

한국거래소, 자본시장연구원 주최 / 금융위원회 후원
자본시장의 국제적 정합성 제고
2022.11.28.(월)

국제 정합성 제고를 위한 배당절차 선진화 방안

서울대학교 법학전문대학원
정 준 혁



주주권과 배당의 중요성

주주 권리의 구성과 배당의 의미

이익배당은 가장 핵심적인 주주 권리 중에 하나임

- 주주의 회사에 대한 권리는 (1) 현금 흐름에 관한 권리와 (2) 회사 경영에 영향을 줄 수 있는 권리 두 가지로 구성됨

현금 흐름에 대한 권리

회사로부터의 현금 흐름

이익배당
자기주식 취득
유상 감자
회사 청산 시 잔여 재산 분배

제3자에게 매각

거래소 시장 등을 통한
주식의 자유로운 매각

회사 경영에 대한 권리

회사 의사결정에 관여

주주총회에서 의결권 행사
(경영진 임면, 합병, 재무제표 승인 등
주요 사항에 대한 결정)

회사 경영자에 대한 감시, 견제

주주대표소송 제기권,
회계장부 열람 등사청구권 등
각종 소수주주권

일반주주 입장에서 배당의 중요성

일반주주 입장에서는 배당이 부(富)에 가장 중요한 영향을 미치는 요소임

- 일반주주로서는 지배주주에 비해 회사 경영에 대한 권리가 상대적으로 중요성이 낮을 수 있음
 - 주주총회 승인은 일정 지분율 이상의 찬성이 필요. 회사 경영진의 임면, 합병, 재무제표 승인 등 중요한 의사 결정은 대부분의 경우 일반주주보다 지배주주의 의사에 따라 결정됨
 - 주주대표소송 등도 회사 경영에 대해 크게 주의를 기울이지 않는 일반주주가 제기하는 경우는 많지 않음 – 이른바 합리적 무관심(rational apathy)
- 일반주주 입장에서는 두 가지 주주권 중 **현금흐름에 대한 권리가 특히 중요함**. 특히 우리나라와 같이 지배주주가 있는 회사가 많은 경우에는 더욱 그러함
- 일반주주주는 (1) 회사로부터 배당 등 현금을 받는 방법과 (2) 시장에서 제3자에게 주식을 매각하는 방법을 통해 경제적 이익을 실현할 수 있음
 - 만일 회사가 배당을 하지 않거나 적게 한다면 배당(1)을 통해 경제적 이익을 실현하기 어려움
 - 이 경우 일시적인 주가의 흐름 등을 바탕으로 매각 이익 실현(2)에 초점을 두게 됨

배당성향과 코리아 디스카운트

낮은 배당성향이 주식시장의 저평가 요소로 지목되고 있음

- 우리나라 기업들은 다른 주요 국가 기업들에 비해 배당성향이 낮다는 평가를 받고 있음
 - 낮은 배당성향은 주식의 가치에 부정적 영향을 주는 것은 물론, 기업의 현금 창출력 등 본질적 가치에 기반한 주식 투자 활동에도 부정적 영향을 줌
 - 배당을 받기 위해서는 배당 시점에 주식을 보유해야 하는데, 만일 **배당의 중요성이 낮아지면 주주들로서는 장기적 주식보유보다는 일시적 변화나 수급에 따른 단기적 차익 실현에 초점을 두게 됨**
- 낮은 배당성향을 이른바 코리아 디스카운트의 원인의 하나로 지목하기도 함

[최근 5년간 주요국 배당성향 비교]

연도	한국	미국	영국	독일	프랑스	일본	중국	대만	홍콩
2017	15.51	54.24	80.73	41.46	50.2	27.01	34.72	63.01	44.91
2018	21.85	47.61	73.79	54.44	58.63	32.71	34.47	61.85	38.32
2019	34.56	52.5	89.75	44.25	66.99	39.71	39.15	64.26	61.37
2020	40.40	84.56	162.88	92.42	78.4	43.17	34.63	59.63	41.03
2021	19.14	37.27	48.23	41.14	39.17	27.73	35.01	54.85	35.91

