

배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구

2010. 9.

연 구 위 원 권 세 훈
연 구 원 박 희 선

序 言

한국의 자본시장은 그동안의 양적 성장에 힘입어 최근 질적인 측면에서도 많은 혁신과 발전이 있었다. 그러나 자본시장을 활용한 새로운 기업금융수단의 개발 및 활용은 아직까지도 미진한 편이어서 주로 주식과 채권에 의존하는 전통적 방식에서 크게 벗어나지 못하고 있는 실정이다. 이러한 한국적 상황에서 기업과 투자자 모두에게 유익한 기업금융수단 및 투자수단을 제공할 수 있는 방안을 모색하는 것은 자본시장 발전에 중대한 의의를 지니는 과업이라고 생각한다.

본 보고서에서 논의하는 배당 재투자 계획은 흔히 DRIP(Dividend Reinvestment Plans)이라 불리어지는데, 참여를 희망하는 소액 주식투자자가 배당금을 자기회사 주식에 자동적으로 재투자하는 제도이다. 이때 배당금 이외에도 추가적으로 현금을 지불하여 주식을 매입할 수 있는 선택권을 제공하기도 하고, 기존 주주가 아닌 신규 투자자에게도 직접 주식을 매입할 수 있는 기회를 제공하는 경우도 있다. 따라서 DRIP의 본질은 배당 재투자 개념에 국한되지 않으며, “회사와 주주 사이의 직접적인 주식거래”로 확장될 수 있다.

DRIP은 소액투자자가 직접투자를 수행함에 있어 초기투자금액과 거래비용을 최소화하는 수단이 될 수 있다. 그리고 다양한 할인혜택 및 투자선택권을 제공함으로써 매력적인 투자기회를 제공하기도 한다. 회사 입장에서도 DRIP은 기업지배구조 측면에서 경영권을 안정시키고, 기업재무 측면에서도 효율적인 자금조달과 주가 안정화 수단이 될 수 있으며, 마케팅 측면에서 충성도가 높은 소비자를 확보하는 효과를 얻을 수 있다.

DRIP은 현재 미국이나 캐나다 등에서는 일반 투자자들에게 자주 활용되는 투자수단으로 알려져 있으나, 한국에서는 거의 이용되지 않고 있

으며 그 개념조차 생소한 상황이다. 이러한 현실은 주식회사의 배당이나 증권발행에 대한 엄격한 법 제도적 제약뿐만 아니라, 배당투자와 장기투자자의 인기가 높지 않은 주식투자문화와도 무관하지 않은 것으로 보인다.

그러나 근래에 상법 등의 법규 개정을 통해 제도적 제약사항들이 점차 완화되고 있으며 펀드 등 간접투자문화가 활성화되는 등 한국에서도 DRIP 도입 및 정착을 위한 필요조건들이 구비되어져 가고 있다고 판단된다. 그러므로 DRIP의 개념을 소개하고, 안정적인 도입과 효율적인 활용을 위해 필요한 제도적 고려 사항들을 점검한 본 보고서는 매우 시의 적절하고 유익한 연구주제를 다루고 있다고 생각한다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 권세훈 연구위원과 박희선 연구원께 감사드리며, 특히 본 보고서의 연구주제를 제안해주신 최도성 금융통화 위원께도 감사드린다. 또한 본 보고서의 지정논평을 담당한 김준석 연구위원과 편집을 도와주신 윤지아 선임연구위원과 임진 연구원, 주혜림 연구조원과 박미영 연구조원께도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2010년 9월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xiii
I. 서론	3
II. DRIP의 개요	9
1. DRIP의 개념	9
2. DRIP의 유형	11
3. DRIP의 연혁	13
4. DRIP의 사례	17
5. DRIP 제공 시 주요 고려사항	20
III. DRIP의 경제적 의의	25
1. 투자수단으로서의 DRIP	25
2. 기업금융수단으로서의 DRIP	26
3. DRIP의 효과: 옵션가치, 가격할인, 주가반응	31
4. DRIP 제공 기업의 특성	40
5. DSPP 제공 기업의 특성	44

IV. DRIP 관련 배당 제도의 개관	53
1. 미국의 배당 제도의 개관	54
2. 한국의 배당 제도의 개관	57
3. 한국과 미국의 배당 제도 비교	66
V. DRIP 도입을 위한 제도적 고려사항	71
1. 주주평등 원칙에 관한 고려사항	71
2. 주식배당 관련 고려사항	74
3. 지급수단 관련 고려사항	76
4. DRIP 관련 세제	79
5. DRIP 관련 회계 및 공시	81
VI. 결론	85
참고문헌	91

표 목 차

<표 II-1> DRIP 발전과정 요약	16
<표 III-1> 증권발행의 구체적인 동기	27
<표 III-2> 추가매입권의 옵션가치 추정(투자한도액=100)	33
<표 III-3> Scholes & Wolfson(1989)의 투자 및 수익 내역	35
<표 III-4> DSPP를 제공하는 이유	46
<표 III-5> 투자자를 유인하는 회사의 DSPP의 성공 요소	47
<표 III-6> DSPP 기업에 대한 이슈	48
<표 III-7> DSPP의 미래에 관련된 이슈	50
<표 IV-1> 배당가능이익의 구성	58
<표 IV-2> 배당의 구분	62
<표 IV-3> 배당 절차의 지급 시기별 비교	63
<표 IV-4> 배당 절차의 지급 유형별 비교	64
<표 IV-5> 주식배당, 무상증자, 주식분할의 효과 비교	65
<표 IV-6> 우리나라와 미국의 배당 절차 비교	67
<표 V-1> 주식배당 형태의 DRIP 운영 시 제약사항	75
<표 V-2> DRIP 도입 방안의 비교	78
<표 V-3> 지급방식에 따른 DRIP 회계 처리	81

그림 목 차

<그림 II-1> 거래소를 통한 주식거래와 DRIP 전달 경로	11
<그림 II-2> DRIP 방식 분류	12
<그림 IV-1> 미국의 배당 절차	57

약 어 표

BW	Bond with Warrant
DRIP	Dividend Reinvestment Plans
DSPP	Direct Stock Purchase Plans
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IRA	Individual Retirement Account
MIP	Monthly Investment Plan
NAV	Net Asset Value
OCP	Optional Cash Purchases
PER	Price Earnings Ratios
REITs	Real Estate Investment Trusts
SEC	Securities and Exchange Commission
VPO	Voluntary Purchase Options

《 Executive Summary 》

한국의 자본시장은 그동안의 양적 성장에 힘입어 최근 질적인 측면에서도 많은 혁신과 발전이 있었다. 그러나 새로운 기업금융수단과 투자수단의 개발 및 활용은 부족한 실정이다. 배당 재투자 계획(Dividend Reinvestment Plans: DRIP)은 기업과 투자자 모두에게 유익한 기업금융수단 및 투자수단을 제공할 수 있다.

DRIP의 개념 및 기본 구조

DRIP의 가장 기본적인 형태는 참여를 희망하는 주주가 배당금을 자동적으로 자기회사 주식에 재투자하는 것이다. 그러나 DRIP이 확산되면서 배당금 외에 추가적으로 현금을 지불하여 주식을 매입할 수 있는 선택권(Optional Cash Purchases: OCP)을 제공하게 되었다. 그리고 기존 주주가 아닌 신규 투자자도 직접 주식을 매입할 수 있는 기회를 제공하기도 한다. 따라서 오늘날 DRIP의 개념은 배당 재투자 개념에 국한되지 않으며 보다 일반적으로 회사와 주주 사이의 직접적인 주식거래로의 한 방편으로 이해할 수 있다.

DRIP의 유형은 참여주주에게 지급할 주식을 마련하는 방식에 따라 신주발행형(new-issue DRIP), 시장매입형(market DRIP or repurchase DRIP), 그리고 이 둘을 혼합한 조합형(combination DRIP)으로 구분할 수 있다. 이 외에도 수수료가 있는 것과 없는 것(no-load DRIP), 그리고 주주들의 DRIP 참여 여부를 결정함에 있어 선택적 참여(opt-in)와 선택적 거부(opt-out) 두 가지 방식이 가능하다.

DRIP의 장점

DRIP의 근본적인 장점은 소액투자자가 직접투자를 수행함에 있어 초기투자금액과 거래비용을 최소화하는 수단이 된다는 점이다. 그리고 다양한 할인 혜택 및 투자 선택권을 제공함으로써 매력적인 투자 기회를 제공하기도 한다. 한편 기업금융수단이라는 관점에서 DRIP은 증권발행의 일환으로 생각할 수도 있다. 특별히 DRIP을 통해 회사는 기업지배구조 측면에서 경영권을 안정시킬 수 있고, 기업 재무 측면에서 효율적으로 자금을 조달하고 주가안정에 기여할 수 있으며 마케팅 측면에서도 충성도 높은 소비자를 확보함으로써 상품 판매를 증진시키는 효과를 얻을 수 있다.

DRIP의 연혁

DRIP의 효시는 1920~1930년대에 뮤추얼펀드들이 배당을 재투자하는 방식을 이용한 데서 유래한다. 회사가 직접 형식을 갖추어서 DRIP을 제공한 것은 1957년 Lehman Corporation이 최초였으며, 이는 상장기업 최초이기도 하다. 이후 많은 금융서비스회사들이 DRIP을 제공하기 시작하였다. 1968년 SEC(Securities and Exchange Commission)는 일반 비금융회사 또한 DRIP을 제공할 수 있도록 DRIP 가능 회사의 범위를 확장하는 방향으로 규정을 개선하였다. 그리고 1994년 12월 SEC는 DRIP 관련 신주 매입에 관한 규정을 개선하여 실행 절차가 대폭 간소화되었다. 최근 자료에 의하면 미국의 경우에는 포춘 500대 기업 대부분을 포함하여 약 1,800개 이상의 회사에 대한 DRIP 투자가 가능하며 실제 DRIP 참여 투자자수는 약 500만 명에 이른다고 한다.

한국에서의 DRIP 투자의 일반적인 문제점

DRIP은 현재 미국이나 캐나다 등에서는 일반 투자자들에게 자주 활용되는 투자수단으로 알려져 있으나, 한국에서는 거의 이용되지 않고 있으며 그 개념조차 생소한 상황이다. 이러한 현실은 주식회사의 배당이나 증권발행 및 자기주식 거래에 대한 엄격한 법·제도적 제약 뿐만 아니라, 배당투자와 장기투자의 인기가 높지 않은 주식투자문화 와도 무관하지 않은 것으로 보인다. 본 보고서에서는 DRIP의 안정적인 도입과 효율적인 활용을 위한 고려 사항을 다음과 같이 제시한다.

DRIP 도입 시 주주평등 원칙을 위배하지 않도록 주의

첫째, DRIP이 상법 상 주주권리 관련 규정의 대전제인 주주평등 원칙을 위배할 수 있다는 점이다. DRIP이 사전적으로 대주주의 참여를 배제하고, 사후적으로 참여/비참여 소액주주 사이에 차별을 발생시킬 수 있기 때문이다. 그러나 이러한 차별이 경제적 실질 측면에서 심각한 문제를 야기할 정도는 아닌 것으로 판단된다. 그리고 현재 우리나라는 외국의 경우와 달리 독특하게 대주주들의 호의로 소액주주에 대한 배당률을 상대적으로 높이거나 대주주에게 무배당을 결의하는 차등배당을 허용하고 있다. 따라서 적절한 제도적 형식을 개발한다면 주주평등 원칙 위배 문제를 해결할 수 있을 것이다. 구체적으로는 매번 대주주 등의 동의를 구하는 번잡함과 거래비용을 회피하고 안정성을 확보하기 위한 방안이 필요하며, 이를 위해 DRIP 관련 내용을 대주주 및 법인주주의 양해각서나 정관규정에 반영하는 것을 고려해 볼 수 있을 것이다.

주식배당 형태 DRIP 위해서는 탄력적인 배당 제도가 필요

둘째, 만약 DRIP 제도가 주식배당의 형태로 도입된다면, 회사가 DRIP 주주에게만 주식배당을 실시할 수 있는가가 문제가 된다. 그리고 현행 상법에서는 주식배당의 경우 지급빈도 측면에서 결산기 배당만이 가능하며, 지급수단으로는 신주만을 허용하고 있다. 따라서 주식배당 형태의 DRIP 제도가 도입되어 원활하게 이용되려면 먼저 분기배당에도 주식배당이 가능하도록 하고, 자사주를 통한 주식배당도 DRIP의 경우 제한적으로 허용하도록 법제를 정비할 필요가 있다.

DRIP 지급 위해 신주발행 및 자사주 거래 제약을 완화해야 함

셋째, DRIP에 참여하는 주주들에게 어떤 종류의 주식을 지급할 것인가라는 문제 역시 핵심적인 이슈이다. 미국의 경우 DRIP 지급을 위해 신주와 구주 모두 이용가능하다. 한국의 경우 신주발행 및 자사주 거래에 대해 많은 제약 사항이 있지만 DRIP 제도를 원천적으로 금지하는 것은 아니라고 판단된다. 그러나 배당과 마찬가지로 증권발행에 관한 법규 역시 매우 엄격하고 보수적으로 해석되고 있는 관행을 고려할 때, 법적 안정성을 위해 DRIP 제도를 위한 신주발행 및 자사주 거래 및 처분에 관한 예외 규정이나 명시적 지침을 추가적으로 마련하는 것이 바람직하다고 판단된다.

DRIP 운영 방안

마지막으로 DRIP 운영에 있어 지급수단인 주식을 매입할 때 거래량이 증가하고 주가가 상승하는 현상이 발생할 수 있으므로, 분할 매수 및 주식 재고 보유 등의 적절한 운영방안을 마련하는 것이 필요하다.

그리고 DRIP 제도가 활성화되기 위해서는 초기 단계에서 참여주주에게 일정한 정도의 혜택을 부여할 필요가 있으므로, 회사 차원의 할인이나 선택권 부여 이외에 제도적 측면에서 세제우대 혜택 등을 한시적으로 부여하는 방안도 고려해 볼 수 있을 것이다.

« **Abstract** »

Research on Dividend Reinvestment Plans

Korea's capital markets have grown substantially in size and numerous innovations and developments have materialized. However, the markets still fall behind in developing and using alternative corporate financing tools, other than conventional stocks and bonds. Under the circumstances, a Dividend Reinvestment Plan(DRIP), a slightly mutated equity investment scheme, can be valuable to companies, and offer great opportunities to investors.

The Basic Concept and Structure of DRIPs

DRIP participating shareholders can reinvest their dividends in the equity of the underlying company. In some cases, shareholders are given Optional Cash Purchases(OCP) through which they can purchase additional shares with cash. In some DRIP formats, not only existing shareholders, but new investors also are allowed to purchase the underlying equity. Therefore, the DRIP concept is not limited to dividend reinvestments. It can be understood as a way of direct equity transactions between shareholders and the underlying company.

DRIP Benefits

The biggest benefit from DRIPs is that they allow small investors to minimize their initial investment principal and transaction costs

incurred by direct investments. In addition, they offer attractive investment opportunities through various discount and investment options. From a corporate financing perspective, DRIPs can be viewed as a form of equity issuance. Besides, a company can reap benefits from DRIPs: It can stabilize its managerial control, efficiently raise capital, and boost sales by securing loyal customers.

History of DRIPs

DRIPs originate back to the 1920s and 30s when mutual funds adopted a certain method to reinvest dividends. In 1957, Lehman Corporation became the first listed company to provide a DRIP. Since then, many investment service firms have developed their own version of DRIPs. In 1968, the Securities and Exchange Commission (SEC) revised its regulations to allow general non-financial firms to offer DRIPs. In December 1994, the SEC modified DRIP regulations again; under the new regulations, the DRIP implementation procedures were significantly streamlined. According to recent research(Larkin, Lee & Wane, 2005), in the U.S., over 1,800 companies including most Fortune 500 firms offer DRIPs, and around 5million investors enroll in DRIPs.

Problems in DRIP Investments in Korea

DRIPs are widely accepted as an equity investment tool and frequently used by general investors in the U.S. and Canada. However, in Korea, most investors are unfamiliar with the concept of DRIPs. This presumably stems from Korea's strict laws governing

corporate dividend policy and all transactions related to its own stocks, including new stock issuance. Also, Korea's equity investment culture where dividend investments and long-term investments are less popular seem to affect the trend. In this paper, we suggest the following in order to successfully and efficiently introduce and promote DRIPs in Korea.

1. Ensure that DRIPs do not violate shareholder equality

First, DRIPs can violate the shareholder equality principle, which is a prerequisite for provisions concerning shareholder rights stipulated in the Commercial Code of Korea. DRIPs have an ex-ante problem because they exclude the enrollment of major shareholders, and an ex-post problem because they can cause discrimination between participating and non-participating minority shareholders. However, such discrimination is not considered serious in economic terms.

Furthermore, Korea currently has a unique differential dividend scheme, where minor shareholders receive higher dividends or major shareholders receive no dividends at all as long as the major shareholders consent. Therefore, the shareholder equality problem can be resolved through an appropriate scheme. Specifically, what is necessary is a convenient and stable scheme which neither requires the consent of major shareholders every time nor incurs high transaction costs. A recommendation here is to revise the articles of incorporation or the memorandum of understanding with major shareholders to include DRIP-related provisions.

2. A more flexible dividend policy is required

According to the Commercial Code of Korea, stock dividends are allowed only for new shares distributed at the end of the fiscal year on an annual basis. Therefore, in order to promote the use of stock dividend reinvestment, laws and regulations should be revised to permit quarterly stock dividends. Also, treasury stocks should be allowed to be used as dividends, as long as they are distributed as part of a DRIP.

3. A more realistic approach for payment methods used for DRIPs

Another important issue in a DRIP is the kinds of stocks offered to the DRIP enrollees. In the U.S., new and old shares are allowed for the DRIP. Although Korea closely regulates new share issuance and treasury stock transactions, it does not completely ban DRIPs. However, exceptions or other clear instructions related to issuing new stocks, or trading and disposing treasury stocks for DRIPs should be considered.

4. Consider how to implement a DRIP.

Stock purchases for a DRIP can lead to an unexpected increase in trading volume and stock prices. Therefore, appropriate measures, e.g., buying stocks over a time period(accumulation), or holding a certain amount of treasury stocks, should be put in place to curb market volatility. In addition, offering benefits to DRIP enrollees will help promote the use of DRIPs in Korea. A company could offer discount or additional purchase options, and the government could consider giving temporary tax benefits to DRIP participants.

1. 서론

I. 서론

한국의 자본시장은 그동안의 양적 성장에 힘입어 최근 질적인 측면에서도 많은 혁신과 발전이 있었다. 그러나 자본시장을 활용한 새로운 기업금융수단의 개발 및 활용은 아직까지도 미진한 편이어서 주로 주식과 채권에 의존하는 전통적 방식에서 크게 벗어나지 못하고 있는 실정이다. 이러한 한국적 상황에서 배당 재투자 계획은 기존의 주식투자 방식에 약간의 변형을 가하여 기업과 투자자 모두에게 유익한 기업금융수단 및 투자수단을 제공할 수 있다는 점에서 중대한 의의를 지닌 제도이다.

배당 재투자 계획은 흔히 DRIP(Dividend Reinvestment Plans)이라 불리어지는데, 참여를 희망하는 소액 주식투자자가 배당금을 자기회사 주식에 자동적으로 재투자하는 제도이다. 이때 배당금 이외에도 추가적으로 현금을 지불하여 주식을 매입할 수 있는 선택권(Optional Cash Purchases: OCP 또는 Voluntary Purchase Options: VPO)을 제공하기도 하고, 기존 주주가 아닌 신규 투자자에게도 직접 주식을 매입할 수 있는 기회(Direct Stock Purchase Plans: DSPP)를 제공하는 경우도 있다. 따라서 DRIP의 개념은 배당 재투자 개념에 국한되지 않으며, 보다 일반적으로 “회사와 주주 사이의 직접적인 주식거래”로 이해할 수 있다.

DRIP의 근본적인 장점은 소액투자자가 직접투자를 수행함에 있어 초기투자금액과 거래비용을 최소화하는 수단이 된다는 점이다. 그리고 다양한 할인 혜택 및 투자 선택권을 제공함으로써 매력적인 투자 기회를 제공하기도 한다. 회사 입장에서도 DRIP은 기업지배구조 측면에서 경영권을 안정시키고, 기업재무 측면에서도 효율적인 자금 조달과 주가 안정화 수단이 될 수 있으며, 마케팅 측면에서 충성도가 높은 소비자를 확보하는 효과를 얻을 수 있다.

