

KCGS Report

제10권 7호 | 2020. 7.

● ESG 동향

- 과다배당 기업들의 실태분석 2
- 제20대, 제21대 국회의 지배구조 개선 관련 법률 개정 동향 9

● Global News

- ESG 펀드, 지난 10년간의 성과 15
- 2020 미국 주주총회 시즌 중반기 주요 트렌드 17

과다배당 기업들의 실태분석

정 한 욱*

- ▶ 최근 5년 간 순이익을 초과하여 배당을 실시하거나 손손실을 기록하였음에도 불구하고 배당을 실시한, 과다배당 기업들의 실태를 분석함
- ▶ 연도별로 과다배당을 실시한 기업들은 상대적으로 낮은 현금성자산을 보유하고 있으며, 이 중 과반수는 직전 사업연도 대비 배당금액을 유지하거나 증가하는 모습을 보여줌
- ▶ 장기간 과다배당 기업들은 대부분 회사의 배당사결정이 명시된 배당정책을 대외적으로 공시하지 않고 있으며, 소유구조 측면에서 주로 지배주주일가가 직간접적으로 소유하고 있음
- ▶ 기업들이 과다한 배당을 실시하게 될 경우 대외적으로 그 사유를 공시하는 노력을 기울여야 함

분석 배경

- 배당지급은 주주에 대한 이익환원의 수단이며, 기업으로서는 자본조달 및 투자 의사 결정에 영향을 미치는 중요한 정책임
- 배당지급과 관련하여 기업들은 시간의 흐름에 따라 안정적으로 배당금을 지급하는 모습을 보여 주고 있는데 이를 배당스무딩(Dividend Smoothing)이라 하며, 이에 관해 다수의 연구가 존재함
 - Lintner(1956)는 배당지급은 평균회귀 속성을 가지고 있으며, 배당변화가 이익변화보다 더 천천히 안정적으로 변화한다는 것을 보여주었으며,¹⁾ Brav 외 3인(2005)은 경영자들이 자본시장에서 배당증가에 대한 보상은 적지만 배당감소에 대한 처벌은 가혹하다는 비대칭성을 인식하고 있음을 발견하였고, 이를 통해 경영자들은 안정적인 배당지급을 선호한다는 것을 보여줌²⁾
- 배당스무딩에도 불구하고 국내 자본시장에서는 추가적으로 배당금을 지급할 수 있는 여력이 있음에도 불구하고 지속적으로 과소한 배당을 실시하는 기업들에 대한 비판이 제기되었으며, 이와 관련하여 배당확대를 요구하는 기관투자자들의 주주관여 활동이 나타남

* KCGS 분석2팀 선임연구원, 02-6951-3724, jhwook@cgs.or.kr

1) Lintner, J., 1956 "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", 「The American Economic Review」, 46(2), 97-113
2) Brav, A., John, R. G., Campbell, R. H., and Roni, M., 2005, "Payout policy in the 21st century" 「Journal of Financial Economics」, 77(3), 483-527

- 다수의 언론과 연구기관에서 국내 상장기업의 지나친 과소배당을 지적하고 있음³⁾
- 국민연금은 주주가치 제고 및 기금의 장기 수익성 제고를 목적으로 저배당 기업을 중점 관리기업으로 지정하고 있으며, 그 외 기관투자자들은 장기적으로 과소한 배당을 실시하고 있는 기업들에 대해 주주관여 활동을 실시하고 있음⁴⁾
- 그러나 장기적으로 회사의 경영성과에 비해 과다한 배당금을 지급하는 기업들이 발견되지만 이에 대한 자본시장의 관심은 과소배당에 비해 상대적으로 낮음
 - 이사회가 제시한 배당금액을 크게 초과하는 배당금액을 주주제안으로 상정하는 경우에는 자본시장 참여자들의 관심이 높지만, 이사회가 제시한 배당금액 수준이 과도한지에 대한 관심은 상대적으로 낮음
 - 특히 지속적으로 순이익을 초과하여 배당금을 지급하거나 적자상태가 장기간 유지되고 있음에도 불구하고 배당을 지급하고 있는 기업에 대한 자본시장의 관심은 매우 낮음
- 본 고에서는 과다배당을 실시한 기업들을 대상으로 이러한 기업들의 배당지급행태를 살펴보고, 나아가 장기간 과다배당을 실시하고 있는 기업들의 배당정책, 소유구조 등을 살펴보고자 함
 - 최근 5년 간 연도별로 과다배당을 실시한 기업들의 배당지급행태를 살펴보고, 과다배당 기업과 그렇지 않은 기업 간 재무상태를 비교 분석함
 - 3년 이상 과다배당을 실시한 기업들의 배당정책 보유여부 및 소유구조의 특징을 살펴보고, 소유구조가 과다배당 기업의 배당금액에 유의한 영향을 미치는지 살펴봄

분석자료

- 본 연구는 2015년부터 2019년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 비금융업 기업 1,746개를 대상으로 조사함
 - 금융회사는 배당에 관해 적용받는 법률이 비금융회사와 차이가 있어 배제하였으며, 5년 간상장된 지 5년 미만인 기업들은 상장 전후 재무제표의 변동이 커서 배제함
- 본 연구에서 과다배당은 다음과 같이 정의함
 - 과다배당 기업은 연도별로 별도재무제표 상 1) 당기순이익을 초과하여 현금배당을 지급하거나 2) 당기순손실임에도 불구하고 현금배당을 지급한 기업으로 정의함
 - 상법 상 주식회사가 배당금을 지급하기 위해서는 주주총회 또는 이사회에서 별도재무제표를 기반으로 작성된 이익잉여금처분계산서를 승인받아야 하므로 별도재무제표를 기준으로

3) 강소현, 김준석, 양진영, 2013, “국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점”, 「이슈&정책」, 자본시장연구원: 조선일보, 2019.7.20., “한국 기업 ‘잔물배당’… 주요 15개국 중 14위”; 해럴드경제, 2019.2.11., “늘려도 ‘질퍽’…‘잔물배당’ 기업들”; 매일경제, 2018.5.3., “원익PS·케이씨…‘잔물 배당株’에 쏠린 눈”

