

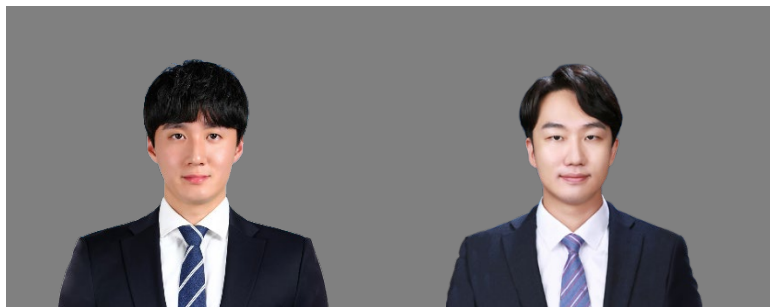
# 'G' Trend

한-미 주주환원정책을 중심으로



# 'G' Trend

한-미 주주환원정책을 중심으로



주식시황

Analyst 이종빈

02. 6454-4893

[jongbin.lee@meritz.co.kr](mailto:jongbin.lee@meritz.co.kr)



글로벌 투자전략-선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

[soowook.hwang@meritz.co.kr](mailto:soowook.hwang@meritz.co.kr)

# Contents



|            |                                                   |           |
|------------|---------------------------------------------------|-----------|
|            | <b>리포트 작성 배경과 요약</b>                              | <b>4</b>  |
| <b>I</b>   | <b>Old, ‘G’의 힘으로 상승 추세(trend)를 지지받아 온 미국</b>      | <b>5</b>  |
|            | 주주환원이 미국증시를 지지하기 시작한 배경은 ‘정책 변화’                  | 5         |
|            | 미국증시 주주환원 동향                                      | 9         |
|            | 미국 바이백 추세 요인 분석                                   | 12        |
|            | 시사점: 올해 미국 바이백 환경 어려움, 증시 상방 탄력 약화 소지             | 14        |
|            | Appendix: 바이백은 투자를 저해할까(Harvard Business Review)  | 16        |
| <b>II</b>  | <b>New, ‘G’의 물결에 적응하기 시작한 한국</b>                  | <b>19</b> |
|            | Corporate Governance 의 역사와 Governance Version 4.0 | 19        |
|            | 삼위일체, 한국 지배구조의 다섯번째 격변기                           | 21        |
|            | 달라질 제도, 배당/자사주/주주권리(feat. 금융시장 선진화)               | 24        |
| <b>III</b> | <b>‘G’에 발 맞춰, 주주환원 개선의 기준 세우기</b>                 | <b>32</b> |
|            | 주주환원 개선 가능성이 높은 기업을 찾는 기준                         | 32        |
|            | 주주환원의 이론적 검토, 생애주기/대리인/저평가 이론                     | 32        |
|            | 주주환원 개선 확률 모형, 변수 검증/모델링 결과와 전략적 활용               | 35        |

## 리포트 작성 배경과 요약

### 리포트 작성 배경

한국의 기업 거버넌스 지각 변동이 활발하다. 이번 변화 물결의 핵심은 '주주가치 제고'다. 더불어민주당 이용우 위원이 발의한 상법 개정안은 경영자의 책임에 주주의 비례적 이익을 고려하도록 했다. 한동훈 법무부 장관은 이에 대해 "주주 비례 이익에 새로운 개념을 도입한 획기적인 법안"이라고 평가하며 당정이 한 방향을 바라보고 있어 제도 개혁 가능성이 높음을 시사했다. 올해 금융위원회 신년 업무 계획에는 자사주 관련 제도 개선안이 포함되어, 주요 안건에 자사주 매입 후 소각 의무화, 인적분할시 자사주에 대한 신주 배정 금지 등 주주가치를 높이는 내용이 논의될 것으로 전망된다.

미국의 사례를 보면, 1) 자사주 매입 및 소각을 중심으로 하는 주주가치 제고는 주가 상승 추세를 지지하는 요인 중 하나이며, 2) 그 시작은 법제 변화였다는 것이다. 우리는 한국 시장이 그 중요한 변곡점에 위치해 있다는 판단이며, 변화의 흐름에 앞장서 있는 산업 및 종목을 선별하여 투자기회를 포착해야 한다는 취지에서 이번 자료를 작성했다.

### 내용의 구성

리포트의 구성은 다음과 같다: 먼저, 1) 정책과 법제변화가 이끈 미국 증시의 자사주 매입 및 소각이 증시 추세를 이끌었던 배경과 역사를 분석하고, 주요 변수를 토대로 올해 미국 주주환원 환경을 전망했다. 이어서 2) 한국이 새로운 거버넌스 물결에서 현재 어떤 변화들이 나타나는지를 정리했고, 3) Logit을 통해 주주환원 개선 가능성이 높은 기업을 선별했다.

### 주장의 요약

이상의 논의를 바탕으로, 주장하고자 하는 내용은 아래와 같다.

(1) 본격적인 주주환원 역사가 시작된 이후 미국증시의 우상향 추세에 바이백이 유효한 지지 요인이었으며, 그 변곡점에는 정책변화가 있었다.

(2) 미국증시는 올해 1) 기업들의 재무 환경 둔화, 2) 부채한도 협상을 둘러싼 2024 회계연도 예산안 내용이 바이백에 불리한 정책 환경을 조성하는 바, 하반기 증시 상방탄력이 약화될 가능성에 무게를 둔다.

(3) 반면 우리는 코리아 디스카운트 해소를 위한 정부 정책 의지가 강하다. 개인의 적극적 시장 참여와, 매크로 불확실성 속 주가안정을 위한 기업들의 적극성도 맞물린다. 지배구조 3 주체인 정부, 투자자, 기업이 같은 방향을 바라보고 있다는 점에서 주주환원과 지배구조 개선은 우리나라의 새 트렌드가 될 것이라 생각된다.

(4) 새로운 'G' 트렌드 환경에선 주주환원 개선 가능성이 높은 기업들의 아웃퍼폼이 기대된다. 주주환원 개선에 미치는 재무변수들을 추리고 이를 토대로 개선 가능성 높은 기업들에 대한 관심을 높일 필요가 있다.

## Part I. Old, 'G'의 힘으로 상승 추세(trend)를 지지받아 온 미국

### 주주환원이 미국증시를 지지하기 시작한 배경은 '정책 변화'

배당과 함께 바이백이 주주환원  
방법으로 인식되기 시작한 건  
1982년 법제 변화 이후

주주에게 이익을 돌려준다는 주주환원은 주식시장 참여동기를 유발하는 핵심 개념이다. 따라서 효율적인 주주가치 환원은 사람들의 주식시장 참여 확대를 유발해 주가를 지지해주는 방법이 될 수 있다. 전통적으로 주주환원은 현금배당만을 얘기했는데, 미국은 1982년 "Safe Harbor Rule"(SEC 10b-18) 제정(표 1) 이후 이후 자사주 매입 및 소각도 본격적인 주주환원의 방식으로 인식되기 시작했다. (이하에서는 자사주 매입 및 소각을 '바이백'으로 통일).

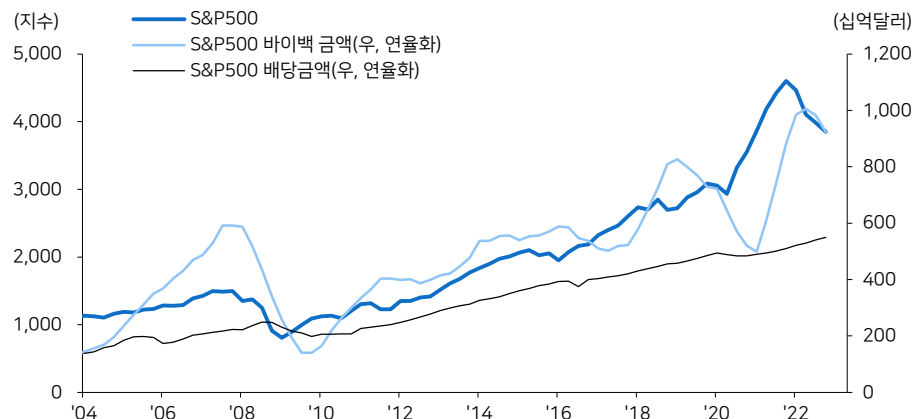
주주환원에 대한 학술연구를 살펴보면, 연구 초기에는 배당과 바이백은 기업 입장에서 현금 유출이라는 점에서 무차별하다는 시각이었다. 현금 유출의 관점에서 두 방법은 모두 경영자의 잉여현금의 방만한 사용을 방지하기 때문에 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 준다고 알려져 있다. 주가 차원에서는 주주환원 극대화가 기업 경영에 대한 내부자 자신감 시그널로 해석되어 주가 상승의 배경이 되기도 한다.

이 가운데 바이백이 주는 차별적 효과에 대해서 주목하기도 하는데, 경영권 방어/임직원 스톡옵션 효과를 주기도 한다. 반면 주주환원에 활용되는 현금만은 투자에 활용할 수 있는 자금이기도 하기 때문에 기업과 전반적인 경제 성장 가능성을 저해할 수 있으며, 보편적인 주주가치 제고가 아닌 대주주의 편익을 위한 장치라고 부정되기도 한다.

최근 시장 추세 관점에서 배당  
보다 바이백이 추세 형성에  
유리한 영향을 주는 것으로 판단

I장에서는 위에 소개한 쟁점 전반을 다루기보다는 미국 시장 추세와 주주환원의 관계에 집중 조명하여 분석하고자 한다. 그렇기 때문에 <그림 1>에 나타나듯이 미국 증시에서 주주환원 요소 중 배당보다는 바이백이 주가지수가 중장기적으로 우상향 트렌드를 갖게 하는 주요 팩터로 보인다. 다른 쟁점에 대한 시각은 Appendix에 참고 자료를 정리했다.

**그림1 S&P500 주가지수와 바이백, 배당 금액:**  
S&P500의 중장기 우상향 트렌드와 연관성 높아 보이는 바이백 금액



자료: S&P Global, Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**표1 미국 연방 증권거래법 Section 10(b)의 주요 내용: 1982년 제정된 18항 이후 본격적으로 미국 증시 바이백 활성화**

| 구분                                  | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 연방 증권거래법 Section 10(b) 개요           | <ul style="list-style-type: none"> <li>증권 거래와 관련된 갖가지 부정행위를 SEC 등의 규제 그물망 안으로 들어오게 하는 핵심 조항</li> <li>등록/비등록 증권의 매수, 매매와 관련 시세 조정적이거나, 사기적인 수단을 사용하는 것을 불법으로 규정</li> <li>사기, 내부자 거래, 시세 조정, 주가 부양을 위한 가상적 회사매도 등 통제, 금지</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 10(b)-5<br>시세조정적이고 사기적 수단 사용에 대한 정의 | <ul style="list-style-type: none"> <li>어떠한 사기적 수단, 계획이나 기교의 사용</li> <li>중요한 사실에 대한 거짓 보고/필요한 중요한 사실을 누락</li> <li>타인에 대한 사기나 기만으로 작용하는 모든 비즈니스 행위, 실행/과정에 참여하는 행위</li> <li>발행인과 그 관계인에 대해 Rule 10(b)-5하에서의 조작행위 책임에 대한 안전항(safe harbor) 제공</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 10(b)-18<br>발행인과 타인에 의한 특정 주식의 구입   | <ul style="list-style-type: none"> <li>다음의 4가지 조건 충족시 재구매 시간, 가격, 거래량, 브로커/딜러 수를 이유로 조작행위라 간주하지 않음</li> <li>1) 하루에 오직 한 사람의 브로커나 딜러에 의해서 재구매가 이루어질 것</li> <li>2) 통합시스템 하에서 신고되는 신규매수가 아니고, 하루평균 거래량 가치가 \$1 million 이상이고, Public float value가 \$150 million 이상되는 주식에 대해서 증권의 principal 시장 프라이머리 거래세선과 재구매가 이루어지지 않을 것, 그리고 그 외 시장에서는 30분전 재구매가 이루어지지 않았을 것</li> <li>3) 바이백가액은 최고 독립 입찰액(bid)이나 최종 독립거래가 중 높은 가액을 넘지 않아야 할 것</li> <li>4) 발행인 및 그 관련인의 총 하루치 구매량은 해당 증권의 하루평균거래량의 25%를 초과하지 않을 것</li> </ul> |

자료: 유진호(2008), "미국 연방 증권거래법 Section 10(b) 상의 사기 및 시세조정적 행위금지 규정에 관한 연구," 한국법제연구원, 메리츠증권 리서치센터

**표2 바이백 관련 선행 연구**

| 연구자                       | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Miller/Modigliani         | <ul style="list-style-type: none"> <li>기업이 배당을 주는 것은 주식 가치에 영향을 미치지 않음</li> <li>배당과 동일하게 취급되는 바이백도 주가가치에 특별한 영향을 미치지 않으며 주주환원 정책의 일환</li> <li>배당과 바이백의 차이는 배당은 모든 주주에게, 바이백은 해당 주식을 매도한 주주에게만 주주환원이 일어난다는 것</li> <li>그러나 바이백이 공정가치로 이뤄지기 때문에 주주환원이 되는 대상이 다를 뿐 일반적으로 한쪽이 유리한 것은 아님</li> </ul>      |
| Miller/Modigliani (1961)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>불완전시장에서는 바이백과 주주가치 제고 간 연관성 존재</li> <li>시장마찰(대리인 문제, 정보비대칭)이 존재할 경우, 바이백이 주주가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음</li> <li>주가 부양 이외에도 경영권 방어, 임직원 스톡옵션 부여 등과 같은 목적으로 경영자가 바이백할 유인 존재</li> </ul>                                                                              |
| Jagannathan et al. (2000) | <ul style="list-style-type: none"> <li>일시적 현금흐름을 처분해야하는 경우 자사주를 매입, 지속적인 현금흐름이 창출되면 배당을 올리는 경향이 있음</li> <li>실증연구 결과 바이백과 배당은 서로 대체관계에 있는 것이 아니라 보완적인 관계에 있음을 시사</li> </ul>                                                                                                                         |
| Vermaelen (1984)          | <ul style="list-style-type: none"> <li>바이백시 시장이 긍정적으로 반응</li> <li>경영진이 외부 투자자보다 미래 수익성에 더 많은 정보를 가지고 있고, 바이백이 긍정 정보를 전달하는 믿을만한 신호 역할</li> </ul>                                                                                                                                                    |
| Comment, Jarrel (1991)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>공개시장에서 자사주를 매입하면 평균 2%의 비정상수익률을 얻고, 공개매수를 통한 바이백은 평균 11% 비정상수익률을 얻음</li> </ul>                                                                                                                                                                              |
| Jensen (1986)             | <ul style="list-style-type: none"> <li>바이백이 회사의 자사주 보유비율을 높임으로써 대리인 문제(주주와 경영진과 이해관계 충돌) 문제를 완화시키는 역할</li> <li>기업 내 여유 현금흐름이 생기면 대리인으로서 경영자는 무분별한 기업확장, 경영자 자신만의 효용증대를 위한 낭비적 소비, 과잉투자 등 주주가치에 반하는 의사결정 가능</li> <li>따라서 배당을 실시하거나 바이백을 통해 현금 유출이 발생하면 방안 경영 제어차원에서 주주가치에 긍정적 영향 미칠 수 있음</li> </ul> |
| Bagwell (1991)            | <ul style="list-style-type: none"> <li>적대적 인수 위협 존재시, 바이백이 인수비용을 증가시켜 경영권 방어수단으로 활용될 수 있음</li> </ul>                                                                                                                                                                                               |

자료: 김우진, 임지은(2022), "자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향", 메리츠증권 리서치센터

## S&P500 buyback index의 시장 아웃퍼폼: 바이백의 증시 부양력 설명

이번 자료에서 미국 주주환원 논점은 배당보다는 바이백에 포커스를 맞추고자 한다. 바이백이 주가 모멘텀과 연관이 있다는 근거 중에는 S&P500 buyback(바이백) 지수가 다년간 벤치마크를 아웃퍼폼해왔다는 데에서도 확인할 수 있다.

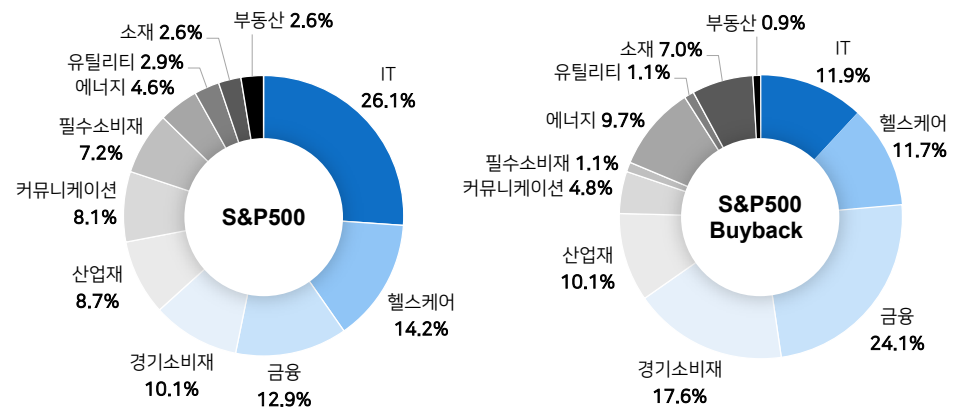
S&P500 바이백 지수:  
바이백에 적극적인 업종이  
Overweight

S&P500 바이백 지수의 업종별 구성은 전통적으로 바이백을 적극적으로 해오던 금융, 경기소비재, 에너지, 소재 업종이 S&P500 지수 대비 비중이 크다. 반면 커뮤니케이션, 헬스케어 업종은 비중이 상대적으로 작다. 벤치마크 지수인 S&P500 과 구성 비중 차이가 가장 큰 업종은 IT와 금융이다.

S&P500 바이백 지수,  
다년간 시장 지수 아웃퍼폼

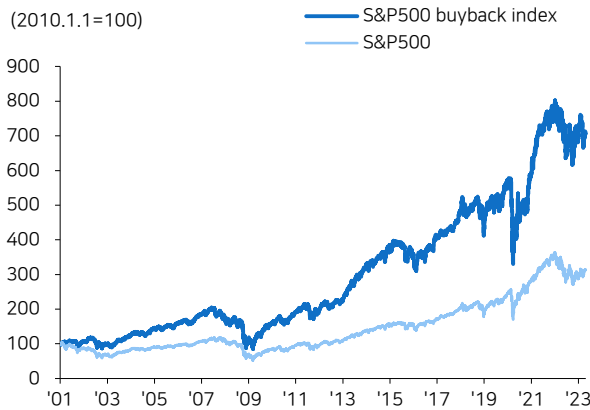
S&P500 buyback 지수는 다년간 S&P500 지수를 아웃퍼폼했다. 2001년을 기준으로 누적된 초과수익률은 약 393%p이며, 연간 단위 수익률(total return)로는 5 번을 제외하고 모두 S&P500보다 수익률이 좋았다.

그림2 S&P500과 S&P500 바이백 지수 업종 구성 비중 비교



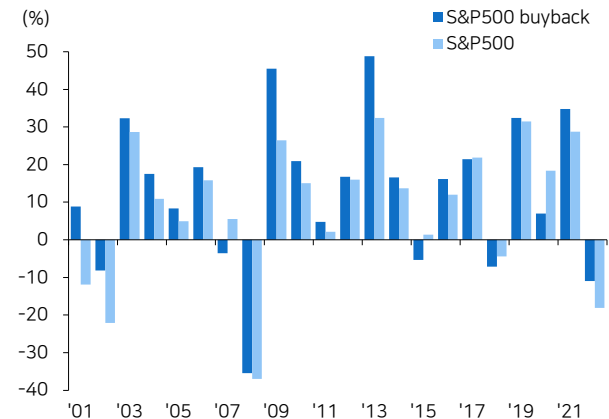
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림3 buyback index의 벤치마크 지수 장기 추세 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 S&P500과 S&P500 buyback 지수 연도별 성과비교



주: total return 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 글로벌 Peer 종목 비교: 일부 업종에서 바이백 미국기업의 밸류에이션 차별화

글로벌 Peer와 미국 주식을 비교할 때 나타나는 밸류에이션 차별화의 일부에는 미국의 높은 바이백 성향이 영향을 주는 것으로 보인다. 이런 현상도 바이백이 주가 추세에 영향을 주는 근거로 볼 수 있다. <표 3>에서는 업종별 글로벌 peer 종목들의 과거 5년 평균 시가총액, 순이익에 비교한 바이백 강도와 PER를 비교했다.

