

기업지배구조와 사외이사 선임

2018. 12.

KCGS

기업지배구조와 사외이사 선임

2018. 12.

연구위원 석우남 swn80@cgs.or.kr

KCGS 연구보고서

한국기업지배구조원(KCGS)은 국내 상장기업의 기업지배구조 개선, 환경 및 사회적 책임 경영 강화, 나아가 한국 자본시장의 선진화를 위하여 주요 모범규준과 한국 스톡어드십 코드 제·개정, ESG (Environment, Social responsibility and Governance) 평가 및 의결권행사 지원 등 서비스를 제공하며, 기업의 ESG 및 지속가능성과 관련한 주요 현안에 대하여 높은 수준의 연구 및 자문 활동을 수행하는 공익 추구 목적의 전문 연구기관입니다. KCGS 연구보고서는 매년 한국기업지배구조원에 의해 생산되는 전문적인 연구 성과물을 보다 폭넓은 독자층에게 제공하기 위해 기획한 온라인 발간물입니다. KCGS 연구보고서를 통해 기업 관계자, 학계 전문가, 기관투자자 및 정책 입안자 등에게 ESG 이슈와 관련한 시의적절하고 전문적인 분석 결과를 제공함과 동시에 일반 투자자의 이해를 도울 수 있는 유용한 정보를 제공하고자 합니다. 이를 계기로 ESG에 대한 기업, 투자자 및 기관의 관심과 논의가 활성화되고, 국내 상장기업의 ESG 수준과 자본시장 문화가 진일보할 수 있는 토대가 마련되기를 기대합니다.

KCGS 연구보고서 2018-05

기업지배구조와 사외이사 선임

발행일 2019년 4월 23일
저자 석우남
발행인 조명현
발행처 한국기업지배구조원
주소 서울특별시 영등포구 여의나루로 76, 신관 9층
대표전화 02-3775-3339 (Fax. 02-3775-2630)
홈페이지 www.cgs.or.kr (E-mail. cgsweb@cgs.or.kr)

© 한국기업지배구조원. 2019.

KCGS 연구보고서는 저작권법에 의하여 보호를 받는 저작물이므로 무단 인용 및 복제를 하는 것은 법에 의해 금지되어 있습니다. 따라서 보고서 전체 또는 일부 내용을 공익적 또는 상업적 목적을 위해 복제하거나 활용하고자 할 경우 cgsweb@cgs.or.kr를 통해 사전 승인을 요청하셔야 합니다. 개인적 목적으로 단순 인용하고자 할 경우에는 발행기관, 보고서명, 저자 등에 관한 출처 정보를 명확히 기재하여 주시기 바랍니다. KCGS 연구보고서는 www.cgs.kr/publish/paper_list.jsp에서 다운로드받으실 수 있습니다. KCGS 연구보고서에 포함된 내용은 저자 개인의 입장과 의견이며 한국기업지배구조원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

목 차

	요 약	6
1	서론	8
2	기존문헌 및 관련 법률	11
	2.1 기존문헌	11
	2.2 이사선임과 결격사유에 관한 법률	16
3	가설설정 및 검증	21
	3.1 가설설정	21
	3.2 표본 및 변수 설정	23
	3.3 기초통계량	27
	3.4 실증분석	37
4	금융 산업 관련 추가분석	43
	4.1 금융 산업 관련 법률	43
	4.2 금융 산업 및 제외 산업 실증분석	46
5	결론 및 시사점	50
	참고문헌	56

표 목차

표 1. 이사선임에 관한 법률	17
표 2. 사외이사의 결격사유에 관한 법률	18
표 3: 이사해임에 관한 법률	20
표 4. 사외이사의 결격사유	24
표 5 사외이사의 결격사유와 관련한 개정안	25
표 6 연도별 사외이사	27
표 7. 사외이사 후보 반대권고 사유	31
표 8. 사외이사 후보 반대권고 사유 (6년 동안 매해 자료 존재 기업)	32
표 9. 개별 사외이사 후보 특성	34
표 10. 샘플 기업 시장 분류	35
표 11. 샘플 기업 상위 10대 산업	36
표 12. 샘플기업 기초통계량	37
표 13. 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임 비율	38
표 14. 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임 로짓(Logit) 분석	40
표 15. 금융사지배구조법의 이사에 관한 법률	44
표 16. 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임 로짓(Logit) 분석(금융산업분리)	47

그림 목차

그림 1. 사외이사후보에 대한 권고사항 및 주주총회 결과(부결포함)	28
그림 2. 샘플에 포함된 사외이사후보, 권고사항 및 주주총회 결과	29
그림 3. 지배구조점수와 부적절한 사외이사 선임	39
그림 4. 지배구조점수분포(금융 및 보험업 제외)	48
그림 5. 지배구조점수(금융 및 보험업)	49
그림 6. 이사후보의 분야별 자질과 전문성	53
그림 7. 개별 이사후보의 자질과 전문성	53
그림 8. 개별 이사후보의 경력 및 활동사항	54
그림 9. 개별 이사후보 선거결과	55

요 약

- 주주총회는 주식회사의 최고 의사결정기구로 기업의 주요사안에 대한 투표권을 행사함으로써 기업의 주주가 의사표명을 할 수 있는 기회로 활용되어야 하나 국내에서는 형식적으로 운영된다는 논란이 있음
- 주주총회의 주요의안 중 하나는 이사의 선임이며, 특히 기업에 대한 감시활동과 임원 또는 지배주주의 지대추구 행위를 제한할 수 있는 사외이사 선임은 주주들에게 대리인을 선임하는 중요한 과정으로 볼 수 있음
- 이사회에 이러한 문제점은 지배주주의 이사회에 대한 영향력이나 사외이사들의 독립성 결여와 관련해 논의되고 있으나, 보다 근본적으로 주주총회에서 행해지는 이사선출 과정에서 그 원인을 분석할 필요가 있으며, 본고에서는 이사선임에 관한 선행연구 및 관련 법률 그리고 이사선거 자료를 바탕으로 이사선임과 기업지배구조의 관계에 대해 알아보하고자 함
- 이사회와 관련한 기존 문헌들은 이사회에 대한 독립적인 이사의 비율, 경영진과의 관계 등의 기업가치, M&A 성과 및 기업 의사결정에 대한 영향에 관해 주로 연구하였으며, 국내 기업 이사회와 관련해서는 사외이사를 바탕으로 독립성에 관해 연구되고 있으나, 사외이사의 비율이 독립적인 이사를 나타내지는 않는다는 비판이 많은 실정임
- 주주총회의 이사선거와 관련한 연구에서는 의결권 자문사의 영향, 이사선거 득표율과 향후 기업지배구조와의 관계 등에 관한 연구들이 이루어졌음
- 2012년부터 2017년까지의 정기주주총회 이사선거를 바탕으로 2,556명의 사외이사-년도 샘플을 구축하였으며, 사외이사 후보 중 약 36%가 한국기업지배구조원으로부터 반대권고를

받는다는 통계자료에 입각해, 반대권고를 받은 사외이사를 부적절한 사외이사로 간주하였음

- 2,556명의 사외이사 후보 중 주주제안으로 입후보한 9명은 모두 부결되었으며, 99.7%의 후보가 선임된 것으로 나타났으며, 반대권고를 받은 사외이사 후보 중 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 있음

- 한국기업지배구조원의 기업지배구조점수를 바탕으로 기업의 지배구조수준이 높은 그룹의 경우 부적절한 사외이사 선임비율은 약 32.6%, 지배구조수준이 낮은 그룹의 경우는 48.7%로, 지배구조수준이 낮은 기업일수록 주주총회에서 선임한 후보 중 부적절한 이사일 확률이 더 높은 것으로 나타났으며, 이는 통계적으로 1% 수준에서 유의함.

- Logit 회귀분석 모델을 사용하여 기업특성 및 이사후보 특성을 통제한 상황에서도 기업의 지배구조수준은 부적절한 사외이사 선임확률과 부(-)의 관계를 나타내며, 대부분의 사외이사후보(주주제안 제외)가 주주총회에서 선임된다는 정형화된 사실 하에, 지배구조수준이 낮은 기업들은 부적절한 후보를 추천함으로써 향후 기업의 의사결정을 경영진 또는 지배주주에게 유리하게 이끌 가능성이 큰 것으로 해석될 수 있음

- 실증분석 결과는 이사선거의 효율성 도모에 대한 필요성을 나타낸다고 보이며, 이는 이사후보 및 기업의 필요에 대한 정보공개 개선 및 선거결과 공개라는 두 가지 방안을 통해 달성될 수 있음

1 서론

- 주주들이 의견을 수렴하여 안건의 가결여부를 결정하는 주주총회는 주식회사에 있어 최고의 사결정기구라 할 수 있으며, 주요안건 중 하나인 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 있음
 - Finkelstein et al. (2009)은 이사회가 시장 환경에 따라 필요한 외부 자원과의 가교역할 및 중요한 외부 정보를 조달해주는 외부적 역할과 전략구상, 임원진 감시 및 임명 등의 내부적인 역할을 수행한다고 주장함
- 주주총회에서 선임된 법률상의 등기이사로 구성되는 이사회는 법령이나 정관 등에서 정하는 주주총회의 권한 사항을 제외한 모든 회사의 업무집행 즉 회사 운영에 관련된 모든 사무에 대한 의사결정권을 가짐¹⁾
 - 회사 운영 전반에 대한 결정권이 있는 이사회는 주주의 이익에 부합되게 이사회 안건에 대한 결정을 해야 함에도 불구하고 이사회 안건 대부분이 찬성으로 가결되는 상황이 사회적 으로 논란이 되고 있으며, 이사회 의 거수기 논란은 지속적인 비난을 받고 있는 상황임
 - 2017년 52개 금융사의 경우 총 1518개 안건 중 0.7%인 11건만 부결된 것으로 나타남²⁾
 - 2018년 KB금융지주에서는 ‘사외이사 후보 추천 프로세스 개선안’ 안건이 사외이사들의 반대로 부결되었으며, 이는 은행 및 은행지주 이사회 안건들이 100% 찬성률을 보이는 것에 반하는 예외적인 사례로 눈길을 끌었음³⁾

1) 중요한 자산의 처분 및 양도, 대규모 재산의 차입, 지배인의 선임 또는 해임과 지점의 설치·이전 또는 폐지 등 회사의 업무집행은 이사회 의 결의로 함(상법 제 393조 제 1항)

2) 비즈조선, “[거수기 사외이사] 작년 금융사 이사회 1518개 안건 중 부결은 단 11건, 2018.04.08.
(http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2018/04/07/2018040700323.html)

3) 더벨, “이사회 안건 부결시킨 KB금융 사외이사들” 2018.08.28.
(<https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=201808240100040350002560&lcode=00>)

- 정기 주주총회에서 이사선임 시 독립성이 의심되는 계열사 임원, 거래처 인사 등이 사외이사로 선임된다거나, 사회적으로 이슈가 되는 사건에 휘말려 기업에 막대한 손실을 유발하는 결정을 한 이사후보들이 신규 또는 재선임 되는 상황들이 발생하고 있음
 - 이사회 의 거수기 또는 기업의 방패막이 역할에는 이사의 선출 특히 사외이사의 선출에 경영진이나 지배주주가 막대한 영향력을 행사할 수 있기 때문이란 지적도 있음
 - 2016년 8월 발생한 대우조선해양의 5조 원대 분식회계 사건에 대해 2018년 3월 대법원은 회계사들에게 징역형을 확정 한 반면, 책임이 있는 감사위원과 사외이사들은 기소조차 되지 않는 상황으로, 사외이사의 거수기 역할이 장려된다는 비판도 있음⁴⁾

- 내부적인 기업지배구조 기제로서 이사회 의 특성(독립성, 다양성, 근면성)에 대한 많은 연구들이 수행되기도 했으나, 최근에는 이사회를 구성하는 초기단계 즉 주주총회에서 이사 선거가 어떻게 발생하며, 선거결과들이 기업지배구조에 대해 어떻게 영향을 미치는지에 대한 연구들이 활발히 진행되고 있음
 - 한국 기업들을 바탕으로 한 연구들의 경우 이사 선거를 바탕으로 한 연구들은 거의 선거방식 등에 대한 법적인 논란을 다루고 있으며, 실증자료를 바탕으로 한 분석은 찾아보기 힘든 상황임

- 한국 기업에 있어 이사회가 중요한 의사결정기구로 인식되며, 주주총회에서 이사 선거가 주주들의 대리인을 고용한다는 인식 하에 이루어지는지 알아보기 위해, 이사선거에서 발생하는 사외이사의 부적절성과 그에 대한 결정요인으로서 기업지배구조수준의 영향 등을 분석하여 정책적인 시사점을 도출하고자 함
 - 본고에서는 주주총회 이사선임에 있어 기업과 이해상충이 발생할 가능성이 있는 후보 또는 주주의 이익을 대변하기에 부적절하다고 간주되는 후보들의 선출에 대한 결정요인을 분석하고자 하며, 주요 변수로 기업지배구조수준을 사용하고자 함
 - 이사회 의 구성원은 사내이사와 사외이사로 분류할 수 있으며, 사내이사의 경우 기업과 이사회 사이의 정보비대칭성을 줄일 수 있는 역할을 담당할 수 있으며, 주주총회에서 사내이사 후보의 경우 외부인인 주주가 판단하기보다는, 기업이 내생적으로 필요한 인재를 승진시키는 개념으로 간주될 수 있어 사외이사와는 차이가 있음

4) 조세일보, “대우조선 분식회계, 회계사에겐 징역형...감사위원은 무혐의?” 2018.03.27.
(<http://www.joseilbo.com/news/htmls/2018/03/20180327349367.html>)

- 사외이사의 경우 경영진이나 등기사내이사의 사익편취행위를 감시하고 주주의 대리인 비용을 줄이는 역할을 담당하기 때문에, 본고에서는 사외이사 선거 결과만을 바탕으로 분석을 실시하였음
- 2장에서는 이사선거와 관련한 기존문헌과 법률사항들을 제시하고, 3장에서는 자료 설명, 가설 설정 및 검증을 통해 부적절한 사외이사 선임과 기업지배구조의 관계를 분석하였음
- 4장에서는 추가적으로 분석에 포함된 샘플을 금융관련 산업과 비금융관련 산업으로 분류하여 분석하였으며, 5장은 가설 검증의 내용을 토대로 한 결론과 정책적인 시사점을 제공하였음

2

기존문헌 및 관련 법률

- 2장에서는 기업지배구조 중 특히 이사회와 관련한 지배구조 분야 연구들을 살펴보고, 이사 선임 및 결격사유 등과 관련한 법률에 대해 알아보고자 함

