Governance Watch

KCGS 한국기업지배구조원

NAVER (035420)

Year	2016	2017	2018
최근 3년간 지배구조등급 추이	B	B+	B+

2019. 6. 13

사업본부 분석2팀
송은해 선임연구원
ehsong@cgs.or.kr

Corporate Governance Review

Metrics	Risk	Key Issues
1. 소유구조	Moderate	- 자사주 보유 비중 증가
2. 주주환원	Moderately High	- 자사주 매입 시 소각에 대한 약속·이행 부재
3. 내부거래	Low	- 내부거래를 통한 사익편취 리스크는 매우 제한적
4. 이사회	Moderately High	- 장기연임 사외이사 재직, 감사위원회 개최 횟수 저조
5. 보상	Low	- 이사 보수 지급액과 회사 성과 간 연관성 확인

Comment

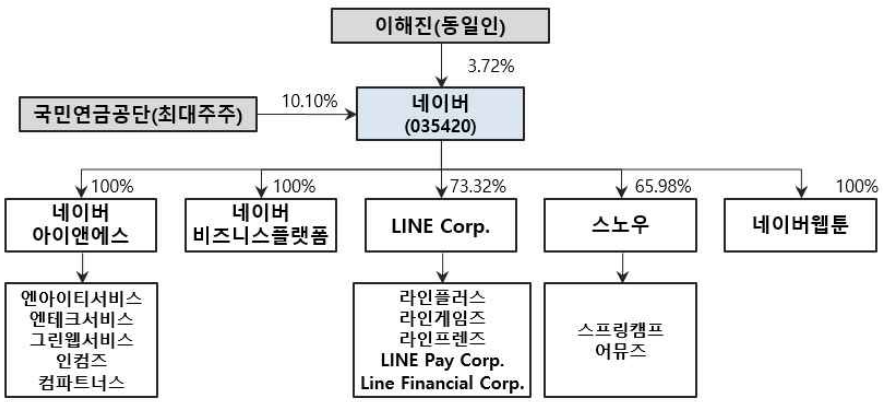
네이버의 최대주주는 국민연금공단(10.10%)으로, 창업자 이해진 GIO의 지분율(3.72%)이 낮고 전문경영인 체제를 운영하고 있어 소유와 경영이 분리된 특징을 지님. 공정위는 이해진 GIO를 기업집단 동일인으로 지정하고 있으나, 친인척이 지분을 보유한 계열사가 없어 내부거래를 통한 사익편취 리스크는 매우 제한적임. 주주환원은 배당보다 자사주 매입 중심으로 이루어지고 있는데, 자사주를 소각하지 않고 보유 비중을 꾸준히 늘리고 있음. 2017년 미래에셋대우와의 자사주 교환 건과 같이, 자사주 처분은 동일인의 지배력 강화 및 일반주주의 지분 희석을 야기할 수 있으므로 모니터링이 필요함

이사회는 사내이사 2인, 기타비상무이사 1인 및 사외이사 4인으로 구성됨. KCGS는 2019년 정기주주총회에서 장기연임을 사유로 사외이사 2인에 대해 반대 권고한 바 있음. 최근 2년간 사외이사 및 감사위원으로 회계 및 재무 전문가를 충원하여 감사기구의 전문성을 강화하고 있으나, FY2018 감사위원회 개최 횟수가 2회에 불과하여 운영 측면에서는 개선이 필요하다고 판단됨

Monitoring Issues

▷ (소유구조 및 주주환원) 보유 중인 자사주의 활용, 자사주 매입 시 소각 약속·이행 여부
▷ (이사회) 장기연임 사외이사·감사위원의 독립성, 감사위원회의 분반기 회계감사 여부

〈그림〉 네이버 주요 계열사 지분도(2019년 1분기말 기준)



자료: DART, KCGS

1. 소유구조

소유와 경영의 분리

기업집단 네이버는 2017년 9월 공시대상기업집단으로 지정되었다. 2019년 3월말 기준 국내 계열사는 총 43사로, 네이버를 정점으로 자회사 및 손자회사들로 이어지는 수직적 출자구조를 형성하고 있다. 주요 자회사 Line Corp.은 미국과 일본 증시에 상장되어 있고, 그 외 네이버로부터 분할 설립된 네이버웹툰, 스노우, 엔스토어 등의 종속회사는 모두 비상장사이다.