반도체 산업을 보면, 바이백을 적극적으로 하는 마이크론 인텔과 국내 기업과의 밸류에이션 차이가 나타나타나는 것이 확인된다. 자동차, 소프트웨어 등 일부 산업에서는 바이백 성향 차이에 밸류에이션이 무차별한 경우가 있으나, 정유, 음식료, 의류, 은행 등 업종에서는 바이백에 따른 밸류에이션 차이가 유의미한 것으로 보인다.

**표3 한국, 미국, 유럽 Peer 종목 바이백(한국은 자사주매입)동향과 밸류에이션 비교**

| 종목명       | 국가 | 시가총액 (A)          | 순이익 (B)           | 바이백 (C)           | PER                   | C/A          | C/B          |
|-----------|----|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------------|--------------|--------------|
|           |    | 5년 평균<br>(십억, 로컬) | 5년 평균<br>(십억, 로컬) | 5년 평균<br>(십억, 로컬) | 5년 평균<br>(배, 12M Fwd) | 5년 평균<br>(%) | 5년 평균<br>(%) |
| 삼성전자      | 한국 | 354,747           | 37,092            | 142.6             | 11.1                  | 0.0          | 0.4          |
| SK하이닉스    | 한국 | 74,341            | 6,827             | 346.7             | 11.8                  | 0.5          | 5.1          |
| 마이크론      | 미국 | 74                | 8                 | 0.8               | 25.5                  | 1.0          | 10.0         |
| 인텔        | 미국 | 158               | 18                | 8.2               | 12.7                  | 5.2          | 45.1         |
| 현대차       | 한국 | 38,645            | 3,644             | 299.6             | 7.7                   | 0.8          | 8.2          |
| GM        | 미국 | 58                | 8                 | 2.5               | 7.3                   | 4.4          | 31.0         |
| 폭스바겐      | 독일 | 90                | 13                | 0.0               | 7.5                   | 0.0          | 0.0          |
| S-Oil     | 한국 | 10,619            | 602               | 0.0               | 10.9                  | 0.0          | 0.0          |
| 엑손모빌      | 미국 | 384               | 18                | 4.1               | 40.9                  | 1.1          | 22.5         |
| CJ제일제당    | 한국 | 5,863             | 584               | 0.0               | 10.9                  | 0.5          | 0.0          |
| 코카콜라      | 미국 | 267               | 8                 | 0.9               | 23.6                  | 0.3          | 11.0         |
| NAVER     | 한국 | 41,946            | 3,897             | 46.7              | 34.5                  | 0.1          | 1.2          |
| 카카오       | 한국 | 34,005            | 530               | 0.0               | 55.0                  | 0.0          | 0.0          |
| Meta      | 미국 | 448               | 26                | 12.8              | 19.3                  | 2.6          | 48.4         |
| Alphabet  | 미국 | 1,510             | 48                | 33.7              | 21.4                  | 2.2          | 69.9         |
| 엔씨소프트     | 한국 | 9,472             | 439               | 91.9              | 19.0                  | 1.0          | 20.9         |
| 액티비전 블리자드 | 미국 | 60                | 2                 | 0.0               | 23.4                  | 0.0          | 0.0          |
| F&F       | 한국 | 5,704             | 442               | 3.1               | 5.2                   | 0.1          | 0.7          |
| 힐라홀딩스     | 한국 | 1,906             | 226               | 8.0               | 11.3                  | 0.4          | 3.5          |
| NIKE      | 미국 | 184               | 4                 | 3.3               | 33.0                  | 1.8          | 80.5         |
| 삼성바이오로직스  | 한국 | 57,611            | 372               | 70.5              | 94.5                  | 0.0          | 0.0          |
| 셀트리온      | 한국 | 24,435            | 436               | 4.9               | 62.3                  | 0.3          | 16.2         |
| 화이자       | 미국 | 280               | 18                | 5.4               | 11.5                  | 1.7          | 27.2         |
| J&J       | 미국 | 453               | 17                | 210.4             | 16.6                  | 1.2          | 31.9         |
| 신한지주      | 한국 | 19,580            | 3,727             | 14.4              | 5.3                   | 1.1          | 5.6          |
| JP모건      | 미국 | 377               | 37                |                   | 12.1                  | 3.8          | 39.2         |

자료: Bloomberg, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

## 미국증시 주주환원 동향

### 최근 배당액은 증가하고 있으나, 바이백 금액은 감소

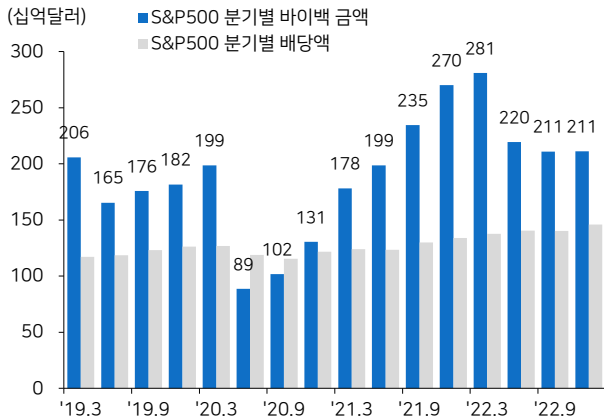
연간 기준 2022년 S&P500  
바이백 금액 역대 최대,  
분기별로는 1Q22 고점 이후 하락

2022년 S&P500 기업들의 배당과 바이백 금액을 합한 주주환원 총액은 1조 4,872억달러다. 배당액과 바이백 금액은 각각 5,645억달러, 9,226억달러(4Q22 미국 바이백 금액은 S&P Global 추정치)로 두 지표 모두 연간 기준 최고치를 경신했다. 분기별로 보면 배당액은 증가 추세에 있지만, 2022년 들어 바이백 금액은 감소했다. 1Q22 2,810억달러를 기록했던 바이백 금액은 4Q22 2,112억달러로 1Q22 대비 24.8% 감소했다.

2010년대 중반까지 주주환원율은  
100%에 육박, COVID 이후 둔화

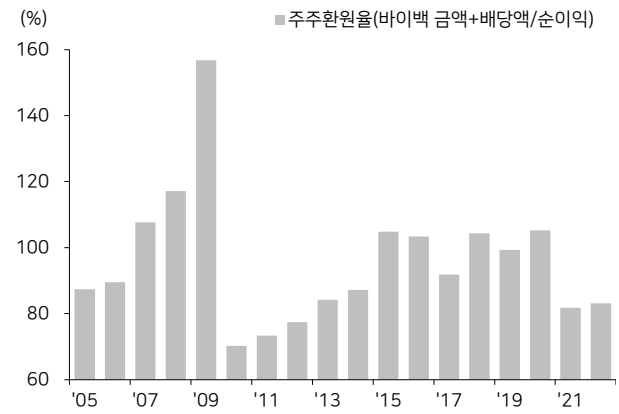
금융위기 이후 낮아졌던 주주환원율(순이익 대비 바이백+배당액)은 2010년대 중반 이후 100%에 수렴하였다. 작년 기준으로 약 83%로 추산되며 COVID 이후 소폭 하락했다. 적극적인 바이백으로 S&P500 유통주식수는 2010년 이후 감소 추세에 있었다. 그런데 COVID 이후 시총대비 주주환원 강도가 약해지면서 2020년 이후 유통주식수에는 거의 변화가 없다.

그림5 2018년 이후 분기별 바이백 금액 추이



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림6 S&P500 주주환원율 추이



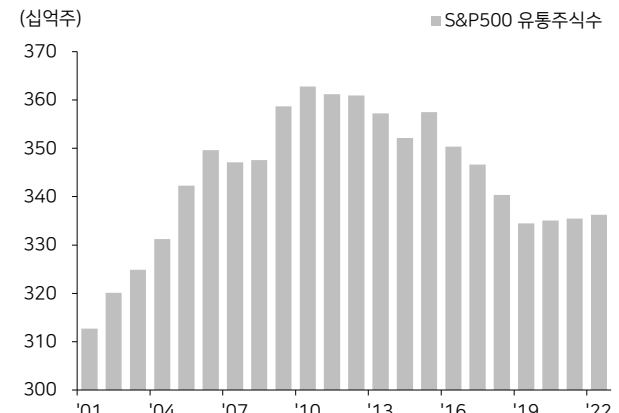
자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 S&P500 시가총액대비 주주환원금액 비중



자료: S&P Global, Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 S&P500 유통주식수는 2010년 이후 감소 추세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 업종별로는 주가 부양 목적의 주주환원 경향 나타남

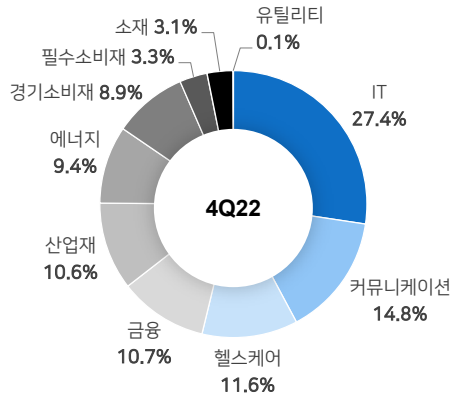
낮은 밸류에이션 업종에서  
높은 바이백 수익률+배당 수익률  
나타남

4Q22 기준 IT 업종이 가장 많은 금액의 바이백을 했다. 577억달러를 매입하면서 S&P500 기업 전체 매입액(2,112억달러)의 27.3%를 차지했다. 이어서 커뮤니케이션 업종이 312억달러를 매입하며 두번째로 많은 규모로 바이백을 실시했다. 업종별로 바이백 수익률과 배당 수익률의 합은 밸류에이션이 낮은 업종일 수록 높았는데, 주가 부양 차원에서 이러한 경향이 나타난 것으로 해석된다.

IT 업종이 가장 많은 바이백  
비중 차지. 커뮤니케이션 매입  
증가, 금융업종 매입 둔화 눈에 띈

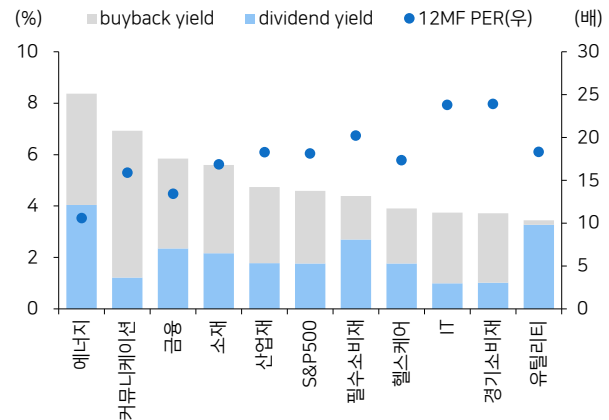
업종별 바이백 금액 비중을 작년 하반기와 최근 5년을 비교해보면, 커뮤니케이션 업종의 매입액 증가가 눈에 띄는 반면, 금융 업종은 바이백 비중이 줄어들었다. 주주환원의 대상은 이익이므로 순이익 대비 바이백 강도를 보는데, 2022년에는 경기 소비재의 순이익 대비 바이백률이 가장 높았으며 배당 수익률이 높은 유틸리티 업종은 바이백률이 낮았다.

그림9 4Q22 S&P500 바이백 규모 업종별 구성



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

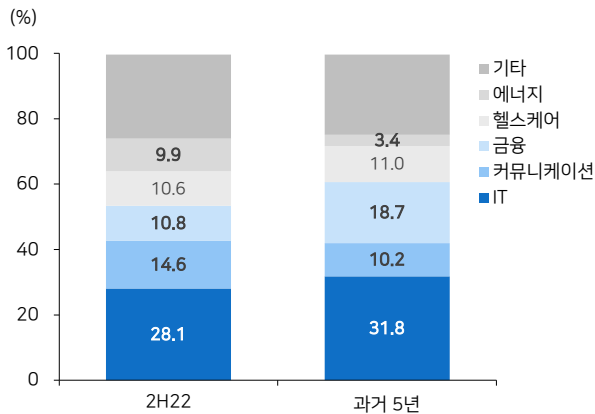
그림10 4Q22 업종별 주주환원과 밸류에이션



주: Buyback yield(바이백 수익률): 시가총액 대비 바이백 금액  
Dividend yield(배당 수익률): 1주당 배당금/주가

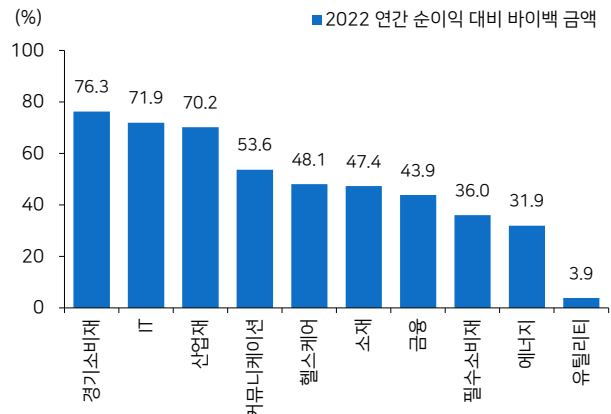
자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 2H22 vs 과거 5년 바이백 금액 업종 비중



자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2022년 연간 업종별 순이익 대비 바이백 금액



자료: Bloomberg, S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

## 종목별 바이백 추이: 양극화 진행 중

바이백 Top20에는  
IT, 커뮤니케이션 등 빅테크 중심,  
작년에는 에너지 업종 기업 약진

<표 4>에는 S&P500 종목 중 가장 많이 자사주를 매입하는 기업 20곳을 정리했다. 애플이 단연 1위이며, 2022년 S&P500 전체 바이백 금액 중 10.1%를 차지한다. 알파벳, 메타, 마이크로소프트 등 기술기업이 뒤를 이었으며, 작년 유가 상승 수혜로 에너지 업종 기업들이 Top20에 다수 포함되었다.

작년에 Top20 기업의 자사주  
매입 비중 확대, 양극화 심화

바이백 경향은 최근 양극화되었다. 최근 5년 S&P500 전체 바이백 금액에서 Top20 기업이 차지하는 비중은 31%이고, 그 기간을 10년으로 늘리면 25%다. 2022년에 Top20 기업 바이백 금액은 전체의 34.5%로 편중이 심화되었다.

분기별 바이백 감소 고려시,  
Top20 제외 바이백 강도는 더  
크게 약화되었음을 시사

최근 분기로 올수록 편중은 더 심해지는 모습이다. <그림 5>에서 확인된 바와 같이 S&P500 전체 기업의 분기별 바이백 금액은 1Q22를 정점으로 감소했다. S&P500 총 바이백 금액이 4Q21 2,701억달러였는데, 4Q22에는 2,112억달러까지 감소했다. 그런데 같은 기간 Top20 기업의 바이백 금액은 954억달러에서 965억달러로 오히려 늘며 Top20 기업의 바이백이 차지하는 비중도 46%까지 늘었다. 이는 바이백 상위 20개 기업을 제외한 다른 기업들의 바이백이 매우 소극적이었다는 것을 보여준다.

표4 S&amp;P500 바이백 금액 Top 20 기업 최근 바이백 추이

| (백만달러)                 | 업종     | 4Q22    | 3Q22    | 4Q21    | 2022    | 2021    | 최근 5년     | 최근 10년    |
|------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Apple                  | IT     | 21,791  | 24,736  | 23,366  | 94,050  | 88,257  | 419,781   | 601,348   |
| Alphabet               | 커뮤니케이션 | 15,407  | 15,392  | 13,473  | 59,296  | 50,274  | 168,190   | 178,509   |
| Meta Platforms         | 커뮤니케이션 | 7,520   | 7,365   | 21,569  | 31,551  | 50,052  | 114,065   | 120,255   |
| Microsoft              | IT     | 5,459   | 5,573   | 7,433   | 28,611  | 29,224  | 119,767   | 175,931   |
| Exxon Mobil            | 에너지    | 4,675   | 4,494   | 154     | 15,155  | 155     | 16,935    | 51,880    |
| Lockheed Martin        | 산업재    | 4,206   | 1,338   | 2,087   | 7,900   | 4,087   | 15,694    | 24,294    |
| Comcast                | 커뮤니케이션 | 3,515   | 3,525   | 2,055   | 13,328  | 4,672   | 24,358    | 48,146    |
| Chevron                | 에너지    | 3,417   | 0       | 0       | 8,803   | 618     | 15,541    | 24,447    |
| DuPont de Nemours      | 소재     | 3,252   | 252     | 500     | 4,402   | 2,169   | 12,663    | 20,409    |
| Visa                   | IT     | 3,227   | 2,106   | 4,217   | 10,719  | 11,107  | 46,168    | 73,584    |
| Marathon Petroleum     | 에너지    | 2,794   | 3,908   | 2,742   | 9,548   | 4,654   | 18,439    | 26,897    |
| ConocoPhillips         | 에너지    | 2,746   | 2,804   | 1,399   | 9,275   | 3,623   | 20,291    | 23,436    |
| Berkshire Hathaway     | 금융     | 2,608   | 1,055   | 6,869   | 7,854   | 27,061  | 65,817    | 65,817    |
| T-Mobile US            | 커뮤니케이션 | 2,461   | 567     | 8       | 3,243   | 316     | 24,907    | 25,850    |
| Mastercard             | IT     | 2,418   | 1,552   | 1,279   | 8,894   | 6,037   | 31,225    | 47,943    |
| Bristol-Myers Squibb   | 헬스케어   | 2,416   | 585     | 2,751   | 8,001   | 6,287   | 23,454    | 26,587    |
| Booking Holdings       | 경기소비재  | 2,343   | 1,990   | 4       | 6,621   | 163     | 22,245    | 29,808    |
| Salesforce             | IT     | 2,323   | 1,677   | 0       | 4,000   | 0       | 4,000     | 4,000     |
| McKesson               | 헬스케어   | 2,016   | 484     | 714     | 5,030   | 2,228   | 12,109    | 17,768    |
| Procter & Gamble       | 필수소비재  | 2,002   | 4,000   | 4,754   | 8,501   | 13,505  | 42,173    | 64,893    |
| Top 20 바이백 금액 총계 (A)   |        | 96,596  | 83,403  | 95,374  | 344,782 | 304,489 | 1,217,822 | 1,651,802 |
| S&P500 바이백 금액 총계 (B)   |        | 211,189 | 210,843 | 270,102 | 922,680 | 881,718 | 3,859,307 | 6,516,107 |
| Top 20 바이백 비중 (A/B, %) |        | 45.7    | 39.6    | 35.3    | 37.4    | 34.5    | 31.6      | 25.3      |

자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

## 미국 바이백 추세 요인 분석

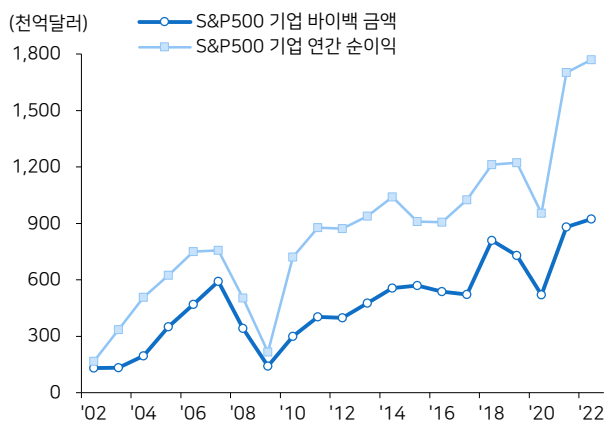
2002년 이후 바이백이  
증시 추세에 유의미한 영향을  
주기 시작한 것으로 판단

2002년 미국 기업 지배구조 강화, 재무보고의 투명성 확보, 주주 자본주의 회복을 위한 Sarbanes-Oxley Act가 제정되었다. 해당 법안 제정 이후 주주환원에 대한 시장의 관심이 증가했고 적극적인 바이백이 나타나기 시작했다. 주가 흐름에 바이백이 주요 변수 중 하나로 부상하기 시작한 것이 법안 제정 이후인 것으로 판단하여 이하에서는 2002년 이후 바이백 추이를 살펴보았다.

