

19장

주주 및 경영진: 배당 정책

1934년 이래로 우리는 경영에 대한 주주들의 보다 지적이고 활기찬 태도를 저작물에서 주장해 왔습니다. 우리는 그들에게 관대한 태도를 취하도록 요청했습니다.

분명히 좋은 일을 하는 사람들. 우리는 물었다
그들은 또한 명확하고 만족스러운 설명을 요구할 때
결과가 예상보다 나쁘게 나타나며

분명히 비생산적인 관리를 개선하거나 제거하기 위한 움직임. 주주는 결과 (1)이 만족스럽지 않을 때 경영진의 능력에 대해 질문을 제기하는 것이 정당합니다.

그 자체로 (2) 유사한 상황에 있는 것으로 보이는 다른 회사에서 얻은 것보다 가난하고 (3) 결과적으로
장기간의 불만족스러운 시장 가격.

지난 36년 동안 실제로 많은 주주들이 지적인 행동을 통해 달성한 것은 거의 없습니다. 분별 있는 십자군(만일 그러한 십자군이 있다면)은 이것을 다음과 같이 받아들이는 것입니다.

그가 시간을 낭비하고 있고 더 나은 삶을 살고 있다는 신호
싸움을 포기하십시오. 우리의 대의는 사라지지 않았습니다. 그것은 가지고있다
인수 또는 인수 입찰로 알려진 외부 개발에 의해 구조되었습니다.* 우리는 8장에서

* 아이러니하게도 Graham이 마지막으로 수정한 직후 인수가 고갈되기 시작했습니다. 에디션이 나왔고 1970년대와 1980년대 초는 절대적으로 낮은 수준을 기록했습니다. 현대 미국 산업 효율성의 포인트. 자동차는 "레몬"이었고, 텔레비전과 라디오는 끊임없이 "무서움"에 있었습니다.
상장 기업은 외부 주주의 이익과 기업의 미래 전망을 모두 무시했습니다. 모든

시장 가격이 낮습니다. 낮은 시장 가격은 차례로, 다각화에 관심이 있는 기업의 관심을 끌 것
작전 - 그리고 이것들은 이제 군단입니다. 수많은 그러한 인수가 기존 경영진과의 합의에 의해 또는 시장에서 주식의 축적에 의해 달성되었습니다.

통제하는 사람들의 머리 위에서 제안. 가격 입찰은 일반적으로 아래 기업 가치의 범위 내에 있습니다.
합리적으로 유능한 관리. 따라서 많은 경우에, 불활성 공개 주주는 때때로 진취적인 개인 또는 그룹일 수 있는 "외부인"의 행동에 의해 구제되었습니다.
스스로 행동하는 것.

매우 적은 예외를 제외하고는 일반적으로 불량하다고 말할 수 있습니다. 경영진은 "공공 주주"의 행동에 의해 변경되는 것이 아니라 개인 또는 조밀한 그룹에 의한 통제 주장에 의해서만 변경됩니다. 이것은 요즘에 충분히 자주 일어나고 있습니다.

이사회를 포함한 경영진은 전형적인 공개 운영 결과 및

결과 시장 가격이 매우 불만족스러울 수 있습니다.

성공적인 인수합병의 목표다. 결과적으로 이사회 감독들은 아마도 이전보다 더 살아났을 것입니다.

그들의 회사가 만족스러운 최고를 가지고 있는지 확인하는 기본적인 의무 관리. 대통령의 더 많은 변화가 나타났습니다.

예전보다 최근 몇 년.

불만족 계층의 모든 회사가 혜택을 받은 것은 아닙니다.

그러한 발전으로부터. 또한 변경 사항은 이후에 자주 발생했습니다.

시정 조치 없이 장기간에 걸쳐 나쁜 결과를 가져왔으며,

낮은 가격에 매도하는 실망한 주주들에 의존

정력적인 외부인이 통제권을 획득할 수 있도록 가격

주식에서의 위치. 그러나 공공 주주가 할 수 있다는 생각은

관리 및 관리 정책을 개선하기 위한 움직임을 지원하여 실제로 스스로를 돕습니다.

이것은 독립 오일맨 T. Boone Pickens가 1984년에 변화하기 시작했습니다.

걸프 오일에 대한 적대적 인수 제안을 시작했습니다. 곧, 정크 본드에 힘입어

Drexel Burnham Lambert가 제공하는 자금 조달, "기업 침입자" 스토킹

미국 기업의 풍경, 경화성 기업을 겁주는

효율성의 새로운 처방. 인수 및 인수에 관련된 많은 회사가 황폐화 된 반면 나머지 미국 비즈니스는 부상했습니다.

더 날씬하고(좋았던) 비열한(때때로 그렇지 않은).

이 책에서 더 많은 공간을 원망하십시오. 그 개인 주주는 연례 회의에서 자신의 존재가 느껴지도록 하기 위해 충분한 탐욕을 가지십시오. 일반적으로 완전히 무익한 성과는 필요하지 않습니다. 경영진과 함께 제기해야 할 사항에 대한 우리의 조언. 을 위한 다른 사람들은 아마도 조언을 낭비할 것입니다. 그럼에도 불구하고 우리가 주주가 다음과 같이 고려하는 호소로 이 섹션을 닫습니다 열린 마음과 세심한 주의를 기울여 프록시 자료를 보냈습니다. 회사의 명백히 불만족스러운 공장 경영 상황을 해결하고자 하는 동료 주주들에 의해.

주주 및 배당 정책

과거 배당 정책은 상당히 빈번한 주제였습니다. 일반 또는 "소수" 주주와 경영진 간의 논쟁. 일반적으로 이 주주들은 더 많은 배당금을 원했지만 경영진은 이익을 유지하는 것을 선호했습니다.

"회사를 강화하기 위해" 사업. 그들은 주주들에게 기업의 이익과 미래의 장기적인 이익을 위해 현재의 이익을 희생할 것을 요청했습니다. 그러나 최근 몇 년 동안

배당금에 대한 투자자들의 태도는

점진적이지만 중요한 변화. 이제 지불에 대한 기본 주장

적은 배당금보다는 적은 배당금이 회사의

돈을 "필요로"하지만, 주주에게 사용할 수 있도록

수익성 있는 확장을 위한 자금을 유지함으로써 직접적이고 즉각적인 이점을 얻을 수 있습니다. 몇 년 전에는 일반적으로 약한 회사였습니다.

돈을 지불하는 대신 이익을 보류해야 했습니다.

보통 60%에서 75%를 배당금으로 빼냅니다. 효과는

거의 항상 주식의 시장 가격에 불리합니다. 요즘

의 승인을 받아 배당금 지급을 신중하게 유지하는 것은 강력하고 성장하는 기업일 가능성이 큼니다.

투자자와 투기꾼 모두.*

교수 재투자에 대한 강력한 이론적 사례는 항상 있었습니다.

* 여기에서 그레이엄이 묘사하는 아이러니는 1990년대에 더욱 강해졌습니다.

회사가 더 강해지면 그럴수록

배당금을 지급하거나 주주가 배당금을 원하기 때문입니다. "지급금 비율"(또는 기업이 배당금으로 지급한 순소득의 비율)은 그레이엄 시대에 "60%에서 75%로"에서 35%에서 40%로 떨어졌습니다.

1990년대 말.

그러한 유지를 통해 수익을 크게 늘릴 수 있는 비즈니스입니다. 그러나 다음과 같은 몇 가지 강력한 반론이 있습니다. 많은 주주들이 생존을 위해 배당금 수입이 필요합니다. 그들이 배당금으로 받는 수익은 "실제 현금"인 반면, 회사에 보유된 수익은 나중에 주주에게 실질적인 가치로 나타날 수도 있고 나타나지 않을 수도 있습니다.

