

CGS Report

제6권 3호 | 2016. 3.

오피니언

- 주권상장법인 간 합병가액 산정 시
할증·할인여부 관련 공시에 대한 소고 2

ESG 이슈 분석

- 기업의 주주환원 책임과 관련 정책(Payout policy) 공시 7
- 자산운용사의 의결권 행사 공시 분석
: 의결권공시대상법인 확대를 중심으로 12
- 해외 상장사의 Board Skills Matrix 도입 현황 : 호주와 미국 17

글로벌 동향

- SEC, 15사의 Proxy Access Rule(이사후보추천)
주주제안 배제 승인 23
- ISS, 이사회 리더십 구조가 CEO보수에 미치는 영향에 대한
분석 보고서 발표 25
- 영국 평등청 및 딜로이트, 근로자 성별 임금격차에
관한 보고서 발간 27



오피니언

주권상장법인 간 합병가액 산정 시 할증·할인여부 관련 공시에 대한 소고

김 원 웅 선임연구원 (wonwoong.kim@cgs.or.kr)

- ▶ 주권상장법인 간 합병 시 합병가액의 산정 방법은 특정일, 특정기간의 합병 당사회사의 시장가격을 통하여 산출되며, 산출된 가액에 할인 또는 할증을 가하여 합병가액이 산정될 수 있음
- ▶ 합병 당사회사의 투자자들은 주권상장법인의 합병가액 산정 과정을 확인함으로써 합병 당사회사의 합병가액의 적정성 여부를 판단할 수 있음
- ▶ 주권상장법인 간 합병 사례를 확인한 결과, 특정일, 특정기간의 합병 당사회사의 시장가격의 정보를 통하여 산출되는 합병가액의 정보는 구체적으로 공시되고 있음
- ▶ 그러나 주권상장법인 간 합병가액 산정 시 할인 또는 할증을 고려하여 합병가액을 산정한 사례가 발견되지 않으며, 할인 또는 할증을 고려하지 않은 구체적인 사유를 공시한 사례 역시 발견되지 않음
- ▶ 주권상장법인은 시장 가격에 따라 산출된 합병가액에 대하여 할인 혹은 할증의 고려여부와 더불어 이에 대한 고려가 필요하지 않은 경우 그 구체적 사유의 공시를 통하여 주권상장법인의 합병 시 산정된 합병가액에 대한 투자자들의 신뢰성이 더욱 제고될 것으로 전망됨

머리말

합병¹⁾은 기업구조 변경의 중요한 방법 중 하나이며, 이는 일반적으로 주주총회의 승인을 요한다. 합병 시 주주들이 중요하게 고려하는 요소는 다양할 수 있으나 주주들에게 중요한 것은 합병에 따라 지불하는 (혹은 지급받는) 대가, 즉 합병가액이다.

합병 당사회사들의 합병가액은 이사회(혹은 경영자)에 의하여 일차적으로 결정되어 주주총회 안건으로 상정되는데, 합병가액과 그 산정 과정은 매우 중요하다. 이는 많은 주주들이 이사회(혹은 경영자)의 합병가액 산정과정에 직접적 참여가 사실상 어렵기 때문이다. 합병가액 산정에 있어 합병 당사회사의 이사의 효과적인 감시·감독의 효과성이 높지 않은 경우, 이에 대한 중요성은 더욱 높다 하겠다. 본고는 주권상장법

1) 이철송, 2012, 『회사법강의』, p.115에 따르면 합병이란 상법의 절차에 따라 2개 이상의 회사가 그 중 1개의 회사를 제외하고 소멸하거나 전부 소멸하되 청산절차를 거치지 아니하고, 소멸하는 회사의 모든 권리·의무를 존속회사 또는 신설된 회사가 포괄적으로 승계하고 사업을 수행하는 회사법상의 법률 사실임

인 간 합병에 한하여 주권상장법인의 합병가액 산정 방법과 산정 과정에 대한 공시 내역의 확인을 통하여 투자자들의 합리적 의사결정을 위한 정보가 충분히 제공되고 있는 지 확인하도록 하겠다.

자본시장법에 따른 주권상장법인 간 합병가액 산정방법 확인

합병가액은 다름 아닌 합병 당사회사 주주들이 보유하고 있는 주식의 가치가 얼마인지를 표방하는 것이라 할 수 있겠다. 즉, 합병을 하려는 합병 당사회사 투자자들에게 자신이 투자하고 있는 회사의 합병가액이 적정하게 산정되지 않는 경우 각 회사의 투자자들에게 합병으로 손실(혹은 이익)이 발생할 수 있다.

회사의 가치를 적정하게 산정하기 위해서는 해당 기업이 속해 있는 산업적 특성, 개별 기업 고유의 상황 등을 종합적으로 고려하여 가장 적절한 방법과 가정을 사용하여야 할 것이다. 이에 따라 합병가액 산정에 평가자의 주관에 많이 개입될 여지가 있는데, 이는 평가자별로 사용하는 기업가치 평가방법, 가정 등이 상이할 수 있기 때문이다.²⁾

우리나라는 주권상장법인 간 합병과 합병가액은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’) 제165조의4(합병 등의 특례) 및 동법 시행령 제176조의 5(합병의 요건·방법 등)에서 정하고 있으며, 다음은 <표 1>은 이에 대한 세부내역이다.

<표 1> 주권상장법인 간 합병가액 산정 방법

자본시장법 시행령 제176조의5(합병의 요건·방법 등) 제1항
1. 주권상장법인 간 합병의 경우에는 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 다음 각 목의 증가(증권시장에서 성립된 최종가격을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 산술평균한 가액(이하 이 조에서 “기준 시가”라 한다)을 기준으로 <u>100분의 30(계열회사 간 합병의 경우에는 100분의 10)의 범위에서 할인 또는 할증한 가액</u> . 이 경우 가목 및 나목의 평균증가는 증가를 거래량으로 가중산술평균하여 산정한다. 가. 최근 1개월간 평균증가. 다만, 산정대상기간 중에 배당락 또는 권리락이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 기산일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간의 평균증가로 한다. 나. 최근 1주일간 평균증가 다. 최근일의 증가

<표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 주권상장법인 간 합병가액은 이사회 결의일(혹은 합병 계약일 중 빠른 날)을 기준으로 특정일, 특정 기간 동안 주권상장법인의 증가를 기초로 산출된다. 이에 더하여 자본시장법 시행령은 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에서 정하고 있는 계열회사에 해당하는 경우 특정일, 특정 기간 동안의 증가를 활용하여 산출된 합병가액에 일정률(±10%(계열회사 간), ±30%(계열회사에 해당하지 않는 경우))의 할인 또는 할증하여 합병가액을 정할 수 있도록 하고 있다. 즉, 우리나라의 주권상

2) 기업의 적정한 가치 산정을 위하여 실무상 다양한 방법이 사용되고 있으며, 널리 알려져 있는 기업가치평가방법으로는 현금흐름할인법, 상대가치평가법, 자산가치평가법 등이 있음. 유종훈·이호준, 2005.4. 「M&A 전략과 실전사례」에 따르면 현금흐름할인법은 미래의 현금흐름을 적절한 할인율을 적용하여 기업의 현재가치를 산정하는 것을 이으며, 상대가치평가법은 순이익, 현금흐름, 장부가치, 매출액 등과 같은 공통변수를 사용하여 표준화시킨 비교자산(comparable asset)의 가치로부터 기업가치를 결정하거나 유사거래를 통하여 기업가치를 산정하는 방법이다. 자산가치평가법이란 기업의 가치를 평가할 때 총자산의 금액으로부터 총부채의 금액을 차감하여 기업의 가치를 산정하는 방법을 이으며, 동 방법에는 장부가치평가법(기업의 재무제표에 표시된 순자산가치에 의하여 산정), 청산가치평가법(기업을 청산한다고 가정하여 기업가치 산정), 대체가치평가법(인수대상기업의 자산을 새로 설립한다고 가정하여 자산의 현재시가로 기업가치 산정)이 있음

장법인 간 합병에 있어 주주총회 승인 전 합병 당사회사의 내재가치(intrinsic value)는 1개월 내의 합병 당사회사 시장가격을 기초로 한 산정 가액과 이에 대한 할인(혹은 할증)을 통하여 산정됨을 알 수 있다.

주권상장법인 간 합병가액의 산정방법에 대한 공시 내역 확인

KIND시스템(한국거래소 상장공시시스템)과 Dart시스템(금융감독원 전자공시시스템)을 통하여 확인한 결과 우리나라의 주권상장법인 간 합병에 있어 합병 당사회사들은 자사의 1개월 내 일자별 증가 및 거래량과 동 자료를 기초로 한 합병가액의 산정 방법이 매우 구체적으로 공시되어 있음을 알 수 있다. 이에 따라 투자자들은 한국거래소에서 제공하는 합병 당사회사의 증가와 거래량을 활용하여 회사가 공시한 합병가액의 산정방법이 적절한 것인지 확인 가능하다. 다음의 <표 2>와 <표 3>은 합병 가액 산정에 있어 대부분의 회사들이 증권신고서(합병) 상 합병 가액 및 그 산출근거에 공시한 사항과 관련된 것이다.

