기업지배구조와 사외이사 선임[56]

석 우 남 연구위원 (swn80@cgs.or.kr)

▶본 연구는 주주총회에서 사외이사 선거와 기업지배구조 수준의 관계를 분석하였음

▶2012년에서 2017년 사이 주주총회에서 사외이사 후보에 오른 2556명 중 주주제안으로 입후보한 9명을 제외한 2547명의 후보 즉 99.7%가 선임되었으며, 이 중 의결권 자문서비스에 의해 반대권고를 받은 후보는 약 36%에 이르고 있음

▶사외이사 후보 중 의결권 자문사에 의해 부적절한 후보로 분류된 후보들의 경우 전년도 기업지배구조 수준이 낮을수록 많이 나타났으며, 지배구조수준이 가장 높은 A+ 등급 기업집단에서는 약 22.1%가 부적절한 후보로 분류된 반면, 가장 낮은 지배구조수준인 D등급 집단에서는 약 78.8%가 부적절한 후보로 분류되었음

전문

상법 제 393조 1항에는 "중요한 자산의 처분 및 양도, 대규모 재산의 차입, 지배인의 선임 또는 해임과 지점의 설치·이전 또는 폐지 등 회사의 업무집행은 이사회의 결의로 함"이라고 명시하고 있으며, 이는 상장기업에 있어 주주총회의 결의사항 외의 일반적인 회사운영에 관한 모든 권한이 이사회에 있다는 것을 명시한다고 볼 수 있다. Finkelstein et al. (2009)[57]에 따르면 이사회는 시장 환경에 따라 필요한 외부 자원과의 가교역할 및 중요한 외부 정보를 조달해주는 외부적 역할과 전략구상, 임원진 감시 및 임명 등의 내부적인 역할을 수행한다. 이처럼 이사의 선임은 기업에 필요한 자원의 확보 뿐 아니라 주주를 대신해 경영을 하는 경영진 즉 대리인에 대한 주주의 비용(대리인 비용)을 최소화하기 위한 해결책으로 손꼽힐 수 있다.

그러나 한국에서 회사 운영 전반에 대한 결정권이 있는 이사회는 주주의 이익에 부합하는 이사회 안건에 대한 결정을 해야 함에도 불구하고 이사회 안건 대부분이 찬성으로 가결되는 상황이 사회적으로 논란이 되고 있으며, 이사회의 거수기 논란은 지속적인 비난을 받고 있다. 한 언론사 조사에 따르면 2017년 금융지주사 7개사, 은행 10개사, 생명보험 8개사, 손해보험 8개사, 증권 12개사, 카드 7개사 등 52개 금융사에서 실시한 이사회 안건 가결여부를 조사한 결과 1,518개 안건 중

56) 이 글의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
57) Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. 2009. Strategic Leadership: Theory and Research on Executive. Top Management Teams, and Boards. Oxford: Oxford University Press.

0.7%인 11건만 부결된 것으로 나타났다고 한다.[58] 신종석(2015)에서는 2008년부터 2012년까지 5년 동안 이사회에서 반대 또는 수정안건이 제시된 경우가 3.3% 수준에 머물고 있다고 지적하며 이사회가 거수기 역할을 수행한다고 비판하고 있다.[59]

이사회의 이러한 문제점은 지배주주의 이사회에 대한 영향력이나 사외이사들의 독립성 결여와 관련해 논의되고 있으나, 보다 근본적으로 주주총회에서 행해지는 이사선출 과정에서 그 원인을 분석할 필요가 있다. 본고에서는 이사선임에 관한 선행연구 및 관련 법률 그리고 이사선거 자료를 바탕으로 이사선임과 기업지배구조의 관계에 대해 알아보고자 한다.

선행연구

주주총회와 관련한 연구들은 이사선거 결과의 득표율을 바탕으로 이사선거의 결정요인들을 주로 분석하고 있으며, 기업 고유의 특성 및 이사 후보별 특성 그리고 의결권 자문회사의 영향 등에 대한 연구들이 이루어지고 있다. 또한 이사선거의 결과들이 기업지배구조와 개별 이사 후보의 커리어에 어떤 영향을 미치는 지에 대한 분석도 행해진다.