이러한 반론은 사실 매우 강력해서 주식 시장은 배당금을 지급하지 않거나 상대적으로 규모가 작은 기업에 비해 진보적인 배당금 지급자에 대한 지속적인 편견을 보여주었습니다.¹ 지난 20년 동안 “수익성 있는 재투자”라는 이론이 자리 잡고 있다. 과거의 성장 기록이 좋아질수록 투자자와 투기꾼은 낮은 지불금 정책을 수용하게 되었습니다. 이것이 사실이기 때문에 많은 성장 기업의 경우 배당률(또는 배당금 없음)이 시장 가격에 거의 영향을 미치지 않는 것처럼 보였습니다.*

이러한 발전의 놀라운 예는 Texas Instruments, Incorporated의 역사에서 찾아볼 수 있습니다. 보통주의 가격은 1953년 5주에서 1960년 256주로 올랐고, 이익은 주당 43센트에서 3.91달러로 증가했으며 어떤 종류의 배당금도 지급되지 않았습니다. (1962년에 현금 배당이 시작되었지만 그 해까지 수입은 \$2.14로 떨어졌고 가격은 최저 49달러로 눈에 띄게 떨어졌습니다.)

또 다른 극단적인 예는 Superior Oil에서 제공합니다. 1948년에 회사는 주당 35.26달러의 수익을 보고했으며 배당금으로 3달러를 지급했으며 최고 235달러까지 매각했습니다. 1953년에는 배당금이 1달러로 줄어들었지만 높은 가격은 660달러였습니다. 1957년 예는 배당금을 지급하지 않았습니다.

* 1990년대 후반에 기술 회사들은 모든 수익을 "사업에 다시 투자"해야 한다는 견해를 특히 강력하게 옹호했습니다. 배당금으로 그에게 지급되었습니다. 놀랍게도 투자자들은 이 원칙에 대해 의문을 제기한 적이 없으며 심지어 회사의 현금 관리자가 아니라 주주에게 있다는 사실조차 깨닫지 못했습니다. 이 장의 주석을 참조하십시오.

전혀, 그리고 2,000에 판매! 이 특이한 호는 나중에 \$49.50를 벌고 \$7.50를 지불한 1962년에 795로 떨어졌습니다.*

이러한 성장기업의 배당정책에 대한 투자심리는 아직 구체화되지 않고 있다. 상반된 견해는 우리의 가장 큰 두 기업인 American Telephone & Telegraph와 International Business Machines의 사례에서 잘 설명됩니다. 미국 전화 & 전화. 1961년에는 그 해 수익의 25배에 팔았다는 사실에서 알 수 있듯이 좋은 성장 가능성이 있는 문제로 간주되었습니다. 그럼에도 불구하고 회사의 현금 배당 정책은 투자자와 투기적 고려를 최우선으로 고려 하여 배당을 인상이 임박 했다는 소문 에도 적극적으로 대응하고 있습니다. 반면 1960년 IBM의 현금 배당금에 대해서는 상대적으로 거의 관심을 기울이지 않은 것으로 보이며, 이는 1960년 고가에서 0.5%, 1970년 말에는 1.5%에 불과했습니다. (하지만 두 경우 모두 주식 분할 주식 시장에 강력한 영향력을 행사했습니다.)

현금 배당 정책에 대한 시장의 평가는 다음과 같은 방향으로 발전하고 있는 것으로 보입니다. 성장이 가장 중요하지 않은 경우 주식은 "소득 문제"로 평가되고 배당률은 주요 결정 요인으로 오랫동안 유지되어 왔습니다. 시장 가격의. 다른 극단에서, 급성장 범주에 속하는 것으로 분명히 인식된 주식은 주로 향후 10년 동안의 예상 성장을 측면에서 가치가 평가되며 현금 배당률은 계산에서 다소 제외됩니다.

위의 진술은 현재의 경향을 적절하게 설명할 수 있지만, 모든 보통주의 상황에 대한 명확한 지침은 아니며 대부분의 주식이 아닐 수도 있습니다. 우선, 많은 기업이 성장 기업과 비성장 기업의 중간 위치에 있습니다. 이 경우 성장인자를 얼마나 중요하게 여겨야 한다고 말하기 어렵고, 이에 대한 시장의 시각은 해마다 크게 바뀔 수 있다. 둘째, 뭔가 역설적인 것 같다.

* Superior Oil의 주가는 4달러의 배당금을 지급한 1959년에 주당 2,165달러로 정점을 찍었습니다. 수년 동안 Superior는 뉴욕 증권 거래소에 상장된 최고가 주식이었습니다. 휴스턴의 Keck 가족이 관리하는 Superior는 1984년 Mobil Corp.에 인수되었습니다.

느린 성장을 보이는 기업이 더 자유로워지도록 요구
그들의 현금 배당금으로. 이것들은 일반적으로 덜 번영하는 관심사이고 과거에
는 회사가 더 번영했습니다.

자유주의와 임금 인상 모두에 대한 기대가 더 컸다.

멘션.

주주는 경영진에게 다음과 같은 명령에 따라 정상적인 수익 지급을 요구해야
한다고 믿습니다.

3분의 2 - 또는 그렇지 않으면 재투자했다는 명백한 증거

이익은 주당 이익의 만족스러운 증가를 가져왔습니다.

이러한 시연은 일반적으로 인정받는 성장 기업의 경우에 할 수 있습니다. 그러나
다른 많은 경우에 낮은 지불금은

평균 시장 가격이 공정하지 못한 이유가 분명합니다.

가치가 있으며 여기에서 주주는 문의할 모든 권리가 있습니다.

아마 불평할 것입니다.

인색한 정책이 종종 회사에 부과되었습니다.

재정 상태가 상대적으로 취약하고 필요했기 때문에

수익의 전부 또는 대부분(감가상각비 포함)을 부채 상황에 사용

운전 자본 지위를 강화합니다. 이 있을 때 없다

주주들이 그것에 대해 말할 수 있는 것은 많습니다.

회사가 그러한 상태에 빠지도록 허용하는 관리

불만족스러운 재정 상태. 그러나 배당금은 상대적으로 번영하지 않은 회사에 의
해 때때로 보류됩니다.

사업 확장을 선언했다. 우리는 그러한

정책은 표면적으로 비논리적이며 두 가지 모두를 요구해야 합니다.

주주 앞에서의 설명과 설득력 있는 변호

받아들여야 합니다. 과거 기록에 비추어 볼 때 소유주가 확장 움직임으
로 이익을 얻을 것이라고 선형적으로 믿을 이유가 없습니다.

평범한 기업이 돈을 벌었다.

결과 및 기존 관리를 계속합니다.

주식 배당금 및 주식 분할

투자자가 근본적인 차이점을 이해하는 것이 중요합니다.

주식 배당(적절하게 소위)과 주식 분할 사이.

후자는 보통주 구조의 재작성을 나타냅니다. 전형적인 경우 하나에 2주 또는 3
주를 발행합니다. 그만큼

신주는 특정 과거 기간에 재투자된 특정 수익과 관련이 없습니다. 그것의 목적
은 더 낮은 시장 가격을 설정하는 것입니다.