<표 2> 합병가액의 산정(기산일: 2000년 00월 00일)

구분	기간	금액(원)
최근1개월 가중평균증가(A)	2000년 00월 00일부터 2000년 00월 00일까지	00
최근1주일 가중평균증가(B)	2000년 00월 00일부터 2000년 00월 00일까지	00
최근일 증가(C)	2000년 00월 00일	00
산술평균가액[D=(A+B+C)/3]	-	00
합병가액(할인 또는 할증 없음)	-	-

<표 3> 00사의 1개월 증가 및 거래량 현황

일자	증가	거래량	증가 × 거래량
2000년 00월 00일	00	00	00
...
2000년 00월 00일	00	00	00
1개월 가중평균증가(원)			00
1주일 가중평균증가(원)			00
최근일 증가(원)			00

한편, KIND시스템과 Dart시스템을 통하여 주권상장법인 간 합병 시 합병 당사회사들이 1개월 내 시장가격을 기초로 산정된 합병가액에 할인 또는 할증을 고려한 사례는 발견되지 않는다. 이와 더불어 산출된 합병가액에 할인 혹은 할증의 요소를 고려하지 않은 경우 그 사유를 공시한 사례 역시 발견되지 않았다. 할인 혹은 할증을 고려하지 않고 합병가액을 산정한 대부분의 합병 사례에서 “주권상장법인인 00회사의 기준주가는 최근 1개월간의 거래량 가중산술평균증가, 최근 1주일간의 거래량 가중산술평균증가, 최근일의 증가를 산술평균한 가액으로 산정하였습니다. 합병가액 산정 시, 산술평균 가액에 할증 또는 할인을 적용하지 않았습니다.”라고 공시하고 있음이 발견된다.³⁾ 이와 같은 공시를 통하여 투자자들은 합병가액

산정에 할인 또는 할증을 고려하지 않은 사유와 관련되어 합병 승인 의사결정을 위한 충분한 정보를 확보하는 것은 어려울 것으로 판단된다.

합병가액에 대한 할인 또는 할증의 사유에 대한 충분한 공시의 필요성

자본시장법 시행령에서 정하고 있는 기산일을 중심으로 1개월 내의 일자별 증가 등을 기초로 합병가액이 일차적으로 산정되는데, 이는 한국거래소를 통하여 합병당사회사의 합병가액이 매일 게시가 되는 것과 다름이 없다. 합병 당사회사의 1개월 내 일자별 증가 등을 기초로 산정된 합병가액이 합병 당사회사의 내재가치에 대한 최선의 추정치로 기능할 수 있으나, 동 가액이 기업지배구조의 변동 등과 같은 합병에 따른 다양한 요소를 모두 반영하지 못할 가능성을 완전히 배제하기 어렵다. 이에 따라 합병 당사회사는 합병에 따른 각 사의 내재가치를 측정하여 이를 1개월 내 일자별 증가 등을 기초로 산정된 합병가액과 비교하는 것은 필요하다고 생각된다. 합병 당사회사가 독립적으로 측정한 합병 당사회사의 내재가치가 합병가액과 중요하게 상이하다고 판단되는 경우 자본시장법 시행령에 따라 할인 또는 할증을 고려할 수 있을 것이며, 이에 대한 고려가 필요하지 않은 경우 그 사유에 대한 충분한 공시를 통하여 투자자들에게 전달할 필요가 있다.

주권상장법인 간 합병 결의에 참여하는 주주들에게 있어 합병계약서에 대한 찬성 등의 의사표시는 투자 의사결정과 다름이 없다. 할인 또는 할증 여부 및 그 정도에 따라 향후 주주들이 향유할 수 있는 향후 손익에 영향을 미칠 수 있기에 합병가액 산정에 있어 할인 등의 고려 여부는 중요하다 할 것이다. 즉, 주권상장법인 간 합병가액 산정 시 할인 또는 할증 여부 및 그 사유에 대한 공시는 투자자들의 의사결정에 중대한 영향을 미칠 수 있다. 기업공시제도의 의의는 상장법인으로 하여금 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보의 공시를 통하여 투자자 스스로 자유로운 판단과 책임 하에 투자 결정을 할 수 있도록 하는 것이다.⁴⁾ 공시제도의 의의를 통하여 할인 또는 할증을 고려하지 않은 경우 그 사유에 대하여 투자자들에게 충분히 공시되어 투자자들이 이를 투자의사결정에 활용할 수 있어야 함을 알 수 있다.

맺음말

전술한 바와 같이 합병 당사회사들은 1개월 내 합병당사회사의 주식의 시장가격을 기초로 합병가액을 산정하고 있으며, 산정의 구체적인 내역을 투자자들에게 알리고 있다. 그러나 자본시장법에서 합병 당사회사들이 고려할 수 있는 사항, 즉 시장가격 등을 기초로 산정된 합병가액에 일정률의 할인 또는 할증을 고려한 사례는 발견되지 않으며, 할인 또는 할증을 고려하지 않은 경우 그 사유를 투자자들이 이해할 수 있도록 충분히 공시한 사례는 발견되지 않는다. 주권상장법인 간 합병 시 합병 당사회사들이 시장가격을 기초로 산정된 합병가액에 일정률의 할인 또는 할증을 고려하여야 하는 것은 아니다. 자본시장법이 이를

3) 2015년 동안 합병을 결정한 기업의 「회사합병결정, 합병 관련 「주요사항보고서」 등을 통하여 확인한 결과이며, 기업인수목적회사(주권상장법인)와 주권상장법인과 합병은 분석 대상에서 제외함

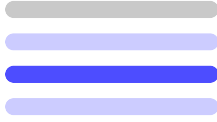
4) 김원웅, 2015, “배당가능이익 공시에 대한 소고”, 「CGS Report」 제5권 제10호, 한국기업지배구조원, p.7



오피니언

반드시 행하여야 하는 것으로 정하지도 않았으며, 일정률의 할인 또는 할증을 고려함에 따라 합병 당사회사 일방의 주주들에게 손실이 발생할 수도 있기 때문이다.

그러나 시장가격 등을 기초로 산정된 합병가액에 할인 또는 할증을 고려하지 않는 경우 현재와 달리 그 사유를 충분히 공시하는 것은 필요하다고 생각된다. 합병을 위한 주주총회에 주주들이 참여하여 해당 안건에 의결권을 행사하는 것은 주주들의 투자의사결정 행위이기 때문이다. 합병 당사회사의 주주들이 투자의사결정에 가장 먼저 고려할 수 있는 정보는 합병 당사회사의 공시사항이며, 이러한 공시사항은 적절한 투자의사결정의 중요한 밑거름이 될 수 있다. 합병가액 산정 시 할인 또는 할증 여부 및 그 사유에 대한 충분한 공시를 통하여 합병 당사회사의 주주들이 주권상장법인의 합병에 대하여 적절하게 의결권을 행사할 수 있는 토대가 마련되기를 기대한다.



기업의 주주환원 책임과 관련 정책(Payout policy) 공시

이 다 원 선임연구원 (dawon1945@cgs.or.kr)

- ▶ 배당 및 자사주매입 등 기업의 주주환원에 관한 이슈가 지속되면서 주주환원 규모의 양적 확대와 함께 질적 보완 즉, 구체적인 정책 및 계획 마련과 공시 필요성이 제기됨
- ▶ 미국은 주주환원의 양적 확대에 따른 시장의 공감대 형성으로 이미 상장기업 대부분이 주주환원 정책(계획)을 마련하여 이를 공시함
- ▶ 우리나라 상장기업도 주주가 예측 가능하도록 합리적 근거에 의해 마련된 주주환원 정책을 공시할 필요가 있으며, 나아가 이를 공시 규정에 포함하는 방안 등의 적극적인 검토가 필요함

배경 및 문제점

- 주주환원에 관한 인식이 점차 확산되면서 지난해에 이어 올해 주주총회 시즌에도 기업의 배당과 자사주 매입 즉, 주주환원에 관심이 집중되고 해당 규모도 증가하는 추세임
 - 최근 한 미국계 헤지펀드가 국내 상장기업에 대해 배당 확대와 주주환원 정책을 요구⁵⁾한 사례나 주주의 직접적인 배당 요구, 즉 배당 관련 주주제안이 과거와 달리 지난 해 20건으로 급증한 사실⁶⁾만 보더라도 이러한 기조는 지속될 것으로 전망됨
 - 또한 한국거래소의 분석에 따르면 우리나라 상장기업의 배당은 아래 표와 같이 지난 3년간 꾸준히 증가해왔고, 자사주매입도 유가증권시장 상장기업 기준 지난 해 112건, 약 3조 3,167억 원으로 2010년의 55건, 1조 5,766억 원과 비교하면 두 배가 넘는 수준임⁷⁾

〈표 1〉 우리나라 상장기업 배당 실시 현황 (2013-2015년도)

구분	2013년도		2014년도		2015년도	
	법인수(사)	배당총액(억원)	법인수(사)	배당총액(억원)	법인수(사)	배당총액(억원)
유가증권시장	349	103,244	355	133,075	384	171,340
코스닥시장	301	6,154	359	8,354	371	9,059
합 계	650	109,398	714	141,429	755	180,398

* 출처 : 한국거래소, 상장기업 배당 공시 현황 (2013-2015년도 각 보도자료)

5) 미국계 헤지펀드, GS홈쇼핑에 배당확대 등 요구(연합뉴스, 2016.2.15)
 6) 이다원·정혜민·윤정화, 주주제안 현황 및 제도 실태 분석, CG Review 2015-2호
 7) 한국거래소, 상장기업 자기주식 취득·처분 현황 분석(2010-2015년도 각 보도자료)

- 이와 같이 주주에 대한 직간접적인 이익 환원은 상장회사의 본질적 의무 중 하나로서 그 중요성이 강조⁸⁾되는 추세이며, 특히 최근과 같은 양적 확대는 곧 질적 보완 즉, 주주를 위한 정책 마련 및 공개와 같은 시장의 공감대 형성과 근거 기반 마련에 관한 논의를 촉구함
- 하지만 여전히 주주환원에 필요한 자원 마련과 적정 유보율 또는 배당성향 등 다양한 논란이 있으며, 간혹 지속적인 적자에도 불구하고 과도한 배당을 실시⁹⁾하거나 배당이 지배주주인 재벌 총수 일가에 편중되는 사례¹⁰⁾, 또는 기업의 재무 상황을 고려하지 않은 채 일방적으로 배당 증대를 요구하는 헤지펀드 사례와 같은 부작용이 있음
 - 이는 주주환원에 관한 기업의 정책이나 계획이 불투명하여 주주의 예측이 어려운 데에서 비롯되는 한계점으로 해석되며, 주주와의 원활한 소통과 충분한 공시를 통해 완화할 수 있음
- 이하 본문에서는 이와 같은 문제점에 대한 해결 방안을 모색하기 위해 미국 상장기업의 주주환원 동향과 관련 정책 및 실제 사례 등을 검토하여 시사점을 도출하고자 함

