이사보수 한도와 정보 환경의 불투명성[58]

김 형 석 부연구위원 (hyungseok@cgs.or.kr)

▶ 국내 상장기업의 경우, 전체 이사에게 지급될 보수 합계액의 한도를 주주총회를 통해 사전에 승인받도록 하는 실무적 절차를 두고 있음

▶ 실증분석 결과, 기업의 정보 환경이 불투명하거나 외부 모니터링 영향력이 약할수록 기초에 이사보수 한도 금액이 과도하게 높게 설정되고 이에 따라 기말의 실제 지급비율이 낮아지는 경향이 뚜렷하게 나타남

▶ 한도금액이 실제 지급금액을 합리적으로 추정할 만한 충분한 정보를 제공하지 못할 경우, 이사보수 승인에 대한 외부 주주의 의결권 가치가 훼손될 우려가 큼

이사보수 한도 승인의 문제점

국내 상장기업은 주주총회를 통해 이사보수 한도를 사전에 승인받도록 한다. 구체적으로, 결산기말에 전체 이사에게 지급하게 될 보수 합계액의 한도가 기초에 개최되는 주주총회의 안건으로 상정된다. 이는 관련법에서 명시적으로 정한 바가 없어 실무적으로 널리 사용되어 온 방법이다.[59]

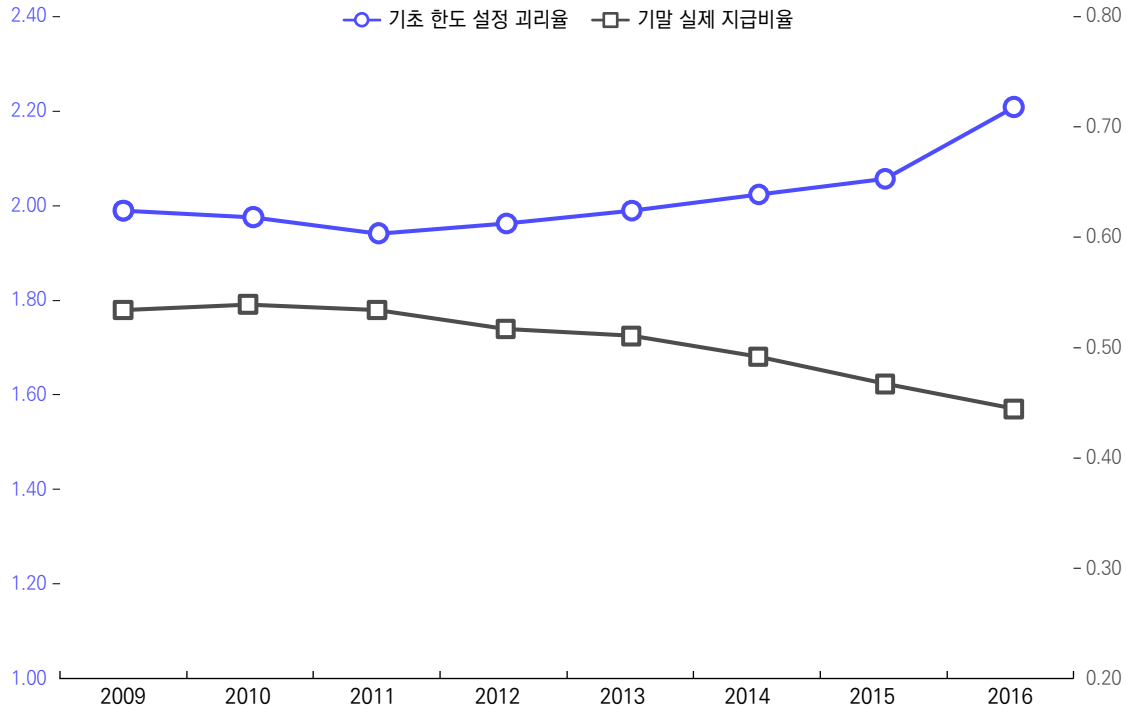
최근 들어 이러한 실무적 관행에 대한 비판적 의견이 강하게 제기되고 있다. 한 예로, 실제 지급금액에 대비하여 이사보수 한도를 과도하게 책정한 일부 상장기업에 대해 실제 지급비율이 지속적으로 11%~12% 수준에 그친다는 문제점이 지적된 바 있다.[60] 다시 말해 실제로 이사에게 지급될 보수 총액을 전혀 추정할 수 없을 만큼 과도한 한도 금액이 매년 반복적으로 승인되어 온 것이다.