단일 주식, 아마도 그러한 낮은 가격 범위 때문에

기존 주주와 신규 주주 모두에게 더 적합할 것입니다. 주식 분할은 기술적으로 주식 배당이라고 부를 수 있는 방법으로 수행될 수 있습니다. 또는 잉여 계정에 영향을 미치지 않는 액면가의 변경에 의해 발생합니다.* 우리가 적절한 주식 배당이라고 하는 것은 주주에게 재투자된 특정 이익의 유형적 증거 또는 표현을 제공하기 위해 주주에게 지급되는 배당입니다. 최근 과거의 비교적 짧은 기간(예:

이전 2년 이내) 동안의 계정에 대한 비즈니스. 이제 그러한 주식 배당금을 신고 당시의 대략적인 가치로 평가하고 그러한 가치와 동일한 금액을 이익잉여금에서 자본 계정으로 이전하는 것이 승인된 관행입니다. 따라서 일반적인 주식 배당금은 대부분의 경우 5% 이하로 비교적 적습니다. 본질적으로 이러한 종류의 주식 배당은 주주들에게 동일한 총액의 추가 주식을 매각할 때 이익에서 동일한 금액의 현금을 지급하는 것과 동일한 효과를 갖습니다. 그러나 일반 주식 배당은 현금 배당과 주식 청약권의 동등한 조합에 비해 중요한 세금 이점이 있습니다. 이는 공익 기업의 거의 표준 관행입니다.

뉴욕 증권 거래소는 25%라는 수치를 주식 분할과 주식 배당 사이의 실질적인 구분선으로 설정했습니다.

25% 이상의 기업은 시장 가치를 근로 잉여금에서 자본 등으로 이전할 필요가 없습니다.† 일부 기업, 특히 은행은 여전히

* 오늘날 거의 모든 주식 분할은 가치 변동에 의해 수행됩니다. 2:1 분할에서 1주는 2가 되며, 각각은 원래 단일 주식의 이전 가격의 절반으로 거래됩니다. 3:1 분할에서 1주는 3이 되며 각 주식은 이전 가격의 3분의 1에 거래됩니다. 등등. Graham의 시대와 같이 매우 드문 경우에만 "잉여금에서 자본 계정으로" 금액이 이체됩니다. † 뉴욕 증권 거래소의 규칙 703은 주식 분할 및 주식 배당에 적용됩니다. NYSE는 이제 25% 초과 100% 미만의 주식 배당금을 "부분적 주식 분할"로 지정합니다. 그레이엄 시대와 달리 이러한 주식 배당은 이제 배당금을 이익 잉여금에서 자본화해야 한다는 NYSE의 회계 요건을 유발할 수 있습니다.

원하는 모든 종류의 주식 배당금 선언(예: 10% 중 하나, 최근 수입과 관련이 없으며 이러한 인스턴스는 금융 세계의 바람직하지 않은 혼란.

우리는 오랫동안 체계적이고 명확하게 현금 및 주식의 지급에 관한 방침 배당금. 이러한 정책에 따라 주식 배당금을 정기적으로 지급하여 재투자된 수익의 전체 또는 일정 부분을 자본화합니다. 사업에서. 이러한 정책 - 재투자된 금액의 100% 수입 - Purex, 공무원이 그 뒤를 이었습니다. 보험 및 기타 몇 가지.*

대부분의 사람들이 모든 유형의 주식 배당금을 승인하지 않는 것으로 보입니다. 주제에 대한 학술 작가. 그들은 아무것도 아니라고 주장한다 주주들에게 아무 것도 주지 않는 종이 조각 이전에는 없었고 불필요한 비용과 불편함. † 우리 측에서는 이것이 투자의 실제적이고 심리적인 현실을 고려하지 못한 완전히 교리적인 관점이라고 생각합니다. 사실, 주기적인 주식 배당금(예: 5%)은 소유자 투자의 "형태"만 변경합니다. 그는 100주 대신 105주를 가지고 있습니다. 하지만 주식 없이

배당금 원래 100주는 동일하게 표시되었을 것입니다.

* 그레이엄 시대에 이미 이례적인 이 정책은 오늘날에는 극히 드뭅니다. ~ 안에 1936년과 1950년에 다시 NYSE의 모든 주식의 약 절반이 이른바 특별배당. 그러나 1970년까지 그 비율은 감소했습니다. 10% 미만으로 떨어졌고 1990년대에는 5% 미만이었습니다. Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, "Special Dividends and 배당 신호의 진화," *Journal of Financial Economics*, vol. 57, 아니. 3, 2000년 9월, pp. 309-354. 이에 대한 가장 그럴듯한 설명 쇠퇴는 기업 관리자가 그 아이디어를 불편해했다는 것입니다. 주주들이 특별 배당금을 미래에 대한 신호로 해석할 수 있다는 점을 수익이 낮을 수 있습니다.

† 배당금에 대한 학문적 비판은 Merton Miller와 Franco가 주도했습니다.

Modigliani는 영향력 있는 기사 "배당 정책, 성장 및 주식 가치 평가"(1961)로 노벨 경제학상을 수상했습니다. 밀러

Modigliani는 본질적으로 배당금이 무의미하다고 주장했습니다.

투자자는 자신의 수익이 배당금과

상승하는 주가 또는 상승하는 주가를 통해서만, 반환은 두 경우 모두 동일합니다.

소유 지분은 이제 그의 105주에 포함됩니다. 그럼에도 불구하고, 형태의 변화는 실제로 중요하고 가치 있는 것 중 하나입니다. 그를, 재투자된 이익 중 자신의 몫을 현금화하려는 경우 대신 보낸 새 인증서를 판매하여 그렇게 할 수 있습니다. 그의 원래 인증서를 깨기 위해. 그는 수신에 의존할 수 있습니다 그의 100주에 대한 이전과 동일한 105주에 대한 현금 배당률 주식; 주식 배당금 없이 현금 배당금 비율이 5% 상승할 가능성은 거의 없습니다.*

정기 주식 배당 정책의 가장 큰 장점은 그것은 공공 유틸리티 회사의 일반적인 관행과 비교할 때 분명합니다.

매각함으로써 주주들로부터 이 돈의 상당 부분을 되돌려 받을 수 있습니다. 그들에게 추가 주식(청약권을 통해). † 위에서 언급했듯이 주주들은 정확히

주식 배당금 대신에 배당금을 받은 경우에도 동일한 포지션 현금 배당 후 주식 구독의 인기 있는 조합 - 그렇지 않으면 소득세를 절약할 수 있다는 점 제외 현금 배당으로 지급합니다. 최대를 필요로 하거나 희망하는 사람들 추가 재고가 없는 연간 현금 수입은 다음과 같은 방법으로 이 결과를 얻을 수 있습니다. 관행에 따라 청약권을 판매하는 것과 동일한 방식으로 주식 배당금을 판매합니다.

현재의 주식배당금+인수권 조합을 주식 배당으로 대체하여 절약할 수 있는 소득세 총액은 엄청나다. 우리는 이것을 촉구한다

* Graham의 주장은 더 이상 유효하지 않으며 오늘날의 투자자는 이 구절을 건너뛰십시오. 주주는 더 이상 "가지고 있는 것에 대해 걱정할 필요가 없습니다. 사실상 모든 주식이 이제 종이 형식이 아닌 전자 형식으로 존재하기 때문입니다. 그리고 Graham이 5% 증가한다고 말할 때 100주에 대한 현금 배당은 고정 배당보다 "가능성이 적습니다" 105주에서 그가 어떻게 그 확률을 계산할 수 있었는지 불분명합니다. † 단순히 "권리"로 알려진 구독권은 그레이엄 시대보다 덜 자주 사용됩니다. 그들은 기존 주주에게 수여합니다. 때때로 시장 가격보다 할인된 가격으로 신주를 살 수 있는 권리. 참여하지 않는 주주는 비례적으로 더 적은 지분을 소유하게 됩니다. 그 회사. 따라서 다른 많은 것들의 경우와 마찬가지로 "권리"라는 이름에는 종종 강제가 수반됩니다. 권리가 가장 일반적입니다. 오늘날 폐쇄형 펀드와 보험 또는 기타 지주 회사 중에서.