※ 배당성향 = 배당금/당기순이익으로 계산 출처 MSCI, 한국거래소

배당 제도 개선 과제 검토 필요성

배당 제도 개선 관련 검토 노력이 필요

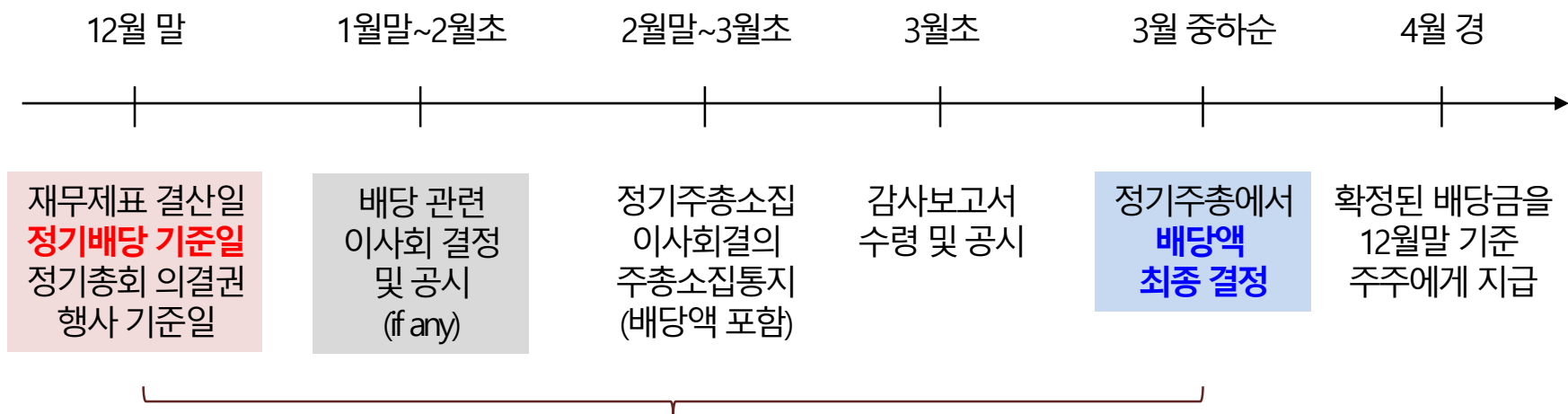
- 그러나 회사에 이익이 존재한다고 하여 배당을 강제하는 것은 허용되지 않음
 - 회사에 이익이 있는 경우 이를 다른 투자 등에 사용할지, 위기 시를 대비하여 회사에 유보할지, 아니면 주주들에게 배당할지는 **기본적으로 경영 판단의 영역에 속하고 이를 강제할 것은 아님**
 - 전세계적으로도 법률이 배당을 강제하는 경우는 사실상 없음
 - 배당 관련 결정이 법령, 정관에 위반하거나 임무해태 등이 있는 경우 이사에게 책임 추궁 가능
 - 기본적으로 회사가 합리적인 배당 정책을 수립, 공개하고 이행하도록 적절한 인센티브를 제공하고 주주들이 경영진에 적절한 요구를 어떻게 할 것인가의 문제에 해당함
- 법제도적으로는 **투자자들의 예측 가능성을 높이고 회사의 자율을 높이는 배당 제도를 설계**하여 이러한 배당 활성화를 뒷받침하는 것이 중요
 - 배당기준일, 분기배당 제도 등과 관련하여 다른 주요국가와 비교할 때 제도 개선 사항은 없는지 검토 필요
 - (1) 배당 관련 정보가 합리적으로 유통될 수 있도록 하여 **투자자들의 예측 가능성**을 높이고
 - (2) 기업들이 합리적인 **배당 정책을 기업 실정에 맞게 수립**할 수 있도록 제도적으로 뒷받침하며
 - (3) **국제 표준에 부합**하는 배당 제도의 수립을 통해 외국인 투자 등 주식 시장을 활성화

배당 기준일 관련 관행과 개선 필요성

우리나라의 배당 실무

우리나라에서는 대부분의 기업들이 12월 말 주주들에게 배당을 실시

- 우리나라에서는 대부분의 기업들이 12월 말 주주들에게 배당을 실시함
 - 12월말을 통상 3월에 열리는 정기총회 의결권 행사 및 배당 기준으로 정하는 경우가 많음
 - 재무제표 결산일 = 정기이익배당기준일 = 정기총회 의결권 행사 기준일 = 12월 말