4 배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구

DRIP의 효시는 1920 ~ 1930년대에 뮤추얼펀드들이 배당을 재투자하는 방식을 이용한 데서 유래하는데, 회사가 직접 형식을 갖추어서 DRIP을 제공한 것은 1957년 Lehman Corporation이 최초이며, 이는 또한 상장기업 최초의 DRIP 사례이기도 하다. 1968년 SEC(Securities and Exchange Commission)는 DRIP 관련 규정을 개선함으로써 일반 비금융회사 또한 DRIP 서비스를 제공할 수 있게 되었다. 그리고 1994년 12월 SEC가 DRIP 관련 제도를 개선하여 실행 절차를 대폭 간소화한 것을 계기로 DRIP이 더욱 유행하게 되었다. 최근 자료에 의하면(Larkin, Lee & Wane, 2005) 미국의 경우 포춘 500대 기업들을 대부분 포함하여 약 1,800개 이상의 회사에 대한 DRIP 투자가 가능하며, 실제 DRIP 참여 투자자수는 약 500만 명에 이른다고 한다.

DRIP은 현재 미국이나 캐나다 등에서는 일반 투자자들에게 자주 활용되는 투자수단으로 알려져 있으나, 한국에서는 거의 이용되지 않고 있으며 그 개념조차 생소한 상황이다. 이러한 현실은 주식회사의 배당이나 증권발행 및 자기주식 거래에 대한 엄격한 한국의 법 제도적 제약뿐만 아니라, 배당투자자나 장기투자자의 인기가 높지 않은 한국의 주식투자문화와도 무관하지 않은 것으로 보인다.

그러나 근래에 상법 등의 법규 개정을 통해 제도적 제약사항들이 점차 완화되고 있으며 펀드 등 간접투자문화가 활성화되는 등 한국에서도 DRIP의 전제조건들이 구비되어져 가고 있다고 판단된다. 그러나 아직까지는 DRIP이 안정적인 도입과 효율적인 활용을 위해서는 보다 구체적인 명확한 제도적 정비가 필요한 것이 사실이다. 특히 한국의 상사 관련 법규는 명시적 허용 항목 외에는 불허하는 경향이 강하므로, DRIP처럼 새로운 제도의 도입을 위해서는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법) 상의 상장회사 특례규정이나 감독당국의 관련 규정 및 자율규제기관의 지침 등을 분명하게 마련할 필요가 있다고 본다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 DRIP의 개념과 유형, 그리고 연혁 및 사례를 다룬다. 제 3장에서는 DRIP의 투자수단 및 기업 금융수단으로서의 장단점 및 경제적 효과, 그리고 제공 회사들의 특성에 대해 살펴본다. 제 4장에서는 DRIP 관련 제도적 배경의 이해를 돕기 위해 미국과 한국의 배당 제도를 비교하여 설명한다. 제 5장에서는 DRIP의 도입을 위해 점검해 보아야 할 제도적 고려사항들을 구체적으로 분석하여 예상되는 문제점 및 개선 방안을 제시한다. 마지막으로 제 6장에서 결론을 맺는다.

II. DRIP의 개요

1. DRIP의 개념
2. DRIP의 유형
3. DRIP의 연혁
4. DRIP의 사례
5. DRIP 제공 시 주요 고려사항

II. DRIP의 개요

1. DRIP의 개념

DRIP이란 기본적으로 “주주가 배당금을 자기회사 주식에 재투자하는 것”을 의미한다. 그러나 DRIP의 본질적인 의미는 “회사와 주주가 자기회사 주식을 직접 거래하는 것”이다.

DRIP의 가장 기초적인 형태는 참여를 희망하는 주주가 배당금을 자기회사 주식에 재투자하는 것으로 말 그대로 “배당 재투자 계획”이다. 그러나 DRIP이 확산되면서 배당금 이외에도 추가적으로 현금을 지불하여 주식을 매입할 수 있는 선택권(Optional Cash Purchases: OCP 또는 Voluntary Purchase Options: VPO, 이하 선택적 현금매입)을 제공하는 경우도 나타나게 되었다. 그리고 기존 주주가 아닌 신규 투자자도 직접 주식을 매입할 수 있는 기회(Direct Stock Purchase Plans: DSPP)를 제공하기도 한다.

따라서 오늘날 DRIP의 개념은 배당 재투자 개념에 국한되지 않으며 보다 일반적으로 “회사와 주주 사이의 직접적인 주식거래” 즉, 증권직접투자(direct investments in securities)의 중요한 예로 이해할 수 있다.

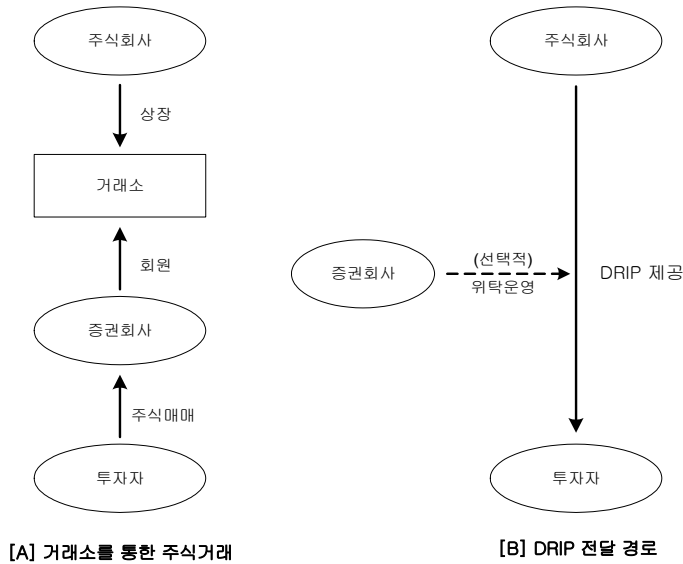
소액 직접투자는 대개의 경우 거래비용이 높고 분산투자효과(diversification)가 낮은 비효율에 직면하게 된다. 일반적인 투자원칙에 따르면 일정한 기대수익에 대응하여 위험을 최소화하기 위해서는 상관관계가 낮은 여러 주식들에 분산해서 투자하는 것이 바람직한데, 이때 여러 주식을 소액으로 자주 매매하면 결과적으로 높은 거래비용이 발생하기 때문이다.

이러한 문제를 해결하기 위해 20세기 들어 두 가지 방향의 금융혁신이 이루어졌는데 첫 번째는 간접투자 방식이며, 두 번째는 직접투자 경로를 혁신하는 것이었다(DeGennaro, 2003). 먼저 뮤추얼펀드와 폐쇄형(closed-end) 투자회사는 자산을 집단화(pooling)하여 전문투자자에게 운용을 위탁하는 “간접투자” 방식을 이용함으로써 소액투자자들에게 비교적 저렴한 거래비용으로 분산투자가 가능하도록 하였다.

다른 하나는 분산투자보다는 거래비용 최소화에 초점을 두어 자산의 전달경로(delivery channel)를 혁신하는 것이었다. 즉, “직접투자”에 따르는 거래비용과 초기투자금액을 최소화하는 것인데 DRIP이 그 대표적 예라고 할 수 있다. 일반적인 소액투자자의 직접투자 방식은 거래소에서 투자자 본인이 직접 주식을 매매하는 것이다. 거래소는 대개 회원제로 운영되므로 투자자는 회원인 증권회사를 중개인(broker)으로 이용해 주식을 매매하며 중개수수료(brokerage fee)를 지급하게 된다. DRIP은 이러한 전달경로를 혁신하여, 거래소와 중개인을 통하지 않고, 소액투자자가 회사와 직접 주식을 매매할 수 있도록 한 것이다. 단, 회사는 DRIP 운영에 따른 비용을 투자자에게 전가할 수 있으며, 심지어 증권회사에게 DRIP 운영을 위탁하고 그 위탁 수수료를 투자자가 지불하도록 할 수도 있다. 그러나 대체적으로 DRIP 관련 수수료가 일반적인 중개수수료보다는 저렴하므로 거래비용을 절감한다고 할 수 있다. 다음의 <그림 II-1>은 거래소를 통한 주식거래와 DRIP의 전달경로를 비교한 것이다.

결론적으로 DRIP의 기본적인 효용은 직접투자를 수행함에 있어 초기 투자금액과 거래비용을 최소화할 수 있다는 점이다. 즉, “소액투자자도 낮은 거래비용으로 직접투자를 실행”할 수 있는 것이다.

<그림 II-1> 거래소를 통한 주식거래와 DRIP 전달 경로



2. DRIP의 유형

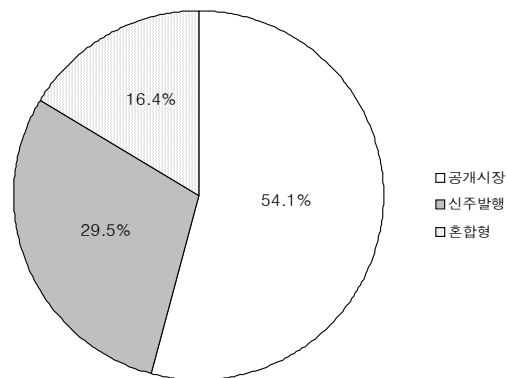
DRIP의 유형은 참여주주에게 지급되는 주식을 마련하는 방식에 따라 다음의 세 가지 유형으로 분류할 수 있다. 첫째는 신주발행형(new - issue DRIP)으로 신주를 발행하여 참여 주주들에게 제공하는 것이다. 둘째는 시장매입형(market DRIP or repurchase DRIP)으로 시장에서 주식을 매입하거나 또는 사내에 보유하고 있는 주식 즉, 사내주식(treasury shares)¹⁾으로 주식을 제공하는 것이다. 셋째는 이 둘을 혼합한 조합형(combination DRIP)이다. 한편 시장매입형과 사내주식을 이용하는 경우를 별도로 구분하기도 한다.

1) 기업이 이미 발행한 자기회사의 주식을 다시 매입하여 사내에 보유하게 된 보통주를 말하며 금고주라고도 한다.

이 외에도 배당금으로 주식을 매입하는데 따르는 거래수수료가 있는 것과 없는 것(no-load DRIP) 등으로 구분하기도 한다. 한편 주주들의 DRIP 참여 여부를 결정함에 있어 선택적 참여(opt-in)와 선택적 거부(opt-out) 두 가지 방식이 가능하다. 그 밖에도 기존 주주가 아닌 투자자에게 DRIP을 허용하는지, 앞서 설명한 OCP를 통해 추가적인 현금 매입이 가능한지 등에 따라 구체적으로 다양한 형태의 DRIP이 가능하다.

DRIP을 제공하는 많은 회사들이 추가적으로 현금을 지불하여 주식을 매입할 수 있는 선택 권리인 추가매입권을 제공한다. Evergreen Enterprise (1990)에 따르면, 1990년에 DRIP을 제공하고 있던 회사 중 표본에 포함된 1,045개 상장회사 가운데 대부분이 이러한 추가매입권을 함께 제공하고 있다고 한다. 이 중에서 전체의 54.1%에 해당하는 565개 회사는 DRIP을 위해 공개시장 매입 방식만을 사용하고 16.4%에 해당하는 171개 회사는 신주 발행 방식만을 사용하며, 29.5%에 해당하는 309개 회사는 두 방식을 모두 사용하였다.

<그림 II-2> DRIP 방식 분류



출처: Evergreen Enterprises, 1990, Guide to Dividend Reinvestment Plans

한편 DSPP의 경우를 조사한 연구(Baker, Khan, Mukherjee, 2002)에 따르면, 필요한 주식의 구입 현황에 대한 설문 결과, 73개 회사로부터 얻은 89개의 답변²⁾ 중 60개사(67.4%)는 공개시장 구입, 17개사(19.1%)는 미발행주식, 10개사(11.2%)는 금고주, 2개사(2.3%)는 유통시장에서 협상된 거래를 통해 취득했다. 공개시장에서 주식을 구입한다고 답한 60개사는 다른 소스로도 구입한다고 밝혔다.

3. DRIP의 연혁

DRIP의 효시는 1920~1930년대에 뮤추얼펀드들이 배당을 재투자하는 방식을 이용한 데서 유래한다. 회사가 직접 형식을 갖추어서 DRIP을 제공한 것은 1957년 Lehman Corporation이 최초였으며, 이는 상장기업 최초의 DRIP 사례이기도 하다. 이후 많은 금융서비스회사들이 DRIP을 제공하기 시작했다.

한편 투자회사가 아닌 일반 기업의 경우에는 1954년에 도입되어 1976년에 폐지된 NYSE의 월간투자계획(Monthly Investment Plan: MIP)이 DRIP의 효시라고 할 수 있다. 그러나 이는 개별회사에 대한 DRIP이 아니라 상장회사 집단에 대한 DRIP이라고 할 수 있다. NYSE의 월간투자계획은 NYSE가 직접 주관하여 소액투자자들이 최소 40달러의 금액으로 약 1,200여개의 주식에 투자할 수 있도록 하였다. 투자금액이 100달러 이하일 경우 수수료는 당시로서는 낮은 거래비용인 투자금액의 6%로 책정되었다. 계좌개설 비용 및 연간 유지비용도 없고 투자 의무도 없었다. 참가자들은 이 계획을 통해 배당금을 재투자할 수도 있고 주식을 매각할

2) 복수 응답이 있기 때문에 회사 수보다 답변 수가 많다.

수도 있으며 단주로 주식을 구입하는 것도 허용되었다. 이 계획은 소액 투자자들에게 충분한 장점이 있었음에도 불구하고 참여자 수가 1970년 정점을 이룬 후 급감하면서 1976년에 폐지되었다.

1968년 SEC는 DRIP을 제공할 수 있는 회사의 범위를 확장하는 방향으로 규정을 개선하였다. 그 결과 일반 비금융회사 또한 DRIP 서비스를 제공할 수 있게 되었다. 1968년 Allegheny Power Systems는 산업회사 최초로 DRIP을 실시하였으며 이후 전력, 전기, 가스 등 많은 유틸리티 기업들(utility firms)이 DRIP을 제공하기 시작했다. 소액투자자들이 중개자의 개입이 없는 DRIP을 더욱 많이 이용하게 되면서 NYSE의 월간투자계획 제도가 폐지되었다.

지급수단 측면에서 대부분의 DRIP은 시장에서 거래되는 주식을 회사가 매입하여 지급하는 형태(open-market DRIP)를 가졌으나, 1972년에 Long Island Lighting Company가 신주를 발행하여 지급하는 형태(new-issue DRIP)를 처음으로 선보였다(Finnerty, 1989). 신주를 발행하여 지급하면 사외 유통 주식(outstanding shares)이 증가하여 회사의 자본이 증가하게 된다.

한편 1972년에 AT & T는 주주들에게 회사주식을 시가보다 할인된 가격에 구매할 수 있는 투자계획을 최초로 제공하였다(Saporoschenko, 1996). 그리고 1982~1985년에 걸쳐서 유틸리티 회사의 경우에 특히 DRIP이 크게 유행하였는데, 이는 DRIP 참여주주에게 1985년 말까지 배당 재투자 금액에 대해 세금 이연 혜택을 부여하였기 때문이다.

1970년대 이후 DRIP의 형태는 계속 진화하면서 사내주식을 제공하고 전화주문도 허용하였다. 그리고 보통주 주식보유로 인해 지급받는 배당으로 우선주를 구입하는 것처럼 다른 종류의 주식에 재투자하는 것을 허용하는 경우가 생겨나기 시작하였다.

1990년대 중반까지는 본인 이름으로 자기회사 주식을 소유한 기존 주주만이 DRIP에 참여할 수 있었다. 이후 많은 회사들이 신규투자자들이 회사를 통해 직접 최초 주식을 매입하거나 브로커를 통해 매입한 후 DRIP에 참여할 수 있도록 허용하였다. 회사의 입장에서는 더 많은 주주를 확보할 수 있는 이점이 있기 때문이었다.

1994년 12월 SEC가 관련 규정을 개선한 이후, DRIP의 실행절차가 대폭 간소화되었다. SEC는 직접투자계획 실행이 좀 더 편리해지도록 개선안³⁾을 발표했는데, 이에 따르면 자격이 되는 회사에 대해서는 주가조작 등을 방지하기 위한 목적으로 규제⁴⁾를 면제해 준다는 것이다. 규정 개정 전에는 수수료 절감형(no-load DRIP) 서비스를 제공하기 위해 많은 회사는 2년이 걸리기도 하였는데, 이후 이 기간이 5주 이하로 단축되면서 시간적·경제적 비용을 상당히 절감할 수 있게 되었다.

DRIP을 제공하는 기업의 수도 지속적으로 증가하였다. 1972년 The Conference Board는 DRIP을 제공하는 200여개의 회사를 보고하고 있으며, 1992년 Barron's는 DRIP을 제공하는 900개의 회사와 폐쇄형 펀드(closed-end fund)를 보고하고 있다. S & P Stock Guides(1995년 1-3월호)는 DRIP 방식의 직접투자기회를 제공하는 1,054개 회사와 폐쇄형 펀드를 보고하고 있다(Niswander, 1995). 최근 자료에 의하면, 미국의 경우 포춘 500대 기업들을 대부분 포함하여 약 1,800개 이상의 회사에 대한 DRIP 투자가 가능하며 실제 DRIP 참여 투자자 수는 약 500만명에 이른다고 한다(Larkin, Lee & Wane, 2005).

3) Exemption from Rule 10b-6 for certain dividend reinvestment and stock purchase plans

4) Securities Act of 1934의 Rule 10b-6(anti-manipulation regulation)를 의미한다. 1996년 12월 Rule 10b-6는 Regulation M으로 대체되어 이어지고 있다.

<표 II-1> DRIP 발전과정 요약

효시	1920 ~ 1930년대 뮤추얼펀드들이 배당 재투자 방식을 이용하면서 유래
	1957년 Lehman Corporation이 최초로 회사 차원의 DRIP 제공
제공 회사 확대	1968년 SEC 규정 개정을 통해 DRIP 제공이 가능한 회사의 범위를 확대
	1968년 Allegheny Power Systems 산업회사 최초로 DRIP 실시
지급 수단 확대	1972년 이전엔 시장매입 DRIP 위주
	1972년 Long Island Lighting Company가 신주발행 DRIP을 최초로 실시
부가 서비스 증대	1970년대 이후 다양한 부가서비스 증대
활성화 지원 혜택	1972년 AT & T 할인 제공
	1982 ~ 1985년 DRIP 유틸리티 회사에게 세제 혜택
투자자 범위 확대	1990년대 중반 이후 기존주주 아닌 신규투자자에게도 최초주식매입 허용하는 회사가 증가함
실행절차 간소화	1994년 12월 SEC 규정 개정으로 실행절차가 대폭 간소화됨
최근 현황	포춘 500대 기업들 대부분 포함한 1,800개 이상 회사가 DRIP 제공, 투자자수는 500만명

4. DRIP의 사례

가. Fedex

Fedex는 기존 주주들에게 DRIP 서비스를 제공하고 있으며 DRIP에 참여하려는 신규 투자자들은 최소 100달러부터 투자할 수 있다. 기존주주가 아닌 신규 투자자들은 DRIP 서비스를 이용할 계좌를 개설하여 1,000달러를 입금하면 DRIP에 참여할 수 있다. 이 때 계좌 입금액은 한번에 1,000달러 모두 납부할 수도 있고 최소 50달러씩 자동투자를 연속으로 20회 납부하여도 된다. 이때 신규 투자자들은 DRIP 거래를 위한 계좌 개설 등록비 15달러를 지불해야 한다. 계좌개설 등록비는 신규 투자자가 처음 계좌를 개설할 때에만 청구되는 초기비용이다. 배당은 일 년에 4회(1월, 4월, 7월, 10월) 이루어진다.

투자자들은 초기투자금액 외에 선택적 현금매입을 통해 연간 최소 100달러에서 최대 25만달러 범위 내에서 주식을 추가적으로 구입할 수 있다. 주식은 선택적 현금매입을 통해 일주일에 2회 매입할 수 있으며 주식 구매 수수료는 회당 5달러에 추가적으로 주당 3센트이다.

배당 재투자 실행 시 수수료는 재투자한 금액의 5%(최대상한: 3달러)에 주당 3센트를 더한 금액이다. DRIP 주식의 매각 수수료는 회당 15달러에 주당 9센트가 추가된다.

Fedex가 DRIP을 이용하는 주주들에게 추가적으로 제공하는 서비스는 다음과 같다. DRIP에 참여한 주주들이 소유하는 주권을 주주를 대신하여 보관해주며(safekeeping service) 주주가 소유한 주식을 증여할 수 있는 서비스를 제공한다. 또한 매번 추가 납입하는 번거로움을 최소화하기 위해 정기적 자동 투자 서비스(automatic investment service)⁵⁾를 제

공한다. 자동 투자 서비스의 이용 수수료는 회당 2달러에 주당 3센트가 추가된다. 투자자들은 전화상으로 주식을 주문할 수 있으며 배당금의 일부분만을 재투자하는 부분적 배당 재투자 계획(partial DRIP)에 참여할 수도 있다. 미국 이외 지역에 거주하는 투자자들도 Fedex의 DRIP을 이용할 수 있다.