기본적으로 주주환원은 순이익을  
기반, 여기에 현금성자산과 부채도  
영향을 주는 것으로 분석됨

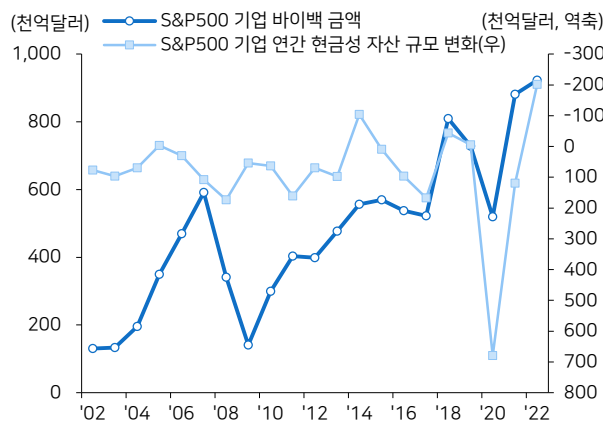
기본적으로 자사주 매입은 순이익에 연동. 현금/부채를 통한 자금조달여력도 기여  
주주환원은 이익을 기반으로 하기에 S&P500 기업들의 순이익 추이와 바이백 금액은 유사한 궤적을 갖는다. 그런데 기업들은 이익을 넘어 이미 축적된 현금성 자산이나 부채(차입)를 통해서도 바이백을 확대할 수 있다. <그림 14>, <그림 15>처럼 현금성 자산 증감과 바이백 금액 추세가 역의 관계를 지니는 점, 기업들의 바이백이 부채 증감에 후행하여 반응하는 점에서도 확인할 수 있다.

그림13 S&P500 바이백 금액과 연간 순이익



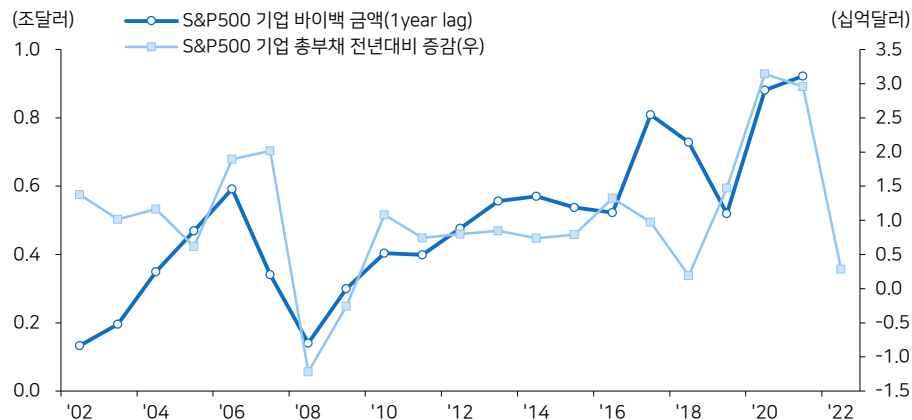
자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 S&P500 바이백 금액과 현금성 자산 규모 변화



자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 S&P500 기업 바이백 금액과 총부채 전년대비 증감



자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 정책 효과도 주요 변수: 2018년 법인세 인하, 은행 규제 완화

정책 변화도 바이백에

중요한 변수.

2018년 법인세 35%→21%

2017년 이후 미국은 다시 본격적인 금리인상 기조에 들어섰다. 순이익 외 자금 조달 환경이 어려워졌음에도 불구하고 2018년에 순이익 대비 바이백 금액 비중이 상승하며 장기 평균을 상회하였다. 정책이 바이백 증가에 기여했기 때문이다. 트럼프 대통령은 2017년 말에 세법을 개정하여 연방 법인세율을 35%에서 21%로 인하했다. 여기에 대기업에게 공제/세제 혜택을 줘서 실제로 부담하는 실효세율은 11.3%였다(미국 조세경제정책연구원, ITEP).

순이익 확대 효과로 부채 증가

속도 둔화에도 바이백 급증

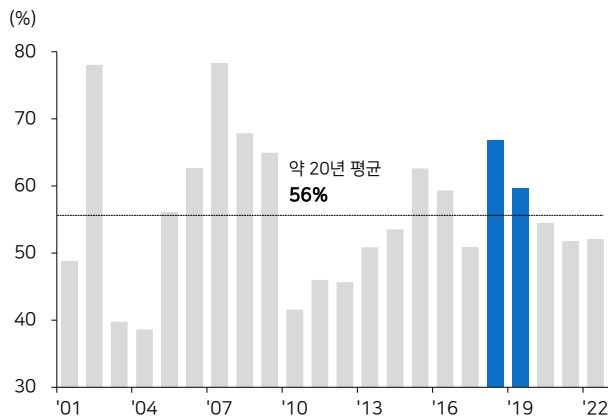
낮아진 법인세율로 2018년 S&P500 기업들의 법인세 비용도 전년대비 16% 감소했다. 같은 기간 세전 이익이 9.2% 증가했던 것을 감안하면 법인세 절감효과가 컸고, 법인세율 인하가 기업들이 바이백 재원을 확보하는데 도움을 주었다.

금융규제완화로 은행들의

바이백 환경도 용이해짐

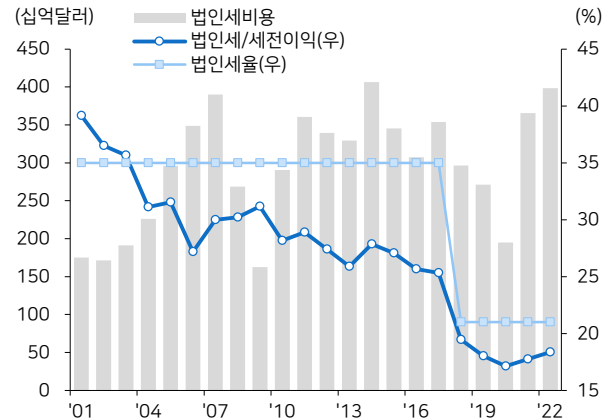
2018년에 금융규제를 완화한 것도 금융 기업들의 바이백 증가에 영향을 주었던 것으로 보인다. 은행들은 외부 충격에 대비한 완충 자본을 의무적으로 쌓아야 하는데, 기존 적립 요건에는 바이백 관련 요건이 포함되어있다가 규제가 완화되면서 해당 요건은 제외되었다.

그림16 S&P500 순이익 대비 바이백 금액: 2018년 급등



자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 법인세 인하 효과: S&P500 기업 법인세 비용 절감



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 트럼프 행정부 경제성장·규제완화·소비자보호법(2018): 은행 스트레스 완충자본 규제 완화

| 구분           | 주요 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 강화된 보완레버리지비율 | <ul style="list-style-type: none"> <li>강화된 보완레버리지비율 계산시 최소비율(3%)에 각각 2%p 및 3%p 추가<br/>→ 금융기관별 추가 자본비율의 절반을 더하는 방식으로 완화</li> <li>자산보관은행의 레버리지비율 계산시 중앙은행 예치금 등을 제외(2020년 1월)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                    |
| 스트레스 완충자본    | <ul style="list-style-type: none"> <li>스트레스테스트 결과를 고려한 적립요건*과 고정비율(2.5%p) 적립요건 모두 충족해야하는 조건을<br/>→ 스트레스테스트 결과를 고려한 적립요건**(최저 2.5%)로 단일화</li> <li>완화된 적립요건**: 위키시나리오에서 감소하는 보통주 자본 + 향후 4분기 중 지급 예정 배당금의 합<br/>→ 기존 적립요건*: 향후 9분기중 지급 예정인 배당금, 바이백, 규제자본 발행 등이 포함</li> <li>2018년 4월 개정 예고안에 포함되었던 스트레스 레버리지비율 완충자본은 도입하지 않음</li> <li>G-SIB는 추가 자본비율만큼 스트레스 완충자본 추가 적립</li> <li>연준의 SCB 계산시 미완료된 사업계획 변경 고려하지 않음</li> </ul> |

자료: 한국은행(2019), 메리츠증권 리서치센터

## 시사점: 올해 미국 바이백 환경 어려움, 증시 상방 탄력 약화 소지

2023년 S&P500 바이백 금액은 1조달러 돌파 기대되는 중이나, 눈높이를 낮춰야 한다는 의견

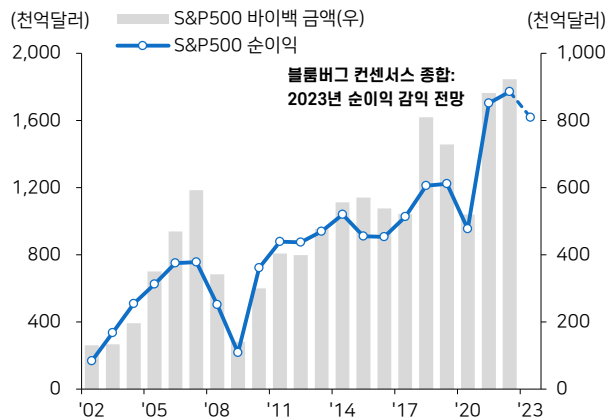
올해 미국 S&P500 바이백 금액이 연간 1조달러를 돌파하며 사상 최고치를 기록할 것이라는 기대가 형성되어 있다. 하지만 눈높이를 낮춰야 할 것으로 보인다. 분기별 바이백 금액이 금리인상이 시작된 작년 1분기 이후 이미 감소하기 시작했고, 이러한 양상의 지속 가능성이 크다고 보기 때문이다.

S&P500 기업실적 컨센서스: 올해 감익, 현금 재축적, 부채 증가속도 둔화. 여기에 고금리 환경

특히, S&P500 기업들의 올해 순이익 컨센서스(Bloomberg)는 작년보다 감소할 것으로 예상되고 있기 때문에, 바이백이 증가하는 것을 기대하기는 어렵다. 게다가 기업들의 현금성 자산은 올해 다시 쌓일 것으로 전망되어 현금 소진을 통해 순이익 부족분을 보완할 것을 기대하기는 어려워 보인다. 연말까지 정책금리가 높게 유지될 수 있는 환경에서는 기업들이 부채를 탄력적으로 늘려 바이백에 활용하기에도 쉽지 않다.

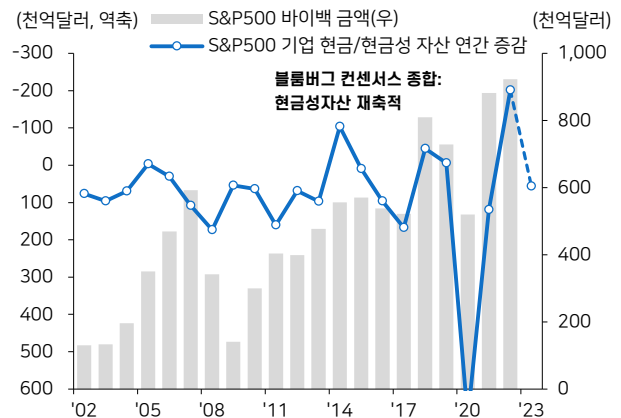
주식시장 관점에서는 중장기 상승 추세를 지지해 온 바이백 강도가 약해지면서 상승 탄력도 둔화될 것으로 예상된다.

그림18 S&P500 2023년 순이익 전망(Bloomberg): 감익



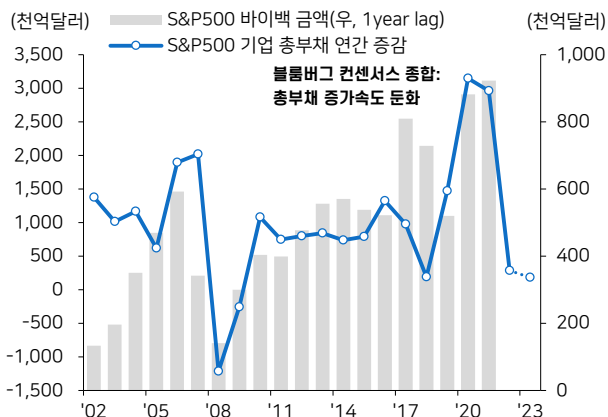
자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 S&P500 현금성 자산 전망(Bloomberg): 재축적



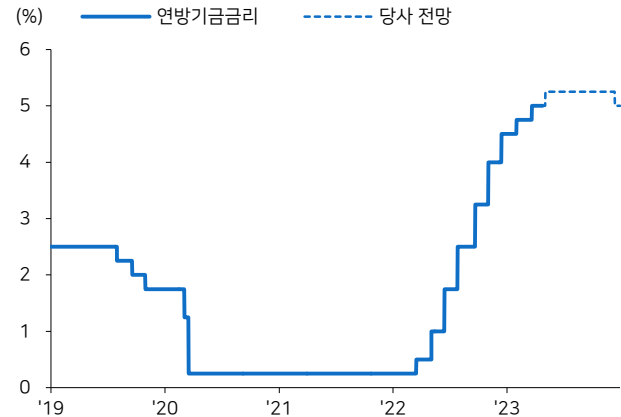
자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 S&P500 총부채 전망(Bloomberg): 증가속도 둔화



자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 당사 연방기금금리 전망: 연내 고금리 수준 유지



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

바이든 행정부가 구상하는 재정정책 방향도 주식시장에는 비우호적

부채한도 협상의 핵심 쟁점은  
재정적자를 어떻게 줄일 것인가.  
민주당은 추가 세수확보를 제안

현재 바이든 행정부가 구상하고 있는 재정정책 방향도 바이백과 증시에는 부정적  
이다. 부채한도 협상과 더불어 2024 회계연도 예산안에 대한 민주당과 공화당 간  
합의도 진행 중이다. 핵심 쟁점은 재정적자를 어떻게 줄여나갈 것인가이다. 공화당  
은 예산 삭감을 통해 부채를 줄여야 한다는 것이고, 민주당은 예산안은 기존 계획  
을 고수하는 가운데 세수를 더 확보해서 부채를 줄여나간다는 것이다.

백악관의 2024 회계연도 예산안:  
바이백세 도입 및 인상,  
법인세 인상이 향후 5년 재정적자  
축소 계획의 핵심

그런데 세수 확대의 대상이 대부분 기업과 주식시장이다. 바이든 행정부는 올해부  
터 연간 백만달러 이상 자사주를 매입하는 기업에 대해 1%의 매입세를 도입했다.  
그런데 이를 4%로 인상하고, 부자증세, 다국적법인세 인상과 함께 2028년까지  
5,410억달러의 재정적자를 메우는 것을 목표로 한다. 또한 2024 회계연도 예산  
안에서 연방 법인세율도 현행 21%에서 28%로 인상할 것을 제안하고 있는데, 이  
두 항목이 5년간 1조달러의 재정적자를 축소한다는 계획의 핵심이다.

| 표6 바이든 행정부 제안한 2024 회계연도 예산안 핵심 세부내용 |                                                                                      |
|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 항목                                   | 세부내용                                                                                 |
| 공정한 세금 체계                            | 연소득 40만달러 미만에는 추가 과세 없음                                                              |
| 부자 과세                                | 연소득 1억달러 이상(상위 0.01%)에 최소 25% 세율 적용                                                  |
| 법인세                                  | 현행 21% → 28%로 상향                                                                     |
| 다국적 기업 법인세                           | 현행 10.5% → 21%로 상향                                                                   |
| 바이백세                                 | 현행 1% → 4%로 상향                                                                       |
| 최고세율 상향                              | 개인 소득 40만 달러 이상, 부부 합산 소득 45만달러 이상 최고 세율 39.6%로 상향 적용.<br>자본소득 100만달러 이상에도 같은 세율 적용  |
| 의료보험 개선                              | 현행 부유한 사업가 대상 의료보험비를 면제하던 것을 폐지/과세.<br>연소득 40만달러 이상 개인에 총투자소득세(NIIT) 3.8% → 5.0%로 상향 |

자료: The White House, 메리츠증권 리서치센터

| 표7 바이든 행정부 백악관 2024 회계연도 예산안: 재정적자 축소의 핵심은 법인세, 부자증세, 바이백세 등 |       |       |       |       |       |       |       |           |
|--------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| (십억달러)                                                       | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2024~2028 |
| 재정적자 기본 시나리오                                                 | 1,376 | 1,726 | 1,863 | 1,897 | 1,798 | 1,735 | 1,890 | 9,184     |
| (% GDP)                                                      | 5.5   | 6.6   | 6.8   | 6.7   | 6.1   | 5.6   | 5.9   | -         |
| 2024 예산안 제안 세부 내용                                            |       |       |       |       |       |       |       |           |
| 1) 생활비 지원                                                    |       |       |       |       |       |       |       |           |
| 보육비, 교육비, 주거비, 의료비 등 지원                                      | 0     | 0     | 26    | 49    | 92    | 120   | 125   | 412       |
| 부자증세, 기업 해외 수입 최저법인세, 바이백 세율 인상 등                            | 0     | -22   | -65   | -119  | -119  | -118  | -121  | -541      |
| 소계                                                           | 0     | -22   | -39   | -70   | -27   | 3     | 5     | -129      |
| 2) 노동자 가정 지원(감세, 유급휴가 등)                                     | 0     | 6     | 278   | 104   | 46    | 52    | 62    | 543       |
| 3) 공공보건                                                      | 0     | 0     | 9     | 32    | 47    | 48    | 43    | 178       |
| 4) 법인세 인상(21→28%)                                            | 0     | -89   | -137  | -127  | -125  | -130  | -138  | -656      |
| 5) 고소득자 메디케어 세율 인상(3.8→5.0%)                                 | 0     | -27   | -52   | -55   | -55   | -59   | -63   | -284      |
| 6) 기타 투자 및 개정                                                | 0     | -20   | -69   | -101  | -149  | -121  | -172  | -611      |
| 7) 부채 및 금리 조정분                                               | 0     | -4    | -7    | -9    | -15   | -19   | -24   | -74       |
| 2024 예산안 제안 합계                                               | 0     | -156  | -17   | -226  | -277  | -227  | -287  | -1,033    |
| 재정적자 수정 시나리오                                                 | 1,376 | 1,569 | 1,846 | 1,671 | 1,521 | 1,509 | 1,604 | 8,151     |
| (% GDP)                                                      | 5.5   | 6.0   | 6.8   | 5.9   | 5.1   | 4.9   | 5.0   | -         |

자료: The White House, 메리츠증권 리서치센터

## Appendix: 바이백은 투자를 저해할까(Harvard Business Review)

바이백에 대한 금융시장의 의견은 긍정론과 부정론이 양립한다. 앞서 기술한대로 바이백에 따른 주주가치 제고는 중기적으로 증시의 주가 상승 추세를 지지해왔다고 볼 수 있다. 반면 회의론자들은 지나친 주주환원, 과도한 바이백으로 투자자본을 소모시키는 요인이며 혁신, 고용기회, 경제성장의 기회를 잃는다고 본다.

2018. 3. 하버드비즈니스리뷰  
기고 글 중 주주환원에 대한  
회의적 시각 비판 제시한 글 정리

Appendix에서는 주주 환원의 회의적 시각을 비판한 Harvard Business Review의 article를 소개하고자 한다. Jesse M. Fried(하버드법학대학원 교수), Charles C.Y. Wang(하버드경영대학원 교수)은 2018년 3월 HBR에 'Are Buybacks Really Shortchanging Investment?'라는 글로 주주환원에 대한 회의적 시각을 비판했다.

회의론자들의 핵심 주장:  
너무 많이 주주환원해서  
투자에 쓸 돈이 없다

회의론자들은 2010년대 중반 이후 순이익 대비 주주환원율이 100%에 육박하는 점을 문제 삼았다(2007~2016년 순이익 대비 주주환원율: 96%). 기업들이 벌어들인 이익을 대부분 주주환원에 사용하기 때문에 투자할 여력이 없고, 대주주와 경영자의 이익만 극대화하는 반면 임금 정체와 불평등만 심화시킨다는 것이다.