2.1 기존문헌

- 이사회의 역할은 크게 자문과 감시로 분류될 수 있음
 - 이사회는 임원의 교체, M&A 및 핵심 투자결정 등을 통해 자문역할을 수행하며, 이는 경영진들의 가치창출 단계에서 한계생산성을 향상시키는데 기여할 수 있는 조력자의 역할로 간주될 수 있음
 - Pfeffer & Salancik (1978)은 자원의존이론(Resource Dependence Theory)을 바탕으로 이사회가 1) 자문 및 상담 2) 외부 정보에 대한 가교역할 3) 선제적인 외부자원 획득 4) 사회적 정당성 확보 등의 역할로 기업의 전략적인 자원 역할을 수행할 수 있다고 주장함
 - 감시역할은 경영진들의 사적이익 추구 즉 대리인 문제와 관련한 비용을 줄이는 동시에 주주의 이익을 추구하도록 하는데 의의가 있음
 - 대리인문제와 관련한 효율적인 감시기능을 강조하는 연구들은 이사회 독립성에 초점을 맞추고 있음
- 이사회와 관련한 기존 문헌들은 이사회 규모, 독립적인 이사의 비율, 경영진과의 관계 등에 관해 주로 연구하였음
 - Core et al.(1999)은 이사회 구조의 대리변수로 이사회 규모, 사내이사비율, CEO에 의해

임명된 사외이사 등을 사용하여 기업성과와의 관계를 분석하였음

- 이들은 비효율적인 이사회구조가 심화될수록 대리인 문제가 심각하게 나타나며, 이는 낮은 기업성과를 초래한다고 주장함
- Westphal(1999)은 CEO와 이사진들 사이의 상호작용, 이사진의 감시 및 자문기능에 대해 설문조사 자료를 바탕으로 분석하였음
 - 실증분석을 바탕으로 한 여러 연구들이 CEO와 이사진의 사회적인 관계가 이사진의 감시 및 자문기능의 비효율성을 초래할 것이라고 주장하는 반면, 그는 CEO와 이사진의 사회적 관계는 사외이사들의 자문기능을 개선하는 효과를 나타냈으며, 감시기능에 대한 효율성 저하를 초래하는 것은 아니라고 주장함.
- Adams & Ferreira (2007)는 이사회 독립성과 CEO 및 이사회 간의 정보 비대칭성에 대해 분석하였음
 - 이들은 CEO가 이사회 자문을 위해 정보를 공유할 유인이 존재하나 감시를 당할 위험성으로 인해 정보 공유에 대한 트레이드오프(trade-off)가 존재한다고 주장함
 - 또한 이들은 이사회가 독립적이 될수록 감시기능이 강화되어 CEO가 정보공유를 꺼리게 되며 이로 인해 CEO와 이사회 간 정보 비대칭성이 심화된다는 것을 이론모형을 통해 증명함
- Faleye et al.(2011)은 이사회 주요 역할로 일컬어지는 감시 및 자문 역할 사이에 상충관계가 존재한다는 것을 이사회 내 위원회의 활동을 바탕으로 실증분석 하였음
 - 그들은 이사회 내의 위원회 중 감시(audit)위원회, 보수(compensation)위원회, 지명(nominating)위원회, 그리고 지배구조(governance)위원회를 감시역할에 치중한 위원회로 금융/투자/전략(finance/investment/strategy) 위원회와 임원(executive)위원회를 자문역할에 치중한 위원회로 분류함
 - 독립적인 이사회가 주로 감시역할에 치중한 위원회에 소속된 경우 기업성과에 따른 CEO 교체 의 민감도가 높아지고 과도한 임원보수와 이익조정(Earnings management)이 적게 발생하는 것으로 나타남.
 - 그러나 효율적인 감시활동은 낮은 기업합병 성과 및 기업혁신을 동반함으로써 비효율적인 자문활동을 초래한다고 주장함
- Fracassi & Tate(2012)는 이사진과 CEO의 실질적 관계를 나타내는 4가지 기준(Current

employment, prior employment, education, and other-activity)을 바탕으로 지수를 도출함

- 1) 외부에 함께 고용되어 있는지 여부, 2) 동일 조직에서 함께 고용되어 활동한 사례가 있는지 여부, 3) 동일한 시기에 같은 교육기관에 등록된 여부, 4) 주 업무 외의 단체(연합회 또는 자선단체 등)에서 함께 회원이었던지 여부
- 위의 기준에 따라 이사들은 CEO와의 독립성 여부가 결정되었으며, CEO와 관계가 독립적이지 않을수록 기업가치 및 여러 기업 의사결정에 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었음

○ Knyazeva et al.(2013)은 이사회 독립성과 기업 가치에 대한 기존 연구들이 내생성 문제로 인해 일관된 결론에 도달하지 못한다고 지적하며 이사 노동시장을 바탕으로 내생성 문제를 해결하려하였음

- 이들은 이사 노동시장을 추정함에 있어 인접한 지역의 임원진들을 잠재적 이사 후보로 간주하고, 인접 지역의 임원진이 많을수록 즉 노동시장의 규모가 클수록 이사회의 독립성이 크다는 것을 실증분석을 통해 보여주었음
- 또한 이사진 노동시장 규모를 도구변수로 사용하여, 논란의 여지가 있는 이사회의 독립성과 기업가치의 관계가 정(+)의 관계를 성립한다고 주장하며 이사회의 독립성이 기업가치, CEO의 성과연봉, CEO 교체에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 증명함

○ Guo & Masulis (2015)는 이사회 독립성에 대한 새로운 정책을 외부충격으로 간주하고, 이를 바탕으로 이중차분(Difference-in-Difference) 방식을 사용하여 이사회 독립성과 기업성과와의 관계를 분석함

- 2002년 Sarbanes-Oxley 법안을 바탕으로 2003년 NYSE와 Nasdaq은 상장회사의 이사회에 관해 독립이사가 과반수 이상이어야 하며 지명(nominating), 보수(compensation), 그리고 감시(audit) 위원회의 경우 100% 독립이사로 이루어져야 한다는 새로운 원칙(rule)을 수립하였음
- 이들은 이중차분 방식을 바탕으로 독립적인 이사회를 보유한 기업일수록 기업성과에 따른 CEO 교체가 민감하다는 결과를 실증분석을 통해 보임으로서 이사회의 독립성이 효율적인 감시기능을 대변한다고 주장함.

□ 국내 기업 이사회와 관련해서는 사외이사를 바탕으로 독립성에 관해 연구되고 있으나, 사외이사의 비율이 독립적인 이사를 나타내지는 않는다는 비판이 많은 실정임

- 사외이사의 무용론이나 이사회 의 거수기 논란은 지속적으로 이슈가 되고 있으며, 이는 2015년 발생한 대우조선해양 분식회계 사태나⁵⁾ 2016년 한미약품의 정보공개 관련 사건 과도⁶⁾ 무관하지 않은 것으로 보임
- Choi et al.(2007)은 1998년 한국의 금융위기 이후 도입된 사외이사 관련 규정을 바탕으로 이사회 의 독립성과 기업가치의 관계에 관해 연구함
 - 이들의 실증분석 결과는 사외이사의 비율과 기업성과 간 정(+)의 관계가 성립한다는 것을 보여주며, 이 관계는 독립적인 사외이사들에게서 더 뚜렷하게 나타남.
- 김상훈, 김양민(2008)은 국내기업을 대상으로 CEO와 사외이사 간 동반 책임기간, 연령 및 학력 관계와 기업성과의 관계를 연구함
 - 이들의 실증분석 결과는 CEO와 사외이사 간 책임기간의 유사성이 기업 성과와 역 U자형 관계를 갖는다는 것을 증명함
 - 그들의 연령 및 학력 관계의 유사성과 기업 성과는 부(-)의 관계를 나타냄
 - 이러한 실증분석 결과를 바탕으로 이들은 CEO와 사외이사의 관계가 대리인 문제를 악화시킬 수 있다고 주장함
- 최순재, 김영길(2009)은 이사회 및 위원회에 있어 사내이사 및 사외이사 비율이 기업성과와 어떠한 관계를 갖는지 분석하였음
 - 이들은 이사회, 감사위원회 그리고 보상위원회 내 사외이사비율과 기업성과와는 유의한 관계를 갖지 않는다는 것을 실증분석을 통해 보여줌
 - 그러나 재무위원회와 투자위원회의 경우 사내이사 비율과 기업성과 사이에 양(+)의 관계가 성립함을 증명하며, 사내이사의 긍정적인 역할에 대해 주장함
- 홍광현 외 (2010)은 사외이사의 비율, CEO의 영향력, 그리고 이사회 내 위원회와 기업 가치에 관한 분석을 실시하였음
 - 실증분석 결과 이사회 전체 사외이사의 비율은 기업 가치와 무관하나, 직전년도 감사위원

5) 참여연대는 2017년 대우조선해양의 5조 7천억 원 규모의 분식회계에 대해 전직 감사위원 및 회계팀장 등에 대해 고발 (<http://www.peoplepower21.org/Economy/1519017>)하였으나, 2018년 3월 21일 전원 무혐의 처분을 받았음 (<http://www.intn.co.kr/news/articleView.html?idxno=926911>)

6) 한미약품은 2016년 7월 호재와 악재를 공시하는 과정에서 시세차익을 노렸다는 의혹이 불거졌음. (http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2016/10/14/2016101400897.html)

회와 보상위원회 내 사외이사 비율은 당해 연도 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타남

- CEO가 사외이사후보추천 위원회에 소속되어 있거나 사외이사후보추천 위원회가 존재하지 않아 CEO의 영향력이 높다고 간주되는 기업의 경우 이사회 내 사외이사의 비율이 낮았음

○ 강윤식, 국찬표(2012)는 국내기업들의 사외이사를 독립적인 이사진과 우호적인 이사진으로 구분하여, 사외이사과 기업 가치에 관해 연구했음

- 이들은 경영진과 학연으로 연관된 사외이사 그리고 계열사 및 해당 회사에서 임직원이었던 경력으로 연관된 사외이사의 경우 비독립적인 우호적 사외이사로 분류하였음
- 이들은 실증분석을 통해 우호적인 사외이사 비율은 기업 가치에 영향이 없거나 부정적인 영향을 미치는 반면, 독립적인 사외이사 비율은 기업 가치에 긍정적으로 작용한다고 주장함

○ 신종석(2015)은 2000년 후반 주식회사의 사외이사 비율은 평균적으로 증가하였으나, 선임과정에 있어 주로 대주주나 경영진에 의한 추천 및 전직 계열사 임원들로 이루어져 사외이사제도의 실효성에 의문을 제기함

- 또한 사외이사가 이사회에 반대 또는 수정의견을 제시한 경우가 2008년에서 2012년 5년 동안 평균 3.3% 수준에 머물고 있다고 지적하며 이사회 안전에 대한 거수기역할을 수행한다고 비판함

□ 지배구조와 관련한 연구들은 주식회사에 있어 최대의사결정기구라 할 수 있는 주주총회와 관련해서 행해지고 있으며, 이사와 관련해서는 주주총회에서 행해지는 이사 선거 결과들을 바탕으로 한 연구들이 이루어지고 있음

○ 주주총회와 관련한 최근의 연구들에서는 의결권 자문회사의 역할 및 영향에 대한 연구들 역시 행해지고 있음

○ Cai et al. (2009)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 주장함.

- 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 보임.

- 또한 기업의 지배구조수준(E-index와 G-index로 측정된)이 낮을수록 이사회 평균 찬성득표비율이 낮다는 것을 보임. 저자들은 지배구조수준이 낮은 기업의 경우, 주주보다는 경영진에 더 친화적인 후보들이 이사선거에 후보로 선출될 확률이 높으며, 주주들은 이러한 후보들에 대해 반대할 확률이 높다고 주장함
- Malenko and Shen(2016)은 의사결정 자문회사인 ISS의 영향력에 대한 연구를 하였으며, ISS 반대권고의 주주총회 결과에 대한 실증분석을 시행하였음
 - 이들은 2010년에서 2011년 사이 say-on-pay 안전에 대한 ISS의 반대권고가 주주들의 지지를 25% 낮추는 효과를 야기한다고 주장하며 이러한 효과는 기관투자자의 지분이 크거나 더 분산되어 있을수록 커진다고 주장함.
- Ertimur et al.(2017)은 비경쟁 이사선임, 특히 의사결정 자문회사의 권고안을 바탕으로 보류 표가 발생하는 원인과 향후 발생하는 효과에 대해 연구하였음
 - 이들은 의사결정 자문회사인 ISS의 보류 권고가 이사선거에 있어 약 20%의 보류 표를 유발하는 효과를 발생시킬 수 있다고 실증분석을 통해 보여주고 있음
 - 또한 ISS의 이사후보에 대한 보류결정은 약 2/3가 독립성 문제로 인해 발생하며, 그 외에는 이사후보의 업무성실성(회의참여율 및 시간할애가능성)과 관련한 문제와 연관되어 있다고 주장함
 - 이사후보에 대한 보류표 투표는 비경쟁 선거방식으로 인해 이사후보의 당선여부를 결정하지는 못하지만, 이사회 내 위원회, CEO 보수 그리고 이사회 시차임기제 등과 관련한 지배구조 관련 이슈에 대한 변화를 야기함

2.2 이사선임과 결격사유에 관한 법률⁷⁾

- 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 함

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

- 이사는 설립 당시에는 발기인이나 창립총회에서 선임하지만, 설립 이후에는 주주총회에서 선임하여야 함
- 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 아님

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.
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

상법	법령
	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.

□ 이사회에 있어 사외이사의 경우 독립성이 중요한 요건으로 간주되며, 상법에서는 이를 위해 사외이사의 결격 사유에 대해 명시하고 있음

표 2. 사외이사의 결격사유에 관한 법률

상법	법령
제 382조 제 3항 (이사의 선임, 회사와의 관계 및 사외이사)	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 아니하는 이사로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 자를 말한다. 사외이사가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그 직을 상실한다. 1. 회사의 상무에 종사하는 이사·집행임원 및 피용자 또는 최근 2년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·감사·집행임원 및 피용자 2. 최대주주가 자연인인 경우 본인과 그 배우자 및 직계 존속·비속 3. 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 이사·감사·집행임원 및 피용자 4. 이사·감사·집행임원의 배우자 및 직계 존속·비속 5. 회사의 모회사 또는 자회사의 이사·감사·집행임원 및 피용자 6. 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인의 이사·감사·집행임원 및 피용자 7. 회사의 이사·집행임원 및 피용자가 이사·집행임원으로 있는 다른 회사의 이사·감사·집행임원 및 피용자
제542조의8 제2항 (사외이사의 선임)	상장회사의 사외이사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당되지 아니하여야 하며, 이에 해당하게 된 경우에는 그 직을 상실한다. 1. 미성년자, 금치산자 또는 한정치산자 2. 파산선고를 받고 복권되지 아니한 자 3. 금고 이상의 형을 선고받고 그 집행이 끝나거나 집행이 면제된 후 2년이 지나지 아니한 자 4. 대통령령으로 별도로 정하는 법률을 위반하여 해임되거나 면직된 후 2년이 지나지 아니한 자 5. 상장회사의 주주로서 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수를 기준으로 본인 및 그와 대통령령으로 정하는 특수한 관계에 있는 자(이하 "특수관계인"이라 한다)가 소유하는 주식의 수가 가장 많은 경우 그 본인(이하 "최대주주"라 한다) 및 그의 특수관계인 6. 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의