나. Abington Community Bancorp

Abington Community Bancorp은 1867년에 설립되어 미국 펜실베이니아 주에 위치한 중위급 상업은행이다. 이 은행은 널리 알려진 유명한 기업은 아니지만 회사가 제공하는 DRIP 특징이 다른 회사들과 차이점이 있어서 사례로 선택하였다.

이 은행은 기존 주주에게 DRIP 서비스를 제공하고 있으며 신규 투자자가 DRIP 서비스를 이용하기 위해서는 회사 주식 25주를 소유해야만 한다. Abington Community Bancorp은 주식을 구입할 때 별도의 구매 수수료를 청구하지 않는다.

투자자들은 초기투자금액 외에 선택적 현금매입을 통해 분기마다 최소 250달러에서 최대 5,000달러 범위 내에서 추가적으로 투자할 수 있으며 주식 구입도 분기마다 할 수 있다. 배당은 일 년에 4회(3월, 6월, 9월, 12월) 이루어진다. 배당에 재투자한 주식을 매각할 때는 20달러와 브로커리지 수수료가 추가된다. Abington Community Bancorp은 다른 회사와 달리 투자자가 주식을 모두 팔고 DRIP 서비스 이용을 종료할 때 거래종료비(termination fee) 10달러가 필요하다.

5) 우리나라의 적립식 펀드처럼 일정날짜를 정해서 계속 투자하는 것과 같은 서비스이다.

Abington Community Bancorp이 DRIP을 이용하는 주주들에게 제공하는 서비스는 다음과 같다. Fedex와 마찬가지로 DRIP에 참여한 주주들의 주권을 주주를 대신하여 보관해주는 서비스를 제공한다. Abington Community Bancorp은 부분 DRIP 서비스를 제공하지 않는다. 즉, 단주를 구입하여 DRIP에 참여하는 것을 금지하고 있다. 또한 미국 이외 지역에 거주하는 투자자도 Abington Community Bancorp의 DRIP을 이용할 수 있다.

다. Campbell Soup

Campbell Soup은 기존주주와 신규주주 모두 DRIP에 참여할 수 있는데 초기구매는 회사를 통해 투자자가 직접 해야 한다. 신규투자자는 최소 500달러로 계좌를 개설할 수 있는데 계좌 개설비용은 한 번에 납부하거나 최소 50달러씩 자동투자를 연속으로 10회 납부하면 된다. 그 이후에 투자자들은 선택적 현금구매를 이용하여 연간 최소 50달러에서 최대 35만달러 범위 내에서 투자할 수 있다. 배당에 재투자되는 주식은 선택적 현금매입으로 매주 구입하는데 투자자들이 첫 주식을 구입할 때 초기 등록비 15달러가 필요하다. 배당은 일 년에 4회(2월, 5월, 8월, 11월) 이루어진다.

주식 구입비용은 5달러에 주당 3센트가 추가된다. 배당 재투자 실행시 수수료는 재투자한 금액의 5%(최대상한: 3달러)에 주당 3센트를 더한 금액이다. DRIP 주식의 매각 수수료는 회당 15달러에 주당 12센트가 추가된다.

Campbell Soup가 DRIP을 이용하는 주주들에게 제공하는 서비스는 다음과 같다. 앞의 두 회사와 마찬가지로 DRIP에 참여한 주주들의 주권

을 주주를 대신하여 보관해주는 서비스를 제공하며 주주가 소유한 주식을 증여하는 것도 가능하게 해준다. 또한 정기적 자동 투자 서비스를 제공하는데 이 서비스의 이용 수수료는 Fedex와 마찬가지로 2달러에 추가적으로 주당 3센트이다. 구입할 주식은 전화상 주문 가능하다. Campbell Soup의 DRIP은 연회비 35달러를 납부하면 개인연금계좌(Individual Retirement Account: IRA)를 이용할 수 있는 옵션을 제공한다. IRA를 보유한 투자자들은 DRIP을 위해 따로 계좌를 만들지 않고 서비스를 이용할 수 있다. 이 회사는 단주를 구입하여 부분적으로 DRIP에 참여하는 것도 허용하고 있다.

5. DRIP 제공 시 주요 고려사항

회사가 DRIP을 제공한다면, 다음과 같은 사항들을 고려하고 결정해야 한다.

(1) 우선 DRIP 참여 방식 및 범위를 정해야 한다. 예를 들면 비주주에게도 최초 투자를 허용할 것인지, 그리고 기존주주에게 추가적으로 선택적 현금매입을 허용할 것인지 등을 정하는 것이다. 그리고 각각의 경우 최소 및 최대 금액을 정하는 것이 필요하다. 기본적으로 DRIP은 소액주주들을 위한 것이므로 지나치게 큰 투자 금액은 바람직하지 않다. 한편 지나치게 낮은 투자 금액은 거래비용을 증가시키는 부작용이 있다. 더 많은 참여자와 자금을 확보하고 관련 비용도 절감하기 위해서는 보다 포괄적이고 효율적인 DRIP 설계가 필요하다.

(2) DRIP 주식 매입 시 할인 여부를 정해야 한다. 할인을 제공하면 그만큼 회사 입장에서는 비용이 발생하며, 특히 추가적 현금매입 등이

가능할 경우 차익거래가 증가할 수 있음에 유의해야 한다. 단 DRIP 최초 도입 시점에서는 할인 제공이 주요한 참여 지원 방안이 될 수 있다.

(3) DRIP 관련 비용 중 어떤 부분을 회사가 부담할지 정해야 한다. DRIP 관행을 보면, 행정적 비용은 대부분 회사가 부담하는 경우가 많다. 그러나 DRIP 주식의 매입비용에 대해서는 회사마다 다르며 뚜렷한 경향은 없는 것으로 보인다. 한편 DRIP 주식의 매각비용은 해당 주주가 부담하도록 하는 경우가 많다.

(4) DRIP 주식을 회사에 재매각하는 것을 허용할 것인지를 정해야 한다. 상당수의 DRIP이 주식의 전부 또는 일부를 회사에 재매각하는 것을 허용하고 있다. 이 경우 5~15달러 정도의 수수료를 부과하는데, 이는 운영비용과 중개수수료를 합산한 것이다. 중개수수료는 주당 15센트 이하로 고정되거나 실제 보유 주식 수에 비례하여 계산되기도 한다.

(5) DRIP 운영을 회사가 할 것인지 외부에 위탁할 것인지 검토해야 한다. 대부분의 회사는 주식 거래를 위한 대리인을 두고 있으므로, DRIP 운영도 이들 대리인에게 위탁하는 것이 자연스럽다. 그러나 어떤 회사들은 DRIP 운영에 직접적으로 더 많이 개입함으로써 주주들의 호의를 얻어내고 DRIP 수요를 더욱 진작시킬 수 있다고 믿는다.

(6) DRIP 주식의 매입과 매각 시기를 고려해야 한다. 배당 채투자 부분은 배당지급일을 기준으로 주식을 매입하는 경우가 많다. 추가 현금매입 부분 등은 이전에는 월 단위로 매입하는 경우가 많았는데, 시간이 지나면서 주 또는 일 단위로 매입하는 등 점점 매입 주기가 짧아지는 추세이다. 참여 예상 주주 수에 기초하여, 회사는 적시적 거래(timely trade)를 제공하는 것과 중개 및 운용비용에서 규모의 경제를 이루기 위해 충분한 주문량을 모아 거래하는 이점을 절충하는 의사결정이 필요하다.

(7) DRIP 주식의 확보 방식을 정해야 한다. 기본적으로 신주 발행, 금고주 제공 또는 공개시장 매입의 세 가지 방안이 있으며, 이들을 혼합

하여 사용할 수도 있다. 이들 방안의 선택기준은 DRIP의 목적과 관련되어진다. DRIP 목적이 자본조달이라면 회사는 신주 또는 금고주를 이용해야 한다. DRIP 목적이 추가적으로 장기투자자를 유인하여 주주기반을 안정화시키는 것이라면 어떤 방법이라도 적절할 것이다.

(8) 마지막으로 DRIP 주식의 기준 가격은 쉽게 확인되고 이해 가능한 방식으로 결정되어야 한다. 예를 들면 특정일(또는 기간) 고가 평균과 저가 평균에서부터 1개월간 매입한 주식의 평균 가격까지 다양하다. 그리고 회사가 공개시장에서 주식을 매입하는 경우에는 시장의 가격 결정에 있어서 특정 주주에게 불리한 영향이 발생하지 않도록 주의해야 한다.

III. DRIP의 경제적 의의

1. 투자수단으로서의 DRIP
2. 기업금융수단으로서의 DRIP
3. DRIP의 효과: 옵션가치, 가격할인, 주가반응
4. DRIP 제공 기업의 특성
5. DSPP 제공 기업의 특성

III. DRIP의 경제적 의의

1. 투자수단으로서의 DRIP

DRIP은 소액투자자들에게 직접투자 수단으로 대단히 매력적인 요소를 가지고 있다. 첫째, DRIP을 통해 주식을 매입할 때 대부분의 경우 중개수수료(brokerage commissions) 또는 서비스비용을 부과하지 않으므로 비용절감의 장점이 있다. 그러나 회사와 직접 거래하지 않고 중간에 투자회사 또는 브로커리지 회사를 이용하여 투자하는 경우에는 회사에서 요구하는 수수료를 지불해야 한다.

둘째, 회사가 DRIP 참여주주에게 시장가격보다 할인된 금액으로 주식을 취득할 수 있도록 하는 경우가 많은데, 이런 할인율은 보통 3~5%이다. 이러한 할인 구매 제도는 1975년 AT&T가 처음으로 제공하기 시작했으며, 이때 적용된 할인율은 5%였다.

셋째, 대부분의 DRIP은 현금지급을 통해 추가적으로 주식을 구매하는 것을 허용하고 있는데, 이를 선택적 현금매입이라고 한다. 단주구입이 허용되는 것이 보통이며, 대개 10달러 이상의 최소 투자금액이 존재한다. 예를 들어 최소 투자금액이 100달러인데 회사 주식의 시가는 200달러라면 0.5주의 매입도 가능하다는 것이다. 이는 고가의 대형주 매입을 희망하지만 비싼 금액 때문에 투자가 어려웠던 소액투자자에게 매력적인 특징이다. 한편 이러한 선택적 현금매입은 일단 DRIP에 가입한 이상 무조건적으로 주식을 매입하게 되는 배당금 부분과 달리 선택적으로 주식을 매입할 수 있으며, 따라서 회사가 주주에게 콜옵션을 부여한 것과 동일한 효과를 지닌다. 이러한 콜옵션의 가치는 구체적인 DRIP 조항에 따라 달라지겠지만, 한 연구에 따르면 매입 가격의 3~5%에 이르는 것으로 판단된다(Dammon & Spatt, 1992).

넷째, 장기적 투자전략의 주요한 수단으로서 매입단가 평준화 효과(dollar - cost averaging)를 얻을 수 있다. 장기에 걸쳐 일정금액을 지속적으로 투자함으로써 즉, 주식매입시기를 분산시킴으로써 평균적인 매입단가를 평준화시킬 수 있으며 이는 일시적인 대규모 매입에 따르는 위험을 완화시키는데 효과가 있다. 적립식 펀드 역시 이러한 매입단가 평준화 효과를 이용하여 투자하는 예이다.

한편 Scholes & Wolfson(1989)의 연구는 단순히 DRIP 참여주주에게 부여되는 할인 추가매입 권리를 이용하는 투자방식을 통해 상당한 수익을 실현하였다고 보고하였다. 시장가격과 비교하여 이들에게 부여된 추가적 할인매입 권리에 적용된 할인율은 5.26%로 추정되었다. 이들은 20만달러를 투자하여 42만 1,000달러의 이익을 실현하였으며, 거래비용을 제할 경우 순이익은 16만 3,800달러였다고 한다.

2. 기업금융수단으로서의 DRIP

DRIP은 기본적으로 증권 발행의 일환으로 생각할 수 있다. 기업이 증권을 발행하는 동기는 근본적으로 지출 및 투자를 위한 자금조달이다. 다음의 <표 III-1>은 기업의 증권 발행 동기의 구체적 예를 제시하였다.

<표 III-1> 증권 발행의 구체적인 동기

관점	기능
본원적 기능	부와 위험부담을 투자자들 사이에 이전시키기 위해 자본구조의 조정과 자산구조조정을 위해
재무정책	자본비용이 저렴한 시기의 시장기회를 활용하기 위해
	기존 증권의 만기연장 또는 대체를 위해
	기존 증권의 유동성 향상을 위해
지배구조	투표권이나 소유권 분산을 위해
	인수합병과 인수 대비 방어력 강화를 위해
	증권의 내재적 가치에 관한 사적정보의 이익 편취를 위해
	대규모 거래나 사유화를 촉진시키기 위해 상호조합 형태를 탈피하기 위해

DRIP 역시 앞서 언급한 대부분의 증권 발행 동기들과 관련되지만 특별히 DRIP을 통해 회사는 기업지배구조 측면에서 경영권을 안정시킬 수 있으며, 기업재무 측면에서 효율적으로 자금을 조달하고 유동성을 확보할 수 있으며, 마케팅 측면에서 충성도가 높은 소비자를 확보함으로써 상품판매를 증진시키는 효과를 얻을 수 있다.

우선 기업지배구조 측면의 경영권 안정 효과는 안정적인 주주기반에서 기인한다. 일반적으로 DRIP에 참여하는 소액투자자들은 소득평균화 (income - averaging) 투자 전략을 취하거나 기타 여러 동기로 인해 주식 매수 후 보유 전략(buy and hold strategy)을 취하는 경향이 있다. 이는 장기적으로 주식을 보유하는 안정적인 주주 기반이 확대됨을 의미한다. 특히 경영권 분쟁과 관련하여 대리투표(proxy vote) 문제가 발생할 때 소액투자자들이 일반적으로 현재의 경영진을 지지하는 경향이 있다면 DRIP이 경영권 안정에 유리할 수 있다. 1980년대 이전에는 주식을 상당량 보유한 개인들이 경영진의 행동을 효과적으로 방해한 증거가 거의 없다. 그러나 이후 기관투자자들이 경영권 장악에 충분한 지분(controlling interest)을 보유하면서부터 경영권 안정에 도전이 발생하기 시작했다고

한다(Friedman, 1996). 이는 주식 대량 매집이 자주 발생하는 경우 경영권 교체가 더욱 쉽게 이루어질 수 있다는 것을 의미한다. 그러므로 경영진은 대주주들의 경영권 도전 가능성을 희석시키기 위해 소액주주 기반을 확대할 수 있는 DRIP을 이용할 유인이 있는 것이다.

그리고 경영자는 회사와 주식을 직접 거래하는 주주의 비중을 늘리고 싶어한다. 많은 경우 기관에서 회사의 주식을 보유하고 있는 부분이 상당하다. 이러한 기관소유는 대부분 뮤추얼펀드 또는 개인들이 브로커나 간접소유계좌(street name 계좌)를 이용하여 투자하는 중개기관인 경우가 많다. 일반적으로 기업은 중개기관을 통한 간접적 소유자의 비율이 증가하는 것을 두 가지 이유에서 선호하지 않는다. 우선 회사는 간접 소유자를 파악하지 못하므로, 중개인을 통해서만 의사소통이 가능하다. 그 결과 주주와의 의사소통은 실행비용이 증가하고 회사의 통제범위를 벗어나게 된다. 둘째 간접소유계좌 주식은 보통 공매자(short seller)에게 빌려주는 것이 가능하다. 이것은 자본조달능력이 떨어지는 회사에게 특히 중요한 요소이다. 많은 회사가 간접 소유를 직접 소유로 바꾸는 것이 유리하다고 믿고 있는데 DRIP이 도움이 될 수 있다.

한편 DRIP은 주가안정에도 도움을 줄 수 있다. 기관 간 대량 거래로 인해 주가변동성이 심화된다고 믿는 회사들은 DRIP 가입 주주들에게 지급할 주식을 매입하는 과정을 통해 회사가 직접 주가변동성을 조정할 수단을 얻을 수 있다. DRIP 참가자들은 주식을 활발하게 거래하지 않기 때문에 DRIP 참여가 높을수록 주식가격의 변동성 또한 줄어들 수 있다. DRIP은 기본적으로 회사 주식에 대한 정기적인 추가 수요를 발생시킨다는 점에서 주가를 부양하는 효과도 기대할 수 있다.

기업재무 측면에서도 DRIP은 효율적인 자금조달 수단이 될 수 있는데 외부자금에 의존하지 않고 배당 계획에 따른 신주 발행을 통해 자금을 조달할 수 있기 때문이다. 특히 이러한 점은 자본의존도가 높은 수도나 전기 등 유틸리티 산업 내 회사에게 특히 매력적이다. 부채 부담이 큰

자본구조를 가진 회사들은 DRIP을 통해 재무구조의 균형을 맞출 수 있다. DRIP은 또한 현금 유동성을 확보하는 수단이 될 수 있다. DRIP에 필요한 주식을 공개시장에서 구입하지 않는 경우를 가정하면, 회사는 배당금 지급을 위한 현금 유출을 방지하게 된다. Niswander(1996)는 몇몇 사례를 통해 DRIP으로 인한 자본조달 비용과 이자지출의 감소가 DRIP 운용 비용을 상쇄하고도 남을 정도라고 주장한다.

그리고 기업은 DRIP을 통해 주식을 발행함으로써 인수자에게 지급해야 하는 수수료(underwriting fee) 등의 거래비용을 절감할 수 있다. 배당금 지급 관련 문서 및 자본조달의 초기비용과 운영비용도 상당 부분 절감할 수 있다. Carlson(1996)은 신주 발행 비용이 조달금액의 5~15% 정도 소요된다고 분석했다. Scholes & Wolfson(1989)은 회사가 투자자와의 직접거래를 통하여 자본을 조달하는 경우 조달금액의 5%까지 거래비용을 절약할 수 있다고 분석했다. 그리고 DRIP에서 할인조건을 제공하는 회사가 제공하지 않는 회사보다 자금조달이 훨씬 유리하다는 사실을 발견했다. 할인조건이 없는 DRIP을 통해서도 배당 지급액 대비 평균 12% 정도의 자금을 재유치할 수 있지만 5% 할인을 제공하면 평균 98%의 자금을 재유치할 수 있다고 분석했다.

마지막으로 기업은 DRIP을 통해 마케팅 측면에서 유리한 효과를 얻을 수 있다. 특히 소비자 관련 상품을 판매하는 회사는 DRIP이 소비자 관계를 강화할 수 있다고 믿는 경향이 있다. 맥도날드의 경우, 주주의 50%가 DRIP에 참여하고 있다. P & G(Procter & Gamble)는 비주주가 직접 주식을 구입하는 것을 허용한 최초의 기업 중의 하나이다. P & G는 많은 주주들이 회사의 주식을 소유하고 있으면 P & G 상품을 더욱 많이 이용하고 주위 사람들에게도 P & G를 홍보할 것이라고 판단한다(Niswander (1996)). 많은 경우 DRIP을 통해 신규주주가 되거나 투자금액이 증가하는 주주들은 상표 충성도(brand royalty)가 강화될 것으로 예상할 수 있다. 이 경우 회사는 상품판매 및 시장점유율 증대를 기대할 수 있을 것이다.

한편 회사가 DRIP을 실행하는 과정에 다음과 같은 장애요인이 잠재되어 있으므로 주의가 필요하다.

(1) 회사는 DRIP을 이용하여 자본을 저렴하게 조달할 수 있고 배당으로 지출되는 현금을 사내에 유보할 수 있지만, DRIP을 운영하기 위해서는 비용이 필요하다. 다만 Niswander(1996)에 따르면 DRIP에 소요되는 비용이 총 조달자본의 1% 수준이며, 이 비용은 자본조달 비용 절감 및 이자소득 증가 이익으로 상쇄될 수 있을 것이라고 한다.

(2) DRIP은 회사가 배당금을 지급하지 않으면 작동하지 않는다. 그러나 향후 배당과 상관없이 이용 가능한 새로운 방식들이 개발될 수 있을 것이다.

(3) 주주기반이 DRIP을 좋아하지 않을 수도 있다. 주주의 수가 너무 적거나 참여가 많지 않을 경우 관련 비용이 과도할 수 있다.

(4) 주가가 시장가격보다 낮으면 추가로 주식을 판매하는 것이 기존 주주의 주식가치를 희석시킬 수 있다.