에 대한 부정적인 영향에도 불구하고 공공 시설에 의해 변경
미 재무부, 왜냐하면 우리는 그것이 완전히
소득에 두 번째(개인) 소득세를 부과하는 것은 불공평합니다.
회사가 주식 매각을 통해 동일한 금액을 회수하기 때문에 주주가 실제로 받지
못하는 금액입니다.*

효율적인 기업은 지속적으로 시설을 현대화하고,
그들의 제품, 부기, 관리 교육 프로그램, 직원 관계. 그들이 생각하는 시간이다.

가장 중요하지 않은 주요 재무 관행 현대화
그 중 배당 정책입니다.

* 조지 W. 부시 행정부는 초기에 진전을 이루었다.

2003년 법인 배당금의 이중 과세 문제를 줄이는 방향으로 진행되었지만 이 분야
의 최종 법률이 얼마나 도움이 되는지 알기에는 너무 이릅니다.

될 것입니다. 보다 깨끗한 접근 방식은 배당금 지급

법인에 세금 공제가 가능하지만 이는 제안된 법률의 일부가 아닙니다.

19장 주석

가장 위험한 거짓은 약간 왜곡된 진실입니다.

—GC 리히텐베르크

그레이엄은 왜 수건을 던졌습니까?

아마도 Intelligent Investor의 다른 부분은 이것만큼 Graham에 의해 크게 바뀌지 않았을 것입니다. 초판에서 이 장은 거의 34페이지에 달하는 한 쌍의 챗터 중 하나였습니다. 원래 섹션 ("기업 소유자로서의 투자자")은 주주의 의결권, 기업 경영의 질을 판단하는 방법, 내부자와 외부 투자자 간의 이해 충돌을 감지하는 기술을 다루었습니다. 그러나 그의 마지막 개정판에서 Graham은 배당금에 대한 전체 토론을 8페이지 미만으로 축소했습니다.

그레이엄은 왜 원래 주장의 4분의 3 이상을 잘라냈습니까? 수십 년에 걸친 권고 끝에 그는 투자자들이 기업 관리자의 행동을 모니터링하는 데 관심을 가질 것이라는 희망을 버린 것이 분명합니다.

그러나 최근 유명한 스캔들(AOL, Enron, Global Crossing, Sprint, Tyco, WorldCom과 같은 주요 기업에서 경영상의 잘못된 행동, 은밀한 회계 또는 세금 조작에 대한 주장)은 Graham이 영원한 삶의 필요성에 대한 이전의 경고를 분명히 상기시켜줍니다. 경계가 그 어느 때보다 중요합니다. 그들을 다시 데려와 오늘의 사건에 비추어 토론하십시오.

이론 대 실제

Graham은 이론상 "계급으로서의 주주가 왕이다"라고 지적함으로써 "기업 소유주로서의 투자자"에 대한 그의 독창적인(1949) 토론을 시작합니다. 과반수 역할을 하는 그들은 관리를 고용하고 해고하고 완전히 자신의 의지에 따라 구부릴 수 있습니다." 그러나 실제로 Graham은 말합니다.

주주는 완전히 유실되었습니다. 클래스로서 그들은 지능이나 경계를 나타내지 않습니다. 그들은 양처럼 투표합니다.

경영진이 권장하는 것이 무엇이든, 아무리 가난하더라도

경영진의 성취 기록이 있을 수 있습니다. ... 유일한 방법

일반 미국 주주가 독립적으로 취하도록 고무

지적인 행동은 그의 밑에 있는 폭죽을 폭발시키는 것입니다. ...

우리는 예수가 보인다는 역설적 사실을 지적하지 않을 수 없다.

미국인 주주들보다 더 실용적인 사업가였기 때문입니다.1

Graham은 당신이 기본적이지만 믿을 수 없을 정도로 프로가 발견한 것을 깨닫기를 원합니다. 주식을 사면 당신은 그 회사의 소유자가 됩니다. CEO에 이르기까지 모든 관리자가 귀하를 위해 일합니다. 그것의 보드 이사는 당신에게 대답해야 합니다. 그 현금은 당신의 것입니다. 사업 당신의 재산입니다. 회사가 관리되는 방식이 마음에 들지 않으면 관리자를 해고할 것을 요구할 권리가 있습니다. 이사가 바뀌거나 재산이 매각됩니다. "주주들" 그레이엄은 "일어나야 한다"고 선언합니다. 2

1 Benjamin Graham, The Intelligent Investor(하퍼 앤 로우, 뉴욕, 1949), pp. 217, 219, 240. 그레이엄은 예수에 대한 언급을 이렇게 설명합니다.

“복음서의 적어도 네 가지 비유에는 매우 비판적인 비유가 나옵니다.

부자와 그가 관리하는 사람들 사이의 관계

재산. 요점은 '어떤 부자'가 하는 말이다.

자신의 물건을 낭비한 혐의를 받는 그의 관리인 또는 관리자:

당신의 청지기 직분에 대해 설명하십시오. 당신은 더 이상 청지기가 될 수 없기 때문입니다.' (루카, 16:2)." 그레이엄이 염두에 두고 있는 다른 비유 중에는 마태가 있습니다.

25:15~28.

2 Benjamin Graham, "주주-관리 관계에 관한 설문지", 애널리스트 저널, 4분기, 1947, p. 62. 그레이엄 포인트

그가 거의 600명의 전문 보안 분석가를 대상으로 설문 조사를 실시한 결과 95% 이상이 주주가

리더십이 있는 관리자에 대한 공식 조사를 요청할 권리

주식의 가치를 높이지 않습니다. Graham은 "그러한

행동은 실제로 거의 전례가 없습니다." 그는 이렇게 말합니다.

주주 관리 관계에서 일어나야 할 일과 일어나지 말아야 할 일 사이의 간극."

지적인 소유자

오늘날의 투자자들은 그레이엄의 메시지를 잊었습니다. 그들은 대부분의 주식을 사려는 노력, 조금은 팔려고 노력하지만 소유하려는 노력은 전혀 없습니다. "확실히," Graham은 우리에게 이렇게 상기시킵니다.

주주가 되는 것처럼 조심하고 판단하십시오." 삼

현명한 투자자로서 어떻게 해야

똑똑한 주인? Graham은 "단 두 가지가 있습니다.

주주가 주의를 기울여야 하는 기본 질문:

1. 관리가 합리적으로 효율적입니까?

2. 평균적인 외부 주주의 이익은

제대로 된 인정?" 4

각각을 비교하여 관리의 효율성을 판단해야 합니다.

기업의 수익성, 규모, 유사기업에 대한 경쟁력

업계에서. 관리자가 좋지 않다는 결론을 내린다면?

그런 다음 그레이엄에게 촉구합니다.

좀 더 실질적인 주주들 중 일부는 확신을 가져야 합니다.

변화가 필요하고 이를 위해 기꺼이 노력해야 함

끝. 둘째, 주주의 계급과 파일은 대리 자료를 읽고 양측의 주장을 저울질할 수 있을 만큼 충분히 개방적이어야 합니다. 그들은 적어도 언제 그들의

회사는 실패했고 그 이상을 요구할 준비가 되었습니다.

현 경영진을 옹호하는 교묘한 진부함. 제삼,

수치가 다음을 명확하게 보여줄 때 가장 도움이 될 것입니다.

정책과 역량을 전달하기 위해 외부 비즈니스 엔지니어를 호출하는 것이 관례가 된다면 결과는 평균보다 훨씬 낮습니다.

관리.5

3 Graham 및 Dodd, 보안 분석(1934년 판), p. 508.

4 The Intelligent Investor, 1949년판, p. 218.

⁵ 1949년 판, p. 223. Graham은 대리 투표가 필요할 것이라고 덧붙입니다.