4) 이와 관련한 자세한 내용은 2019 주주총회 리뷰 - 기관투자자의 주주관여 현황과 시사점을 참고할 것

과다배당 여부를 구분함

- 주식배당은 실질적으로 기업의 현금유출이 발생하지 않아 제외함

연도별 과다배당 기업분포 및 재무상태

- 최근 5년간 과다배당을 실시한 기업들의 행태는 다음과 같음
 - 2015년부터 매년 과다배당을 실시한 기업의 수는 증가하고 있으며, 과다배당을 실시한 기업 과반수가 직전 사업연도 대비 배당금을 증가하거나 유지하는 모습을 보여주고 있음

〈표 1〉 2015년 ~ 2019년 과다배당 기업들의 배당금 분포

	2015	2016	2017	2018	2019
직전연도 대비 배당금 증가	36	51	61	55	62
직전연도 대비 배당금 유지	42	36	37	44	61
직전연도 대비 배당금 감소	38	34	52	74	71
계	116(6.6%)	121(6.9%)	150(8.6%)	173(9.9%)	194(11.1%)

주 : 괄호안의 수치는 전체 표본 수(1,746사) 대비 과다배당을 실시한 기업의 비중을 의미함

- 연도별로 과다배당을 실시한 기업과 그렇지 않은 기업 간 재무상태를 비교하면, 과다배당 기업 들은 현금성자산의 비중이 유의미하게 낮은 것으로 나타남
 - 표본기업을 대상으로 현금성자산비율, 차입금비율을 살펴보면 과다배당 기업들은 상대적으로 자산총계 대비 낮은 현금성자산비율과 높은 차입금비율을 보여주고 있으며, 특히 현금성자산 비율은 2017년을 제외하면 매년 통계적으로 유의미한 차이를 보여주고 있음
 - 하지만 과다배당 기업들의 잉여현금흐름비율은 상대적으로 높지만, 자기자본이익률(ROE)은 뚜렷한 차이가 나타나지 않으며, 통계적으로 두 비율은 과다배당 기업과 미해당 기업 간 유의미한 차이가 나타나지 않음

〈표 2〉 연도별 과다배당 기업과 미해당 기업 간 재무상태 차이

		2015	2016	2017	2018	2019
현금성자산비율	과다배당 기업	6.44%***	7.29%**	8.57%	6.15%***	5.94%***
	미해당 기업	9.52%***	9.21%**	8.87%	8.75%***	8.95%***
차입금비율	과다배당 기업	21.41%*	17.78%	20.91%**	20.29%	20.67%
	미해당 기업	19.12%*	18.57%	18.16%**	18.98%	19.73%
잉여현금흐름비율	과다배당 기업	0.35%	-0.22%**	-1.57%	-0.74%**	-0.39%*
	미해당 기업	-1.17%	-2.81%**	-2.84%	-4.36%**	-1.95%*
ROE	과다배당 기업	-2.66%	-3.68%	-4.54%	-3.27%	-3.12%
	미해당 기업	-0.68%	-0.98%	-0.64%	-4.50%	-6.62%

주1 : 각 계정은 현금성자산, 총차입금, 잉여현금흐름을 자산총계로 나눈 값을 의미하며, 잉여현금흐름은 영업활동현금 흐름으로부터 투자활동현금흐름을 차감한 값을 사용함

주2 : *, **, ***는 과다배당 기업과 그렇지 않은 기업 간 T-test를 실시하여 그 차이가 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

장기간 과다배당 기업들의 배당정책

- 2015년부터 2019년까지 3년 이상 과다배당을 실시한 기업(이하 장기간 과다배당 기업)들을 대상으로 배당정책 공시 여부 및 그 구체성을 살펴봄
 - 해당 기간 동안 장기간 과다배당을 실시한 기업들은 56개이며, 이 중 5년 간 과다배당을 실시한 기업은 3개 사임
 - 장기간 과다배당을 실시하는 기업들이 배당정책을 통해 대외적으로 그 사유를 구체적으로 밝히고 있는지를 조사함

- 우선, 장기간 과다배당을 실시한 기업들은 대부분 배당정책을 공시하고 있지 않아, 투자자들은 해당 기업이 과다배당을 실시하게 된 사유를 파악하기 어려움
 - 과다배당을 실시한 기업들의 연도별 사업보고서를 살펴보면, 배당에 대한 정관 조항을 요약하여 공시하거나 ‘회사의 재무 및 경영상황을 종합적으로 고려하여 적정수준의 배당을 지급하고 있다’와 같이 표현하여 외부 투자자들은 회사의 구체적인 배당금 지급 결정 사유를 확인할 수 없음

〈표 3〉 과다배당 기업 A사 사업보고서 내 배당에 관한 사항

당사의 정관에 기재된 배당에 관한 사항은 다음과 같습니다.

제55조(이익배당)

- ① 이익의 배당은 금전 또는 금전 외의 재산으로 할 수 있다.
- ② 이익의 배당을 주식으로 하는 경우 회사가 수종의 주식을 발행한 때에는 주주총회의 결의로 그와 다른 종류의 주식으로도 할 수 있다.
- ③ 제1항의 배당은 매결산기말 현재의 주주명부에 기재된 주주 또는 등록된 질권자에게 지급한다.
- ④ 이익배당은 주주총회의 결의로 정한다. 다만, 제52조 제6항에 따라 재무제표를 이사회가 승인하는 경우 이사회 결의로 이익배당을 정한다.

〈표 4〉 과다배당 기업 B사 사업보고서 내 배당에 관한 사항

당사는 정관에 의거 이사회 결의 및 주주총회 결의를 통하여 배당을 지급하고 있으며, 배당가능이익 범위 내에서 회사의 지속적 성장을 위한 투자 및 주주가치 제고, 경영환경 등을 고려하여 적정수준의 배당률을 결정하고 있습니다.