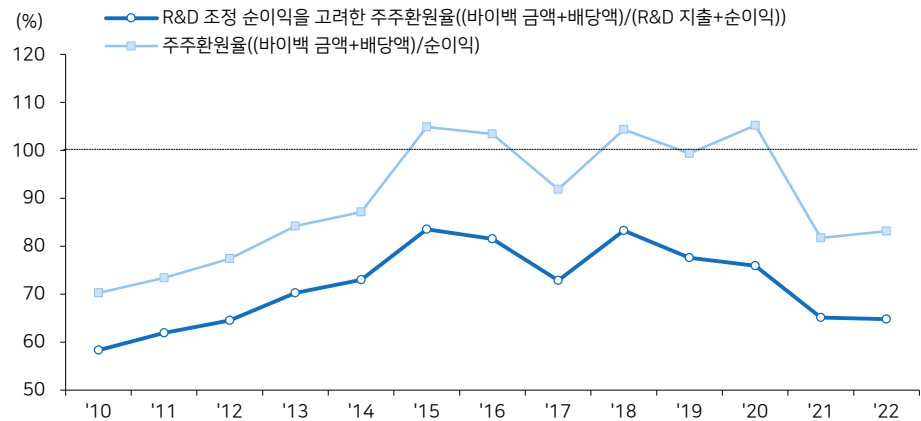
비판 근거1. 바이백만 고려했지 주  
식발행은 고려하지 않음

그런데 이들은 회의론자들이 제시하는 수치는 두가지 중요한 요인을 배제하고 있어 오해의 소지가 있다고 주장한다. 첫째는 S&P500 기업들의 바이백으로 주주환원하는 자본의 상당부분은 주식발행을 통해 직간접적으로 기업에게 되돌아간다는 점이다. 2007~2016년 주식발행을 함께 고려한 순 주주환원금액은 순이익에 약 50%밖에 되지 않는다.

비판 근거2. 순이익에 비교한  
주주환원을 계산은 적절하지 않음.  
적절한 기준으로 고려하면 최근  
주주환원율은 과하지 않음

둘째는 순이익이 투자를 위해 잠재적으로 가용한 이익인지를 살펴보기에 적절하지 않다고 지적한다. 순이익이 R&D 등 미래지향적 지출을 이미 차감하고 난 이후의 이익이기 때문이다. 제대로 보려면 R&D 지출과 순이익을 더한 소위 'R&D 조정 순이익'을 구해보아야 하며, 이를 고려시 주주환원율은 과도하지 않다는 것이다.

그림22 R&D 등 미래지향적 지출을 고려하여 주주환원율을 계산하면 과도하지 않다는 주장



자료: Bloomberg, S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

## 바이백 확대 지속에도 미국기업의 투자는 우상향 지속, 현금은 풍부

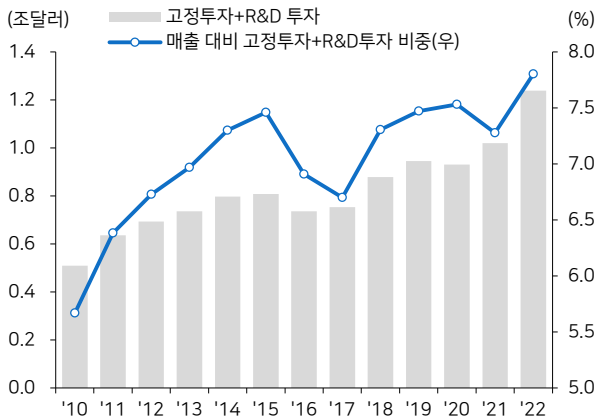
주주환원을 많이 하고 있음에도  
S&P500 기업들의 투자는  
우상향 지속 중

회의론자들의 주장이 맞다면 기업들이 순이익의 대부분을 주주에게 돌리기 때문에 기업 투자는 줄어들어야 한다. 그런데 지난 수년간 매출에서 고정투자와 R&D 지출이 차지하는 비율(경제학에서 투자집약도를 가늠하는 일반적인 지표)은 계속 상승했다. 작년에도 고금리 환경 속 투자 집약도는 우상향 추세를 이어갔으며, 경기기에 민감한 고정투자를 제외하고 보면, R&D 투자의 매출대비 비중은 10년 동안 꾸준히 우상향 중이다.

이 가운데 현금여력도  
계속 확충해나가는 중

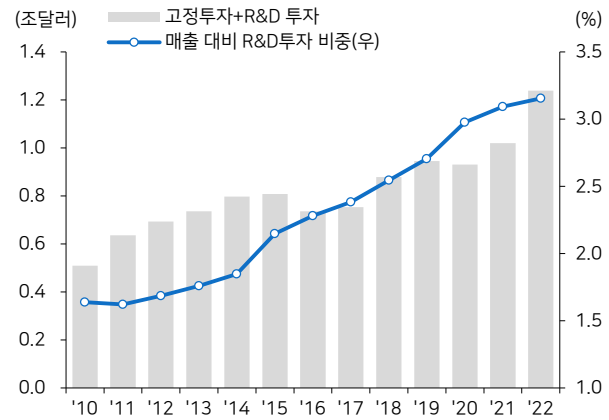
주주에게 자본지출을 하지 않았다면 더 많은 투자를 할 수 있을 것이라고 주장할 수도 있겠다. 그러나 기업들의 현금 및 현금성 자산이 계속 증가하고 있다는 점을 눈여겨 보아야 한다. 이는 기업들이 향후 가용한 투자 및 주주환원 여력을 계속 확충하고 있음을 시사한다. 기업들의 현금 자산 규모는 COVID 직후 큰 폭으로 상승했다. 최근 2년동안 총자산 대비 현금 비율은 다소 감소했지만, COVID 이전 추세와 비교한다면 최근에도 현금 여력이 증가 추세에 있는 것으로 볼 수 있다.

그림23 S&P500 기업들의 투자집약도는 우상향 지속 중



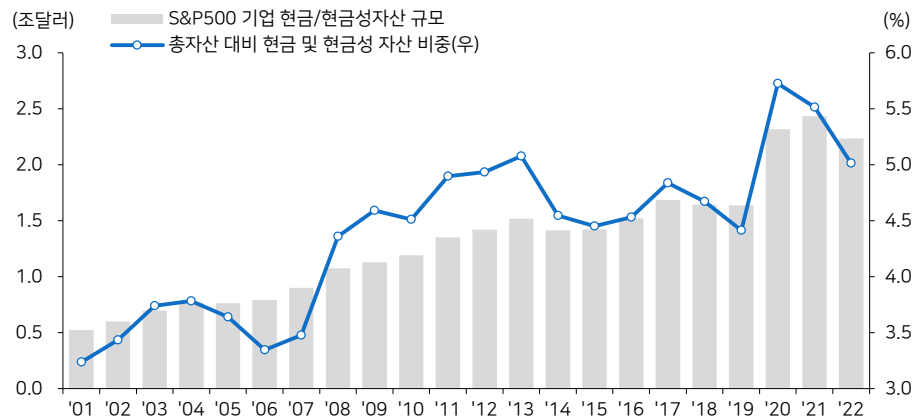
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 고정투자를 제외하고 보면 R&D 투자는 꾸준히 증가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 주주환원 확대 지속에도 기업들의 현금성 자산은 꾸준히 증가. 과도한 주주환원인가?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 주주환원이 경제성장에 도움이 되지 않는다는 쟁점

S&P500 기업들의 과도한 주주환원이 미국 경제에 피해를 준다는 주장의 전제에는 주주들이 환원받은 자본을 생산적으로 사용하지 않는다고 가정하고 있다. article에서는 S&P500 기업들의 순주주환원의 일부가 S&P500에 상장되어있지 않은 다른 기업에 흡수되어 투자, 고용을 창출하는지를 분석했다.

주주환원된 자본은 다른 기업들의  
투자로 이어지며 생산적으로 활용

article의 분석에 따르면 S&P500 외 상장기업에서 2007~2016년 기간동안 S&P500 기업의 순주주환원 금액에 11%에 해당하는 금액인 약 4,070억달러의 주식자본의 순 유입이 나타났다. 전체 상장기업의 순주주환원의 상당부분이 기업 공개를 통해 자금을 조달하는 회사, VC, PE가 지원하는 비상장사에 재투자된다는 것이다.

### 빈부격차와 관련된 쟁점

주주환원에 대한 비판 중 하나는 대주주 중심의 주주환원으로 빈부격차가 확대된다는 것이다. 자료에서는 각 주체별로 주주환원에 대한 입장을 정리하며 빈부 주주환원과 빈부 격차 확대는 무관하다고 주장했다.

고용과 주주환원은 무관

**노동자:** 기업들의 주주환원은 R&D 조정 순이익의 절반 이하로 진행되고 나머지는 투자에 사용되거나 현금잔고에 더해진다. 기업들이 직원을 해고하는 경우는 현금 부족으로 인한 인력감축으로 보기 어려우며 사업 환경 변화인 경우가 더 많다. 기업이 주주환원도 하고 인력도 감축한다면 기업이 노동과 자본을 효율적으로 사용하지 못해서일 것이며 주주환원이 인력 감축을 유발하는 것은 아니다. 상장기업은 직간접적 주식발행을 통해 현금 조달이 용이하기 때문에, 기업이 신규 고용시 현금이 부족한 상황이 된다면 주식을 발행하면 된다.

주주환원으로 주주의 부의 크기는  
달라지지 않음

**주주:** 이들에게 주주환원은 주식 가치에서 현금으로 부의 형태가 바뀐 것이기 때문에, 소득이 실현되는 시점이 바뀔 뿐 전반적인 부의 크기는 달라지지 않는다. 따라서 주주환원의 영향이 지속적이고 시스템적인 부의 재분배 영향을 유발하지는 않는다. 주주가 환원 받은 현금을 회사 외부에서 운용하여 더 큰 수익을 얻는다면 중기적으로 주주의 총수입을 증가시킬 수 있는데, 이는 비판 받을 일이 아니다.

악의의 주주환원으로 경영자가  
이익을 얻을 수 있으나,  
사회 전체의 불평등으로 확대해석  
하기에는 비중이 작음

**경영자:** 주주환원 방법 중 바이백을 악용하면 주주에게는 경제적 이익이 없더라도 경영자는 이익을 얻을 수 있다. 이는 대부분 일반 투자자(주주)들에게 피해를 준다. 이들의 주주환원 조작은 소득 불평등을 심화시킬 수 있다. 그러나 이들이 차지하는 부분이 작아서 사회 전반에 대한 영향은 크지 않다.

S&P500 경영자들은 미국 경제 최상위층 0.1%인 12만 가구 중 매우 작은 부분을 차지한다. 주주 환원으로 모든 S&P500 경영자들이 매년 20% 소득을 부당하게 증가시킨다고 해도 미국 불평등지수에 거의 영향을 주지 못한다. 경영자들의 주주환원 악용에 대해 노동자는 거의 피해를 입지 않고, 주주들이 피해를 본다. 사회 전반적 소득 불평등에 미치는 영향은 미미하다.

## Part II. New, 'G'의 물결에 동참하는 한국

### Corporate Governance의 역사와 Governance Version 4.0

Governance는 이제  
일방향이 아닌 양방향 구조

UNDP(1997)는 Governance란 '경제적 정치적 행정적 권한의 행사이며 시민과 집단의 이익을 분명히 하고, 권리의 행사와 의무를 이행하며 차이점을 중재하는 메커니즘 프로세스 및 제도'라 칭한다. 우리가 알고 있는 기업의 일방향적인 지배 구조의 정의와는 다소 다른 개념이다.

그러나 금융시장 참가자로서 이러한 정의를 되새기면 의미가 좀 더 와닿는다. 투자자의 입장에서 좋은 기업지배구조는 기업의 진정한 가치평가를 가능하게 할 뿐만 아니라 그 회사의 경영을 신뢰할 수 있게 한다. 투명하고 신뢰도 있는 기업지배구조는 기업 투자자 간 커뮤니케이션 매커니즘이나, 의사소통의 장이라 받아들일 만하다.

일각에선 지금을 이 Governance의 네 번째 변곡점으로 본다. Forbes는 미국에서 1930년대 일반 대중에게 주식을 매매하기 시작한 이후부터 1970년대의 오일쇼크 이후의 Governance 1.0, IT버블 이후 1990년~2000년대의 Governance 2.0, 금융위기 이후 Governance 3.0이 정착됐고 이제 코로나19를 거치며 나타나는 지배 구조 트렌드를 Governance 4.0이라 칭한다.

큰 충격 뒤 변화되어 온  
기업지배구조

오일쇼크, IT버블 등 Governance의 변화엔 큰 경제/구조적 충격이 선행된다. 거시적인 불확실성을 타개하기 위해 제도를 재정비하거나 그간 잘못된 것이 누적되어 큰 충격으로 다가옴에 따라 경각심을 가지게 되는 것이다. 1) 오일쇼크로 인한 고금리, 고물가는 Shareholder Maximization에 대한 욕구를, 2) 기업들의 방만한 투자와 도덕적 해이 등이 야기한 IT버블과 금융위기는 감사와 규제 필요성을, 3) 전염병과 재정정책을 통한 역대급의 유동성 직접 주입은 '이해관계자 주의'를 불러일으켰다.

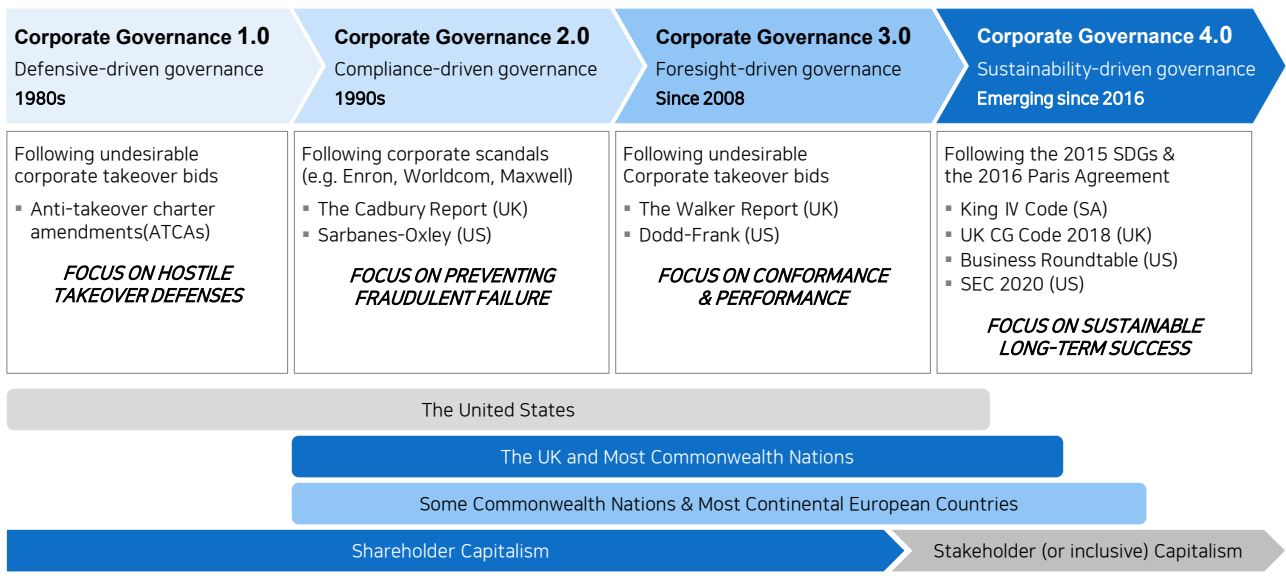
새로운 투자주체나  
투자수단도 탄생

공교롭게도 새로운 지배구조 뒤엔 새로운 투자수단 혹은 주체가 있다. 1) 퇴직연금 활성화(Employee Retirement Income Security Act, 1974)로 인한 연기금, 2) 90년대 이후 뮤추얼펀드의 성행, 3) 금융위기 이후 패시브, 4) 코로나19 이후엔 ESG 금융 상품과 동학개미, 로빈후드 등이 있었다.

코로나19 + 개인투자자 유입  
= Governance 4.0에 대한  
대비가 필요

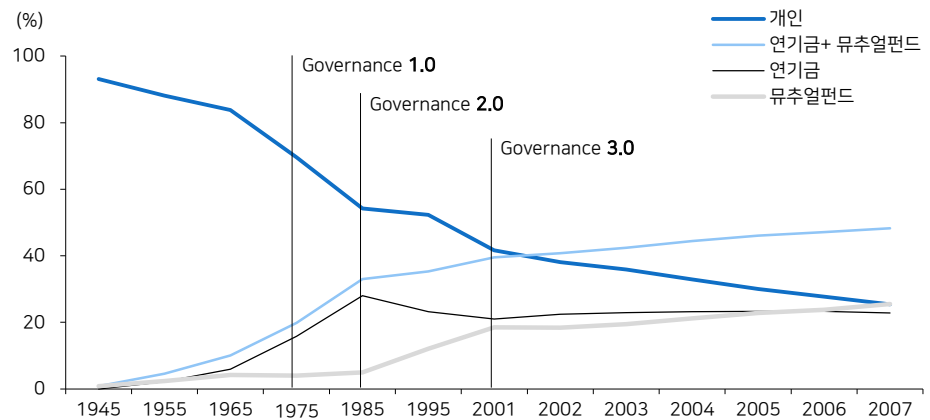
이들도 지배구조 변화와 무관하지 않다. 연기금은 과편화된 개인투자자들의 의견이 자금규모와 지분이 막대한 연기금의 무시 못할 의견이 되었고 뮤추얼펀드, 패시브 투자는 기관투자자들의 입김을 더 강하게 만들었다. 그리고 이제는 SNS로 개인투자자들의 의견도 쉽게 한 데 모일 수 있게 되니, 보다 다양한 의견을 기업은 받아들여야 하게 된 것이다.

그림26 기업 지배구조 발전의 4단계: 지금은 4번째 변곡점



자료: Aston University 'Is Corporate Governance 4.0 Emerging?'

그림27 미국 주식시장 활동 비중: 기업지배구조 변화에는 수급주체의 변화가 수반



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표8 미국 대표 기업관련 스캔들: 90년대 만연했던 대형 스캔들도 주주들에게 경각심을 부여

| 연도   | 기업                                                  | 배경                                                                                                                                                                    |
|------|-----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1993 | Carrian Group                                       | 회계 부정                                                                                                                                                                 |
| 1995 | Barings Bank                                        | 싱가포르 법인의 Nick Leeson이 불법 파생거래로 14억달러의 손실을 끼치면서 파산                                                                                                                     |
| 1998 | Long Term Capital Management                        | 파생상품에서 1998년 46억달러 손실 발생                                                                                                                                              |
| 2000 | Equitable Life Assurance Company                    | 회사 이사진이 금리 확정형 상품 가입자들에게 지급해야 할 금액을 금리 연동형 가입자들에게 지급                                                                                                                  |
| 2001 | WorldCom                                            | 자사주 매입 계획이 실패로 돌아가고 주가가 급락한 이후, 주가 부양을 위해 회계 부정 시행                                                                                                                    |
| 2002 | Enron<br>Adelphia Communications<br>Arthur Anderson | 대표이사 및 이사진은 회사 프로젝트들의 막대한 손실을 숨겨온 것이 밝혀지며 파산<br>내부 부패 사건<br>Enron의 회계 감사를 맡은 기업으로 Enron의 회계 부정과 관련한 문서들을 불법적으로 삭제                                                     |
| 2003 | Parmalat                                            | 이 사건이 회사의 막대한 부채를 숨김                                                                                                                                                  |
| 2008 | Lehman Brothers<br>Royal Bank of Scotland<br>AIG    | 미국 정부의 소비자보호 규제 완화 속 2003년부터 모기지에 대한 투자 확대. 금융위기로 파산<br>ABN-Amro 인수 직후 Lehman Brothers의 파산위기에 몰리면서 영국 정부가 자본 58% 인수<br>서브프라임모기지 관련 익스포저가 57억달러에 이르면서 FRB로부터 24개월 신용공여 |

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

## 삼위일체, 한국 지배구조의 다섯번째 격변기

기업지배구조 발전이  
상대적으로 늦은 한국

한국의 기업지배구조는 선진국 대비해선 그 발전이 늦었다. 여러 문헌들은 한국형 기업지배구조의 원년으로 1994~1997년을 본다. 외환위기 속에서 기업의 투명성과 규제라는 부분에 관심을 가지게 되었고 비로소 제도가 정교화됐다.