네이버의 최대주주는 국민연금공단(지분율 10.10%)이고, BlackRock(5.03%)을 비롯한 외국인 투자자 비율이 58.2%(2019.6.12. 기준)이다. 창업자 이해진 글로벌책임투자자(이하, 이해진)는 2017년 이사회 의장직을 사퇴한 데 이어 2018년 3월 사내이사에서도 물러났으며, 지분율도 3.72%에 불과하다. 현 임원진은 이해진과 친인척 관계 등이 없는 전문경영인으로, 소유와 경영이 분리된 특징을 나타내고 있다. 창업자의 친인척이 경영에 참여하거나 지분을 소유한 계열회사가 없어 사익편취 리스크가 낮다는 점도 전형적인 재벌 그룹과는 구별되는 특징이다.

공정위, 창업자 이해진을 동일인으로 지정

네이버의 소유구조는 총수 없는 기업집단과 유사한 형태임에도 불구하고, 공정거래위원회는 이해진을 동일인으로 지정하였다. 동일인은 특정 기업집단을 사실상 지배하는 자연인 또는 법인(공정거래법 제2조 제2호)으로, 사실상 지배 여부에 대해서는 동일인의 지분율, 경영활동 및 임원 선임 등에 대한 영향력을 고려해 판단한다.

동일인 지정 배경에 대해 공정위는 경영참여 목적이 없다고 공시한 국민연금과 해외기관투자자를 제외하면 이해진이 최대 출자자이고, 1% 미만 소수주주 지분이 약 50%로 지분 분산도가 높아 적은 지분으로도 사실상 지배력 행사가 가능하다고 판단했다고 설명하였다. 추가로 10%가 넘는 자사주를 우호 지분으로 활용할 가능성도 배제할 수 없다는 점을 지적하였다.

네이버의 자사주 보유비중은 꾸준히 상승하는 추세다. 2017년에는 미래에셋대우와 각 5,000억원 규모의 자사주를 맞교환하면서 미래에셋대우가 보유하게 된 지분 1.71%의 의결권이 되살아나 논란이 된 바 있다. 상기한 자사주 교환이 사업상 협력 목적으로 행해졌다 할지라도, 결과적으로 창업자는 비용을 들이지 않고 우호 지분을 확보한 반면 일반주주 입장에서는 지분 희석이 발생했다는 사실은 부인하기 어렵다.

〈그림〉 네이버 주주구성(2019.06.10 기준)



자료: Dart, KCGS

2. 주주환원

잉여현금흐름의 30%를 주주환원 재원으로 설정

네이버가 공시한 주주환원 정책의 기조는 1)주주환원 정책의 일관성 유지, 2) 장기 관점의 적정 자기자본수익률(ROE)의 유지이다. 2009년 9월 이사회에서 순이익의 약 30%를 주주에게 환원하기로 결의한 바 있으며, 2017부터는 주주환원 기준을 잉여현금흐름(FCF)의 30% 수준으로 변경하였다. 성장을 위한 투자를 먼저 집행한 후 잉여 재원의 일부를 주주에게 환원한다는 점에서 잔여배당 전략을 채택하고 있는 것으로 해석된다.

네이버는 이와 같은 배당전략 채택의 근거로 2017년부터 자본적 지출과 M&A 지분투자가 급증하였고 신기술 및 해외사업 발굴에 적극적 투자가 필요하다는 점을 언급하였다. 최근 재무성과를 살펴보면, 지난 3년간 연결 매출액은 연평균 20%씩 성장하였고, 2017년과 2018년 연간 CAPEX는 직전 3개년도 평균 대비 약 2.8배 수준으로 확대되었다. 성장성이 높고 투자기회가 풍부한 회사의 경우 투자를 통해 기업가치를 증진시켜 주가수익률을 높이는 것이 주주에게도 유리하므로, 네이버의 주주환원 전략은 설득력을 지니는 것으로 판단된다.