(5) 주주 입장에서 세금 계산이 매우 복잡하다. 일반 주주에 비해 DRIP 참여 주주는 주식 거래로 인한 이익과 손실에 관한 기록 책임이 증가한다. DRIP으로 취득한 주식들은 각각의 매입 시점마다 다른 과세 기준이 적용되는 다른 자산으로 취급된다. 따라서 DRIP 제공 회사(또는 대리인)는 주주들에게 매입 주식에 대한 요약 정보와 주식의 손익을 쉽게 계산할 수 있도록 관련 정보를 제공해야 한다.

(6) 회사는 효율적으로 자본을 이용해야 한다. DRIP은 보통 자산과 주식을 증가시킨다. 회사가 신규자금을 적절히 운용하지 못할 경우 수익률과 같은 재무성과 측정치에 부정적 영향을 미칠 수 있다.

3. DRIP의 효과: 옵션가치, 가격할인, 추가반응

가. 추가매입권의 옵션 가치

DRIP을 제공하는 많은 회사들이 추가적으로 현금을 지불하여 주식을 매입할 수 있는 선택적 현금매입을 제공한다. 추가 매입권 행사시 적용되는 주식가격을 산정하는 방법은 회사마다 차이가 있다. 그러나 대체적으로 공개시장에서 매입한 자기주식을 제공하는 경우에는 평균적인 매입비용으로 산정되며, 신주를 발행하여 제공하는 경우에는 미리 정한 규칙에 의해 산정된다. 대부분의 경우 DRIP 참여 주주는 이러한 추가매입권의 보유로 인해 상당한 크기의 옵션가치를 얻게 된다.

DRIP은 대개의 경우 실무적으로 추가투자금액 한도(limit)가 월별, 분기별, 연도별로 정해져 있다. 따라서 조기에 많은 금액의 추가매입권을 실행할 경우 나중에 투자 가능 금액이 적어지며, 이는 옵션의 최적행사결정(optimal exercise decision)이 존재할 수 있음을 의미한다. DRIP의 추가매입권 최적행사 전략은 일반적인 주식의 콜옵션과는 다르다. 일반 주식의 경우 배당락(ex dividend) 직전에 배당부(cum dividend) 상태일 때 콜옵션을 행사하는 것이 최적인 반면, DRIP 추가매입권의 경우에는 기간별 투자한도를 고려해야 하므로 최적행사 전략을 찾기가 어렵다. 그리고 통상 평균가격으로 매입가격을 결정하므로 옵션가치가 경로 의존적이다(path dependent). 한편 많은 회사들이 추가매입 시 투자일보다 하루나 이틀 전에 매입대금을 납부하도록 하는데, 이는 실질적으로 투자시점의 주가를 알지 못하는 상태에서 추가매입 결정을 내리는 것을 의미하며, 이는 옵션가치를 감소시키는 효과를 낳는다. 그러나 이러한 불완비 가격정보(incomplete price information) 조건에서도 추가매입권은 여전히 어느 정도 옵션가치를 가지는 것으로 추정되었다. 한편 사전에 매입대금을 납

부하도록 하는 회사 중에서도 투자일 직전에 매입결정 취소를 허용하는 경우도 있는데, 이때에는 불완비 가격정보의 가치 저해 효과가 약화된다.

결론적으로 DRIP의 옵션가치를 결정하는 것은 앞서 설명한 기간별 투자한도, 경로 의존적 행사가격, 불완비 가격정보 문제 등으로 인해 매우 어려운 일이다. Dammon & Spatt(1992)의 연구는 이러한 어려움을 극복하기 위해 일반적인 가정을 도입한 후 모형을 설정하고 몬테카를로 시뮬레이션 기법을 활용해 옵션가치를 추정하였다. 참고로 이들 논문은 추가매입권을 자발적 매입 옵션(Voluntary Purchase Options: VPO)이라는 용어로 지칭하였다. 이 연구에 따르면 추가매입권 자체의 옵션가치는 개별 회사가 제공하는 DRIP 조건에 따라 많은 차이를 보인다. 특히 추가매입의 투자한도액, 할인액, 그리고 평균가격을 산정하는 기준인 평균화 기간(averaging period) 및 가격유형(증가, 고가, 저가 등) 등의 요인에 의해 많은 영향을 받는 것으로 보인다. 한편 평균가격 산정 방식에 의한 매입의 경우에는 시가와 매입가격의 차이는 세법상 자본이득(capital gains)으로 취급받아 자본손실(capital losses)과 상계가 가능한 반면 직접적인 할인혜택 부여 방식은 배당소득(dividend income)으로 취급받아 자본손실과의 상계가 허용되지 않는다. Dammon & Spatt(1992) 연구는 추가매입권의 옵션가치를 추정함에 있어 이러한 세금상의 차이는 고려하지 않았다. 결론적으로 이들 연구는 통상적인 조건 하에서 추가매입권의 옵션가치는 3~5%의 할인매입과 비슷한 크기의 가치를 지닌다고 보고하였다.

분석 결과는 기본적으로 추가매입권의 옵션가치는 주가의 변동성(표준편차) 및 할인액에 비례하고, 거래비용에는 반비례함을 보였다. 그리고 투자한도 계산에 적용되는 잔여기간은 만기의 역할을 담당하므로 잔여 개월 수가 많을수록 옵션가치가 증가한다. 또한 이러한 잔여기간 증가의 옵션가치 기여 정도는 평균가격산정에 적용되는 평균화기간이 길수록 더 커진다. 주요 요인별 상호 연관성을 살펴보면, 먼저 할인금액이 큰 경우

에는 옵션가치가 변동성에 민감하지 않았다. 즉, 통상적으로 최대치 할인 수준인 5% 할인의 경우에는 그 자체로 심내재가격(deep in the money) 상태가 되어 옵션가치의 추가 기여 정도는 미미한 수준을 보였다. 다음의 <표 III-2>는 추가매입한도가 100원인 경우의 옵션가치를 투자 시 거래비용(투자금액의 1%)의 유무, 가격할인(5%) 유무, 불완비 가격정보(투자일 및 대금납부일 시차 2일) 유무, 잔여기간(1~12월), 그리고 평균화 기간(5일 및 10일)의 차이에 따라 추정한 것이다(Dammon & Spatt, 1992).

<표 III-2> 추가매입권의 옵션가치 추정(투자한도액=100)

거래 비용 (%)	가격 할인 (%)	투자 시차 (일)	잔여기간(월)							
			1	2	3	4	6	9	12	
패널 A: 5일 평균화 가격 적용										
0	5	0	5.266	6.374	7.003	7.436	8.018	8.550	8.886	
		2	5.233	5.683	5.925	6.092	6.322	6.505	6.614	
1	5	0	4.267	5.344	5.962	6.389	6.987	7.499	7.838	
		2	4.187	4.636	4.880	5.047	5.281	5.472	5.584	
0	0	0	1.080	1.709	2.138	2.462	2.935	3.407	3.728	
		2	0.440	0.698	0.866	0.994	1.199	1.387	1.511	
1	0	0	0.648	1.096	1.428	1.691	2.095	2.516	2.813	
		2	0.104	0.194	0.266	0.330	0.446	0.571	0.665	
패널 B: 10일 평균화 가격 적용										
0	5	0	5.487	7.113	8.065	8.730	9.635	10.480	11.030	
1	0	2	0.663	1.118	1.459	1.723	2.131	2.556	2.855	

출처: Dammon & Spatt, 1992, p. 341 요약

나. 할인매입의 효과

앞서 설명한 추가매입권에서 주주들에게 가장 매력적인 요소가 바로 할인조항(discount program)이다. 현금할인(cash discount) 제공은 특히

금융부문에 집중되어 있으며, 전기·수도·가스 등 유틸리티 회사나 부동산 업체와 몇몇 제조업체 등에서도 제공된다. 통상적인 할인 크기는 $5/95(=5.26\%)$ 인데, 간단히 5% 할인으로 언급되는 경우가 많다. 시간이 지나면서 DRIP에 대한 투자자들의 관심이 증대되면서 몇몇 회사들은 할인율을 점진적으로 낮추기도 하였다.

Scholes & Wolfson(1989)의 연구는 할인매입을 제공하는 66개 회사를 표본으로 포함하고 있는데, 이중 57개 회사가 5% 할인을 제공하였다. 그리고 13개 회사는 월별 투자한도를, 49개 회사는 분기별 투자한도를, 그리고 4개 회사는 연도별 투자한도를 설정하였다. 이중 22개 회사는 연간 투자한도 범위가 2만~2만5천달러이며, 14개 회사는 1만~2만달러, 8개 회사는 5만~10만달러이다. 가장 흔한 구조는 20개 회사가 제공한 구조로서, 계좌당 분기별 5천달러 투자한도로 5% 할인을 제공하는 것이었다. 이 외에도 5% 할인매입에 있어 분기당 3천달러 투자한도를 설정한 회사가 7개, 분기당 2천달러 회사가 6개, 월 5천달러 회사가 6개 있다.

할인이 DRIP의 추가매입권 행사에 미치는 효과는 분명하다. Scholes & Wolfson(1989)에 따르면, 1985년도 5% 할인을 제공한 8개 회사는 보통주와 우선주에 지급한 배당금액 대비 평균적으로 98%(중간값 93%)에 해당하는 금액이 추가매입되었으나, 할인을 제공하지 않은 7개 회사의 경우에는 평균 12%(중간값 14%)가 추가매입되었다. 할인을 제공하다가 중단한 사례를 살펴보면, J.P. Morgan의 경우 5% 할인을 제공한 1985년에는 44%(금액으로는 9,200만달러) 추가매입되었으나 할인을 제공하지 않은 1986년에는 23%(5,500만달러)에 그쳤다. Bank of New England의 경우에는 더 극단적인데 할인을 제공한 1985년에는 96%(4,170만달러)였으나 할인을 제공하지 않은 1986년에는 15%(830만달러)에 그쳤다. 이는 투자자들이 할인매입 기회를 적극 활용하며 추가매입권 행사에 있어서 할인이 매우 중대한 효과를 가짐을 보여주는 것이다.

Scholes & Wolfson(1989)은 저자들 자신들이 직접 DRIP의 할인매입을 이용하는 투자전략을 실행하여 큰 수익을 얻었음을 보고하였다. 이들에 따르면 20만달러를 투자하여 2년여의 기간 동안 42만1천달러의 이익을 얻었다고 한다. 다음의 <표 III-3>은 이들의 투자수익 내역을 정리한 것이다. 이 중 할인이득 금액은 대행업자 수수료와 헷지전략 실행 등의 거래비용을 차감한 순이익이다. 그리고 정상이득은 전반적으로 주가가 상승한 시장 효과에 기인한 이득 부분을 계산한 것이며, 초과이득은 전체 순이익에서 이들 이익을 차감한 것으로서, 투자전략 자체에 기인하는 이득으로 해석될 수 있다. 그리고 이들은 투자관련 활동의 90%가 2년 미만 기간에 수행되었다고 보고하였다.

<표 III-3> Scholes & Wolfson(1989)의 투자 및 수익 내역

투 자	\$200,000	투자관련 활동의 90%가 2년 미만 기간에 수행됨
이 익	\$421,000	
투자이익 \$421,000의 구분		
할인이득	\$163,800	거래비용 차감한 순이익
정상이득	\$182,600	일반적 주가 상승 효과
초과이득	\$74,600	투자전략 자체의 효과

한편 할인매입을 통해 투자자들은 큰 이익을 얻을 수 있지만 회사 입장에서는 많은 비용을 부담하게 된다. 할인으로 인해 더 많은 추가매입이 이뤄지면 배당지급에 따른 세금부담, 관리비용, 주식거래에 따른 거래비용, 그리고 신규투자자에게 할인을 제공함에 따른 기존주주들의 손해 등의 비용이 발생하기 때문이다. 그런데도 많은 회사들이 할인을 제공하는 이유는 무엇 때문인가? Scholes & Wolfson(1989)은 이 질문에 대한 잠정적 답변으로서, 그리고 자신들이 얻은 상당한 규모의 투자이익

을 분권화된 투자은행 서비스(decentralized investment banking service)에 대한 보상 즉, 투자은행이 아닌 주주들에게 직접 주식을 인수시킴으로써 절감한 비용으로 해석하였다. 그리고 회사입장에서는 소액투자자들의 장기적 보유경향에 의한 경영권 안정 등의 비재무적 요인들도 작용할 것으로 판단된다. 한편 할인매입에 대한 투자자들의 관심이 증대되면서 할인의 정도를 낮추는 회사도 있으며, 단기적 차익거래를 목적으로 할인매입을 시도하는 투자자들에 대해 제재를 가하는 회사들도 있다.

다. 주식 거래에 미치는 영향

1) 신주발행 DRIP이 주가에 미치는 영향

DRIP은 그 실행을 위해 새롭게 주식을 발행하거나 유통 중인 주식을 매입해야 한다. 그런데 기존의 이론 및 실증분석에 의하면 신주를 발행하는 경우에는 주가가 하락하고, 유통 중인 주식을 매입하는 경우에는 주가가 상승하게 된다. 본 절에서는 DRIP의 경우에도 동일한 효과가 발생하는지 살펴보고자 한다.

일반적으로 신주발행의 경우 정보비대칭에 기인한 역선택(adverse selection) 문제로 인해 주가하락이 예상될 수 있다(Myers & Majluf, 1984). 그러나 신주발행 DRIP의 경우에는 이러한 주가하락 효과가 약화되며, 오히려 통계적으로 유의하게 주가가 상승하는 경우도 있는 것으로 보고되었다. Peterson, Peterson & Moore(1987)의 연구는 DRIP 제공 유틸리티 회사에 대한 세제혜택이 제공되기 시작한 1981년을 전후로 표본을 나누어 SEC에 DRIP을 등록한 시점의 1일간 주가수익률을 조사하였다. 이에 의하면 세제 변경 전에 DRIP을 채택한 유틸리티 회사들은 등록일 다음날 시장에서 부정적 반응을 얻었으나, 세제 변경 후에 DRIP을 채택한 유틸리티 회사의 경우에는 세제혜택이 없는 일반 회사들에 비해 상당히 유

의하게 더 높은 초과 수익률을 보였다. 한편 비유틸리티 회사들의 DRIP의 경우에는 평균적으로 미미한 초과 수익률을 보였다. Chang & Nicholas(1992)의 연구 역시 1981년 세제 혜택 부여 이후 유자격 유틸리티 회사의 경우에는 발표일에 양의 주가효과가 발생함을 발견하였다. 그리고 세제 혜택이 부여된 기간인 1982~1985년 기간 동안 유자격 유틸리티 회사의 경우에는 DRIP 참여율이 증가하였으나 비자격 유틸리티 회사의 경우에는 참여율 증가가 나타나지 않았음을 보고하였다. Dubosky & Bierman(1988)의 연구는 할인 제공 DRIP을 발표한 46개 회사에 대해 발표일 전후 3일간 초과수익률이 통계적으로 유의하게 양(+)이었음을 발견하였다. 한편 Allen(1991)은 제조회사의 DRIP 발표의 경우에는 통계적으로 유의한 음의 초과수익률을 보임을 보고하였다.

이렇듯 DRIP의 경우 특별히 할인을 제공하거나 세제 혜택이 있는 경우, 신주발행과 관련한 주가하락 효과가 약화되거나 오히려 주가가 상승하는 이유는 무엇인가? DRIP의 경우 여러 시점을 거쳐 점진적으로 자금 조달이 이루어지므로 일시에 자금을 전부 조달하는 경우에 비해 정보비대칭 효과가 작아진다(Scholes & Wolfson, 1989). 그리고 인수자를 통해 신주를 발행하는 경우 직접적으로 비용이 발생하게 되는데, DRIP은 회사와 투자자 사이의 직거래를 통해 비용절감이 가능하다. 즉, 일반적으로 주어지는 5% 할인의 가치는 인수자를 통해 자금을 조달할 때 발생하는 직접 비용에 상응하는 규모이며, 이 부분이 인수자가 아닌 기존 주주들에게 주어짐으로써 주가 수익률 하락이 억제된다는 것이다(Smith, 1986).

2) 시장매입 DRIP이 주식 거래에 미치는 영향

DRIP의 실행을 위해 유통 중인 주식을 매입하는 경우 시장에서는 해당 주식의 일시적인 초과수요에 의한 가격압력으로 인해 주가상승 현상이 발생할 수 있다. Blouin & Cloyd(2005)는 DRIP을 제공하는 폐쇄형 뮤

추일펀드(closed-end mutual funds)에 대한 실증분석을 통해 실제로 DRIP 시장매입 시점 전후 3일간 초과거래량(abnormal volume)과 초과 수익률(abnormal return) 모두 통계적으로 유의하게 양(+)임을 보고하였다. 즉, DRIP 거래로 인해 해당 주식의 거래량이 늘고 가격이 하락한 것이다. 특히 배당률이 높을수록 이러한 현상이 더 강한 반면 신주를 함께 발행하는 경우에는 이러한 현상이 약화되었다.

미국 세법상 폐쇄형 뮤추얼 펀드는 그 지위를 유지하기 위해 연간 배분액(annual distribution)이 일반소득(ordinary income)의 98%와 순자본이익(net capital gains)의 98%를 합한 금액 이상이 되어야 한다. 따라서 폐쇄형 뮤추얼 펀드는 배당을 상당히 많이 지급하며 DRIP을 제공하는 경우도 많다. DRIP이 제공되는 경우 배당지급을 위한 거래가 정기적으로 발생한다. 그리고 순자산가치(Net Asset Value: NAV)를 공시하므로 주주와 펀드 매니저 사이의 정보 불균형도 작은 편이다. 그리고 유사 펀드들이 많아서 대체적인 투자 대상들도 많은 편이므로 이러한 거래량 및 가격 효과가 정보 불균형에 기인한 가능성은 낮다.

한편 주주들의 DRIP 참여방식에 있어 선택적 참여(opt-in)와 선택적 거부(opt-out) 두 가지 방식이 가능한데, 전자는 명시적 동의가 있는 경우에만 참여하는 것이며, 후자는 명시적 거부가 없는 한 자동적으로 참여하도록 하는 것이다. 이들 연구에서는 DRIP에 참여한 468개 펀드 중에서 81%에 대해 DRIP 참여방식에 대한 조사가 가능했다. 조사 가능한 표본에 있어서 채권형 펀드(bond funds)의 경우 과세형(taxable)은 43%, 면세형(tax-exempt)은 49%, 그리고 주식형 펀드(equity funds)의 경우 60%가 선택적 거부형이었다. 이러한 패턴은 채권형 펀드 투자자들이 대체로 정기적 현금흐름을 요구하는 경향이 강하다는 사실과 부합하는 것이다. 한편 펀드 차원이 아닌 브로커 차원에서 DRIP 서비스를 제공하기도 하는데, Morgan Stanley나 Merrill Lynch 등이 대표적인 브로커 회사이다. 따라서 실질적인 DRIP 참여율은 이보다 더 높다고 할 수 있다.

폐쇄형 뮤추얼 펀드가 DRIP을 위해 주식을 획득하는 방법은 크게 다음의 두 가지이다. 첫째는 주식이 시장에서 할인 거래될 때, 즉, 순자산가치(NAV)가 시장가격보다 클 때는 시장매입을 하는 것이다. 둘째는 주식의 시장가격이 순자산가치보다 높을 때는 펀드로부터 직접 신주나 사내주식을 순자산가치 가격으로 매입하는 것이다. 단, 브로커 차원에서는 항상 시장매입을 할 수 밖에 없다.

한편 장외시장거래(off - market(or off - board) transaction)도 가능하다. 대개 펀드 스폰서(sponsors)는 DRIP 지급일 이전에 점진적으로 주식을 매입하는 경향이 있으며, 지급시점에 이러한 주식을 장외시장거래를 통해 거래한다. 브로커의 경우에도 장외시장거래가 가능한데, 특별거래창구(19c - 3 trading desks)를 통해 일반 투자자들로부터 매도 요청을 받은 주식을 사서 나중에 DRIP 지급을 할 수 있다. 이때 매입 매도 이중의 스프레드 수입이 가능한데, 1997년부터 2001년 사이에 주요 거래소의 호가단위가 변경되면서 호가 스프레드가 감소하고 이들 수입의 중요성이 감소하면서 어떤 회사들은 특별거래창구를 폐쇄하기도 하였다.

Blouin & Cloyd(2005)의 연구는 DRIP을 시행하는 폐쇄형 뮤추얼 펀드의 경우 배당지급일 직후 관련 주식의 거래량 증가 및 가격상승 현상이 발생하는데, 그 근본적 원인이 매수측 주문 불균형(buy - side order imbalance)에 있음을 주장하였다. 즉, DRIP 지급을 위해 시장에서 주식을 매입함으로써 추가적인 수요가 발생하여 주식 거래량이 증가하고 가격이 상승한다는 것이다. 이는 DRIP 시행에 있어서 주식의 확보 방식에 따라 주식의 시장 가격이 적어도 일시적으로는 많은 영향을 받으므로 주의를 요한다는 시사점을 제공한다.