외부 주주로 구성된 독립적인 위원회

보고서를 주주에게 제출하는 "엔지니어링 회사"가 아니라

이사회에. 그러나 회사가 비용을 부담합니다.

이 프로젝트. "엔지니어링 회사"의 종류(p. 501에서 계속)

엔론의 끝판왕

1999년에 Enron Corp.은 Fortune 500대 미국 최고의 기업 목록에서 7위에 올랐습니다. 에너지 거인의 수익, 자산 및 수입은 모두 로켓처럼 증가했습니다.

그러나 투자자가 화려하고 눈부신 숫자를 무시하고 Enron의 1999년 대리 성명을 상식의 현미경 아래에 둔다면 어떨까요? 대리인은 "특정 거래"라는 제목 아래 Enron의 CFO인 Andrew Fastow가 "에너지 및 통신 관련 투자"를 매입한 LJM1 및 LJM2의 두 파트너십의 "관리 구성원"이라고 밝혔습니다. 그리고 LJM1과 LJM2는 어디에서 구매했습니까? 왜, Enron이 아닌 다른 곳에서! 대리인은 파트너십이 이미 Enron에서 1억 7천만 달러의 자산을 구입했으며 때로는 Enron에서 빌린 돈을 사용했다고 보고했습니다.

현명한 투자자는 즉시 다음과 같이 물었을 것입니다.

- Enron의 이사들이 이 계약을 승인했습니까? (네, 말했다.
프록시.)
- Fastow는 LJM의 이익을 일부 얻을 수 있습니까? (네, 말했습니다.
대리.)
- Enron의 CFO로서 Fastow는 Enron 주주의 이익을 위해 독점적으로 행동할 의무가 있었습니까? (물론.)
- 따라서 Fastow는 Enron이 매각한 자산에 대해 획득한 가격을 최대화할 의무가 있습니까? (물론입니다.) • 그러나 LJM이 Enron의 자산에 대해 높은 가격을 지불했다면 LJM의 잠재적 이익과 Fastow의 개인 수입이 줄어들 것입니다? (분명히.) • 반면에 LJM이 낮은 가격을 지불하면 Fastow와 그의 파트너십에 이익이 증가하지만 Enron의 수입은 손상됩니까? (분명히.) • Enron은 Fastow의 개인 이익을 창출할 수 있는 자산을 Enron으로부터 구매하기 위해 Fastow의 파트너십에 돈을 빌려주어야 합니까? (뭐라고?!)
- 이 모든 것이 심각하게 혼란스러운 이해 충돌을 구성하지 않습니까? (다른 답변도 불가능합니다.)

- 이 약정은 그것을 승인한 이사들의 판단에 대해 무엇을 말합니까? (투자금을 다른 곳으로 가져가야 한다고 합니다.)

이 재양에서 두 가지 분명한 교훈이 나옵니다. 문 앞에서 상식을 확인하기 위해 숫자를 너무 깊이 파고들지 말고 항상 주식을 사기 전(후)에 위임장 명세서를 읽으십시오.

"대리 자료"란 무엇이며 Graham은 왜 당신이 그것을 읽으라고 주장합니까? 회사는 모든 주주에게 보내는 위임장에서 주주총회 의제를 발표하고 경영진과 이사의 보상 및 주식 소유권, 내부자와 회사 간의 거래에 대한 세부 정보를 공개합니다. 주주들은 회계법인이 회계장부를 감사해야 하고 누가 이사회에 참여해야 하는지에 대해 투표를 해야 합니다. 프록시를 읽는 동안 상식적으로 생각한다면 이 문서는 탄광의 카나리아와 같을 수 있습니다. (위의 Enron 사이드바를 참조하십시오.)

그러나 평균적으로 모든 개인 투자자의 3분의 1에서 절반이 그들의 대리인에게 투표하는 것을 귀찮게 할 수 없습니다.6 그들은 그것들을 읽습니까? 귀하의 대리인을 이해하고 투표하는 것은 매우 중요합니다.

(p. 499에서 계속) Graham은 자금 관리자, 평가 기관 및 보안 분석가 조직을 염두에 두었습니다. 오늘날 투자자들은 수백 개의 컨설팅 회사, 구조 조정 고문, 위험 관리 협회(Risk Management Association)와 같은 단체의 구성원 중에서 선택할 수 있습니다.

6 투자자에게 위임장 권유 메일을 발송하는 두 주요 기업인 Georgeson Shareholder와 ADP의 Investor Communication Services가 2002년 투표 결과에 대한 표에 따르면 응답률은 평균 약 80%에서 88%(고객을 대신하여 증권 중개인이 보낸 위임장 포함, 클라이언트가 달리 지정하지 않는 한 자동으로 경영진에게 찬성 투표로 결정됩니다). 따라서 전체 주식의 12%에서 20% 사이의 소유자는 대리인에게 투표하지 않습니다. 개인은 시가 기준으로 미국 주식의 40%만 소유하고 있고 연기금 및 보험 회사와 같은 대부분의 기관 투자자는 법적으로 대리 문제에 대해 의견을 행사해야 하므로 전체 개인 투자자의 약 3분의 1이 투표를 소홀히 하고 있습니다.

뉴스를 팔로우하고 양심에 투표하는 것처럼 현명한 투자자가 되는 것은 훌륭한 시민이 되는 것입니다. 당신이 회사의 10%를 소유하고 있든, 100주만 가지고 있든 1%의 1/10.000에 불과한 것은 중요하지 않습니다. 당신이 소유한 주식의 대리인을 읽어본 적이 없고 회사가 파산한다면 당신이 비난해야 할 유일한 사람은 당신 자신입니다. 프록시를 읽고 당신을 방해하는 것을 본다면:

- 모든 이사에 대해 반대 투표를 하여 귀하가 승인하지 않음을 알립니다. • 연례 회의에 참석하여 귀하의 권리를 주장합니다.
- <http://finance.yahoo.com>에서와 같이 주식에 대한 온라인 게시판을 찾고 다른 투자자들을 모아 귀하의
원인.

Graham은 오늘날의 투자자들에게 도움이 될 수 있는 또 다른 아이디어를 가지고 있었습니다.

... 한 명 이상의 전문적이고 독립적인 이사를 선택함으로써 얻을 수 있는 이점이 있습니다. 이들은 기업의 문제를 신선하고 전문적으로 볼 수 있는 폭넓은 비즈니스 경험을 가진 사람들이어야 합니다. ...기업 소유주와 관련된 주요 질문에 대한 견해가 포함된 별도의 연례 보고서를 주주에게 직접 제출해야 합니다. 적절한 관리하에? 그렇지 않다면 그 이유는 무엇이며 이에 대해 어떻게 해야 합니까??

오늘날의 "독립적인" 이사 중 많은 수를 구성하는 회사 측근과 골프를 치는 친구 사이에서 Graham의 제안이 불러일으킬 경악을 상상할 수 있을 뿐입니다. (대부분의 독립 이사는 중추를 가지고 있지 않은 것처럼 보이기 때문에 두려움의 전율을 등골에 보낼 수 있다고 암시하지 말자.)

어쨌든 OS EM ON EY는 누구입니까?

이제 Graham의 두 번째 기준인 경영진이 외부 투자자에게 최선의 이익을 제공하는지 여부를 살펴볼 것입니다. 경영자들은 항상 주주들에게 그들이 무엇을 해야 할지 가장 잘 알고 있다고 말했습니다.

⁷ 1949년 판, p. 224.

회사의 현금. Graham은 다음과 같은 경영상의 오류를 직시했습니다.