Cai et al. (2009)[60]는 대부분의 미국회사들이 다수대표제(Plurality)에 의한 이사채택 방식을 사용하고 있으며, 비경쟁(uncontested) 이사선임 방식 하에서 이사는 단지 한 표에 의해서도 선임이 될 수 있으나, 주주들의 보류(withhold) 표가 이사들에게 영향을 미칠 수 있다고 주장한다. 이들은 이사선거에서 ISS 권고안이 부정적일 경우 19% 더 적은 찬성(for vote) 표를, 그리고 이사진 회의에 있어 75% 미만으로 참석한 이사의 경우 14% 더 적은 찬성표를 받는다는 것을 보인다. 또한 기업의 지배구조수준(E-index와 G-index로 측정된)[61]이 낮을수록 이사회의 평균 찬성득표비율이 낮다는 것을 보이고 있다. 저자들은 지배구조수준이 낮은 기업의 경우, 주주보다는 경영진에 더 친화적인 후보들이 이사선거에 후보로 선출될 확률이 높으며, 주주들은 이러한 후보들에 대해 반대할 확률이 높다고 주장한다.

Malenko and Shen(2016)[62]은 의결권 자문회사인 ISS(Institutional Shareholder Services)의 영향력에 대한 연구를 수행하기 위해, ISS의 주주총회 의안에 대한 권고안을 바탕으로 그 결과에

58) http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2018/04/07/2018040700323.html
59) 신종석 (2015), "주식회사 사외이사의 독립성 확보를 위한 법적 과제," 법학연구, 57(3), 117-135.
60) Cai, J., J. L. Garner, & R. A. Walkling. 2009. Electing Directors, *Journal of Finance.* 64(5), 2389-2421.
61) 미국에서는 기업에 대한 반인수규제 조항들을 바탕으로 Gompers et al. (2003)에서 제시한 Governance index와 Bebchuk et al.(2009)에서 제시한 Entrenchment index를 기업 지배구조 변수로 많은 연구들에서 사용하고 있으며, 경영권 방어 기제가 존재하는 것이 경영진의 협상력을 증가시키고 기업지배구조 수준을 낮춘다고 간주하고 있다.
Bebchuk, L., A. Cohen and A. Ferrell, 2009, "What Matters in Corporate Governance?", Review of Financial Studies, 22, 738-827
Gompers, P. A., J. L. Ishii, and A. Metrick, 2003, "Corporate Governance and Equity Prices", Quarterly Journal of Economics. 118(1), 107-156
62) Malenko, N. & Y. Shen. 2016. The Role of Proxy Advisor Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design. *Review of Financial Studies* 29(12), 3394-3427

대한 실증분석을 시행하였다. 이들은 2010년에서 2011년 사이 say-on-pay 안건에 대한 ISS의 반대권고가 주주들의 지지를 25% 낮추는 효과를 야기한다고 주장하며 이러한 효과는 기관투자자의 지분이 크거나 더 분산되어 있을수록 커진다고 주장한다.

Ertimur et al.(2017)[63]은 비경쟁 이사선임, 특히 의사결정 자문회사의 권고안을 바탕으로 보류표가 발생하는 원인과 향후 발생하는 효과에 대해 연구하였다. 이들은 의사결정 자문회사인 ISS의 보류 권고가 이사선거에 있어 약 20%의 보류 표를 유발하는 효과를 발생시킬 수 있다고 실증분석을 통해 보여주고 있다. 또한 ISS의 이사후보에 대한 보류결정은 약 2/3가 독립성 문제로 인해 발생하며, 그 외에는 이사후보의 업무성실성(회의참여율 및 시간할애가능성)과 관련한 문제와 연관되어 있다고 주장한다. 이사후보에 대한 보류표 투표는 비경쟁 선거방식으로 인해 이사후보의 당선여부를 결정하지는 못하지만, 이사회 내 주요 위원회(임명위원회, 보수위원회, 감사위원회)에서의 교체, CEO의 초과보수 감소 그리고 이사회의 시차임기제 제거 등을 야기하는 등 지배구조 관련 이슈에 대한 변화의 원인이 된다고 밝히고 있다.

이사 선임 관련 법률[64]

이사는 설립 당시에는 발기인이나 창립총회에서 선임하지만, 설립 이후에는 주주총회에서 선임하여야 한다. 상장회사에 있어 이사선임은 상법에 명시되어 있으며, 이사는 3인 이상(소규모 회사인 경우 예외 존재) 그리고 자산총액 2조원 이상인 대규모 상장회사인 경우는 3인 이상/이사총수의 과반수를 사외이사로 선임해야 한다. 이사 선임은 368조 1항에서 명시하는 것처럼 보통결의에 의해 결정되며 발행주식 총수의 1/4 이상을 가진 주주의 출석으로 주주총회가 성립하고 그 만장일치로 결의가 가능하며, 발행주식 총수의 과반수를 요하는 것은 아니다.