4. DRIP 제공 기업의 특성

배당의 존재이유 자체가 기업재무 이론에서는 답변하기 어려운 중요한 퍼즐 중의 하나이다(Black, 1976). 무관련성 정리(irrelevance theorem)에 의하면, 완전시장 가정 하에서 자본구조나 배당은 기업 가치에 영향을 주지 못한다(Modigliani & Miller(1958), Miller & Modigliani(1961)). 만약 이익 지급, 세금, 거래비용, 정보전달, 채권자 보호, 자본조달 등의 현실적인 요인들을 추가적으로 고려하더라도 배당은 오히려 기업 가치를 감소시킬 수 있으며, 기업 가치를 증가시키는 경우에도 배당이 아닌 자사주매입 (share repurchase)이나 이익유보(retention) 등의 대체적인 방안들이 더 효율적일 수 있다.

DRIP의 경우에도 유사한 논리에 의해 그 존재이유를 설명하는 것이 쉽지 않다. 세금이 없는 경우, 그리고 배당을 지급하기로 약정한 기업의 주주가 배당금을 재투자하려는 경우에는 DRIP이 거래비용을 절감시킬 수 있다. 그러나 현실에서는 배당에 불리한 세금의 존재를 고려해야 하므로 DRIP 대신 이익을 유보하는 방식이 훨씬 더 효과적이다. 따라서 DRIP의 존재이유 역시 설명하기 힘든 퍼즐이 된다(Bierman, 1997). 그러나 DRIP이 반드시 존재해야 하는 이유를 논리적으로 설명하는 것이 어렵더라도, 실증적인 측면에서 DRIP을 실제로 제공하는 회사의 특징을 살펴보는 것은 가능하며 또한 DRIP을 이해하는 데 있어서 매우 중요한 출발점이 된다.

DRIP을 제공하는 회사의 가장 큰 특징은 규모가 크다는 점이다. 다수의 연구들에 의하면 DRIP의 개시, 운영, 유지와 관련하여 상당한 비용이 발생하는데(Davey(1976), Carlson(1992)), 기본적으로 규모가 큰 회사의 경우 DRIP 관리에 따르는 비용 측면에서 규모의 경제가 있기 때문인 것으로 판단된다.

DeGennaro(2003)의 연구는 1999년도 DRIP 가이드(Guide to Dividend Reinvestment Plans, 1999)에 등재된 1,135개 회사들 중 Compustat 데이터 베이스에 포함된 906개 회사를 분석하였는데, 이에 따르면 906개 DRIP 제공 회사의 총자산 평균은 138억 7천만달러이다. 이는 DRIP을 제공하지 않는 나머지 회사의 총자산 평균인 23억 3천만달러의 5배를 넘는 규모이다. 그러나 회사규모는 회사의 다른 많은 특성들과 높은 상관관계를 가지므로, 이러한 통계적 결과만으로는 회사규모가 DRIP 제공에 직접적인 영향을 미치는지 여부를 판단하기는 어렵다. 따라서 DeGennaro(2003)의 연구는 회사규모를 고려한 매칭 표본(size-matched sample)을 구성하여 보다 엄밀한 분석을 실시하였다. 참고로 DRIP을 제공하지 않는 906개의 매칭표본 회사의 총자산 평균은 144억 1천만달러이다.

DRIP 회사의 산업별 분포를 보면 전기와 가스 회사들이 많은데 이들은 대표적인 규제산업에 해당한다. 규제산업의 경우 고객이나 해당지역 주민이나 종업원들에게 특혜적 접근(preferential access)이 가능해 다양한 형태의 DRIP을 설계하여 제공하기가 쉽다. 실제로 표본에서 이러한 특혜적 접근을 제공한 23개의 DRIP 회사의 경우 금융회사인 하나를 제외하고는 모두 유틸리티 산업에 속한 회사이다.

그리고 부동산투자신탁(Real Estate Investment Trusts: REITs) 회사들이 DRIP을 제공하는 경우가 많다. 이들 회사는 세법상 우대를 받기 위해서 이익의 95% 이상을 주주에게 배분해야만 하므로 내부 유보자금을 이용하기가 어렵다. 따라서 지속적으로 외부 자본시장에서 자금을 조달할 필요가 있으므로 DRIP을 이용해서 보다 안정적으로 자금을 조달하려는 유인을 가질 수 있다.

한편 통신업의 경우 DRIP 제공 회사가 적는데, 그 이유는 1990년대 후반에 이들 회사들이 급격한 성장세를 보이면서 배당을 거의 지급하지 않았기 때문이다. 이는 투자 지출이 많은 성장기업의 경우에는 DRIP을 채택할 유인이 낮음을 시사한다.

주주 구성 측면에서 DRIP 제공 회사의 경우 평균적으로 4만 9,650명의 주주가 존재하는데 비해, 매칭표본 회사의 경우 2만 3,460명의 주주가 존재하였다. 그리고 DRIP 회사의 주식은 연간 평균적으로 1억 4,360만주가 거래되는데 비해, 매칭표본의 경우 1억 9,190만주가 거래되었다. 따라서 1 주주 당 연간 거래 주식수는 DRIP 회사의 경우 2,890주인데 비해 매칭표본 회사의 경우 8,200주이다. 이는 DRIP 회사의 주주 구성이 훨씬 더 안정적임을 의미한다. 이러한 현상들은 앞의 장에서 DRIP의 장점으로 설명한 경영권 안정 부분의 내용과 일치되는 것이라고 할 수 있다.

그리고 DRIP 회사의 경우 더 노동집약적 산업(labor-intensive industry)에 속한 것으로 보인다. DRIP 제공 회사의 종업원 수는 평균 2만 4,100명인데 비해 매칭표본 회사의 경우 1만 8,490명인데, 이는 통계적으로 매우 유의한 차이를 의미한다. 종업원 소유(employee ownership)가 유리한 범위 내에서 노동집약적 회사들은 DRIP을 제공할 유인이 많아진다. 왜냐하면 노동집약적 회사들일수록 종업원이 더 많으므로 DRIP을 통해 종업원 소유가 더 늘어날 수 있기 때문이다. 그리고 종업원들의 경우 투자를 해도 소액투자인 경우가 대부분이므로 DRIP이 적절한 투자대상으로 인식될 수 있기 때문이다.

그리고 DRIP 회사는 좀 더 성숙한 기업(mature firms)인 경우가 많은 것으로 판단된다. 성숙한 기업은 신생기업에 비해 유형 자산이 많은 대신 성장기회(growth opportunities)는 적으며, 배당을 많이 지급하고 부채가 많은 경향이 있다. 따라서 이들 기업은 현재의 이익이 높고 상대적으로 미래의 기대 이익은 낮은 편이며, 결과적으로 낮은 가격 대비 수익율(Price Earnings Ratios: PER)과 시장장부가비율(market-to-book ratios)을 보인다. 실제로 DRIP 회사의 경우 부채를 제외한 모든 항목에서 성숙한 기업의 특성과 동일한 속성을 보인다. 단 부채의 경우에는 DRIP회사와 매칭회사의 경우 별다른 차이를 보이지 못했다.

한편 Larkin, Lee & Wane(2005)의 연구에 의하면 자신들이 확보한 DRIP 제공 회사 963개 표본 가운데 압도적 다수를 차지하는 882개가 시장매입 방식이라고 한다. 이들은 특별히 배당은 지급하되 DRIP은 제공하지 않은 회사들을 통제표본으로 설정하여 시장매입 DRIP을 제공하는 회사의 특성을 분석하였다. 구체적인 자료의 특성 및 주요 결론을 소개하면 다음과 같다.

먼저 이들은 2000년에 발간된 DRIP 제공 회사 등록부⁶⁾에 시장매입 DRIP 제공 회사로 보고된 모든 회사들을 표본으로 정하였다. 그리고 비교 분석을 위해 동일한 기간 동안 배당을 지급하였지만 DRIP을 제공하지 않은 회사들은 산업분류와 자기자본 규모를 고려하여 통제표본으로 설정하였다. 이들 표본의 분석 기간은 1996~2000년이다.

분석 결과 우선 시장매입 DRIP을 제공하는 회사는 비제공 회사에 비해 우선 기업규모가 유의하게 크다는 사실을 발견하였는데, 이는 일반적인 DRIP 제공 회사의 경우 이미 살펴본 것으로서 DRIP의 시작과 조정 및 유지에 따르는 비용 측면에서 규모의 경제에 기인하는 것으로 판단된다. 다음으로 시장매입 DRIP 회사의 경우 통계적으로 유의하게 더 많은 여유현금흐름(free cash flow)을 보유하였다. 이는 시장매입 DRIP의 가장 중요한 특징이 신규 자본조달이 발생하지 않는다는 점임을 감안할 때, 시장매입 DRIP이 초과 보유 현금을 주주에게 배분하는 주요 수단이 될 수 있음을 시사하는 결과로 해석할 수 있다. 그리고 시장매입 DRIP 회사들은 보다 높은 시장장부가비율을 보였으나, 통계적 유의성은 강하지 않은 편이었다. 내부자 지분율(insider ownership)은 통계적으로 유의한 차이를 보이지 못했다.

6) 18th Edition of the Directory of Companies Offering Dividend Reinvestment Plans, 2000.

한편 로짓 회귀분석에서는 기업규모와 내부자 지분율이 시장매입 DRIP 선택에 통계적으로 중요한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 내부자 지분율이 높을수록 경영권이 도전받을 염려가 적고, 이는 경영권 안정 목적으로 DRIP을 실시할 유인이 낮아짐을 의미한다. 분석 결과는 이러한 직관과 일치하게 내부자 지분율이 높을수록 시장매입 DRIP을 제공할 확률이 낮은 것으로 나타났다.

결론적으로 앞의 연구 결과들을 요약하자면 DRIP 제공 회사는 규모가 크고 성숙한 기업으로서 배당을 많이 지급하며, 주주의 구성이 안정적이며, 규제를 받는 산업에 속하거나 노동집약적 산업에 속한 경우가 많다는 것이다.

5. DSPP 제공 기업의 특성

한편 Baker 등(2002)은 DSPP 제공 기업의 특성을 분석하였다. 이들은 DSPP 도입이유, 지분 구입 방법, 구입되는 지분의 비율, 성공요소, 그리고 DSPP 도입 전에 DRIP의 실행 여부에 대해 설문 조사를 실시하였다. 이 연구는 The Individual Investor's Guide to Dividend Reinvestment Plans(1999)로부터 227개 회사의 샘플을 제공받았고 뉴스레터와 인터넷 사이트를 통하여 정보를 추가하였다. 최종 자료는 1999년 12월 31일자로 DRIP을 제공하는 회사로 한정하였으며, 1994년 12월 SEC가 Rule 10b-6를 완화하기 전후로 DSPP를 제공한 267개 회사로 최종적으로 표본을 구성했다. 표본으로 선정된 회사들은 금융, 유틸리티, 제조업, 소비재 산업 그룹에서 대규모 성숙 기업인 경우가 많다. 표본 선정 기업을 대상으

7) 이 절은 Baker, Khan, Mukherjee(2002)의 연구에서 실시한 설문 조사 결과를 요약하였고 본문 중에 등장하는 표는 논문에서 인용하였다.

로 전화와 이메일 설문을 진행한 결과 총 267개 기업 중 73개의 기업으로부터 최소한 부분적으로나마 응답을 받았다.

회사가 언제 DSPP를 도입했는지에 대한 질문은 71개사가 응답했는데 그 중 22.5%가 1994년 12월 SEC가 Rule 10b-6를 완화하기 전에 도입했다고 밝혔고, 77.5%는 1995년 1월 ~ 1999년 12월 사이에 도입했다고 밝혔다. 그리고 DSPP를 도입하기 전에 DRIP을 실시하고 있었는지 묻는 질문에 대해서는 응답한 73개사 중 50개사가 그렇다고 대답했다.

DSPP로 소요되는 주식의 비율에 대해서는 총 73개사 중 47개사 즉, 53.2%가 총 주식 중 1% 안팎이 DSPP로 사용된다고 응답했다. 25.5%의 기업은 주식 중 2~5%, 8.5%의 기업은 6~10%를 DSPP로 사용한다고 답했다. 주식의 10% 이상을 DSPP로 사용하는 기업은 12.8%에 그쳤다.

또한 DSPP에 필요한 주식의 구입 현황에 대한 질문은 복수의 응답이 있어서 89개의 답변을 얻었다. 89개 답변 중 60개사(67.4%)는 공개시장 구입, 17개사(19.1%)는 미발행주식, 10개사(11.2%)는 금고주, 2개사(2.3%)는 유통시장에서 협상된 거래를 통해 취득한다고 답했다. 공개시장에서 주식을 구입한다고 답한 60개사는 다른 소스로도 구입한다고 밝혔다.

DSPP를 도입하는 가장 중요한 요인에 대한 조사 결과는 <표 III-4>에 정리되어 있다. 이에 의하면 DSPP를 제공하는 주요한 이유는 주주들의 충성도와 호의 쌓기(27.1%)와 주주들 유인(22.5%)으로 나타났다. 이런 결과는 DSPP를 제공하는 중요한 동기를 발견한 Steinbart and Swanson(1998)의 논문의 조사와 일치한다. 즉, 소액 투자자들은 매수 후 보유전략을 취하는 경향이 강하므로 결과적으로 경영진에게 유리하다는 것이다. DSPP를 제공하는 세 번째 이유는 주가 상승을 위해서라고 답했다.

<표 III-4> DSPP를 제공하는 이유

이유	응답률(%)
주주 충성도와 호의를 위해	27.1
주주들을 유인하기 위해	22.5
주가 상승을 위해	13.2
투자자의 요구를 충족시키기 위해	10.1
소액 투자 방법을 제공하기 위해	9.3
경쟁력 유지를 위해	8.5
DRIP 제공을 위해	4.7
기타	4.7
합계	100.1

주: 소수점 때문에 합계가 100%가 안됨

DSPP 성공 요소에 대해서는 응답한 66개사 중 15개 기업(22.7%)은 기대보다 성공하지 못하다고 표현했고 43개사(65.2%)는 기대만큼 성공이라고 했으며 8개사(12.1%)는 기대보다 훨씬 성공했다고 답했다. 이런 결과는 응답자의 3/4 이상이 DSPP가 기대에 충족하거나 기대를 초과한다고 믿는 것을 보여준다.

투자자를 유인하는 DSPP의 성공 요소는 <표 III-5>에 정리하였다. 이에 따르면 기대보다 낮은 성공의 주요한 이유는 홍보의 제약(33.3%)과 관심 부족(18.5%)으로 나타났다. 한편, 성공에 기여한 요소는 주로 저비용(27.2%)과 계획의 수월함(21.0%)으로 조사되었다.

<표 III-5> 투자자를 유인하는 회사의 DSPP의 성공 요소

(단위: %)	
요소	응답률
A. 제한적 성공: 기대보다 낮은	
홍보의 제약(예: 광고 부족)	33.3
투자자들의 관심 부족	18.5
기관이 높은 지분 소유	11.1
부문 또는 시장	11.1
다른 것	11.1
투자자들에게 사용되는 비용	7.4
주식을 사고 발행하는 시간차	7.4
합계	99.9
B. 성공: 기대만큼, 기대보다 더 높은	
저비용	27.2
투자자들의 접근성 수월	12.0
투자자들에게 계획 홍보	13.6
계획에 참여하기 위해 필요한 작은 금액	13.6
다른 것	12.3
강한 회사 성과(예: 주가의 상승)	8.6
투자자들의 관심	3.7
합계	100.0

주: 소수점 때문에 합계가 100%가 안됨

DSPP를 유지하는 회사는 어떤 관점을 추구하는지에 대한 설문은 각 18개의 설명에 대한 동의/비동의/의견 없음 중 고르는 방식으로 진행되었다. <표 III-6>에서 보여지듯이 응답자들은 개인 투자자들을 더 유인하기 위한 DSPP의 역할에 관한 서술에 높은 동의를 표현하였다(S8, S5). 기관투자자들보다 개인 주주들을 선호(S8)하는 것은 기관투자자들에 비해 향의가 덜하기 때문이 아니라(S17) 개인주주들이 안정적이고 장기적인 성향이(S5) 있기 때문이다. 또한 원치 않는 인수합병의 가능성을 줄이기 위함 때문이다(S13). 회사는 배당에 재투자하는 기회를 저렴한 수단으로(S7) 단주 구입도 할 수 있게 하여(S6) 개인주주들을 유인하려는 목적으로 DSPP를 이용한다(S12). 한편 설문 결과는 DSPP의 경제적 이익 측면에서

는 약한 지지를 표했다. 예를 들어 응답자의 38.5%만이 투자은행을 통한 증권 발행(S11)보다 DSPP가 보통주식을 증가시키는 저렴한 방식이라는 의견에 동의했다. 그리고 34.2%만이 DSPP가 주가 지지에 도움이 된다고 동의하였다(S3). 분석 대상인 73개의 기업 중 17개 기업만이 DSPP를 이용하여 신주를 발행하고 있음을 감안할 때, 이런 결과는 자연스러워 보인다.

<표 III-6> DSPP 기업에 대한 이슈

(단위: %)

S#	기업들의 DSPP 설명	비동의	의견 없음	동의
		-1 & -2	0	+1 & +2
12	저/무비용 배당 재투자 옵션 제공	0.0	2.8	97.3
8	기관투자자보다 개인에게 유리	0.0	6.8	93.2
7	사고 파는 비용 저렴하게 제공	2.7	2.7	94.5
5	안정적, 장기 개인투자자 유인	0.0	12.3	87.7
6	단주 구입 제공	5.6	12.7	81.7
2	주주관계 증진	2.7	11.0	86.3
1	주주기반 확대	5.5	5.5	89.0
4	시장에서 평판 쌓기	1.4	17.8	80.8
9	회사 경영에 충실한 개인투자자 유인	5.5	27.4	67.1
11	저렴한 자본조달 방법	14.7	36.8	38.5
10	주식거래 원하는 투자자에게 적합치 않음	21.4	40.0	38.5
14	회사의 상품/서비스 고객이 투자자로 전환 도움	25.0	29.2	45.8
3	주식의 가격지지 도움	21.9	43.8	34.2
15	매매 시차로 주가하락 변동 직면	25.0	41.7	33.4
18	주가에 음의 영향이 적은 결과를 가져오는 지속적인 기준 제공	24.3	40.0	35.7
16	다양한 주식비용으로 기록유지 문제 발생	33.3	33.3	33.3
17	기관투자자보다 덜 열성적인 개인투자자 유인	26.4	48.6	25.0
13	원치 않는 인수합병 시도를 피함	38.0	49.3	12.7

DSPP의 미래에 관련된 설문은 13개의 서술내용을 동의/비동의/의견 없음 중 고르는 질문을 제시하였다. <표 III-7>의 패널 A는 DSPP를 제공하는 회사들은 어떤 상황에서 DSPP 도입을 촉진하는 지에 대한 동의/비동의를 보여준다. 응답자들은 기업들이 주주기반으로 소액투자자를 필요로 할 때 DSPP를 도입할 경향이 높다고 한다(S23). 또한 소비재 또는 서비스 중심 기업들(S20)과 그들의 경쟁자들은 이미 DSPP를 제공한다고 강하게 동의했다. 이들 기업들은 주주를 미래 잠재 고객으로 보는 경향이 있기 때문에 DSPP를 이용하여 주주기반을 확대하면 수익 또한 올라갈 것이라고 예상한다. 한편 추가적인 자본을 절실하게 원할 때 DSPP를 도입하는 경향이 있다는 의견에는 아주 낮은 수준의 동의를 보였다. 즉, 기업이 새로운 자본을 조달하는 방법으로 DSPP를 이용하는 경우는 많지 않음을 의미한다.

<표 III-7>의 패널 B는 어떤 상황에서 DSPP를 도입하지 않으려고 하는지를 보여준다. 계획을 운영하는데 높은 잠재비용에 대한 걱정이 DSPP를 도입하지 않는 가장 주요한 원인이다(S24). 한편 패널 C는 향후 몇 년 이내에 DSPP에 대한 응답자들의 의견을 보여준다.