- 과다배당 기업 중 6개 기업은 기업지배구조 보고서 공시대상으로 배당정책에 대한 내용을 보고서에 공시해 하나, 1개 기업을 제외한 나머지 기업들은 과다배당을 실시하게 된 사유를 배당정책에서 확인할 수 없음
 - 배당정책을 공시한 1개 기업은 이익수준과 재무구조 등을 종합적으로 고려하여 기업이

직면한 상황에 맞게 배당금을 지급하는 것을 골자로 하는 배당정책을 공시하였고, 이는 회사의 배당의사결정에 대한 예측성을 높임

〈표 5〉 과다배당 기업 C사 기업지배구조 보고서

당사의 배당정책은 이익수준이 일정규모 이상일 경우에는 일정배당성향정책을 채택하고, 이익수준이 저조한 경우에는 안정배당정책을 채택하는 혼합정책을 추구하고 있습니다.

연간 주당배당금을 주당순이익의 일정비율로 고정하여 주당순이익의 변동에 따라 주당배당금 수준도 비례하여 변동하는 일정배당성향정책의 경우, 배당성향25% 수준을 유지하고 있습니다. 일정배당성향정책 유지 시 주당순이익의 감소로 인해 적절한 수준의 배당을 주주가 받을 수 없게 되는 경우, 배당가능이익 및 재무구조를 고려하여 주당 500원 수준의 안정배당정책을 채택하고 있습니다. 일례로 2017년, 2018년, 2019년의 경우, 경영상황 악화로 인해 안정배당정책을 채택한 바 있습니다.

장기간 과다배당 기업들의 소유구조

- 앞서 살펴본 장기간 과다배당 기업들을 대상으로 소유구조와 해당 소유구조의 특성을 살펴보고, 해당 소유구조가 배당에 어떠한 영향을 미치는지 살펴봄
 - 다수의 연구에서 기업의 소유구조는 배당정책에 유의미한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으며,⁵⁾ 이를 바탕으로 과다배당 기업들의 소유구조를 살펴보고자 함

- 장기간 과다배당 기업들의 소유구조를 살펴보면, 해당 기업들은 대부분 기업집단 내 최상위에 있으며, 최대주주가 지배주주일가로 구성되어 있음
 - 56개 기업 중 37개 기업은 기업집단 내 최상위에 위치하면서 지배주주일가가 직접 소유하고 있으며, 17개 기업은 지주회사의 자회사 또는 지배주주일가가 소유하고 있는 법인이 최대주주임
 - 나머지 2개 기업은 사모펀드가 보유하거나 50인 미만의 투자자들이 설립한 법인이 최대주주임

- 이와 같은 소유구조가 과다배당에 어떠한 영향을 미치는지 회귀분석을 통해 살펴봄
 - 종속변수로는 자산총계 대비 배당금 총액(이하 배당금 비중)을 이용하고, 설명변수로는 '특수관계인의 지분율'과 '최대주주 유형 더미변수'를 사용함
 - '최대주주 유형 더미변수'는 장기간 과다배당 기업을 대상으로 최대주주가 자연인(지배주주일가 본인 또는 친인척)일 경우에는 1, 그렇지 않으면 0으로 설정함

5) 김도성, 양준선, 황승찬, 2010, "기업의 배당정책과 지배 및 소유구조에 관한 연구", 「회계와정책연구」, 15(3), 1-32; 신민식, 송준협, 2007, "소유집중도와 배당정책간의 관계 분석", 「회계와정책연구」, 대한경영학회지, 20(6), 2925-2953

- 기업의 배당금 비중에 미치는 요소들을 통제하기 위한 변수(control variables)로는 강소현 외 2인(2013) 및 김동욱 외 2인(2014)⁶⁾ 에서 사용한 ‘매출액의 로그값’, ‘자기자본이익률’, ‘현금성자산비율’, ‘차입금비율’, ‘잉여현금흐름’, ‘자본 장부가액 대비 시장 자본가액’, ‘매출액변동성’을 사용함

□ 배당금 비중에 대한 회귀분석 결과는 다음과 같음

〈표 6〉 배당금 비중에 대한 회귀분석 결과

	배당금 비중		
	0.0156*** (0.002)		0.0134** (0.014)
특수관계인 지분율			
최대주주 유형 더미변수		-0.0045* (0.064)	-0.0026 (0.320)
통제변수	Yes	Yes	Yes
연도고정	Yes	Yes	Yes
표본 수(N)	196		

주1 : 괄호안의 수치는 더미변수의 이분산성이 조정된 표준오차로 계산된 p-value값임

주2 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

- 회귀분석 결과 장기간 과다배당 기업들은 특수관계인의 지분율과 유의미한 양의 상관관계가 나타나, 특수관계자 지분이 높을수록 과다배당을 지급할 가능성이 높음
 - 통제변수와 연도더미를 고려한 회귀분석에서 특수관계인 지분은 배당금 비중과 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타남
- 그러나 최대주주의 유형은 과다배당과 유의미한 상관관계가 나타나지 않음
 - 특수관계인 지분율을 같이 고려한 회귀분석에서 최대주주의 유형은 배당금 비중과 통계적으로 유의한 상관관계가 나타나지 않아, 최대주주의 유형이 과다배당에 영향을 미친다고 보기 어려움

6) 김동욱, 전영환, 김병곤, 2014, “한국 가족기업의 지배구조와 투자기회가 배당정책에 미치는 영향에 관한 연구”, 「재무관리연구」, 31(2), 107-140

결론 및 시사점

- 지난 5년 간 과다배당을 실시한 기업들을 대상으로 연도별 지급행태와 재무상태를 검토한 결과 해당 기업들은 과다배당에 해당하지 않는 기업들에 비해 상대적으로 낮은 현금성자산을 보유하고 있으며, 이들은 직전 사업연도 배당금 수준을 유지하거나 오히려 증가시킨 모습을 보여줌
- 이 중 장기간 과다배당을 실시한 기업들은 다음과 같은 특징이 나타남
 - 56개 기업 중 기업의 배당정책결정을 구체적으로 공시한 기업은 1개 기업에 불과하였으며, 나머지 기업들은 과다배당을 지급하게 되는 구체적인 사유를 확인할 수 없음
 - 과다배당 기업들은 특수관계인의 지분이 높은 기업일수록 자산 총계에서 배당금이 차지하는 비중이 높아 과다배당을 실시할 가능성이 높지만, 자연인 최대주주가 있는 기업이 반드시 과다배당을 실시하는 것으로 보기 어려움
- 상기 분석결과가 주는 시사점은 다음과 같음
 - 기업들이 당기순손실을 기록하였음에도 배당금을 지급하거나 당기순이익을 초과하는 배당금을 지급하게 되는 경우, 회사는 이러한 배당 의사결정을 내리게 된 사유를 공시하여 주주들의 설득력을 높이는 모습을 보여주는 것이 바람직함
 - 향후 과다배당을 실시하는 기업들을 대상으로 소유지배과리도 및 기타 지배구조 요소들이 과다배당에 어떠한 영향을 미치는지 분석할 수 있을 것으로 보임