미국의 주주환원 동향 및 정책 공시 현황

- 미국은 주주환원에 관한 연구가 활발히 진행중이며, 주주환원이 일반화됨에 따라 배당 또는 자사주 매입 관련 지수와 이를 추종하는 파생상품이 개발¹¹⁾되는 등 이미 관련시장 규모도 크고 비교적 안정적인 수준임
- 특히 주주환원 규모는 대형 기업을 중심으로 확대되는데 미국 S&P 500사의 경우 아래 그림과 같이 금융위기(경기침체)에 해당하는 기간을 제외하면 배당금이나 배당 실시 기업 수 그리고 자사주 매입 규모 등이 꾸준히 증가하는 추세임
- 또한 S&P 500사의 배당수익률은 올해 2월 기준 약 2.26%로 추정¹²⁾되며, 이는 우리나라 FTSE Korea 지수의 올해 2월 기준 배당수익률 1.61%¹³⁾와 비교하여 높은 것으로 나타남
 - 배당 실시 기업 수는 <표 1>과 같이 2015년도 우리나라 유가증권시장 상장기업을 기준으로 약 50% 남짓인 반면 S&P 500사는 전체의 약 85% 이상을 차지함

8) Allen, Franklin, and Roni Michaely, "Payout policy", Handbook of the Economics of Finance 1 (2003): 337-429

9) 기업 실적 부진한데, 배당 되레 늘어(한겨레, 2016.3.3)

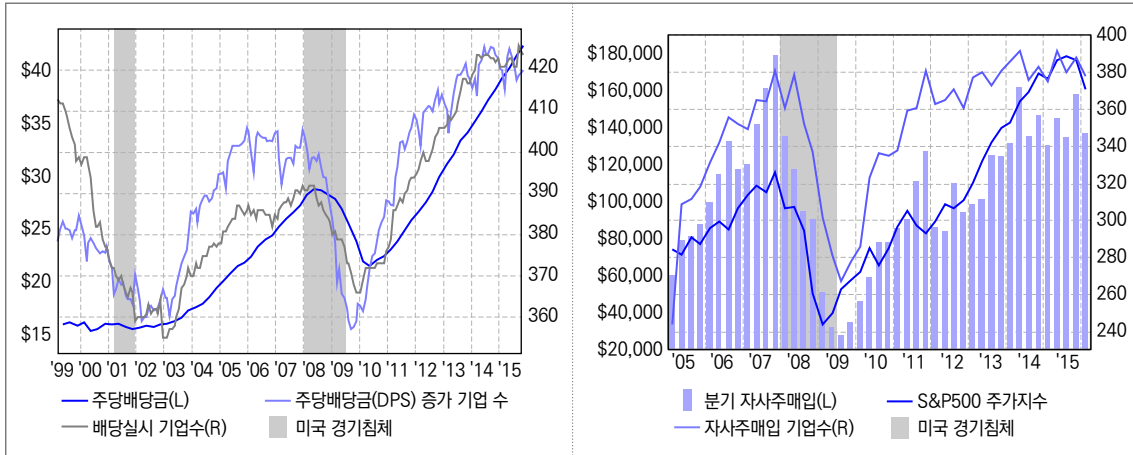
10) 오너들의 배당 잔치, 100억원 이상 수령자 20명(연합뉴스, 2016.2.26)

11) 이다원, 국내외 주주환원 정책 동향 : 배당확대 이슈, CGS Report 2015.3

12) S&P 500 dividend yield(www.multpl.com/s-p-500-dividend-yield/table)

13) FTSE Russell, FTSE Asia Monthly Index Performance Report, Feb. 2016 (Asia Pacific)

〈그림 1〉 미국 S&P 500사의 배당 및 자사주매입 추이



* 출처 : Factset¹⁴⁾ - Dividend and buyback Quarterly Report (Dec, 2015)

- 따라서 미국은 주요 상장기업을 중심으로 주주와 시장 참여자를 위해 배당이나 자사주매입 또는 기타 현금성 환원 등에 관한 과거 이력과 향후 계획이 포함된 주주환원 정책(전망)을 자율적으로 공시함
 - 이러한 공시는 주주환원 정책(Payout policy), 자산환원 계획(Capital return plan), 배당 및 자사주 매입 계획(Dividend and buyback plan) 등의 형태로 제공되며, IR(Investor Relations, 이하 IR) 측면에서 검토되는 경우도 있음
 - 참고로 미국 IR 전문기관인 IRGR(IR Global Ranking)은 가이드라인과 평가 기준¹⁵⁾에 기업지배구조 부문 환원 관련 지표 중 배당과 관련된 내부 정책의 수립 여부를 포함함
 - 결과적으로 이미 배당이나 자사주 매입의 효과를 고려한 지수 활용도도 높고, 배당을 활용한 장기투자 전략을 위해 관련 정보를 분석하여 제공하는 배당 전문 분석 기관¹⁶⁾도 활동중임

- 실제 주주환원 공시 사례를 살펴보면 먼저 애플(APPLE Inc.)사의 경우 다음 표와 같이 “자본이익 프로그램(Capital return program)”을 통해 과거부터 가장 최근까지의 자사주 매입 및 배당 현황과 더불어 2017년도 예측 정보도 함께 제공함

14) www.factset.com

15) IR Global Rankings, Best Practices Report 2012

16) Dividend.com 등

〈표 2〉 애플사의 Return of Capital and Cash Position (\$ in billions)

Period (fiscal quarters)	Buyback			Dividends & Equivalents	Net Share Settlement	Capital Returned
	Open Market	Accelerated share repurchase	Total			
1Q14	\$5.0		\$5.0	\$2.8	\$0.4	\$8.1
2Q14	\$6.0	\$12.0	\$18.0	\$2.7	\$0.1	\$20.7
3Q14	\$5.0		\$5.0	\$2.9	\$0.4	\$8.3
4Q14	\$8.0	\$9.0	\$17.0	\$2.8	\$0.3	\$20.1
1Q15	\$5.0		\$5.0	\$2.8	\$0.5	\$8.3
2Q15	\$7.0		\$7.0	\$2.7	\$0.1	\$9.8
3Q15	\$4.0	\$6.0	\$10.0	\$3.1	\$0.7	\$13.8
4Q15	\$14.0		\$14.0	\$3.0	\$0.2	\$17.2
1Q16	\$3.0	\$3.0	\$6.0	\$3.0	\$0.6	\$9.6
Total Return	\$66.0	\$44.0	\$110.0	\$38.7	\$4.4	\$153.1
Total program anticipated through March 2017			\$140.0			\$200.0

* 출처 : 애플사 홈페이지(investor.apple.com)

- 또 다른 사례로서 퀄컴(Qualcomm)사는 정기적인 홈페이지 공시를 통해 자사주 매입 및 배당 규모와 계획은 물론 전체 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 최소 75%를 주주에 환원한다는 정책 등을 비교적 상세히 서술함
 - 두 사례는 각각 환원 계획 또는 내부 정책(기준)등 각기 다른 형태의 공시로서 의미가 있으며, 이 외에도 대다수의 상장기업이 최소한 배당 정책이나 과거 이력 등을 공시하고 이를 적극적으로 주주에게 제공함

〈표 3〉 퀄컴사의 Capital Return Program 중 주요 내용 (29 Mar. 2015)

<ul style="list-style-type: none"> • Available Stock Repurchase Authorization Now \$15 Billion <ul style="list-style-type: none"> - To date in fiscal 2015, the Company has returned \$3.9 billion to stockholders through \$3.2 billion in stock repurchases and \$697 million in cash dividends. • Annualized Dividend Increased 14% to \$1.92 per Share <ul style="list-style-type: none"> - Quarterly \$0.48 per share of common stock for dividends • Plans to Repurchase \$10 Billion in Stock within Approximately Twelve Months in Addition to Commitment to Return a Minimum of 75% of Free Cash Flow to Stockholders <ul style="list-style-type: none"> - The timing of stock repurchases and the number of shares of common stock to be repurchased will depend upon prevailing market conditions and other factors.

* 출처 : 퀄컴사 홈페이지(investor.qualcomm.com)

- 한편 우리나라의 경우 올해 초 삼성전자가 주주환원 내역을 홈페이지¹⁷⁾에 직접 공시하였는데 아래 표와 같이 배당과 자사주매입 내역 등에 관하여 과거 이력을 공시하여 주주가 쉽게 확인하고 참고할 수 있도록 제공함
- 비록 향후 계획이나 세부 정책을 포함하지는 않았지만 공시조차 하지 않거나 단순히 IR 자료 등에 포함하여 접근이 제한되고 노출이 어려운 상당수의 기업들과는 달리 주주환원을 실천하고 주주 및 투자자에게 관련 정보를 제공하기 위한 의지로서 해석됨

〈표 4〉 삼성전자의 주주환원 내역 공시

(단위: 억 원)

구 분		2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
배당총액	보통주	12,979	7,179	10,467	18,721	26,045
	우선주	1,987	1,093	1,598	2,849	3,955
	소계	14,965	8,272	12,066	21,570	30,000
배당성향		9.5%	6.2%	5.2%	7.2%	13.0%
자사주매입액	보통주	0	0	0	0	21,892
	우선주	0	0	0	0	2,567
	소계	0	0	0	0	24,459
배당 및 자사주 매입액		14,965	8,272	12,066	21,570	54,459
당기순이익		157,990	133,592	231,854	298,212	230,825
총배당성향		9.5%	6.2%	5.2%	7.2%	23.6%

* 출처 : 삼성전자 홈페이지 Investor Relations (주식 및 주주정보-주주환원)