KOSPI 상장기업 전체를 대상으로 한 조사에서도 이러한 문제점은 유사하게 나타난다. 〈그림 1〉에서 보는 바와 같이 기초에 설정되는 한도금액은 직전년도 실제 지급금액에 대비하여 평균 2.02배 많은 것으로 확인되며, 최근 들어 그 괴리율은 2.2배까지 점차 증가하는 추세를 나타낸다. 이로 인해 기말에 실제 지급된 금액은 기초에 설정된 한도금액에 비해 평균 51% 수준에 머물고 있으며, 2016년 45%까지 꾸준히 감소하는 것으로 나타난다.

58) 이 글의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
59) 상법 제388조에 따르면, 이사의 보수는 정관에 그 액을 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 이를 정하도록 함. 한편 상장회사 표준정관 제40조제1항에서도 이사의 보수는 주주총회 결의로 정한다고 명시함. 하지만 승인 대상을 구체적으로 명시하지 않고 있어 실무에서는 개별 이사에 대한 실제 보수 지급금액이 아니라 전체 이사에 대한 총 보수 한도금액을 승인받고 있음
60) MK뉴스, 2017.3.9., 「과도한 이사보수한도... 50억원 설정에 2억원만 실지급」

〈그림 1〉 이사보수 한도금액과 실제 지급금액 간의 차이

2008년 글로벌 신용위기 이후 8년 동안(2009년~2016년) 회계결산월이 12월인 KOSPI 상장기업을 대상으로 기초에 설정한 한도금액과 기말에 실제로 지급한 금액 자료(전년도 포함)가 가용한 표본을 구성함. 각 연도별로 표본기업에 대해 직전 회계연도 실제 지급금액, 당해 한도금액 및 당해 실제 지급금액의 총 합계액을 산출함. 당해 한도금액의 합계를 전기 실제 지급금액의 합계로 나눈 비율을 '기초 한도설정 괴리율'로, 당해 한도금액 합계 대비 실제 지급금액의 비율을 '기말 실제 지급비율'로 정의함[61]



이러한 현상은 기업지배구조 관점에서 보다 심각한 문제를 초래할 수 있다. 사실상 한도금액은 예상치 못한 지급 변동에 대비하여 실제 지급금액보다 더 높은 수준[62]에서 설정되는 것이 본래의 목적에 부합한 것이다. 하지만 현재 국내 상장기업의 실무 절차 상 당해 한도금액이 승인되는 시점에서는 직전년도에 실제로 지급된 이사보수 합계액에 관한 정확한 정보가 주어지지 않는다.[63] 만약 해당 주주총회를 통해 이사회 구성에 큰 변동이 없는 것이 확인된다면, 최소한 직전년도 실제 지급금액을 기초로 당해 지급금액은 어느 정도 예측 가능할 것이다. 즉, 당해 예상되는 이사보수 지급금액을 합리적으로 추정할 만한 중요한 정보 하나가 누락된 상황이다. 게다가 거의 대부분의 주주총회

61) 표본기업 단위에서 기초 한도 설정 괴리율과 기말 실제 지급비율을 계산한 후에 각 연도별 평균을 계산한 값도 〈그림 1〉에서의 총액 기준 비율과 유사한 결과를 나타냄

62) 한도금액을 실제 지급금액에 대비하여 몇 %이상 설정하는 것이 적정 수준인지에 대해서는 이론적으로뿐만 아니라 실무적으로도 합의된 바 없음

63) 직전 회계연도의 결산 재무제표 승인 등을 포함하는 주주총회에서 당해 이사보수 한도금액을 승인하는데, 해당 주주총회는 직전년도 사업보고서가 공시되기 이전에 개최되므로 이사 및 감사 등에 지급된 보수에 관한 구체적인 정보가 제공되지 않음

에서는 금액 수준만 제시될 뿐, 한도금액의 산정 근거에 대해서는 구체적인 정보가 제공되지 않는다. 결과적으로 외부 주주는 한도금액의 적정 수준을 합리적으로 평가할 만한 정보가 매우 제한적인 상황에 직면하게 된다.