제20대, 제21대 국회의 지배구조 개선 관련 법률 개정 동향

안 유 라*

- ▶ 국회 임기 만료 이후, 기존 발의된 법률 개정안이 폐기되어 다음 국회에 비슷한 내용의 발의안이 다시 제출되는 경향이 있음
- ▶ 제20대 국회에 제출된 지배구조 개선 관련 개정 법안은 총 36건으로, 가장 높은 비중을 차지한 것은 상법과 공정거래법이었음
- ▶ 제출된 발의안 중, 자사주 신주발행 금지, 다중대표소송제 도입, 전자투표제 또는 서면투표제 도입, 기업 집단의 지배력 감시 강화, 국민연금의 수탁자책임 강화 등의 내용이 반복적으로 제출된 것을 확인함

2020년 6월 상법 개정 활동 현황

- 제20대 국회 임기가 만료되어 2016년 5월 30일부터 2020년 5월 29일까지 발의된 법률(개정)안이 모두 폐기되고 2020년 6월부터 제21대 국회가 시작되며 상법 개정 활동이 새로이 개시됨
- 6월 10일, 법무부는 ①다중대표소송 도입, ②감사위원 분리 선임, ③감사 선임시 주주총회 결의요건 완화, ④배당기준일 규정 개선 등을 골자로 하는 상법 개정안을 마련해 입법예고하겠다는 의사를 언론 보도를 통해 밝혔음
 - 현 조사 시점(7월 7일)에는 정부가 발의한 상법개정안은 제출되지 않은 상황이나, 해당 법률안과 유사한 내용을 담은 법률 개정안이 여당 의원을 통해 발의됨
- 6월 16일, 박용진 의원은 제21대 국회 첫 법안으로 상법개정안 5건, 공정거래법 개정안 8건, 금융회사지배구조법 개정안 등을 제출함
 - 박용진 등 12인이 제출한 상법 개정 내용의 주요 골자는 크게 ①지배구조 개선 제도 강화 (집중투표제 전면 도입, 다중대표소송 도입, 전자투표제 단계적 의무화 등) ②이사해임요건 마련, ③사외이사 및 감사(위원) 독립성 강화 (사외이사후보추천위원회의 독립성 강화, 감사위원 분리선임 등)으로 나뉨
 - 추가로, 박용진 등 10인은 해당 법안 외에 회사가 분할 또는 분할합병 시 분할회사가 보유하는 자기주식을 신설회사 또는 분할 승계회사에 자기주식을 교부하여 지분율을 확대하는 일명 '자사주 마법'을 방지하는 상법 개정 발의안도 제출함
 - 한편, 상기 개정안의 내용은 제20대 국회에서 제출된 법안들과 유사한 내용을 담고 있으며, 제20대 국회 법률 개정안이 폐기되어 다시 제출됨 (<표 1> 참고)

* KCGS 사업본부 분석2팀 연구원, 02-6951-3726, yurahn@cgs.or.kr

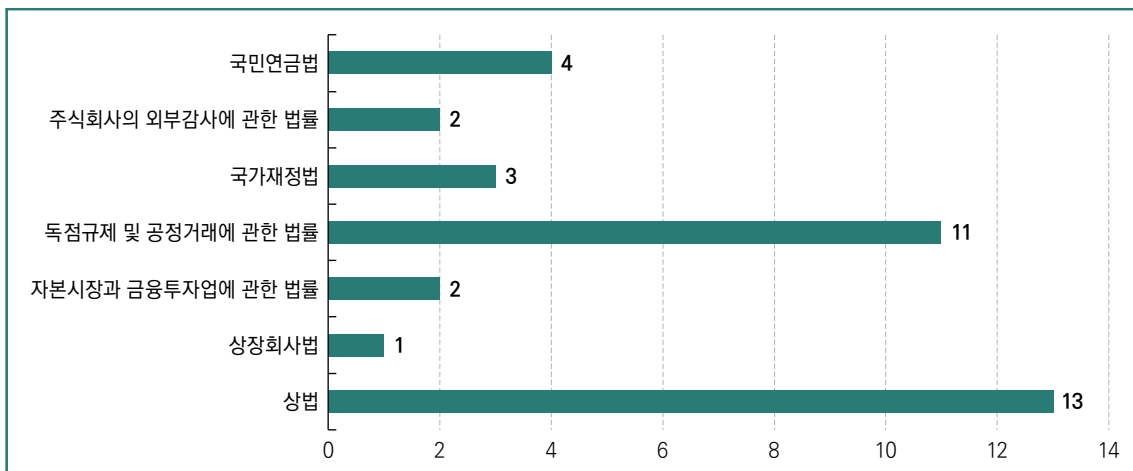
〈표 1〉 제21대 국회 발의된 상법 개정 주요 내용 (7월 7일 기준)

