

기관투자자 주주행동의 견제효과

-임원 보수 및 저배당 타겟을 중심으로-

2018. 12.

KCGS

기관투자자 주주행동의 견제효과 -임원 보수 및 저배당 타겟을 중심으로-

2018. 12.

부연구위원 이 윤 아 yoonalee@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 2018-01

기관투자자 주주행동의 견제효과 -임원 보수 및 저배당 타겟을 중심으로-

발행일 2019년 4월 00일
저자 이윤아
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.kr을 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	8
I	서론	11
	1. 연구 배경 및 개요	11
	2. 연구의 차별점	16
II	해외 주주행동 관련 제도 및 사례	18
	1. Say-on-pay 제도	18
	2. 해외 임원 보수 현황	21
	3. 해외 주주행동 현황 및 사례	31
	1) 해외 주주행동의 흐름	31
	2) 임원 보수 관련 주주행동: Say-on-pay	34
	3) 임원 보수 관련 주주행동: 주주관여, 주주제안	39
	4) 배당 관련 주주행동 및 효과	45
	4. 임원 보수 및 책임투자 관련 의결권 행사 가이드라인	47
	1) 해외 의결권 행사 가이드라인	47
	2) 국내 의결권 행사 가이드라인	48
	5. 임원 보수 관련 공시제도	52
	1) 해외 임원 보수 관련 공시제도	52
	2) 국내 임원 보수 관련 공시제도	55
	6. 해외 주주행동 사례를 통한 국내 연구 방향	59
III	표본 및 변수 설명	61
	1. 연구 설계	61
	1) 분석 대상	61
	2) 주요 변수의 정의	62

목 차

IV	국내 기관투자자의 의결권 행사 현황	64
	1. 의결권 행사 현황	64
	2. 안건 유형별 반대 의결권 행사 현황	67
	3. 임원 보수 괴리도(CEO pay disparity)와 반대 의결권 행사	71
	1) 임원 보수 타겟에 대한 반대 의결권 행사	71
	2) 국내 임원 보수 괴리도 현황	76
	4. 배당 정책(Payout policy)과 반대 의결권 행사	80
	1) 저배당 타겟에 대한 반대 의결권 행사	80
	2) 국내 배당관련 지표 현황	82
V	국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 효과	85
	1. 임원 보수에 대한 반대 의결권 행사 효과 분석	85
	2. 저배당 타겟에 대한 반대 의결권 행사 효과 분석	86
VI	결론 및 시사점	88
	1. 요약 및 정책적 시사점	88
	2. 국내 임원 보수 관련 시사점	90
	참고 문헌	92

표 목차

표 1. 해외 국가별 Say-on-pay 및 스투어드십 코드 도입 현황	19
표 2. 미국 기업의 2017, 2018년 Say-on-pay 투표 결과	35
표 3. 영국 기관투자자가 주주관여 시 주목하는 기업 이슈 순위	40
표 4. 미국 기업의 주주제안 안건 유형별 투표 결과 (2017년)	41
표 5. 국민연금의 의결권 행사 세부기준: 임원 보수 관련	48
표 6. 국민연금의 의결권 행사 세부기준: 배당 관련	50
표 7. 국민연금의 의결권 행사 세부기준: 중점관리사안 기업	51
표 8. 연도별 의결권 행사 대상 및 반대 타겟 기업 수	65
표 9. 국내 연기금의 연도별 의결권 행사 현황	66
표 10. 국내 민간 기관투자자의 연도별 의결권 행사 현황	67
표 11. 안건 유형별 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 현황	69
표 12. 임원 보수한도 승인 안건에 대한 반대 의결권 행사 현황	72
표 13. 기관투자자의 반대 의결권 행사 여부에 따른 CEO pay ratio 비교	75
표 14. 국내 상장기업의 자사주 매입 현황	84
표 15. 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사의 효과: 임원 보수 괴리도	85
표 16. 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사의 효과: 지배당 타겟	87

그림 목차

그림 1. 미국 기업의 최고경영자 vs. 종업원 간 보수 비율 추이	22
그림 2. 미국 기업의 최고경영자 보수 현황 (2013~2017년)	23
그림 3. 미국 최고경영자 보수와 CEO pay ratio 간 상관관계	24
그림 4. 미국 종업원 보수와 CEO pay ratio 간 상관관계	24
그림 5. 영국 기업의 최고경영자 보수 및 종업원 대비 보수 비율 추이	25
그림 6. 영국 기업의 최고경영자 vs. 종업원 보수 상승률 추이	26
그림 7. 영국 경영자의 과도한 보수 수령에 대한 비판	27
그림 8. 미국 10년 누적 CEO 보수와 총주주수익률(TSR) 간 상관관계	28
그림 9. 미국 기업의 10년 누적 CEO 보수의 성과 민감도 분석	28
그림 10. 스칸디나비아 국가 기업의 최고경영자 보수 vs. 성과 변화 비교	29
그림 11. 2016년 스칸디나비아 국가 기업의 CEO 보수의 성과 연계성 분석	30
그림 12. 주주행동의 유형 및 강도	31
그림 13. 글로벌 국가의 주주행동 건수 연도별 추이	32
그림 14. 아시아 국가의 주주행동 건수 연도별 추이	32
그림 15. 미국 S&P 500 기업의 연도별 Say-on-pay 투표 결과	34
그림 16. 미국 S&P 500 기업의 CEO pay ratio 구간별 Say-on-pay 투표 결과	35
그림 17. 미국 S&P 500 기업의 CEO pay ratio 구간별 ISS 반대 권고 비율	36
그림 18. CalPERS의 Say-on-pay 안건 반대 투표율 현황	36
그림 19. 미국 S&P 500 기업의 Say-on-pay 찬성률 대비 이사 선임 안건	37
그림 20. 영국 임원 보수 안건 관련 10% 이상 반대율을 받은 기업 비중	38

그림 목차

그림 21. 미국 Russell 3000 기업의 주주제안 안건 유형별 빈도	41
그림 22. CalPERS가 포커스 리스트 기업에 보낸 공개서한(letter)	43
그림 23. BlakRock의 임원 보수 체계	44
그림 24. 스튜어드십 코드 시행 국가의 평균 배당성향 및 배당수익률 변화	47
그림 25. 미국 임원 보수 공시 요약 표 양식	53
그림 26. 연도별 반대 의결권 행사 타겟 기업 비율 추이	65
그림 27. 반대 의결권 행사 안건의 유형별 분포 (2018년)	70
그림 28. 안건 유형별 국내 기관투자자의 반대율 추이	71
그림 29. 임원 보수한도 승인 안건에 대한 국내 기관투자자의 반대율 추이	73
그림 30. 연도별 CEO vs. TMT 간 보수 금액 및 상대적 비율	78
그림 31. 연도별 CEO vs. EMP 간 보수 금액 및 상대적 비율	78
그림 32. 연도별 CEO vs. TMT vs. EMP pay ratio	79
그림 33. 이사 보수 한도금액과 한도 괴리율 및 실지급율 추이	80
그림 34. 국내 상장기업의 배당성향 및 자사주 매입비율 현황	83

요약

- 최근 스투어드십 코드 도입에 따라 의결권 행사를 포함한 다양한 주주권 행사가 본격적으로 확산될 것으로 보이는 현 시점에서, 본 보고서는 한국형 주주행동의 현황과 견제효과를 중심으로 분석 결과를 제시하고자 함

- 국내 기관투자자의 주주행동 현황을 의결권 행사에 초점을 맞춰 제시하고 해당 기업의 지배 구조 개선에 어떠한 영향을 미치는지 효과에 대한 실증 분석과 관련 해외 제도 및 사례를 핵심적으로 다룸
 - 핵심 변수인 주주행동의 적극성 지표로는 경영진 제안 안건에 대한 기관투자자의 반대 의결권 행사(voting behavior)여부 및 비율을 사용함
 - 또한 안건 유형을 고려하여 이사 보수한도 승인 안건과 밀접한 관련이 있는 CEO와 등기임원, 종업원 간 보수 괴리도(pay disparity) 변수를 통해 현재 국내 기관투자자의 의결권 행사의 반대 타겟이 제대로 이루어지고 있는지 검토함
 - 추가로 저배당 타겟에 대한 반대 의결권 행사가 배당과 자사주 매입 등 기업의 주주환원 정책(payout policy)에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 제시함

- 국내 현황 및 실증분석에 앞서, 본 보고서는 해외의 Say-on-pay 제도와 그 사례에 대해 구체적으로 제시하고자 함
 - 국내 주주행동이 아직 주주총회에서의 의결권 행사 참여 및 반대 의사 표명에만 국한되어 있는 반면, 해외에서는 이미 다양한 유형의 주주행동이 활발하게 이루어지고 있음
 - 특히 임원 보수 구조와 관련하여 미국과 영국의 임원 보수에 대한 Say-on-pay는 주주들이 직접 타겟 기업의 임원 보수 계획에 대해 투표(승인)할 권리를 부여하는 제도로 주목할 필요가 있다고 판단됨

- 본 보고서는 CEO를 비롯한 임원 보수에 대한 견제 시스템으로 해외 Say-on-pay에 대해 검토하고, 나아가 현 임원 보수 공시제도의 한계를 지적하여 비합리적인 보수 구조를 개선하는 방향의 정책적 제언을 하고자 함
- 국내 의결권 행사 현황에 대한 분석 결과, 표본 기간인 2013년 이후부터 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율은 점차 증가하는 추세이나, 다수의 민간 기관투자자보다는 소수의 공적 연기금에 의해 적극적인 주주권 행사가 이루어지고 있다는 점은 한계점으로 보임
 - 안전 유형별 반대 의결권 행사비율을 살펴본 결과, 특히 2018년에 임원 보수 한도에 대한 반대율이 급증하는 것으로 나타남
 - 이는 임원 보수 구조에 대한 문제 인식이 최근 시장에 확산되고 있으며 국내 기관투자자들도 기업 고위 임원의 과도한 보수 지급에 대한 견제 필요성에 공감하는 것으로 해석됨
- 따라서 주주총회에서 보수 한도금액을 승인하는 관행의 수정·보완과 함께 보수 한도 및 지급금액의 적정성 판단 기준에 대한 합리적인 모델을 구축할 필요가 있음
 - 현재 보수한도의 적정수준을 판단하는 기준과 관련하여 보수의 성과 연동성(pay for performance) 및 한도 대비 실지급율에 대한 논의가 핵심적으로 이루어지고 있음
- 본 보고서에서는 2013년부터 2018년까지의 유가증권시장 상장 기업을 대상으로 기관투자자 반대 의결권 행사의 효과에 대해 다음과 같은 실증 결과를 도출함
 - 먼저, 보수 괴리도와 보수한도 괴리율이 클수록, 보수 지급액 및 한도금액의 절대적 수준이 클수록 기관투자자의 반대 타겟이 될 가능성이 높은 것으로 나타남
 - 또한 이들 기업에 대한 기관투자자의 적극적인 반대 의결권 행사는 보수 괴리도 관련 지표의 개선에 유의하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인됨
 - 추가로 지배당 타겟에 대한 적극적인 반대 의사 표시 역시 배당을 비롯한 주주환원 정책의 개선에 도움을 주는 것으로 확인됨
- 종합적으로, 본 연구의 실증 결과는 기관투자자의 반대 의결권 행사(적극적 주주권 행사)가 타겟 기업의 지배구조 요소 개선에 긍정적인 효과를 주는 것을 입증함

- 물론 적극적인 주주권 행사가 법적인 구속력은 없으나 타겟에 대한 직접적인 관여라는 점에서 전문적, 객관적 분석에 근거하여 신중하게 이행되어야 할 것임
 - 따라서 국민연금의 의결권 행사 절차상 독립성을 보장할 수 있도록 정책적 논의와 사회적 합의가 반드시 이루어져야 함

- 해외에서는 이미 주주행동(shareholder activism)이 외부 투자자에 의한 모니터링 시스템(governance mechanism)의 하나로 자리잡고 있음