한편, 이사 등 임원에 대한 보수 지급구조는 중요한 내부 기업지배구조 장치 중 하나이다. 이러한 맥락에서 선진 자본시장을 중심으로 보수 구성, 수준 및 성과 연동성 등 개별 임원의 보수 지급체계에 대하여 주주가 의결권을 행사할 수 있도록 하는 'say-on-pay' 제도가 주목받고 있다. 이에 반해 국내에서는 최근에 들어서야 겨우 일정 수준 이상의 보수를 지급받은 임원에 대하여 실제 지급내역 등을 공시하도록 하는 수준에 머물러 있다. 결국 국내 상장기업의 이사보수에 대하여 외부 주주가 직접적으로 의결권을 행사할 수 있는 통로는 전체 이사에게 지급될 보수 합계금액의 한도를 승인하는 절차뿐이다.

이러한 점을 감안하면, 앞서 지적된 바와 같이 한도금액이 과도하게 설정되는 현상이나 한도금액의 적정성을 합리적으로 평가하기 위한 정보가 충분하지 못한 절차상의 문제는 외부 주주의 의결권이 가진 가치를 심각하게 훼손할 우려가 있다. 바꾸어 말하면, 한도금액 승인에 대한 외부 주주의 의결권 행사가 실질적인 의미를 가지기 위해서는 한도금액이 실제 예상 지급금액을 합리적으로 추정할 수 있는 범위 내에서 설정될 필요가 있다. 특히 한도금액의 산출 근거가 구체적으로 제시되지 않는 상황에서 한도금액이 과도하게 설정된다면, 이는 외부 주주에게 심각한 정보 비대칭을 초래하여 의결권이 가진 가치를 무력화시킬 가능성이 높다.

이에 이사보수 한도금액의 설정과 정보 불투명성 간의 관계를 분석하고 국내 상장기업의 이사보수 한도금액 설정 현황과 승인 절차에 내재된 잠재적인 문제점을 기업지배구조 관점에서 제시하고자 한다.

이사보수 한도 설정과 정보 불투명성 간의 관계 분석

이 글의 실증분석에서는 2003년부터 2016년까지(2008년과 2009년은 제외[64]) KOSPI 상장기업을 표본으로 사용하여, 기업-회계연도 단위를 기준으로 한도설정 괴리율과 실제 지급비율을 측정한다.[65] 한도설정 괴리율(CDP, Cap Disparity)은 기초에 설정된 한도금액을 직전년도 실제 지급금액으로 나눈 비율, 실제 지급비율(PCR, Paid/Cap Ratio)은 기말 실제 지급금액을 한도금액으로 나눈 비율로 각각 정의한다.

다수의 기존 연구에 따르면, 애널리스트는 양질의 기업 정보를 생산하고 이를 자본시장에 효율적으로 제공하는 역할을 한다.[66] 이에 따라 애널리스트 커버리지와 그에 따른 정보 환경의 차이는

64) 2008년과 2009년은 이사보수 한도금액과 실제 지급금액이 글로벌 신용위기의 영향을 받았을 가능성이 높으므로 제외함
65) 한도설정 괴리율과 실제 지급비율은 전체 표본의 상 · 하위 1% 수준에서 극단치를 조정함
66) 이와 관련한 기존 연구에 대해 Healy and Palepu (2001)와 Beyer et al. (2010)을 참고 (Healy, P., Palepu, K., 2001, "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure

기업의 주요 의사결정에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타난다.[67] 나아가 애널리스트는 정보 우위를 바탕으로 기업지배구조 관점에서 경영자, 즉 대리인을 효율적으로 모니터링하는 역할을 수행하기도 한다.[68] 한편, 기관투자자도 기업의 정보 환경에 유의한 영향을 미친다고 알려져 있다. 기관투자자, 특히 시장 지수 또는 벤치마크를 추종하는 뮤추얼 펀드나 연기금 등은 거래 비용과 모니터링 비용을 최소화하기 위하여 기업의 정보 투명성 및 공시정보의 질적 수준 향상을 필요로 한다.[69] 관련 실증연구 결과에 따르면, 기관투자자의 지분율이 높을수록 애널리스트가 생산하는 정보에 대한 수요가 강화되고, 그 결과 정보 비대칭이 줄어드는 것으로 나타난다.[70] 이러한 기존의 연구결과들을 참고하여, 이 글에서는 외국인 투자자 지분율[71]과 애널리스트 커버리지[72]를 측정하여 기업을 둘러싼 정보 환경의 투명성에 대한 추정 변수로 사용한다.