<표 III-7> DSPP의 미래에 관련된 이슈

(단위: %)

S#	설명	비동의	의견 없음	동의
		-1 & -2	0	+1 & +2
A. 회사가 DSPP 도입할 때				
23	주주기반에 소액투자자 필요	5.5	15.1	79.4
20	소비재/서비스 중심 산업	2.7	21.9	75.4
19	경쟁업체 이미 도입	11.1	16.7	72.2
21	경쟁적 환경에 노출	2.8	48.6	48.6
22	추가 자금조달 절실	16.7	37.5	45.9
B. DSPP를 도입하려고 하지 않을 때				
24	높은 운영비용을 걱정	16.5	12.3	71.2
26	광고를 막는 규제 제약 걱정	28.8	31.5	39.7
25	지배주주의 지분 희석을 걱정	35.6	35.6	28.8
C. 향후 계획				
27	인터넷으로 직접 주식 구입	4.1	9.6	86.3
30	은퇴시장 이용	15.1	24.7	60.3
31	직접구매계획이 자산으로 부상	27.4	42.5	30.1
28	DSPP 부상 (이자율상승, 금융시장 침체)	26.0	60.3	23.7
29	DSPP의 특징 추가 (구매 주문 제한, 손실정지 주문)	38.4	42.5	19.1

IV. DRIP 관련 배당 제도의 개관

1. 미국의 배당 제도의 개관
2. 한국의 배당 제도의 개관
3. 한국과 미국의 배당 제도 비교

IV. DRIP 관련 배당 제도의 개관

미국의 경우 DRIP 실행을 위한 제도적 제약이 현재는 별로 없는 편이다. 다만 DRIP의 연혁을 살펴보면 발전과정에서 필요했던 제도적 보완 사항들이 무엇인지 잘 알 수 있다. 즉, 비금융회사도 DRIP 제공이 가능하도록 하는 등 “제공 가능 회사 범위의 확장”, 신주발행을 통해 DRIP 지급을 허용하는 등 “지급수단의 확장”, 신규투자자에게도 DRIP을 허용하는 등 “참여 가능 투자자 범위의 확장”, DRIP 활성화를 위한 “혜택 부여”, 효율적 DRIP 운영을 위한 “실행절차의 간소화” 등이 필요함을 알 수 있다.

한국의 경우는 일반 제조회사가 DRIP을 실시한 사례가 없으므로 일단 DRIP 제도 자체가 가능한지를 먼저 점검해 보아야 한다. 앞서 살펴 보았듯이, DRIP은 참여를 희망하는 소액투자자에 한해 제공되므로 대주주와 비참여 주주에 대해 사전적으로나 사후적으로 차별이 발생할 수 있어 상법상 주주평등원칙에 위배될 소지가 있다. 그리고 DRIP 실행을 위한 배당 제도 및 지급수단을 위한 신주발행과 자사주 관련 제도 역시 매우 엄격한 제약이 있는 것으로 판단된다. 따라서 이들 제도에 관한 보완이 우선적으로 필요할 것이다. 향후 DRIP 도입 지원 및 활성화를 위해서는 적절한 혜택을 부여하는 방안도 필요할 것이다. 본공에서는 활성화 방안에 관한 논의는 추후 연구과제로 미루고, 우선 DRIP 실행의 가능성을 염두에 두고 관련 제도의 내용을 개관하여 제약 요인을 파악하고자 한다. 이번 장에서는 특별히 배당 관련 제도에 대해 자세히 개관하고 다음 장에서 전반적인 제도적 보완 사항을 다루기로 한다.

1. 미국의 배당 제도의 개관

가. 배당 제도의 개관

일반적으로 배당은 현금배당(cash dividend), 재산배당(property dividend), 그리고 주식배당(stock dividend)으로 구분되며, 주로 현금배당과 주식배당이 많이 이용된다. 현금배당은 법률상 배당가능이익 중 현금으로 주주에게 배당금을 지급하는 것으로 다음의 네 가지 유형이 있다. 특별한 사유가 없는 한 분기별로 배당금이 지급되는 정기배당(regular dividend), 추가적으로 지급되는 추가배당(extra dividend), 한번만 특별히 지급되고 미래에 반복되지 않는 특별배당(special dividend), 기업의 청산절차에서 주주들에게 자본의 반환으로 지급하는 청산배당(liquidating dividend)이 그것이다.

배당가능이익은 회사가 설립된 주(state of incorporation)의 회사법을 근거로 하여 그 범위가 정해진다. 미국 헌법은 상사업법권을 주정부에 부여하므로 전국적으로 적용되는 회사법 즉, 연방회사법이 없으며 각 주마다 독자적인 회사법을 가지므로 주마다 배당 관련 법규가 조금씩 다르다. 그러나 대부분의 주 회사법이 채권자보호와 주주보호원칙에 입각하여 배당가능이익의 범위를 제한하며, 회사에 지급불능상태를 초래하는 이익배당을 법으로 규제하고 있다. 다만 각 주마다 그 기준을 기술적으로 조정하여 입법정책을 달리하고 있다.

한편 델라웨어 회사법(Delaware General Corporation Law)은 가장 광범위하게 이익배당을 인정하여 당기이익만 있으면 이익배당을 허용하는 것으로 알려져 있다. 이처럼 미국의 배당 관련 법제는 매우 다양하나, 예전에는 주로 법정자본이론에 기초해 있었다. 그러나 최근에는 대

차대조표상 지급불능기준이나 재무비율에 따른 배당 등 채권자들이 수
 공할 수 있는 방식으로 변하고 있다.

나. 주식배당 제도의 개관

주식배당은 회사가 주주의 지분비율에 따라 추가주식을 발행하여 대
 가없이 주주에게 교부하는 것으로 주식배당 시 배당가능재원에 관하여
 잉여금이나 잉여금의 성질 또는 종류에 대한 제한이 없다. 그러나 입법
 례 중에는 현금배당이나 재산배당이 금지되는 특수자본잉여금으로부터
 의 주식배당을 규정하는 경우도 있다. 주식배당은 미발행주식의 범위 내
 에서 새로이 발행되는 주식이므로 발행이 완료된 주식을 회사가 취득·
 보유하고 있는 자기주식과는 다르지만 입법례 중에는 사내주식에 의한
 자기주식의 배당을 인정하는 경우도 있다. 주식배당에 의하여 발행되는
 주식은 같은 종류의 주식을 원칙으로 하나 반드시 동일한 종류의 주식
 으로 제한하고 있지는 않으며, 정관의 규정이나 다수 주주의 표결 또는
 서면동의가 있는 경우에는 이종주식에 의한 주식배당도 인정하고 있다.

주식배당은 회사가 이익의 일부를 자본화하기 위해 주주에게 자산의
 분배 대신 주식을 분배하는 것으로 주식배당 후에도 주주 각각의 지분
 율에는 변동이 없다. 주식배당 자체는 본질적으로 주주의 입장에서 볼
 때 수익이 아니므로 투자주식의 취득원가는 변동시키지 아니하고 소유
 주식수만 변동되는 것이라고 할 수 있다. 이러한 의미에서 주식배당을
 실시하는 회사가 이를 수익으로 인식하는 것을 금지하고 있다.

주식배당을 하는 회사의 경우에는 배당주식수에 따라 회계처리방법을
 규정하고 있다. 미국의 GAAP(Generally Accepted Accounting Principles:
 일반 회계 원칙)에서는 경제적 실질의 관점에서 주식배당을 위해 발행예

정인 주식수가 주식배당 전 발행주식 총수의 25% 미만이면 소규모 주식 배당, 그 이상이면 대규모 주식배당으로 구분하여 회계처리를 달리하고 있다. 미국의 GAAP은 배당선언일(또는 회계연도 말)에 주식배당금 중 액면가액 상당액을 주식배당금(납입자본금)으로 액면초과액은 주식발행초과금(자본잉여금)으로 각각 구분하여 처리하도록 하고 있다.

다. 배당 절차

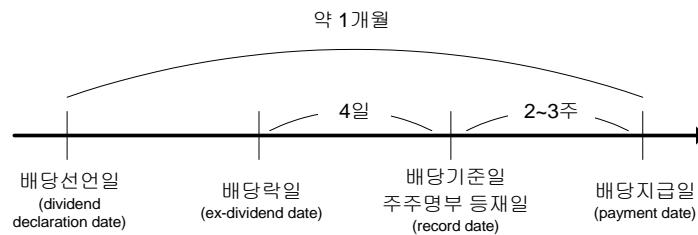
우리나라 상법에서 일반적인 배당이 주주총회 결의사항이나 미국의 경우에는 일반적인 배당이 이사회 결의사항이다. 그리고 배당의 결정 및 규모에 관한 이사회의 결정은 경영판단의 원칙에 의해서 보호받는다.⁸⁾ 한편 해당 분기의 순이익이 알려지는 즉시 미국기업은 배당금 지급을 위한 이사회를 소집할 수 있다. 배당지급을 위한 구체적인 절차 및 기준 일은 다음과 같이 구분될 수 있다.

배당선언일(dividend declaration date)은 이사회에서 배당결의가 이루어진 후 배당금에 관한 결정을 발표하는 날이다. 배당금에 관한 결정을 발표하고 동시에 주주배당금, 배당기준일 및 배당금 지급일과 같은 정보가 시장에 공개된다. 배당기준일(주주명부 등재일, holder of record date)은 배당을 받을 권리를 갖는 주주를 확정하기 위한 기준일로서 배당기준일 기준으로 주식을 보유하고 있는 주주들에게 배당금이 지급된다. 배당락일(ex - dividend date)은 배당을 받을 권리가 상실되는 첫 거래일이며 배당기준일 4일 전으로 지정한다. 주식거래일과 결제일 사이에 며칠의 차이가 있기 때문에, 배당기준일에 주주로 등재되어 배당을 받을

8) 물론 각 주 회사법에서 정하는 법적 한계를 무시한 결정이 있었을 때와 배당정책에 대한 결정이 회사의 이익을 위한 것이 아닌 불순한 의도나 이사를 자신의 이익을 위한 결정이었음이 밝혀지면 책임을 묻는다.

권리를 갖기 위해서는 배당기준일 이전에 결제가 이루어져야 한다. 거래일과 결제일의 차이로 인하여 배당받을 권리가 상실되는 첫 거래일을 배당락일이라고 한다. 배당지급일(payment date)은 주주에게 실제로 배당금을 지급하기 시작하는 날이며 배당기준일 후 2~3주 이내 배당이 지급된다. 미국은 배당에 대한 공시에서 배당금 지급까지 대개 1개월 정도의 짧은 기간에 순차적으로 진행되는 것이 특징이다.9)

<그림 IV-1> 미국의 배당 절차



2. 한국의 배당 제도의 개관

가. 배당가능이익

주식회사의 이익배당은 현금배당(금전배당), 재산배당(현물배당), 주식배당의 세 가지 방법이 있는데 현행 상법은 현금배당 및 주식배당만을 인정하고 있다. 처음에는 현금배당만을 인정하였으나 1984년 상법개정을

9) 우리나라의 경우에는 결산일 이후 3개월 이내에 주주총회를 소집하여 배당금 지급을 결정한다. 이후 1개월 이내에 배당금이 지급되도록 하고 있어 배당 지급시까지 최대 4개월 정도의 시간이 소요되기도 한다.

통해 주식배당 제도가 도입되었다. 한편 현재 논의되고 있는 상법개정안은 현물배당에 대해서도 규정하고 있다.

배당가능이익은 회사의 대차대조표상의 순자산액¹⁰⁾에서 자본의 액, 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액, 그리고 그 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 액을 공제한 금액이다(상법 제462조 제1항).¹¹⁾ 그러나 이 외에도 정관의 규정 또는 주주총회의 의결로 임의준비금의 적립을 정한 때에는 이것도 공제해야 하며, 자산재평가법에 의한 재평가적립금이 있는 경우에는 이것도 공제하여야 한다. 이러한 이익배당의 한도를 위반할 경우에는 회사채권자는 회사에 반환을 청구할 수 있다(상법 제462조 제2항). 상법이 이처럼 배당가능이익에 대해 엄격하게 규정하고 있는 것은 회사채권자를 보호하기 위한 것으로서 자본유지 또는 자본충실의 원칙에 따른 것이다. 다음의 <표 IV-1>은 배당가능이익의 구성을 도식화한 것이다.

<표 IV-1> 배당가능이익의 구성

배당가능이익	구성 항목	비고
(+) 순자산액	(+) 자산	상법 제462조 제1항
	(-) 부채	상법 제31조 ¹²⁾ 와 제452조
(-) 공제항목	자본	
	법정준비금 ¹³⁾	상법 제462조 제1항
	이익준비금 ¹⁴⁾	
	임의준비금	기업회계기준32조3호에 의해 - 정관의 규정 또는 - 주주총회 의결이 있는 경우
	재평가적립금	자산재평가법

10) 대차대조표상 순자산액은 자산에서 부채를 뺀 금액을 의미하며, 상법에서는 자산의 평가방법에 대해 제31조와 제452조에 규정하고 있다. 단 제31조는 2010년 11월 15일 시행예정 법률에서는 삭제되었다.

11) 정부의 2008년도 상법개정안은 배당가능이익을 계산함에 있어 대통령령이 정하는 미실현이익도 추가적으로 공제하도록 제안한 바 있다.

나. 배당의 결의

현재 상법에 의한 결산기 이익배당이 이루어지는 절차는 다음과 같다. 먼저 주주총회가 대차대조표와 손익계산서를 승인하면 이익이 확정되고 이익잉여금처분계산서를 승인하면 배당액이 확정되는데 이 두 절차를 일괄적으로 결의하는 것이 보통이다. 즉, 이익잉여금처분계산서를 포함한 재무제표가 주주총회에 의해 승인되면¹⁵⁾ 이익배당이 확정되고, 주주명부¹⁶⁾상의 주주는 회사에 대해 이익배당청구권을 취득한다.¹⁷⁾

이익배당의 횟수와 관련하여 상법상 주식회사의 결산은 연 2회 이상 가능하므로(상법 제365조 제2항) 이익배당도 연 2회 이상 가능할 것이다. 그러나 대부분의 회사는 연 1회 결산이 관행이다. 단 과거의 은행법은 은행법에 의한 금융기관의 경우 3월31일과 9월30일, 연 2회 결산을 실시할 것을 규정하였으나 1978년 개정된 은행법부터는 12월31일 연 1회 결산을 실시할 것을 규정하고 있다(은행법 제41조 제3항).

한편 현행 상법에 따르면 결산기 이익배당 외에도 중간배당이 가능하다. 즉, 연 1회의 결산기를 정한 주식회사는 영업연도 중 1회에 한하

-
- 12) 상법 제31조는 2010년 11월 15일 시행 예정 법률에서는 삭제되었다.
 - 13) 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액을 의미한다.
 - 14) 그 결산기에 적립하여야 할 이익준비금을 의미한다.
 - 15) 정부의 2008년 상법개정안은 일정한 경우 재무제표를 이사회가 승인할 수 있으며 이 경우 이익배당을 이사회 결의로 정하도록 제안하였다.
 - 16) 상법은 회사의 의결권을 행사하거나 또는 배당을 받을 자 등을 정하기 위하여 주주명부를 폐쇄하거나 기준일을 설정할 수 있도록 하고 있다(상법 제354조).
 - 17) 현재는 국제 회계 기준이 채택되어 재무제표의 내용 및 명칭에 약간의 변화가 있다. 즉, 대차대조표는 재무상태변동표로 손익계산서는 포괄손익계산서로 명칭이 변경되었다. 그리고 이익잉여금처분계산서의 내용을 포괄하는 자본변동표가 주요 재무제표가 되었으며, 이익잉여금처분계산서는 주요 재무제표에서 제외되었다.

여 정관에 정한 바에 따라 이사회 결의로 금전으로 배당을 할 수 있다(상법 제462조의3). 중간배당 가능액은 직전 결산기에 관한 정기주주총회에서 이익잉여금을 처분하고 남은 잔액을 한도로 한다(상법 제462조의3 제2항). 그리고 연 1회의 결산기를 정한 주권상장법인의 경우에는 자본시장법 제165조의12 이익배당의 특례규정에 의해 분기배당을 실시할 수 있다. 단, 중간배당 및 분기배당의 경우 주식배당은 허용되지 않는다.

중간배당 및 분기배당 제도의 연혁은 다음과 같다. 먼저 1997년 12월 증권거래법 개정에서 연 1회 중간배당 제도가 도입되어 주권상장법인 및 협회등록법인에게 적용되었으며, 이후 약간의 수정을 거쳐 1998년 12월 상법개정에 도입되어 모든 주식회사에게 적용되었다. 한편 2004년 개정된 증권거래법 제192조의3 배당에 대한 특례규정은 연 1회의 결산기를 정한 주권상장법인 또는 협회등록법인에 한해 사업연도 개시일부터 3월, 6월 및 9월의 말일에 이익배당을 할 수 있도록 함으로써 분기배당 제도가 최초로 도입되었다.

이익배당은 정관에서 다르게 규정하지 않는 한 주주평등의 원칙에 따라 주주가 가진 주식의 수를 기준으로 지급한다(상법 제464조). 그러나 회사는 이익배당 또는 잔여재산의 분배에 관하여 내용이 다른 여러 종류의 주식을 발행할 수 있는데¹⁸⁾, 이런 경우에는 정관으로 각 종류별 주식의 내용과 수를 정하여야 한다. 그리고 이익배당에 관하여 우선적 내용이 있는 종류의 주식의 경우에는 정관으로 최저배당률을 정하도록 하고 있다(상법 제464조, 제344조). 또한 우리나라는 외국의 경우와 달리 독특하게 대주주들의 호의로 소액주주에 대한 배당률을 상대적으로 높이거나 대주주에게 무배당을 결의하는 차등배당을 허용하고 있다.

18) 주식의 종류에 따라 상이한 배당을 하는 것은 무관하지만, 동일 종류의 주식간에 주주평등의 원칙에 어긋나는 이익배당을 결정하는 경우에는 주주총회결의 자체가 무효이다.

다. 주식배당

주식배당이란 배당가능이익의 일부를 현금으로 배당하지 않고 자본으로 전입하는 대신 신주를 발행하여 그 신주를 주주에게 지분비율에 따라 무상으로 분배하는 제도를 말한다. 따라서 주식배당의 결과 회사 입장에서는 자본금과 주식수가 동시에 증가하며, 주주 입장에서는 보유 주식 수와 보유 주식 전체의 가치가 동시에 증가한다.

한국에서의 주식배당은 1984년 상법개정을 통해 도입되었다. 우리 상법에 따르면 주식배당은 주주총회의 결의에 의하여 새로이 발행하는 주식으로써 할 수 있다(제462조의2 제1항). 즉, 주식배당의 지급수단은 신주이며 회사가 보유하고 있는 자기주식 즉, 자사주는 인정하지 않는다. 그리고 모든 주주에게 평등하게 주식의 권면액을 기준으로 주식배당을 실시해야 하며¹⁹⁾, 수종의 주식이 있는 경우 각각 그와 같은 종류의 신주를 배당해야 한다. 신주발행은 수권주식의 범위 내에서만 가능하므로 미발행수권주식이 남아있어야만 주식배당이 가능하다. 만일 미발행수권주식이 발행해야 할 주식에 부족한 경우에는 정관변경을 통해 먼저 수권주식을 증가시켜야 한다.

한편 일반적인 신주발행은 이사회 결의로 가능한데 반해, 주식배당의 경우에는 주주총회 결의를 거쳐야 한다. 이렇게 현금배당 대신 신주를 지급하는 주식배당 결의를 보다 엄격하게 규율하는 이유는 다음과 같다. 우선 주식배당 역시 이익배당의 한 방법일 뿐만 아니라 현금배당의 원칙에 대한 예외로서 신주를 강제로 인수하게 하는 것이며, 배당가능 이익을 당기뿐만 아니라 장래에도 배당할 수 없는 자본으로 전입함으로써

19) 주식으로 배당할 이익 금액 중 주식의 액면에 미달하는 단수가 있는 경우 당해 단수 부분에 대하여는 발행한 신주를 경매하여 각 주식 수에 따라 그 대금을 주주에게 지급하도록 한다(상법 제462조의2, 제350조의3). 이는 주식배당 업무 및 회사의 계산 편의를 위한 것이다.

주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치기 때문이다. 현금배당과 달리 주식배당을 실시하고자 하는 기업은 사업연도 말 15일 전까지 배당 내용을 공시해야 한다. 주식배당에 대한 배당락조치도 공시된 주식배당 내용에 따라 적용된다.

주식배당 역시 현금배당과 마찬가지로 배당가능이익 한도 내에서 배당이 가능하다. 주식배당의 재원은 당해 결산기에 발생한 당기순이익뿐만 아니라 이월이익잉여금이나 임의준비금을 포함하여 사용할 수 있다는 것이 통설이다. 한편, 상법은 주주가 배당을 현금으로 받을 수 있는 권리를 보호하기 위해 주식배당총액은 이익배당총액의 1/2을 초과하지 못한다는 규정을 두고 있다(상법 제462조의2 제1항). 그러나 주권상장법인의 경우에는 해당 주식의 시가가 액면가액을 상회한다는 조건 하에 이익배당총액의 전부를 주식으로 배당할 수 있는 특례가 인정된다(자본시장법 제165조의13).