회사의 경영진은 사업을 잘 운영하지만 외부 주주들에게 올바른 결과를 주지 못할 수도 있습니다. 그 효율성은 운영에만 국한되고 자본을 최대한 활용하는 데에는 영향을 미치지 않기 때문입니다. 효율적인 운영의 목적은 저렴한 비용으로 생산하고 가장 수익성이 높은 제품을 찾는 것입니다. 효율적인 금융을 위해서는 주주의 자금이 그들의 이익에 가장 적합한 형태로 운용되어야 합니다. 이것은 경영진 자체가 거의 관심이 없는 질문입니다. 사실, 그것은 거의 항상 자신의 재정 문제를 최소화하기 위해 소유주로부터 가능한 한 많은 자본을 원합니다. 따라서 일반적인 경영진은 주주가 허용하는 경우 필요한 것보다 더 많은 자본으로 운영될 것입니다.

1990년대 후반에서 2000년대 초반까지 선도적인 기술 회사의 경영진은 이러한 "아빠가 최고"라는 태도를 새로운 극단으로 끌어들이었습니다. 논쟁은 이랬습니다. 우리가 당신을 위해 그 현금을 투자하고 주가 상승으로 바꿀 수 있는데 왜 당신이 배당금을 요구해야 합니까? 우리 주식이 어떻게 올랐는지 보십시오. 우리가 당신보다 당신의 동전을 달리로 더 잘 바꿀 수 있다는 것을 증명하지 않습니까?

놀랍게도 투자자들은 혹, 라인, 싱커에 빠졌습니다. Daddy Knows Best는 1999년까지 그 해에 처음으로 주식을 대중에게 판매한 회사의 3.7%만이 배당금을 지급할 정도로 복음이 되었습니다. 이는 1960년대 전체 IPO의 평균 72.1%에서 감소한 것입니다.⁹

⁹ 1949년 판, p. 233.

9 Eugene F. Fama 및 Kenneth R. French, "배당금 소멸: 기업 특성 변경 또는 지불 성향 감소?" 금융경제학 저널, vol. 60, 아니. 2001년 4월 1일, pp. 3-43, 특히 표 1; Elroy Dimson, Paul Marsh 및 Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*(Princeton Univ. Press, Princeton, 2002), pp. 158-161도 참조하십시오. 흥미롭게도 미국 주식에 지불하는 총 배당금은 1970년대 후반 이후 인플레이션 이후에도 증가했지만 배당금을 지불하는 주식의 수는 거의 3분의 2로 줄어들었습니다. Harry DeAngelo, Linda DeAngelo 및 Douglas J. Skinner, "배당금이 사라지고 있습니까? 배당금 집중 및 수익 통합", <http://papers.ssrn.com>에서 볼 수 있습니다.

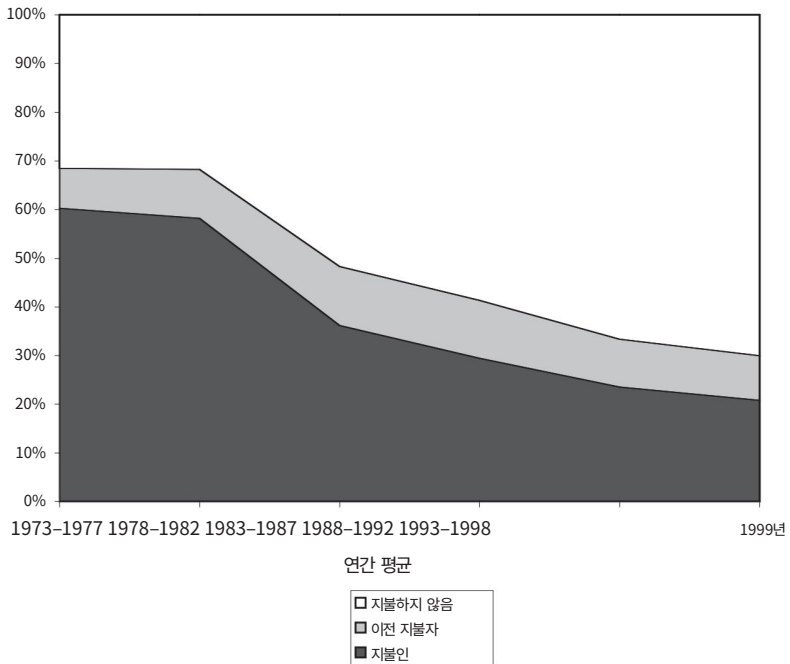
504

19장 주식

배당금을 지급하는 회사의 비율(어두운 부분으로 표시)이 시들었습니다.

그림 19-1

누가 배당금을 지불합니까?



출처: Eugene Fama와 Kenneth French, “Disappearing Dividends”,
Journal of Financial Economics, 2001년 4월.

그러나 Daddy Knows Best는 침대에 불과했습니다. 일부 기업은 현금을 잘 사용하지만 더 많은 기업이 다른 두 가지 범주에 속했습니다. 단순히 낭비하는 기업과 지출할 수 있는 것보다 훨씬 빨리 쌓이는 기업입니다.

첫 번째 그룹에서 Priceline.com은 6,700만 달러의 손실을 기록했습니다.

식료품과 휘발유에 대한 어려움은 벤처를 시작한 후 2000년에 Amazon.com은 Webvan 및 Ashford.com과 같은 도트 폭탄에 "투자"하여 주주 부의 최소 2억 3,300만 달러를 파괴했습니다.¹⁰ 그리고 지금까지 두 가지 가장 큰 손실은— 2001년 JDS Uniphase의 560억 달러, 2002년 AOL Time Warner의 990억 달러 - 회사가 배당금을 지불하지 않고 주식이 지나치게 고평가된 시기에 다른 회사와 합병하기로 선택한 후 발생했습니다.¹¹

두 번째 그룹에서는 2001년 말까지 Oracle Corp.가 50억 달러의 현금을 축적했다고 생각해 보십시오. Cisco Systems는 최소 75억 달러를 비축했습니다. Microsoft는 382억 달러의 엄청난 현금을 축적했으며 시간당 평균 200만 달러 이상 증가했습니다.¹² 어쨌든 Bill Gates는 하루에 얼마나 비를 예상했을까요?

따라서 일화적인 증거는 많은 기업이

10 주머니에 구멍이 뚫리지 않도록 동전을 석면 지갑에 넣고 다니던 벤자민 프랭클린이 CEO였다면 이 문제를 피할 수 있었을 것입니다.

11 BusinessWeek의 연구에 따르면 1995년부터 2001년까지 300건 이상의 대규모 합병 중 61%가 결국 인수 회사의 주주들의 부를 파괴하는 결과를 낳았습니다. 이를 "승자의 저주" 또는 "구매자의 후회"라고 합니다. 그리고 현금 대신 주식을 사용하여 거래 비용을 지불하는 인수자는 경쟁 회사보다 8% 낮은 성과를 보였습니다. (David Henry, "Merges: Why Most Big Deals Don't Pay Off", BusinessWeek, 2002년 10월 14일, pp. 60–70) 유사한 학술 연구에 따르면 민간 기업과 공공 기업 자회사의 인수가 긍정적인 주식 수익률을 제공하지만 전체 공개 회사를 인수하면 낙찰자의 주주에게 손실이 발생합니다. (Kathleen Fuller, Jeffry Netter 및 Mike Stegemoller, "기업 인수에 대한 수익은 우리에게 무엇을 말합니까?" The Journal of Finance, vol. 57, no. 4, 2002년 8월, pp. 1763–1793)

12 이자율이 기록적인 최저 수준에 근접한 상황에서 그러한 현금만 그냥 놔두면 형편 없는 수익을 낳습니다. Graham이 주장하듯이, "이 잉여현금이 회사에 남아 있는 한 외부 주주는 회사로부터 거의 이익을 얻지 못합니다"(1949년 판, p. 232). 실제로 2002년 말까지 Microsoft의 현금 잔고는 434억 달러로 불어났습니다. 이는 회사가 비즈니스에서 창출한 현금을 제대로 사용할 수 없다는 분명한 증거입니다. Graham이 말했듯이 Microsoft의 운영은 효율적이었지만 재무는 더 이상 효율적이지 않았습니다. 이 문제를 해결하기 위한 단계에서 Microsoft는 2003년 초에 정기적인 분기별 배당금 지급을 시작할 것이라고 선언했습니다.