〈표〉 네이버 주요 재무지표 및 주주환원 성향

구분[1]	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액(억원)	27,585	32,539	40,226	46,785	55,869
영업이익(억원)	7,582	8,302	11,020	11,792	9,425
영업이익률	27.5%	25.5%	27.4%	25.2%	16.9%
지배주주순이익(억원)	4,545	5,187	7,493	7,729	6,488
별도 당기순이익(억원)	4,607	6,426	6,518	8,494	9,004
ROE	25.3%	24.4%	20.8%	16.2%	12.4%
자사주 매입(억원)	2,481	2,055	2,579	1,243	936
배당금(억원)	230	321	326	425	459
DPS(원)	156	220	226	289	314
배당수익률	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
배당성향	5.1%	6.2%	4.4%	5.5%	7.1%
별도 배당성향	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%
주주환원성향[2]	59.7%	45.8%	38.8%	21.6%	21.5%
영업활동현금흐름(억원)	8,366	8,514	11,640	9,400	9,735
CAPEX(억원)	2,713	1,208	1,538	4,722	5,350
CAPEX/매출액	9.8%	3.7%	3.8%	10.1%	9.6%
잉여현금흐름(억원)	5,653	7,306	10,102	4,678	4,385
순현금(억원)	10,076	13,921	30,170	31,863	29,073
순현금/총자산	29.7%	31.7%	47.4%	39.7%	29.4%

주 1: 별도 표기가 없는 경우 연결재무제표 기준임
주 2: (자사주 매입액 + 현금배당금) ÷ 지배주주순이익
자료: Dataguide, KCGS

자사주 매입에 적극적이나 소각에 대한 약속이행 부재

네이버가 채택한 주주환원의 유형은 자사주 매입과 현금배당으로 구분되는데, 이 중 자사주 매입이 월등히 높은 비중을 차지한다. 지난 5년간 배당성향은 별도 당기순이익의 5% 수준으로 유지되고 있다. FY2018 연결 배당성향과 배당수익률은 각 7.1%, 0.3%로서, 동종산업(IT, 자산총계 5천억원 이상) 평균 배당성향(21.3%) 및 배당수익률(0.96%) 대비 저조한 수준이다. 한편, 연간 자사주 매입 금액은 배당금 지급 규모를 크게 상회하며, 자사주 보유 비중은 2017년 말 3.26%에서 2019년 1분기말 기준 11.75%까지 꾸준히 증가하는 추세다.

자사주 매입 금액을 함께 고려한 주주환원성향은 21.5%로 산업 평균 배당성향과 유사하므로, 주주환원이 과소하지는 않다고 판단된다. 그러나 네이버는 자사주 매입 시 소각 의사를 밝히지 않고 있으며 실제 소각한 내역도 없다. 자사주를 소각하지 않고 보유할 경우, 부적절한 경영권 방어 수단으로 악용되어 오히려 주주가치를 훼손할 우려가 있으므로 주의가 필요하다. 특히 앞서 언급한 미래에셋대우와의 자사주 교환 사례를 고려할 때, 네이버의 자사주 매입이 동일인 지분율이 낮은 소유구조 특성과 완전히 무관하다고 보기 어렵다.

현금배당성향을 5%로 유지하는 점, 자사주를 소각하지 않고 보유하는 점에 대한 구체적인 사유는 공시를 통해 확인하기 어렵다. 주주환원의 유형과 금액이 어떠한 기준과 정책에 따라서 결정되는지에 대해서 이사회의 설명이 충실히 제시될 필요가 있어 보인다.

3. 내부거래

내부거래 통한 사익편취 리스크 제한적

동일인이 지분을 보유한 유일한 계열사인 지음(이해진 지분율 100%)은 벤처투자 목적의 개인회사로 알려져 있으며, 네이버 및 기타 계열사들과의 사업적·금전적 관계가 없다. 통상 부당한 내부거래의 문제는 회사가 지배주주의 경제적 이해관계가 높은 계열사로부터 매입거래를 하는 경우 발생한다. 네이버의 주요 매입거래 상대방은 네이버비즈니스플랫폼, 네이버아이앤에스, 네이버웹툰 등 100% 종속회사들이므로, 내부거래를 통한 사익편취 리스크는 매우 제한적이다.