대신 다른 국가 대비 지배구조의 발전도 빨랐다. 미국은 10~20년에 걸어진 Phase를 5년 단위로 뛰어왔다. 2004년엔 집단소송제도, 비상장기업 공시의무 강화, 대주주 지분과 주주의결권 괴리 축소 노력 등 기업들의 견제 제도가 발전했고, 2011년 금융위기 이후엔 자사주 매입 완화, 배당제도 개선 등 New normal에서의 주주환원의 발전을 피함과 함께 내부거래 승인 대상 확대 등 견제도 이어 나갔다.

본격적으로 한국의 기업지배구조가 글로벌 트렌드와 맞닿기 시작한 것은 2016년 한국형 스튜어드십코드를 도입 하면서부터다. 스튜어드십코드란 수탁자가 투자자에게 수탁자로서의 의무를 다해야 한다는 주장 하에 도입된 연성규범이다. 기관투자자는 자금 제공자를 위해 투자한 기업의 의사결정에도 적극 개입하는 등의 의무를 다해야 한다는 의미이며 스스로 채택여부를 선택 가능하다.

한국형 스튜어드십코드는 참여 기관은 많았지만 적극적인 움직임을 보이지 않았다(현재 208개 기관). 그러나 국민연금이 2018년 도입하고 코로나19가 지나고, 2022년 매크로 불확실성으로 주가 낙폭이 커지면서 다시 관심을 받고 있는 모습이다.

늦었다는 건 가장 격렬한 변화가  
이어질 수 있다는 점이기도

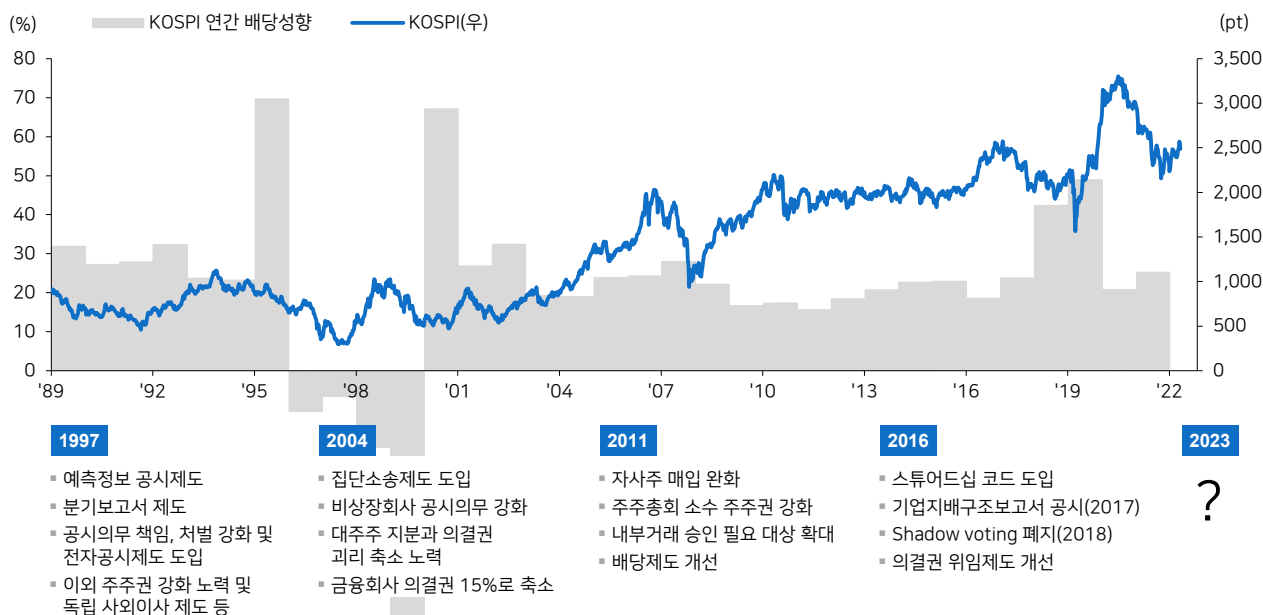
지금의 변화가 과거와 다른 건 기업들이 지배구조 변화 행렬에 능동적으로 참여한다는 것이다. 미국에서도 한국도 기업은 정부나 주주의 개선의지에도 자발적 변화 보단 회피 혹은 적응을 선택해왔다. 미국에선 감사와 규제가 두드러진 Phase 2.0의 시작인 Sarbane-Oxley Act 제정 이후 상장폐지와 IPO 횡수가 급감한 것은

기업의 규제 회피의 움직임이 두드러진 예다. 한국도 마찬가지다. 2004년 이후 지배구조의 개선은 견제의 수단을 늘리고 기업의 이익을 공유해야 한다는 기업입장에선 불편한 내용들이 주었다.

정부, 기업, 투자자  
모두 한 방향을 바라보고 있어

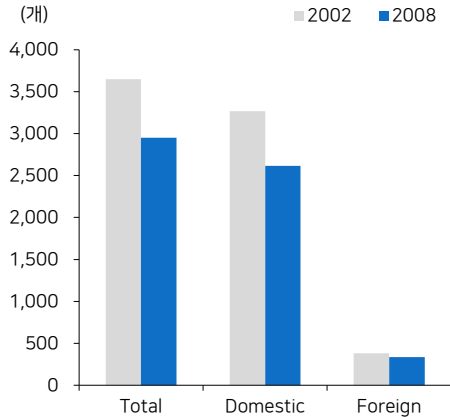
그런데 이번엔 다르다. 선제적으로 ESG 경영을 내세우며 주주환원 및 지배구조 개선에 동참하고 있다. 3세 경영자들이 전면에서 나서면서 혁신과 변화에 대한 기대가 있어서 이거나 동학개미의 입김이 커졌기 때문 일수도, 늘어나는 ESG 자금들에 구조적 변화를 느꼈을 수도 있다. 중요한 건 세 주체가 모두 'G'라는 한 방향을 바라보고 있다는 점이다. 우리나라에게 'G'의 다섯번째 격변기가 더 오래 많은 것을 바꿀 수 있다는 생각이 드는 이유다.

그림28 KOSPI와 주주환원 관련 제도의 역사, 이제는 다섯번째 격변기를 지나는데



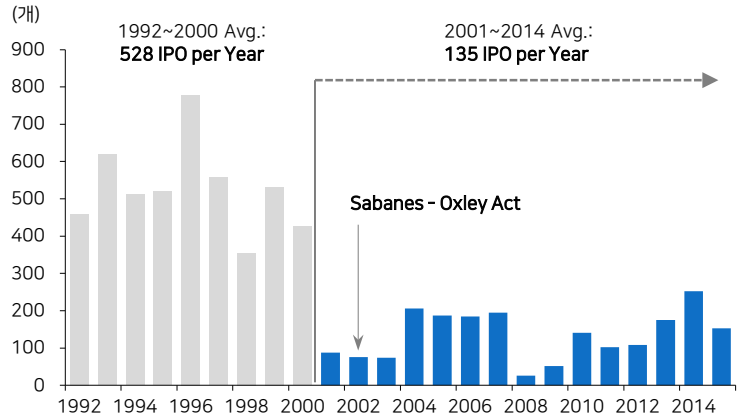
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림29 SOX법 도입 이후 상장 기업 감소



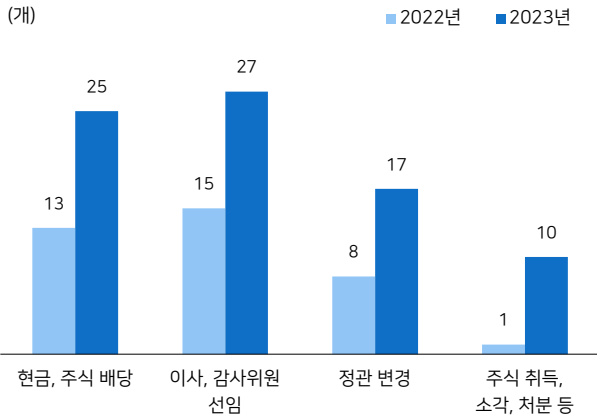
자료: World Federation of Stock Exchanges, 메리츠증권 리서치센터

그림30 미국 연간 IPO: 1992~2000년 연평균 528개에서 135개로 급감



자료: NYSE, 메리츠증권 리서치센터

그림31 정기 주총에 상정된 주주제안: 주주참여 확대



자료: 한국거래소(개요), 메리츠증권 리서치센터

표9 자발적 주주환원 지배구조 개선 동참하는 우리 기업

| 2023년 | 기업      | 내용                        |
|-------|---------|---------------------------|
| 2월    | 모비스     | 2023 주주가치 제고 정책' 공개       |
|       | KB금융    | 주주환원율 +7%p                |
|       | 신한금융    | 주주환원율 30%                 |
|       | LG      | 배당상향                      |
|       | KT      | 14년만의 자사주 소각(1,000억원)     |
| 3월    | SK스퀘어   | 주주환원 1,100억 + a           |
|       | SK이노베이션 | SK On 상장 시 주식교환 공개매수 발표   |
| 4월    | 현대차     | 배당성향 25% 유지, 1% 자사주 소각 계획 |
|       | 우리금융    | 1,000억원 자사주 소각            |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 달라질 제도, 배당/자사주/주주권리(feat. 금융시장 선진화)

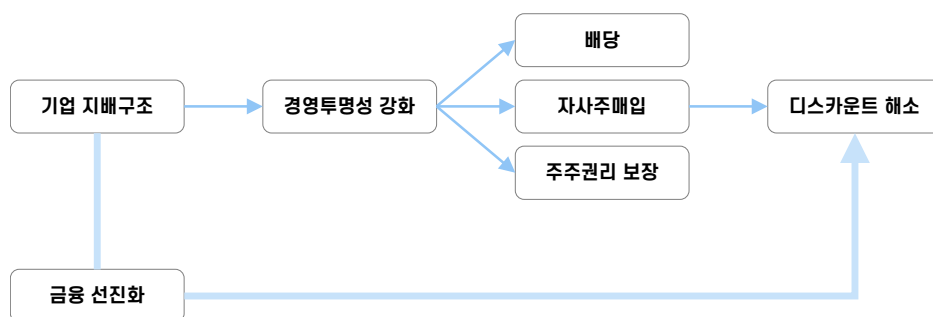
기업지배구조 개선이란  
정보비대칭의 해소와 같음

이번 보고서는 우리나라 'G' 다섯번째 격변기의 세 주체 중 정부의 제도적 변화에 초점을 맞춰 분석했다. 변화가 빠르고 큰 만큼 거시적인 관점에서 먼저 논점을 잡을 필요가 있다. 따라서 우선 제도적 변화의 동향과 파급효과를 분석하고 이에 맞춘 새 투자 지표를 통한 투자 아이디어를 고안했다.

그 수단인  
배당, 자사주 매입 및 소각

첫 단락에서 UNDP를 인용하며 Governance에 대한 정의를 기업과 참여자 간 커뮤니케이션 기반이라 본 바 있다. 좋은 커뮤니케이션은 서로 상대방의 정보를 많이 알수록 유리하다. 2023년 우리나라 정부 제도 개선안도 비대칭 정보 해소와 경영 투명성, 투자자 접근성을 높이는 것이 핵심이다. 그리고 이에 대한 수단이 1) 배당절차의 개선, 2) 자사주 매입 공시제도 개선 혹은 소각 의무화, 3) 주주권리 보장이다.

그림32 정책과 기업지배구조 개선의 축은 접근성 강화



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 배당제도 개선

배당정책 변화  
배당 정보에 대한 비대칭 해소

우리나라의 배당제도는 예측 가능성이 떨어진다는 비판이 있었다. 배당에 대한 자격을 부여받는 배당기준일이 배당액이 정해지기 이전이기 때문이다. 배당을 얼마 받을지 모르는 채 주식을 사야하며 때문에 장기유인을 가진 투자자들의 접근성은 떨어질 수밖에 없다. MSCI Global Market Accessibility Review나 ACGA Corporate Governance Watch 등 해외 기관에서도 꾸준히 지적 받던 내용이다.

배당기준일 변경에 필요한 상법이 개정된 것은 2011년이지만 350조의 3, 전환 관련 주의 권리를 영업연도 말로 설정됨에 따라 배당기준일=영업연도 말로 여겨져 왔다. 2020년 해당 조항이 사라지면서 기업은 배당기준일을 자율적으로 설정할 수 있게 되었고 금융위원회 권고에 따라 올해 주주총회에서 정관 개정에 나섰다.

배당절차 개선을 위한 정관 정비에 나선 기업은 코스피 186개, 코스닥 460개다. 상장 종목 대비 비중은 각각 23.8%, 30.9%로 코스닥 비중이 조금 더 높다. 주요 기업 중에는 현대차, 두산에너빌리티, CJ 등이 있는데 삼성전자 등 분기배당 제도

를 도입하고 있는 회사는 자본시장법상 올해 정기주주총회에서 결산배당기준일의 조정이 어렵다. 자본시장법에선 분기배당 관련 이사회 결의일을 3월, 6월 및 9월 말일로 정해 놓았기 때문이다. 금융위에 따르면 해당 조항은 2분기 내 개정안이 발의될 예정이다.

그림33 현행 배당실무와 개선안: 배당기준일이 정기주총(배당액 결정) 이후

| 현행 배당실무 |                                        | 개선 배당실무 |                                                     |
|---------|----------------------------------------|---------|-----------------------------------------------------|
|         | 12.31일 의결권 기준일, 배당기준일 (정관에 규정)         |         | 12.31일 의결권 기준일 (정관에 규정)                             |
|         | 2.9일 결산배당 이사회결의 및 공시 (배당예상액, 배당기준일 안내) |         | 2.9일 결산배당 이사회결의 및 공시 (배당예상액, 배당기준일 안내)              |
|         | 2.23일 주총소집 이사회 결의                      |         | 2.23일 주총소집 이사회 결의                                   |
| 분기배당    | 3.14일 1분기 배당기준일 공시 (배당기준일 2주전 공시)      |         | 3.24일 정기주총 개최 (배당여부 및 배당액 최종 결정)                    |
|         | 3.24일 정기주총 개최 (배당여부 및 배당액 최종 결정)       |         | 4.3일 배당기준일 (정관 규정 or 2.9일 이사회 결정)                   |
| 분기배당    | 3.31일 1분기 배당기준일 (3월 말일로 고정)            | 분기배당    | 4.17일 1분기 배당기준일 공시 및 1분기 배당 이사회 결의 (3월말일부터 45일내 개최) |
|         | 4.21일 결산배당금 지급 (주총일로부터 1개월내 지급)        |         | 4.21일 결산배당금 지급 (주총일로부터 1개월내 지급)                     |
| 분기배당    | 4.28일 1분기 배당 이사회결의 (3월말일부터 45일내 개최)    | 분기배당    | 5.2일 1분기 배당기준일 (이사회결의일부터 2주 뒤)                      |
| 분기배당    | 5.17일 1분기 배당금 지급 (이사회결의일부터 20일내 지급)    | 분기배당    | 5.9일 1분기 배당금 지급 (이사회결의일부터 1개월내 지급)                  |

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

표10 배당절차 개선방안 관련 배당기준일 정관정비 현황

| 구분<br>(개) | 유가  |      |       | 코스닥  |      |       | 합계   |      |       |
|-----------|-----|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|
|           | 전체  | 이행가능 | 비율(%) | 전체   | 이행가능 | 비율(%) | 전체   | 이행가능 | 비율(%) |
| 대기업       | 199 | 66   | 33.2  | 42   | 13   | 31    | 241  | 79   | 32.8  |
| 중견기업      | 462 | 85   | 18.4  | 463  | 143  | 30.9  | 923  | 228  | 24.7  |
| 중소기업      | 83  | 13   | 15.7  | 952  | 302  | 31.7  | 1036 | 315  | 30.4  |
| 금융/지주     | 36  | 22   | 61.1  | 30   | 2    | 6.7   | 67   | 24   | 35.8  |
| 합계        | 780 | 186  | 23.8  | 1487 | 460  | 30.9  | 2267 | 646  | 28.5  |

자료: 한국상장사협의회, 메리츠증권 리서치센터

이러한 개선안은 배당성향과 같은 주주환원 성향에 직접적으로 영향을 미치는 요소는 아니다. 주주환원 자체의 강화보단 제도의 선진화에 목적이 있다 볼 수 있다. 주주가치의 직접적인 개선보다는 해외 투자자들이나 기관들의 인식 변화와 간접적 수혜가 기대된다.

동 제도 변화는 정부의 MSCI DM 지수 편입 의지와도 연관 높다. MSCI의 반기평가에서 [-] (개선 필요)를 받은 항목이기 때문이다. 이 외에도 외환시장 자유화나 투자등록, 청산/결제, 증권 이동성 등 외국인 투자자의 접근성 관련 점수도 (-)를 받았는데 정부는 6개의 항목 중 5개 항목에 대해 2~3분기 이내로 추가적인 대책을 내놓을 예정이다. 선진시장 진입에 대한 의지가 느껴지는 대목이다.

언제 편입의 성사여부를 알 수 있을까 MSCI의 시장 조정은 매년 6월 1) Watch list, 2) 승격 여부 확정, 3) 반영의 순서로 이어진다. 우선 반기평가를 내린 후 Watch list 등재 여부를 정하고 승격 여부를 발표하는 형식이다. 일정 상 올해는 3분기까지 제도 개선을 이어 나갈 해다. 당장 Watch list 등재 가능성은 높지 않다. 올해의 노력이 잘 정착된다면 내년에는 Watch list 등재를 기대해볼만 하다.

표11 MSCI Global Market Accessibility Review: (-) 개선 필요항목

| 평가 항목                                        | 점수 | 기관 평가                      | 정부 대응                                        |
|----------------------------------------------|----|----------------------------|----------------------------------------------|
| Equal Rights to Foreign Investors            | +  | 영문공시 실시간 접근 제한, 한국지배구조 의문성 | 영문공시 단계적 확대, 영문공시 플랫폼 개선 (AI 기반 기계번역 활용방안 등) |
| Foreign Exchange Market Liberalization Level | -  | 역외 외환시장 부재                 | 외환시장 개장 연장(~2:00)                            |
| Investor Registration & Account Set Up       | -  | 외국인 투자등록 의무 및 문서제출 부담      | 외국인 투자자 등록 의무 폐지                             |
| Information Flow                             | -  | 배당기준일 후 배당금 공시             | 배당기준일 정관 개정 권고                               |
| Clearing and Settlement                      | -  | 증권 결제 목적 당좌대월 이용 불가        | 투자내역 보고의무 폐지 및 사후관리 체계 마련                    |
| Transferability                              | -  | 채권/주식 장외 거래시 사전심사 절차 존재    | 사후신고 범위 확대, 신고 부담 완화                         |
| Short Selling                                | +  | 공매도 재개 계획 없음               |                                              |
| Availability of Investment Instruments       | -  | 시장데이터 이용 제한으로 상품 가용성 제한    |                                              |

주: (+) 큰 문제없으나, 개선은 필요, (-) 개선 필요

자료: MSCI '2022 Global Market Accessibility Review', 메리츠증권 리서치센터

표12 외국인 투자 접근성 제고안: 세부 추진일정

|                    | 조치사항                       | 일정   | 소관기관          |
|--------------------|----------------------------|------|---------------|
| 외국인 투자자<br>등록의무 폐지 | 자본시장법 시행령, 금투업 규정/시행세칙 개정  | 2분기  | 금융위/금감원       |
|                    | 전산 개발                      | 3분기  | 예탁원/코스콤/증권사   |
| 통합계좌 활성화           | 금투업 규정/시행세칙 개정             | 2분기  | 금융위/금감원       |
|                    | 전산 개발                      | 3분기  | 예탁원/코스콤/증권사   |
| 장외거래 편의성 증대        | 금투업 규정/시행세칙 개정             | 2분기  | 금융위/금감원       |
| 영문공시 단계적 확대        | 1단계 의무화를 위한 거래소 공시규정 등 개정  | 1분기  | 거래소           |
|                    | 영문번역 서비스, 교육-홍보 등 지원방안 시행  | 지속   | 거래소           |
|                    | 영문공시 플랫폼 개선                | 지속   | 거래소, 금감원      |
|                    | 2단계 의무화 방안 확정 및 규정 개정 등 추진 | 25년중 | 금융위, 금감원, 거래소 |

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

## 자사주매입 관련

자사주매입 관련 정책은  
아직 정해진 바는 없음

두번째 제도 개선은 자사주매입 항목에서 개진된다. 공식적으로는 세부 내용은 아직 정해지지 않았다. 일각에서는 자사주 소각 의무화를 내세우기도 하고 공시제도 개선을 내세우고 있기도 한다. 금융위는 정해진 바는 없다고 밝혔다. 다만 시장은 소각 의무화에 더 기대를 두고 있다.