시사점

- 최근 국민연금의 기금운용위원회 산하 의결권행사전문위원회는 저배당 기업 블랙리스트를 공개하고 해당 기업에 배당 근거 및 향후 계획을 요청함으로써 합리적 수준의 배당정책 수립을 독려하겠다는 의지를 밝힘¹⁸⁾
 - 이는 국민연금이 우리나라 대표 기관투자자로서 주주환원에 관한 인식을 제고하고 이를 촉진하기 위한 노력의 일환으로 보이며, 이를 계기로 국내 자본시장의 주주환원에 관한 인식은 더욱 확산될 것으로 예상됨
- 반면 서두에서 언급한 무리한 주주환원으로 기업가치 손실이 우려되는 사례와 같이 기업마다 처한 환경이나 재무 상황 등이 달라 외부에서 이를 강요하거나 환원 규모의 기준 내지는 적정성을 판단하는 데는 한계가 있음
 - 따라서 기업이 내부 상황을 고려하여 적절하고 합리적인 수준의 주주환원 정책을 마련하고, 주주의 승인을 통해 충분한 공감대를 이끌어 내며, 이를 공시하는 것이 바람직함
 - 구체적으로 상장기업이 매년 발표하는 “영업실적 등에 대한 전망(공정공시)”을 기준으로 주주환원에 대해 미리 예측하고 계획하는 방안을 고려할 수 있으며, 나아가 기업의 적극적인 공시 유도를 위해 관련 규정을 개정하는 등 추가적인 검토가 필요함

17) www.samsung.com

18) 국민연금, 투자기업 배당 더 요구한다. ‘저배당기업 리스트’ 만들어 중점관리 (헤럴드경제, 2016.3.2)

자산운용사의 의결권 행사 공시 분석 : 의결권공시대상법인 확대를 중심으로

이 수 원 연구원 (swlee@cgs.or.kr)

- ▶ 자본시장법 시행령 개정에 따라 기관투자자의 의결권 행사 내역 공시 시점이 연 1회 일괄공시로 변경됨
- ▶ 과거 입법례와 같이 공시 시점 규제 완화에 대한 반대급부로서 자산총액 규모 대비 비중 기준, 금액 기준 등의 공시 범위 확대 가능성을 모색함
- ▶ 자산운용사는 최소 36%의 공시를 법령상 기준이 아닌 자발적으로 하고 있으며, 자산총액 규모 대비 비중과 금액 기준에서도 법령상 기준과 상당한 괴리를 보이고 있음
- ▶ 단기적으로 공시 범위를 확대하되, 장기적으로 미국의 사례와 같이 보유한 모든 종목에 대한 의결권 행사 내역을 공시하도록 유도할 필요가 있음

분석 배경

- 2015년 10월 23일 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」(이하, 시행령)이 개정되면서, 기관 투자자의 의결권 행사 내역 공시 시점이 기존 주주총회일로부터 5일 이내에서 연 1회 일괄 공시¹⁹⁾로 변경됨
 - 이에 따라 집합투자업자는 매년 4월 30일까지 직전 연도 4월 1일부터 1년간 행사한 의결권 행사 내용 등을 거래소 등을 통하여 공시하여야 하며, 집합투자업자가 행사한 의결권 행사 내역이 공시되기까지 최대 1년 1개월이 소요될 전망이다
 - 공시에 대한 규제 완화는 집합투자업자의 공시 부담을 덜어준다는 데 그 취지가 있으나, 한편으로 시장에 의한 감시 기능을 약화시키는 결과로 이어짐
- 시행령 개정을 통한 의결권 행사 내역 공시 의무 완화는 2012년 6월 29일 개정²⁰⁾에서도 확인할 수 있음
 - 다만, 2013년 5월 28일 개정된 자본시장법에서 기존 의결권 불행사시에만 그 사유를 공개하도록 규정하였던 것을 찬반의결권 행사의 사유까지 공개하는 것으로 확대하면서 공시 시점을 늦추는 대신 공시 내용의 충실성을 확보할 수 있는 근거를 마련함

19) 자본시장법 시행령 제91조 제2항

20) 기존 주주총회일 5일전 공시에서 주주총회일로부터 5일 이내로 완화됨

- 이와 같이 과거 공시 시점 규제 완화에 이어 공시 내용을 강화하는 방향으로 법 개정이 이어졌음을 감안할 때, 공시 내용이나 공시 범위를 확대하는 방안을 고려할 수 있음
- 이에 본 분석은 2015년 시행령 개정 전 기관투자자의 공시 행태를 살펴보고, 적정 공시 범위를 모색하고자 함

분석 개요

- 자본시장법 제87조 제7항 및 동법 시행령 제90조 제1항에 따라 집합투자업자는 각 집합투자재산에 속하는 주식 중 ① 집합투자기구 자산총액 대비 100분의 50이상이거나 ② 금액이 100억 원 이상인 주식에 대한 의결권 행사 내역을 공시하여야 하며, 법률에서는 상기 조건에 해당하는 주식을 발행한 법인을 “의결권공시대상법인”으로 정의함
- 의결권공시대상법인이 아님에도 자산운용사가 그 의결권 행사 내역을 공시하고 있다면, 현행 공시 범위를 확대할 여력이 있다는 근거가 될 수 있음
- 이 글에서는 자산운용사가 매분기 금융위원회와 금융투자협회에 제출하여야 하는 영업보고서에 기재된 의결권행사내역²¹⁾을 기초로 의결권공시대상법인에 해당되는지 여부를 확인함
- 이를 위하여 각 자산운용사의 집합투자기구(이하, 펀드) 단위로 자산총액과 보유주식수, 보유주식의 시가를 파악함
 - 자산총액, 보유주식수, 보유주식의 시가에 관한 기준시점은 2014년 12월 말이며, 대상 주주 총회는 12월 결산법인이 개최한 2015년 정기주주총회로 한정함
- 분석에 사용된 자료의 개괄적인 통계는 다음 <표 1>과 같으며, 각 자산운용사가 보유하고 있는 펀드 단위로 의결권 행사 내역을 보고하고 있음
 - 하나의 펀드가 보고한 단일 주주총회에 대한 의결권 행사 내역을 1개의 공시로 간주하였을 때, 전체 분석대상은 18,610개임²²⁾

<표 1> 분석 관련 요약 통계

구분	내용
의결권 행사 대상 법인 수 ¹⁾	485사
분석대상 자산운용사 수 ²⁾	38사
분석대상 펀드 수	830개
자산운용사별 평균 보유 펀드 수	21.8개
자산운용사별 평균 공시 주주총회 수	43.07개

¹⁾ 법령에서 사용하는 의결권공시대상법인과 구별하기 위하여 다른 용어를 사용함

²⁾ 외국계 자산운용사 1사는 영업보고서 제출 기준일이 상이하여 분석에서 제외함

* 출처 : 금융감독원 집합투자기구공시(<http://fines.fss.or.kr/fssnew/index.jsp>)

21) 자본시장법 제87조 제7항 및 동법 시행령 제90조 제2항

22) 예컨대, A자산운용사에 속한 펀드가 2개이고, 각 펀드별로 5개와 10개의 주주총회에 대하여 의결권 행사 내역을 공시하고 있다면, 총 분석 대상 공시는 15개임

분석 결과

- 법령상 의결권공시대상법인에 해당하는 비율은 9.82%에 불과하였으며, 90%가 넘는 공시가 의결권 공시대상법인이 아님에도 이루어짐(표 2) 참조)
 - 이는 자산운용사들이 법령에 규정된 기준을 훨씬 상회하는 공시행위를 보이고 있음을 의미하며, 나아가 수탁자 책임 활동이라는 측면에서 바람직한 현상임
 - 또한, 현행 공시 범위를 확대할 여력이 충분함을 보여줌

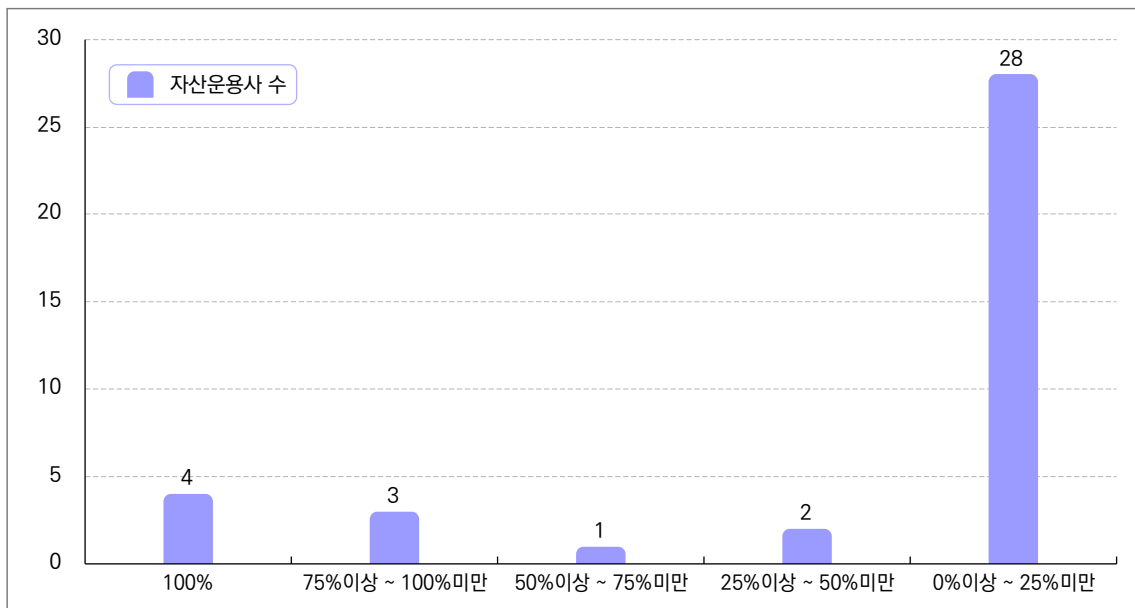
〈표 2〉 의결권공시대상법인 판별 결과

		금액 100억원 이상		
		해당	미해당	계
자산총액 대비 5% 이상	해당	160개	1,072개	1,232개
	미해당	596개	16,782개	17,378개
	계	756개	17,854개	18,610개