- 그 배경에는 주주행동이 독립성, 전문성, 효율성을 바탕으로 건전하게 작동할 수 있도록 법적 제도가 뒷받침되어 있다는 점을 간과해서는 안될 것임
 - 현재 스투어드십 코드 이행이 시작되면서 한국형 주주행동을 선도하고 있는 국민연금의 주주권 행사 강화에 대한 일부 비판적인 시각과 우려의 목소리가 존재하는 것도 사실임
 - 그러나 책임투자 목표와 수탁자 책임 활동을 성실히 이행하겠다는 기관투자자들의 의미있는 첫 걸음에 대한 무조건적인 경계심 또는 반감을 갖기보다는, 좋은 취지의 책임강령이 효과적으로 실행되어 자본시장에 긍정적인 변화를 불러올 수 있도록 제도적 발전 방향을 논의할 때라고 보여짐
 - 법적인 강제 성격이 아닌 코드 이행이나 공시에 대한 노력을 강조하는 것은 기업 입장에서도 스스로 정보비대칭을 해소하고 시장에 대한 소통 의지를 보일 수 있는 좋은 기회일 것임

- 이제 스투어드십 코드의 첫 이행이 시작된 만큼 국내에서도 기관투자자의 주주행동이 다양하고 지배구조의 한 축으로 중요한 역할을 할 것으로 기대함

I 서론

1. 연구 배경 및 개요

- 최근 스튜어드십 코드 도입 및 확산과 관련하여 한국형 기관투자자의 주주행동(shareholder activism)에 대한 논의가 추가적으로 이루어져야 할 것으로 판단됨
 - 해외에서는 2008년 글로벌 금융위기의 주요 원인 중 하나가 경영진과 내부 지배구조의 문제점을 견제하지 못한 기관투자자의 기능 상실에 있다는 반성의 목소리에서 스튜어드십 코드 도입에 대한 논의를 시작
 - 해외 주요 연기금을 비롯한 각국의 기관투자자들이 스튜어드십 코드에 참여하고 있으며, 가이드라인에 따른 다양한 형태의 주주활동을 현재까지 적극적으로 이행하고 있음¹⁾
 - CalPERS(California Public Employees' Retirement System)는 미국 캘리포니아 주정부에 의해 고용된 근로자에게 퇴직급여를 제공하기 위해 설립된 연금제도로 미국의 가장 큰 기관투자자(연기금)이면서 지배구조 개선을 위한 적극적인 의견을 제시하는 주주행동주의의 대표적인 사례로 꼽음
 - 한국의 스튜어드십 코드는 2016년 발표한 경제정책방향에서 기획재정부가 기업지배구조 개선을 위해 기관투자자들의 스튜어드십 코드 시행을 주요 정책과제로 제시하면서 본격적으로 도입 추진
 - 2016년 12월 16일, 학계·업계·유관기관의 민간 전문가로 구성된 스튜어드십 코드 제정 위원회에서 한국 스튜어드십 코드 최종안이 제정되었으며 12월 19일에 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」을 공표함

1) 2018년 7월 기준, 아시아 9개국(일본, 말레이시아, 대만, 싱가포르, 한국, 홍콩, 인도, 카자흐스탄, 태국), 유럽 7개국(독일, 벨기에, 영국, 스위스, 이탈리아, 덴마크, 네덜란드)을 비롯한 총 22개국에서 스튜어드십 코드를 도입하고 있음(국가명은 도입연도 순으로 나열)

- 국내 공적 연기금 중 국민연금이 2018년 7월 말 스튜어드십 코드 도입을 본격화하면서 국내 기관들의 주주행동 참여 및 확산이 한국형 지배구조의 새로운 트렌드로 자리 잡을 것으로 예상
 - 2018년 제6차 기금운용위원회에서 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」을 제정하고 단계별 주주활동 이행 로드맵을 마련함
 - 최근 국민연금은 외부로부터 주주권 행사 및 책임투자 관련 기금운용 의사결정의 독립성을 확보하기 위해 ‘수탁자책임 전문위원회’를 설치하였으며 기존 책임투자팀을 확대 개편 하여 ‘수탁자책임실’을 신설함

- 스튜어드십 코드 도입 이후인 현 시점에서, 주주행동의 중요성과 향후 방향성에 대한 실증적 검토가 필요하며 이에 따라 본 보고서에서는 국내 기관투자자의 주주행동 현황 및 효과를 실증 분석하고자 함
 - 책임투자 원칙(RI policy)과 선관주의 의무(fiduciary duty)에 대한 중요성이 강조되면서, 단순 의결권 행사 외에도 타겟 기업의 이사회 경영진과의 직접적인 대화(engagement)를 강조하는 등 추후 주주권 행사 방식의 다변화가 예상됨
 - 그러나 해외의 활발한 주주행동과 달리 국내 기관투자자들은 주주총회에서의 의결권 행사(proxy voting)에만 국한된 제한적·소극적인 주주활동을 보여주고 있음
 - 따라서 현 시점에서 가장 활발히 이루어지고 있는 국내 주주권 행사 수단인 **기관투자자의 반대 의결권 행사**가 타겟 기업의 지배구조 개선에 미치는 효과를 입증하는 연구를 수행함

- 특히 오너일가의 사익편취 또는 일탈 행위와 같은 ‘오너리스크’가 사회적으로 이슈화되면서, 국내 기관투자자들의 주주권 행사 강화 흐름이 외부 지배구조(monitoring mechanism)로서의 역할을 보완할 수 있을 것으로 기대함
 - 한국에서는 지배주주가 보유한 지분에 비해 과도하게 지배력을 행사하는 소유 가족경영 또는 재벌 그룹 형태의 기업이 대다수를 차지함
 - 소유와 경영이 분리되지 않은 국내 기업 대상의 지배구조 연구에서는 주주와 경영자 간 대리인문제보다 사실상 지배주주(내부 경영진)와 소액주주(외부 투자자) 간 대리인문제 해소가 주요 의제임

- 최근 국내 대기업의 총수 2·3세로의 경영권 승계시점과 맞물려, 일부 기업집단의 일감몰아주기 및 경영권 승계 이슈와 관련한 총수일가의 사익편취 행위가 심화되고 있으며 이는 취약한 한국 지배구조, 나아가 코리아 디스카운트의 핵심 요인으로 작용하고 있음
 - 소수의 오너일가에 과도하게 집중된 소유구조와 형식적으로 운영되고 있는 기존 내부통제 장치의 기능 상실 문제²⁾ 등을 고려할 때, **기관투자자의 주주권 행사 강화**를 실효성 있는 지배구조 시스템의 대안으로 생각해 볼 수 있음
 - 2018년 11월부터 국내 행동주의 사모펀드(PEF) KCGI는 총수 일가의 갑질 및 횡령·배임 혐의로 논란 중인 한진 그룹의 핵심 계열사인 (주)한진칼과 (주)한진을 대상으로 지분을 확보하였으며, 향후 주주총회에서의 지배구조 개선 요구 등 적극적인 주주행동에 대한 의지를 피력함
 - 2018년 5월, 현대자동차 그룹은 지배구조 개편안으로 현대모비스(주)와 현대글로비스(주)의 분할합병을 발표하였으나 미국계 행동주의 펀드인 엘리엇매니지먼트(Elliott management)를 비롯한 주요 의결권 자문사들의 반대에 부딪혀 무산된 바 있음
- 본 연구는 경영권 집중화(managerial centrality) 구조에 초점을 맞춰 최고경영자(CEO)와 임원진(TMT; Top Management Team) 간 보수 비율 및 격차 등 변수를 사용하여, 지배구조 요소 중 하나인 임원보수 정책에 대한 국내 주주행동 효과를 분석함
 - 최고경영자 등 임원진에 대한 보수 지급구조는 다수의 연구에서 경영진이 보유한 권한 크기와 밀접한 연관성을 보고하고 있음
 - 특히, 최고경영자(CEO)의 경우 기업 의사결정에 중요한 역할을 맡는 직책이라는 점에서 최고경영자 보수의 상대적·절대적 크기는 기업가치에 영향을 미치는 핵심 내부 지배구조 장치로 볼 수 있음
 - 개별 임원의 보수 구성과 수준, 괴리도, 성과 연동 여부에 따라 경영자의 권한 확대 또는 보상에 의한 동기부여 효과로 상반된 견해가 존재함
 - 전통적인 대리인이론(agency theory)과 경영진 권한 혹은 참호구축이론(management entrenchment theory)에 따르면 경영자의 권한 확대는 과도한 보수를 받으면서 실제 성과와 연계되지 않을 가능성이 높으며, 기업가치에도 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있음(Core et al., 1999; Bebchuk and Fried, 2003, 2004)

2) 내부 지배구조의 하나인 이사회가 경영진과 대주주의 전횡을 감시하는 역할을 수행하려면 사외이사의 실질적 독립성이 보장되어야 하지만, 국내 현실에서는 독립성 및 이해관계의 상충문제 등으로 사외이사제도가 효율적인 견제수단으로서의 기능을 제대로 발휘하지 못하고 사실상 유명무실하다는 일부 비판이 있음

- 상대적 박탈 이론(relative deprivation theory)에 의하면 기업 임직원들은 자신이 속한 조직 내에서 비교적 박탈감을 느끼게 되면 스스로 노력과 같은 투입을 줄이게 되므로 보수 격차가 클수록 기업성과가 낮아질 수 있음(Martin, 1981; Cowherd and Levine, 1992; Bebchuk et al., 2011)
 - 반면, 토너먼트 이론(tournament theory)에 의하면 보상을 차등화하면 조직 구성원들에게 동기를 부여하고 이 보상을 얻기 위해 보다 열심히 일하게 되므로 보수 격차가 클수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음(Lazear and Rosen, 1981; Green and Stokey, 1983; Core and Guay, 1999; Becker and Huselid, 1992; Eriksson, 1999; Henderson and Fredrickson, 2001; Lee et al., 2008)
- 본 연구에서는 국내 기관투자자의 주주행동이 타겟 기업의 경영권 집중화 정도에 미치는 영향을 검증하기 위해서 경영진 제안 안건 유형 중 이사, 감사 보수한도 안건을 중심으로 효과를 비교 분석함
- 반대 의결권 행사의 직접적인 견제 효과를 분석하기 위해서 주주총회 안건 유형 중 이사회 구성원(사내이사, 사외이사, 감사(위원)) 선임관련 안건과 이사, 감사 보수한도 안건에 주목할 필요가 있음
 - 본 연구에서는 국내 기관투자자의 주주행동이 타겟 기업의 경영권 집중화 정도에 미치는 영향을 검증하기 위해서 이사, 감사 보수한도 안건을 중심으로 효과를 비교 분석함
 - 안건 유형별 직접적인 견제효과 외에도 타겟 기업에 대한 기관투자자의 반대 의결권 행사 자체는 기업의 전반적인 지배구조에 대한 경고 즉, 간접적인 규율효과가 존재할 것으로 예상
 - 따라서 전체 경영진 제안 안건에 대한 반대율이 기업의 보수 구조(compensation structure)에 미치는 영향도 함께 살펴봄
- 최고경영자가 보유한 경영권한(CEO power) 크기는 Bebchuk et al. (2011)의 방법을 원용하여 측정하였으며 이 외에도 보수 격차(gap) 및 수준(level)에 대한 다양한 변수를 사용하여 분석함
- 최고경영자(CEO)와 임원진(TMT), 종업원(Employees), 차상위 보수 수령 임원과의 배율(CEO pay multiple) 및 격차(CEO pay gap) 등을 살펴봄
 - 한편, 주총 안건에서는 임원보수의 한도에 대한 승인만을 다루고 있다는 점에서 주총승인 보수한도와 실지급 보수 금액에 대한 괴리를 추가로 분석함