구분	주요 내용	의안번호	발의자 (제안일)	심사 상태
집중투표제 도입	①집중투표제 청구 요건 완화, ②회사의 정관으로 집중투표 시행을 배제할 수 있도록 한 내용을 삭제해 집중투표제 전면 도입			
전자투표제 도입	일정 주주 수 이상의 상장 회사가 의무적으로 주주가 총회에 출석하지 않고 전자적 방법으로 의결권을 행사할 수 있도록 하여 전자투표제를 단계적으로 의무화			
다중대표소송제 도입	자회사의 이사의 임무 해태 등으로 자회사에 손해가 발생한 경우 모회사의 주주가 자회사의 이사를 상대로 책임을 묻는 소송을 제기하는 다중대표소송 도입			
이사임기 단축	이사의 임기 상한을 3년에서 1년으로 단축	2100586	박용진의원 등 12인 (2020/06/16)	소관위 접수
이사회 임의결의권 강화	①이사회 임의결의권을 주주총회의 특별결의에서 보통결의로 완화, ②이사가 횡령·배임죄 등으로 기소되었거나 분식회계에 관여한 경우 등 부작위 이사의 해임·직무 정지를 주주총회의 목적 사항으로 주주가 제안할 수 있도록 이사회 임의결의에 관한 주주의 권리를 단독주권으로 범에 명시, 이를 위반할 경우 과태료 부과			
사외이사 독립성 강화	①최대주주 및 특수관계인은 사외이사후보추천위원회의 위원이 될 수 없도록 함, ②상장회사 및 계열회사의 임직원이었던 자 등으로서 이사회 독립·감시기능을 저해할 우려가 있는 자에 대한 결격 요건을 확대			
감사위원회 위원 분리선출	의무적으로 감사위원회를 설치하여야 하는 자산총액 2조원 이상 상장회사의 주주총회에서 감사위원회 위원이 되는 이사 중 적어도 1명은 현직 이사가 아닌 자로 다른 이사와 분리하여 선임하며 감사위원 선임단계에서 대주주의 의결권이 3%를 초과할 수 없도록 제한			
자사주 신주배정 금지	회사가 분할 또는 분할합병할 경우 단순분할신설회사, 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주의 배정을 금지하고, 분할승계회사에 대하여는 신주발행뿐만 아니라 자기주식을 교부하는 행위도 금지	2100571	박용진의원 등 10인 (2020/06/16)	소관위 접수
서면투표제 도입	서면투표를 할 수 있는 요건에 전자투표와 동일하게 이사회 결의로 할 수 있도록 변경	2101143	박정의원 등 12인 (2020/06/29)	소관위 접수
신주인수권 부여 자율성 확대	①회사는 이사회 결의에서 정한 일정한 사유가 있는 경우 일부 주주에게 신주인수선택권의 부여 및 행사를 허용하지 않거나 행사조건을 다르게 정할 수 있도록 함 (이는 회사의 가치를 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우에 한함) ②회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 불공정한 방법으로 신주인수선택권을 부여, 행사제한 또는 상환하여 불이익을 받을 염려가 있는 주주는 신주발행의 유지를 청구할 수 있음	2101388	김용판의원 등 13인 (2020/07/03)	소관위 회부

제20대 국회에 제출된 지배구조 개선 관련 법률안 검토

- 임기만료로 폐기된 법안들이 다음 국회에 재제출되는 경향이 있으므로 과거에 반복적으로 제출된 의안들의 내용과 빈도를 검토하면 추후 제출될 법률 개정안의 내용을 예상할 수 있음
- 조사 결과⁷⁾, 2016년 6월 1일부터 2020년 5월 30일까지 국회에 제출된 지배구조 관련 개정 법안들은 총 36건으로, 이 중 가장 높은 비중을 차지한 것은 상법(13건)과 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(11건)이었으며, 이어 국민연금법(4건), 국가재정법(3건), 주식회사의 외부감사에 관한 법률(2건), 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(2건), 상장회사법(1건) 순이었음
- 36건 중 정부가 제출한 의안은 1건(공정거래법 개정안)이었으며, 그 외는 의원이 제출함
- 임기만료폐기된 법안은 34건, 대안반영폐기된 법안은 2건으로, 36건 중 본회의를 거쳐 공포된 법안은 없었음

[그림 1] 제20대 국회에 발의된 지배구조 관련 법률안



[표 2] 제20대 국회에 발의된 지배구조 관련 법률안

구분	소관위원회	발의안 수(건)	비중(%)
국민연금법	보건복지위원회	4	11
주식회사의 외부감사에 관한 법률	정무위원회	2	6
국가재정법	기획재정위원회	3	8
독점규제 및 공정거래에 관한 법률	정무위원회	11	31
자본시장과 금융투자업에 관한 법률	정무위원회	2	6
상장회사법	정무위원회	1	3
상법	법제사법위원회	13	36
전체	-	36	100

7) 조사는 의안정보시스템(<http://likms.assembly.go.kr/bill/main.do>)에서 지배구조 개선을 의안의 목표로 명시한 개정법률안들을 취합한 후 의안 내용을 검토하는 식으로 이루어짐. 조사 대상에서 금융회사의 지배구조에 관한 법률은 제외함

- 제20대 국회에 제출되었던 법률 개정 의안의 내용을 검토한 결과, 발의안에 반복적으로 포함된 주요 내용은 다음과 같음
 - **(자사주 신주 배정 금지)** 자사주 신주 배정 행위를 금지하는 조항은 공정거래법, 자본시장법, 상장회사법으로 제출되었는데, 이는 기업집단들이 지주회사 체제로 전환하면서 기존에 보유한 자기주식을 활용해 지주회사가 보유한 자회사의 지분을 대폭 확대하는 것을 방지하려는 의도로 보임
 - **(이사 책임 및 자격요건 강화)** 이사 책임과 자격요건을 강화하기 위해 ①다중대표소송제 도입, ②이사의 책임감면 조항 삭제, ③이사 자격요건 공시 강화 등의 의안들이 제출됨
 - 다중대표소송제 도입은 주로 상법 개정안으로 제출되었으며, 모회사의 주주들이 자회사의 임원에게 책임을 물을 수 있게끔 법률을 개정해 자회사 이사들의 책임 소지를 분명하게 하고자 하는 목적으로 해석됨
 - 이사 책임 강화와 관련하여 이사의 책임 감면 조항을 삭제하고자 하는 의안도 반복적으로 제출된 바 있음
 - 또한, 이사의 선출 자격요건을 강화하는 상장회사법 개정안과 사업보고서에 자격요건을 명시하도록 하는 자본시장법 개정안도 제출되었음
 - **(의결권 행사 관련 제도 도입)** 전자투표제, 서면투표제와 같이 주주들의 의결권 행사를 용이하게 하는 의안들이 상법 및 상장회사법 개정 의안으로 반복적으로 제출되었고, 집중투표제 도입 관련 개정안도 6차례 제출된 바 있음
 - **(기업집단의 지배력 감시 강화)** 기업집단에서 동일인의 지배력을 견제하기 위한 법안들이 2016년과 2018년에 다수 제출되었는데, 주요 내용은 ①공시 대상 정보를 해외 계열사로까지 확대, ②사익편취 규제 대상 확대, ③순환출자 고리 해소, ④순환출자대상 및 공익법인의 의결권행사 제한 등이었으며 의원과 정부가 함께 발의한 것이 특징적임
 - **(주주가치 보호)** 그 외 자기주식 처분 의무화, 유상증자 할인을 제한 등의 내용이 제출됨
 - **(국민연금의 수탁자책임 강화)** 상기 서술한 발의안 내용들이 상장 회사 및 주주가치 보호를 위해 지배구조의 장치를 새로 도입하거나 법률을 강화하는 형태였다면, 기관투자자의 수탁자 책임을 강화하는 발의안도 국가재정법과 국민연금법 개정안으로 여러 차례 제출됨
 - 국민연금법 개정안은 ①국민연금 기금운용본부의 지배구조 개편, ②기관투자자의 적극적인 주주권 행사를 통한 수탁자 책임 원칙 이행을 주요 골자로 함
 - 그 외 국가재정법과 국민연금법 개정안에 ESG를 고려한 투자를 포함해 책임투자의 필요성을 명문화하기도 함