* 출처 : 금융감독원 집합투자기구공시(<http://fines.fss.or.kr/fssnew/index.jsp>)

- 자산운용사별 공시 행태의 편향을 알아보기 위하여 각 자산운용사가 운영하는 펀드별로 의결권공시 대상법인 수를 실제 의결권 행사 내역을 공시한 법인 수로 나눈 값을 도출한 후, 이를 자산운용사 별로 평균을 구함(그림 1] 참조)
 - 38사 중 28사에서 의결권행사대상법인이 실제 의결권 행사 내역을 공시한 법인 수에서 차지하는 비중이 25% 미만임
 - 의결권행사대상법인과 실제 공시의 수가 완전히 일치하는 자산운용사는 4사에 불과함

[그림 1] 의결권행사대상법인 구성 비율의 분포



- 국내에서는 한 운용사에 소속된 여러 펀드의 의결권 행사 방향이 모두 동일하므로, A펀드에서는 의결권 공시대상법인이 아닐지라도 B펀드에서 해당되는 경우 양 펀드에서 모두 공시할 가능성이 존재함
 - 이러한 가능성을 감안하여 펀드 자산총액 대비 5% 미만이면서, 금액이 100억 원 미만인 공시 중(〈표 2〉에서 16,782개에 해당되는 공시) 다른 펀드에서 의결권공시대상법인인 경우를 파악함
 - 그 결과, 16,782개 중 6,678개(39.8%)의 공시는 다른 펀드에서도 의결권공시대상법인이 아닌 것으로 파악됨
 - 다른 펀드의 의결권 행사 내역을 감안하여도 자산운용사는 18,610개의 공시 중 최소 35.9%(6,678개)를 자발적으로 공시하고 있음

- 다음으로 현 상황에서 적절한 공시 범위를 알아보기 위하여, 법령에서 제시하고 있는 금액과 자산총액 대비 비중을 중심으로 평균과 표준편차를 도출함(〈표 3〉 참조)
 - 평균적으로 의결권 행사 내역을 공시한 경우 펀드 자산총액 대비 비중은 1.8% 수준이며, 금액은 19억 원 수준임
 - 단편적인 통계이나, 평균 값으로 미루어 보아도 현행 기준과의 괴리는 여전함

〈표 3〉 펀드 자산총액 대비 비중 및 보유금액

	자산총액 대비 비중(%)	금액(원)
평균	1.79	1,891,439,289
표준편차	2.64	12,356,910,148

* 출처 : 금융감독원 집합투자기구공시(<http://fines.fss.or.kr/fssnew/index.jsp>)

해외 사례

- 이번 시행령 개정과 유사한 입법 사례는 미국 증권거래위원회(SEC) 규정²³⁾에서 찾을 수 있음
 - SEC는 2003년에 서식 N-PX를 도입하여 매년 8월 말까지 직전연도 6월부터 해당연도 6월까지의 모든 의결권 행사 내역(complete proxy voting record)을 공시하도록 하고 있음
 - 연 1회 일괄 공시라는 점은 우리나라의 사례와 유사하나, 의결권공시대상법인을 따로 규정하지 않고, 포트폴리오에 있는 모든 기업에 대한 의결권 행사 내역을 공시하도록 한 차이가 있음

요약 및 시사점

- 기관투자자의 의결권 행사 내역 공시 시점이 연 1회 일괄 공시로 변경되면서, 공시 시점 규제 완화의 반대급부로서 공시 범위 확대 가능성을 살펴봄
 - 자산운용사는 현행 법령에서 규정하고 있는 범위보다 이미 더 많은 범위에서 의결권 행사 내역을

23) Securities and Exchange Commission, 2013.4.14, 「Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records By Registered Management Investment Companies」

공시하고 있다는 점은 고무적인 현상이며, 공시 범위 확대에 따른 추가적인 부담이 크지 않을 것으로 판단됨

- 또한 우리나라처럼 연 1회 공시하도록 규정한 미국 SEC의 사례에서도 의결권공시대상법인을 따로 규정하고 있지 않은 것으로 확인됨
- 이에 따라 향후 공시 범위를 확대할 필요가 있으며, 그 범위로는 우선 현재 자산운용사들이 자발적으로 공시하고 있는 범위를 참고하여 정하되, 장기적으로는 미국의 사례와 같이 운용사가 보유한 모든 종목에 대한 의결권 행사 내역을 공시하도록 할 필요가 있음

해외 상장사의 Board Skills Matrix 도입 현황 : 호주와 미국

임 자 영 연구원 (jylim@cgs.or.kr)

- ▶ 주주에게 이사 구성원 및 후보에 관한 자세한 정보뿐만 아니라 이사회에서 어떤 능력이 있는 이사를 필요로 하는지에 대한 정보가 제공되어야하고, 이 과정에서 Board Skills Matrix를 도입한다면 좀 더 효과적인 정보 공시가 가능함
- ▶ Board Skills Matrix란 이사회 구성원 혹은 이사 후보의 능력·자질, 다양성과 같은 이사회 구성에 관한 정보를 한눈에 파악할 수 있도록 격자 형식의 표로 나타낸 것을 의미함
- ▶ 호주의 ASX100, ASX200 지수에 속하는 회사 중 각 74%, 31%가 Board Skills Matrix를 사용하여 이사 관련 정보를 공시하는 것으로 나타남
- ▶ 미국의 경우, Board Skills Matrix의 형태로 이사 정보를 공시하는 회사의 비중은 상대적으로 낮지만 꾸준히 증가하는 추세를 보임

검토 배경

- 주주의 주된 권리이자 책임은 주주총회에서 주요 안건에 충실하게 의결권을 행사하는 것이고, 이를 가능하게 하기 위해서는 주주에게 안건에 관한 상세한 정보가 제공되어야 함
 - 특히 이사 선임 안건에서, 적합한 인물을 이사로 선임하기 위해서는 이사 후보에 관한 자세한 정보뿐만 아니라 이사회에서 어떤 능력이 있는 이사를 필요로 하는지에 대한 정보가 공시되어야 함
- 하지만 현재 우리나라의 기업은 약력을 나열하는 방식으로만 이사 및 이사 후보에 대한 정보를 공시하기 때문에 주주는 현재 이사회 구성이 적절한지 혹은 특정 이사 후보가 이사회 구성원으로서 적합한 인물인지를 쉽게 파악할 수 없음
- 효율적 이사 정보 공시 방식인 Board Skills Matrix을 도입하는 것이 이와 같은 한계를 보완하는데 효과적인 역할을 할 수 있음

Board Skills matrix 란?

- Board Skills Matrix(이하, BSM)란 이사회 구성원 혹은 이사 후보의 능력·자질뿐만 아니라 다양성과 같은 이사회 구성에 관한 정보를 한눈에 파악할 수 있도록 격자 형식의 표로 나타낸 것을 의미함²⁴⁾
 - 현재 BSM의 형식은 반드시 표에 국한 되는 것이 아니라 정보를 시각화하는 다양한 형태를 포함하는 방향으로 발전하고 있음

24) ASX Corporate Governance Council, 2014, 「Corporate Governance Principles and Recommendations」

- 이사회 구성원의 능력 및 자질에는 특정 분야에 대한 경험, 전문성, 자격 여부, 지식, 독립성, 윤리성 등이 포함됨
- 이사회 다양성에는 이사회 구성원의 성별, 인종, 문화적 배경, 민족성, 나이 등이 포함될 수 있음

〈표 1〉 기본적인 BSM의 예시

		이사 후보명				
		A	B	C	D	E
이사의 경험, 전문성, 자격 등	법 전문가	√				
	금융 전문가		√		√	
	리스크 관리		√			√
	세일즈/마케팅			√		√
	독립성	√		√	√	
	여성임원 여부	√			√	
	⋮					

Board Skills matrix의 의의

- BSM은 이사 개개인의 조합이 시너지를 발휘하여 이사회 전체가 최대한의 기능을 수행할 수 있도록 이사회가 적절하게 구성되어있는지를 판단하는 데 적합한 정보제공 방식임
- 이사회가 필요로 하는 능력과 실제 이사들이 가지고 있는 능력의 차이(skills gap)를 한눈에 파악할 수 있기 때문에 BSM을 이용하면 현재 이사회의 구조의 적정성 및 이사회 효율성에 대한 평가가 용이함
 - 이를 토대로 이사회 구성에 대한 새로운 계획이나 연속성 있는 계획을 가능하게 함
- BSM은 이사의 역할을 판단하는데 불필요한 기타 정보를 제외한 핵심 정보만 시각적으로 표현해주기 때문에 이사 후보의 능력을 쉽게 파악할 수 있음
 - 회사의 경영전략에 부합하는지를 기준으로 특정 후보의 기술·경험과 자격요건 등을 명확하게 확인할 수 있기 때문에 해당 후보의 적정성을 파악하는 데 도움이 됨
 - 또한, 이사들이 가지고 있는 기술과 지식을 유지·발전시키기 위한 맞춤형 교육이 가능하기 때문에 이사회 효율성이 증대됨

해외의 Board Skills matrix 도입현황: 호주와 미국을 중심으로

- 호주의 주식거래소기업규제위원회(ASX Corporate Governance Council)가 2014년에 발표한 기업 지배구조 원칙²⁵⁾에서 상장사는 BSM의 형식을 통해 이사 정보를 공시할 것을 명시함
 - ASX100 소속 회사를 대상으로 2015년 7월 1일부터 9월 30일까지의 정기 주주총회의 BSM 유형별 비율 현황을 보면, 표와 같은 시각자료를 이용한 비율이 74%로 매우 높음²⁶⁾ ([그림 1] 참조)
 - ASX200에 속하는 회사를 대상으로 2015년 9월 22일부터 12월 18일까지의 정기 주주총회의 BSM