자사주매입과 관련한 노이즈도 투명성과 신뢰도 부문에서 해결돼야 할 이슈였다. 기업의 자사주매입이 미국과는 달리 직접적으로 주주가치 제고로 이어지지 않는 데, 자사주를 매입해도 시가총액에 주식 수는 줄어들지 않고 기업이 자사주 경영권 방어 시 제 3자 배정하거나 싼 값에 처분하는 등의 불확실성이 존재하기 때문이다. 때문에 대부분의 선진국가는 이러한 자사주 매입과 처분, 소각에 대해서 구체적인 가이드라인을 제시하는 편이다.

글로벌 국가들은 이미 유사한 내  
용의 정책들이 시행되고 있음

물론 미국의 경우 자사주 매입은 곧 소각으로 이어지기 때문에 별도의 규제는 없다. 만약 자사주를 처분한다면 민사소송이 발달해 사후적 구제가 상대적으로 쉽다. 시장 자체적인 규율이 존재하는 것이다.

독일의 사례

독일 주식법은 자기주식의 취득과 처분은 주식 평등의 원칙에 따를 것을 명문으로 규정하고 있다. 비례적 이익이란 주주의 권리는 그 보유하는 주식수에 비례해야 한다는 의미다. 만약 자사주를 제 3자 배정한다면 신주의 제 3자 배정 관련 규정을 준용 해야한다. 우리나라처럼 우호적 집단에 배정할 수 없고 모든 주주에게 비례적 권리가 있다.

일본의 사례

일본도 회사법에서 자사주 처분은 신주발행과 동일한 절차에 의하도록 하며(동법 199조) 동 절차를 위배하면 무효소송을 제기할 수 있도록 하고 있다. 영국도 자기주식의 처분을 주주의 신주인수권 대상이 되도록 규정하고 있다. 국가들의 공통점은 자사주 처분과 관련된 불확실성이 낮고 주주들이 이를 가져갈 비례적 이익을 취할 수 있다는 것이다.

표13 자사주 매입 및 소각에 대한 해외 동향

| 국가 | 내용                                                                                                                                                                                                             |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 미국 | <ul style="list-style-type: none"> <li>자사주를 매입하는 순간 시가총액에서 제외됨</li> <li>자사주 매각에 제도적 제한은 없음</li> <li>민사소송을 통한 사후적 구제가 발달. 시장 자체의 규율이 작동하는 것으로 봐야한다는 시각이 우세</li> </ul>                                           |
| 독일 | <ul style="list-style-type: none"> <li>자기주식 취득 및 처분은 주식 평등의 원칙(비례적 이익)에 따를 것을 주식법에 명문으로 규정하고 있음</li> <li>제3자 배정 시 신주의 제3자 배정 관련 규정을 준용.</li> <li>비례적 이익이란 회사에 대한 주주의 권리는 그 보유하는 주식 수에 비례하여 인정된다는 의미</li> </ul> |
| 일본 | <ul style="list-style-type: none"> <li>자사주 처분 시 신주 발행과 동일한 절차에 의하도록 하고 있음(회사법 199조)</li> <li>이러한 절차에 위반하여 이루어진 자사주 처분에 대해서는 무효소송을 제기할 수 있도록 하고 있음</li> </ul>                                                   |
| 영국 | <ul style="list-style-type: none"> <li>자기주식의 처분은 주주의 신주인수권 대상이 되도록 규정</li> <li>즉, 자사주 처분에서 주주들이 이를 가져갈 비례적 이익을 취할 수 있다는 것</li> <li>City code에 따르면 M&amp;A 상황 하에선 주주가치를 훼손할 수 있는 어떠한 방어행위도 원칙적으로 금지</li> </ul>  |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 한국기업들의 자사주 사용법

다만 미국 외에는 자사주 소각을 의무화하지는 않는다. 소각 의무에 반대하는 기업은 자사주가 효과적인 경영권 방어 수단이라는 이유를 든다. 자사주는 유통 중이 아닌 주식으로 배당 및 의결권이 없어 자사주를 처분해 경영권을 방어할 수 있기 때문이다. 즉, 경영권 공격이 들어올 경우 우호 집단에 처분하는 식인데, 자사주 매각이 저가로 이루어질 경우 주주가치 희석 및 하락으로 이어질 수 있다. 자사주 매입은 적대적 인수자의 매입 가능 주식을 줄이는 수단이기도 하다. 주가 상승으로 적대적 인수자의 매입 비용을 증가시키기 때문이다.

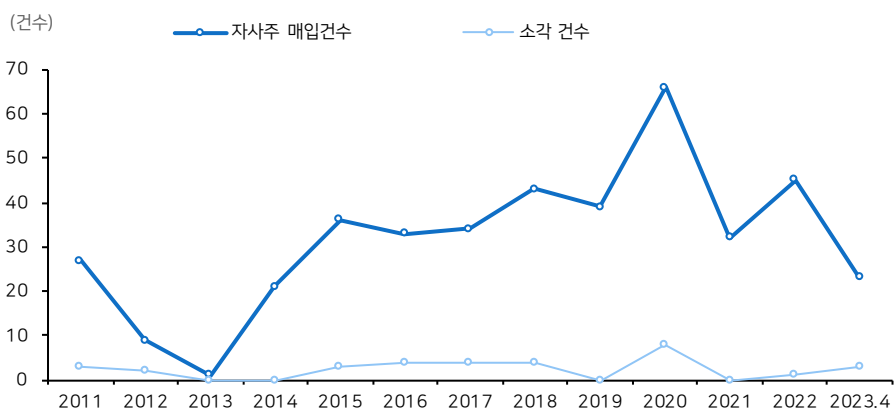
자사주는 기업 분할에 사용할 수도 있다. 자사주는 지주-사업회사로 전환하는 기업들에게 종종 활용된다. 회사를 지주회사와 사업회사로 인적 분할할 때 보유 중인 자사주를 자산으로 취급해 분할된 자회사의 자사주를 모회사에 남겨둌으로써 분할과 동시에 별도의 지분 취득 없이 지분관계를 형성하는 식이다.

표14 자사주 매입의 경영권 방어전략, 분할전략

| 분류              | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 경영권 방어 수단       | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 자사주는 발행되었지만 유통 중이 아닌 주식으로서 배당 및 의결권이 없음.</li> <li>▪ 의결권 없다는 점에서 주주총회에서 의결권 방어 수단으로서 활용</li> <li>▪ 자사주 매입을 통해 적대적 인수자의 매입 가능 주식을 줄이는 한편,</li> <li>▪ 주가 상승으로 적대적 인수자의 매입 비용을 증가시킬 수 있음</li> <li>▪ 지배주주 의결권이 부족한 기업일수록 자사주 취득이 더 활발함(Joh and Ko, 2007)</li> <li>▪ 자사주 취득과 기타 경영권 방어 수단은 상호 대체 관계가 있음(정성찬, 김영환, 2013)</li> </ul> |
| 지주-사업회사 인적 분할 시 | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 자사주는 지주회사로 전환하는 기업 집단들에 의해서 많이 활용됨</li> <li>▪ 지주-사업회사로 인적 분할 시 보유 중인 자사주를 자산으로 취급</li> <li>▪ 분할된 자회사의 자사주를 모회사에 남겨둌으로써 분할과 동시에 별도 지분취득 행위 없이 두 회사간 지분관계가 자동적으로 형성됨</li> </ul>                                                                                                                                                |

자료: 김우진(2017) '한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증연구', 메리츠증권 리서치센터

그림34 2011년 이후 자사주 매입건수와 소각건수



자료: Dart 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

기업의 자사주 활용 수단  
= 투자자에게 정보 비대칭

그러나 두 방식 모두 투자자에게는 정보의 비대칭과 기업 경영상 결정의 예측 가능성이 떨어뜨리는 결과를 낳는다. 자사주 매입과 주주가치 제고 간의 관계에는 지속해 물음표가 남을 수 밖에 없고 불확실성에 따른 디스카운트 요인이 될 수 밖에 없다. 이러한 의구심이 자사주 매입과 소각에 따른 시장 반응의 차이를 불러온다. 우리나라 증시에선 기업이 자사주를 매입한 뒤 소각까지 이어져야(불확실성이 해소돼야) 비로소 유의미한 초과 성과가 보인다. 미국과 가장 다른점이다.

소각의 의무화일지 공시제도의 개선이나 주주비례가치 보전일지는 정책적인 사안이라 예단하기는 어렵다. 다만 정부의 금융시장 선진화와 기업들의 Governance 개선 의지는 같은 방향을 볼 가능성이 높다.

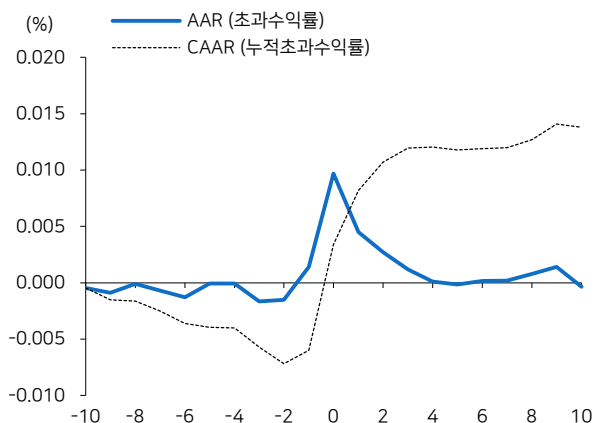
따라서 자사주 소각 의무화와 함께 포이즌필, 초다수결의제 등 경영권 방어정책을 함께 도입하거나 공시제도 개편과 주주비례의 이익을 보장하면서 불확실성을 줄이고 주주가치 제고로 이어질 수 있게 제도가 개선될 가능성이 크다. 자사주 부문에서도 배당과 같이 불확실성의 감소와 예측 가능성의 확대가 기대된다.

표15 경영권 방어제도 세부 내용 및 국가별 비교

| 분류         | 세부 내용                                           | 국가별 비교 |    |    |    |     |
|------------|-------------------------------------------------|--------|----|----|----|-----|
|            |                                                 | 한국     | 미국 | 일본 | 영국 | 프랑스 |
| 주식의 제3자 배정 | 신주 발행 시 신주를 배정받을 자를 정할 수 있게 하는 제도               | ○      | ○  | ○  | ○  | ○   |
| 자기주식 취득    | 회사가 자신이 발행한 주식을 주주로부터 자신의 계정으로 취득하는 것           | ○      | ○  | ○  | ○  | ○   |
| 황금낙하산      | 임기가 종료되지 않은 경영진들에게 거액의 퇴직금이나 스톡옵션을 제공하는 것       | ○      | ○  | ○  | ○  | ○   |
| 시차임기제      | 사외이사를 포함한 이사들의 임기를 분산시켜 전체 이사가 교체되는 시점을 지연하는 제도 | ○      | ○  | ○  | ×  | ○   |
| 초다수결의제     | 주주총회에서 특별결의보다 강화된 결의를 요건으로 하도록 정관에 규정하는 제도      | △      | ○  | ○  | ×  | ○   |
| 차등의결권      | 일부 주식에 일반 주식보다 더 많은 의결권을 부여하는 제도                | ×      | ○  | ○  | ○  | ○   |
| 포이즌필       | 적대적 M&A 진행 시 기존 주주에게 시가보다 싼 값에 신주인수권을 부여하는 제도   | ×      | ○  | ○  | ×  | ○   |

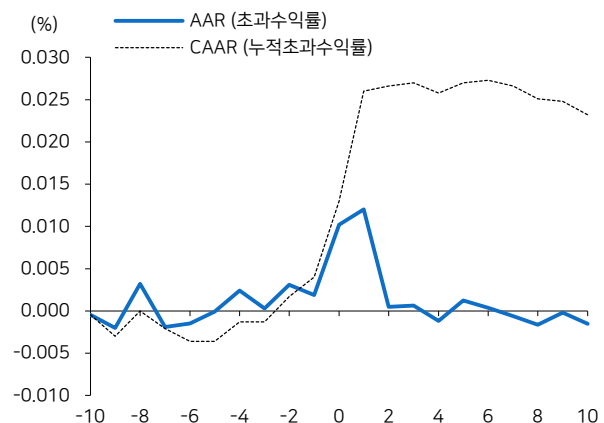
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림35 자사주 매입 공시 전후 주가 반응 (KOSPI)



자료: '자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향' (2022, 김우진)

그림36 자사주 소각 공시 전후 주가 반응 (KOSPI)



자료: '자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향' (2022, 김우진)

기업행동에도 정보비대칭 존재하  
이에 대한 보호책 마련 필요

### M&A와 기업분할 등에서 주주권 보장과 상법 개정

배당, 자사주 매입에서의 의사소통 원활화와 함께 추진하고 있는 정책은 소액주주 보호의 의무공개매수제도와 기업분할 시 주주보호의 원칙을 신설하는 것이다. 지배구조의 경기장에서 소수를 권리를 보호해주는 취지다.

의무공개매수제도는 M&A를 목적으로 인수기업이 피인수기업의 주식을 매수할 때 정해진 비율 이상의 주식을 공개매수 하도록 하는 제도다. M&A 과정에서 소액주주들이 경영권 프리미엄의 혜택으로부터 배제되기 때문이다. 이 또한 기업행동(Corporate Action)의 불확실성을 야기하는 것이다.

국내기업은 M&A 시 주식 양수도 계약의 비중이 높다(84.3%). 이 지분을 거래하는 과정에서 경영권 프리미엄은 소액주주에게 배제된다. 2016년 KB금융 - 현대증권 거래에서 지배주주(23,182원) 제안에 한참 못미치는 소액주주(6,737원) 주식매수청구권을 부여한 것이 주주 비례의 법칙이 어겨진 대표적인 사례다. 즉, 이 제도의 취지는 인수대상기업의 지분을 취득할 때 대주주 지분과 함께 소액주주들에게도 경영권 프리미엄의 수혜를 받도록 해야 한다는 것이다.

해외는 미국을 제외한 선진국에서 도입 되어있다. 미국은 자사주와 마찬가지로 민사제도로서 주주이익은 보호된다. EU나 영국은 25~33%의 주식을 취득하려는 경우 잔여주주 모두를 상대로 공개매수 의무를 부과한다. 일본은 이보다는 완화해 1/3을 초과한 주식 취득 시 공개매수 방식으로 진행해야 하며 66% 이상을 취득할 때는 나머지 잔여 주주에게 매수 의무를 부과한다.

표16 글로벌 국가들의 M&A 시 공개매수 의무 요건들과 제반 규정

| 국가   |      | 공개매수 의무 요건                                                                                                                                                                          | 규정                                                        |
|------|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 영국   |      | 의결권 있는 주식을 30% 이상 보유하거나 30~50% 보유 주주가 추가로 취득하는 경우                                                                                                                                   | UK City Code Rule 9.1                                     |
| EU   | 독일   | 30% 이상의 의결권 있는 주식을 보유하는 경우                                                                                                                                                          | Section 35 of the Securities Acquisition and Takeover Act |
|      | 프랑스  | 30% 이상의 의결권을 보유하거나 30~50% 보유 주주가 12개월 이내에 1% 이상 추가 취득하는 경우                                                                                                                          | Article L. 433-3 of the French Monetary and Finance Code  |
|      | 이탈리아 | 의결권 있는 주식의 25%(중소기업은 30%) 이상 보유하거나 25~50% 보유 주주가 12개월 이내에 5%를 초과하여 추가 취득하는 경우                                                                                                       | art. 106 del Testo Unico della Finanza                    |
| 일본   |      | 총 의결권 주식의 1/3을 초과하는 주식을 보유하는 경우                                                                                                                                                     | 금융상품거래법 제27조의 2                                           |
| 홍콩   |      | 30%이상 의결권 있는 주식을 보유하거나 30~50% 보유 주주가 12개월 이내에 2% 이상을 추가 취득하는 경우                                                                                                                     | Rule 26 of the Hong Kong Code on Takeovers and Mergers    |
| 싱가포르 |      | 30%이상 의결권 있는 지분을 보유하거나 30~50%의 보유 주주가 6개월 이내에 1% 이상을 추가 취득하는 경우                                                                                                                     | Rule 14 of the Singapore Code on Take-Overs and Merger    |
| 미국   |      | 미국 연방법 또는 주 회사법에는 대부분 의무공개매수에 관한 규정을 도입하지 않음 (단, 메인, 펜실베이니아 및 사우스다코타주에서는 특정 비율의 이상의 의결권 있는 주식을 취득한 경우 잔여주주에게 통지하는 지배주식 현금인출(control share cash-out) 요건이 있고 잔여주주는 지배주주에게 매수청구할 수 있음) | -                                                         |

자료: 한국자본시장연구원 '국내 의무공개매수제도 도입 논의 및 글로벌 현황', 메리츠증권 리서치센터

물적분할 관련 정책과  
SK 이노베이션 사례

우리나라 금융위 제안은 주식의 25% 이상을 매수할 시 경영권 지분 포함 50% + 1주에 대해 의무공개매수 의무를 부과한다는 것이다. 예를 들어 30%를 매수할 시 최소 20% + 1주에 대해서 일반주주에게 공개매수를 제안해야 한다는 것이다. 이번 제도도 도입된다면 기업행동과 관련한 결과의 예측 가시성과 경영권 프리미엄에 대한 접근도가 주주입장에서 개선될 수 있을 것이다.

기업분할과 관련한 내용은 다음과 같다. 한 회사의 장기 성장 가치를 보고 투자한 주주에게 신사업 물적분할 및 재상장은 피해다. 지배주주 입장에선 지분 희석 우려 없이 신성장 산업육성을 위한 대규모 자금조달 및 효율적인 경영을 할 수 있다는 장점이 있지만 소액주주에게는 투자한 주식의 주가 하락 가능성은 부정적이다.

주주 반발이 심했던만큼 금융위원회는 기업 소유구조 변경 시 주주보호를 위한 기업 정책과 소액주주 의견수렴, 반대주주 권리보호 원칙을 신설했다. 기업의 합병, 영업양수도, 분할, 주식의 포괄적 교환 및 이전과 같은 소유구조/주요 사업의 변경은 원칙적으로 소액주주들의 이해와 동의를 구해야 한다는 의미다.

지난 3월 SK이노베이션의 SK On 상장 관련 반대주주 보호책은 이 제도에 대한 화답이다. SK이노베이션은 SK On의 상장과정에선 이노베이션 주식의 공개매수할 것을 발표했다. 신사업을 가진 기업의 주주들은 이전보다 기업분할 불확실성에서 자유로워졌다.

상법 개정안 관련해선  
기대와 달리 노이즈 있을수도

나아가 이와 관련한 상법 개정안도 발의가 되어있다. 상법 382조의 3은 이사의 충실의무로서 이사는 '회사를 위하여' 그 직무를 충실하게 수행해야 한다 규정하고 있다. 이 부분에 있어 회사가 손해를 보지 않는 이상 기업지배구조 변화로 피해를 입더라도 책임을 추궁할 수 없다.

이에 대해 상법 개정안은 이사의 충실의무로서 이사는 '주주의 비례적 이익'을 위하여(이용우 위원 안)라는 항으로 교체하자는 내용이다. 이렇게 되면 지배구조 변화로 생긴 주주에 대한 피해(주가하락 등)에 대한 책임을 물을 근거가 된다. M&A 주식양수도계약에서 소액주주들의 피해도 보상될 수 있다.