<표 IV-2> 배당의 구분

지급 시기		결산배당	중간배당	분기배당
근거 법률		상법	상법	자본시장법
결의 기관		주주총회	이사회	이사회
지급 유형	현금 배당	○	○	○
	주식 배당	○	X	X
	현물 배당	X	X	X
연 2회 이상 결산 회사		○	X	X
연 1회 결산	비상장 회사	○	○	X
	상장 회사	○	○	○

라. 배당의 지급 절차

정기주주총회에서 이익처분안을 승인하면 이익배당이 결정되며, 주주 명부상의 주주에게 배당지급청구권이 주어진다. 배당은 앞서 살펴본 바와 같이 지급시기별로 결산배당, 중간배당, 분기배당으로 구분할 수 있으며 그 지급수단은 현금으로 하는 것이 원칙이지만 예외적으로 주식으로도 할 수 있다. 배당의 지급 시기와 지급 유형에 따라 달라지는 지급 절차를 정리하면 다음의 <표 IV-3>과 같다.

<표 IV-3> 배당 절차의 지급 시기별 비교

	결산배당	중간배당	분기배당
배당 기준일	결산기준일과 일치	정관에서 정함	정관에서 정함
배당 결의기관	주주총회	이사회	이사회
이사회 결의	없음	배당기준일로부터 45일 이내	배당기준일로부터 45일 이내
배당금 지급	주주총회 결의일로부터 1개월 이내	이사회 결의일로부터 1개월 이내	이사회 결의일로부터 20일 이내
배당세액 납부	배당금 지급일 익월 10일 까지	배당금 지급일 익월 10일 까지	배당금 지급일 익월 10일 까지

<표 IV-4> 배당 절차의 지급 유형별 비교

	현금배당	주식배당
이사회 결의 내용 신고 및 공시	이사회 결의 후 익일까지 금융감독원과 한국거래소에 신고	사업연도 말 15일 전까지 금융감독원에 신고하고 이사회 결의 당일까지 한국거래소에 공시
배당기준일	결산기준일과 일치	결산기준일과 일치
배당 결의기관	주주총회	주주총회
배당금 지급	주주총회 결의일로부터 1개월 이내 지급	신주교부에 대하여는 기한 없음
배당세액 납부	배당금지급일 익월 10일까지	배당금지급일 익월 10일까지

마. 주식배당과 무상증자 및 주식분할의 비교

주식배당과 유사한 성격을 지니는 무상증자와 주식분할을 비교하면 다음과 같다. 우선 주식배당과 무상증자는 자본금은 증가하나 자본(순자산)은 증가하지 않기 때문에 형식적 증자라고 한다. 즉, 주식배당과 무상증자는 모두 자본의 총액은 증가하지 않은 채 자본의 구성만을 변화시킨다. 그러나 주식배당은 배당 가능한 자본항목을 배당 불가능한 자본항목으로 변화시키며, 무상증자는 배당 불가능한 자본항목을 또 다른 배당 불가능한 자본항목으로 변화시킨다는 점에서 차이가 있다. 한편 주식분할은 자본의 총액뿐만 아니라 자본의 구성도 불변이다.

구체적으로 살펴보면 주식배당은 배당 가능한 미처분이익잉여금을 현금으로 배당하지 않고 주식을 교부함으로써 배당불가능한 자본금으로 전입하는 것이다. 무상증자는 배당 불가능한 준비금(자본잉여금이나 이익준

비금²⁰⁾의 일부 또는 전부를 배당불가능한 자본금으로 전입하고 그 전입액에 대해 신주를 발행하여 주주의 지분비율대로 무상으로 교부하는 것이다. 반면 주식분할은 하나의 주식을 여러 개의 동일 주식으로 분할하는 것으로서 자본의 총액뿐만 아니라 자본의 구성도 불변이나, 다만 주당 액면가액을 감소시키고 발행주식수를 증가시킨다. 다음의 <표 IV-5>는 이들의 효과를 비교 정리한 것이다.

<표 IV-5> 주식배당, 무상증자, 주식분할의 효과 비교

구분	주식배당	무상증자	주식분할
본질	이익잉여금을 현금배당하지 않고 신주교부	준비금을 자본으로 전입하고 주주에게 무상으로 신주교부	하나의 주식을 다수의 주식으로 분할
자본(순자산)	불 변	불 변	불 변
자본구성	배당가능 항목을 배당불가능 항목으로 변화	배당불가능 항목을 또다른 배당불가능 항목으로 변화	불 변
자본금 자본잉여금 이익잉여금	증 가 불 변 감 소	증 가 감소가능 감소가능	불 변 불 변 불 변
주당액면가액 발행주식수	불 변 증 가	불 변 증 가	감 소 증 가

20) 이익준비금은 이익잉여금의 일부분으로서 상법상 용어이며, 회계용어로는 법정적립금이라고 지칭한다.

3. 한국과 미국의 배당 제도 비교

한국과 미국 배당 제도의 중요 사항을 비교하여 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 한국의 경우 배당은 매년 사업연도 말에 연 1회 지급하는 기업이 많은데 비해, 미국의 경우에는 배당을 분기별로 1년에 4회 지급하는 기업이 대부분이다. 한국도 상장 회사에 한해 분기배당이 제도적으로 가능하나 분기배당의 경우에는 주식배당 불가 등의 제약 사항이 있다. 둘째, 한국의 경우에는 결산기 배당결의가 주주총회에서 이루어지는 반면 미국의 경우에는 이사회에서 결의되므로 결산기와 무관하게 배당결의가 가능하다. 한국의 경우에는 결산기배당이 아닌 중간배당이나 분기배당의 경우에 이사회결의로 배당이 가능하다. 셋째, 배당락에 따른 주가조정에서 양국 간 차이가 있다. 한국의 경우에는 배당액과 배당의 종류 등 배당에 관한 정보가 주어지지 않은 상태에서 배당을 받을 수 있는 권리 여부가 결정되는데, 이러한 배당락일과 배당공시일 사이에 90일에 가까운 시간차이가 발생한다. 따라서 배당락에 따른 주가 조정에 어려움이 있으며 배당 관련 투자자보호에도 문제의 소지가 있다. 그리고 배당락일로부터 배당지급일까지는 약 4개월의 차이가 있어서 배당지급이 너무 늦게 이루어지는 문제가 있다. 미국의 경우에는 배당에 대한 이사회 결의가 일반적으로 배당기준일 이전에 이루어져 배당공시일이 배당락일에 선행하므로, 배당에 대한 구체적인 정보를 가진 상태에서 배당락에 따른 주가조정이 이루어진다. 한국과 미국의 배당금 절차를 비교하면 <표 IV-6>과 같이 정리할 수 있다.

<표 IV-6> 우리나라와 미국의 배당 절차 비교

	12월말 결산법인	6월말 결산법인	미국의 경우
배당락일	1월 첫 거래일	6월 29일	배당기준일 4일 전
배당기준일	12월 31일	6월 30일	분기말일
배당선언일	이사회 결의일 또는 주주총회일	이사회 결의일 또는 주주총회일	이사회 결의일
배당지급일	발표일 이후 1개월 이내	발표일 이후 1개월 이내	배당기준일 후 2~3주

V. DRIP 도입을 위한 제도적 고려사항

1. 주주평등 원칙에 관한 고려사항
2. 주식배당 관련 고려사항
3. 지급수단 관련 고려사항
4. DRIP 관련 세제
5. DRIP 관련 회계 및 공시

V. DRIP 도입을 위한 제도적 고려사항

1. 주주평등 원칙에 관한 고려사항

상법 회사편의 주주권리 관련 규정의 대전제는 주주평등 원칙이다. DRIP은 경제적 실질 측면에서는 주주평등 원칙을 훼손할 가능성이 높지 않다고 판단된다. 그러나 DRIP은 소액주주에게만 그 참여를 허용하므로 대주주 등을 사전적으로 차별하는 결과를 낳을 뿐만 아니라, 소액주주들의 경우에도 참여주주와 비참여주주 사이에 배당 재투자 및 현금추가매입에 따른 수익의 결과에 따라 사후적 차별이 발생할 소지가 있다.

가. 사전적 차별: 대주주 vs. 소액주주

DRIP은 일반적으로 일정 지분 이하의 소액주주에게만 참여를 허용하므로 대주주나 법인주주는 그 참여가 사전적으로 제한된다. 그러나 DRIP의 근본 취지가 회사와 주주의 직거래를 통한 거래비용 절감에 있음을 고려할 때, 대주주나 법인주주는 참여 유인이 별로 없을 것이다. 그리고 회사 입장에서도 대주주 및 법인주주의 참여는 주가 변동성 관리 및 기업지배권 안정화 측면에서 DRIP의 효용성을 크게 감소시킬 소지가 있다. 따라서 효과적인 DRIP 제도 도입을 위해서는 대주주 및 법인주주의 DRIP 참여를 제한하는 것은 불가피한 측면이 있다.

다만 DRIP에 참여하지 않는 주주는 상대적으로 지분이 계속 희석되므로 기업지배권에 관심이 많은 대주주나 법인주주는 DRIP의 도입을 거부할 유인을 가질 수 있다. 그러나 DRIP 규모는 전체 주식 규모에 비해 작은 것이 일반적이므로 대주주 지분 변동이나 장기적 주가 변화 등

에 미치는 영향은 그리 크지 않은 것이 일반적이다. 그리고 DRIP에 참여하지 않는 모든 주주의 지분율을 동일한 비율로 희석시키므로 대주주 사이의 상대적 지분 변동과는 무관하다.

단, 예외적으로 소유지분이 광범위하게 분산되어 있고 DRIP 참여 비율도 높은 기업의 경우에는 문제가 발생할 가능성도 있다. 이러한 기업의 경우에는 기업지배권 경쟁이 심각한 상황에서 소액주주들이 특정 지배세력(예를 들면 현 경영진)에 우호적이라면, 다른 경쟁적인 지배세력은 DRIP의 위법성에 대해 시비를 제기할 유인이 있을 것이다.

그러나 DRIP 제도에 있어서 대주주나 법인주주를 차별하는 정도의 주주불평등은 법적으로 절대 용인될 수 없는 상황인 것은 아니라고 판단된다. 현재 우리나라는 외국의 경우와 달리 독특하게 대주주들의 호의로 소액주주에 대한 배당률을 상대적으로 높이거나 대주주에게 무배당을 결의하는 차등배당을 허용하고 있다. 뿐만 아니라 자본잠식이나 파산 상태인 경우 대주주에 대한 차별적인 감자도 이루어지는 경우가 종종 있다. 따라서 대주주가 동의하는 경우에는 DRIP을 소액주주에게만 차별적으로 허용하는 것에 별 어려움이 없을 것으로 판단된다.

그러나 DRIP을 위해 배당이 있을 때마다 매번 대주주의 동의를 구하는 것은 번거로울 뿐만 아니라, DRIP제도의 안정성 자체를 훼손할 수 있다. 이러한 번거로움과 거래비용을 회피하고 안정성을 확보하기 위한 방안으로는 DRIP 관련 내용을 대주주 및 법인주주의 양해각서나 정관 규정에 반영하는 것을 고려해 볼 수 있을 것이다.

그리고 DRIP 수준의 대주주 차별은 형식적인 차별의 문제로서 실질적 차별 측면에서는 별 문제가 없다고 볼 수 있다. 왜냐하면, 소액주주들이 DRIP에 다수 참여함으로써 인해 회사가 얻는 이익이 크다면 이는 기업가치의 증대로 이어질 수 있기 때문이다. 이 경우 상대적 이익의 측면에서 보자면 소액주주가 더 많은 이익을 가져가지만, 절대적 이익의

측면에서 보자면, 소액주주나 대주주 모두 기업가치 증가분에 대해 각자의 지분에 따라 추가적으로 이익을 배분받는 결과가 되기 때문이다. 즉, DRIP을 통해 소액주주 및 대주주 모두 이익이 되는, 또는 적어도 대주주에게 손해가 되지 않는 파레토 개선(Pareto improvement)이 발생할 수 있다. 만약 DRIP으로 인해 회사가 상당한 손실을 입는다면, 경영자가 또는 이사회나 주주총회 등의 절차를 통해서 DRIP제도를 철회하면 될 것이다.

나. 사후적 차별: DRIP 참여주주 vs. 비참여주주

다음으로 소액주주들 가운데 DRIP을 신청한 주주와 신청하지 않은 주주 사이의 평등 문제가 있다. 소액주주의 경우에는 신청에 의해 누구나 일정 한도의 범위 내에서 DRIP에 참여할 수 있으며 이후에도 지속적으로 신청에 의한 참여가 가능하다. 따라서 적어도 사전적 기회 균등의 측면에서 보자면 주주평등 원칙이 지켜진다고 볼 수 있으며 사후적으로 약간의 차별이 발생하여도 큰 문제가 되지는 않을 것으로 판단된다.

먼저 참여주주와 비참여주주 사이에 발생할 수 있는 차별의 핵심사항은 자기회사 주식의 매입 조건에 있다. 즉, DRIP 조건에 따른 매입 가격이 시가보다 체계적으로 낮게 산정된다면 이는 다른 주주들의 이익을 해치는 것이 될 수 있다. 특히 대부분의 DRIP 제도는 할인을 제공하거나 선택적 현금매입을 제공하는 경우가 많은데, 앞서 살펴본 바와 같이 이러한 할인이나 선택권의 가치는 상당하다고 할 수 있다. 그러나 DRIP 참여 주주는 배당금이 회사주식에 자동적으로 재투자되어 배당금의 유동성을 상실하게 되므로 DRIP의 활성화를 위해서는 적절한 수준의 유인 혜택이 필요하다. 그리고 DRIP으로 인해 회사는 안정적인 자금 조달이 가능하므로 기업가치가 제고되어 모든 주주에게 이익이 될 수

있다. 따라서 DRIP으로 인해 발생하는 사후적 차별은 불가피하나 적절한 정도라면 정당화될 수 있을 것이다. 현재 포이즌 필 제도와 관련되어 상법개정안에서 논의되고 있는 신주인수권의 차별적 부여 제도에 비하면 주주평등의 원칙 측면에서 DRIP의 사후적 차별성은 그 정도가 매우 미약하다.

결국 구체적인 DRIP 조건에서 주식매입가를 산정하는 규정이나 할인 및 현금추가매입의 조건을 어떤 방식으로 설정하도록 하느냐가 사후적 차별성의 발생 정도를 통제할 수 있는 핵심사항이다. 우선 매입기준가격 산정 조건은 주식매수청구권 등 다른 거래에서 통용되는 방식, 예를 들자면 기준일 전 1개월 평균 증가 등으로 규정한다면 큰 문제가 없을 것이다. 할인은 미국의 사례를 볼 때, 5% 범위 이내에서 회사가 자유롭게 설정할 수 있을 것이다. 현금추가매입은 신청일 및 취소가능일 설정이 중요하다. 과도한 선택권 가치가 발생하지 않도록 이들 일자 설정에 있어서도 적절한 지침을 마련할 필요가 있다.

2. 주식배당 관련 고려사항

DRIP의 가장 주요한 구성요소는 본원적 요소인 배당 재투자 부분과 추가적 요소인 현금추가매입 부분이다. 먼저 배당 재투자 거래의 경제적 실질에 대해 크게 두 가지 관점의 분석이 가능하다. 첫째 관점은 “회사가 모든 주주에게 현금을 배당”하는 것과 “DRIP 참여주주가 배당으로 받은 현금을 회사에게 지급하여 주식을 매입”하는 두 거래가 동시에 발생한 것으로 이해할 수 있다. 둘째 관점은 애초에 회사가 “DRIP 비참여 주주에게는 현금을 배당”하고, “참여주주에게는 주식을 배당”한 것으로 이해할 수도 있다. 첫 번째 관점에 의하면 회사와 DRIP 참여주주 사이

의 주식 거래가 가능한가가 문제가 되는데, 이에 대해서는 다음 절에서 논의하도록 하겠다. 두 번째 관점에 의하면, 회사가 DRIP 주주에게만 주식배당을 실시할 수 있는가가 문제가 된다.

우선 주식배당 제도 자체에 DRIP 실행에 대한 제약이 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 주식배당 제도는 1984년 상법개정에 따라 허용되었고 현금배당과 마찬가지로 배당가능 이익 한도 내에서 배당이 가능하며, 주식배당의 지급수단은 신주로만 가능하고 자사주는 불허한다. 그리고 현행 상법에 의하면, 결산기 배당은 주식배당이 가능하나, 중간배당 또는 분기배당의 경우에는 주식배당을 실시할 수 있는 법적 근거가 없다. 따라서 주식배당 형태로 DRIP을 운영한다면, 결산기 배당에 대해서만 신주발행을 통한 DRIP 제도만이 가능하다.

따라서 보다 탄력적인 DRIP 제도가 가능하기 위해서는 먼저 분기배당에도 주식배당이 가능하도록 하고, 신주발행을 통한 주식배당도 DRIP의 경우 제한적으로라도 허용하도록 법제를 정비할 필요가 있다. 일반적으로 DRIP은 상장회사에 적합한 제도이므로 상법의 회사편 보다는 자본시장법에서 상장회사의 배당 특례규정을 보다 완화하는 것으로 충분할 것이다.

<표 V-1> 주식배당 형태의 DRIP 운영 시 제약사항

주식배당	허용 내용	비고 및 제약사항
빈도	결산기 배당	중간배당 및 분기배당 불허
지급	신주	자사주 등 구주 불허
의결	주주총회	일반적 신주발행은 이사회 결의

3. 지급수단 관련 고려사항

DRIP의 가장 핵심적인 설계사항 중의 하나는 바로 “DRIP에 참여하는 주주들에게 어떠한 종류의 주식을 지급할 것인가?”이다. 앞서 살펴본 바와 같이 미국의 경우에는 DRIP 지급을 위해 신주와 구주 모두 이용 가능하다. 그러나 한국에서 주식배당 형식으로 DRIP을 실행하려면 신주를 발행하여 지급하는 것만이 허용된다. 그러나 주식배당 형태가 아니라 자사주를 DRIP 참여주주에게 매각하는 형태를 취한다면 구주를 활용하는 것도 가능하다. 이번 절에서는 만약 한국에서 구주를 이용하는 DRIP 제도를 도입하는 경우를 가정하여 관련 자사주 취득 및 처분에 관한 규정을 개관하고 개선이나 변화가 필요한 부분들에 대해 살펴보려고 한다.

일반적인 주식회사의 경우 자사주를 취득하거나 처분하는 데 많은 제약이 따르나(상법 제341조), 상장법인에 대해서는 보다 완화된 특례규정이 적용된다(자본시장법 제165조의2). 자사주 취득은 자본 공동화를 초래하여 상법상 자본충실의 원칙을 위배하지만, 상장기업의 경우 경영권 방어와 주가 안정 및 배당 대체 등의 필요성이 제기됨에 따라 자본시장법의 전신인 증권거래법에서부터 일정한 요건 하에서 자사주 취득을 허용하고 있다.

상장사의 자사주 취득은 자기명의로 계산으로 주식시장에서 취득 또는 공개매수하거나, 신탁계약이 해지되거나 종료되어 신탁업자로부터 반환받는 방법으로 가능하다. 증권거래법에서는 자기주식펀드도 허용되었으나, 자본시장법에서는 사모단독펀드를 배제하므로 펀드를 통한 자사주 취득은 불가능하다. 자사주 처분 방법에 대해서는 자본시장법상 특별한 제한을 두지 않고 있다. 단, 회사에 합병이나 유상증자, 그리고 미공개 중요 정보가 있는 등 이해상충 우려가 있는 기간 동안에는 자사주 취득 및 처분이 제한된다(자본시장법 시행령 제176조의2 제2항).

자사주 취득 및 처분절차는 대상주식의 종류와 수, 금액 및 방법, 목적에 관하여 이사회 결의를 거쳐야 한다. 단, 주식매수선택권 행사에 따른 교부와 신탁계약 종료의 경우에는 예외가 인정된다. 자사주 취득 및 처분에 대한 결의가 있는 때에는 금융위원회에 익일까지 주요사항보고서를 제출해야 한다. 자사주 취득은 거래소 공시규정에 따라 이사회 결의가 공시된 날로부터 3개월 이내에 금융위원회가 정하여 고시하는 방법에 따라 주식시장에서 취득하여야 한다.