상법	법령
	<p>100분의 10 이상의 주식을 소유하거나 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주(이하 "주요주주"라 한다) 및 그의 배우자와 직계 존속·비속</p> <p>7. 그 밖에 사외이사로서의 직무를 충실하게 수행하기 곤란하거나 상장회사의 경영에 영향을 미칠 수 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자</p> <p>1. 본인이 개인인 경우에는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사람 가. 배우자(사실상의 혼인관계에 있는 사람을 포함한다) 나. 6촌 이내의 혈족 다. 4촌 이내의 인척 라. 본인이 단독으로 또는 본인과 가목부터 다목까지의 관계에 있는 사람과 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 그 밖에 이사·집행임원·감사의 임면 등 법인 또는 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우에는 해당 법인 또는 단체와 그 이사·집행임원·감사 마. 본인이 단독으로 또는 본인과 가목부터 라목까지의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 그 밖에 이사·집행임원·감사의 임면 등 법인 또는 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우에는 해당 법인 또는 단체와 그 이사·집행임원·감사</p>
542조의8 2항 5호에서 "대통령령으로 정하는 특수한 관계에 있는 자"	<p>2. 본인이 법인 또는 단체인 경우에는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자 가. 이사·집행임원·감사 나. 계열회사 및 그 이사·집행임원·감사 다. 단독으로 또는 제1호 각 목의 관계에 있는 자와 합하여 본인에게 100분의 30 이상을 출자하거나 그 밖에 이사·집행임원·감사의 임면 등 본인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 개인 및 그와 제1호 각 목의 관계에 있는 자 또는 단체(계열회사는 제외한다. 이하 이 호에서 같다)와 그 이사·집행임원·감사 라. 본인이 단독으로 또는 본인과 가목부터 다목까지의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 그 밖에 이사·집행임원·감사의 임면 등 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 해당 단체와 그 이사·집행임원·감사</p> <p>1. 해당 상장회사의 계열회사의 상무에 종사하는 이사·집행임원·감사 및 피용자이거나 최근 2년 이내에 계열회사의 상무에 종사하는 이사·집행임원·감사 및 피용자였던 자</p> <p>2. 다음 각 목의 법인 등의 이사·집행임원·감사 및 피용자(사목에 따른 법무법인, 법무법인(유한), 법무조합, 변호사 2명 이상이 사건의 수임·처리나 그 밖의 변호사 업무수행 시 통일된 형태를 갖추고 수익을 분배하거나 비용을 부담하는 형태로 운영되는 법률사무소, 합작법무법인, 외국법자문법률사무소의 경우에는 해당 법무법인 등에 소속된 변호사, 외국법자문사를 말한대이거나 최근 2년 이내에 이사·집행임원·감사 및 피용자였던 자</p>
542조의8 2항 7호에서 "대통령령으로 정하는 자"	<p>가. 최근 3개 사업연도 중 해당 상장회사와의 거래실적의 합계액이 자산총액(해당 상장회사의 최근 사업연도 말 현재의 대차대조표상의 자산총액을 말한다) 또는 매출총액(해당 상장회사의 최근 사업연도 말 현재의 손익계산서상의 매출총액을 말한다. 이하 이 조에서 같다)의 100분의 10 이상인 법인</p>

상법	법령
	나. 최근 사업연도 중에 해당 상장회사와 매출총액의 100분의 10 이상의 금액에 상당하는 단일의 거래계약을 체결한 법인 다. 최근 사업연도 중에 해당 상장회사가 금전, 유가증권, 그 밖의 증권 또는 증서를 대여하거나 차입한 금액과 담보제공 등 채무보증을 한 금액의 합계액이 자본금(해당 상장회사의 최근 사업연도 말 현재의 대차대조표상의 자본금을 말한다)의 100분의 10 이상인 법인 라. 해당 상장회사의 정기주주총회일 현재 그 회사가 자본금(해당 상장회사가 출자한 법인의 자본금을 말한다)의 100분의 5 이상을 출자한 법인 마. 해당 상장회사와 기술제휴계약을 체결하고 있는 법인 바. 해당 상장회사의 감사인으로 선임된 회계법인 사. 해당 상장회사와 주된 법률자문·경영자문 등의 자문계약을 체결하고 있는 법무법인, 법무법인(유한), 법무조합, 변호사 2명 이상이 사건의 수임·처리나 그 밖의 변호사 업무수행 시 통일된 형태를 갖추고 수익을 분배하거나 비용을 분담하는 형태로 운영되는 법률사무소, 합작법무법인, 외국법자문법률사무소, 회계법인, 세무법인, 그 밖에 자문용역을 제공하고 있는 법인
	3. 해당 상장회사 외의 2개 이상의 다른 회사의 이사·집행임원·감사로 재임 중인 자 4. 해당 상장회사에 대한 회계감사 또는 세무대리를 하거나 그 상장회사와 법률자문·경영자문 등의 자문계약을 체결하고 있는 변호사(소속 외국법자문사를 포함한다), 공인회계사, 세무사, 그 밖에 자문용역을 제공하고 있는 자 5. 해당 상장회사의 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 보유(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제133조제3항에 따른 보유를 말한다)하고 있는 자 6. 해당 상장회사와의 거래(「약관의 규제에 관한 법률」 제2조제1호의 약관에 따라 이루어지는 해당 상장회사와의 정형화된 거래는 제외한다) 잔액이 1억원 이상인 자

□ 이사의 해임은 선임과는 달리 특별결의를 통해 이루어지며, 주주총회에서 부결된 사안에 대해서는 법원에 해임을 청구할 수도 있음

표 3: 이사해임에 관한 법률

상법	법령
제 385조 제 1항 (해임)	이사는 언제든지 특별결의(출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수)로 이를 해임할 수 있다. 그러나 이사의 임기를 정한 경우에 정당한 이유 없이 그 임기만료 전에 이를 해임한 때에는 그 이사는 회사에 대하여 해임으로 인한 손해의 배상을 청구할 수 있다.
제 385조 제 1항 (해임)	이사가 그 직무에 관하여 부정행위 또는 법령이나 정관에 위반한 중대한 사실이 있음에도 불구하고 주주총회에서 그 해임을 부결한 때에는 발행주식의 총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 총회의 결의가 있는 날부터 1월내에 그 이사의 해임을 법원에 청구할 수 있다.

3

가설설정 및 검증

- 3장에서는 주주총회 이사선거에 있어, 사외이사선거 결과에 대한 기업 지배구조수준의 영향에 대한 분석을 실시하였음

3.1 가설설정

- Cai et al.(2009)에서는 기업의 지배구조수준이 낮을수록, 주주들은 주주총회에서 이사후보로 오른 인사들이 경영진에게 친화적인 인물일 것으로 간주하고 지지표(for vote)를 행사할 확률이 더 낮다고 주장함
 - 미국의 주주총회에서 다수대표제(Plurality)나 과반수투표제(Majority) 하에서 지지표를 행사하는 것은 실제로 이사의 당선여부에는 큰 영향력이 없다는 것이 일반적인 견해임 (Ertimur et al.(2017))
- 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 있음
 - 미국의 경우 주주들의 보류(withdraw)나 반대(against)표가 이사의 당선여부에 유의한 영향을 미칠 수는 없으나, 향후 위원회 직위 변동, 기업의 시차임기제 폐지, 향후 이사직 사임여부 등에 영향을 미치는 것으로 나타났음
- 본 연구에서는 주주총회에서 선임된 사외이사들의 적절성 여부를 바탕으로 회사의 특성 특히 기업지배구조 수준의 사외이사선임에 대한 영향력을 분석하고자 함
 - 국내 의결권 자문사인 한국기업지배구조원에서는 기관투자자를 대상으로 주주총회에서

각각의 이사에 대해 권고안을 제시하고 있으며, 의안을 분석하는 개별기업과의 이해상충 없이 독립적으로 권고안을 제시하고 있음

- 한국기업지배구조원의 사외이사 선임에 관한 권고안은 9가지 사유에 입각해 체계적으로 각각의 이사회 후보에 대해 작성되며 더 자세한 사항은 3.2에서 다루고자 함
 - 권고안의 경우 이사회 후보(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 분석하였음
- 한국기업에 있어 이사회 멤버들의 거수기 논란 등을 고려한다면, 이사들의 경우 적절성 여부와는 상관없이 지배주주의 이익에 부합하는 의사결정을 한다고도 볼 수 있으며, 이 경우 기업지배구조 수준은 부적절한 사외이사의 당선확률과는 관계가 없는 것으로도 보일 수 있음

가설1: 지배구조수준과 부적절한 사외이사의 선임 사이에는 관계가 없음

- 이사회 회의나 투표 등이 기업에 있어 여전히 중요한 의사결정의 메커니즘으로 작용한다면, 지배구조 수준이 낮은 기업의 경우 부적절한 인사를 채용함으로써 지배주주 또는 경영진에게 유리한 의사결정이 이루어지도록 부적절한 후보를 이사선거에 안건 상정할 확률이 높음
- 주주총회가 주주의 이익을 대변하도록 효율적으로 작동하지 못한다면, 지배주주나 경영진의 의도대로 이사가 선임될 확률이 높으며 이는 부적절한 인사가 선거에서 당선될 확률이 높다는 것을 의미

가설2: 지배구조수준과 부적절한 사외이사의 선임 사이에는 부(-)의 관계가 성립

- Cai et al(2009)과 Ertimur et al.(2017)에서는 기업지배구조수준(Entrenchment Index⁸)로 측정된)과 지지표 사이에 정(+)의 관계가 존재한다는 실증분석 결과를 제시하고 있음

8) Bebchuk et al.(2009)은 6가지 반인수조항(anti-takeover provisions)들의 존재유무를 바탕으로 0부터 6까지의 변수를 만들어 Entrenchment Index라고 명명하였음. 6가지 조항은 이사시차임기제(Classified Board), 황금낙하산(Golden Parachutes), 정관개정권한제한(Limits to the Ability to Amend Bylaws), 헌장개정권한제한(Limits to the Ability to Amend the Charter), 합병에 대한 초다수결의제(Supermajority to Approve a Merger), 포이즌필(Poison Pill)이

나, 이는 당락여부에 대해서 논하고 있지 않고, 후보의 적절성에 대한 부분도 포함되어 있지 않기 때문에 가설1과 가설2와는 달리 지배구조수준과 부적절한 사외이사의 당선확률 사이에 정(+의 관계가 성립한다는 가설을 지지한다고 보기는 힘들

- 위의 기존연구들에서는 지배구조수준이 낮을수록 주주들에 의한 보류표(지지표) 발생가능성이 높다(낮다)고 주장함. 만약 보류표가 이사후보의 선임여부와 연관되어 있다면, 지배구조수준이 낮을수록(높을수록) 보류표를 많이(적게) 받게 되어 당선확률이 낮을(높을) 가능성이 존재함. 이 경우 지배구조수준과 이사선임 사이에는 정(+의 관계가 성립하게 됨
 - 그러나 두 페이퍼 모두 보류표율이 당선여부와는 관련이 없다고 주장함
 - 만약 의결권 자문회사(ISS)의 권고사항으로 부적절한 후보를 판별할 수 있다면, 두 페이퍼의 실증분석결과는 부적절한(의결권 자문회사로부터 반대권고를 받은) 후보가 보류표를 받을 가능성이 높다고 보여주고 있음
- 가설1과 가설2의 경우 사외이사의 부적절성과 주주총회에서 가결 또는 부결이냐에 따라 4가지 사례가 가능함. 그러나 주주총회에서 안건으로 상정된 이사후보가 당선이 되는 사례가 대부분이며, 이로 인해 주주총회에서 당선된 이사가 적절한 인사인지 부적절한 인사인지만으로 변수를 구성했으며, 이는 3.3에서 더 자세히 다루고자 함

3.2 표본 및 변수 설정

1) 의안분석 자료

- 기업지배구조원에서는 기관투자자에 대해 의결권 자문서비스를 제공하고 있으며, 최근 개정된 (2018년 2월) 의결권 행사 가이드라인에서는 사외이사 후보에 대한 결격 사유를 크게 독립성과 전문성 요건을 바탕으로 제시하고 있음
- 의결권 행사 가이드라인은 기업의 장기적인 주주가치 제고를 기본원칙으로, 세부적으로 주주권리 보호 및 주주 간 평등 대우, 주주와 기업에 대한 책임경영, 이사회 효율적 구성과 운영, 기업경영의 투명성 제고라는 4대 원칙을 바탕으로 기관투자자들의 수탁자 책임 이행을 독려함

있으며, Entrenchment index가 높을수록(6에 가까울수록) 경영진의 권력이 강하며, 이는 낮은 기업지배구조 수준을 대변하고 낮은 기업가치와 연관된다고 주장함

표 4. 사외이사의 결격사유⁹⁾

결격사유	세부항목
사내이사와 동일한 결격사유 (해당 사외이사 후보 반대)	<ul style="list-style-type: none"> • 법규 위반으로 법령상 결격사유에 준하는 행정적·사법적 제재를 받았거나 그 집행을 면제받은 경우 • 주주총회에서 승인된 주주제안 사항을 이행하지 않고, 그 적절한 이유도 제시하지 않은 경우 • 회사의 재무상태, 이사회결의 관련 사항 등 주주가 의결권 행사시 고려해야 할 주요 정보를 의도적으로 왜곡하거나 감춘 경우 • 겸임으로 이사로서 충실한 의무수행이 어려운 경우 • 그 밖에 회사 가치의 훼손, 주주 권익의 침해에 책임이 있는 경우
독립성 저해 등 결격사유 (해당 사외이사 후보 반대)	<ul style="list-style-type: none"> • 해당 회사의 최대주주 혹은 주요주주 본인을 포함하여 그 특수관계인이거나 최근 5년 이내에 특수관계인이었던 자 • 해당 회사가 최대주주나 주요주주인 회사의 특수관계인이거나 최근 5년 이내에 특수관계인이었던 자 • 최근 3년 이내에 해당 회사나 그 최대주주 또는 계열회사와 중요한 거래관계, 사업상 경쟁관계 및 협력관계 등 이해관계가 있었던 개인 혹은 법인의 특수관계인이거나 최근 3년 이내에 특수관계인이었던 자 • 최근 5년 이내에 해당 회사 또는 계열 회사·비영리법인에 사외이사직 외에 근무 경력이 있는 임직원, 그 배우자 및 직계존비속 • 해당 회사에 사외이사로서 신규 임기를 포함하여 연속 재임하는 연수가 7년(금융업종은 5년)을 초과하는 자 (단, 재임연수에는 계열회사 재임기간을 합산하며, 사외이사가 사외이사 임기종료일로부터 2년 이내에 재선임되는 경우 예는 연속하여 재임하는 것으로 본다.) • 최근 3년 동안 이사회 및 위원회 평균 참석률이 75% 미만인 자 • 전문경영인(「주식회사의 외부감사에 관한 법률」 또는 이에 상당하는 외국법령에 따라 외부감사를 받는 법인의 임원 이상 이거나 이와 동등한 직위에 있는 자 또는 이었던 자) • 변호사 또는 공인회계사로서 그 자격과 관련된 업무에 5년 이상 종사한 경력 이 있는 자 • 금융, 경제, 경영, 법률, 회계 분야의 석사학위 이상의 학위를 가진 자로서 연구기관 또는 대학에서 해당 분야의 연구원 또는 전임강사 이상의 직에 5년 이상 근무한 경력이 있는 자 • 국가, 지방자치단체, 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따른 공공기관, 금융감독원, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 한국거래소 또는 같은 법 제9조제17항에 따른 금융투자업관계기관(금융투자 관계 단체는 제외)에서 임원으로 5년 이상 근무한 경력이 있는 자 • 그 밖에 이사회 또는 사외이사후보추천위원회가 상기 자격과 동등한 자격을 갖춘 것으로 인정하는 자
사외이사의 전문성 요건 (하나 이상을 갖추지 못한 사외이사 후보 반대)	

□ 기업지배구조원의 의결권 행사 가이드라인은 2012년 3월 제정되었으며, 동년 12월, 2014

9) CGS 의결권 행사 가이드라인. 2018.02 개정. 기업지배구조원

년 2월, 그리고 2018년 2월 개정되었음.