다만 난항은 있다. 대한변호사협회는 해당 개정안에 대해 '주주의 비례적 이익'의 표현이 모호하며, 물적분할과 관련한 내용은 이미 주주총회에서 의결되는 사안이기 때문에 추가적인 내용은 불필요하다는 판단을 내렸다. 다수의 의견을 통해 의사 결정할 때의 효율성과 소수를 보호해야 한다는 논리의 줄다리기가 해소되지 않는 한 쉽게 통과되기는 어려워 보인다.

## Part III. 'G'에 발 맞춰, 주주환원 개선의 기준 세우기

### 주주환원 개선 가능성이 높은 기업을 찾는 기준

주주환원은 우리 증시 핵심 축

정리하면 정부 제도 개선안의 포인트는 정보 접근성 및 투명성 강화와 주주의 투자 불확실성 완화다. 이러한 목적 하에 제도 개선은 배당과 자사주 매입에 먼저 집중되었다. 이로써 예측 가시성이 높아진 만큼 주주환원은 주주와 기업 간 대화의 핵심 축으로서 계속해서 작용 해나갈 가능성이 크다.

매크로 환경이 불확실하다는 것도 주주환원에 적극적인 기업들에 대한 매력도를 높인다. 다가오는 해가 될수록 주주환원과 지배구조 개선에 대한 기대감은 부수적인 투자포인트에서 영역을 높일 가능성이 높다는 의미다.

주주환원이 트렌드라면 어떤 기업이 앞으로 주주환원을 늘릴 가능성이 높은지를 알면 큰 도움이 될 수 있다. 기업의 성장 가능성을 전망하는 것과 같이 말이다. 따라서 주주환원이 꾸준히 개선될 기업에 대한 기준을 세워야 한다.

파트 3에선 기업가치의 중심으로 들어올 주주환원 개선 전망의 정량적 기준과 가능성이 높은 기업을 찾는 방법을 고안하고자 한다. 그동안 주주환원 관련 투자포인트는 재무지표를 통한 스크리닝에 그쳤지만 이제는 과거 해당 스크리닝의 검증과 향후 예측가시성에 대한 검토도 필요할 시기다.

### 주주환원의 이론적 검토, 생애주기/대리인/저평가 이론

주주환원 개선 가능성을  
높이는 변수는 무엇일까?

어떨 때 기업은 주주환원에 나서는가? 이론적 내용부터 실제 활용할 수 있는 Proxy 지표까지 내려가보자. 이론적 배경을 검증하는 데에는 한국 기업지배구조 평가원의 '국내 상장기업의 현금배당 정책 결정요인'을 참고했다.

주주환원과 관련한 대표적 이론은 생애주기/대리인 이론이 있다. 생애주기(life-cycle) 이론에 따르면 성숙단계에 들어선 기업일수록 유보되어 온 잉여현금흐름을 분배하기 위한 목적으로 주주환원을 이행한다. 성숙단계일수록 투자를 늘릴 유인을 줄어든고 성장 가능성은 낮아지니 주주환원을 통해 투자자에게 어필하게 된다는 주장이다.

주주환원에 대한  
생애주기 이론

앞서 매크로 환경이 불확실 할수록 성장하는 기업&산업이 줄어들수록 주주환원이 중요한 매력으로 부각될 것이란 내용과 같은 맥락이다. 해당 주장의 검증을 위해선 생애주기와 주주환원 간의 과거 관계를 살펴보자. 중요한 건 생애주기를 대변할 Proxy를 무엇으로 선정하느냐다.

기업의 성장 단계를 표시하는 변수는 많겠지만 해당 이론에 맞추어 Proxy를 고려해 보자. 주장과 같다면 성숙단계의 기업은 Top-line 성장률의 둔화, Capex 감소, 이익잉여금은 증가로 대변된다. 따라서 매출액 성장률과 총 자본 대비 Capex/이익잉여금

을 Proxy로 사용했다. 추후 이어지겠지만 이러한 기업의 생애주기와 주주환원 성향과는 꽤 밀접한 연관이 있었다. 이에 주주환원 개선 가능성을 점치는 기준변수로 생애주기 이론에 기반한 매출액 성장률, 총 자본 대비 Capex/이익잉여금을 선정했다.

#### 주주환원에 대한 대리인 이론

마지막으로 대리인 모형은 주식회사의 주주와 경영자를 주인과 대리인의 관계로 설정한다. 경영자는 주주의 대리인이며 주주는 대리인이 본인의 업무를 잘 이행하고 있는지 감시하는 역할을 한다. 이 때 대리인은 경영상 얻은 이익을 주주들에게 적절하게 배분함으로써 대리인의 업무 행위에 대한 신뢰를 제고할 수 있는데 대리인 모형은 이러한 동기에서 주주환원이 이루어진다고 본다.

결과적으로 대리인 모형에 따르면 기업 이익이나 이익률이 개선될수록 주주환원은 늘어나야 한다. Proxy로는 순이익률 등을 고려해볼 수 있겠다. ROE(Return on Equity)나 ROA(Return on Asset)과 같은 수익성 지표도 함께 고려해볼 수 있겠다. 결국 주주에게 얻은 자본과 자산으로 수익을 내고 그 수익을 적절하게 배분하는데 사용하는지 검증하는 것이기 때문이다.

#### 주주환원에 관한 저평가 이론

이외 주가나 변동성 등도 고려해볼 수 있다(Undervaluation hypothesis). 주주들에게 가장 신뢰받는 경영자는 결국 주가를 올려주는 경영자일 것이기 때문에 주가 성과가 좋지 않거나 변동성이 심한 경우 경영자는 주주환원이라는 제 3의 대책을 꺼낼 개연성이 높다(물론 이는 기업의 성장단계에 따라 최적 선택이 아니며 주인-대리인 문제가 발생하게 된다). 따라서 주가 성과와 변동성, 현재 밸류에이션 수준에 대한 검토도 진행했다.

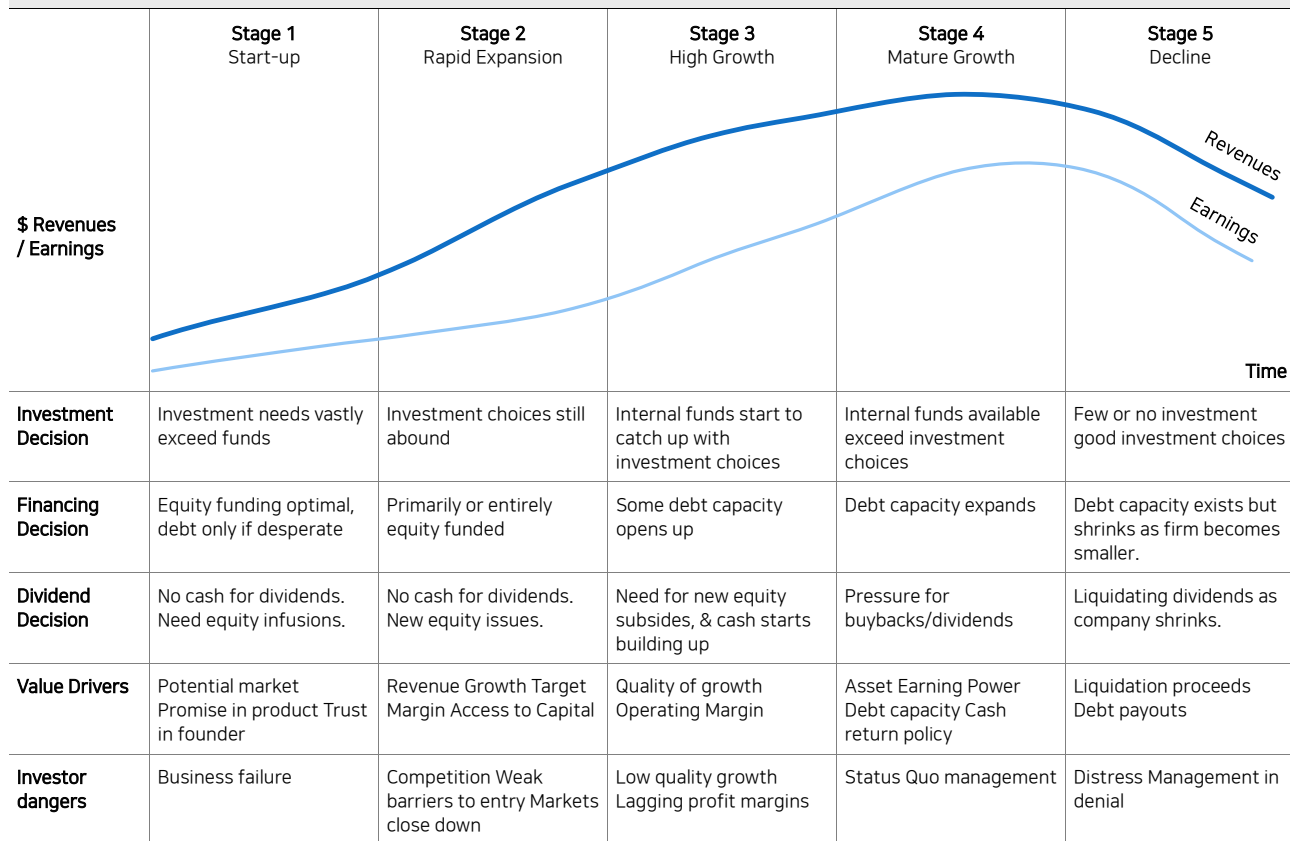
마지막으로 최대주주 지분이나 대량 보유기관이 있을 경우도 주주환원 가능성이 높아질 수 있다. 2016년 시작된 스튜어드십 코드와 주주들의 주주권 제고 노력이 실제 주주환원으로 이어지는지 기관 보유지분과 주주환원 개선 간 관계를 통해 볼 수 있을 것이라 봤다.

지배주주 지분도 대리인 모형으로 설명된다. 국내 기업 지배구조는 2000년대 초반부터 문제로 지적되어왔다(Clasessen, 2002). 지금 지배구조의 틀은 소유권(Control Right)와 배당권(Cash Flow Right)에서 격차를 보인다.

쉽게 말해 아래의 'C 기업'을 지배할 경우 직접지배는 Control Right와 Cash Flow Right는 동일하지만 계열사를 통해 지배하게 되면 Control Right > Cash Flow Right가 된다. 즉, 계열사를 통한 지배를 이어갈수록 배당에 대한 필요성은 약해질 수 밖에 없는 구조다.

실제로 국내 10대 대기업집단 내부지분율을 살펴보면 Owner 및 Owner 일가를 통한 지분율은 정체를 보이고 있지만 계열사를 통한 내부지분율은 빠른 증가세를 보이고 있다. 그리고 이를 주주환원과 연결 지어보면 1) 직접지배 할수록 배당권에 대한 관심이 높아진다는 것과 2) 기업지배구조에 대한 문제제기로 인해 배당권에 대한 관심으로 이어질 수 있다는 양방향의 존재한다. 상관성의 방향에 따라 우리나라에선 어떠한 힘이 강한지도 살펴볼 수 있겠다.

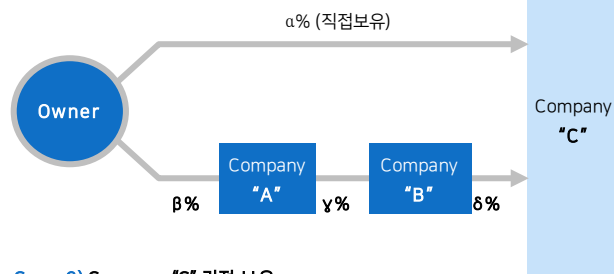
그림37 주주환원의 이론적 배경. 생애주기 이론과 대리인 모형(도식화)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림38 Cash Flow Right vs. Control Right(대리인 모형)

## Case 1) Company "C" 직접 보유

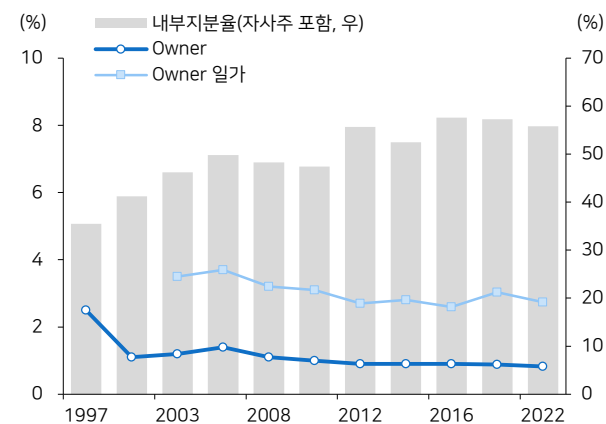
Cash Flow Right ( $\alpha\%$ ) = Control Right ( $\alpha\%$ )

## Case 2) Company "C" 간접 보유

Cash Flow Right ( $\beta \cdot \gamma \cdot \delta\%$ ) < Control Right ( $\delta\%$ )

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림39 상위 10대 대기업집단 내부지분율 변화



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

## 주주환원 개선 확률 모형, 변수 검증/모델링 결과와 전략적 활용

Logit/Probit은  
우리에게 익숙한 모형

위와 같은 이론을 기반으로 재무지표 15개를 선정했다. 이젠 변수와 주주환원 간의 관계성을 밝힐 차례다. 관계를 밝히는 데 사용한 계량적 도구는 Logit/Probit 모형을 사용했다. 변수 간 검증과 함께 확률 예측을 통한 전망의 실효성을 얻을 수 있을 것이라 판단했다.

Logit/Probit 모형은 회귀분석에서 종속변수가 연속적이고 정량적인 경우가 아닌 0과 1 이진수(binary choice)일 때 활용하는 모형이다. 이 경우 종속변수는 확률이라 해석하는 것이 자연스럽다. 이를 그대로 회귀분석으로 분석하면 Linear Probability Model(LPM)이라 불리는 모형이 된다. 설명변수에 대한 계수가 종속변수가 1일 확률의 한계효과(Marginal Effect)를 나타내는 것이다.

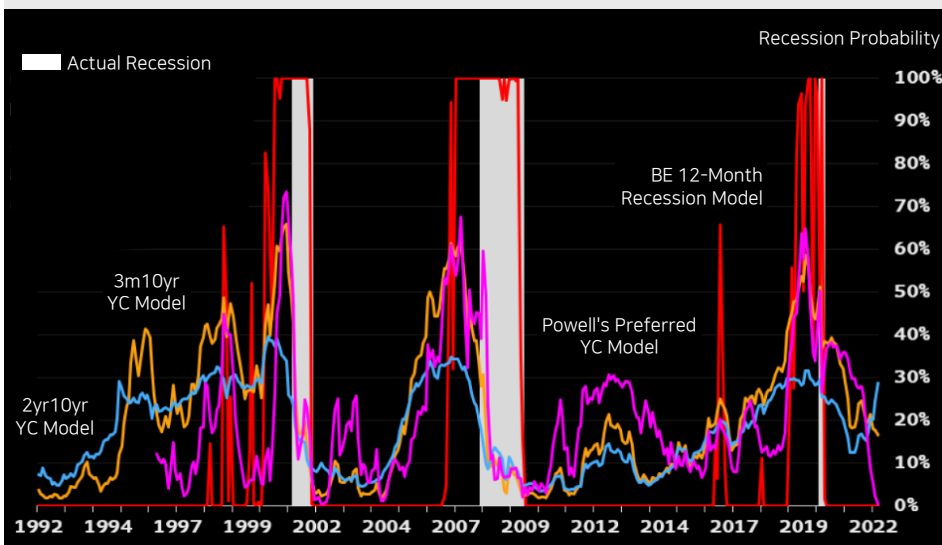
다만 LPM은 예측에 있어 예측값이 0 또는 1을 벗어날 수 있다는 단점이 있다. 이를 해결하기 위해 확률밀도함수를 사용해서 설명변수들의 집합을 [0, 1]로 한정시킨 것이 Logit/Probit 모형이다. Logit은 확률밀도함수로 로지스틱 분포를 Probit은 표준정규분포를 사용한 모형이라 볼 수 있다.

블룸버그 경기침체 확률모형과  
신용 부도확률 모형 등이 사례

들은 우리가 작년부터 굉장히 자주 접해 익숙한 모형이다. 블룸버그에서 제공하는 미국 경기침체 확률이나 은행 대출 시 차주들의 PD(Probability of Default)예측이 이들 모형에 변수를 각각 경기침체나 기업의 부도와 관련된 지표로 선정해 적합성을 검증하고 당기 지표들을 추정식에 대입해 도출된 예측 값들이다.

좀 더 자세히 보면 블룸버그 경기침체 모형은 NBER 기준 경기침체 발생을 1, 발생하지 않은 경우를 0으로 둔 Probit 모형이다. 설명변수로는 수익률 곡선과 High Yield Spread 등 13개의 금융시장 변수를 활용했다.

그림40 블룸버그 경기침체확률 모형과 방법론



We use probit models to estimate the probability of a recession falling within a horizon of one to 24 months, with each horizon estimated separately. Included on the right-hand side are 13 economic activity and financial-market indicators that we had used in an earlier version of BE's recession-probability model. We estimate the model over a sample period from January 1992 to March 2022. The yield-curve recession-probability models are estimated similarly, except that the right-hand variables are replaced with the respective yield-curve spread.

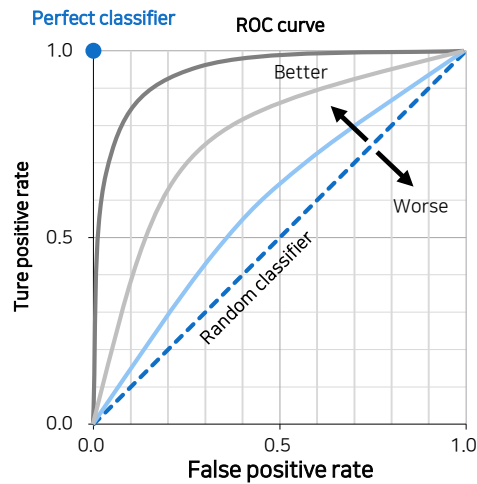
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표17 경기침체확률 활용 변수

| Variable |                                             | Frequency | Source      |
|----------|---------------------------------------------|-----------|-------------|
| Y        | Recession = 1, Not Recession = 0            | Q         | BEA, FRB    |
| X        | Treasury 10yr (6m change)                   | D         | Bloomberg   |
|          | Real Average Hourly Earnings (YoY)          | M         | BLS, BEA    |
|          | US Corporate High Yield Spread Over UST 5yr | D         | Bloomberg   |
|          | Payroll Diffusion Index(1년 변화)              | M         | BLS         |
|          | Financing Gap (Capex - 저축)                  | Q         | BEA         |
|          | Corporate Profit Margin (24m difference)    | Q         | BEA         |
|          | Expected Change in Business Conditions      | M         | US Michigan |
|          | Housing Permits (yoy % )                    | M         | US Census   |
|          | Treasury Spread: 10yr - 3mo                 | D         | Bloomberg   |
|          | Treasury Spread: 10yr - 3mo (6m change)     | D         | Bloomberg   |
|          | Interest Cost Profit Ratio(12m change)      | Q         | BEA, FRB    |
|          | The Conference Board Wedge                  | M         | TCB         |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림41 AUROC Curve



자료: Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

### 모델링과 결과

주주환원 개선 = 1  
개선되지 않으면 = 0

부도확률 예측모형과 경기침체 확률 예측모형에 착안해 우리는 주주환원 개선 확률의 예측모형을 설계했다. 과거 지표를 통해 확률 예측 모형을 설계한 뒤 당기지표를 대입하면 차기의 주주환원 개선 확률이 예측 값으로 도출되는 모형이다. 모형의 설계가 적합하다면 앞으로 기업별로 주주환원과 관련한 투자포인트를 점검하거나 Scoring 시 하나의 기준으로 삼을 수 있을 것이다.

종속변수는 주주환원을(배당성향 + 자사주매입 성향)이 전년대비 개선되는 지 여부에 따라 0과 1로 나타냈다. 개선될 경우 1, 개선되지 않거나 악화됐을 경우엔 0이 들어가게 된다.