25) ASX Corporate Governance Council, 2014, 「Corporate Governance Principles and Recommendations」

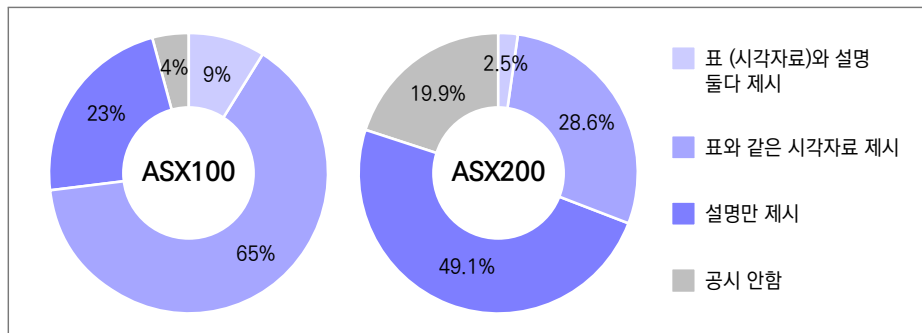
26) Ernst & Young, 2015, 「Board operations: Is your skills matrix driving performance and effectiveness?」

유형별 비율을 확인할 때, 약 31%의 회사가 표와 같은 시각 자료를 이용하여 이사의 정보를 제공함²⁷⁾ ([그림 1] 참조)

- ASX100에 비하면 상대적으로 낮긴 하지만 절대적으로 낮은 수치로 보기 어려움

- 호주에서는 규모가 큰 기업을 중심으로 BSM을 이용한 공시 방식이 상당히 활성화되어 있음을 알 수 있음

[그림 1] 호주의 BSM 유형별 해당 회사의 비율

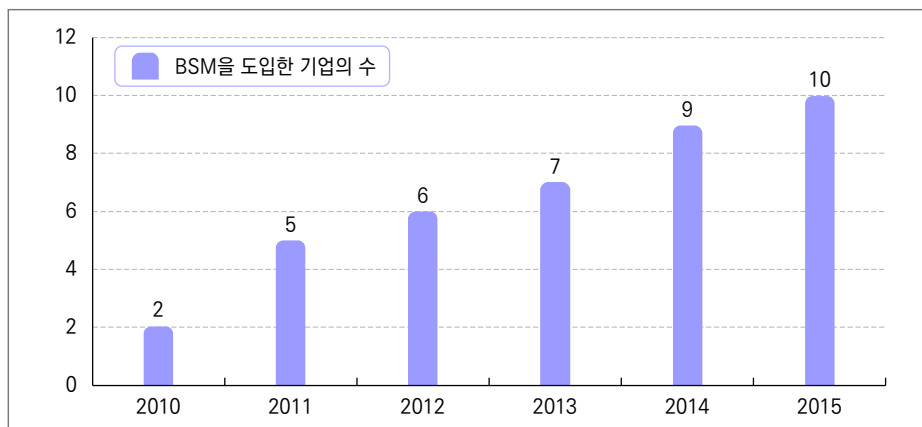


* 출처: Ernst & Young, 2015, 「Board operations: Is your skills matrix driving performance and effectiveness?」
GPS, 2016.2., 「Corporate Governance Trends」

□ 미국의 경우에는 BSM의 도입 정도가 상대적으로 미미하지만 꾸준한 증가 추세를 나타냄²⁸⁾

- 2015년, S&P 500에 속한 회사 중 조사 당시 주주총회 부속서류(Proxy statement)를 제출한 464 회사 중 5.8%에 해당하는 27사가 BSM을 포함하고 있음
- S&P 100의 경우에는 약 10%에 해당하는 회사가 주주총회 부속서류에 BSM을 공시함
 - S&P 500에 비해 BSM을 공시하는 회사의 비중이 더 높음
- BSM을 도입한 회사의 수가 많지는 않지만 매년 꾸준히 증가하는 것으로 나타남 ([그림 2] 참조)

[그림 2] 연도별 S&P100 소속 회사의 BSM 도입 현황



* 출처: Equilar, 2015, 「The Prevalence of Board Skills Matrices」

27) GPS, 2016.2., 「Corporate Governance Trends」

28) Equilar, 2015, 「The Prevalence of Board Skills Matrices」

도입 사례

□ 마이크로소프트(Microsoft)는 가장 기본적인 형식의 BSM을 이용하여 정보를 공시함 ([그림 3] 참조)

[그림 3] 마이크로소프트의 BSM

Experience, expertise or attribute	Ballmer	Gates	Dublon	Klawe	Luczo	Marquardt	Noski	Panke	Thompson
Technology, devices and services
Leadership
Global business
Financial
Mergers and acquisitions
Public company board service and governance
Sales and marketing
Research and academic				.					.
Ethnic, gender, national or other diversity		

* 출처: 마이크로소프트의 2013년도 주주총회 부속서류(Proxy statement)

□ 부동산 투자회사인 HCP의 BSM을 보면 앞선 기본적인 형식에서 크게 벗어나지는 않았으나 약간의 차별성이 나타남 ([그림 4] 참조)

- 독립성과 나이, 임원 선임 시점을 표시할 수 있게 변형되어 있음
- 또한 위원회 부분을 자격요건 부분과 따로 구분하여, 위원회별 소속 여부를 표시할 수 있고 해당 위원회에서 의장을 맡고 있는지도 확인할 수 있음

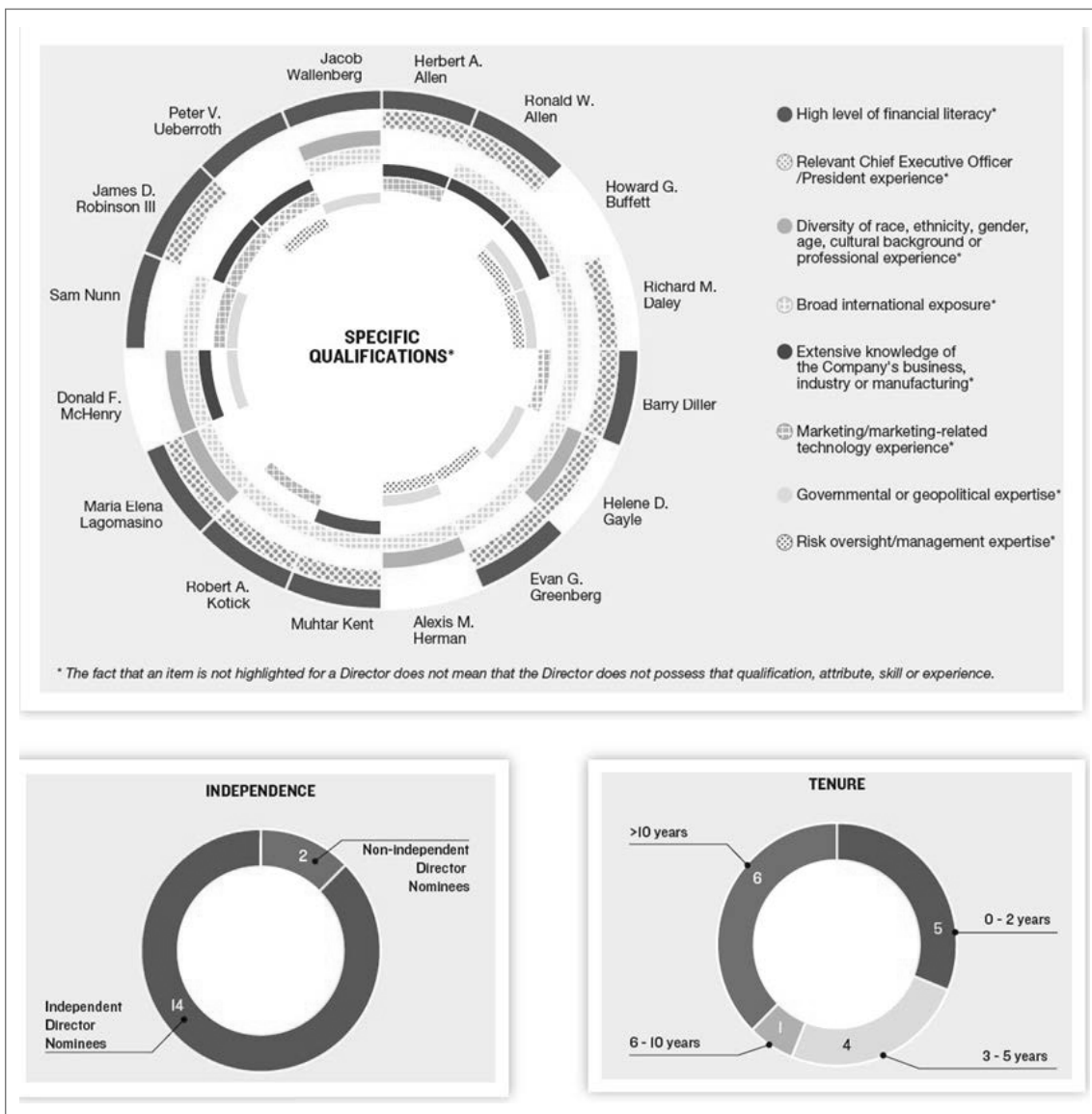
[그림 4] HCP의 BSM

Name and Current Position	Age	Director Since	Independent	Committee			Qualifications						
				Audit	Compensation	N/C Governance	Business Leadership	REIT/Real Estate/Healthcare	Public Company Executive	Investment/Financial	Legal	Risk Oversight/Management	International
Michael D. McKee Chairman of the Board, HCP, Inc. CEO, Bentall Kennedy U.S., L.P.	69	1989	YES		Chair		●	●		●	●	●	
Lauralee E. Martin President and CEO, HCP, Inc.	64	2008	NO				●	●	●	●		●	●
Brian G. Cartwright Senior Advisor, Patomak Global Partners, LLC	67	2013	YES	●	●	●	●				●	●	
Christine N. Garvey Former Global Head of Corporate Real Estate Services, Deutsche Bank AG	69	2007	YES	Chair			●	●	●	●		●	●
David B. Henry Vice Chairman & CEO, Kimco Realty Corporation	66	2004	YES		Chair	●	●	●	●	●		●	●
James P. Hoffmann Former Partner and SVP, Wellington Management Company	53	2014	YES	●			●	●		●		●	●
Peter L. Rhein Partner, Sarlot & Rhein	73	1985	YES	●	●		●	●	●	●		●	
Joseph P. Sullivan Chairman Emeritus, Board of Advisors, RAND Health	72	2004	YES		●	●	●	●	●	●	●	●	