- 각 개정안들에서는 사외이사의 결격사유에 대한 개정도 포함하고 있음

표 5 사외이사의 결격사유와 관련한 개정안¹⁰⁾

개정 시기	현행	개정 안
2012년 12	최근 3년 이내에 해당 회사나 그 최대주주와 중요한 거래관계, 사업상 경쟁관계 및 협력관계 등 이해관계가 있었던 개인 혹은 법인의 특수관계인이거나 최근 3년 이내에 특수관계인이었던자	최근 3년 이내에 해당 회사나 그 최대주주·주요주주 또는 계열회사와 중요한 거래관계, 사업상 경쟁관계 및 협력관계 등 이해관계가 있었던 개인 혹은 법인의 특수관계인이거나 최근 3년 이내에 특수관계인이었던자
2012년 12	계열회사를 포함한 해당 회사에 사외이사로서 신규임기를 포함하여 연속 재임하는 연수가 7년(금융업종은 5년)을 초과하는 자	해당 회사에 사외이사로서 신규임기를 포함하여 연속 재임하는 연수가 7년(금융업종은 5년)을 초과하는 자. 단 재임 연수에는 계열회사 재임기간을 합산하며, 사외이사가 사외이사 임기 종료일로부터 2년 이내 재선 임되는 경우에는 연속하여 재임하는 것으로 본다
2018년 02	최근 3년 이내에 이사회 및 위원회 연간 참석률이 75% 미만인 사업연도가 있었던 자	최근 3년 동안 이사회 및 위원회 평균 참석률이 75% 미만인자

- 본 연구에서는 2012년부터 2017년 사이 기업지배구조원에서 정기주주총회를 대상으로 실시한 의안분석을 바탕으로 사외이사 후보에 대한 찬성 및 반대 권고 자료를 구축하였음
- 기업지배구조원에서는 각각의 사외이사 후보에 대해 9가지 사항을 구분하여 반대 사유를 제시하고 있음
- 9가지 반대권고 사유는 행정적 사법적 제재, 부적절한 겸임, 회사가치 훼손 및 주주권의 침해, 최대주주의 특수관계인, 이해관계자의 특수관계인, 전직 임직원, 장기연임, 낮은 출석률 그리고 기타가 이에 포함됨
- 각각의 사외이사는 한 가지 사유로 반대되는 경우도 존재하나 여러 가지 사유로 반대되는 경우도 있음

10) CGS 의결권 행사 가이드라인. 2012.12 개정. 기업지배구조원,
CGS 의결권 행사 가이드라인. 2014. 02 개정. 기업지배구조원,
CGS 의결권 행사 가이드라인. 2018. 02 개정. 기업지배구조원

2) 기업지배구조점수

- 기업지배구조원에서는 매년 약 800개 기업을 대상으로 지배구조, 사회 그리고 환경(ESG) 관련 조사를 실시하고 있으며, 이를 바탕으로 각 항목에 대한 점수 및 등급 자료를 작성하고 있음
 - 지배구조점수의 경우 2003년부터 자료가 존재하며 유가증권 및 코스닥 기업을 포함해 약 1600개 기업에 대해 매년 조사를 실시했으나, 2014년부터는 ESG 평가 항목 중 사회와 환경 평가가 이루어지는 800개 기업만을 대상으로 한정하여 조사하고 있음
 - ESG 평가대상 기업의 경우 유가증권시장 상장회사/코스닥 100 구성종목/대기업집단 소속 회사/금융회사를 포함하며, 비상장회사/평가대상기간 중 신규 상장회사/특수목적법인 등 페이퍼컴퍼니/해외에 본사를 둔 외국회사를 제외하고 있음

- 기업지배구조원의 지배구조 조사는 주주권리 보호, 이사회, 감사기구, 공시의 4가지 대분류를 바탕으로 이루어지고 있으며, 한국기업의 지배구조에 관한 기존연구에서 활용되어 왔음
 - 서중우 외(2013)는 지배구조점수를 활용하여 지배구조수준이 높은 기업일수록 이익유연화 정도가 높아, 지배구조가 좋은 기업의 경우 이익유연화를 통해 경영진이 시장과의 정보 비대칭성을 줄이는데 활용한다고 주장함
 - 안수경 외(2015)는 기업지배구조원의 지배구조점수를 활용하여 지배구조점수와 자본구조 조정속도 사이에 정(+)의 관계가 있다는 것을 실증분석을 통해 증명함

- 본 연구에서는 기업지배구조원의 의안분석 중 사외이사 선거에 대한 의안분석 자료가 존재하는 2012~2017 자료에 부합하는 각 기업의 2011~2016 지배구조 자료를 활용하고자 함
 - 주주총회가 시행된 해와 동일한 년도의 지배구조 자료를 이용할 경우, 의안이 가결되어 사외이사로 선임된 인사들에 의해 이사회가 꾸러질 확률이 높으며, 이들이 기업의 지배구조 수준을 결정하는 역할을 담당할 수도 있어, 내생성 문제가 발생할 수 있음
 - 그러나 주주총회에서 사외이사 선거의 결과가 직전년도의 지배구조 수준에 영향을 미칠 가능성은 낮을 것으로 보이며, 이에 따라 내생성 문제에서도 벗어날 수 있을 것으로 사료됨

3.3 기초통계량

- 최종샘플에는 2012~2017 기간 동안 452개 단일기업, 1,189개 기업-년도, 1,620명의 단일 사외이사 후보 그리고 2,556명의 사외이사 후보-년도로 이루어짐
 - 2,556명의 후보 중 2,547명은 주주총회에서 안건이 가결되어 사외이사로 선출된 후보들이며, 9명의 후보는 안건이 부결되어 사외이사 선거에서 탈락한 후보들임
 - 주주총회에서 사외이사 후보로 입후보한 경우 약 99.65%가 당선이 되는 것으로 나타났음
 - 2,556명에 포함되지 않는 27명은 안건상정이 철회된 사례임

표 6 연도별 사외이사

년도	기업	사외이사 후보	주주총회 승인(가결) 사외이사	주주총회 부결 사외이사	안건상정철회
2012	168	383	383	0	0
2013	276	566	559	7	6
2014	244	512	510	2	5
2015	169	368	368	0	5
2016	165	347	347	0	4
2017	167	380	380	0	7
전체	1,189	2,556	2,547	9	27

- 2013년과 2014년 주주총회에서 부결된 7명과 2명의 사외이사의 경우 모두 신규로 사외이사 후보에 입후보했으며, 주주제안으로 사외이사에 올랐다는 특성을 가지고 있음
 - 2,556명의 사외이사 후보들의 경우 9명을 제외한 2,547명은 경영진, 이사회 또는 이사회보추천위원회를 통해 입후보한 사례임
 - 주주제안으로 사외이사에 입후보한 경우 100% 주주총회에서 부결되었으며, 이는 주주제안으로 인한 사외이사 입후보에 대한 문제점으로 지적될 수 있음¹¹⁾¹²⁾

11) 본 연구에서 사용된 샘플이 전체 시장을 얼마나 잘 보여주는지, 상장기업 전체 주주총회 결과를 대변할 수 있는지에 대한 의문이 제기될 수는 있음. 그러나 샘플로 포함된 기업들이 KOSPI 200 중 100개 이상의 기업들 그리고 유가증권시장 기업들이 대부분이라는 것을 감안한다면, 주주제안으로 인한 사외이사 후보의 100% 탈락은 문제점으로 보임.

12) Becker et al. (2013)에 의하면 2011년 Russell 3000에 속하는 기업에서는 16,822명의 후보가 16,797개 이사직을 놓고 선거를 치렀으며, 16,796명의 후보가 기존 이사들에 의해 추천되었으며, 나머지 26명은 주주들에 의해 추천됨. 기존이사들에 의해 추천된 후보 중 99.9%가 당선이 되었으며, 주주제안으로 후보에 오른 경우 단지 46%의 성공률을 보임.

- 기업들은 주주총회 전 ‘주주총회 소집공고’를 통해 이사 후보에 대한 정보를 주주들에게 공개하고 있으며, 샘플에 포함되지 않은 27명의 경우 주주총회 소집공고에는 후보로 거론되었으나, 실제 주주총회에서는 표결에 붙여지지 않았으며, 주로 사망이나 자진사퇴에 의한 사례들임
 - 27명의 안건상정 철회 중 1명의 후보는 사망에 의해 의장이 직권으로 상정철회 한 사례였음
 - 8명의 후보는 자진사퇴한 사례로 후보로 선출된 이후 독립성과 관련한 사회적인 비판이나 일신상의 사유 또는 검찰 수사 등의 이유로 자진사퇴하였음
 - 2명의 후보는 주주총회에서 부결된 사외이사 후보로 인해 안건이 자동 폐기된 사례
 - 16명의 경우 ‘상정의안 일부변경’, ‘안건철회’ 등의 사유가 주주총회결과로 공개되거나 전혀 자료가 없는 경우였음.

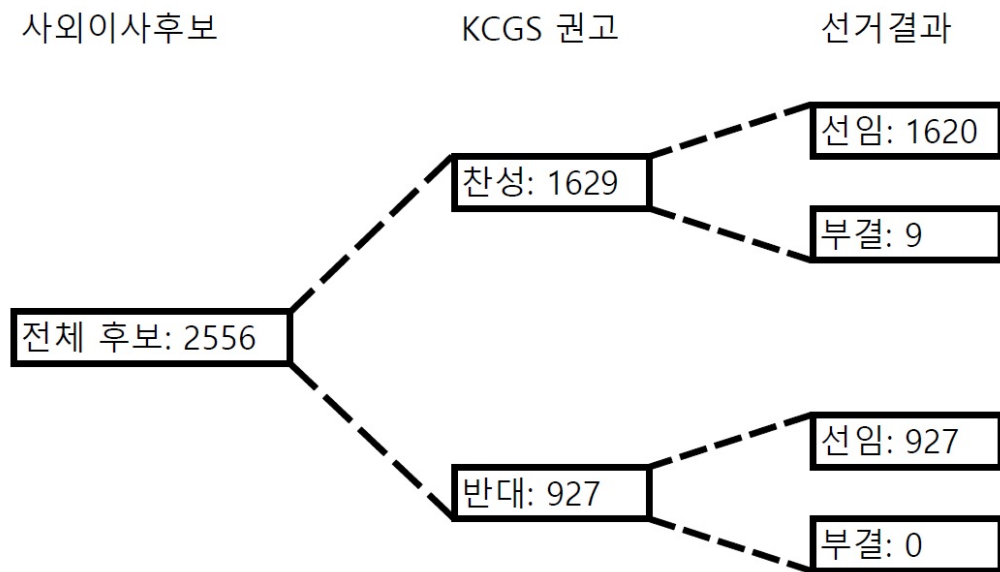


그림 1. 사외이사후보에 대한 권고사항 및 주주총회 결과(부결포함)

- 샘플에 포함된 사외이사 후보 2,556명 중 기업지배구조원의 권고 사항은 찬성 1,629명, 반대 927명이었으며, 찬성 권고를 받은 1,629명 중 9명만이 주주총회에서 부결되었음.
 - 특히 기업지배구조원으로부터 찬성권고를 받고 부결된 9명은 주주제안으로 입후보한 후보라는 특수성을 보임

- 본 연구에서는 기업지배구조원의 권고사항(찬성 vs 반대)과 선거결과(선임 vs 부결)에 있어 부결된 경우를 제외하고 선임된 2,547명에 대한 샘플로 분석을 진행하고자 함
- 기업지배구조원의 의안분석이 기업과 이해상충 문제가 없고, 3.2에 제시된 의결권 행사 가이드라인에 의해 사외이사 후보에 대한 찬성 및 반대 권고 결정을 내렸다면, 반대권고를 받은 사외이사 후보는 부적절한 사외이사 후보로 간주될 수 있음
- 본 연구의 실증분석이 부적절한 사외이사의 선임과 지배구조의 관계를 검증하기 위한 목적이며, 99.65%로 대부분의 사외이사후보들이 선임된다는 점과 부결된 사례가 모두 주주제안으로 입후보한 경우라는 것을 감안해, 선임된 후보 중 부적절한 사외이사를 구분하기 위해 부결된 9명의 사례는 제외함

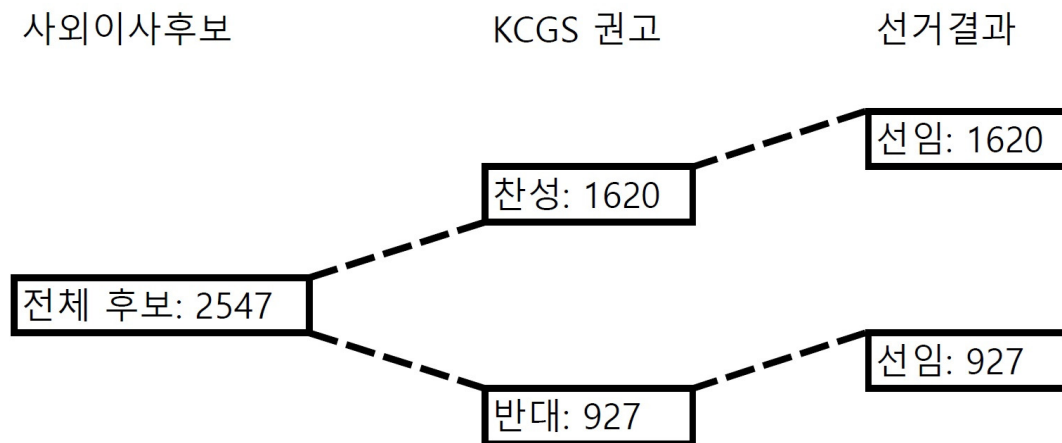


그림 2, 샘플에 포함된 사외이사후보, 권고사항 및 주주총회 결과

- 샘플에 포함된 2,556명 중 기업지배구조원에서 반대권고를 받은 사외이사 후보는 36.23%(927명)이었으며, 가장 높은 비율의 반대권고 사유는 장기연임이었음.
 - 전체 사외이사 후보 중 12.99%가 장기연임 사유로 인해 반대권고를 받았으며, 다음으로 이해관계자의 특수관계인 사유로 인해 10.76%, 낮은 출석률로 인해 10.33%의 반대권고가 발생했음
 - 반대권고 사유 중 최대주주의 특수관계인, 이해관계자의 특수관계인, 전직 임직원, 장기연임의 경우 사외이사의 독립성과 관련된 부분으로, 반대권고를 받은 사외이사 후보 중 약 76%를 차지하고 있음