최종 배당금액이 확정되지 않은 상황에서 주식거래가 이뤄짐

⇒ 先 배당 기준일 後 배당액 확정 방식

우리나라의 배당 실무와 문제점

재무제표 확정 및 의결권, 배당 기준일 관련 여러 비판이 존재

- 이러한 배당 실무 및 관행에 대해서는 상당히 오래 전부터 다양한 비판이 존재함
 - 배당 여부 및 배당액이 3월 중하순에야 최종 확정되기 때문에 **1월 초(기준일)~3월 중하순(정기주총) 기간 중 배당 관련 정보가 주가에 반영되지 않음** (배당락 반영 불가)
 - ※ 1월말~2월초에 이사회에서 미리 배당액을 결정하여 공시하는 방법으로 어느 정도 완화 가능
- 12월말 기준 주주가 3월 중하순 정기주총에서 배당액 결정, 재무제표 승인, 이사 보수 확정 등의 결정을 하므로 제대로 의사결정할 인센티브가 부족함 (이른바 empty voting 문제 / 의결권과 경제적 이익의 분리 문제)
- 감사보고서 수령 및 공시가 3월 초에나 이뤄지므로, 정기주주총회에서 이를 분석하고 적절하게 의결권을 행사하기에 시간이 촉박함. 이로 인하여 의결권 자문사들도 우리나라 기업들에 대해 적절한 의견을 제시하고 검토할 시간이 부족
- 회사 입장에서도 재무제표 확정 및 주주총회 개최까지 준비 시간이 촉박함. 매년 1월~3월에는 회사의 회계 부서 및 회계법인 업무가 크게 늘어남
- 많은 상장회사들의 주주총회가 비슷한 시기에 개최되다 보니 주주권 행사 등이 용이하지 않고 주주총회가 형식화된다는 비판도 존재

주요국가들의 실무와는 차이가 존재

주요국가 입법례는 배당기준일을 회사 자율에 맡김

- 주요국가들은 배당기준일을 회사 자율에 맡기는 경우 많음

미국(델라웨어)	이사회가 이익배당 결정. 先 배당액 확정 後 배당액 기준일
영국	회사의 자율에 맡김. 두 방안 모두 활용되고 있음
독일	법률에 규정 없음. 주주총회일 기준 주주가 배당 받을 권리 있다고 봄 (배당액 확정일 = 배당 기준일)
프랑스	상동. 주주총회일 직후를 배당기준일로 잡는 경우 많음
일본	우리나라와 유사. 정관에 배당기준일이 사업연도말로 정해진 경우 많음

송옥렬, 상장회사 정기주주총회 5월 개최에 대한 이론적 검토, 상사법연구, 2019
김지평, 신석훈, 주주총회 분산을 위한 기준일 제도 개선방안, 상장협연구, 2018

- 미국을 중심으로 주요국가의 많은 기업들은 **先 배당액 확정 後 배당 기준일** 방식을 채택하고 있음
 - 독일, 프랑스 기업의 경우 두 날짜를 같은 날이나 되도록 가까운 날로 함
 - 영국의 경우 기업에 따라 두 가지 방식 모두 발견됨
 - 일본의 경우 국제 관행과 맞지 않는 **先 배당 기준일 後 배당액 확정**

우리나라 제도가 국제적 표준과 다르다는 평가

MSCI Global Market Accessibility Review (2022)



Information Flow: Information disclosure in English has improved but is not always readily available for all companies. In addition, Korean companies disclose dividend amounts after the ex-date of the dividends, which is different from international standards. Also, estimated dividends are generally not provided.

ACGA, Corporate Governance Watch (2020)



- ❑ **Change of dividend “record dates”:** Requiring the publication of business reports before AGMs necessitates some flexibility around the timing of annual meetings. Again, Korea (and Japan) stand out for having the shortest AGM windows in the region - annual meetings must be held within three months of the dividend record date (ie, the date on which the list of shareholders eligible to receive dividends is set). In Korea this date is normally the financial year-end, 31 December, meaning AGMs must be held before the end of March. In June 2020, the MOJ sensibly proposed an amendment to the Commercial Act to allow boards to set later record dates and be able to hold annual meetings after March. This was approved by Cabinet in late August 2020 along with other amendments to the company law (see “Company law amendments” bullet point below) and passed the National Assembly in December 2020.