〈표 1〉 이사선임에 관한 법률

상법	법령
296조 1항 (발기설립의 경우의 임원선임)	납입과 현물출자의 이행이 완료된 때에는 발기인은 지체 없이 의결권의 과반수로 이사와 감사를 선임하여야 한다.
312조 (임원의 선임)	창립총회에서는 이사와 감사를 선임하여야 한다.
382조 1항 (이사의 선임, 회사와의 관계 및 사외이사)	이사는 주주총회에서 선임한다.
368조 1항 (총회의 결의방법과 의결권의 행사)	총회의 결의는 이 법 또는 정관에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식총수의 4분의 1 이상의 수로써 하여야 한다.

63) Ertimur, Y., F. Ferri, & D. Oesch. 2017. Understanding Uncontested Director Elections, *Management Science* 64(7), 2973-3468

64) 법률 정보는 국가법령정보센터에서 참조하였음.
(http://www.law.go.kr/%EB%B2%95%EB%A0%B9/%EC%83%81%EB%B2%95)

상법	법령
383조 1항 (원수, 임기)	이사는 3명 이상이어야 한다. 다만, 자본금 총액이 10억원 미만인 회사는 1명 또는 2명으로 할 수 있다.
542조의 4 2항 (주주총회 소집공고 등)	상장회사가 이사·감사의 선임에 관한 사항을 목적으로 하는 주주총회를 소집통지 또는 공고하는 경우에는 이사·감사 후보자의 성명, 약력, 추천인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 후보자에 관한 사항을 통지하거나 공고하여야 한다.
542조의 8 1항 (사외이사 선임)	상장회사는 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고는 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 한다. 다만, 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사의 사외이사는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 한다.
542조의 8 3항 (사외이사 선임)	사외이사의 사임·사망 등의 사유로 인하여 사외이사의 수가 이사회의 구성요건에 미달하게 되면 그 사유가 발생한 후 처음으로 소집되는 주주총회에서 요건에 합치되도록 사외이사를 선임하여야 한다.
542조의 8 4항 (사외이사 선임)	자산 2조원 이상의 상장회사는 사외이사 후보를 추천하기 위하여 사외이사 후보추천위원회를 설치하여야 한다. 이 경우 사외이사 후보추천위원회는 사외이사가 총위원의 과반수가 되도록 구성하여야 한다.
542조의 8 5항 (사외이사 선임)	상장회사가 주주총회에서 사외이사를 선임하려는 때에는 사외이사 후보추천위원회의 추천을 받은 자 중에서 선임하여야 한다. 이 경우 사외이사 후보추천위원회가 사외이사 후보를 추천할 때에는 1) 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주 2) 6개월 전부터 계속하여 상장회사 발행주식총수의 1천분의 15 이상에 해당하는 주식을 보유한 자 3) 6개월 전부터 계속하여 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1천분의 10(대통령령으로 정하는 상장회사의 경우에는 1천분의 5) 이상에 해당하는 주식을 보유한 자 1), 2), 3)의 요건을 갖춘 주주가 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 해당 연도의 해당일)의 6주 전에 추천한 사외이사 후보를 포함시켜야 한다.

한국기업지배구조원의 의결권자문

본 보고서에서는 주주총회에서 선임된 사외이사들의 적절성 여부를 바탕으로 회사의 특성 특히 기업지배구조 수준와 사외이사의 선거결과에 대한 관계를 분석하고자 한다. 한국 기업의 주주총회 결과는 입후보한 이사후보에 대한 안건 찬성 또는 반대투표 결과를 제공하지 않고 있어, 미국과 같이 주주총회를 통한 주주들의 의사표명이 기업지배구조에 어떠한 영향력을 나타내는지 분석하기에는 한계가 있다.

국내 의결권 자문사인 한국기업지배구조원에서는 기관투자자를 대상으로 주주총회에서 각각의 이사에 대해 권고안을 제시하고 있으며, 의안을 분석하는 개별기업과의 이해상충 없이 독립적으로 권고안을 제시하고 있다. 한국기업지배구조원의 사외이사[65] 선임에 관한 권고안은 9가지 사유에

65) 권고안의 경우 이사후보(사내이사와 사외이사) 모두를 대상으로 작성되나, 사내임원으로 구성되는 사내이사는 경영진과 지배주주에게 친화적일 수 밖에 없는 상황 등을 고려해서, 독립적으로 기업을 감시하는 것이 주 역할로 주어지는 사외이사를 대상으로만 분석하였다.

입각해 체계적으로 각각의 이사후보에 대해 작성된다.