- 샘플을 두 기간 2012-2014, 2015-2017로 나누어 분석한 결과, 부적절한 겸임, 회사가치 훼손 및 주주권의 침해, 이해관계자의 특수관계인 사유는 두 번째 기간에서 증가한 것으로 나타나고 있음
 - 독립성과 관련한 사외이사 후보의 반대권고 사유의 경우 2012-2014 기간 동안 27.45%였으며, 2015-2017 기간 동안 27.31%를 보여 비슷한 수준으로 해석될 수 있음
 - 장기연임, 전직임직원 그리고 최대주주의 특수관계인 사유의 감소와 이해관계자의 특수관계인 사유의 증가가 비슷한 수준으로 발생하여, 전체적인 사외이사 후보의 독립성 관련 부적절성은 개선되었다고 보기 힘들
 - 사외이사들의 낮은 출석률 사유의 경우 약 2.7% 줄어들었으며, 이는 사외이사들의 이사회 참여가 더 활발해진 긍정적인 부분으로 해석될 수 있음

표 7. 사외이사 후보 반대권고 사유

Panel A: CGS 권고(찬성/반대) 사외이사후보 수												
년도	찬성	전체	반대									찬성+반대
			행정적 사법적 제재	부적절한 검임	회사가치훼손 주주권익침해	최대주주의 특수관계인 등	이해관계자의 특수관계인 등	전직 임직원	장기연임	낮은 출석률	기타	
2012	257	126	2	3	3	16	42	8	40	31	0	383
2013	360	206	3	2	4	12	36	4	101	80	0	566
2014	315	197	2	6	7	13	54	9	78	57	1	512
2015	238	130	1	10	11	9	43	3	37	40	3	368
2016	225	122	2	5	7	6	52	3	32	24	1	347
2017	234	146	0	6	17	6	48	4	58	32	0	380
전체	1,629	927	10	32	49	62	275	31	346	264	5	2,556

Panel B: 3년 평균 비율												
년도	찬성	전체	반대									찬성+반대
			행정적 사법적 제재	부적절한 검임	회사가치훼손 주주권익침해	최대주주의 특수관계인 등	이해관계자의 특수관계인 등	전직 임직원	장기연임	낮은 출석률	기타	
2012 - 2014	63.86%	36.14%	0.48%	0.75%	0.96%	2.81%	9.03%	1.44%	14.17%	11.50%	0.07%	100.00%
2015 - 2017	63.65%	36.35%	0.27%	1.92%	3.20%	1.92%	13.06%	0.91%	11.42%	8.77%	0.37%	100.00%
전체	63.77%	36.23%	0.39%	1.25%	1.92%	2.43%	10.76%	1.21%	12.99%	10.33%	0.20%	100.00%

표 8. 사외이사 후보 반대권고 사유 (6년 동안 매해 자료 존재 기업)

Panel A: CGS 권고(찬성/반대) 사외이사후보 수												
year	찬성	전체	반대									
			행정적 사법적 제재	부적절한 겸임	회사가치훼손 주주권익침해	최대주주의 특수관계인등	이해관계자의 특수관계인등	전직 임직원	장기연임	낮은 출석률	기타	찬성+반대
2012	84	42	1	1	0	7	15	2	14	6	0	126
2013	79	42	2	0	0	6	12	1	12	11	0	121
2014	72	44	1	2	2	5	14	3	8	13	0	116
2015	74	48	1	4	9	3	16	2	7	16	1	122
2016	78	31	0	0	4	3	14	1	6	5	0	109
2017	77	45	0	2	10	1	18	2	13	7	0	122
전체	464	252	5	9	25	25	89	11	60	58	1	716

Panel B: 3년 평균 비율												
year	찬성	전체	반대									
			행정적 사법적 제재	부적절한 겸임	회사가치훼손 주주권익침해	최대주주의 특수관계인등	이해관계자의 특수관계인등	전직 임직원	장기연임	낮은 출석률	기타	찬성+반대
2012 - 2014	64.74%	35.26%	1.10%	0.83%	0.55%	4.96%	11.29%	1.65%	9.37%	8.26%	0.00%	100.00%
2015 - 2017	64.87%	35.13%	0.28%	1.70%	6.52%	1.98%	13.60%	1.42%	7.37%	7.93%	0.28%	100.00%
전체	64.80%	35.20%	0.70%	1.26%	3.49%	3.49%	12.43%	1.54%	8.38%	8.10%	0.14%	100.00%

- 반대권고 사유를 바탕으로 지배구조가 개선되었는지 여부를 간단하게 살펴보기 위해서는 6년 동안 매해 샘플이 존재하는 기업만을 대상으로 살펴볼 필요가 있으며, 이러한 기업들로 부표본(sub sample)을 추출하여 분석해 보아도 여전히 반대권고 사유의 비중 등은 크게 차이가 없는 것으로 나타남.
 - 두 기간을 바탕으로 반대권고의 비율 또는 사유 등이 변화해서 기업지배구조가 개선되었다고 보기에는 매년 샘플에 포함되는 기업들이 상이한 문제가 제기될 수 있음.
 - 샘플 중 264개 기업의 경우 2012년부터 2017년까지 6년 동안 매해 사외이사 선거에 대한 자료가 존재했으며, 이 기업들의 경우 716명의 사외이사 후보 중 464명이 찬성 권고를, 252명이 반대 권고를 받았음
 - 부표본에서 전체 사외이사 후보 중 반대권고를 받은 비율은 2012-2014 기간 동안 약 35.3%, 2015-2017 기간 동안 약 35.1%로 큰 차이를 보이지 않았음
- 부표본에 해당되는 기업들에서 독립성과 관련한 사유로 반대권고를 받은 사외이사 후보의 비율은 2012-2014 기간 동안 약 27.3%, 2015-2017 기간 동안 약 24.3%로, 사외이사 후보 중 독립성과 관련한 부적절한 후보의 비율은 약 3% 줄어든 것으로 나타남
 - 이해관계자의 특수관계인과 관련한 반대권고 사유의 경우 2015-2017 기간 동안 약 2.3% 증가한 것으로 나타남
 - 회사가치 훼손 및 주주권익 침해 사유의 경우 2012-2014와 2015-2017 기간 각각 0.6%에서 6.5%로 약 6%가 증가한 것으로 나타남
- 이사 후보의 선임여부는 후보 개인의 특성에 의해서 영향을 받을 수 있으며, Cai et al.(2009)과 Ertimur et al.(2017)에서도 이사들의 개인적인 특성으로 나이, 성별, 재직기간, 신규선임 여부 등을 통제변수로 포함하고 있으며, 본 연구에서도 그러한 개인적인 특성들을 포함하여 분석함
 - Cai et al. (2009)은 여성 후보가 남성 후보 보다 약간 더 높은 지지표를 획득하며, 기존 이사와 재임기간이 긴 이사들이 지지표를 더 적게 받는 원인에 대해, 이사 특성에 따라 경영진 호의적인 또는 주주 호의적인 성향이 나타난다고 주주가 판단하며 이에 따라 선거결과가 결정되기 때문이라고 주장함
 - Coles et al. (2014)은 CEO에 의해 새롭게 임명된 이사들의 경우 CEO에 대한 효율적인

감시활동을 수행하기 어렵다고 주장함.

- 그들은 그러한 이사들이 많아질수록 성과에 따른 교체(turnover, 이직의 개념보다는 낮은 성과가 발생한 경우 임원진이 교체가 되는)가 줄어든다거나 성과연동과 상관없이 보수가 증가하거나 투자가 증가한다는 것을 실증분석을 통해 보여줌

○ Adams and Ferreira (2009)는 이사회에서 여성들이 남성들보다 더 성실(미팅참여 부분)하며, 성별 다양성이 높은 이사회에서 남성이사들의 미팅참석 문제가 덜 발생하거나 CEO 교체가 성과에 더 민감하게 반응한다고 주장함

- 그러나 성별다양성은 평균적으로 기업성과와 부(-)의 관계를 성립하여, 지배구조가 좋은 기업의 경우 여성이사 할당제 실시는 기업 가치를 하락시킬 수 있다고 주장함

표 9. 개별 사외이사 후보 특성

Panel A: 전체 사외이사 후보						
변수	사외이수 수	평균	중위값	최소값	최대값	표준편차
나이	2547	59.56	60.00	34.00	84.00	7.45
여성이사	2547	0.02	0.00	0.00	1.00	0.13
신규선임	2547	0.43	0.00	0.00	1.00	0.50
재임기간	1440	3.67	3.00	1.00	15.00	2.29

Panel B: 찬성 권고 사외이사						
변수	사외이수 수	평균	중위값	최소값	최대값	표준편차
나이	1620	58.75	59.00	35.00	84.00	7.11
여성이사	1620	0.02	0.00	0.00	1.00	0.15
신규선임	1620	0.53	1.00	0.00	1.00	0.50
재임기간	767	2.65	3.00	1.00	6.00	0.97

Panel C: 반대 권고 사외이사						
변수	사외이수 수	평균	중위값	최소값	최대값	표준편차
나이	927	60.98	61.00	34.00	83.00	7.81
여성이사	927	0.01	0.00	0.00	1.00	0.09
신규선임	927	0.27	0.00	0.00	1.00	0.45
재임기간	673	4.83	4.00	1.00	15.00	2.75

신규선임 이사들의 재임기간은 0으로 책정되는 관계로 신규선임 사외이사후보를 제외한 기존 이사들로만 통계치를 작성하였음.

- 샘플에 포함된 전체 사외이사 후보의 경우 평균 나이는 60세로 약 2%의 여성후보와 43%의 신규선임 그리고 기존 이사 후보들의 평균 재임기간은 3.7년으로 나타남
- 찬성 권고 후보와 반대 권고 후보를 비교한 결과, 반대 권고 후보는 나이가 더 많고, 여성후보 일 확률은 더 낮고, 기존 이사일 확률이 높으며, 기존 이사 후보의 경우 평균적으로 더 긴 재임 기간을 보였음. 이는 통계적으로 1% 수준에서 유의하게 나타남
 - 반대권고 사유 중 장기연임의 경우 이사의 신규선임 여부 및 재임기간과 밀접한 관련이 있는 것으로 보이며, 장기연임 사유를 제외하고 찬성 권고 후보와 반대 권고 후보의 특성은 동일한 차이를 보이며 통계적으로 1% 수준에서 유의함
- 샘플에 포함된 기업들의 경우 기업지배구조원에서 의결권 자문서비스를 제공하는 기업들로만 구성되어 있어, 샘플의 결론이 기업들의 일반적인 상황을 나타낼 수 있는지 또는 어느 정도 상장 기업들을 대변할 수 있는 지 등을 알아보기 위해 기업들이 속한 유가증권 시장과 Kosp200(Korea Stock Price Index 200) 포함여부 등을 살펴볼 필요가 있음
 - Kosp200은 유가증권시장에 상장된 보통주 중 시장대표성, 산업대표성, 유동성 등 기준으로 선정된 200종목으로 구성되며, 유가증권시장의 시가총액 80% 이상을 차지하고 있음

표 10. 샘플 기업 시장 분류

년도	샘플기업			
	전체	Kosp200	Kospi	Kosdaq
2012	168	139	168	0
2013	276	151	275	1
2014	244	134	208	36
2015	169	109	146	23
2016	165	109	146	19
2017	167	120	149	18
Total	1,189	762	1,092	97

- 샘플에 포함된 기업들은 대부분 유가증권시장에 포함되어 있으며, Kosp200 종목의 약 64% 기업들이 평균적으로 샘플에 포함되어 있음
 - 샘플 기업들은 상장기업(Kospi + Kosdaq) 전체보다는 유가증권시장(Kospi) 특히 시가총

액이 큰 기업들의 특성을 더 많이 대변하는 것으로 나타났음

- 샘플에 포함된 기업들은 화학물질 및 화학제품 제조업(의약품 제외)에 속하는 기업이 가장 많았으며, 전문서비스업이 두 번째, 금융 및 보험 관련 서비스업이 3번째로 많이 나타나, 주로 제조업과 금융업 관련 산업들이 많이 포함되어 있음

표 11. 샘플 기업 상위 10대 산업

순위	산업	한국산업분류코드 (중분류)	기업수
1	화학물질 및 화학제품 제조업;의약품 제외	20	128
2	전문서비스업	71	119
3	금융 및 보험 관련 서비스업	66	75
4	1차 금속 제조업	24	62
5	금융업	64	62
6	보험 및 연금업	65	60
7	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	26	59
8	소매업; 자동차 제외	41	49
9	종합 건설업	47	49
10	기타 기계 및 장비 제조업	29	44

- 사외이사 후보들이 속한 기업 관련 변수들의 경우 주주총회 전년도 기준으로 자료를 수집하였으며, 총자산의 경우 GDP 디플레이터를 이용하여 2010년 실질가치로 변환하였음
- 지배구조등급의 경우 기초통계량 작성 및 회귀분석에 이용하기 위해 A+, A, B+, B, C, D에 대해 각각 6, 5, 4, 3, 2, 1을 부여하여 작성하였으며, 높은 숫자가 높은 수준의 지배구조 등급을 의미함
- 자산수익률의 경우 EBITDA를 총자산으로 나누어 계산하였으며, 자산수익률과 주가수익률의 경우 회귀분석에서는 산업조정가치를 사용하였음
 - 산업조정가치는 각 기업이 속한 산업(한국표준산업분류 중분류)의 중위값을 각 기업의 자산수익률과 주가수익률에서 빼서 계산하였음
 - 산업의 중위값 계산에 있어서는 지배구조조사대상이 되는 약 800개 기업들을 중분류를

바탕으로 중위값을 계산했음

- 이사회 규모는 사내이사와 사외이사의 합으로, 이사회 독립성은 이사회 내 사외이사의 비율로 계산하였음

표 12. 샘플기업 기초통계량

변수	샘플수	평균	중위값	최소값	최대값	표준편차
총자산(십억원)	1189	16859.73	3132.42	36.36	364011.30	47169.66
자산수익률(%)	1189	7.52	6.84	-24.34	38.92	6.69
주가수익률(%)	1189	6.55	-1.13	-78.67	751.62	47.59
이사회규모	1189	6.89	7.00	2.00	15.00	2.09
이사회 독립성(%)	1189	48.82	54.55	0.00	90.00	15.54
지배구조점수	1189	110.06	108.00	17.00	235.00	38.04
지배구조등급	1189	3.50	3.00	1.00	6.00	1.11

3.4 실증분석

- 지배구조수준과 부적절한 사외이사의 선임 사이의 관계를 분석하기 위해 지배구조수준을 중간값 기준으로 두 그룹으로 나누어 부적절한 사외이사의 선임비율을 비교하였음
 - 중간값의 경우 매년 행해지는 기업지배구조원의 지배구조 조사대상 전체기업(약 800개)을 기준으로 책정되었음
 - 지배구조점수와 주주총회 결과로 사외이사 선임의 매칭에 있어 지배구조 점수는 주주총회 발생 전년도 기준으로 데이터를 구축했으며, 이에 따라 주주총회의 년도는 2012년에서 2017년도인 반면, 지배구조점수는 2011년에서 2016년도에 해당함
 - 샘플에 포함된 기업들 중 약 76%가 중간값 대비 높은 수준의 지배구조점수를 나타내어, 전반적으로 지배구조수준이 높은 기업들이 샘플에 포함된 것으로 확인됨
- 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 유의함