설명변수는 이론적 검토 하에서 선정한 15개의 변수다. 주주환원 개선(0, 1)과 15개의 변수 중 실제 관계가 있는 변수인지 아닌지와 어떠한 변수조합이 확률 예측력에서 우수한지 AUROC(Area Under Receiver Operator Characteristic)를 통해 검증했다. AUROC는 아래 그림의 ROC 곡선의 아래 면적을 의미한다.

모형은 일정수준 이상의 확률 예측 값이 나올 때, 주주환원이 개선될 것(1)이라 답을 내리며 미만일 경우 개선되지 않는다 답을 내린다(0). 이 때 기준선을 변경해 가면서 True Positive rate와 False Positive rate를 계산해 나아가는데 이를 연결한 선이 ROC 곡선이다. AUROC는 넓을수록 적합성이 높으며 통상적으로 0.7 이상인 경우를 좋은 모형이라 본다.

표18 주주환원 개선여부와 주요 재무지표 간 계수 추정 결과

| Variable   | 주주환원을 개선여부 (improve = 1, not improve = 0) |              |           |              |           |              |           |              |
|------------|-------------------------------------------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
|            | Direction                                 | Significance | Direction | Significance | Direction | Significance | Direction | Significance |
| 매출액 성장률    | (-)                                       | ***          | (-)       | **           | (-)       | **           | (-)       | ***          |
| 순부채비율      | (-)                                       |              |           |              |           |              |           |              |
| Capex/총자본  | (+)                                       | *            | (+)       | *            | (+)       | **           | (+)       | **           |
| 최대주주지분     | (+)                                       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          |
| 5%이상 기관    | (+)                                       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          |
| PBR        | (+)                                       |              |           |              |           |              |           |              |
| ROA        | (-)                                       | ***          | (-)       | ***          | (-)       | ***          | (-)       | ***          |
| 이익잉여금/자본   | (+)                                       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          |
| 1년 수익률     | (-)                                       |              | (-)       |              | (-)       |              |           |              |
| 52주 베타     | (+)                                       | *            | (+)       | **           | (+)       | **           | (+)       | **           |
| 52주 변동성    | (+)                                       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          |
| ROE        | (+)                                       | **           | (+)       | **           | (+)       | **           | (+)       | **           |
| FCFF/매출액   | (+)                                       |              | (+)       |              |           |              |           |              |
| Net margin | (+)                                       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          | (+)       | ***          |
| EV/Sales   | (-)                                       | ***          | (-)       | ***          | (-)       | ***          | (-)       | ***          |
| Constant   | (-)                                       | ***          | (-)       | ***          | (-)       | ***          | (-)       | ***          |
| LR chi2    | 929.43                                    |              | 925.82    |              | 925.81    |              | 924.2     |              |
| Prob > chi | 0.00                                      |              | 0.00      |              | 0.00      |              | 0.00      |              |
| AUROC      | 0.70                                      |              | 0.70      |              | 0.70      |              | 0.69      |              |

자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

## 모형의 전략적 활용안은 Screening & Scoring

### 전략적 활용(Screening & Scoring)

확률을 예측하는 방법은 세워놓은 모형의 계수에 설명변수를 대입해 도출되는 값을 주주환원 개선확률이라 해석한다. 이 확률을 통해 전략적으로 활용할 수 있는 방법은 두 가지다.

첫째는 스크리닝(Screening)의 방안이다. 주주환원이 개선될 가능성이 높은 기업들을 선별할 때 1~2가지의 지표보다 적합성 높고 여러변수를 활용한 모형을 활용할 때 더 유용할 공산이 크다. 패시브적 관점에서 스크리닝 된 종목들을 포트폴리오화 하는 것도 고려해볼 수 있다.

두번째는 스코어링(Scoring)의 방안이다. 주주환원은 향후에 더 그 역할이 커질 것으로 기대되지만 부수적 지표이며 액티브 관점에선 Bottom-up 분석이 더 중요하다. 이 때 해당 모형을 바탕으로 주주환원 가능성 스코어링을 통해 추가적인 분석의 틀로서 활용할 수 있다 판단된다.

먼저 스크리닝의 관점으로 접근한 결과가 (표 14)와 (그림 51)이다. 각 연도별 개선 확률 TOP 50 종목들을 동일가중한 포트폴리오 결과와 주요 벤치마크 간 성과를 비교했다.

결과를 정리하면 해당 포트폴리오는 전통 BM보다 고배당, 배당성장 지수와 움직임을 더 공유했다. 때문에 코스피가 추세적으로 상승하는 시기에는 배당지수들과 마찬가지로 전통 BM을 아웃퍼폼 하기는 어려웠다. 배당이 강세를 보일 때는 배당주식들로만 모인 배당성장 지수가 더 아웃퍼폼 했다. 그러나 해당 지수는 자사주 매입도 고려된 만큼 배당지수가 약세일 때 상대적으로 그 약세 폭이 더 작았다. 전반적인 10년 성과에서 고배당 지수에 이어 두번째로 높은 수익률의 이유다.

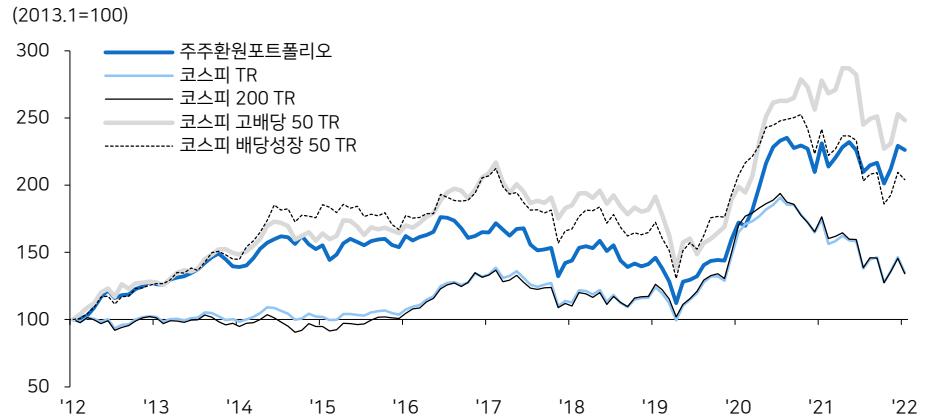
표19 주요 벤치마크 대비 성과

| (%)      | 코스피<br>TR | 코스피<br>200 TR | 코스피<br>고배당 50 TR | 코스피<br>배당성장 50 TR | 주주환원<br>포트폴리오 |
|----------|-----------|---------------|------------------|-------------------|---------------|
| 2013     | 1.9       | 1.3           | 27.7             | 26.8              | 26.3          |
| 2014     | -3.5      | -6.3          | 16.2             | 14.4              | 10.0          |
| 2015     | 3.8       | -0.1          | 10.7             | 28.0              | 11.7          |
| 2016     | 5.0       | 10.0          | 3.5              | -4.0              | 4.5           |
| 2017     | 24.2      | 27.5          | 22.3             | 17.2              | 1.6           |
| 2018     | -15.4     | -17.4         | -11.5            | -19.1             | -12.7         |
| 2019     | 10.1      | 14.8          | 3.5              | 3.0               | 1.6           |
| 2020     | 33.0      | 34.9          | 3.9              | 20.2              | 17.9          |
| 2021     | 5.8       | 3.6           | 39.7             | 16.6              | 34.1          |
| 2022     | -23.2     | -24.5         | -11.0            | -16.2             | -2.1          |
| 10Y AVG. | 4.2       | 4.4           | 10.5             | 8.7               | 9.2           |

주: 지수는 배당포함 Total Return

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림42 주요 벤치마크 대비 주주환원 포트폴리오 성과 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

(표 20)는 스코어링의 관점에서 2022년 재무지표를 바탕으로 상위 50개 종목의 주주환원 개선확률과 재무제표를 기록한 표다. (표 19)에서의 결과를 고려해보면 하반기 경기국면에 대한 불확실성이 가중되고 지수가 박스권에 갇힐 때, 안식처로서 활용될 수 있는 종목들이라 볼 수 있겠다.

표20 2023년 주주환원 포트폴리오와 주요변수

| 코드<br>(%)   | 기업명               | 시가<br>총액 | 매출액<br>증가율 | CAPEX<br>/자본<br>(x) | 최대주주<br>보유<br>지분율 | ROA   | 잉여금<br>/자본<br>(x) | 1Y<br>수익률 | 52주<br>베타<br>(일간) | 52주<br>변동성<br>(일간) | ROE<br>(지배) | 순<br>이익률 | EV/<br>Sales | 개선<br>확률 |
|-------------|-------------------|----------|------------|---------------------|-------------------|-------|-------------------|-----------|-------------------|--------------------|-------------|----------|--------------|----------|
| 시가총액 1조원 이상 | A004800 효성        | 1.4      | 5.2        | 2.6                 | 55.7              | 0.3   | 2.5               | -29.1     | 0.7               | 0.01               | 0.6         | 15.2     | 0.6          | 87.6     |
|             | A000210 DL        | 1.0      | 116.8      | 9.0                 | 43.4              | 0.5   | 1.6               | -2.8      | 1.1               | 0.02               | 1.5         | 36.7     | 1.1          | 83.1     |
|             | A003550 LG        | 13.6     | 4.8        | 0.6                 | 41.7              | 6.7   | 0.8               | -3.5      | 1.0               | 0.02               | 8.5         | 39.1     | 1.5          | 82.5     |
|             | A017670 SK텔레콤     | 10.4     | 3.3        | 25.7                | 30.0              | 2.9   | 2.0               | -18.1     | 0.3               | 0.01               | 8.0         | 14.4     | 1.1          | 79.1     |
|             | A004000 롯데정밀화학    | 1.6      | 38.4       | 6.3                 | 43.5              | 5.4   | 0.8               | -24.4     | 0.9               | 0.02               | 6.5         | 32.9     | 0.3          | 77.9     |
|             | A137310 에스디바이오센서  | 2.2      | 0.1        | 10.1                | 63.4              | 27.9  | 0.8               | -46.1     | 1.1               | 0.04               | 35.3        | 37.1     | 0.4          | 72.6     |
|             | A042670 현대두산인프라코어 | 2.0      | 3.5        | 5.5                 | 33.3              | 4.9   | 1.5               | 13.0      | 1.3               | 0.03               | 15.3        | 12.4     | 0.6          | 69.8     |
|             | A011780 금호석유      | 4.0      | -5.8       | 7.6                 | 26.1              | 13.3  | 0.9               | -24.1     | 1.2               | 0.02               | 19.1        | 23.2     | 0.5          | 68.9     |
|             | A000240 한국엔컴퍼니    | 1.2      | 13.8       | 1.1                 | 72.5              | 3.9   | 0.6               | -11.1     | 0.9               | 0.02               | 4.4         | 20.8     | 1.2          | 66.8     |
|             | A042700 한미반도체     | 2.1      | -12.2      | 2.3                 | 56.6              | 20.3  | 0.8               | -39.2     | 1.5               | 0.03               | 25.0        | 28.0     | 3.1          | 65.6     |
|             | A009240 한샘        | 1.0      | -10.3      | 5.5                 | 28.3              | -6.5  | 1.5               | -51.8     | 1.2               | 0.03               | -13.4       | 2.6      | 0.6          | 65.1     |
|             | A000660 SK하이닉스    | 64.6     | 3.8        | 30.0                | 20.1              | 2.1   | 0.9               | -42.7     | 1.2               | 0.02               | 3.6         | 22.4     | 1.6          | 65.0     |
|             | A000880 한화        | 2.1      | 17.9       | 29.4                | 43.6              | 0.6   | 1.3               | -18.3     | 1.1               | 0.02               | 24.5        | 4.3      | 0.2          | 64.4     |
|             | A026960 동서        | 1.9      | 4.0        | 0.2                 | 66.8              | 10.3  | 0.9               | -34.8     | 0.9               | 0.02               | 11.3        | 21.5     | 2.4          | 62.5     |
|             | A011790 SKC       | 3.8      | 38.6       | 43.4                | 40.9              | -1.1  | 0.8               | -49.3     | 1.5               | 0.03               | -3.7        | 15.1     | 1.7          | 61.7     |
| 시가총액 1조원 미만 | A126560 현대큐처넷     | 0.4      | 12.8       | 0.8                 | 67.8              | -0.6  | 0.6               | -40.6     | 1.0               | 0.02               | -0.7        | 62.3     | -0.5         | 92.8     |
|             | A034830 한국토지신탁    | 0.3      | -5.6       | 0.1                 | 35.5              | 1.4   | 0.9               | -49.7     | 0.8               | 0.02               | 2.4         | 62.1     | 2.6          | 91.3     |
|             | A123890 한국자산신탁    | 0.4      | 9.6        | 0.1                 | 53.6              | 7.9   | 0.8               | -26.9     | 0.7               | 0.02               | 12.2        | 50.6     | 2.4          | 88.7     |
|             | A363280 티와이홀딩스    | 0.5      | 19.8       | 1.1                 | 33.3              | 4.0   | 0.5               | -62.9     | 1.2               | 0.02               | 6.3         | 53.7     | 1.7          | 85.9     |
|             | A037710 광주신세계     | 0.3      | 8.8        | 2.5                 | 62.5              | 6.2   | 1.0               | -11.6     | 0.5               | 0.01               | 7.4         | 30.8     | 0.2          | 83.2     |
|             | A029530 신도리코      | 0.3      | 17.5       | 0.1                 | 48.7              | 4.3   | 0.9               | -2.1      | 0.4               | 0.01               | 4.7         | 29.7     | -0.8         | 81.5     |
|             | A072130 유엔젤       | 0.1      | 1.2        | 3.0                 | 15.9              | 3.6   | 0.6               | -42.9     | 1.6               | 0.03               | 4.2         | 49.2     | 0.6          | 81.3     |
|             | A005810 풍산홀딩스     | 0.4      | -20.5      | 0.8                 | 45.0              | 6.4   | 0.7               | 0.0       | 0.7               | 0.02               | 7.9         | 35.6     | 0.8          | 81.0     |
|             | A009410 태영건설      | 0.1      | -5.3       | 14.2                | 49.2              | 1.5   | 2.2               | -61.6     | 1.2               | 0.02               | 8.5         | 2.4      | 0.7          | 79.2     |
|             | A021820 세원정공      | 0.1      | -19.1      | 16.2                | 47.6              | -1.8  | 0.9               | -24.0     | 0.0               | 0.01               | -2.5        | 17.3     | -1.1         | 78.0     |
|             | A002170 삼양통상      | 0.2      | -7.8       | 1.3                 | 57.3              | 3.3   | 0.9               | -9.0      | 0.5               | 0.01               | 3.7         | 17.1     | -0.3         | 73.6     |
|             | A192400 쿠팡홀딩스     | 0.5      | 10.3       | 1.0                 | 64.9              | 10.2  | 1.5               | -14.1     | 0.8               | 0.02               | 12.7        | 18.9     | 0.5          | 73.6     |
|             | A192080 더블유게임즈    | 0.8      | -1.1       | 0.2                 | 43.5              | -10.7 | 0.5               | -18.4     | 1.1               | 0.02               | -16.8       | 25.0     | 0.7          | 73.2     |
|             | A001460 BYC       | 0.3      | 3.2        | 1.9                 | 63.1              | 5.3   | 1.0               | -18.8     | 0.6               | 0.02               | 7.1         | 18.2     | 1.3          | 70.5     |
|             | A075180 새론오토모티브   | 0.1      | 8.2        | 2.9                 | 65.0              | -2.3  | 0.9               | -7.7      | 0.4               | 0.01               | -2.5        | 11.0     | 0.0          | 68.9     |
|             | A002030 아세아       | 0.3      | 12.2       | 12.7                | 43.0              | 2.6   | 1.2               | 2.7       | 0.9               | 0.02               | 8.9         | 10.9     | 0.4          | 68.1     |
|             | A024090 디씨엠       | 0.2      | -4.1       | 2.9                 | 45.6              | 12.3  | 1.0               | -41.8     | 0.7               | 0.03               | 15.0        | 20.2     | 0.2          | 67.1     |
|             | A005880 대한해운      | 0.6      | 39.7       | 35.8                | 49.4              | 3.5   | 0.5               | -17.6     | 1.1               | 0.03               | 11.2        | 26.6     | 1.8          | 66.8     |
|             | A003240 태광산업      | 0.8      | 4.3        | 1.5                 | 54.5              | 7.0   | 1.0               | -28.5     | 0.6               | 0.01               | 8.5         | 12.2     | -0.1         | 66.8     |
|             | A003460 유화증권      | 0.1      | -0.9       | 0.0                 | 47.9              | 0.6   | 0.4               | -17.4     | 0.4               | 0.01               | 0.9         | 43.1     | 7.7          | 66.5     |
|             | A004060 SG세계물산    | 0.1      | 18.8       | 0.8                 | 50.6              | 0.6   | 0.4               | -21.9     | 1.2               | 0.03               | 0.7         | 34.6     | 0.7          | 65.9     |
|             | A016580 환인제약      | 0.3      | 11.9       | 20.1                | 21.9              | 6.5   | 0.9               | -1.1      | 0.4               | 0.01               | 7.4         | 14.9     | 1.2          | 65.6     |
|             | A014830 유니드       | 0.4      | 60.2       | 9.2                 | 45.4              | 8.3   | 1.2               | -19.0     | 0.9               | 0.03               | 13.1        | 20.8     | 0.6          | 65.1     |
|             | A044450 KSS해운     | 0.2      | 37.5       | 41.6                | 30.3              | 2.7   | 0.9               | -21.9     | 0.7               | 0.02               | 12.1        | 17.3     | 3.1          | 64.4     |
|             | A003300 한일홀딩스     | 0.3      | 19.1       | 8.8                 | 68.6              | 2.7   | 1.5               | -20.0     | 0.7               | 0.02               | 6.4         | 5.6      | 0.4          | 64.2     |
|             | A036530 SNT홀딩스    | 0.3      | 16.1       | 4.4                 | 63.3              | 2.0   | 0.7               | -10.8     | 0.6               | 0.01               | 5.3         | 10.8     | -0.3         | 63.8     |
|             | A008490 서흥        | 0.3      | 6.4        | 15.2                | 52.8              | 3.7   | 0.9               | -23.9     | 0.7               | 0.02               | 8.4         | 9.9      | 1.2          | 63.6     |
|             | A010050 우리종금      | 0.7      | 34.1       | 0.1                 | 58.8              | 1.6   | 0.3               | -17.5     | 0.7               | 0.01               | 14.4        | 26.4     | 1.0          | 63.4     |
|             | A000970 한국주철관     | 0.2      | -5.1       | 1.1                 | 48.2              | 2.8   | 0.7               | -25.5     | 0.8               | 0.02               | 3.5         | 12.9     | 0.1          | 63.3     |
|             | A023450 동남합성      | 0.1      | 20.7       | 33.7                | 53.1              | 11.5  | 1.0               | -14.5     | 0.2               | 0.01               | 22.1        | 7.3      | 1.2          | 62.8     |
|             | A002810 삼영무역      | 0.2      | 5.5        | 1.3                 | 44.6              | 8.6   | 0.9               | -13.8     | 0.4               | 0.01               | 12.2        | 9.6      | 0.1          | 62.7     |
|             | A009970 영원무역홀딩스   | 0.9      | 39.9       | 7.3                 | 46.3              | 8.0   | 0.9               | 31.3      | 0.6               | 0.02               | 24.0        | 13.8     | -0.1         | 62.2     |
|             | A012630 HDC       | 0.4      | 5.6        | 18.6                | 41.8              | 0.0   | 1.5               | -47.5     | 0.7               | 0.02               | -0.2        | 4.8      | 0.6          | 62.1     |
|             | A004970 신라교역      | 0.2      | 24.9       | 4.1                 | 65.9              | 2.0   | 1.0               | -15.7     | 0.5               | 0.01               | 2.6         | 12.9     | 0.3          | 62.1     |
|             | A004890 동일산업      | 0.5      | 7.2        | 6.8                 | 56.4              | 4.4   | 1.0               | 24.5      | 0.2               | 0.01               | 5.3         | 9.4      | 0.7          | 61.7     |

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

## Compliance Notice

---

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.