- 또한 소유 가족경영 유형의 기업에서 외부 모니터링에 의한 통제가 취약할 것으로 예상하여, 소유경영자(창업주 가족 구성원 또는 그룹의 오너/지배주주 일가)와 전문경영자 간의 보수에 대한 견제 효과를 비교함
 - 소유경영자는 경영자의 보상을 결정하는데 내부 제약을 덜 받기 때문에 소유경영자가 전문경영자보다 더 많은 현금보상을 받을 가능성이 있음(Holderness and Sheehan, 1988)
 - 따라서 기업집단 내 소유-지배 괴리도가 클수록, 또는 보수체계에 대한 모니터링이 비효율적으로 운영된다면 기업집단 소속 계열사 지배주주의 과도한 보수는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상
- 추가로 저배당 타겟에 대한 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사가 배당성향 및 수준(level)의 개선에 미치는 영향을 분석하여 현 시점의 주주행동 효과에 대한 실증결과를 보고함
- 스투어드십 코드 도입 이후, 높은 대주주 지분, 낮은 배당성향, 현금성 자산의 과다보유 기업에 대한 기관투자자의 주주행동이 본격적으로 시작될 것으로 예상
 - 최근 민간 기관투자자들로부터 지배구조 개선, 배당 확대와 같은 주주친화 정책을 요구하는 목소리가 커지고 있음
 - 한국투자밸류자산운용은 태광산업(주), KISCO홀딩스(주)에 대한 배당성향 확대 및 중장기적인 배당정책 수립을 요구하는 주주서한(letter)을 전달함
 - 하이자산운용도 대림산업(주), (주)두산, 한화케미칼(주), CJ제일제당(주) 등의 기업들에 배당 확대를 요구함
 - KB자산운용은 (주)컴투스, (주)광주신세계에 목표 배당성향과 주주정책 방향성에 대한 답변을 요청하고 이를 공개하는 등 적극적인 수탁자 책임 이행 활동을 실천 중임
- 국민연금 역시 2018년 배당관련 중점관리기업(focus list) 2개사를 공개함에 이어, 기업의 부당지원행위, 총수 일가의 사익편취 행위, 횡령 및 배임, 과도한 임원 보수한도, 지속적인 반대 의결권 행사에도 개선이 미흡한 경우 등 주주가치를 훼손하는 사안으로까지 주주권 행사범위를 단계적, 점진적으로 확대하기로 함
 - 국민연금은 과소배당을 이유로 재무제표 승인 안전에 반대표를 행사하거나 배당관련 권리행사 절차 및 기준에 따라 저배당 리스트로 지정된 기업들에 대한 지속적인 배당확대 요구가 이어질 것으로 보임

2. 연구의 차별점

- 본 보고서는 스투어드십 코드 활성화가 본격적으로 시작되는 시점에서 현재 국내 대표적인 주주활동인 기관투자자의 반대 의결권 행사의 지배구조 개선 효과를 구체적으로 분석함
- 기관투자자 주주행동 관련 국내 다수 선행연구는 국민연금에만 초점을 맞추고 있거나 기관 투자자의 단순 보유지분율, 투자금액, 투자기간 등의 설명변수로 분석하는 수준에 그치고 있음
- 주주행동의 직접적인 측정치(measure)인 기관투자자 안건 반대율의 실효성에 대한 분석결과를 제시한 국내 연구는 아직 미흡한 수준이라는 점에서 본 연구의 차별점이 있음
 - 해외에서는 기관투자자의 반대 의결권 투표(vote-no campaign), 주주제안(shareholder proposal)을 비롯한 다양한 주주활동이 이루어지고 있으며 해당 공시자료로 분석한 연구 결과가 다수 보고됨
 - 본 연구는 기관투자자의 주주제안이나 주주관여 활동 등의 사례가 미비한 국내 현실을 반영하여 대표적인 주주행동으로 경영진 제안 안건에 대한 반대 의결권 행사에 초점을 맞춰 연구를 진행함
- 특히 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하, 자본시장법)’ 개정안에 따라 개별 임원의 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법에 대한 공시가 의무화되어 일정 금액 이상의 개별 임원에 대한 보수 정보가 항목별로 공개되고 있음
 - 개별 임원 보수에 대한 공시 자료는 연구자의 입장에서, 주요 지배구조 요소인 임원 보수체계에 대한 연구를 활발히 진행할 수 있는 유용한 데이터로 판단됨
 - 2013년 5월 28일에 개정된 자본시장법 제159조의 제2항의 제3호 및 동법 시행령 제168조의 제2항에 따르면, 현직 및 당해 사업연도에 퇴임한 임원을 포함하여 ‘연간 5억원 이상의 보수가 지급된 등기임원’에 대한 개인별 보수를 공개하도록 하였으며 이는 2013년 11월 29일부터 시행 적용함
- 개별 임원 보수 데이터를 활용한 국내 연구가 활발히 진행되고 있는 최근 흐름을 반영할 때, 본 연구는 최초로 기관투자자의 반대 의결권 행사와 임원 보수관련 변수 간 연관성 분석을 시도하였다는 점에서 공헌점을 찾을 수 있음

- 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 변수 외에도 주주총회 안건 유형별로 직접적인 견제 효과를 입증한 연구 역시 매우 부족한 실정임³⁾
- 또한 본 연구원에서 수집한 ESG 평가 데이터, 의결권 행사관련 VIP(Voting Information Plaza) 데이터, 주주총회 의안 분석 데이터 등을 모두 활용한 최초 보고서라는 점에서도 의미가 있음

3) 대표적으로 Kim et al.(2014)과 이윤아 외(2017)의 연구에서 안건 유형별 반대 의결권 행사가 지배구조 개선에 미치는 영향을 분석함

II 해외 주주행동 관련 제도 및 사례

1. Say-on-pay 제도

- 본 연구에서는 다양한 해외 주주행동 중에서도 임원 보수 구조와 직접적 관련이 있는 제도에 집중하여 소개하고 관련 국내 현황과 의결권 행사의 효과성을 분석하고자 함
- 따라서 기관투자자의 주주권 행사가 임원 보수 구조에 미치는 영향을 분석하기에 앞서, 보수 관련 주주총회의 영향력이 커진 해외 사례들을 짚어볼 필요가 있음
- 가장 대표적인 해외 제도로 미국과 영국의 임원 보수에 대한 주주투표권(shareholder advisory votes on executive compensation) 즉, “Say-on-pay”에 대한 언급을 증점적으로 하고자 함
 - 먼저 Say-on-pay는 영국에서 먼저 상장기업을 대상으로 의무적으로 실시한 제도로 금융 위기 이후 미국을 비롯한 다른 국가에서도 시행 중인 제도임
 - 미국은 2008년 글로벌 금융위기 이후 금융감독 체계를 정비할 목적으로 금융개혁 및 규제 취지로 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)⁴⁾을 2010년 7월 제정함
 - Say-on-pay는 도드-프랭크법 제951조에 명시되어 있으며 2011년 1월부터 첫 시행 됨
 - 영국은 2002년 세계 최초로 Say-on-pay(shareholder vote on executive pay)를 의무 도입하였으며, 2016년부터 일부 보수 계획에 대한 투표는 구속력을 가지게 됨 (binding vote)

4) 도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010), Section 951. Shareholder approval of executive compensation 참고

- Say-on-pay는 주주들이 직접 타겟 기업의 임원 보수 계획에 대해 투표(승인)할 권리를 주는 제도를 의미함
 - 이사회에서 결정한 개별 임원의 보수 금액이 공개되어야 하며 주주들은 최소 3년에 1회 이상 주주총회에서 경영진의 개별 보수가 적절한지에 대한 의결 투표(승인)를 하고, 심의 주기에 대한 투표(Say-on-Frequency)는 6년마다 최소 1회 이상 실시한 후 이를 공시하도록 함
 - 주주들이 임원 보수에 대해 직접적인 의사 표시를 할 수 있는 기회가 부여되었다는 점에서, 임원 보수 관련 모니터링 시스템의 하나로 외부 투자자들의 역할을 주목할 필요가 있음
 - Say-on-pay의 제도화로 타겟 기업에 대한 의결권 행사 외에도 추가적인 주주활동 여지가 생겼으며 주주권 강화에 따른 추가적인 견제 효과를 기대할 수 있음
 - 예를 들어, 과다 보수에 대한 주주제안 혹은 대화 요구를 하거나 해당 이사들의 재선임 안전에 연계 투표를 하는 등 후속조치가 가능함
 - 영국의 투자자연합(IA: Investment Association)은 임원 보수에 관한 주주총회 결의에서 20% 이상의 반대 의사표시를 받은 기업을 홈페이지에 공개하고 있음
 - 미국의 Say-on-pay는 권고 성격의 결의이므로 투표 결과는 구속력이 없으나(non-binding), 영국은 보수 계획에 한하여 일부 구속력을 가진다는 차이가 있음
 - 아래 표는 ICSA 보고서와 한국기업지배구조원 조사 자료를 기반으로 제도 도입 현황 및 정보를 재정리한 것임

표 1. 해외 국가별 Say-on-pay 및 스튜어드십 코드 도입 현황

	Say-on-pay	스튜어드십 코드
Australia	Yes Non-binding vote / 2-strike rule	2017 FSC Standard 23: Principles of International Governance and Asset Stewardship
Brazil	Yes Non-binding vote / 2-strike rule	2016 AMEC Stewardship Code
Hongkong	No	2016 Principles of Responsible Ownership
Italy	Yes Mandatory non-binding vote on remuneration policy / binding for finance sector	2015 Italian Stewardship Principles for the Exercise of Administrative and Voting Rights in Listed Companies

Say-on-pay		스튜어드십 코드
Japan	No Gross compensation must be authorized by shareholders	2014 Principles for Responsible Institutional Investors
South Africa	Yes Non-binding vote on remuneration policy	2011 Code for Responsible Investing in South Africa(CRISA)
Sweden	Yes Binding vote on remuneration guidelines, 'Leo-Act' requiring 90% majority to approve share-based incentives	No
United Kingdom	Yes Binding vote on policy every 3 years / advisory vote annually on remuneration report	2010 The UK Stewardship Code
United States	Yes SEC rules require non-binding vote	2017 Stewardship Framework for Institutional Investors

- 도드-프랭크법의 후속 조치로 미국은 2017년 사업연도부터는 최고경영자(CEO)와 직원 간 보수 비율(pay ratio) 정보를 공개하도록 2015년 8월 결정함
 - 임원 보수에 대한 견제 시스템으로 Say-on-pay에 의한 주주의 직접적인 투표 외에도, 보수 체계에 대한 공시 규제 강화가 세계적 추세로 자리잡고 있음
 - 미국의 도드-프랭크법 제953조에 따르면 (a) 성과 대비 보수 관련성과, (b) 직원 (employees)의 연간 총 보수 중간값(median), CEO의 연간 총 보수, 그리고 이들 간의 보수 비율(pay ratio)을 공시하도록 명시됨
 - 미국 증권거래위원회(SEC)는 최고경영자(CEO)와 일반 종업원 간 보수 비율을 보고하도록 적용 대상을 2010년 금융회사, 2015년 대기업, 2017년 상장기업들로 점차 확대함
 - 이처럼 최근 기업의 임원 보수에 대한 정보가 보다 구체적으로 공개되면서 보수 불평등 구조에 대한 관심이 집중되고 있으며, 과도하거나 성과와 연계되지 않는 보수 체계는 규제해야 한다는 여론이 형성되고 있음
- 따라서 해외의 임원 보수 관련 제도에서 필자는 두 가지 흐름을 주목하여, 국내에서도 임원 보수에 대한 외부 모니터링을 강화할 필요성이 있음을 주장하고자 함

- 첫째, 임원 보수 계획 및 결정 과정에 외부 투자자들의 투표 권리를 부여하는 Say-on-pay의 도입 등 보수에 대한 주주의 직간접적 감독권을 강화하는 정책적 판단이 필요함
- 둘째, 임원 보수 구성과 산정 기준에 대한 구체적인 공시를 요구하는 해외 사례를 검토하여 현 국내 임원 보수 공시제도의 한계점을 보완할 필요가 있음