〈표 1〉은 (t-1) 회계연도 말 외국인 투자자 지분율 및 애널리스트 커버리지에 따른 t 회계년도 이사보수의 한도설정 괴리율과 실제 지급비율의 차이를 분석한 결과이다. 분석결과, 외국인 지분율이 높을수록 한도설정 괴리율이 낮고 실제 지급비율이 높은 것으로 나타난다. 구체적으로 외국인 지분율이 상대적으로 높은 표본의 경우 외국인 지분율이 낮은 경우에 비하여 한도설정 괴리율이 평균 0.222만큼 낮은 것으로 조사되었으며, 그 차이는 통계적으로 유의하다. 또한 외국인 지분율이 높은 표본에서 실제 지급비율이 2.6%만큼 유의하게 높은 것으로 나타난다. 애널리스트 커버리지에 따른 한도설정 괴리율과 실제 지급비율의 평균적인 차이도 유사한 결과를 보인다.

literature", 「Journal of Accounting and Economics」 31, pp.405-440; Beyer, A., Cohen, D., Lys, T., Walther, B., 2010, "The financial reporting environment: Review of the recent literature", 「Journal of Accounting and Economics」 50, pp.179-234)

67) 한 예로 Chang et al. (2006)에 따르면, 애널리스트 커버리지가 낮은 기업일수록 정보 비대칭이 크기 때문에 기업가치가 고평가되는 시점에서 대량의 주식을 발행할 가능성이 높은 것으로 나타남. 즉 애널리스트 커버리지와 그에 따른 정보 비대칭의 차이는 기업의 자본조달 의사결정에 유의한 영향을 미침(Chang, X., Dasgupta, S., Hilary, G., 2006, "Analyst coverage and financing decisions", 「Journal of Finance」 61, pp.3009-3048)

68) 이와 관련하여 Irani and Oesch (2013)을 참고하길 바람(Irani, R., Oesch, D., 2013, "Monitoring and corporate disclosure: Evidence from a natural experiment", 「Journal of Financial Economics」 109, pp.398-418)

69) 기업 정보의 투명성이 거래 비용 및 모니터링 비용에 미치는 영향에 대해서는 각각 Frino and Gallagher (2001) 및 Easley and O'hara (2004)를 참고 (Frino, A., Gallagher, D., 2001, "Tracking S&P500 index fund", 「Journal of Portfolio Management」 28, pp.44-55; Easley, D., O'hara, M., 2004, "Information and the cost of capital", 「Journal of Finance」 59, pp.1553-1583)

70) Boone and White (2015)에 따르면, 기관투자자(특히, quasi-indexer)의 지분율이 높을수록, 애널리스트 커버리지가 증가하고 예측오차가 감소하며 경영자에 의한 자발적 공시가 증가하는 것으로 나타남 (Boone, A., White, J., 2015, "The effect of institutional ownership on firm transparency and information production", 「Journal of Financial Economics」 117, pp.508-533)

71) 금융감독원에 등록된 외국인 투자자 중 약 75%(2015년 기준)가 자산운용사 및 연기금 등을 포함한 기관투자자임(금융감독원, 2015, 「외국인투자자 증권매매동향」). 한편, 외국인 투자자는 현지 상장기업에 대해 정보 비대칭 문제가 심각할 가능성이 높음. 따라서 외국인 기관투자자는 정보 비대칭을 완화하는 역할을 수행하거나 정보 투명성이 높은 기업을 선택하려는 유인이 강함

72) 각 연도말 기준 최근 6개월 이내에 해당 기업에 대한 분석 보고서를 생산한 애널리스트의 수로 측정하며 관련 자료는 Fn-Guide로부터 추출함`