〈표 3〉 제20대 국회에 발의된 지배구조 관련 법 개정안 주요 내용 요약

개정 법안	주요 내용	발의자 (제안일)
상법	집중투표제 도입	이언주의원 등 10인 (2017/09/08) 노회찬의원 등 10인 (2016/09/02) 채이배의원 등 20인 (2016/08/08) 김종인의원 등 122인 (2016/07/04)
	전자투표제 또는 서면투표제 도입	이언주의원 등 10인 (2016/09/22) 노회찬의원 등 10인 (2016/09/02) 채이배의원 등 11인 (2016/08/05)
	다중대표소송제 도입	오신환의원 등 10인 (2017/02/14) 김종인의원 등 122인 (2016/07/04) 채이배의원 등 20인 (2016/08/08) 노회찬의원 등 10인 (2016/09/02) 이종걸의원 등 10인 (2016/11/03)
	이사의 책임 감면 강화	이훈의원 등 10인 (2017/06/23) 노회찬의원 등 10인 (2016/09/02)
	감사위원 분리선임	노회찬의원 등 10인 (2016/09/02) 채이배의원 등 11인 (2016/08/05)
	자기주식 처분 의무화	이종걸의원 등 10인 (2016/11/29) 박영선의원 등 10인 (2016/06/07)
	상법 공정거래법 자본시장법	자사주 신주배정 금지
공정거래법	①거래금액 기반 기업결합신고기준 도입, ②지주회사의 자회사·손자회사 지분을 상향, ③상호출자제한기업집단 소속회사의 기존 순환출자에 대한 의결권 제한, ④기업집단 소속 공익법인의 의결권 제한 및 공시의무 부과 규정 신설, ⑤사익편취규제 대상 확대	민병두의원 등 37인 (2018/11/19) 정부 (2018/11/30)
	상호출자제한기업집단의 국외 계열회사와 관련 정보 공시 강화 (해외 계열사와의 거래현황과 동일인 보유 주식 현황 등)	김동철의원 등 14인 (2016/06/23) 김용태의원 등 11인 (2016/07/08) 이언주의원 등 10인 (2016/09/22) 김영주의원 등 11인 (2016/10/26)
	①총수입가의 사익편취 규제대상 지분율 요건을 상장·비상장 구분 없이 모두 20%로 단일화, ②사익편취 규제대상 지분율 요건 판단 시 특수관계인이 법인을 통하여 간접적으로 보유하는 지분을 포함	채이배의원 등 11인 (2016/08/05)
국민연금법	수탁자책임 강화를 위한 기금운용본부의 지배구조 개편 또는 기관 투자자의 적극적인 주주권 행사를 통한 수탁자책임 원칙 이행	제윤경의원 등 13인 (2017/01/20) 윤소하의원 등 11인 (2017/02/22) 최운열의원 등 16인 (2017/03/27)
국민연금법 국가재정법	자산운용지침에 ESG를 고려하여 책임투자 활성화	노웅래의원 등 10인 (2016/09/12) 제윤경의원 등 13인 (2017/01/20) 이원욱의원 등 13인 (2017/06/14)
외부감사법	금융위원회가 감사시간 및 감사보수의 최저한도를 정하고, 미달 시 제재를 위한 근거 조항 추가	최운열의원 등 10인 (2017/02/24) 김관영의원 등 10인 (2016/12/28)
자본시장법	①사업보고서에 임원들의 선임 사실과 자격요건 적합 여부를 기재, ②주요사항보고서 서식에 이사회 의안 건 내용 및 찬반현황 등을 적시하도록 규정	이찬열의원 등 10인 (2019/02/26)
상장회사법	①유상증자 시 할인율 10%로 제한, ②일정기간 내 자기주식 처분 의무화, ③자사주 신주배정 금지, ④전자투표 및 서면투표 의무화, ⑤이사 선임 시 자격요건 강화 등	채이배의원 등 10인 (2020/05/18)

*해당 요약표는 지배구조 관련 법률 개정안의 내용 중 주요한 것만을 간추린 것이며, 발의자가 다수인 경우 일부를 추려 기입함. 자세한 사항은 의안정보시스템 참고

시사점

- 제20대 국회에서 의원들이 제출한 법률 개정안들을 검토한 결과, 개정안의 내용과 방향이 유사하게 반복적으로 제출되는 것을 확인함
- 제21대 국회에서 처음으로 제출된 상법개정안의 주요 내용이 되는 다중대표소송제, 집중투표제, 서면투표제, 자사주 신주발행 금지 등은 제20대 국회에서 이미 다수의 의원에 의해 서너 차례에 걸쳐 제출된 것으로 확인됨
- 따라서 이러한 내용을 중심으로 법률 개정 활동이 앞으로도 이어질 것으로 예상하며 법률 개정의 영향을 많이 받는 시장참여자들은 개정 동향을 예상하고 법률 개정의 실익을 따져보며 대비할 필요가 있음