2. 해외 임원 보수 현황

- 먼저 미국은 과도한(over-paid, excessive) 임원 보수 수준 및 보수 격차(pay gap, disparity)에 대한 문제를 인지하고, 과거 이사회만의 고유 권한이라고 여겨왔던 임원의 보수결정 시스템에 대하여 외부 투자자들이 직접 목소리(voice)를 내기 시작함
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국에서는 경영진의 보수 수준이 적정한지 논란이 증폭되었으며, 특히 금융기관의 과도한 임원 보수가 소득불평등에 크게 기여한다는 비판이 확산됨
- 임원 보수의 절대적 크기가 과도하다는 측면, 그리고 성과와 연계되지 않는 보수 산정방식에 대한 문제가 있다는 점에서 전반적인 경영진 보수 구조에 대한 통제 장치가 필요하다는 사회적 공감대가 형성됨
 - 미국노동총연맹-산업별노조협의회(AFL-CIO⁵⁾)의 조사에 의하면 미국 기업의 최고경영자(CEO)와 종업원(직원) 간 보수격차는 1965년 20.1배에서 2000년 383.4배로 급증한 후, 2009년 193.2배로 감소하였으나 다시 2015년 기준 335배 차이로 증가하는 추세임
 - 미국 경제정책연구소(EPI; Economic Policy Institute) 보고서의 수치도 이와 유사하며, 2017년 기준 최고경영자와 종업원 간 평균 연봉 비율은 311.7대 1로 나타남
 - <그림 1>은 1965~2017년까지 미국 매출액 상위 350개 기업을 대상으로 CEO 연간 보수 대비 일반 직원(typical worker)의 연평균 보수 비율(pay ratio)의 변화를 보여줌
 - 또한 상급 경영진(top executives) 보수의 견제 수단으로 Say-on-pay의 활성화가 해결책이 될 수 있다고 언급함
 - 공개된 자료에 따르면 맨파워(Manpower Group)의 일반 직원 보수 중간값 대비 최고 경영자 보수 비율(CEO pay ratio)은 2,483대 1로 가장 높게 나타남⁶⁾

5) American Federation of Labor and Congress of Industrial Organization

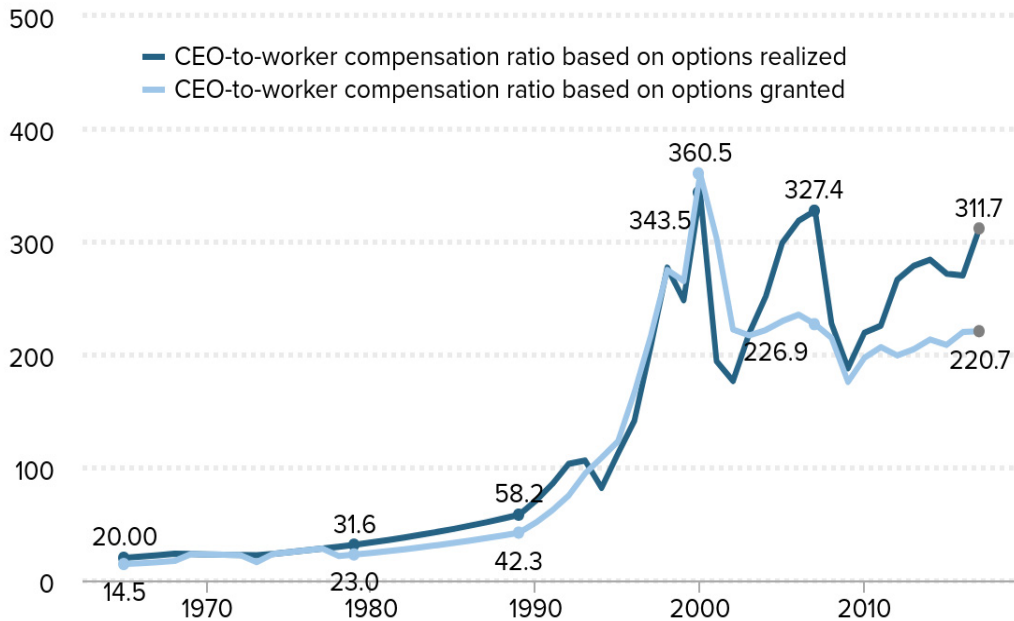


그림 1. 미국 기업의 최고경영자 vs. 종업원 간 보수 비율 추이⁶⁾

- Equilar⁸⁾는 최근 5년간 미국 상장기업을 대상으로 CEO 보수(total compensation) 현황을 분석하였으며 2013년 대비 CEO 보수 총액의 중간값이 21.4% 증가함을 확인함
 - <그림 2>는 2013년부터 2017년까지 미국 매출액 상위 500개 기업을 대상으로 CEO 보수 총액 중간값의 지속적인 상승 추세를 보여주고 있음
 - 미국 상장기업의 최고경영자 보수는 주식 보상(equity-based)이 높은 비중을 차지하는 구조이며, 특히 성과 연동형(performance-based) 보수를 채택한 기업은 2013년 대비 2017년 20% 증가하여 도드-프랭크법 시행 이후 성과 연동에 대한 보수 체계가 점차 확산되고 있음을 확인함

6) <https://www.equilar.com/reports/54-table-highest-paid-ceos-2018-equilar-100.html>

7) Economic Policy Institute, <https://www.epi.org/files/pdf/152123.pdf>

8) Equilar Inc., <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/09/14/ceo-pay-trends/>

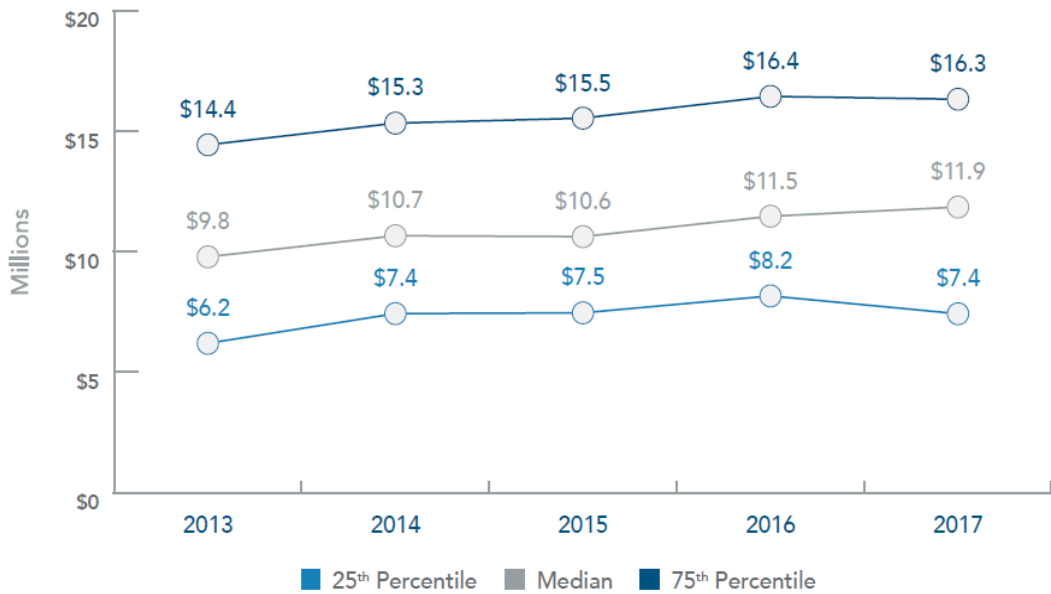


그림 2. 미국 기업의 최고경영자 보수 현황 (2013~2017년)

- 2018년 기준 Russell 3000과 S&P 500 기업의 보수 현황을 조사한 결과, CEO pay ratio는 종업원 보수와 비교하여 CEO 보수의 실지금액 규모나 분포에 따라 크게 영향을 받는 것으로 나타남
 - 기업의 수익(revenue)은 CEO 보수의 핵심 결정요인으로 CEO pay ratio와도 양(+)
의 상관관계가 있음
 - 미국의 CEO pay ratio는 CEO 보수와는 뚜렷한 양(+)
의 상관관계(strongly positive relationship)를 보이는 반면, 종업원 보수의 중간값과는 역의
관련성(inverse and weak relationship)을 보여 보수 체계의 불균형(inequality)에 대한
심각성을 확인할 수 있음



그림 3. 미국 최고경영자 보수와 CEO pay ratio 간 상관관계⁹⁾

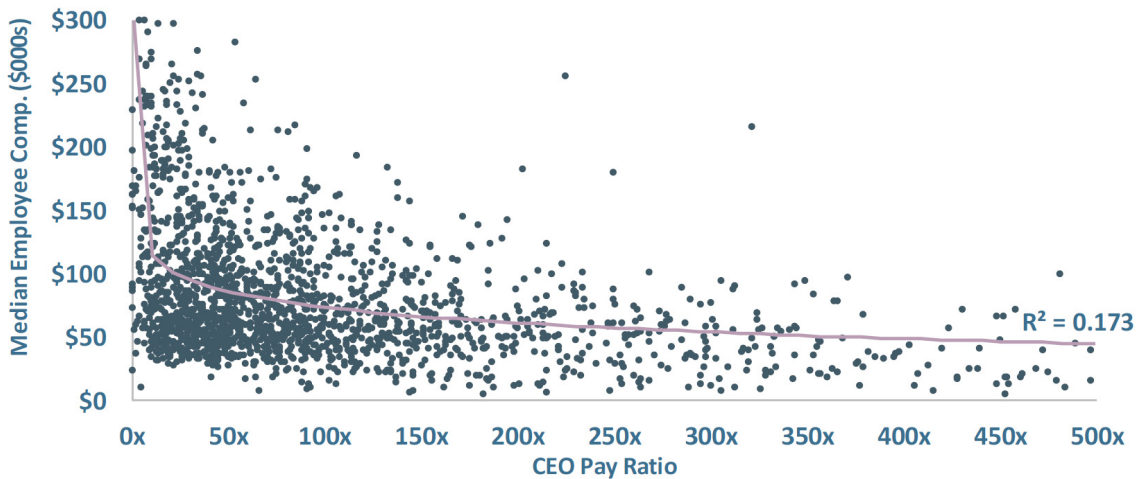


그림 4. 미국 종업원 보수와 CEO pay ratio 간 상관관계

- 일부 전문가 사이에서도 임원 보수의 불균형 구조에 대한 공감대를 형성하고 있으며, 내부 통제보다 외부 투자자들에 의한 감시가 효율적인 대안이 될 수 있다고 언급함
 - Peter F. Drucker(1986)는 임직원 사이의 보수 격차가 커질수록 협동성이 떨어지고 경영 의사결정의 비효율성을 가져온다고 지적하면서 최고경영자와 직원의 보수 격차는 ‘20배’를 넘지 않아야 한다고 주장함
 - 프랑스 인시아드(INSEAD)의 Kets de Vries 교수는 최고경영자가 수령하는 고액 연봉에 대하여 ‘평균 이상(above the average)’의 보수에 쉽게 합의하는 잘못된 통념에 의한 결과라고 언급함

9) Semler Brossy, 2018, 2018 Say on pay and proxy results.