분석에 포함된 사외이사후보들은 2012년부터 2017년까지 6년 동안 정기주주총회에서 발생한 이사선거 결과들과 기업지배구조원의 이사후보에 대한 권고안을 바탕으로 구성되었다. 전체 사외이사 후보의 경우 2,556명이었으며, 이 중 부결된 경우는 주주제안으로 입후보한 9명에 불과했으며, 약 99.7%가 사외이사로 선임되었다.

〈표 2〉 반대권고 사외이사 사유[66]

사유	반대권고 사외이사 수	전체 샘플 대비 비율
행정적 사법적 제재	10	0.39%
부적절한 겸임	32	1.25%
회사가치 훼손 주주권익 침해	49	1.92%
최대주주의 특수관계인	62	2.43%
이해관계자의 특수관계인	275	10.76%
전직 임직원	31	1.21%
장기연임	346	12.99%
낮은 출석률	264	10.33%
기타	5	0.20%
반대권고 전체	927	36.23%

샘플에 포함된 사외이사 후보들의 경우 독립성(최대주주의 특수관계인, 이해관계자의 특수관계인, 전직 임직원, 장기연임의 경우)과 관련해 반대권고를 받은 후보가 전체 후보 중 약 27%에 이르고 있으며, 이는 반대권고를 받은 사외이사 중 약 76%를 차지하고 있다.

부적절한 이사선임과 기업지배구조

본 연구에서는 대부분(99.7%)의 사외이사 후보가 선임된다는 것과 사외이사 후보 중 약 36%가 한국기업지배구조원으로부터 반대권고를 받는다는 통계자료에 입각해, 반대권고를 받은 사외이사를 부적절한 사외이사로 간주하고, 지배구조 수준에 따라 사외이사로 선임된 후보 중 부적절한 후보가 어느 정도 존재하는지를 분석하였다.

기업의 지배구조수준은 한국기업지배구조원에서 조사하는 지배구조점수와 등급을 사용하였다. 지배구조점수와 등급의 경우 주주권리 보호, 이사회, 감사기구, 공시의 4가지 대분류를 통해 이루어지고 있다. 기업지배구조 조사의 경우 선임되는 사외이사들에 의해 결정될 수 있는 요인들로 인해, 직전년도의 지배구조 수준을 사용하였다. 예를 들어 2017년 주주총회 사외이사선거 결과의 경우

66) 일부 후보들의 경우 단일 사유가 아닌 여러 가지 사유로 인해 반대권고를 받은 것으로 나타났다.

2016년도의 기업지배구조점수 및 등급의 영향을 분석하였다. 또한 선임된 사외이사 중 부적절한 후보에 관한 분석의 틀을 위해 주주제안으로 입후보하여 부결된 9명의 경우는 제외하고 분석을 시행하였다.

〈표 3〉 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임 비율

Panel A: 지배구조점수 중간값[67] 대비 부적절한 사외이사 선임			
지배구조점수	사외이사후보 수	부적절한 사외이사 선임비율(%)	지배구조점수 평균
높음(중간값 대비)	1947	32.61	133.09
낮음(중간값 대비)	600	48.67	70.56

Panel B: 지배구조점수 5분위 계층별 부적절한 사외이사 선임			
지배구조점수(5분위)	사외이사후보 수	부적절한 사외이사 선임비율(%)	지배구조점수 평균
1	526	48.29	61.40
2	513	37.62	95.90
3	492	36.79	116.05
4	510	31.18	138.46
5	506	27.67	182.31

Panel C: 지배구조등급별 부적절한 사외이사 선임		
지배구조등급	사외이사후보 수	부적절한 사외이사 선임비율(%)
A+	253	22.13
A	410	31.95
B+	724	31.35
B	779	40.31
C	348	49.71
D	33	78.79