- 지배구조점수의 경우 지배구조점수가 높은 그룹의 평균은 133.1, 낮은 그룹은 70.56으로 60점 이상의 차이를 보였음
- 샘플에 포함된 기업들을 지배구조점수를 대상으로 5분위로 나누어 분석한 결과 지배구조점수가 높은 그룹일수록 부적절한 사외이사의 선임비율은 낮아지는 결과를 보임
 - 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 증가했음
- 기업지배구조원 지배구조점수의 경우 2014년 기업 평가 이후 심화평가를 추가로 조사하여 감점하고 있으며, 이에 따라 2012-2014와 2015-2017 기간을 함께 비교하는 것이 정확하지 않을 수 있음
 - 기업지배구조원에서 지배구조점수를 조사하는 전체 기업의 연평균은 2012, 2013, 2014년에 105.3, 104.5, 106점에 달하고 있으나, 2015, 2016, 2017년에는 69.4, 73.4, 83.8을 보이고 있음
 - 시계열분석에 있어 주요변수인 지배구조점수의 연속성이 떨어질 수 있는 점을 감안해 매년 지배구조점수에 따라 분류되는 지배구조등급(A+, A, B+, B, C, D)을 기준으로 부적절한 사외이사의 선임비율을 분석할 필요가 있음

표 13. 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임 비율

Panel A: 지배구조점수 중간값 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

Panel B: 지배구조점수 5분위 계층별 부적절한 사외이사 선임			
지배구조점수(5분위)	사외이사후보 수	부적절한 사외이사 선임비율(%)	지배구조점수 평균
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

- 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 나타남
- 표에서 제시하지는 않았으나, 지배구조점수를 2012-2014, 2015-2017 두 기간으로 나누어 분석하더라도 지배구조점수가 낮은 그룹일수록 주주총회에서 선임된 사외이사가 부적절한 후보일 확률이 높은 것으로 나타났음

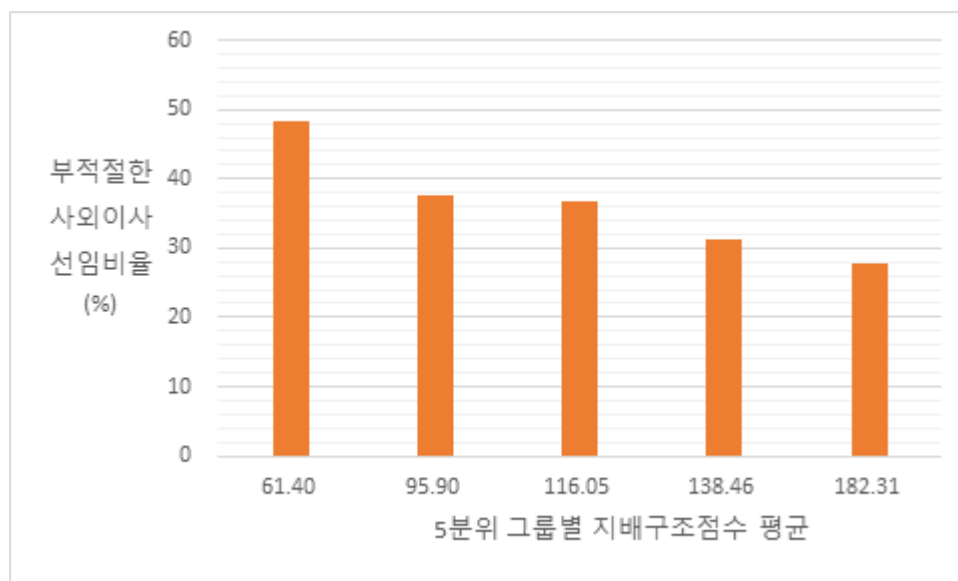


그림 3. 지배구조점수와 부적절한 사외이사 선임

- 단일변수 관계를 분석한 결과 지배구조점수가 낮을수록 주주총회에서 선임된 사외이사가 부적절한 후보일 확률이 높을 것으로 나타나서, 가설2 (지배구조점수와 부적절한 사외이사의 선임비율 사이에는 부(-)의 관계가 성립)가 지지됨을 확인하였음
- 다음으로 개별사외이사후보의 특성이나 기업특성에 따라 주주총회에서 이사선임이 영향이 있을 수 있으며, 이러한 변수들을 통제하고도 가설2가 지지되는지를 확인할 필요가 있음

표 14. 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임 로짓(Logit) 분석

종속변수: 선임된 사외이사의 부적절성 여부	(1)	(2)	(3)	(4)
총자산	0.148*** (0.004)	0.145*** (0.004)	0.122** (0.046)	0.127** (0.031)
산업조정 자산수익률	-0.803 (0.402)	-1.279 (0.204)	-0.753 (0.435)	-1.213 (0.234)
산업조정 주가수익률	0.002* (0.077)	0.002 (0.141)	0.002* (0.073)	0.002 (0.134)
이사회규모	0.009 (0.788)	0.004 (0.909)	0.008 (0.817)	0.003 (0.928)
이사회 독립성	-0.480 (0.324)	-0.252 (0.632)	-0.396 (0.432)	-0.165 (0.758)
나이	0.025*** (0.000)	0.008 (0.207)	0.024*** (0.000)	0.006 (0.324)
여성이사	-0.647* (0.074)	-0.538 (0.145)	-0.612* (0.087)	-0.510 (0.163)
신규선임	-1.040*** (0.000)		-1.039*** (0.000)	
재임기간		0.416*** (0.000)		0.419*** (0.000)
지배구조점수	-0.012*** (0.000)	-0.010*** (0.000)		
지배구조등급			-0.338*** (0.000)	-0.291*** (0.001)
샘플수	2532	2532	2532	2532
찬성권고 사외이사 수	1606	1606	1606	1606
반대권고 사외이사 수	926	926	926	926
년도 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes

종속변수: 선임된 사외이사의 부적절성 여부	(1)	(2)	(3)	(4)
산업 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R2	0.073	0.161	0.071	0.160

종속변수는 주주총회에서 선임된 사외이사 중 기업지배구조원의 반대권고를 받은 경우 부적절하다고 간주하여 1 아니면 0의 값을 갖으며, 선임된 후보들만을 대상으로 자료를 구축하여 샘플에서 부결된(후보였으나 선임되지 못한) 사례는 없으며, 개별(선출된) 사외이사는 모두 0과 1의 값으로 분류됨. 주주총회 결과인 사외이사 선임 자료에 대해 기업특성자료(총자산, 산업조정 자산수익률, 산업조정 추가수익률, 이사회규모, 이사회 독립성, 지배구조점수, 지배구조등급)는 모두 주주총회 전년도 자료를 이용하였음. 괄호안의 숫자는 P-value를 나타내며, *, **, ***은 각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄

- 개별사외이사후보들과 기업의 특성을 통제한 Logit 회귀분석 결과 역시 지배구조수준이 낮은 기업에서 주주총회에서 선임된 사외이사가 부적절한 후보일 가능성이 높다는 결과를 나타냄
 - 위의 결과는 가설2의 지배구조와 부적절한 사외이사 선임 간의 부(-)의 관계를 지지하는 결과임
 - 대부분의 사외이사후보(주주제안 제외)가 주주총회에서 선임된다는 정형화된 사실 하에, 지배구조수준이 낮은 기업들은 부적절한 후보를 추천함으로써 향후 기업의 의사결정을 경영진 또는 지배주주에게 유리하게 이끌 가능성이 큰 것으로 해석될 수 있음
- 기업규모 즉 총자산은 부적절한 사외이사선임과 정(+)의 관계를 갖으며, 기업의 규모가 클수록 선임한 사외이사가 부적절한 후보일 가능성이 높은 것으로 나타나며, 이는 지배구조수준이 통제된 상황에서 나타난 흥미로운 결과임
 - 규모가 크다는 것이 지배주주나 경영진이 사적이익을 추구할 수 있는 자원이 많은 유인으로 해석될 수 있다면, 지배구조수준이 동일한 상황에서 기업규모가 클 때 부적절한 사외이사 선임으로 지배주주나 경영주가 지대추구행위를 도모할 수도 있음¹³⁾
- 주주총회에서 선임된 사외이사 중 후보가 기존 사외이사이거나 재임기간이 길수록 부적절한 후보일 확률이 높은 것으로 나타났으며, 이는 기존 이사들의 참호구축효과(Entrenchment Effect)에 의한 결과일 것으로 추측해볼 수 있음
 - Coles et al. (2014)은 CEO에 의해 신규 선임된 이사의 경우 CEO에 대한 감시기능을

13) Gabaix and Landier (2008)는 능력 있는 CEO일수록 규모가 큰 기업에 채용된다고 주장하며, 규모가 큰 즉 활용할 수 있는 자원이 많은 기업의 경우 CEO의 능력에서 큰 차이가 나지 않더라도, 결과물로서의 가치창출 측면에서 한계생산성은 큰 차이를 유발한다고 주장함.

효율적으로 수행할 수 없다고 주장함

- 한국의 상황에서 비추어 본다면 지배주주의 이익을 도모하는 기존이사들의 경우 교체될 확률이 상당히 낮다고 볼 수 있으며, 이런 상황에서는 기존이사 특히 재임기간이 긴 이사일 수록 부적절한 이사로 간주될 확률이 높음.

- 실증분석 결과들은 가설1을 기각하고 가설2를 지지하는 것으로 나타났으며, 이는 기업지배 구조수준이 낮은 기업에서 부적절한 사외이사를 추천하고 선임함으로써 기업의 의사결정권에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 것을 의미함
 - 가설2를 지지하는 실증분석 결과들은 주주총회가 기업의 의사결정에 있어 중요한 메커니즘으로 작용한다는 것을 반증하는 결과이기도 하며, 정책적으로 주주의 이익을 대변할 수 있도록 이사선거 나아가 주주총회 자체가 효율적으로 작동해야 한다는 것을 의미함
 - 기본적으로 주주총회는 주주의 의사를 표명하는 상장기업에 있어 최고의사결정기구로 작용해야 하나, 현재의 주주총회는 주주의 의사를 표명한다기보다는 경영진 또는 지배주주가 내세우는 후보 또는 안건에 대한 단순한 통과의례로 이용되고 있는 것으로 보임

4

금융 산업 관련 추가분석

- 금융 관련 산업의 경우 규제산업에 속하는 특수성으로 인해 일반적인 기업금융 관련 연구에서는 제외 또는 단독으로 연구되는 것이 일반적임
- 윤종미(2013)는 금융회사가 비단 단일 회사 수준보다는 공공성의 성격으로 인해 사외이사에게 공익추구에 대한 역할도 부여할 필요가 있다고 주장함.
 - 만약 금융회사가 파산하게 될 경우 관련된 신용조직 뿐 아니라 금융결제시스템에도 영향을 미쳐 결국 국가 전체적으로 파급효과가 확대될 수도 있기 때문임

4.1 금융 산업 관련 법률

- 2016년 8월부터 시행된 ‘금융회사의 지배구조에 관한 법률’(이하: 금융사지배구조법)로 인해 은행법, 보험업법 등 금융회사의 업종에 따라 다르게 시행되던 지배구조 규제가 하나로 통합되었음
- 2010년 1월 25일 전국은행연합회는 이사회를 통해 은행권 사외이사의 전문성 및 독립성 제고를 위해 ‘은행 등 사외이사 모범규준’ 제정안을 심의 및 의결하고 1월 26일부터 시행한다고 발표함¹⁴⁾
- 2012년 6월 18일 정부는 ‘금융회사의 지배구조에 관한 법률(안)’을 국회에 제출하면서 통해 금융회사의 이사회, 감사위원회, 내부통제제도, 위원관리제도, 임원 등의 지배구조에 관한 기본적인 규율사항을 제시하였음¹⁵⁾
- 2013년 6월 금융위원회는 ‘금융회사 지배구조 선진화 방안’을 통해 이사회의 역할, 사외이사에 대한 평가, 시장감시 활성화 등에 대한 내용을 발표¹⁶⁾

14) <http://www.kfb.or.kr/info/outdirector.html?S=FL&m=view&cd=1&id=&col=&sw=&pg=1&num=7>

15) <https://eiec.kdi.re.kr/policy/material/view.jsp?num=162843>

- 2014년 11월 20일 금융위원회는 금융발전심의회 위원 및 전문가 논의 등을 거쳐 ‘금융회사 지배구조 모범규준’을 제시하였음¹⁷⁾
- 금융사지배구조법에서는 상장여부와 관계없이 금융회사의 경우 임원후보추천위원회의 추천을 거쳐야 하며, 임원후보추천위원회의 과반수 뿐 아니라 위원회 대표 역시 사외이사일 것을 요구함
 - 상법에서는 자산총액 2조원 이상의 상장회사의 경우에 사외이사추천위원회의 추천으로 주주총회를 거쳐 이사를 선임
 - 상법에서 사외이사후보추천위원회는 총위원의 과반수가 사외이사로 이루어지며, 사외이사 후보만을 추천하지만, 금융회사의 임원후보추천위원회의 경우 대표이사, 대표집행임원, 감사위원 후보를 추천하는 기능까지 수행함

표 15. 금융사지배구조법의 이사에 관한 법률

상법	법령
제 6조 (사외이사의 자격요건)	① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사람은 금융회사의 사외이사가 될 수 없다. 다만, 사외이사가 됨으로써 제1호에 따른 최대주주의 특수관계인에 해당하게 되는 사람은 사외이사가 될 수 있다. <ol style="list-style-type: none"> 1. 최대주주 및 그의 특수관계인(최대주주 및 그의 특수관계인이 법인인 경우에는 그 임직원을 말한다) 2. 주요주주 및 그의 배우자와 직계존속·비속(주요주주가 법인인 경우에는 그 임직원을 말한다) 3. 해당 금융회사 또는 그 계열회사(「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조제3호에 따른 계열회사를 말한다. 이하 같다)의 상근(常勤) 임직원 또는 비상임이사이거나 최근 3년 이내에 상근 임직원 또는 비상임이사이었던 사람 4. 해당 금융회사 임원의 배우자 및 직계존속·비속 5. 해당 금융회사 임직원이 비상임이사로 있는 회사의 상근 임직원 6. 해당 금융회사와 대통령령으로 정하는 중요한 거래관계가 있거나 사업상 경쟁관계 또는 협력관계에 있는 법인의 상근 임직원이거나 최근 2년 이내에 상근 임직원이었던 사람 7. 해당 금융회사에서 6년 이상 사외이사로 재직하였거나 해당 금융회사 또는 그 계열회사에서 사외이사로 재직할 기간을 합산하여 9년 이상인 사람

16) http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbsid=BBS0030&page=1&sch1=&sword=&r_url=&menu=7210100&no=29198