〈표 1〉 정보 불투명성에 따른 이사보수 한도설정 괴리율과 실제 지급비율의 차이

각 연도별로 외국인 투자자 지분율의 중앙값을 기준으로 2개의 하위 그룹으로 분류함. 애널리스트 커버리지의 경우, coverage=0과 coverage>0인 하위 그룹으로 구분함. 외국인 투자자 지분율 및 애널리스트 커버리지가 높은 그룹은 그렇지 않은 그룹에 비하여 상대적으로 기업 정보 및 정보 환경의 투명성이 높은 것을 의미함. 각 하위 그룹에 대하여 한도설정 괴리율 및 실제 지급비율의 평균값을 보고하며, ***은 유의수준 1%에서 통계적 유의성을 나타냄

	정보(또는 정보 환경)의 불투명성					
	외국인 투자자 지분율			애널리스트 커버리지		
	높음	낮음	차이	coverage>0	coverage=0	차이
한도설정 괴리율	2.361	2.583	**-0.222*****	2.294	2.579	**-0.285*****
실제 지급비율	0.569	0.543	**0.026*****	0.578	0.540	**0.038*****

〈표 1〉의 분석결과는 기업의 정보 환경이 불투명할수록 이사보수 한도금액이 보다 과도하게 설정될 가능성이 있음을 말해준다. 이 경우 한도금액은 당해 예상되는 실제 지급금액에 대한 합리적인 추정치로서의 정보 기능이 약해질 우려가 높다. 이를 뒷받침하듯, 기말의 실제 지급비율이 상대적으로 더 낮아진다. 반대로 외국인 기관투자자 또는 애널리스트에 의한 외부 모니터링 압박이 강할수록 이사보수 한도금액은 직전년도 실제 지급금액에 대비하여 더 낮은 수준에서 결정된다. 만약 당해 이사회 구성에 큰 변동이 없다면, 한도금액은 당해 실제 지급금액에 보다 근접한 수준에서 결정되는 셈이다. 다시 말해 한도금액은 예상 실제 지급금액을 보다 합리적으로 추정할 수 있는 정보를 제공해 준다. 그 결과, 외국인 지분율 및 애널리스트 커버리지가 높은 표본에서 실제 지급비율이 상대적으로 더 높게 나타난다.

결론 및 시사점

이와 같이 이사보수 한도금액은 정보 환경의 투명성과 일정 부분 상관관계를 가진다. 즉, 기업 정보의 불투명성이 높을수록 한도금액은 과도하게 설정되는 경향이 강하며, 과도한 수준에서 결정된 한도금액은 기말에 예상되는 실제 지급금액을 합리적으로 추정할 수 있는 정보로서의 가치가 낮아지게 된다. 이는 현재 관련법 및 실무 절차상 국내 상장기업에 대해 이사보수의 한도금액을 승인해야 하는 외부 주주의 의결권에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있다.

구체적으로, 한도금액이 과도하게 설정되는 경향이 뚜렷하게 나타나는 상황에서 외부 주주는 정보 비대칭으로 인해 그 적정성을 합리적으로 판단하는 것이 제한된다. 이에 따라 외부 주주는 실제 지급금액과 괴리가 큰 한도금액을 승인하게 되는 역선택에 빠질 가능성이 높다. 결과적으로 국내 상장기업의 이사보수에 대하여 주주로서 유일하게 행사할 수 있는 의결권의 가치가 심각하게 훼손될 우려가 존재한다. 이와 같이 기업지배구조 관점에서 과도한 이사보수 한도금액이 반복적으로 승인되는 현상에 내재된 문제점을 바라볼 필요가 있다.

만약 경영자 또는 지배주주가 정보 환경의 불투명성을 이용하여 이사보수 한도금액을 의도적으로

과도하게 설정한다면, 문제는 보다 심각해 질 수 있다. 다시 말해 외부 투자자의 합리적 투자판단에 필요한 정보 흐름을 차단하고 외부 모니터링 기능을 약화시키는 과정을 통해 잠재적인 대리인 비용이 발생할 여지가 크다. 물론 이러한 문제점을 확인하기 위해서는 향후 정보 환경의 불투명성과 이사 보수 한도금액 설정의 인과관계를 뒷받침할 수 있는 실증분석이 추가적으로 이루어 질 필요가 있을 것이다.