- 또한 CEO 보수 계획에 대해 주주들이 적극적인 의견을 표시할 수 있는 Say-on-Pay(SOP) 제도가 더욱 강력하게 시행되어, 주주 표결을 통해 CEO의 고액 보수 수준과 증가율을 억제해야 한다고 주장함

□ 영국에서도 FTSE(Financial Times Stock Exchange) 100대 기업 최고경영자(CEO)의 보수 평균은 2016년에 비해 2017년 약 23% 상승하였으며¹⁰⁾, 2017년 기준 일반 직원의 평균 연봉보다 약 145배로 나타남

○ <그림 5>는 1999년부터 2017년까지의 영국 FTSE 100 기업의 최고경영자-종업원 간 보수 비율(CEO-employee pay ratio)과 연평균 최고경영자 보수 증가 추세를 보여줌

- <그림 6>에서도 최고경영자와 일반 종업원의 보수(중간값 기준) 상승률 괴리가 매우 크다는 사실을 확인할 수 있음
- 특히, 기업의 성과 지표(performance indicators) 증감률과 비교하더라도 보수 구성요소 (pay packages) 대부분 성과 대비 과도한 금액을 수령하고 있는 것으로 나타남

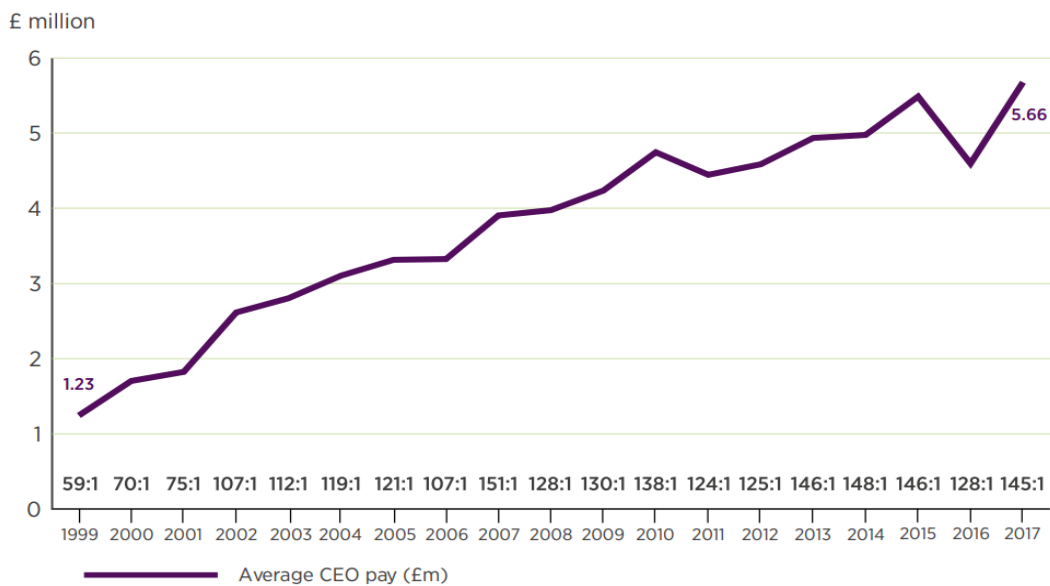


그림 5. 영국 기업의 최고경영자 보수 및 종업원 대비 보수 비율 추이¹¹⁾

10) 일부 고액 연봉자에 의한 통계적 왜곡을 감안하여 중간값 기준으로 비교하더라도 11%의 최고경영자 보수 상승률을 확인함

11) CIPD, 2019, RemCo reform: governing successful organisations that benefit everyone.

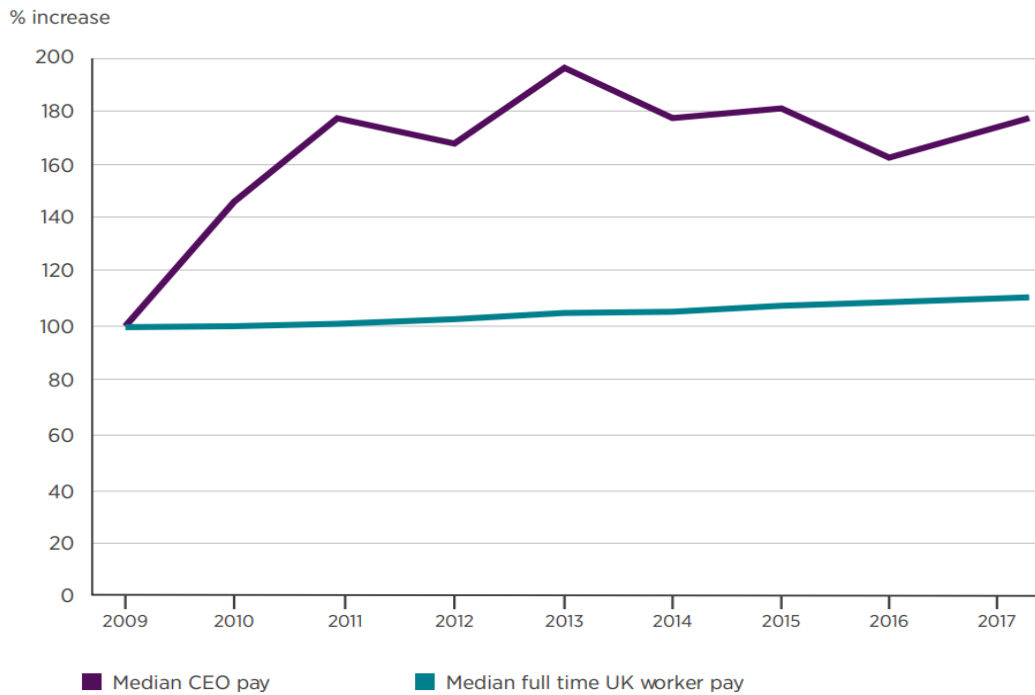
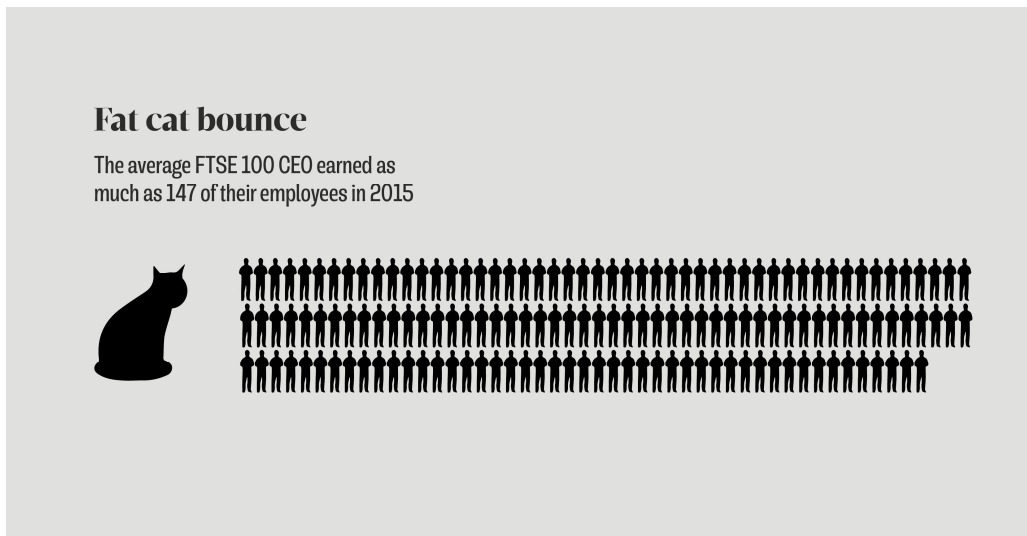


그림 6. 영국 기업의 최고경영자 vs. 종업원 보수 상승률 추이

- 이는 다른 유럽 국가들과 비교하더라도 상대적으로 높은 보수 괴리도를 보이고 있다는 점에서 정치적 부담으로 이어짐
 - 노동당은 공기업 및 민간 기업을 대상으로 최저 임금 노동자의 20배의 상한선을 설정하는 경영진에 대한 연봉 상한제를 주장하기도 함
 - 스위스는 경영진에 대한 과도한 보수를 규제해야 한다는 비판 여론이 크게 공론화 되면서, 거액의 보너스 및 스톡옵션 부여를 금지하고 경영진의 보수를 주주가 결정하는 내용의 법안(Minder initiative)을 국민발의로 추진하여 2013년 3월 국민청원 투표에 의해 통과됨¹²⁾
 - 프랑스에서는 공기업의 경우 연봉 최고액이 해당 기업 최저 연봉의 20배를 넘지 못하도록 보수 상한 규정을 2012년 법제화함
 - 과도한 보수를 수령하는 경영자를 기업 탐욕의 상징이라고 비판하며 “Fat Cat(살찐 고양이)¹³⁾”으로 지칭하기도 함

12) 2013년 11월에는 최고경영자의 보수를 직원 최저임금의 12배를 넘지 못하도록 상한선을 제한하는 이른바 1:12 initiative 법안이 추가 발의되었으나 국민투표에서 부결됨

13) 1928년 출간된 Frank R. Kent의 「Political Behavior」에서 유래한 용어임

그림 7. 영국 경영자의 과도한 보수 수령에 대한 비판¹⁴⁾

- 한편 미국 기관투자자들을 대상으로 실시한 2016년 서베이¹⁵⁾에 따르면 기업의 경영자 보수 정책이 성과에 연동되어 있다고 긍정적으로 답한 기관투자자는 25%에 불과한 것으로 나타나, 보수 구조에 대한 일부 개선 논의에도 불구하고 외부의 부정적인 인식은 여전한 것으로 보임
 - 반면, Fortune 500 기업의 CEO와 이사를 대상으로 한 서베이 결과는 약 90%가 성과에 연동된 보수 체계에 동의하는 답변을 보여 임원 보수에 대한 내·외부 인식에 다소 괴리가 있는 것으로 확인됨
 - CEO 보수 결정에 연동되는 성과 지표(performance measure)로는 CEO와 이사는 주식관련 측정치인 총 주식수익률(total shareholder return)이, 기관투자자는 회계 성과 기준의 ROE나 ROA 등이 보다 적합하다고 답변함
- 따라서 임원 보수에 대한 연구는 보수 수준 및 격차 외에도 보상 정책, 그 중에서도 실제 성과와의 연계성(pay for performance)을 확인할 필요가 있음
 - 2017년 MSCI 보고서¹⁶⁾에 의하면 2006~2015년까지 10년 동안 미국 기업의 CEO 보수와 성과 민감도를 분석한 결과, 누적기준 총주주수익률(TSR; Total shareholder return)과 CEO 보수 사이의 낮은 상관관계를 확인함(very low R^2)

14) <https://www.raconteur.net/current-affairs/fighting-the-fat-cats>

15) <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/publications/buy-side-view-ceo-pay>

16) MSCI, 2017, Out of Whack: U. S. CEO pay and long-term investment returns.

- <그림 9>의 성과 민감도 분석에서는 전체 표본 423개 기업 중 260개 기업 즉, 61.5%의 기업이 성과 연계성이 낮은 보수를 지급하는 것으로 나타남