각종 제도 개선 노력

제도 개선을 위한 각종 노력

이러한 문제의식 하에 여러 제도 개선 노력들이 이뤄짐

- 2011년 4월 상법 개정을 통해 이사회가 배당 결정 가능 (제462조 제2항)
 - 정관 근거 규정, 외부감사인 적정의견, 감사 전원의 동의가 있는 경우 이사회 결정 가능
 - 배당결정 시기를 상당히 앞당길 수 있음. 실제 활용은 많지 않음
- 2018년 2월 "상장회사 주주총회 활성화 방안" 발표
 - 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소, 예탁결제원 등 여러 관계 기관이 발표
 - 상장회사 주주총회 분산 개최 관련 적절한 인센티브 제공 등을 통해 상당한 성과
- 2020년 12월 상법 개정을 통해 제350조 제3항 삭제
 - 구 상법 제350조 제3항은 영업연도 말 기준으로만 배당할 수 있는 것으로 오해될 여지가 있었음
 - 위 규정을 삭제함으로써 연중 아무 날을 배당 기준으로 정해도 됨이 더욱 명확해짐

구 상법 제350조(전환의 효력발생) ③ 전환에 의하여 발행된 **주식의 이익배당에 관하여는** 주주가 전환을 청구한 때 또는 제346조제3항제2호의 기간이 끝난 때가 속하는 **영업연도 말에 전환된 것으로 본다.** 이 경우 신주에 대한 이익배당에 관하여는 **정관으로 정하는 바에 따라** 그 청구를 한 때 또는 제346조제3항제2호의 기간이 끝난 때가 속하는 영업연도의 **직전 영업연도 말에 전환된 것으로 할 수 있다.**

※ 위 규정은 신주 등에 준용 되었음

배당실무는 크게 변화하지 않음

그러나 아쉽게도 배당실무는 크게 변화하지 않음

- 그러나 이러한 제도 개선에도 불구하고 실제 상장회사들이 배당 기준일을 12월 말일이 아닌 다른 날로 변경한 사례는 많지 않음. 여전히 **先 배당 기준일 後 배당액 확정**이 절대 다수
 - 조사대상 790개 사 중 737개 사(93.3%)가 여전히 결산기 말일(12월말)을 배당기준일로 두고 있음
 - 배당 실무 개선을 위해서는 정관 개정이 필수적

[2022. 11. 기준 유가증권 상장법인 기준일 현황]

배당 의결권	결산기 말일	기타	이사회 결의	기타	합계
결산기 말일	717	-	1	-	718
기타 다른 날	5	2	-	-	7
이사회 결의	13	-	43	-	56
기타	2	-	-	7	9
합계	737	2	44	7	790

※ 신규상장사, SPAC, 리츠 등 제외한 총 790개사 대상 / 출처: 한국상장회사협의회

제도 개선 방향 및 방법

배당 기준일 제도 개선 방향

시장에 배당 관련 정보가 적절하게 반영될 수 있도록 할 필요

先 배당 기준일 後 배당액 확정	先 배당액 확정 後 배당 기준일
배당 기준일부터 배당액 확정시까지 배당 여부 및 배당액을 모르는 상황에서 거래	배당 여부 및 확정 배당액이 얼마인지 아는 상황에서 주식거래
주가 관련 정보의 부족	주가 관련 정보가 충분

- 현재 관행은 배당 기준일(12월말)부터 실제 배당 확정일(3월 정기주총) 때까지의 기간이 길고 이로 인하여 배당락 등 정보가 주가에 충분히 반영되지 않는다는 문제 (MSCI 등 문제 제기)
 - 1월말~2월초 경에 이사회가 배당액 결정 시 공시하는 제도를 통해 위와 같은 문제 어느 정도 완화
 - 회사가 先 배당액 확정, 後 배당 기준일 방안으로 전환할 수 있는 제도적 뒷받침 필요

[영국 기업들의 배당액 확정, 배당 기준일 사례]

회사	소집통지일	의결권 기준일	주주총회일	배당기준일
BT	5. 8.	7. 8.	7. 10.	8. 9.
Provident Financial	3. 26.	5. 17.	5. 21	5. 24.
Centrica	4. 5.	5. 9.	5. 13.	5. 10.
Pearson	3. 25.	4. 24.	4. 26.	4. 5

출처:송옥렬, 상장회사 정기주주총회 5월 개최에 대한 이론적 검토, 상사법연구, 2019

배당 관련 자율성 제고를 위한 현행 제도 검토

기업의 자율적 선택을 막는 규정, 제도 등이 있는지 검토 필요

- 2011년 및 2020년 상법 개정과 당국 및 유관기관의 여러 제도 개선 노력을 통해 배당제도 개선을 위한 제도적 기반이 마련됨
 - 규정의 해석과 관련하여 오해가 있을 수 있는 내용에 대해서는 법개정 이외에 유권해석, 표준정관, 안내자료 등을 통해 기업들에 적절한 정보가 제공되는 것이 필요함

상법 제354조(주주명부의 폐쇄, 기준일) ①회사는 **의결권을 행사하거나 배당을 받을 자 기타 주주 또는 질권자로서 권리를 행사할 자**를 정하기 위하여 일정한 기간을 정하여 주주명부의 기재변경을 정지하거나 일정한 날에 주주명부에 기재된 주주 또는 질권자를 그 권리를 행사할 주주 또는 질권자로 볼 수 있다.