17) <https://www.fsc.go.kr/downManager?bbsid=BBS0029&no=93877>

상법	법령
<p>제 7조 2항 (임원의 자격요건 적합여부 보고 등)</p>	<p>8. 그 밖에 금융회사의 사외이사로서 직무를 충실하게 이행하기 곤란하거나 그 금융회사의 경영에 영향을 미칠 수 있는 사람으로서 대통령령으로 정하는 사람</p> <p>② 금융회사의 사외이사가 된 사람이 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하게 된 경우에는 그 직을 잃는다.</p> <p>③ 금융회사의 사외이사는 금융, 경제, 경영, 법률, 회계 등 분야의 전문지식이나 실무경험이 풍부한 사람으로서 대통령령으로 정하는 사람이어야 한다.</p> <p>금융회사는 임원을 선임한 경우에는 지체 없이 그 선임사실 및 자격요건 적합 여부를 금융위원회가 정하여 고시하는 바에 따라 인터넷 홈페이지 등에 공시하고 금융위원회에 보고하여야 한다.</p>
<p>제 12조 (이사회의 구성)</p>	<p>① 금융회사는 이사회에 사외이사를 3명 이상 두어야 한다.</p> <p>② 사외이사의 수는 이사 총수의 과반수가 되어야 한다. 다만, 대통령령으로 정하는 금융회사의 경우 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 한다.</p> <p>③ 금융회사는 사외이사의 사임·사망 등의 사유로 사외이사의 수가 제1항 및 제2항에 따른 이사회의 구성요건에 미치지 못하게 된 경우에는 그 사유가 발생한 후 최초로 소집되는 주주총회〔보험업법〕 제2조제7호에 따른 상호회사인 보험회사의 경우 사원총회를 포함한다. 이하 같다)에서 제1항 및 제2항에 따른 요건을 충족하도록 조치하여야 한다.</p>
<p>제 13조 (이사회 의장의 선임 등)</p>	<p>① 이사회는 매년 사외이사 중에서 이사회 의장을 선임한다.</p> <p>② 제1항에도 불구하고 이사회는 사외이사가 아닌 자를 이사회 의장으로 선임할 수 있으며, 이 경우 이사회는 그 사유를 공시하고, 사외이사를 대표하는 자(이하 "선임사외이사"라 한다)를 별도로 선임하여야 한다.</p> <p>③ 선임사외이사는 다음 각 호의 업무를 수행한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 사외이사 전원으로 구성되는 사외이사회의의 소집 및 주재 2. 사외이사의 효율적인 업무수행을 위한 지원 3. 사외이사의 책임성 제고를 위한 지원 <p>④ 금융회사 및 그 임직원은 선임사외이사가 제3항에 따른 업무를 원활하게 수행할 수 있도록 적극 협조하여야 한다.</p>
<p>제 16조 (이사회내 위원회의 설치 및 구성)</p>	<p>① 금융회사는 다음 각 호의 위원회를 설치하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 임원후보추천위원회 2. 감사위원회 3. 위험관리위원회 4. 보수위원회 <p>② 제1항제4호에도 불구하고 금융회사의 정관에서 정하는 바에 따라 감사위원회가</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 보수의 결정 및 지급방식에 관한 사항 2. 보수지급에 관한 연차보고서의 작성 및 공시에 관한 사항 3. 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 사항 <p>위의 사항들을 심의·의결하는 경우에는 보수위원회를 설치하지 아니할 수 있다.</p>

상법	법령
<p>제 17조 1항 (임원후보추천위원회)</p> <p>‘대통령령으로 정하는 금융회사’</p>	<p>다만, 대통령령으로 정하는 금융회사의 경우에는 그러하지 아니하다.</p> <p>③ 위원회 위원의 과반수는 사외이사로 구성한다.</p> <p>④ 위원회의 대표는 사외이사로 한다.</p> <p>① 임원후보추천위원회는 임원(사외이사, 대표이사, 대표집행임원, 감사위원에 한정한다. 이하 이 조에서 같다)후보를 추천한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 주권상장법인(「상법 시행령」 제34조제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우는 제외한다) 2. 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 3천억원 이상인 상호저축은행 3. 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 3천억원 이상인 금융투자업자 또는 종합금융회사 4. 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 3천억원 이상인 보험회사 5. 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 3천억원 이상인 여신전문금융회사(「여신전문금융업법」에 따른 신용카드업을 영위하지 아니하는 여신전문금융회사는 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 2조원 이상인 경우에 한정한다)

- 금융회사의 경우 이사 선임 시 선임사실 및 자격요건 적합여부를 인터넷 홈페이지에 공시하고 금융위원회에 보고하게 되어 있으며 이는 상법에는 존재하지 않는 사항으로 기타 일반주식회사와는 차별적이라고 할 수 있음
- 금융위원회에 대한 보고의무는 금융회사가 주주총회에서 부적절한 사외이사를 선출할 확률을 낮추는 요인이 될 것이라고 판단되며, 이 경우 부적절한 사외이사 선출에 대한 금융회사의 지배구조 수준의 효과는 일반회사보다 낮거나 유의한 관계를 나타내지 않을 수도 있을 것으로 보임

4.2 금융 산업 및 제외 산업 실증분석

- 한국표준산업분류 중분류 중 64(금융업), 65(보험 및 연금업), 그리고 66(금융 및 보험 관련 서비스업)의 경우가 금융 관련 산업으로 분류될 수 있으며, 샘플 중 621개가 이에 속하는 것으로 나타남
- 만약 금융관련 산업에 있어 지배구조와 관련한 추가적인 법률조항이나 사회적인 관심 등이 기업들로 하여금 사외이사 선임에 있어 낮은 지배구조수준의 영향을 최소화하는 효과를 발휘한다면, 지배구조수준과 주주총회에서의 부적절한 사외이사 선임 사이에는 관계가 없을 수 있음

- 지배구조점수의 경우 금융업이 비금융업에 비해 평균적으로 약 48점 높은 수준을 나타냈으며, 이는 1% 수준에서 유의함
 - 주주총회에서 선임된 사외이사 중 부적절한 후보일 확률은 금융 및 보험 관련 산업의 경우는 26.41%, 그 외 산업에서는 39.62%로 금융 관련 산업에서 부적절한 사외이사 선임이 적게 나타나는 것으로 보임
- 금융업을 제외한 분석과 금융업만을 대상으로 분석한 결과는 질적으로는 비슷한 관계를 나타내며, 기존 결과와 같이 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임 사이에 부(-)의 관계를 나타냄.
- 그러나 금융업만을 대상으로 한 분석에서 지배구조점수의 경우 10% 수준에서 유의한 결과를 나타내고 있음

표 16. 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임 로짓(Logit) 분석(금융산업분리)

종속변수: 선임된 사외이사의 부적절성 여부	금융업 제외		금융업	
	(1)	(2)	(3)	(4)
총자산	0.184*** (0.000)	0.182*** (0.000)	0.101 (0.678)	0.107 (0.643)
산업조정 자산수익률	-0.716 (0.458)	-1.294 (0.214)	-6.772** (0.027)	-5.583* (0.091)
산업조정 추가수익률	0.002** (0.042)	0.002* (0.088)	-0.004 (0.494)	-0.004 (0.508)
이사회규모	0.035 (0.392)	0.032 (0.452)	-0.079 (0.321)	-0.080 (0.258)
이사회 독립성	-0.860 (0.110)	-0.668 (0.271)	-0.124 (0.934)	-0.003 (0.998)
나이	0.025*** (0.000)	0.004 (0.578)	0.026*** (0.009)	0.021* (0.053)
여성이사	-0.764 (0.105)	-0.666 (0.152)	-0.196 (0.489)	-0.090 (0.787)
신규선임	-1.194*** (0.000)		-0.471*** (0.009)	
재임기간		0.455*** (0.000)		0.240*** (0.001)

종속변수: 선임된 사외이사의 부적절성 여부	금융업 제외		금융업	
	(1)	(2)	(3)	(4)
지배구조점수	-0.012*** (0.000)	-0.009** (0.013)	-0.009* (0.084)	-0.009* (0.070)
샘플수	1911	1911	621	621
찬성권고 사외이사 수	1149	1149	457	457
반대권고 사외이사 수	762	762	164	164
년도 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes
산업 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R2	0.093	0.201	0.039	0.056

□ 금융 관련 산업에 있어 지배구조점수의 영향이 10% 수준에서 한계적으로 유의하게 나타나는 것은 금융 관련 기업의 경우 지배구조점수가 높은 구간에 집중되어 있기 때문일 수 있음

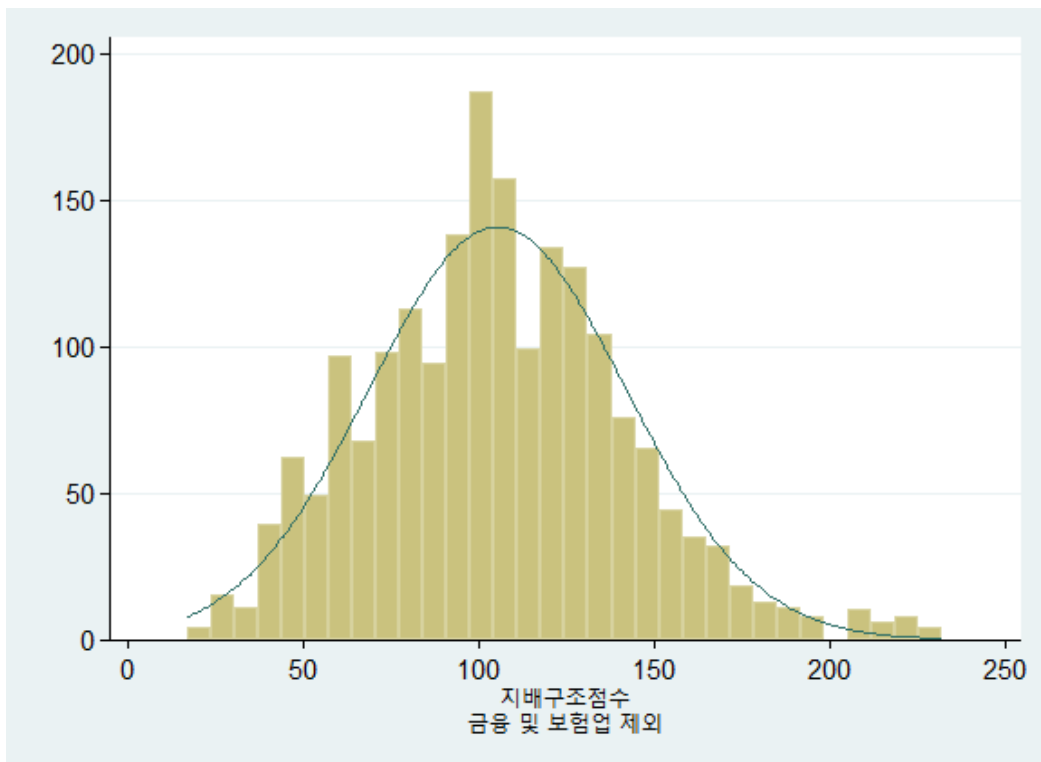


그림 4. 지배구조점수분포(금융 및 보험업 제외)

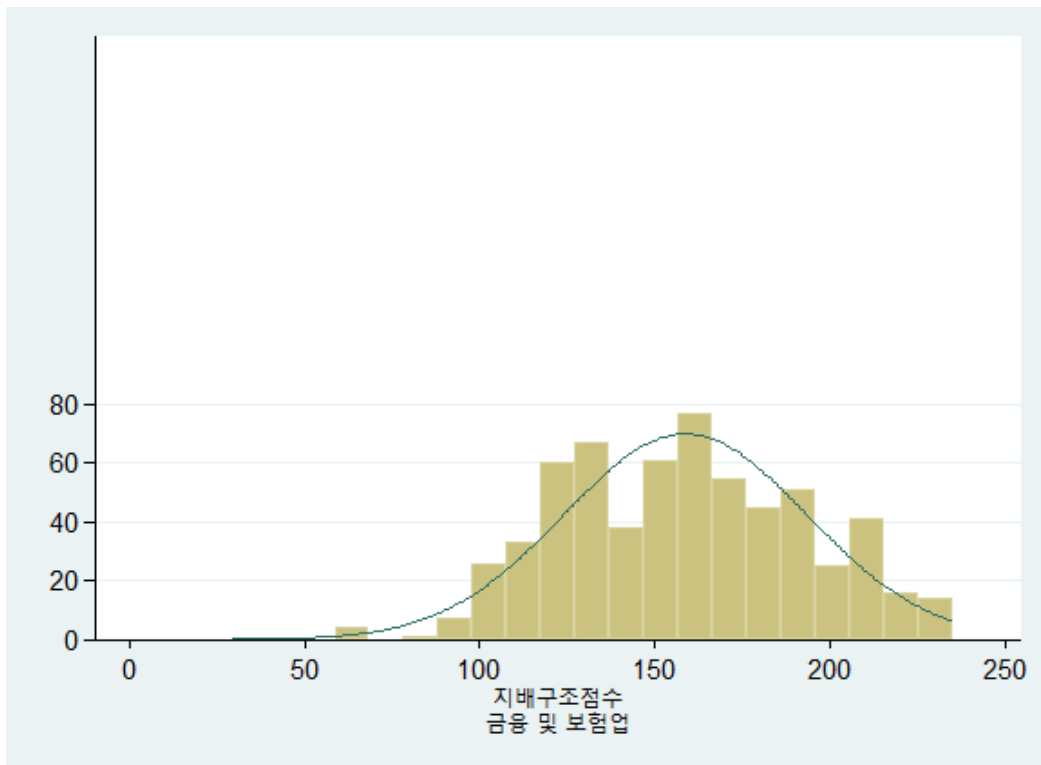


그림 5. 지배구조점수(금융 및 보험업)

5

결론 및 시사점

- 주주총회는 주식회사의 최고 의사결정기구로 기업의 주요사안인 의안에 대한 투표권을 행사함으로써 기업의 주주가 의사표명을 할 수 있는 기회로 활용되어야 하나 국내에서는 형식적으로 운영된다는 논란이 있음
 - 2018년 1월 금융위원회 부위원장은 형식적인 주주총회가 기업의 무관심 탓이라며, 1) 주주총회 분산개최와 전자투표 활성화를 통한 소액주주의 주총참여 환경개선, 2) 증권사와 명의개서대리인의 주주에 대한 주총홍보와 전자투표 참여주주에 대한 보상제공을 통한 소액주주 주총참여 독려, 3) 대국민 홍보와 상장기업 대상 설명회를 통한 주주총회 인식전환 홍보활동의 3가지 방안을 통해 주주총회를 활성화 할 것을 당부한 바 있음¹⁸⁾

- 주주총회에서 중요한 의안 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 있음
 - 이사선거와 관련된 안건의 경우 대부분 가결이 되며, 이사후보의 경우 일반적으로 이사회 또는 이사후보추천위원회에 의해 추천이 되고 있음
 - 부결되는 이사후보의 경우 주주제안으로 입후보한 사례가 많음

- 본 보고서에서는 주주총회 사외이사선거 안건에 있어 개별기업의 지배구조수준의 영향을 분석하였음
 - 2012년부터 2017년 기간 동안 샘플에 포함된 기업의 사외이사선거자료를 분석한 결과 선거에 입후보한 경우 99.7%가 사외이사로 선임되며, 부결된 후보의 경우 모두 주주제안에

18) 금융감독원, “상장회사 주주총회 활성화 방안 마련” 2018.02.01.
(http://www.fss.or.kr/fss/kr/promo/bodobbs_view.jsp?seqno=21091&no=13594&s_title=&s_kind=&page=1)