〈표〉 네이버 주요 계열사 상품·용역거래 현황(FY2018)

구분	회사명	동일인 측 지분율	지배주주 현금흐름권	내부거래	
				매출(백만원)	매입(백만원)
당해회사	네이버	3.72%	3.72%		
동일인 관련 회사	(유)지음	100%	100%	-	-
종속회사[1)]	네이버비즈니스플랫폼	-	3.72%	19,077	276,111
	네이버아이엔에스	-	3.72%	-	115,631
	웍스모바일	-	3.72%	641	29,463
	네이버웹툰	-	3.72%	172	27,531

주 1: 매입거래 100억원 이상인 상위 4개사만 기술함
자료: DART, KCGS

4. 이사회

한성숙 대표이사 · 변대규 이사회 의장 '투톱' 체제

현직 한성숙 대표이사를 포함해, 김상헌 전 대표이사(2009.3~2017.3), 최휘영 전 대표이사(2005.4~2009.3) 모두 창업자와 친인척 관계 등이 없다. 한성숙 대표이사는 엠파스 검색사업본부장, NHN(現 네이버) 검색품질센터장, 네이버 서비스총괄이사 등을 거쳐 2017년 3월 네이버 대표이사로 선임되었다.

네이버의 이사회는 사내이사 2인, 기타비상무이사 1인, 사외이사 4인 총 7인(사외이사 비중 57.1%)으로 구성된다. 2017년 3월 변대규 휴맥스홀딩스 회장이 이사회 의장으로 선임되어 한성숙·변대규 '투톱' 체제가 출범했다. 변대규 의장은 서울대 공대에서 박사 학위를 받은 엔지니

어 출신으로, 셋톱박스 분야 벤처기업 휴맥스를 창업해 매출 1조원대 기업으로 성장시킨 국내 벤처 1세대 기업인이다. 사외이사 독립성 결격사유는 없으나, 휴맥스 등 4개사의 등기임원을 겸직하고 있어 상법상 사외이사 선임이 불가능한 이유로 기타비상무이사로 선임되었다.

이사회 내 위원회로는 감사위원회, 사외이사후보추천위원회, 보상위원회, 투명성위원회의 4개 위원회가 운영되고 있다. 투명성외원회는 내부거래, 사회공헌 및 재단출연, 환경 및 사회 관련 제반 사항의 심의를 담당한다. 사내이사는 4개 위원회 중 어디에도 참여하고 있지 않다.

사외이사 독립성 및 감사위원회 운영은 개선의 여지

2019년 정기주총에서 재선임된 정의종, 홍준표 사외이사 및 감사위원은 신규임기를 포함한 연속 재임연수가 9년에 이른다. KCGS는 이와 같은 장기연임이 독립성을 저해하여 경영진 견제·감독에 지장을 초래할 우려가 있다고 판단하여 해당 안건에 반대 권고한 바 있다.

사외이사 및 감사위원의 전문성 측면에서는, 최근 2년 내 신규선임된 이인무·정도진 사외이사가 각각 재무와 회계 분야의 전문가로서, 감사기구의 회계·재무 전문성을 강화하고 있는 것으로 보인다. 정도진 사외이사는 감사위원회 위원장을 맡고 있다.

그러나 2018년 중 감사위원회는 단 2회만 개최되어, 운영 측면에서는 개선이 요구된다. 기업지배구조 모범규준에서는 상장회사의 감사위원회는 분기별 1회 이상 개최하여 분·반기 회계감사를 수행하는 것이 바람직한 것으로 권고하고 있다. KCGS 의결권 행사 가이드라인 또한, 최근 5년 이내 감사위원회 위원장으로 재임하는 동안 감사위원회를 4회 미만 개최한 사업연도가 있는 경우 감사위원회 위원 후보의 결격사유로 규정한다. 2019년의 경우 5월 말까지 감사위원회를 총 5회 개최하여 개선되고 있는 점이 확인되나, 감사위원회가 분·반기 회계감사를 충실히 수행하는지 여부에 대해서는 모니터링이 필요하다.

〈표〉 네이버 이사회 구성(2019년 3월말 기준)