③**제1항의 날은 주주 또는 질권자로서 권리를 행사할 날에 앞선 3월내의 날로 정하여야 한다.**

- 예를 들어 상법 354③은 기준일을 권리 행사일에 앞선 3월내의 날로 해야 한다고 규정하여 선 배당 기준일 후 배당액 확정을 규정한 것이 아닌가라는 오해가 있을 수 있음
 - 배당에 있어 권리를 행사할 날은 주주가 배당금을 받는 날(지급일)이지, 주주가 배당 관련 의결권을 행사하는 날이 아님. 따라서 **배당기준일이 배당금 지급일보다 앞선 3월내의 날이면 됨**
- 법령 해석 등을 통해 **先 배당액 확정 後 배당 기준일 방식이 가능하다는 것을 안내**

자본시장법 상 분기배당 제도 개선 필요성

분기배당은 **先 배당 기준일 後 배당액 확정**만을 허용하므로 개정 필요

- 분기배당의 경우 자본시장법 제165조의12가 **先 배당 기준일 後 배당액 확정**만을 규정
 - 따라서 **先 배당액 확정 後 배당 기준일**이라는 선택권을 회사가 갖기 위해서는 자본시장법의 개정이 필요

자본시장법 제165조의12(이익배당의 특례) ① 연 1회의 결산기를 정한 주권상장법인은 정관으로 정하는 바에 따라 사업연도 중 그 사업연도 개시일부터 **3월, 6월 및 9월 말일 당시의 주주**에게 이사회 결의로써 금전으로 이익배당(이하 “분기배당”이라 한다)을 할 수 있다.

② **제1항의 이사회 결의는 제1항의 말일부터 45일 이내에 하여야** 한다.

- 어느 한 방법을 강요하기보다는(**강행규정**),
- **先 배당액 확정 後 배당 기준일** 방식을 기업들이 선택할 수 있도록 법제도 변경 (**임의규정**)
 - 기업이 각자 상황에 맞게 투자자들에게 좋은 평가를 받을 수 있는 방법을 **선택할 권리 부여**
- 3월, 6월, 9월로 되어 있는 분기배당 제도를 횡수 제한 없이 완전 자율화하자는 견해도 존재
 - 분기별로 감사 보고서, 검토 보고서 제출하는 점, 분기배당은 전년도 말 재무제표를 기준으로 한다는 점, 과다 배당 시(당해년도 배당 가능이익 초과 시) 이사 책임 발생한다는 점 등 고려 필요

배당 정책 관련 정보의 공시

경로의존성을 극복하기 위한 적절한 인센티브와 배당 정책 공시 활성화

- 실제 기업들이 다양한 방안을 도입하기 위해서는 **회사 정관의 개정이 필수적**임
 - 특별히 개정의 필요성을 주주들이 인식하지 못하는 이상 현행 규정 그대로 유지되는 현상 (이른바 경로 의존성, path dependency) 때문에 법령 개정에도 불구하고 과거 관행 유지
 - ※ 조사대상 790개 사 중 737개 사(93.3%)가 여전히 결산기 말일(12월말)을 배당기준일로 함
 - **상장회사 표준정관**을 통해 선 배당액 확정 후 배당 기준일 방식에 대한 **모범 규정 제시**
 - 금융당국, 거래소, 상장협 등 유관기관도 기업 자율 증대와 다양성 확보를 위한 **적절한 인센티브 제공을 통해 경로 의존성을 극복**할 수 있도록 지원
- 배당 정책은 투자자들에게 가장 중요한 정보임
 - 기업이 先 배당 기준일 後 배당액 확정 / 先 배당액 확정 後 배당 기준일 중 **어느 방식을 택하는지는 충분히 공시될 필요**가 있음
 - 사업보고서, 기업지배구조보고서 등 적절한 방식을 통해 관련 정보가 명확히 제공되는 것이 필요
 - 국제 평가기관 등도 **이 문제를 정보 제공 측면에서 접근**
 - ESG 열풍 속에서 관련 정보가 잘 제공될 수록 우리나라 기업들이 국내외 자본시장에서 정당한 평가를 받을 수 있을 것으로 기대됨

감사합니다

서울대학교 법학전문대학원
정 준 혁

j.chung@snu.ac.kr
02-880-7599