상장회사의 자사주 취득 및 처분에 관한 이상의 규정 내용을 살펴보면 구주를 이용하는 DRIP 실행도 가능할 것으로 판단된다. 그러나 보다 안정적이고 탄력적인 DRIP 제도를 시행하기 위해서는 일부 제도적 보완이 필요하다. 특히 자사주 처분을 제한하는 규정²¹⁾ DRIP 지급을 위한 자사주 처분의 경우에 한해 예외적으로 그 적용을 배제하는 것이 필요하다고 생각한다. DRIP 실행을 위해 자사주를 지급하는 것은 정기적 배당 지급의 일환이므로, 배당 자체가 불가능한 상황이 아니라면 다른 사유로 그 지급을 제한하는 것은 바람직하지 못하다. 그리고 DRIP 제도는 소액주주에게만 적용되므로, 자사주 처분 제한 규정의 취지인 이해상충 문제가 그렇게 심각하지 않은 것으로 판단되기 때문이다.

한편 DRIP의 지급수단으로 신주인수권을 부여하는 방안도 생각해 볼 수 있을 것이다. 2009년 12월 입법예고된 상법개정안에서는 포이즌 필 제도의 도입 수단으로서 신주인수선택권이 제안되어 있는 실정이다. 이외에도 신주인수권은 신주인수권부사채(BW: Bond with Warrant)²²⁾와 주식선택매수권(stock option)²³⁾의 형태로 현행 제도에 도입되어 있다. 향후 이러한 신주인수권 제도가 단일의 일반적 제도로 통합된다면 DRIP의 지급수단으로도 활용될 수 있을 것이다. 신주인수권의 경우 포

21) 자본시장법 시행령 제176조의2 제2항

22) 상법 제516조의2 참고

23) 상장회사 특례 규정으로 상법 제542조의3에 도입되어 있음

이른 필 제도 등에서 이미 주주평등 원칙이 상당히 위배되고 있으므로 DRIP과 관련한 주주평등 문제에 대한 논란에서도 상대적으로 더 자유롭다는 이점이 있다.

그러나 신주인수권은 가격산정이 어려울 뿐만 아니라, DRIP과 동일한 결과를 산출하기 위해서는 의무적 행사가 가능하도록 설계되어야 하는 문제들이 있다. 단, 대부분의 DRIP에서 제공하는 현금추가매입권을 신주인수권으로 대체하는 데는 별다른 어려움이 없을 것으로 보인다.

결론적으로 DRIP 제도 시행 방안으로서 앞서 논의된 내용들을 정리하면 다음의 <표 V-2>와 같다. 이상의 논의들을 종합적으로 고려할 때, 한국 상황에서 가장 현실적인 DRIP 도입 방안은 자사주를 이용하는 방안인 것으로 판단된다. 다만, 이를 위해서는 자사주 처분제한 규정에 대한 적용을 예외적으로 면제하는 제도적 개선이 필요할 것으로 보인다.

<표 V-2> DRIP 도입 방안의 비교

DRIP 방안	지급수단	개별적 제약사항	공통적 제약사항
주식배당 방식	신주발행	결산기 배당 주총 의결사항 신주 배정 제약	주주평등 원칙 위배 - 대주주 vs. 소액주주 - 참여 vs. 비참여주주
자사주 방식	자사주	처분 제한	
신주인수권 방식	신주인수권 전환사채	가격산정 어려움 제도설계 복잡함	

4. DRIP 관련 세제

미국의 경우 DRIP을 통해 채투자되는 배당금은 원칙적으로 배당소득으로 간주되어 과세된다. 할인혜택을 제공하는 DRIP의 경우에는 할인받은 금액도 투자자의 이익으로 간주되어 과세된다. 투자자가 투자회사를 통하여 DRIP을 이용하는 경우 지출된 수수료 및 서비스 비용 역시 세무상 비용으로 인정되지 않으므로 과세된다. 다만 회사에서 직접 DRIP을 제공하는 경우 회사가 지출하는 수수료 및 서비스 비용은 과세되지 않는다. 한편 DRIP의 실행방식에 따라서는 매입가격이 매입시점의 시가보다 낮게 책정되는 경우가 있는데, 이는 세법상 자본이득(capital gains)으로 취급받아 자본손실(capital losses)과 상계가 가능하다. 반면 직접적인 할인혜택 등은 배당소득으로 취급받아 자본손실과의 상계가 허용되지 않는다.

할인이나 비용에 대한 과세 여부를 이해하기 위해 예를 들어 설명하면 다음과 같다. 회사가 산정한 주식 가치는 10달러이고 배당금은 100달러이며, DRIP 취급 수수료는 투자자가 투자회사를 이용하는 경우나 회사가 투자회사를 이용하는 경우 모두 10달러라고 하자. 먼저 투자자가 투자회사를 통해 DRIP을 처리하는 경우 회사 입장에서는 10주의 주식을 배당금 대신 지급하게 되는데, 이때 주주는 세무적으로 100달러의 배당소득이 발생한 것으로 간주된다. 즉, 수수료 비용 10달러에 대해서도 배당소득세가 과세되는 것이다. 한편 회사가 투자회사를 통해 DRIP 업무를 처리하는 경우에는 그 비용을 제하고 주주에게 9주를 지급하게 된다. 이때 주주는 세무상 90달러의 배당소득이 발생한 것으로 간주되므로, 비용 10달러에 대해서는 배당소득세가 과세되지 않는 결과가 된다.

미국의 경우 1982년부터 1985년 사이에 일정한 자격이 되는 유틸리티 기업에 대해 DRIP 관련 세금을 이연해주는 세제혜택을 부여한 적이

있다. 미국 세법에서는 원칙적으로 DRIP 재투자 배당금과 재투자를 위해 구입할 때 받은 할인 금액, 양쪽에 모두 과세를 한다. 그런데 1978년 미국의 전기 유틸리티 회사들이 세금 완화를 위해 로비 단체를 만들어 보고서를 발표하였다. 여기서 DRIP 관련 세금을 이연해주면 자기자본 유입이 상당히 증가할 수 있는 것으로 조사되었으며, 이러한 결과를 바탕으로 DRIP 법안이 1979년 상원과 하원에 상정되었다. 이 법안의 목적은 DRIP 참가자들에게 세금을 이연시켜서 유틸리티 기업의 DRIP을 활성화시키기 위함이다. 세금 이연 방식은 다음과 같다. 즉, 원래 과세방식인 DRIP 지급시 배당소득 과세를 면제하는 대신, 지급받은 주식을 매각하는 시점에 자본이득으로 과세하는 것이다. 세금 이연 허용 금액은 단일 DRIP 투자의 경우 1년에 1,500달러였고 복수의 DRIP에 투자할 경우 최대 3,000달러까지였다. 그러나 세금이연 허용한도액은 이후 1981년 Economic Recovery Tax Act of 1981(ERTA)이 제정될 때 감소되었다. 즉, 단일 투자의 경우 1년에 750달러, 복수의 DRIP 투자의 경우 1,500달러까지 세금 이연이 가능해졌다.

세금 이연 혜택은 1982년 1월부터 발효되었다. 그러나 모든 기업이 이 혜택을 투자자들에게 제공할 수 있는 것은 아니었다. 이 혜택을 제공할 수 있는 요구조건은 지난 10년 간 미국 내의 공공 유틸리티 서비스를 제공한 기업으로 장기적인 공공의 성격을 띤 재산의 비용이 총 유형 자산 비용 중 최소 60%가 되어야 한다. 세금 이연 혜택은 비유틸리티 기업은 적용되지 않았다. 한편 이러한 세금 이연 혜택은 1985년 폐지되었다.

5. DRIP 관련 회계 및 공시

DRIP에 관련된 회계는 간단하다. 설명을 위해 1,000달러의 배당이 확정되었고 DRIP 참여주주 지분율이 60%라고 가정하면, 배당금 중 600달러가 DRIP으로 재투자될 것이다. 회사주식은 액면가가 5달러이나 시가가 20달러라고 하면, DRIP 참여주주는 30주를 받게 된다. 증개 및 운영 수수료는 무시하면, 다음의 <표 V-3>과 같이 DRIP을 위한 주식 구입 방법에 따른 회계 처리 내용을 요약할 수 있다.

<표 V-3> 지급방식에 따른 DRIP 회계 처리

지급 방식	항목		금액
신주발행	차변	미지급 배당금	1,000
	대변	보통주(30주×\$5)	150
		주식발행초과금(30주×\$15)	450
		현금	400
금고주 지급 (18달러/주)	차변	미지급 배당금	1,000
	대변	자사주(30주×\$18)	540
		주식발행초과금(30주×\$2)	60
		현금	400
공개시장 매입	차변	미지급 배당금	1,000
	대변	현금	1,000

출처: Niswander, 1996, p.71 요약

먼저 신주발행 방식을 이용하면, 배당금 1,000달러 지급에 대해 실제 현금 배당은 400달러만 지급되며, 유보되는 600달러 중 150달러는 보통주(Common Stock) 항목으로 증가되고, 차액 450달러는 주식발행초과금(Additional Paid-in Capital) 항목으로 증가된다.

금고주(treasury stock)를 지급하는 경우에는 만약 해당 주식의 원래 매입가격이 18달러라면, 배당금 1,000달러 지급에 대해 실제 현금 배당 400달러 지급은 동일하며, 보통주(Common Stock) 항목은 540달러 증가 되고 주식발행초과금(Additional Paid - in Capital) 항목은 차액인 60달러가 증가된다.

마지막으로 공개시장에서 매입하여 DRIP 주식을 지급하는 경우에는 회사입장에서 현금 1,000달러가 모두 지출되며, 자본 항목의 변화는 발생하지 않는다.

DRIP 관련 공시 측면에서도 적절한 지침이 마련될 필요가 있다. 특별히 DRIP 참여주주에게는 회사가 DRIP을 실행하는 과정에서 주주를 대신하여 지불한 중개수수료 관련 정보를 제공하고, 배당액은 할인 등을 고려한 명목적 지불액이 아닌 주식의 공정시장가치(fair market value)가치로 계산되어야 한다. 그리고 비참여주주에게도 DRIP의 존재, 주요 수치 정보, 이점 등에 관해 효과적으로 의사소통할 수 있도록 해야 한다. 이를 위해 DRIP을 신청하는 회사는 신고서(prospectus)와 함께 기술적 세부사항은 생략하고 주요 항목에 관해, 대개의 경우 질문 - 답변 형식의 요약 설명이 게재된 설명서(일명 브로슈어) 등을 제출하도록 해야 한다. 그리고 인원 및 자원을 확보하여 DRIP 관련 문의에 적절한 응대를 할 수 있어야 한다.

VI. 결론

VI. 결론

DRIP은 참여를 희망하는 소액 주식투자자가 배당금을 자기회사 주식에 자동적으로 재투자하며, 현금을 지불하여 주식을 추가매입할 수 있는 선택권을 제공하기도 하므로 그 본질을 “회사와 주주 사이의 직접적인 주식거래”로 이해할 수 있다. 그러므로 DRIP은 소액투자자가 직접투자를 수행함에 있어 초기투자금액과 거래비용을 최소화하는 수단이 될 수 있다. 그리고 다양한 할인 혜택 및 투자 선택권을 제공함으로써 매력적인 투자 기회를 제공하기도 한다. 회사 입장에서도 DRIP은 기업지배구조 측면에서 경영권을 안정시키고 기업재무 측면에서도 효율적인 자금조달과 주가 안정화 수단이 될 수 있으며, 마케팅 측면에서 충성도가 높은 소비자를 확보하는 효과를 얻을 수 있다.

DRIP은 현재 미국이나 캐나다 등에서는 일반 투자자들에게 자주 활용되는 투자수단으로 알려져 있으나, 한국에서는 거의 이용되지 않고 있으며 그 개념조차 생소한 상황이다. 이러한 현실은 주식회사의 배당이나 증권발행에 대한 엄격한 한국의 법 제도적 제약뿐만 아니라, 배당투자와 장기투자의 인기가 높지 않은 한국의 주식투자문화와도 무관하지 않은 것으로 보인다. 근래에 상법 등의 법규 개정을 통해 제도적 제약사항들이 점차 완화되고 있으며 펀드 등 간접투자문화가 활성화되는 등 한국에서도 DRIP이 도입되고 정착되기 위한 필요조건들이 구비되어 가고 있다고 판단된다.

그러나 아직까지는 DRIP의 안정적인 도입과 효율적인 활용을 위해서는 보다 구체적이고 명확한 제도적 정비가 필요하다고 판단된다. 미국의 경우 DRIP의 발전과정에서 제공 회사의 범위 확대, 지급수단의 범위 확대, 참여 투자자의 범위 확대, 부가 서비스의 확장, 효율적 운영을 위한 실행절차 간소화, 활성화를 위한 혜택 부여 등의 제도적 보완이 이루어

져 왔다. 특히 한국의 상사 관련 법규는 명시적 허용 항목 외에는 불허하는 경향이 강하므로, DRIP처럼 새로운 제도의 도입을 위해서는 자본시장법 상의 상장회사 특례규정이나 감독당국의 관련 규정 및 자율규제기관의 지침 등을 분명하게 마련할 필요가 있다고 판단된다.

현재의 한국 상황에서 배당이나 신주발행 및 자사주 거래에 관한 규제 체계를 고려할 때 DRIP 제도를 도입하기 위한 현실적 방안으로는 주식배당 형태와 자사주 거래 형태를 고려할 수 있는데, 본 보고서는 자사주 방식이 보다 더 현실적 방안이라고 판단한다. 주식배당 형태의 경우 상대적으로 더 많은 법규상의 제약으로 인해 DRIP의 탄력적 운용이 어려울 것으로 판단된다. 우선 지급빈도 측면에서 분기배당이나 중간배당이 허용되지 않고 결산기 배당만이 허용되기 때문이다. 그리고 그 지급수단으로는 신주발행만이 허용되는데, 이는 신규 자금조달 없이 여유 현금흐름을 배당하는 것이 바람직한 경우에는 오히려 DRIP으로 인해 기업의 재무정책이 더 제약을 받게 됨을 의미한다. 그리고 주식배당은 주주총회 의결 사항이므로 절차상의 번거로움 역시 피하기 어렵다.

한편 자사주를 시장에서 매입하여 주주에게 매도하는 방식의 자사주 형태의 DRIP 역시 문제가 없는 것은 아니다. 우선 자사주 처분을 제한하는 규정을 완화할 필요가 있다. 그리고 모든 DRIP 방안의 공통적 제약 요인인 주주평등 원칙 위배 문제를 명시적으로 해소할 필요가 있다. 즉, 참여를 희망하는 소액주주에게만 DRIP이 적용됨으로 인해 발생하는 차별을 적절한 범위 내에서 허용할 필요가 있다. 이를 위해서는 법규를 개정하는 방안 이 외에도 감독당국이나 자율규제기구에서 모범 정관을 제정하여 권고하는 방안도 고려해 볼 수 있을 것이다.

DRIP을 시행하는 회사 입장에서도 주식 거래량이나 가격에 미치는 영향을 고려하여 적절한 운영방안을 마련하는 것이 필요하다. 회사가 DRIP 지급을 위해 시장에서 주식을 일시에 대량 매입하는 경우 주가가

상승하여 결국 DRIP 매입가격이 높아져 수익률이 낮아질 수 있기 때문이다. 개선책으로는 DRIP 물량을 분할해서 매입하거나 평소에 자사주 재고를 일정 수준 이상 보유하는 방안 등을 고려해 볼 수 있을 것이다.

그리고 사전적으로나 사후적으로 주주평등 원칙이 심각하게 훼손되지 않도록 회사의 DRIP 규정을 적절히 설계하고 운영할 필요가 있다. 특별히 할인 및 추가매입 선택권의 옵션가치가 지나치게 높게 부여될 경우 회사 전체에 상당한 손실을 야기하고, 대주주 및 비참여 소액주주를 심각하게 차별하는 결과가 발생할 수 있기 때문이다. 그러나 초기에 DRIP 제도가 정착되기 위해서는 DRIP 참여주주에게 일정한 정도의 혜택을 부여할 필요가 있다. 회사 차원의 할인이나 선택권 부여 이외에 제도적 차원에서 세제우대 등의 혜택을 한시적으로 부여하는 방안도 고려해 볼 수 있을 것이다.

마지막으로 DRIP 관련 세제, 회계, 공시 측면에서 적절한 지침이 마련될 필요가 있다. DRIP 운영 시 불필요한 거래비용을 절감하고 투자자를 적절히 보호할 수 있기 때문이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김규영, 1990, 외국의 배당 제도에 관한 고찰: 미국·일본을 중심으로, 『상장협』 21집, 37 - 53.
- 한상범·김문현·김란영·이은정, 2002, 『한국·미국·일본의 배당 제도 비교와 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 02 - 04.
- 최도성·김성민, 2005, 『한국기업 배당정책의 변화』, 서울대학교 출판부.

<외국문헌>

- Allen, G.C., 1991, *Dividend reinvestment plans: the effect on shareholders wealth and equilibrium security returns*, The University of South Carolina.
- Association of individual investor, 1999, *The individual investor's guide to dividend reinvestment plans*, AAH Journal 21, DRP1 - DRP24.
- Baker, H.K., Khan, W.A., Mukherjee, T.K., 2002, Direct investing: the role of stock purchase plans, *Financial Service Review* 11(2002), 47 - 63.
- Bierman, H., 1997, The dividend reinvestment plan puzzle, *Applied Financial Economics* 7, 267 - 271.
- Black, F., 1976, The dividend puzzle, *Journal of Portfolio Management* 2, 5 - 8.
- Blouin J., Cloyd, C.B., 2005, Price pressure from dividend reinvestment activity: evidence from closed - end funds, working Paper.

- Boehm, T.P., DeGennaro, R.P., 2007, A discrete choice model of dividend reinvestment plans: classification and prediction, Federal Bank of Atlanta working paper 2007 - 22.
- Carlson, C.B., 1992, *Buying stocks without a broker*, McGraw - Hill.
- Carlson, C.B., 1996, *Buying stocks without a broker*, McGraw - Hill.
- Carlson, C.B., 2009, *Directory of Dividend Reinvestment Plans*, Horizon Publishing Company.
- Chang, O.H., Nicholas, D.R., 1992, Tax incentive and capital structures: the case of the dividend reinvestment plan, *Journal of Accounting Research* 30, 109 - 125.
- Chiang, K., Frankfurter, G.M., Kosedag A., 2005, Exploratory analyses of dividend reinvestments plans and some comparisons, *International Review of Financial Analysis* 14, 570 - 586.
- Cherin, A.C., Hanson, R.C., 1995, Dividend reinvestment plans: a review of the literature, *Financial Markets, Institutions and Instruments* 4, 59 - 73.
- Dammon, R.M., Spatt, C.S., 1992, An option - theoretic approach to the valuation of dividend reinvestment and voluntary purchase plans, *Journal of Finance*, 331 - 347.
- Davey, P.J., 1976, *Dividend reinvestment programs*, The Conference Board Report No. 699.
- DeGennaro, R.P., 2003, *Direct investments in securities: a primer*, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Dubosky, D.A., Bierman, L., 1988, The effect of discount dividend reinvestment plans announcements on equity value, *Akron Business and Economics Review* 19, 58 - 68.

- Evergreen Enterprises, 1990, *Guide to Dividend Reinvestment Plans*.
- Finnerty, J.D., 1989, New issue dividend reinvestment plans and the cost of equity capital, *Journal of Business Research* 18, 127 - 139.
- Friedman, B.M., 1996, Economic implications of changing share ownership, *The Journal of Portfolio Management* Spring, 59 - 70.
- Larkin, P., Lee, B., Wane A., 2005, Repurchase dividend reinvestment plans, *Journal of Business & Economics Research* Vol.3, No.10, 55 - 62.
- Miller, M.H., Modigliani, F., 1961, Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 411 - 433.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review* 48, 261 - 297.
- Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not, *Journal of Financial Economics* 13, 187 - 221.
- Niswander, F., 1996, Should your company have a drip?, *Journal of Corporate Accounting and Finance* Winter, 61 - 73.
- Peterson, P.P., Peterson, D.R., Moore, N.H., 1987, The adoption of new-issue dividends reinvestment plans and shareholder wealth, *Financial Review* 22, 212 - 232.
- Saporoschenko, A., 1996, DRIP's, agency and capital structure issues, University South Carolina Working Paper 1996-June, 19 - 21.
- Scholes, M.S., Wolfson, M.A., 1989, Decentralized investment banking: the cost of discount dividend-reinvestment and stock-purchase plans, *Journal of Financial Economics* 17, 7 - 35.

Smith, C.W. Jr., 1986, Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics* vol.15, No.1 - 2, 3 - 29.

Steinbart, P., Swanson, Z., 1998, 'No-load' dividend reinvestment plans, *Review of Financial Economics* Vol.7, No.2, 121 - 141.

Temper of the Times Investor Services, Inc., 1999, *Guide to dividend reinvestment plans*.

Todd, J.M., Domain, D., 1997, Participation rates of dividend reinvestment plans: differences between utility and nonutility firms, *Review of Financial Economics* Vol.6, No.2, 121 - 135.

<웹사이트>

DRIP Investor <http://www.dripinvestor.com>