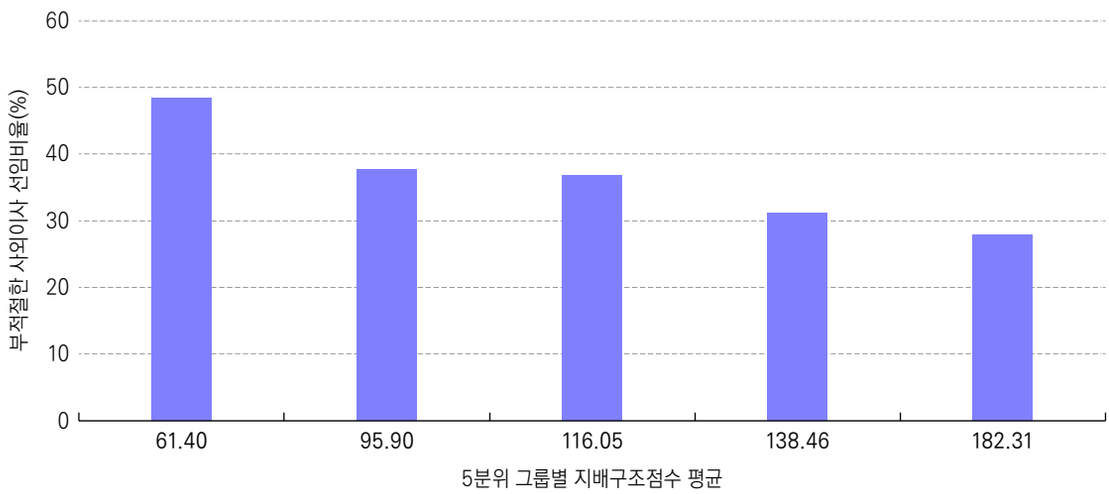
기업의 지배구조점수가 높은 그룹의 경우 부적절한 사외이사 선임비율은 약 32.6%, 지배구조점수가 낮은 그룹의 경우는 48.7%로, 지배구조점수가 낮은 그룹이 주주총회에서 선임한 후보 중 부적절한 이사일 확률이 더 높은 것으로 나타났으며, 이는 통계적으로 1% 수준에서 유의하다.

샘플에 포함된 기업들을 지배구조점수를 대상으로 5분위로 나누어 분석한 결과 지배구조점수가 높은 그룹일수록 부적절한 사외이사의 선임비율은 낮아지는 결과를 보였다. 가장 높은 분위수의 지배구조점수 평균은 약 182점, 가장 낮은 분위수의 경우 약 61점을 나타냈으며, 선임된 사외이사 중 부적절한 후보의 비율은 약 27.7%에서 48.3%까지 증가했다.

67) 중간값의 경우 매년 행해지는 기업지배구조원의 지배구조 조사대상 전체기업(약 800개)을 기준으로 책정되었다.

지배구조등급별 부적절한 사외이사 선임비율을 분석한 결과 가장 낮은 등급인 D의 경우 약 78.8%가 주주총회에서 선임된 사외이사 중 부적절한 후보인 것으로 나타난 반면, A+ 등급을 받은 기업들의 경우 약 22.1%만이 부적절한 후보인 것으로 나타났다.

[그림 1] 지배구조점수와 부적절한 사외이사 선임



이와 같은 실증분석 결과는 지배구조점수가 낮을수록 주주총회에서 선임된 사외이사가 부적절한 후보일 확률이 높다는 것을 보이고 있으며, 지배구조점수와 부적절한 사외이사의 선임비율 사이에는 부(-)의 관계가 성립함을 지지한다고 볼 수 있다.

결론 및 시사점

주주총회는 주식회사의 최고의사결정기구로 기업의 주요사안에 대한 투표권을 행사함으로서 기업의 주주가 의사표명을 할 수 있는 기회로 활용되어야 하나 국내에서는 형식적으로 운영된다는 논란이 있다. 주주총회의 주요의안 중 하나는 이사의 선임이며, 특히 기업에 대한 감시활동과 임원 또는 지배주주의 지대추구 행위를 제한할 수 있는 사외이사 선거는 주주들에게 중요한 대리인을 선임하는 과정으로 볼 수 있다.

본 보고서에서는 사외이사선거 안건에 있어 개별기업의 지배구조수준의 영향을 분석하였다. 지배구조 수준과 주주총회에서의 부적절한 사외이사 선임 사이에 부(-)의 관계는 전년도 지배구조수준이 다음 년도 사외이사 선거에 유의한 영향을 미치며, 이러한 악순환이 반복된다는 것을 의미하기도 하나, 이사회의 구성이 지배구조에 있어 중요한 메커니즘으로 작용한다는 것을 역설한다고 볼 수도 있다.

실증분석 결과를 바탕으로 한 효율적인 이사선임 방안은 크게 기업지배구조의 개선과 이사선거 자체의 효율성 도모라 할 수 있다. 그러나 기업지배구조 개선의 경우 여러 복합적인 요인들로 인해 이사선거 자체의 효율성 도모가 더 직접적이며 빠른 방안으로 손꼽힐 수 있다. 이를 위해서는 우선 이사후보에 대한 정보공개 개선과 선거결과 공개라는 두 가지 방안이 손꼽힐 수 있다. 또한 주주들의 적극적인 의결권 행사가 뒷받침 될 때 주주총회 본연의 주주권리 추구라는 목적이 제대로 달성될 수 있을 것으로 사료된다.