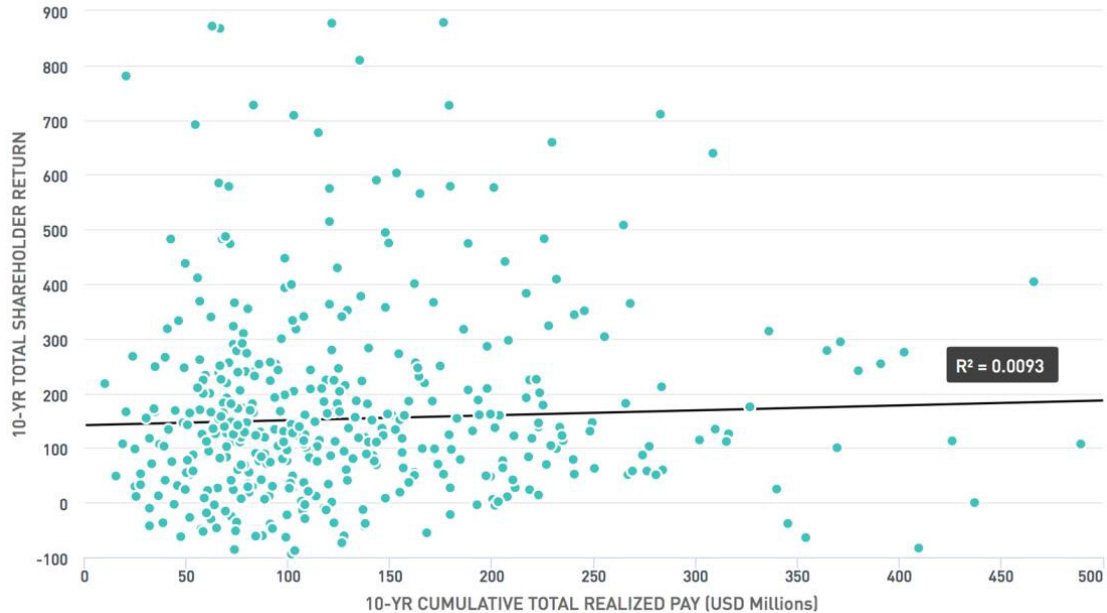


그림 8. 미국 10년 누적 CEO 보수와 총주주수익률(TSR) 간 상관관계

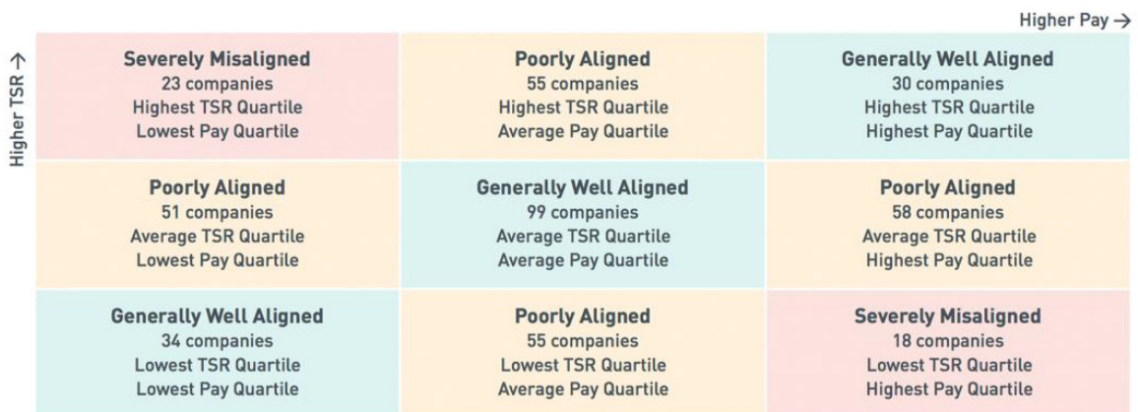


그림 9. 미국 기업의 10년 누적 CEO 보수의 성과 민감도 분석

- Director Insight는 스칸디나비아 국가(스웨덴, 핀란드, 덴마크, 노르웨이)의 기업들을 대상으로 최고경영자 보수와 총주주수익률(TSR) 간의 관련성에 대해 다음과 같이 보고함¹⁷⁾
- <그림 10>는 2011년부터 2016년까지의 CEO 평균 총 보수 금액은 꾸준히 증가하고 있으나 성과변수인 총주주수익률(TSR)은 동일 기간 내 변동이 심하게 나타나 대조를 보이고 있음

17) Director Insight, 2017, Mind the gap: CEO Remuneration and the Scandinavian Corporate Governance Landscape.

- 특히 2015년 대비 2016년 총주주수익률(TSR)은 급감하였으나 오히려 CEO의 총 보수 수령액은 증가함
- 해당 보고서의 분석 결과인 <그림 11>에 의하면 약 30%의 기업은 경영자 보수의 성과 연계성이 부정적인 것으로 나타남
- 이사진의 보수관련 정보에 대한 보고(reporting) 및 공시(disclosure)가 여전히 투명하지 않다는 점도 지적함

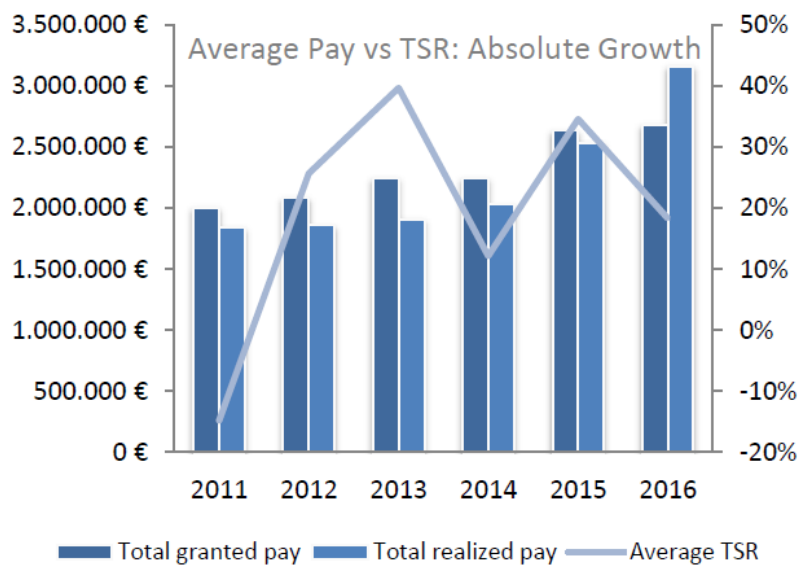


그림 10. 스칸디나비아 국가 기업의 최고경영자 보수 vs. 성과 변화 비교

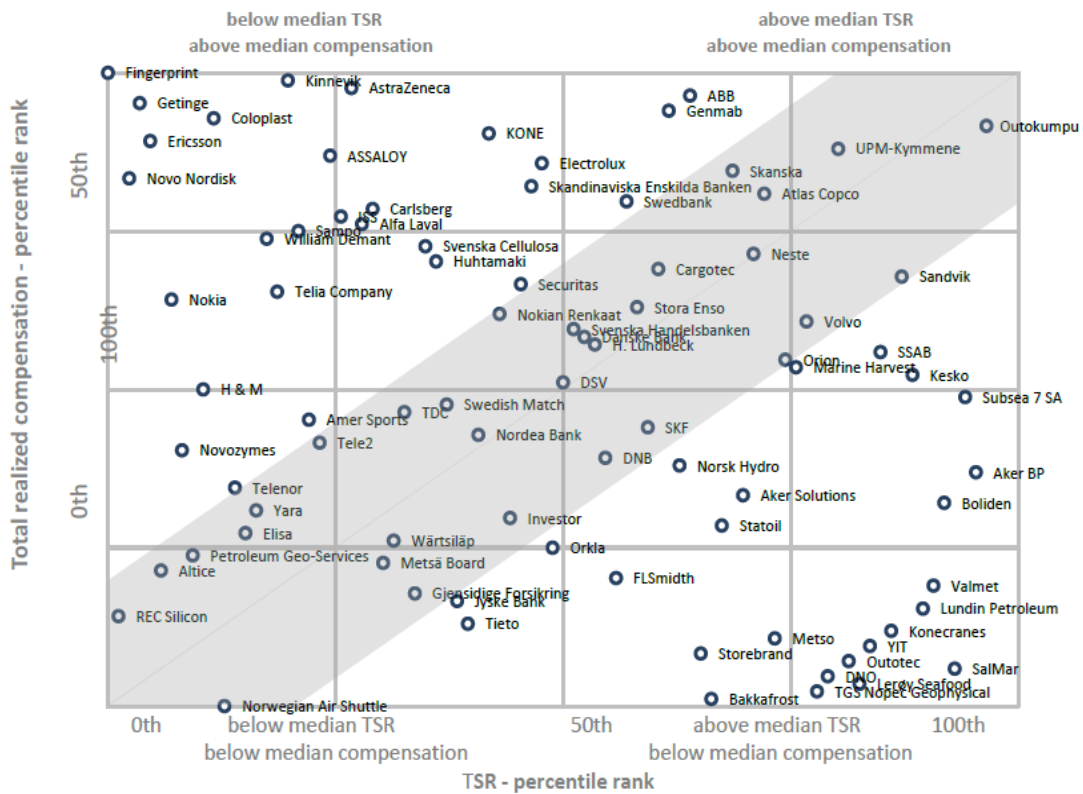


그림 11. 2016년 스칸디나비안 국가 기업의 CEO 보수의 성과 연계성 분석

- 기타 유럽 국가에서도 고액을 수령하는 임원 보수 체계에 대해 구체적인 공시를 의무화하거나 보수 결정과정 및 기준에 대한 규제를 법으로 도입하여 시행하고 있음
- 위에서 언급한 보수 체계의 문제점 외에도, 영국의 CIPD와 High Pay Centre¹⁸⁾는 임원진 내에서 동일 직급에 있더라도 남성이 여성보다 평균 110%를 더 수령한다고 지적하여 성별 보수 격차(gender pay gap)에 대한 문제를 제기함
- 나아가 기업 내부 통제장치 역할을 담당하고 있는 기존 보상위원회(remuneration committee)가 임원진들의 단순 회합에 그치고 있다는 점을 비판하며 유명무실한 내·외부 지배구조 시스템의 강도 높은 개혁을 요구함

18) <http://highpaycentre.org/>

3. 해외 주주행동 현황 및 사례

1) 해외 주주행동의 흐름

- 먼저 주주행동(shareholder activism) 유형은 주주총회에서 단순히 의결권 행사에만 참여하는 방식부터 기업과의 법적인 소송까지 다양한 방식이 있음
- 현재 다수의 기관투자자들은 주주제안, 반대 의결권 행사, 주주제안의 주주행동 방식을 가장 선호함
- Say-on-pay의 경우 안건 상정 후 단순 주주권 행사 단계를 넘어, 잘못된 보수 정책에 반대 의결권 행사(vote-no campaign)가 이루어진다면 타겟 기업에 대한 규율 효과 강도가 커질 수 있음



출처: ISS

그림 12. 주주행동의 유형 및 강도

- 주주행동 건수는 미국을 포함한 전세계적으로 2011년 이후 증가 추세에 있으며, 주주권 행사 방식도 다양화 되고 있음
- 2017년에는 전체 주주행동 건수 대비 미국 내 주주행동이 차지하는 비중이 48%로 다소 줄어들었으며, 이는 기타 국가들에서도 예전보다 행동주의 투자문화의 흐름이 확산되고 있기 때문으로 판단됨
- 특히 최근 지배구조가 취약하고 소유구조가 집중된 아시아 국가들의 기업을 타겟으로 기관 투자자들의 주주행동이 급격하게 증가하고 있음
- <그림 14>에서는 2011년부터 2017년까지 아시아 행동주의 투자자들의 캠페인 건수 변화를 보여주고 있음

- 캠페인(campaign)은 기관투자자가 안건에 대한 반대 투표를 하도록 다른 주주의 지지를 유도하는 주주권 행사 전략 중의 하나임¹⁹⁾
 - 소극적 캠페인은 주주총회에서 기관투자자가 원하지 않는 특정 이사 후보를 반대하는 반대 투표 캠페인(vote-no campaign)이 있음
 - 적극적 캠페인은 직접 특정 이사 후보를 추천하는 주주제안(shareholder proposal)을 하고 공개적인 지지를 이끌어 내기 위한 전략임
 - 캠페인 안건 유형에는 이사회 통제 및 구성원 선임, 지배구조 개선, 주주가치 극대화, 배당 확대 요구, 임원진 해임, 합병결의 반대 등이 있음
 - 아시아 국가에서는 일본을 중심으로 홍콩, 싱가포르에서의 주주행동 비중이 상대적으로 높게 나타남
- ISS가 조사한 한국의 주주제안 건수는 (2015년): 64 → (2016년): 59 → (2017년): 88 → (2018년) : 62건으로 조사되었으며, 주로 대규모 기업이 행동주의 투자자들의 캠페인 타겟이 되는 것으로 분석함