의해 입후보한 사례였음

- 대부분의 사외이사 후보가 선임된다는 정형화된 사실을 바탕으로, 선임된 사외이사 후보 중 의결권 자문사인 한국기업지배구조원의 권고사항을 바탕으로 각 후보의 적격성 여부를 결정하였음
 - 주주총회에서 선임된 사외이사 중 약 36%가 부적절한 후보로 나타났으며, 이중 약 76%는 독립성과 관련된 사유로 반대권고를 받았음
- 지배구조 수준과 주주총회에서 부적절한 사외이사 선임 사이에 부(-)의 관계는 두 변수 간 단일분석과 기업 및 개별 사외이사의 특성을 통제한 로짓분석에서도 동일하게 나타남
 - 기업지배구조 수준을 바탕으로 기업을 5그룹으로 나누었을 때 가장 높은 수준의 지배구조를 보이는 그룹에서는 평균적으로 27.7%의 부적절한 사외이사가 선출되는 반면, 가장 낮은 수준의 지배구조를 보이는 그룹에서는 주주총회에서 선임된 사외이사 중 평균 48.3%의 후보가 부적절한 것으로 나타났음
 - 지배구조등급의 경우 A+ (가장 높은 등급) 등급에 속하는 기업의 경우 다음 년도 주주총회에서 약 22.1%의 부적절한 사외이사를 선임하는 반면, D (가장 낮은 등급) 등급에 속하는 기업의 경우 다음 년도 주주총회에서 약 78.8%의 부적절한 사외이사를 추천하고 선임함
 - 예를 들어 2017년 주주총회에서 사외이사를 10명 뽑는다고 했을 때, 2016년 지배구조등급이 A+인 기업에서는 2명의 부적절한 사외이사가 이사회 또는 위원회에 의해 추천되어 선임되는 반면, 2016년 지배구조등급이 D인 기업에서는 8명의 부적절한 사외이사를 추천하고 선임하게 되는 상황이 발생함
- 실증분석 결과는 전년도 지배구조수준이 다음 년도 사외이사 선거에 유의한 영향을 미치며, 이러한 악순환이 반복된다는 것을 의미하기도 하나, 이사회 구성이 지배구조에 있어 중요한 메커니즘으로 작용한다는 것을 역설한다고 볼 수도 있음
 - 주주총회에서 의안으로서 이사선거가 주주들의 이익을 도모할 수 있도록 효율적으로 행해져야 함을 의미함
 - 만약 지배구조수준과 부적절한 사외이사 선임이 아무런 영향이 없다면 주주총회에서 이사 선거를 효율적으로 행하는 것보다는 사후적으로 주주의 권익 침해나 이사들의 선관주의 의무 수행에 책임을 물을 수 있는 집단소송이나 대표소송¹⁹⁾ 또는 징벌적 손해배상제도를

활성화 하는 방안이 효과적일 수 있음

- 이사회 구성 즉 주주총회에서 적극적인 후보를 추천하고 선임하는 것이 기업의 의사결정에 유의미한 영향을 미친다면, 이사선거 자체를 효율적으로 도모할 필요가 있음
- 주주총회에서 효율적인 이사 선임을 위해 이사후보 및 기업의 필요에 대한 정보공개 개선 및 선거결과 공개라는 두 가지 방안을 제시하고자 함
- 주주총회에서 있어 정보의 비대칭은 기업과 주주 사이에 발생하며, 기업은 이러한 정보비대칭을 최소화하기 위해 노력할 필요가 있음
 - 정보의 종류는 이사후보 개인에 대한 정보와 기업에 필요한 사외이사의 자질 두 가지로 요약해 볼 수 있음.
 - 2018년 사외이사 선임에 있어 OCI의 경우 사외이사 후보의 부실기업 재직경력을 이사선임 후 양력에 추가한 사례가 있었으며, 이는 이사 선거에 참여하는 주주들에게 충분한 정보를 제공하지 않았다고 볼 수 있음²⁰⁾
 - 미국기업인 마이크로소프트의 경우 주주총회문서(Proxy Statement)를 통해 회사에 필요한 이사의 자질이나 전문성을 제시하고 각 후보들이 속한 자질 그리고 지난 경력 등을 모두 제시하고 있음.

19) 상법상 대표소송은 소수주주가 회사를 대표해서 이사 기타의 자의 책임추궁을 위해 제기하는 소송으로 승소 시 이익은 원고가 아닌 회사에게 돌아감. 집단소송은 피해자 집단 전체의 청구총액을 일괄하여 제소하고 승소 시 이익이 원고에게 귀속됨 (금융감독원, 집단소송(Class Action) 제도 참조)

(http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbsid=BBS0030&page=571&sch1=&sword=&r_url=&menu=7210200&no=25942)

20) 데이터뉴스, “OCI, 뒤늦은 사외이사 ‘부실’ 경력 공개”, 2018.07.06.

(<http://www.datanews.co.kr/news/article.html?no=100812>)

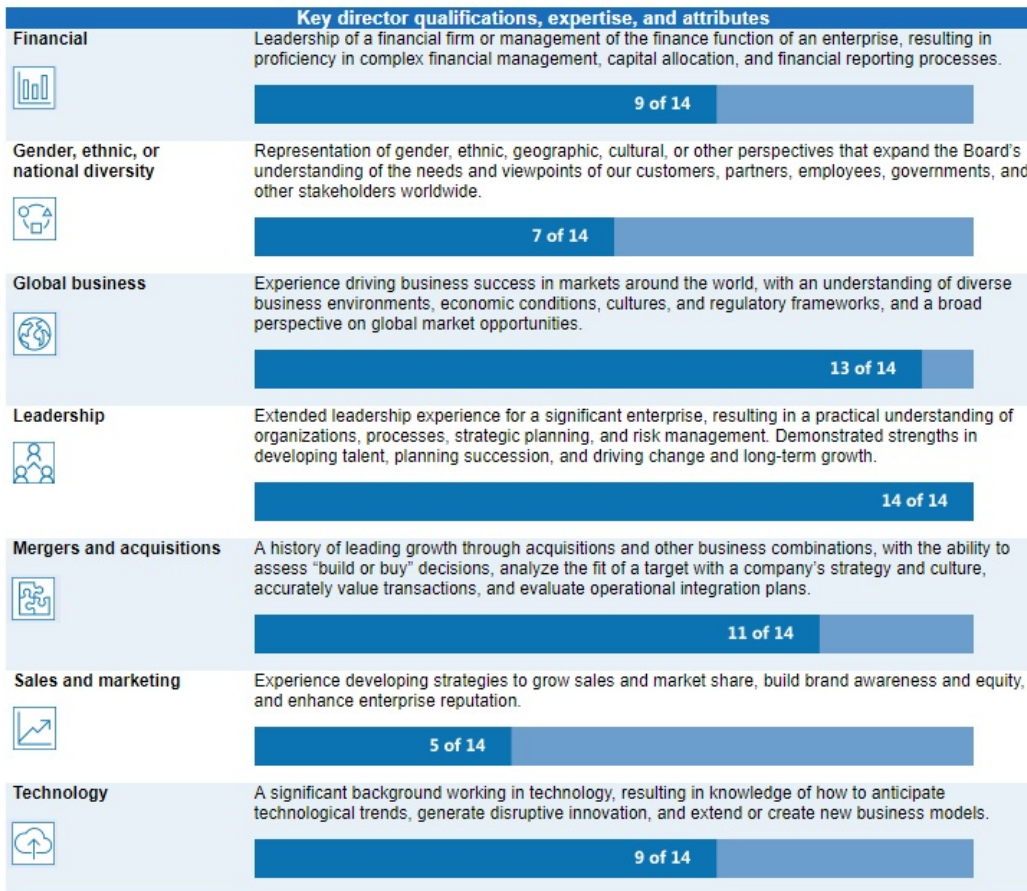


그림 6. 이사회 후보의 분야별 자질과 전문성








		Experience, expertise, or attributes													
		Gates	Hoffman	Johnston	List-Stoll	Nadella	Noski	Panke	Peterson	Pritzker	Scharf	Sorenson	Stanton	Thompson	Warrior
	Financial	■		■	■		■	■			■	■	■	■	
	Gender, ethnic, or national diversity				■	■		■	■	■				■	■
	Global business	■		■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	Leadership	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	Mergers and acquisitions		■	■	■	■	■			■	■	■	■	■	■
	Sales and marketing				■			■	■		■			■	
	Technology	■	■			■	■		■		■		■	■	■

그림 7. 개별 이사회 후보의 자질과 전문성



William H. Gates III

Age: 62
 Director since: 1981
 Birthplace: United States

Experience:
Microsoft Corporation (1981-present)

- Technical Advisor to Satya Nadella (CEO) (2014-present)
- Co-founder and Chairman (1981-2014)
- Chief Software Architect (2000-2006)
- Chief Executive Officer (1981-2000)

Microsoft committees:

- None

Other public company directorships:

- Berkshire Hathaway Inc.

Former public company directorships held in the past five years:

- None

Other positions:

- Co-Chair and Trustee, Bill & Melinda Gates Foundation

그림 8. 개별 이사후보의 경력 및 활동사항

- 주주총회 결과에 대한 연구가 더 심도 있게 행해지기 위해서는 주주총회 결과로서 득표수가 공개될 필요가 있으며, 비경쟁선거 체계 하에서 각각의 사외이사들이 어느 정도의 지지표를 획득했는지가 향후 연구될 필요가 있음
- 본보고서는 한국의 주주총회에 있어 사외이사 선거 결과를 바탕으로 실증분석을 제공한다는 데 큰 의의가 있으나, 기존연구와 비교해 선거결과로서 득표수를 사용하지 않았다는 차이점이 한계로 지적될 수 있음

- 미국의 경우 주주총회 결과로 득표수에 대한 공개의무에 따라 자료가 구축될 수 있는 반면, 한국의 경우 단지 당선(가결 및 부결) 유무만 공개되고 있는 자료접근의 한계가 존재함
 - 대부분 사외이사 선거가 비경쟁으로 이루어지기 때문에, 후보로 추천될 시 99% 이상이 선임이 되고 있으며, 득표수가 공개될 경우 지지표를 많이 얻지 못한 사외이사의 향후 활동이나 기업 측면의 지배구조 변화 등에 대한 분석이 이루어질 수 있을 것으로 사료됨
- 미국의 경우 증권거래위원회(SEC: Securities and Exchange Commission)에 주주총회 날부터 4영업일 이내에 이사의 선임 결과에 대해 보고해야하며 이 정보들은 모두 SEC 홈페이지에 공개되고 있음
- 미국기업들의 경우 연차보고서(10-K), 반기보고서(10-Q)외에 8-K라는 형식의 현재보고서(Current Report)를 SEC에 제출함으로써 기업의 운영, 재무정보, 지배구조 변화 등에 대한 정보를 4영업일 내에 공개하고 있음
 - 현재보고서 중 Item 5.02의 경우 이어나 임원의 교체, 이사선거, 임원선임, 임원보수 결정 등에 대한 정보들을 공개토록 하고 있음²¹⁾

Director	Vote Results	% Votes For	For
William H. Gates III	Re-elected	99.7%	5,538,446,714
Reid G. Hoffman	Elected	99.9%	5,545,625,110
Hugh F. Johnston	Elected	99.9%	5,544,376,587
Teri L. List-Stoll	Re-elected	99.9%	5,543,855,279
Satya Nadella	Re-elected	99.9%	5,546,674,443
Charles H. Noski	Re-elected	98.4%	5,461,913,585
Helmut Panke, Ph.D.	Re-elected	98.8%	5,484,461,297
Sandra E. Peterson	Re-elected	99.8%	5,542,595,853
Penny S. Pritzker	Elected	99.7%	5,535,727,609

마이크로소프트의 2017년 11월 29일 주주총회 선거 결과

그림 9. 개별 이사후보 선거결과

- 본보고서는 한국의 이사선임 특히 주주총회를 통해 선출되는 사외이사의 현황과 기업지배구조 수준과의 관계를 분석하였으며, 이사선임결과에 관한 자료를 구축하여 실증적으로 분석을 한 부분이 기존문헌과의 차이점이며 이 보고서의 공헌이라고 논할 수 있음
- 향후 한국의 기업지배구조 특히 이사선임 과정 및 선거결과 등에 관한 연구들로 기업의 중요한 사결정기구인 이사회 효율성이 증진되고 기업지배구조가 개선되는 효과가 나타나길 기대함

21) <https://www.sec.gov/fast-answers/answersform8khtml.html>

6. 참고문헌

Ⅰ 국내문헌

- 강윤식·국찬표 (2012), “사외이사의 독립성과 기업가치,” 재무연구, 25(3), 451-498.
- 김상훈·김양민 (2008), “이사회와 최고 경영층의 관계적 요인이 기업성장에 미치는 영향,” 전략경영연구, 11(1), 43-63.
- 서정우·박종일·신재용 (2013), “기업지배구조와 이익유연화에 관한 연구,” 회계학연구, 38(3), 41-79.
- 신종석 (2015), “주식회사 사외이사의 독립성 확보를 위한 법적 과제,” 법학연구, 57(3), 117-135.
- 안수경·이윤구·이병철(2015), “기업지배구조와 타인자본의존도가 자본구조의 조정속도에 미치는 영향,” 회계연구, 20(3), 125-156.
- 윤종미 (2013), “금융회사의 기업지배구조하에서 사외이사의 역할과 책임,” 경영법률, 24(1), 189-216.
- 최순재·김영길 (2009), “이사회 위원회 구조와 기업성과간의 관계에 관한 연구,” 회계연구, 14(1), 1-26.
- 홍광현·이가연·서곤석 (2010), “기업의 이사회 위원회 구조와 기업가치,” 대한경영학회지, 23(6), 3083-3100.

Ⅰ 해외문헌

- Adams, R. B., & D., Ferreira, 2007. A Theory of Friendly Boards. *Journal of Finance* 62(1), 217-250.
- Bebchuk, L., A. Cohen & A. Ferrell, 2009. What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies* 22(2), 783-827.
- Becker, B., D. Bergstresser, & G. Subramanian., 2013. Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable's Challenge. *Journal*

- of Law and Economics* 56(1), 127-160.
- Cai, J., J. L. Garner, & R. A. Walkling. 2009. Electing Directors, *Journal of Finance* 64(5), 2389-2421.
- Choi, J. J., Park, S., & Yoo, S. S. 2007. The value of outside directors: evidence from corporate governance reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(2), 941-962.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, & L. Naveen, 2014 Co-opted Boards *Review of Financial Studies* 27(6), 1751-1796.
- Core, J., R. Holthausen & D. Larcker, 1999. Corporate governance, CEO compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51(3), 371-406.
- Ertimur, Y., F. Ferri, & D. Oesch. 2017. Understanding Uncontested Director Elections, *Management Science* 64(7), 2973-3468.
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. 2011. The Costs of Intense Board Monitoring. *Journal of Financial Economics* 101(1), 160-181.
- 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.
- Fracassi, C., & G. Tate, 2012. External networking and internal firm governance, *Journal of Finance* 67(1), 153-194.
- Gabaix, X., and A. Landier, 2008. Why has CEO Pay Increased so much?" *Quarterly Journal of Economics* 123(1), 49-100.
- Guo, L. & R. W. Masulis, 2015. Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers, *Review of Financial Studies* 28(10), 2770-2811.
- Knyazeva, A., Knyazeva, D., Masulis R., 2013. The supply of corporate directors and board independence. *Review of Financial Studies* 26(6), 1561-1605.
- 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.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. 1978. The external control of organizations: A resource dependence perspective. New York: Harper & Row.

Westphal, J. D., 1999. Collaboration in the boardroom: Behavioral and performance consequences of CEO-board social ties. *Academy of Management Journal* 42(1), 7-24.