구분	성명	성별	담당업무	주요 경력	재직 기간	이사회 내 위원회*		
						AUDIT	NOM	COM
사내이사	한성숙	여	대표이사	엠파스 검색사업 본부 네이버 서비스총괄	2007.05~			
	최인혁	남	COO	네이버 COO/경영리더 해피빈재단 대표	1999.12~			
기타 비상무이사	변대규	남	이사회 의장	서울대 제어계측공학 박사 SK텔레콤 사외이사, 포스코 사외이사 휴맥스홀딩스 대표이사/휴맥스 이사회 의장	2017.3~		◎	◎
사외이사	정의종	남	사외이사 및 감사위원	컬럼비아대 로스쿨 법학 LL.M. 법무법인(유한) 태평양 변호사	2013.3~	○	○	○
	홍준표	남	사외이사 및 감사위원	USC 의료경영학 석사 서울아산병원 성형외과전문의	2013.3~	○	○	
	이인무	남	사외이사 및 감사위원	Univ.of Illinois at Urbana-Champaign 재무학 박사 KAIST 경영대학 교수, 경영공학부 학부장	2018.3~	○		○
	정도진	남	사외이사 및 감사위원	켄터키대 회계학 박사 중앙대 경영대학(회계) 교수	2019.3~	◎	○	○

(*) AUDIT=감사위원회, NOM=이사후보추천위원회, COM=보상위원회, ◎=위원장
(**) 회색 음영으로 표시된 이사는 선임 시 KCGS가 반대한 이력이 있으며, 현재까지도 반대 사유가 유효한 이사임

자료: DART, KCGS

5. 보상

이사 보수 지급과 회사 성과 간 연관성 관측

2018년 대표이사에게 지급된 보수 27.7억원 중에서 성과급은 21.2억원으로, 총 보수의 76.5%에 해당하는 높은 비중을 차지한다. 성과급은 당해 사업연도에 대한 성과인센티브와 2년 단위의 장기인센티브로 구성된다. 장기인센티브 산정 기준에는 회사의 주가가 포함되어 있는데, 구체적 비중이나 산식이 공개되지 않은 점은 아쉬우나 이사의 보수와 주주의 이해가 일치하도록 설계된 점에서는 긍정적으로 평가된다. 임원에게 부여된 주식매수선택권의 행사조건 역시 주가가 관련 법률에서 정한 것보다 높은 수준에 다다를 경우 행사 가능하도록 설정함으로써, 회사의 장기적인 성과와 연동시키고 있다.

한편, 과거 10년간의 사내이사 보수지급액은 회사의 성과지표와 연관성을 보이는 것으로 분석된다. 사내이사 1인당 보수지급액과 KCGS가 선정한 여러 성과지표들과의 상관관계를 분석한 결과, 보수지급액은 매출액, 영업이익, EPS와 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다.

〈표〉 FY2018 네이버 대표이사 보수 지급 현황

종류	총액 (백만원)	산정기준 및 방법
급여	600	- 역할과 수행직무의 가치를 고려해 보상위원회에서 지급 수준 결정 - 2018년도에는 연간 급여총액 6억원을 12분할하여 매월 지급
상여	2,123	- 성과인센티브: CEO로서 적극적 발굴/투자로 기술경쟁력 화보, AI기반 서비스 공개, 국정감사·뉴스편집 등 대외 리스크에 적극 대응한 점을 감안해 7억원 지급 - 장기인센티브: 개인의 성과와 회사 성장가치(주가 등)을 반영하여 금액을 확정하며, '18년에는 '16~'17년 부여한 장기성과급 14억 2천 3백만원 지급
기타 근로소득	48	- 복리후생 기준에 따름

자료: DART, KCGS

〈표〉 네이버 성과지표와 사내이사 보수 간 상관관계

구분	FY2018	FY2017	FY2016	상관계수[1)]
사내이사 1인당 보수(백만원)	2,257	2,863	1,982	-
매출액(억원)	55,869	46,785	40,226	**0.545**
영업이익(억원)	9,425	11,792	11,020	**0.435**
ROE(%)	10.55	14.52	18.38	-0.173
시가총액증가율(%)	-85.98	12.26	17.78	0.110
매출액증가율(%)	19.42	16.30	23.62	-0.487
총자산증가율(%)	23.22	25.88	45.25	-0.418
EPS(원)	4,403	4,689	4,546	**0.492**

1) 2008년부터 2017년까지 10년간 성과지표와 보수지급액의 상관관계
자료: DART, KCGS

※ 이 보고서는 기관투자자의 책임투자 이행을 돕기 위한 목적으로 작성되었습니다. 한국기업지배구조원의 책임투자 지원 서비스 분석자료 일체에 대한 면책약관은 아래 링크를 참조하시기 바랍니다.
- 한국기업지배구조원 홈페이지(면책고지): www.cgs.or.kr/etc/disclaimer.jsp