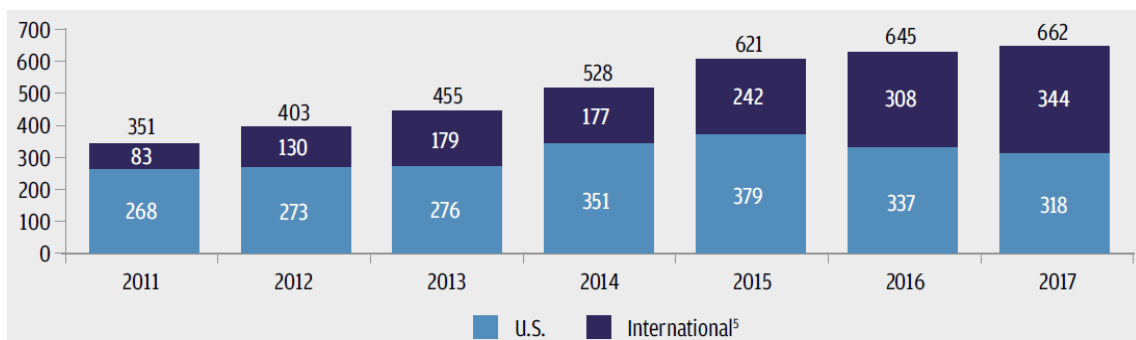


그림 13. 글로벌 국가의 주주행동 건수 연도별 추이²⁰⁾

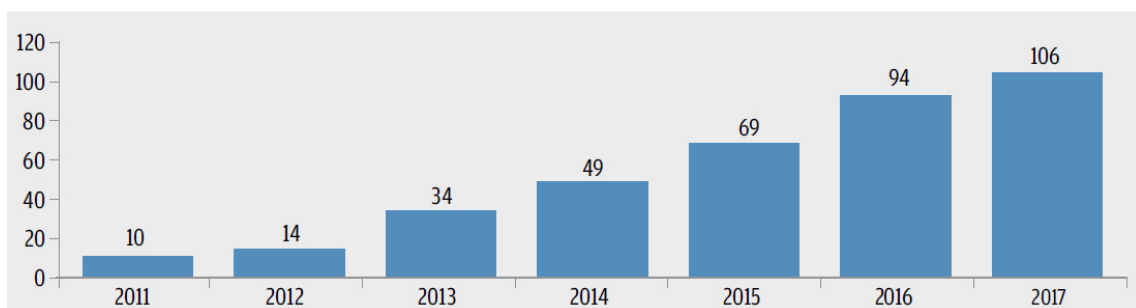
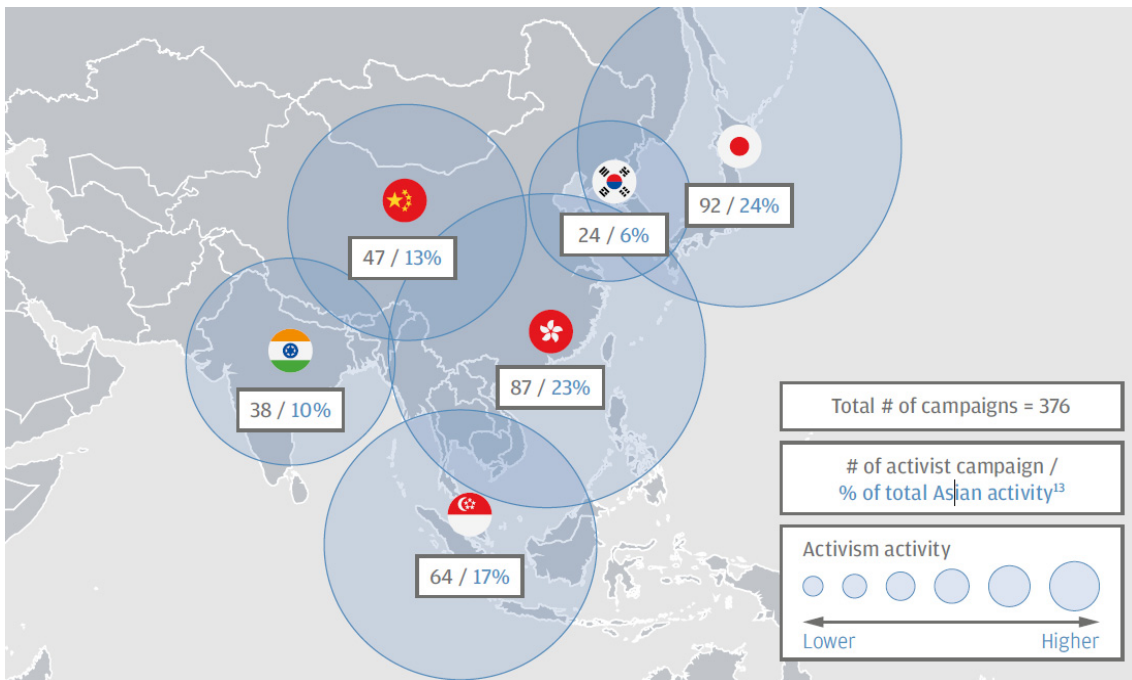


그림 14. 아시아 국가의 주주행동 건수 연도별 추이

19) 송홍선, 2018, 스투어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사, 자본시장연구원.

20) J. P. Morgan, 2018, Shareholder Activism in Asia.



- 아시아 지역에 대한 행동주의 이미지는 과거 헤지펀드의 일방적인 경영권 탈취, 적대적 M&A 등 공격적 행동주의 사례로 아직은 부정적인 시선이 일부 존재하는 것도 사실임
- 최근에는 지배구조 개선이나 배당확대에 대한 주주친화적인 요구를 강하게 하는 등 긍정적인 측면의 주주행동을 지속적으로 펼치고 있음
- 기업 측에서는 행동주의 펀드들의 무차별적인 공격에 대한 대응책으로 경영권 방어 장치의 도입이 필요함을 주장하기도 함
- 따라서 기업과 기관투자자 간 직접적, 정기적인 대화 채널이 필요함
 - 우선 기업에서는 주주들의 요구를 이해하고 반영할 수 있도록 노력해야하고, 기관투자자 입장에서 무리한 압박(pressure)보다는 실현 가능한 수준의 제안을 통해 지배구조 개선을 지속적으로 유도해야 함
 - 특히 기관투자자들은 스스로 장기적 투자 문화를 조성할 수 있도록, 타겟 기업에 대한 전문성 있는 분석 인력을 확보하고 의결권 자문사 서비스를 충분히 활용하는 등의 노력이 필요함

2) 임원 보수 관련 주주행동: Say-on-pay

- 국내 임원 보수에 대한 의결권 행사 효과를 살펴보기에 앞서, Say-on-pay와 같이 과도한 보수를 견제할 수 있는 제도적 장치를 미리 시행하고 있는 해외 사례를 우선적으로 살펴보고자 함
- 미국 Russell 3000 기업과 S&P 500 기업을 대상으로 Say-on-pay 관련 주주총회 결과를 분석한 결과²¹⁾는 다음과 같음
 - 먼저 전반적으로 Say-on-pay에 대한 평균 찬성률은 90% 이상으로 높게 나타나고 있으나 과반수 이하로 지지를 받은 즉, Say-on-pay 안건에서 반대 투표를 더 많이 받은 미국 기업의 비율은 2018년 2.7%로 다시 증가하고 있음

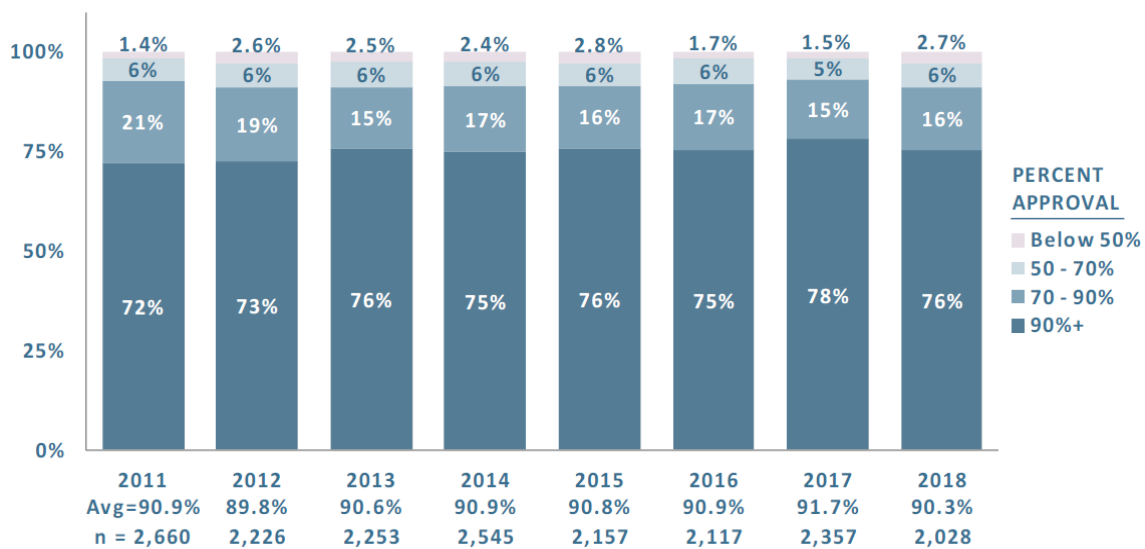


그림 15. 미국 S&P 500 기업의 연도별 Say-on-pay 투표 결과

- CEO pay ratio가 클수록 Say-on-pay 결의에서 반대 투표를 받을 확률이 증가하는 것으로 나타남
 - 300대 1을 상회하는 CEO pay ratio 구간에 속한 기업은 임원 보수에 대한 지지를 가장 적게 받았으며 90% 이하의 찬성 투표를 받은 기업 비중도 26.2%로 가장 높음

21) Semler Brossy, 2018, 2018 Say on pay and proxy results.

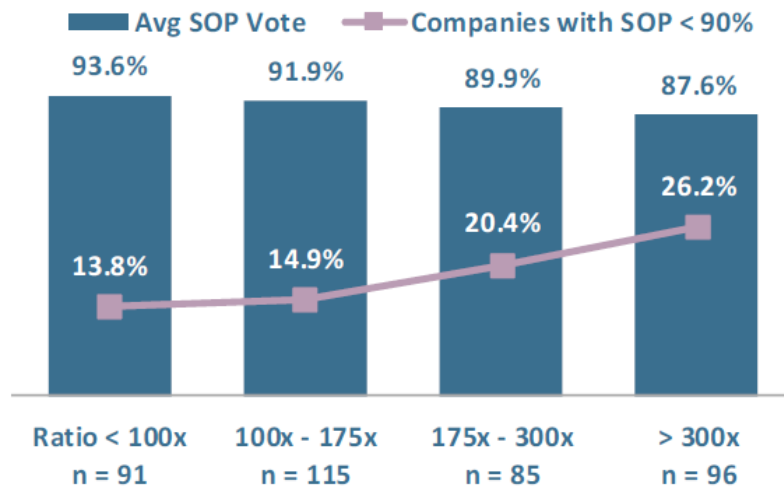


그림 16. 미국 S&P 500 기업의 CEO pay ratio 구간별 Say-on-pay 투표 결과

- Say-on-pay 안전에 대한 전체 찬성률은 매우 높은 편이나 2017년 대비 2018년 소폭 하락함
 - 세계적 의결권 자문사인 ISS(Institutional Shareholder Service)는 2018년 Russell 300 기업에 대해서는 13%, S&P 500 기업은 10%에 해당하는 기업의 Say-on-pay에 반대 권고(recommendation)를 함
 - 그러나 의결권 자문사의 반대 권고에도 불구하고 60% 이상의 기관투자자는 실제 주주총회에서 안전에 대해 찬성 투표를 한 것으로 나타남
 - 2017년 기준 Glass Lewis의 경우, 반대 권고 대비 실제 기관투자자의 찬성률은 77.9%였으며 두 자문사가 동시에 반대 권고를 한 기업에 대한 찬성률은 63.8%임²²⁾

표 2. 미국 기업의 2017, 2018년 Say-on-pay 투표 결과²³⁾

	Russell 3000		S&P 500	
	2018	2017	2018	2017
과반수 이상(majority) 찬성	97%	99%	98%	99.5%
70% 이상 찬성	92%	94%	93%	94%
ISS 반대 권고	13%	12%	10%	9%
ISS 찬성 권고 / 기관투자자 찬성	95%	95%	94%	94%
ISS 반대 권고 / 기관투자자 찬성	66%	70%	62%	69%

22) Copland, J., D. Larker, and B. Tayan, 2018, The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry, *Stanford Closer Look Series*, Rock Center for Corporate Governance.