* 출처: HCP의 2015년도 주주총회 부속서류(Proxy statement)

- 코카콜라(Coca-Cola)의 경우, 기본적인 표 형식에서 완전히 벗어난 형태의 BSM을 이용하여 이사 후보에 대한 정보를 공시함 ([그림 5] 참조)
 - 격자 구조가 아닌 원형의 그래프를 이용하여 시각적으로 한눈에 이사 후보의 정보를 파악할 수 있게 함
 - 이사의 독립성과 재임기간의 경우, 이사 후보 개별로 표시되지는 않았지만 전체에서의 구성 비율은 원형 그래프를 통해 효과적으로 공시됨

[그림 5] 코카콜라의 BSM



* 출처: 코카콜라의 2013년도 주주총회 부속서류(Proxy statement)

시사점

- 우리나라의 경우 다른 선진국에 비하여 이사회 규모가 작기 때문에 이사회가 모든 분야별 전문가를 이사로 포함시키는 데 현실적인 어려움이 있을 수 있음
 - 미국 S&P 500 지수에 포함된 회사의 평균 이사회 규모가 10.8명²⁹⁾인 것에 비하여 우리나라의 유가증권시장 상장회사의 이사회 규모는 5.7명³⁰⁾으로 나타남

- 그럼에도 불구하고 BSM을 이용한 공시가 도입된다면 이사회에 대한 투자자 및 주주의 이해도를 높일 수 있기 때문에, 장기적 관점에서 이사회의 발전에 긍정적 영향을 미칠 것임
 - 실제 도입을 하게 된다면, 처음에는 우리나라의 이사회 규모 수준에 맞게 조정된 BSM의 적용을 통해 한계를 보완하고 점차 선진국의 수준을 따라가는 것이 대안이 될 수 있음

29) SpencerStuart, 2015.11.12., 「Spencer Stuart U.S. Board Index 2015」

30) 한국기업지배구조원의 2015년도 ESG 평가데이터 참고

SEC, 15사의 Proxy Access Rule(이사후보추천) 주주제안 배제 승인

- 최근 미국에서는 이사후보추천제³¹⁾를 도입하는 회사들이 많아지고 있으며 정관변경 주주제안을 통해 그 요건을 완화하려는 주주행동주의자들의 움직임이 나타나고 있음
 - 지난 2010년, 미국 증권선물위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 SEC)는 이사 후보추천제를 SEC 규정으로 도입하였으나 법원의 판결로 해당 규정이 효력을 상실함³²⁾
 - 이후 미국 회사들은 자발적으로 또는 주주제안을 통해 이사후보추천제를 도입하고 있으며, 보고서에 따르면 2015년 1월 1일부터 2016년 1월 29일까지 총 124사가 이사후보추천에 관한 정관 규정을 채택함³³⁾
 - 특히 지난 한 해 동안 이사후보추천제를 도입하는 주주제안 안건 중 91개 이상이 주주투표로 이어졌고 이중 55개의 안건이 대다수의 지지를 얻음

- 한편 2월 12일 SEC의 기업재무부는 이사후보추천에 관한 정관변경 주주제안을 배제하고자 하는 18개사 중 15개사에게 유권해석(No-Action Letter)을 전달함³⁴⁾
 - SEC Rule 14-8(i)에 따르면, 회사는 일정한 조건을 충족시키는 주주제안에 대하여 SEC에 배제를 청원할 수 있으며 SEC 직원은 관련 자료를 검토한 후 유권해석을 내림
 - 이번 유권해석은 SEC Rule 14-8(i)(10)³⁵⁾에 의거한 것으로, “주주제안 내용의 상당부분이 기존 정관에 이미 반영되어있다”고 판단될 경우 주주제안 배제사유에 해당함
 - 그러나 SEC는 나머지 3개사의 경우, 기존 정관, 절차 등이 주주제안 내용보다 더 낫다고 보기 어려우므로 주주제안 내용의 상당부분이 이미 반영되어 있는 것이 아니라고 판단함
 - 18개사의 기존 정관과 주주제안 내용을 비교한 결과, [표 1]과 같음
 - 일반적으로 이사후보추천과 관련된 정관변경 주주제안은 주식보유 요건, 주주단체를 구성하는 인원, 주주추천 이사후보 인원 등 3가지 항목으로 구성됨
 - 이외에도 주주추천 이사후보에 대하여 기타 이사회추천 이사후보에게 부과되지 않는 추가적인 제한을 금지하는 내용의 주주제안도 있음³⁶⁾

31) 일정한 요건을 갖춘 주주가 단독으로 또는 다른 주주와 함께 이사 후보를 추천하는 제도

32) 방문욱, 2015.1., “미국의 Proxy Access Rule 관련 동향”, 「CGS Report」 제5권 1호

33) Weil, Gotshal & Manges LLP, 2015.1.26., 「2016 Proxy Season: Engagement, Transparency, Proxy Access」

34) Avrohom J. Kess & Yafit Cohn, Simpson, Thacher & Bartlett LLP, 2016.3.4., “SEC Responses to Challenged Proxy Access Proposals”

35) Substantially implemented: If the company has already substantially implemented the proposal

36) 대다수 회사는 해당 후보가 독립성 요건을 충족시킬 것을 요구하기도 하는데, 이는 주주추천 이사후보에 대한 별도의 검증과정을 거치지 않으므로 이사회추천 이사후보를 동등하게 대우하기 위한 것이라고 설명함

〈표 1〉 18개사에 대한 SEC 비조치의견서 결과

구분	기존 정관	주주제안	비조치의견서	해당회사*
주식보유 요건	3%, 3년	3%, 3년	O	15사
	5%	3%	X	3사
주주단체 구성인원	최대 20명	제한 없음	O	13사
주주추천 이사후보 인원	a. 2명 또는 20% (최대값) b. 전체 이사의 20% (소숫점 내림)	2명 또는 25% (최대값)	O	11사

* 주주제안 내용에 따라 중복 가능

- 현재까지 SEC의 유권해석에 따르면, 주식보유 요건이 주주제안 배제를 승인하는 결정적인 사유로 작용하는 것으로 나타남
- 그러나 SEC Rule 14-8(i)(10)의 판단 기준이 불명확하므로 구체적인 가이드라인이 필요하다는 의견이 계속해서 제기되고 있으며 이사후보추천제를 도입하는 회사들이 늘어나고 있는 만큼 이에 대한 대책이 마련되어야함

ISS, 이사회 리더십 구조가 CEO보수에 미치는 영향에 대한 분석 보고서 발표

- 이사회 의장의 역할은 기업의 경영진을 감시하는 것으로 기업경영을 관리하는 CEO의 역할과 분명히 구분되어 있지만, CEO가 이사회 의장을 겸직하는 이사회 리더십 구조가 여전히 미국 내 기업들에 만연함
 - S&P500의 50%이상이 CEO와 이사회 의장의 겸직을 허용하는 이사회 리더십 구조를 채택
- 2016년 3월9일, 글로벌 의결권 자문사인 ISS는 이사회 리더십 구조(Board leadership structure)가 CEO³⁷⁾의 보수에 미치는 영향에 대한 분석 보고서³⁸⁾를 발표함
 - S&P500 기업³⁹⁾의 지난 3년간 데이터를 이용해 이사회 리더십 구조와 CEO 보수의 관계에 대한 분석을 실시하였고, 그 결과 이사회 리더십 구조가 CEO 보수에 영향을 미친다는 결론을 도출함
 - 상기 분석 과정에서 평균 비교와 다중회귀분석이 이용됨
- 보고서는 분석에 앞서 이사회 리더십 구조의 유형을 4가지로 분류함

〈표 2〉 이사회 리더십 구조의 유형

유형	CEO와 이사회 의장직의 분리여부	내용
겸직 (Combined role)	통합	CEO가 이사회 의장의 역할을 수행하는 경우
내부자 (Insider)	분리	이사회 의장이 ① 직원 또는 임원(officer)이거나 ② 50%이상의 의결권을 가지고 있거나 ③ 보수요약표(summary compensation table)에 명시되어있는 경우
관련있는 외부자 (Affiliated Outsider)		이사회 의장이 ① 이전 CEO 혹은 임시 임원 ② CEO가 아닌 임원 ③ 현재 혹은 이전 임원의 직속 가족 구성원 ④ 업무적이거나 전문적 관계 ⑤ 직원이 아닌 창립자 등에 해당하는 경우
독립적 외부자 (Independent Outsider)		이사회 의장이 이사회 서비스 외에 회사와 물리적 연관 관계가 없는 경우