Global News

1. ESG 펀드, 지난 10년간의 성과⁸⁾

- 기후변화에 대한 관심의 폭발적 증가 추세와 더불어 최근 몇 년 간 ESG 펀드의 규모가 급속하게 성장하였으며, 실제로 유럽에서는 지난해 2018년 대비 2배에 달하는 1,200억 유로를 지속가능 펀드⁹⁾에 투자함
 - 한편, 펀드의 지속가능성과 수익성 간에 양(+)의 상관관계를 입증하는 연구들이 점점 증가하는 추세인 것은 사실이지만, 두 가지 사이에 뚜렷한 상관관계가 발견되지 않는다는 연구도 다수 존재함
 - 이에 최근 글로벌 리서치회사 Morningstar에서 4,900여개의 유럽 펀드(이중 지속가능 펀드는 745개)를 대상으로 지속가능 펀드와 수익률의 상관관계에 대한 조사 보고서를 발간하였으며, 주요 내용은 아래와 같음

- 조사 결과, 펀드의 지속가능성과 수익률이 상충(trade-off)하지 않는 것으로 나타남
 - 1, 3, 5, 10년 기간 및 카테고리¹⁰⁾별로 나누어 분석을 시행한 결과, 모든 기간 및 대부분의 카테고리에서 지속가능펀드 수익률이 비지속가능 펀드에 비해 높은 수익률을 보임
 - 특히 10년 이상 생존한 지속가능 펀드의 58.8%가량이 동일 분류(규모, 시장)의 비지속가능 펀드에 비해 높은 수익률을 기록함
 - 미국 대형 혼합주 펀드(U.S. Large-cap blend fund)의 경우 10개중 7개(76.4%)의 지속가능 펀드가 비지속가능 펀드에 비해 높은 수익률을 나타냄
 - 지속가능펀드는 생존율¹¹⁾ 측면에서도 비지속가능펀드에 비해 우수한 성과를 보였는데, 지속가능펀드의 생존율이 10년간 72%였던 반면, 비지속가능펀드는 45.9%만이 생존함
 - 코로나19 바이러스 확산으로 인해 글로벌 증시가 악화되었던 올해 1분기에도 지속가능 펀드가 더 우수한 성과를 보임
 - 글로벌 대형 성장주(Global Large-cap growth fund) 카테고리를 제외한 모든 카테고리에서 지속가능 펀드가 비지속가능 펀드에 비해 최소 0.09%에서 최대 1.83% 가량의 초과 수익률을 보임

8) How does European sustainable funds' performance measure up? Morningstar Manager Research, June 2020; Majority of ESG funds outperform wider market over 10 years, 2020.6.13. Financial Times.

9) 저자들은 '지속가능 펀드'를 지속가능성과 관계된 테마를 추구하거나 재무적 수익 이외에 측정 가능한 긍정적 임팩트를 목표로 하는 펀드 혹은 환경, 사회, 지배구조(ESG)를 포트폴리오 구성에서 주요한 기준으로 삼은 펀드로 정의하였으며, ESG에 대한 폭넓은 강조 없이 제한적인 스크리닝 방식(limited exclusionary screens)을 차용한 펀드는 포함시키지 않았음을 밝힘

10) 지역(글로벌/미국/유럽), 종류(성장주/혼합주) 등에 따라 ESG 투자자들이 가장 비중을 두는 7개(Global Large-cap blend/growth/emerging markets, US large-cap blend, Europe large-cap blend, Eurozone large-cap, EUR corporate bond) 카테고리를 선정하였음

11) 생존율은 각 기간(1,3,5,10년)의 시작점에 존재했던 펀드의 개수를 각 기간의 마지막 날에 존재한 펀드의 개수로 나누어 계산함

- 미국 대형 혼합주 펀드 카테고리를 제외하고 모든 분류에서 액티브 펀드¹²⁾의 지속가능 펀드 비율이 패시브 펀드¹³⁾보다 월등히 높았으나, 성공률(비지속가능펀드보다 높은 수익률을 보이는 비율)이 가장 높았던 미국 대형 혼합주 펀드에서는 패시브 펀드의 지속가능 펀드 비율이 더 높은 것으로 나타남
- 저자들이 시사한 본 보고서의 시사점 및 한계점은 다음과 같음
 - 본 보고서의 가장 큰 시사점은 지속가능 펀드와 수익률 간에 상충관계가 성립하지 않음을 밝혀낸 것임
 - 오히려 지난 10년동안 지속가능 펀드가 비지속가능 펀드에 우수한 수익률을 기록했음이 나타남
 - 한편 분석대상인 유럽 지속가능 펀드 유니버스가 매우 다양한 범위의 지속가능 펀드를 포함하고 있고, 샘플 중 몇몇 펀드는 10년 이상의 매우 긴 역사를 가지고 있어, 결과 해석에 주의를 요함
 - 더불어 이러한 분석 결과가 모든 ESG 펀드가 우수한 성과를 낼 것을 담보하지는 못함
 - 기존 펀드에 비해 다소 특직적인 위치('niche status')를 점하고 있으며 장기 투자를 선호하는 기관투자자 고객 비중이 높은 지속가능 펀드의 특성상 단기 수익률 압박이 상대적으로 덜한 측면이 있어 높은 생존율을 보였을 가능성이 있음
 - 또한 분석 결과에서도 나타났듯이, 각 지속가능 펀드의 성공률은 카테고리별로 상이하게 나타났으므로, 이를 감안할 필요가 있음

12), 13) 액티브 펀드는 펀드매니저가 투자 종목, 투자 시점 등에 대한 적극적인 의사결정을 내리는 반면, 패시브 펀드는 시장지수를 추종하며 인덱스 펀드(index fund)라고도 불림