초과 현금을 추가 수익으로 바꾸는 방법을 모릅니다. 통계적 증거는 우리에게 무엇을 말해주는가?

- 자금 관리자인 Robert Arnott와 Clifford Asness의 연구에 따르면 현재 배당금이 낮을 때 미래 기업 수익도 낮은 것으로 나타났습니다. 현재 배당금이 높으면 미래 수익도 높아집니다. 10년 동안 평균 소득 성장률은 배당금이 낮을 때보다 높을 때 3.9포인트 더 높았습니다.¹³ • Columbia의 회계 교수인 Doron Nissim과 Amir Ziv는 배당금을 인상하는 기업이 주가 수익률이 높을 뿐만 아니라 "배당금 인상은 배당금 변경 후 최소 4년 동안 [더 높은] 미래 수익성과 관련이 있습니다." ¹⁴

요컨대, 대부분의 관리자는 당신이 할 수 있는 것보다 당신의 현금을 더 잘 사용할 수 있다고 말할 때 틀렸습니다. 배당금을 지급한다고 해서 좋은 결과가 보장되는 것은 아니지만, 관리자가 돈을 낭비하거나 다그치기 전에 관리자의 손에서 적어도 일부 현금을 빼냄으로써 일반적인 주식의 수익률을 향상시킵니다.

싸게 팔고 비싸게 사다

회사가 자기 주식을 다시 사들여 여분의 현금을 더 잘 사용할 수 있다는 주장은 어떻습니까? 기업이 자사주를 재매입하면 발행 주식 수가 줄어듭니다. 순이익이 그대로 유지되더라도 회사의 수익은

13 Robert D. Arnott와 Clifford S. Asness, "놀랍다! 더 높은 배당금 = 더 높은 수익 성장," *Financial Analysts Journal*, 2003년 1월/2월, pp. 70-87.

14 Doron Nissim 및 Amir Ziv, "배당 변화와 미래 수익성", *금융 저널*, vol. 56, 아니. 6, 2001년 12월, pp. 2111-2133.
 Arnott-Asness와 Nissim-Ziv의 미래 수익에 대한 연구 결과에 동의하지 않는 연구원들조차도 배당금 인상이 더 높은 미래 주가 수익률로 이어진다는 데 동의합니다. Shlomo Benartzi, Roni Michaely 및 Richard Thaler, "배당의 변화가 미래 또는 과거를 신호하는가?" *참조 금융 저널*, vol. 52, 아니. 1997년 7월 3일, pp. 1007-1034.

총 수익이 더 적은 수의 주식에 분산되기 때문에 주당 수익이 증가할 것입니다. 이는 차례로 주가를 상승시켜야 합니다. 더 좋은 점은 dividend와 달리 자사주 매입은 주식을 팔지 않는 투자자에게 면세된다는 것입니다.¹⁵ 따라서 세금을 올리지 않고도 주가치를 높일 수 있습니다.

그리고 주식이 싸다면, 그것을 다시 사기 위해 여분의 현금을 쓰는 것은 회사 자본을 훌륭하게 사용하는 것입니다.¹⁶ 이 모든 것은 이론상 사실입니다. 불행히도 현실 세계

에서 자사주 매입은 불길한 것이라고밖에 설명할 수 없는 목적을 달성하게 되었습니다. 스톡 옵션 부여가 경영진 보상의 큰 부분이 되었기 때문에 많은 회사, 특히 첨단 기술 산업에서 스톡 옵션을 행사하는 관리자에게 제공하기 위해 수익 주를 발행해야 합니다.

¹⁵ 2003년 초 George W. Bush 대통령이 제안한 세제 개혁은 배당금 과세 대상을 변경했지만 이 법안의 운명은 언론 시간까지 아직 명확하지 않았습니다.

¹⁶ 역사적으로 기업은 자사주 매입에 대해 상식적인 접근 방식을 취하여 주가가 높을 때 이를 줄이고 가격이 낮을 때 강화했습니다. 예를 들어, 1987년 10월 19일의 주식 시장 붕괴 이후, 400개 기업이 향후 12일 동안만 새로운 자사주 매입을 발표한 반면, 주가가 훨씬 더 높았던 연초에는 107개 기업만이 자사주 매입 프로그램을 발표했습니다. Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, Michael S. Weisbach, "Financial Flexibility and Choice between Dividends and Stock Repurchases,"

금융경제학 저널, vol. 57, 아니. 2000년 9월 3일, p. 362.

¹⁷ 회사가 임직원에게 부여한 스톡옵션은 미래에 할인된 가격으로 주식을 살 수 있는 권리(의무는 아님)를 부여합니다. 옵션을 주식으로 전환하는 것을 옵션 "행사"라고 합니다. 직원은 현재 시장 가격으로 주식을 매각하고 차액을 이익으로 삼을 수 있습니다. 주어진 연도에 수익 개의 옵션이 행사될 수 있기 때문에 회사는 발행 주식의 공급을 늘려야 합니다. 그러나 그러면 회사의 총 순이익이 훨씬 더 많은 주식에 분산되어 주당 순이익이 감소합니다. 따라서 회사는 일반적으로 옵션 보유자에게 발행된 주식을 취소하기 위해 다른 주식을 다시 사야 한다고 생각합니다.

1998년에 CFO의 63.5%가 옵션으로 인한 희석에 대응하는 것이 주식을 환매하는 주요 이유라고 인정했습니다(CFO 포럼, "바이백 트랙", Institutional Investor, 1998년 7월 참조).

발행 주식 수를 늘리고 주당 순이익을 줄입니다.

그러한 희석에 대응하기 위해 회사는 바로 돌아서서 공개 시장에서 수백만 주를 환매해야 합니다. 2000년까지 기업들은 총 순이익의 41.8%를 자사주를 환매하는 데 지출하고 있었습니다. 이는 1980년의 4.8%에서 증가한 수치입니다.¹⁸

소프트웨어 거물인 오라클을 살펴보자. 1999년 6월 1일과 2000년 5월 31일 사이에 Oracle은 4억 8,400만 달러에 1억 100만 주를 고위 경영진에게, 2600만 주를 직원에게 발행했습니다. 한편, 이전 스톡 옵션 행사가 주당 이익을 희석시키지 않도록 하기 위해 Oracle은 53억 달러(그 해 전체 매출의 52%)를 지출하여 2억 9,070만 주를 자사주로 매입했습니다. 오라클은 평균 주당 \$3.53의 가격으로 내부자에게 주식을 발행하고 평균 \$18.26의 가격으로 재매입했습니다. 저가 매도, 고가 매수: 이것이 주주 가치를 "향상"하는 방법입니까?¹⁹

2002년까지 Oracle의 주가는 2000년의 고점의 절반 이하로 떨어졌습니다. 이제 주가가 더 저렴해졌으므로 Oracle은 서둘러 더 많은 주식을 사들였습니다. 2001년 6월 1일과 2002년 5월 31일 사이에 오라클은 자사의 자사주 매입 규모를 28억 달러로 줄였습니다. 수십 개의 다른 기술 회사에서도 동일한 저점매도, 고점매도 패턴이 분명합니다.