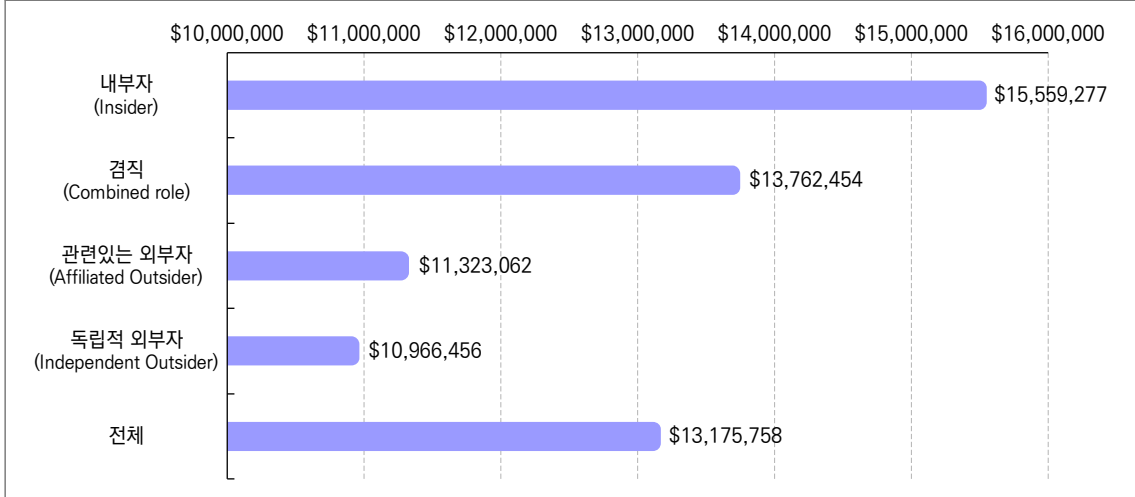
- 각 이사회 리더십 구조 유형별 CEO보수의 평균을 비교한 결과, 내부자(Insider)유형의 경우에 CEO 보수가 평균적으로 가장 높게 나타남
 - 이사회 구조 유형이 겸직(Combined role)일 때 CEO의 보수가 두 번째로 높게 나타나고, 독립적 외부자(Independent Outsider)유형에서 가장 낮음

37) 해당 조사 기간에 CEO로 근무한 사람이 여러 명 존재하는 경우, 회계연도 말에 CEO직을 수행한 사람을 조사 대상으로 함

38) ISS, 2016.03.09., 「Board Leadership Structure: Impact on CEO Pay」

39) 조사 대상 기간 중에 총주주이익률(TSR)이나 보수 정보가 제시되지 않은 회사, 조사 대상 기간 동안 이사회 리더십 구조의 변동이 있는 회사, 이사회 의장이 확인되지 않는 회사는 제외함. 또한 공동 CEO 체제와 단일 CEO 체제의 보수구조가 다르기 때문에, 공동 CEO 체제를 채택한 회사를 제외하여 총 484개사에 대한 조사가 이루어짐

[그림 1] 이사회 리더십 구조 유형별 CEO보수의 연간 평균



- 다중회귀분석⁴⁰⁾의 결과, ‘이사회 리더십 구조’와 ‘회사 규모’가 CEO 보수에 영향을 미친다고 볼 수 있음
 - ‘회사 규모’와 ‘이사회 리더십 구조’를 제외한 모든 변수, 즉 ‘총주주이익률(TSR)’, ‘CEO 재임기간’, ‘CEO 변동여부’는 통계적으로 유의하지 않음
 - ‘회사 규모’ 보다 ‘이사회 리더십 구조’가 CEO 보수에 미치는 영향력의 정도는 더 낮지만, ‘회사 규모’ 변수를 제외한 다른 변수 중 ‘이사회 리더십 구조’가 유일하게 통계적으로 유의하다는 것이 의미 있음
 - 회사 규모에 따라 CEO의 보수를 결정하는 것은 매우 당연하기 때문에 ‘회사 규모’ 변수가 CEO 보수에 미치는 영향력이 가장 높게 나타난 것은 합리적인 결과로 볼 수 있음

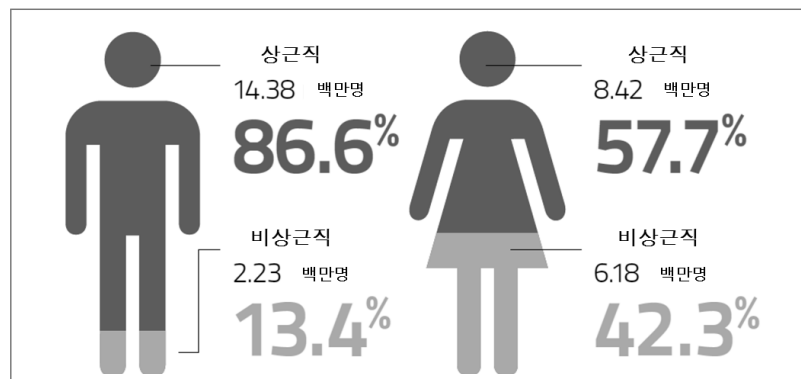
- 이러한 분석결과는 다음과 같은 의미를 가짐
 - 평균적으로 겸직(Combined role) 유형이나 내부자(Insider) 유형에서 CEO의 보수가 높음
 - 이는 내부자(Insider)인 의장은 CEO 보수를 결정하는 과정에서 감시자의 역할을 적절히 수행하지 않는다는 것을 의미함
 - 이에 더하여, 내부자(Insider) 유형에서 CEO 보수가 주주의 수익과는 상관없이 평균적으로 가장 높음
 - 이는 이사회 구조 유형이 겸직(Combined role)인 경우 CEO의 보수가 높은 것이, ‘CEO의 높은 성과’나 ‘두 가지 역할을 수행하면서 발생한 높은 업무량’에 따른 것이 아니라는 것을 보여줌
 - 독립적 외부자(Independent Outsider) 유형에서 평균 CEO 보수가 매우 낮음
 - (이러한 분석이 명백한 인과관계를 입증하는 것은 아니지만) 이를 통해 독립적인 리더십 구조의 기업들이 보수 수준 선택을 포함한 여러 결정 과정에서 CEO를 더 효과적으로 감시하는 것으로 추측됨

40) 설명 변수로는 ‘이사회 리더십 구조 유형’, ‘전체 S&P500 기업 대비 해당 기업의 총주주이익률(TSR)’, ‘회사규모’, ‘CEO의 재임기간’, ‘3년간 CEO 변동이 있었는지 여부’가 사용됨

영국 평등청 및 딜로이트, 근로자 성별 임금격차에 관한 보고서 발간

- 지난 2월, 영국 정부 평등청(Government Equalities Office), 딜로이트(Deloitte), 니키 모건(Nicky Morgan) 영국 여성평등부·교육부 장관은 「투명성 제고: 차별의 극복(Trailblazing Transparency: Mending the Gap)」 보고서를 발간해 여성 근로자 임금 불평등 실태 및 해당 문제 해결의 필요성에 대해 설명함
- 현재의 영국은 과거 그 어떤 때보다도 여성들의 사회 진출이 활발하나, 남녀 근로자 간 임금 격차는 여전히 큰 편임
 - 2015년 기준 영국에는 약 1,470만 명의 여성 근로자가 있고, FTSE 100 기업 이사회 내 여성 임원도 286명으로 이사회 구성원 중 26.1%를 차지함
 - 그러나 이 286명 중 260명이 비상임이사(Non-executive)로, 상임이사(Executive)는 26명에 불과함
 - 2015년 영국 내 남녀 임금격차⁴¹⁾는 전체 근로자⁴²⁾ 대상 중앙값 기준 19.2%, 평균값 기준 17.5%로 나타남
 - 뿐만 아니라, 2015년 임금 상위 25% 그룹 내 근로자 중 61%가 남성인 반면 하위 25% 그룹 내 근로자 중 61%는 여성이었음
- 이러한 격차의 주요한 원인으로는 여성 근로자가 비상근직으로 일하는 경우가 남성에 비해 훨씬 더 많기 때문임
 - 비상근직의 비율은 남성 근로자 13.4%, 여성 근로자 42.3%로 나타났는데, 절대값을 기준으로 할 때 여성 근로자의 비상근직 비율이 남성 근로자 비상근직 비율보다 3배 이상 더 높은 것임

[그림 2] 영국 남녀 근로자 상근직 현황



41) $\frac{[(\text{남성 근로자 임금}) - (\text{여성 근로자 임금})]}{(\text{남성 근로자 임금})} \times 100$

42) 상근직 + 비상근직

- 중앙값 기준으로, 상근직의 시간당 임금은 £13.29인 반면, 비상근직의 시간당 임금은 £8.44에 불과함
 - 이 외에도 여성이 임원직까지 올라가는 사례가 드물다는 점, 과학·공학·수학 등 임금이 상대적으로 높은 산업 내 여성 진출 정도가 낮다는 점, 남성에 비해 여성이 결혼 후 육아를 위해 사직을 하는 경우가 많다는 점, 여성에게 불리한 기업문화나 무의식적 편견 등이 원인으로 제시됨
 - 남녀 근로자 간 고용률은 90% 정도로 유사한 수준을 유지하다가, 첫째 자녀를 출산한 직후 여성 고용률이 남성 고용률의 절반 이하 수준(약 40%)으로 급락함
- 맥킨지의 연구결과에 따르면, 여성 및 소수민족 근로자 비중을 높여 직장 내 다양성이 제고 되면, 소비자 니즈 파악 정확도 향상, 직원들의 만족도 제고, 창의적·혁신적인 의사결정 활성화, 기업평판 제고 등의 효과가 있다고 함
- 실제로 EasyJet, BHP Billiton⁴³⁾ 등 일부 다국적 기업들은 여성 근로자의 입지를 강화하기 위한 다양한 노력을 기울이고 있음
- EasyJet은 경영진의 50%, 이사회 구성원의 30%가 여성 임원이며, 여성 임직원 현황과 여성 근로자 임금에 대해 상세히 공시하고 여성 파일럿 육성 프로그램도 운영하고 있음
 - BHP Billiton은 퀸즈랜드(Queensland) 석탄 광산 근로자의 일정 비율을 여성 및 원주민에게 할당하여 실제로 이 광산 근로자의 4분의 1 가량이 여성이며, 지난 5년 간 여성 경영진의 비율을 8%에서 17%로 증대함

43) 세계 최대의 광산업체로, 2001년 호주의 Broken Hill Proprietary사와 영국의 Billiton사가 합병되어 생긴 회사

CGS Report 제6권 3호

발행일 : 2016년 3월 31일

발행인 : 박 경 서

발행처 : 한국기업지배구조원

서울시 영등포구 여의나루로 76

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

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 다 00026