2. 2020 미국 주주총회 시즌 중반기 주요 트렌드

- Davis Polk¹⁴⁾에서 ‘Top 10 key Trends at 2020 Proxy Mid-Season’ 보고서를 발간함
 - 신종 코로나 바이러스 감염증(코로나19)의 확산이라는 특수한 위기 상황 하에서 이루어진 2020년 상반기 주주총회의 주요 트렌드는 다음과 같음
- 온라인 주주총회로의 전환
 - 미 상장사 중 1500여 개 사가 온라인 주주총회를 개최할 것으로 예상됨
 - 온라인 주주총회가 현장 참여 형태의 직접 주주총회가 보장하는 수준의 주주 참여도를 보장할 수 있는지에 대한 찬반이 있었으나 이번 시즌 주주들은 이동의 제약이 없어 더 많은 주주총회에 참여할 수 있었음
 - 개인 정보 보호에 대한 시스템의 한계도 보였지만 앞으로 온라인 주주총회 혹은 현장참여와 온라인 참여가 혼합된 ‘하이브리드’ 주주총회가 뉴노멀이 될 가능성이 높아짐
- 특정 지배구조 이슈와 환경·사회 분야에 대한 주주제안 증가
 - 코로나19의 빠른 확산으로 기업들이 중대한 위기 상황을 극복할 수 있는 능력이 있는지 시험하는 무대가 되면서 ESG 관리 능력의 중요성이 부각됨
 - 독립적인 의장을 요구하는 두 건의 주주제안이 통과되었고 독립적인 의장 선출 제안은 환경·사회 안건을 강조하기 위한 수단으로 이용되기도 함
 - 환경·사회 분야에서는 400건 이상의 주주제안이 있었는데, 가장 인기있는 주제로는 기후변화, 정치권 로비, 성별 다양성이 있었음
- 포이즌 필 도입 기업 약 2배 증가(2019년 말 대비)¹⁵⁾
 - 갑작스러운 주가 하락으로 약 45개 사가 경영권 방어수단인 포이즌 필을 도입함
 - 위기상황인 만큼, 2018년 금융위기 이후와 같이 NOL(순영업손실) 포이즌 필¹⁶⁾ 등을 포함한 더 많은 방어수단이 도입될 것으로 예상됨
- 자사주매입 및 배당 감시 강화
 - 지난 3월 발표된 경기부양 법안인 CARES Act(Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security) 이후 자사주매입 및 배당은 철저한 관리하에 이루어지고 있음
 - 이 법안에 따르면 대기업 지원 프로그램으로 대출을 받은 기업들은 대출 기간에 추가 1년을 더한 기간 동안 자사주 매입이 금지됨

14) 뉴욕에 본사를 둔 국제 로펌

15) 자세한 내용은 KCGS Report 10권 6호 ‘포이즌 필의 귀환’을 참조

16) NOL(Net Operating Losses, 순영업손실)은 법인세 부채를 상계하는 데 사용되는데, 수익 감소를 겪고 있는 기업들이 미래를 위하여 축적하기도 함. 그러나 미국 내국세입법(Section 382 of the Internal Revenue Code)에 따르면 기업 인수 상황에서는 기업의 NOL 사용이 제한될 수 있고, 이를 막을 수 있는 것이 바로 NOL 포이즌 필(권리 계획)임

- Russel 3000 지수 中 613개 사, 경영진 혹은 이사 보상 축소¹⁷⁾
 - 코로나19로 비롯된 인력축소에 대한 공동의 ‘연대 정신’을 보이고 기업의 유동성을 증가시키기 위해 이번 시즌 많은 기업들이 경영진 혹은 이사의 보수를 삭감함
 - 투자자들이 ESG를 점점 더 중요시 여길 뿐만 아니라 이번 위기가 이전의 경제 위기보다 더 광범위하게 이루어지고 있다는 점에서 의결권 자문 기관과 인덱스 펀드들이 이사회와 경영진에 더 많은 책임을 부여하고 있음

- 이사회 및 고위 경영진의 다양성 추구
 - 지난해 10월, 이사회 다양성을 촉구하는 뉴욕시 감사원장의 Accountability Project 3.0 캠페인에 따라, 다양한 기업들이 이번 시즌에 이사와 최고경영자 후보에 관한 ‘Rooney Rule (루니 룰)’¹⁸⁾을 도입하겠다고 밝힘
 - 후보자 군에 성별 및 인종, 민족 다양성을 고려한 소수자를 포함시키는 루니 룰을 도입하면, 백인/남성 위주의 이사진이라는 현상 유지 상태가 변화될 것으로 보임

- 기관투자자의 임원 겸직 제한 강화
 - 일부 기관 투자자들¹⁹⁾은 2020 주주총회 시즌 들어 임원 겸직 제한 규정을 강화했고 사외이사의 의장 역할을 두 개의 이사회 자리로 세면서 규정을 강화함

- 독점적 연방 포럼 조항의 채택
 - 올해 3월, 델라웨어 대법원은 델라웨어 기업들이 정관에 증권법(Securities Act of 1933) 관련 청구 소송을 연방법원에서만 할 수 있도록 하는 ‘연방 포럼 조항’을 채택할 수 있도록 함
 - IPO를 고려하는 기업이 이 독점적 연방 포럼 조항을 채택할 경우 잠재적 이점이 상당할 수 있는데, 실제로 시즌 후반, 소수의 중소 테크 기업들은 주주총회에서 델라웨어 판결을 인용하며 연방 포럼 규정 채택과 관련한 정관 수정안을 의결 안건으로 포함시킴

- SEC의 지배구조규정 개정안 진행 현황
 - 지난해 11월, 미국증권위원회(SEC)에서 주주제안 절차를 수정하고 의결권 자문 기관을 규제 하는 기업 지배구조 영역의 개정안 2건을 발표함
 - 의회의 마감일 제한에도 불구하고 개정안은 아직 확정되지 않았으며 올해 새 정부가 선출되고 이러한 규칙이 2020년 후반 확정되면 새 정부는 이러한 개정안을 백지화할 수 있음

17) Executive and Director Compensation Reductions in the COVID-19 Era, ESGAUGE, 2020.06.12

18) 미국 풋볼리그인 The National Football League에서 유래한 것으로, 헤드 코치와 관리자 직책을 인터뷰할 때 소수자 후보를 포함 시켜야 한다는 규칙

19) State Street Global Admisors(SSGA), T.Rowe Price, AllianceBernstein 등

KCGS Report 제10권 7호

발행일 : 2020년 7월 31일

발행인 : 신진영

발행처 : 한국기업지배구조원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL : 02-3775-3339 www.CGS.or.kr

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 다 00026