무슨 일이야? 두 가지 놀라운 요인이 작용하고 있습니다.

18 이러한 변화를 주도한 주요 요인 중 하나는 1982년 미국 증권거래위원회(SEC)가 자사주 매입에 대한 이전 제한을 완화하기로 결정한 것입니다. Gustavo Grullon 및 Roni Michaely, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance*, vol. 57, 아니. 4, 2002년 8월, pp. 1649-1684.

19 Graham은 그의 저작 전반에 걸쳐 기업 경영진이 그들의 주식이 과소 평가되지 않도록 할 뿐만 아니라 결코 과대 평가되지 않도록 해야 할 의무가 있다고 주장합니다. 그가 *Security Analysis*(1934 ed., p. 515)에서 밝혔듯이, “주주의 이익을 위해 행동해야 하는 경영진의 책임에는 그들이 할 수 있는 한, 터무니없이 높은 기업이 설립되는 것을 방지할 의무가 포함됩니다. 또는 그들의 보안을 위해 지나치게 낮은 가격.” 따라서 주주 가치를 높이는 것은 주가가 너무 낮아지지 않도록 하는 것만을 의미하지는 않습니다. 그것은 또한 주가가 부당한 수준까지 오르지 않도록 하는 것을 의미합니다. 1999년에 인터넷 회사의 경영진만 Graham의 지혜에 주의를 기울였더라면!

- 회사는 임직원이 스톡옵션을 행사할 때 세금 혜택을 받습니다(IRS는 이를 "보상

비용").²⁰ 2000년부터 회계연도까지

예를 들어, 2002년 Oracle은 다음과 같이 세금 혜택으로 16억 9천만 달러를 거두었습니다.

내부자들은 옵션에 현금을 넣었습니다. 스프린트는 6억 7,800만 달러를 벌어들였다.

1999년과 2000년에 임직원이 19억 달러의 옵션 이익을 확보하면서 세금 혜택을 받았습니다.

- 스톡 옵션으로 많은 보상을 받은 고위 경영진은
배당보다 자사주 매입을 선호하는 기득권. 왜요?
기술적인 이유로 주식의 가격 변동이 더 심해짐에 따라 옵션의 가치가 높아집니다. 그러나 배당금은
주식 가격의 변동성. 따라서 관리자가 배당금을 높이면 자신의 스톡 옵션 가치를 낮출 것입니다.²¹

CEO가 배당금을 지불하는 것보다 자사주 매입을 훨씬 더 선호하는 것은 당연합니다. 주식이 얼마나 고평가되어 외부 주주의 자원을 얼마나 과감하게 낭비할 수 있는지에 상관없이 말입니다.

20 놀랍게도 옵션은 보상 비용으로 간주되지만

회사의 세금 보고서는 소득에 대한 비용으로 계산되지 않습니다.

주주에 대한 재무 보고서의 진술. 투자자들은 희망할 수 있습니다.

회계 개혁은 이 어려움은 관행을 바꿀 것입니다.

21 George W. Fenn 및 Nellie Liang, "기업 지불금 정책 및 경영주 인센티브", *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 아니. 1, 2001년 4월, pp. 45-72. 배당금은 다음을 제공하여 주식의 변동성을 줄입니다.

변동에 대해 주주를 완충하는 현재 소득의 흐름

시장 가치. 여러 연구원들은 평균 수익성이

자사주 매입 프로그램(현금 배당 없음)이 있는 회사는 최소한

배당금을 지급하는 기업보다 변동성이 2배 더 높습니다. 이러한 변동성이 큰 수익은 일반적으로 더 탄력 있는 주가로 이어져 남성의 스톡 옵션을 더 가치 있게 만듭니다.

주가는 일시적으로 높을 것입니다. 오늘날 경영진의 약 3분의 2가

보상은 옵션 및 기타 비현금 보상의 형태로 제공됩니다.

30년 전만 해도 보상의 최소 3분의 2는 현금이었다.

옵션을 열어 두십시오.

마지막으로, 졸린 투자자들은 단순히 비양심적인 방식으로 경영진에게 과도한 급여를 주는 것을 회사에 자유로이 부여했습니다. 1997년, Apple Computer Inc.의 공동 창립자인 Steve Jobs는 "임시" CEO로 회사에 복귀했습니다. 이미 부자였던 잡스는 1년에 1달러의 현금 급여를 받을 것을 주장했습니다. 1999년 말, 이사회는 잡스가 "지난 2년 반 동안 무보수" CEO로 일한 것에 대해 감사하기 위해 겨우 9천만 달러에 그에게 자신의 걸프스트림 제트기를 선물했습니다. 다음 달 잡스는 직책에서 "임시"를 삭제하는 데 동의했고 이사회는 그에게 2천만 주에 대한 옵션을 보상했습니다. (그때까지 잡스는 애플 주식 총 2주를 보유하고 있었다.)

이러한 옵션 부여의 원칙은 관리자의 이익을 외부 투자자와 일치시키는 것입니다. 외부 Apple 주주인 경우 Apple 주식이 더 나은 수익을 낼 경우에만 해당 관리자에게 보상을 받고 싶을 것입니다. 다른 어떤 것도 당신과 회사의 다른 소유주에게 긍정할 수 없습니다. 그러나 뱅가드 펀드의 전 회장인 존 보글이 지적했듯이 거의 모든 운용사들은 옵션을 행사한 직후 받은 주식을 매도합니다. 즉각적인 이익을 위해 수백만 주를 덤프하는 것이 어떻게 그들의 이익을 회사의 충성스러운 장기 주주의 이익과 일치시킬 수 있습니까?

잡스의 경우 애플 주가가 2010년 초까지 매년 5%만 오르면 5억4830만 달러에 옵션을 현금화할 수 있다. 다시 말해, 애플의 주식이 전체 주식 시장의 장기 평균 수익률의 절반 이하인 경우에도 잡스는 5억 달러의 횡재 를 얻게 될 것입니다. Apple 주주들이 이사회에 대한 신뢰를 나쁘게 생각합니까?

위임장을 주의 깊게 읽으면 현명한 소유자는 옵션 부여를 사용하여 회사 발행 주식의 3% 이상을 관리자에게 양도하는 경영진 보상 계획에 반대 투표를 할 것입니다. 그리고 당신은 우월한 결과에 대한 공정하고 지속적인 측정을 조건으로 하는 옵션 부여를 하지 않는 모든 계획에 거부권을 행사해야 합니다.

22 2001년 4월 연례 회의에 대한 Apple Computer Inc. 대리 성명, p. 8(www.sec.gov에서 확인 가능). 잡스의 옵션 부여 및 주식 소유권은 2:1 주식 분할로 조정됩니다.

예를 들어, 일정 기간 동안 같은 산업의 평균 주식을 증가하는 실적
최소 5년. 어떤 CEO도 부자가 될 자격이 없다.
당신에게 좋지 않은 결과를 가져왔습니다.

최종 생각

모든 회사의 독립적인 이사회 구성원은 회사가 회사를 대신하여 적절하게 관리되고 있는지 여
부를 서면으로 주주에게 보고해야 한다는 Graham의 제안으로 돌아가 보겠습니다.

소유자. 사외이사들도 정당화해야 한다면?

배당 및 자사주 매입에 대한 회사의 정책은 무엇입니까? 만약 그들이
회사의 고위 경영진이 초과 급여를 받지 않았는지 정확히 어떻게 결정했는지 설명해야 합니
까? 모든 투자자가
지적인 소유자와 실제로 그 보고서를 읽었습니까?