등의 분석이 요구되는데, 국내의 경우 펀더멘털정보를 제공하는 애널리스트나 재무금융정보생산자 서비스시장의 기반이 매우 취약한 실정임
- 기업의 배당정책이 투자, 자본조달 등 기업재무의 복합적인 의사결정임을 고려할 때 fundamentals의 추정을 위한 노력 및 이를 기반으로 한 가치평가, 그리고 이에 대한 보상이 적절히 이루어 지는 시장이 형성되어야 할 것임

[첨부] 2014년 정부의 기업소득환류세제안

[기업소득환류세제]

(정의)

- 기업이 향후 발생하는 이익을 일정 기간 내에 투자나 임금, 배당 등으로 사용하지 않으면 추가로 과세하는 제도

(적용대상)

- 1차적으로 대기업 계열사(상호출자제한기업집단 소속기업) 전체와 중소기업을 제외한 자기자본 500억원 초과기업

(과세방식)

- 1안(제조업 등) = [당기순이익 * 60~80% - (투자액+임금증가액+배당금 등)] * 세율(10% 수준)
- 2안(서비스업 등) = [당기순이익 * 20~40% - (임금증가액+배당금 등)] * 세율(10% 수준)

[배당소득세 개정안]

(적용대상)

- 일정 시장평균 이상의 배당성향 및 배당수익률을 보이거나 총배당금 증가율이 일정률 이상일 경우 세액을 감면하는 안

(과세방식)

- 분리과세 대상(소액주주) = 원천징수 세율 14%에서 9%로 인하
- 종합과세 대상(대주주) = 41.8%에서 25%로 선택적 분리과세 허용

[References]

- 김성민, 장용원, “외국인투자자의 투자기간과 기업의 배당정책,” 증권학회지, 제41권 제5호(2012), 781-812
- 김성민, 김지은, “현금배당 사전공시기업의 정보효과 및 배당락일 주식수익률”, 재무관리연구, 제21권 제1호 (2004)
- 김성민, “우리나라 상장기업의 차등배당에 관한 경영자의 인식,” 재무연구, 제13권 제1호(2000)
- 김성민, “배당락일의 주가행태에 관한 효율성 검증,” 재무연구, 제14호(1997), 145-170
- 박경서, 백재승, “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구”, 재무연구 제 14권 제2호 (2001)
- 박경서, 변희섭, 이은정, “한국주식시장에 사후적 지배구조 프리미엄이 존재하는가?, 증권학회지 제38권 제4호 (2009)
- 박광우, 박래수, 황이석, “기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구”, 증권학회지, 제34권 제4호(2005), pp. 149-188.
- 안병주, 채 준, 정진영, “무엇이 기업의 자본구조를 결정하는가?”, 증권학회지 제40권 제1호 (2011)
- 최도성, 김성민, 『한국기업 배당정책의 변화』, 서울대학교 출판부, 2005.
- 최도성, 김성민, “배당과 자사주매입의 대체가설에 관한 연구”, 증권학회 학술발표회(2004)
- Kim, S. 2011, Payout Policy in Korea: A Review of Empirical Evidence, Asian Review of Financial Research Vol.24 No.2, 665-723
- Chae, J., Kim, S. M., and E. J. Lee, 2009, How Corporate Governance Affects Payout Policy under Agency Problems and External Financing Constraints, Journal of Banking and Finance 33 (11), pp. 2093-2010.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000, Agency Problems and Dividend Policies around the World, Journal of Finance, 55 (1), pp. 1-33.
- Miller, M, and F. Modigliani,, 1961, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business 34, 411-433.