23) Sullivan & Cromwell LLP., 2018 Proxy Season Review(2018년 6월 30일까지의 주주총회 결과를 정리).

- 또한 의결권 자문사인 ISS는 CEO pay ratio가 높은 기업에 대하여 Say-on-pay 안건에 반대를 더 많이 권고하는 것으로 확인됨

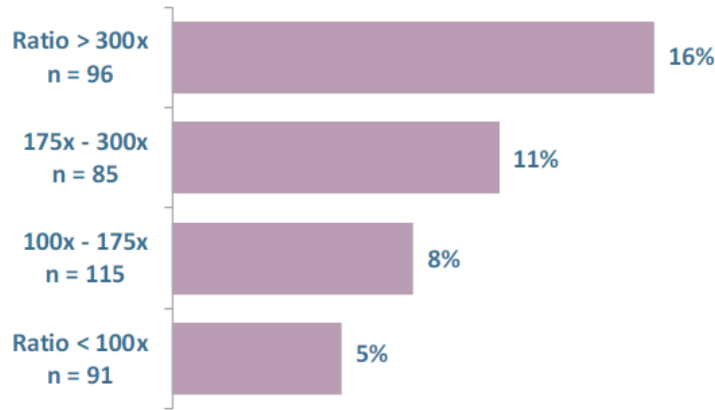
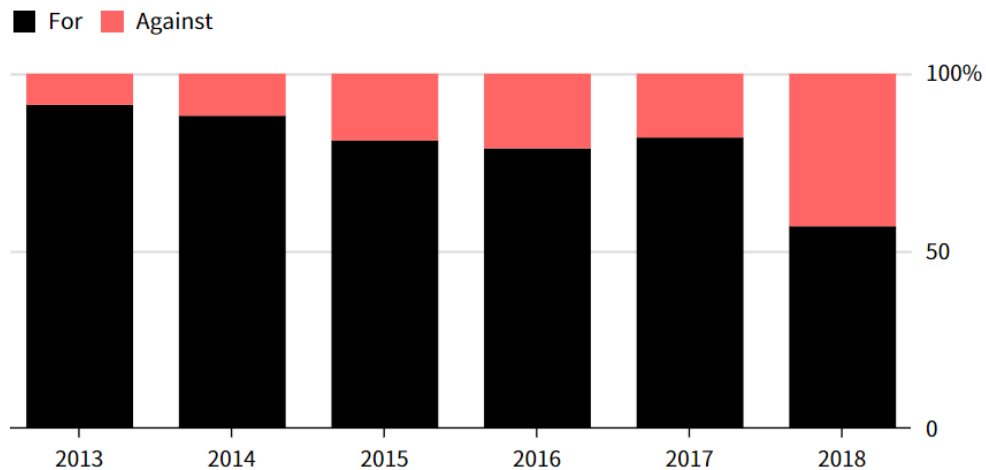


그림 17. 미국 S&P 500 기업의 CEO pay ratio 구간별 ISS 반대 권고 비율

- 미국의 대표 연기금인 CalPERS는 2018년 기준 Say-on-pay 안건에 대해 기업의 43%에 반대 의결권을 행사한 것으로 보고됨
 - 2017년 임원 보수 패키지에 대한 반대가 18%였던 점을 고려하면 매우 급증한 반대율임을 확인할 수 있음



출처: CalPERS

그림 18. CalPERS의 Say-on-pay 안건 반대 투표율 현황

- 추가로 흥미로운 점은 Say-on-pay에서 낮은 지지율을 받은 기업의 이사 선임 안건에 대해서는 높은 지지를 받은 기업군에 비해 반대 투표율을 더 많이 받은 것으로 나타남

- 따라서 보수 정책에 대한 주주의 불만이 결국 해당 임원 선임 안건의 찬반 투표 결과와도 연계됨을 알 수 있음
 - 실제로 Oracle 사의 경우 임원 보수 안건(SOP)에 대해 지속적으로 높은 반대율을 보이고 있는데, 기업이 주주의 요구를 반영하지 않자 2018년에는 보수 계획을 담당하는 이사진의 연임을 거부함
 - CalPERS의 경우에도 Say-on-pay 안건에 반대한 타겟 기업이 다음연도에 관련 개선을 보이지 않는다면, 보상위원회 위원이 될 이사 재선임 안건에 의결권을 행사하지 않거나 기업 측에 문제를 지속적으로 제기하는 식의 대응을 이어감
 - OECD(2017)에 따르면 호주에서는 보수체계 보고서에 대해 연속 2년 25% 이상의 반대 의견을 받은 기업의 경우, 이사회 구성원의 재선임 관련 투표와 연계하고 있음 (two-strikes rule)
- 최근 국민연금도 합리적 배당정책 수립을 기업에 요구했으나 이를 이행하지 않는 경우, 2020년부터는 배당관련 미개선 기업의 재무제표 승인 안건에 반대하거나 당시 재직했던 이사, 감사와 감사위원회 위원 선임에 대해서도 연계하여 반대할 수 있음을 예고함²⁴⁾

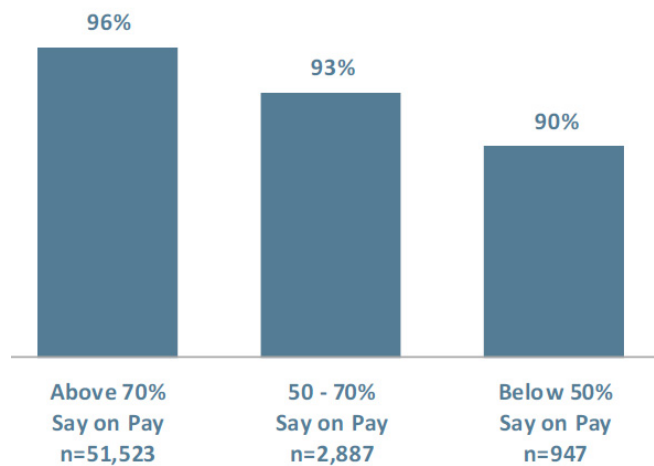


그림 19. 미국 S&P 500 기업의 Say-on-pay 찬성률 대비 이사 선임 안건

- 영국에서는 기업의 보수 정책에 대한 구속력 있는 의결권 투표(binding vote)로 주주권을 행사할 수 있음

24) 보건복지부 국민연금공단, 2018, 국민연금기금 스튜어드십 코드 도입방안(안) 발표자료.

- 영국은 최초로 2010년 스투어드십 코드(UK Stewardship Code)를 도입하였으며 2년마다 각 기관투자자의 스투어드십 코드를 개정하도록 권고하고 있음
 - 영국은 재무보고위원회(FRC; Financial Reporting Council)가 코드를 제정하고 관리 및 운영을 담당하고 있으며 독립적인 규제기관 역할을 수행함
- 영국은 FTSE 100 기업 중 주주총회(AGM) 결의에서 주주로부터 보수 보고서(remuneration report)에 대해 10% 이상의 반대 투표를 받은 기업의 비율이 최근 증가하기 시작함
 - <그림 20>는 2012년부터 2016년까지의 주주총회 시즌에 제출된 보고서에 대한 안건 투표 결과를 정리한 것이며 최근 보수관련 반대 의사표시가 높아진 것으로 확인됨
 - 2012년 주총 시즌에는 Central Rand Gold사의 경우 2011년 보수 보고서에 대해 75% 수준의 반대 투표를 받았으며 Aviva PLC. 역시 54.41%의 반대를 받는 등 임원 보수 정책에 대한 주주의 견제가 활발히 이루어짐(shareholder spring)
 - 임원 보수관련 안건에 대한 평균 반대 투표율은 2016년 주주총회 행사 기준 9.02% 수준임

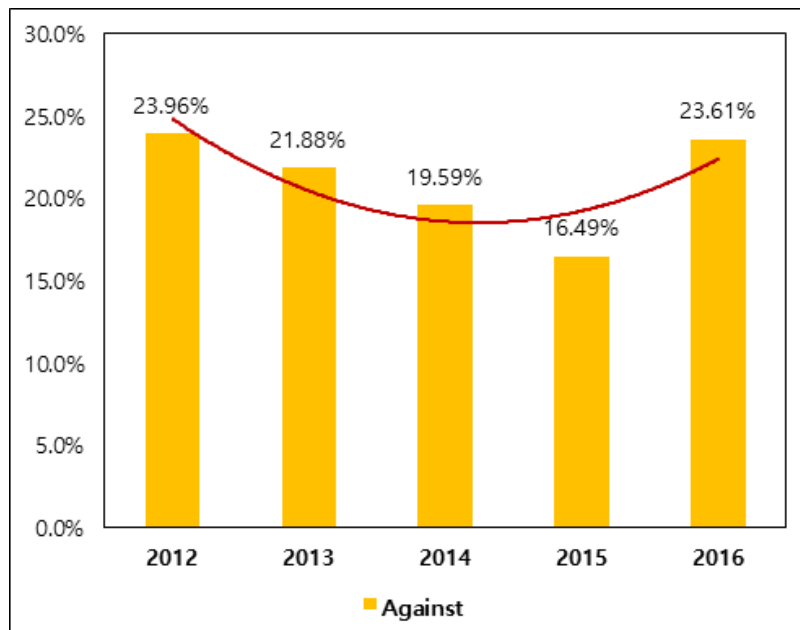


그림 20. 영국 임원 보수 안건 관련 10% 이상 반대율을 받은 기업 비중²⁵⁾

25) Director Insight, 2016, FTSE 100 Say on pay voting insight.

3) 임원 보수 관련 주주행동: 주주관여, 주주제안

- 기관투자자의 주주행동 유형은 크게 두 가지 성격으로 분류할 수 있음
 - 먼저 반대 의결권 행사(campaign), 위임장 대결(proxy fight), 소송 제기(litigation)는 경영진이 제안한 안건이나 의사결정 이슈에 대한 사후 ‘negative’ 성격의 모니터링이라고 볼 수 있으며,
 - 주주관여(engagement)나 주주제안(shareholder proposal) 방식은 주주권 행사 주체인 기관투자자에 의한 ‘positive’ 성격의 모니터링이라고 할 수 있음
- 영국 투자자 연합(IA)의 보고서²⁶⁾에 따르면 보수 관련 주주권 행사는 기업의 성과에 적절히 연계되어 있는지, 그리고 절차와 산정 기준에 대한 정보를 투명하게 공개하는지 여부가 기관투자자의 주주행동 방향(vote for/against the Say-on-pay, engagement)을 설정하는 핵심 요인이라고 언급함
 - 타겟 기업의 경영진이 제안한 안건에 대한 의결권 투표가 아닌 직접적인 주주관여 행동을 고려할 때, <표 3>과 같이 해당 기업의 경영 전략(strategy)이나 재무적 성과(financial performance)를 중심으로 대화를 시도하는 것으로 나타남
 - 임원 보수 역시 실제 주주관여 행동으로는 3번째로 많이 이루어지고 있다는 점에서, 성과 대비 보수 민감도는 기관투자자들이 타겟에 대한 주주권 행사 시 관심이 높을만한 혹은 고려해야 할 이슈라고 판단됨
 - 2018년 ICSA의 주주관여 실태 변화를 조사한 보고서²⁷⁾에 따르면 Emerging market 기준으로 경영성과(8%), 전략(6%), 자본구조(6%), M&A(6%), 보수(4%), 리더십(4%) 순의 주주관여 이슈가 확인되었으며 5년 전과 비교하면 보수관련 관여 활동이 소폭 증가한 것으로 나타남

26) Investment Association, 2018, Stewardship in Practice: A Stewardship Survey.

27) ICSA(Institute of Chartered Secretaries and Administrators), 2018, Shareholder engagement.
http://www.icsaglobal.org/wp-content/uploads/ICSA_ShareholderEngage_July_FINAL_2018-1.pdf

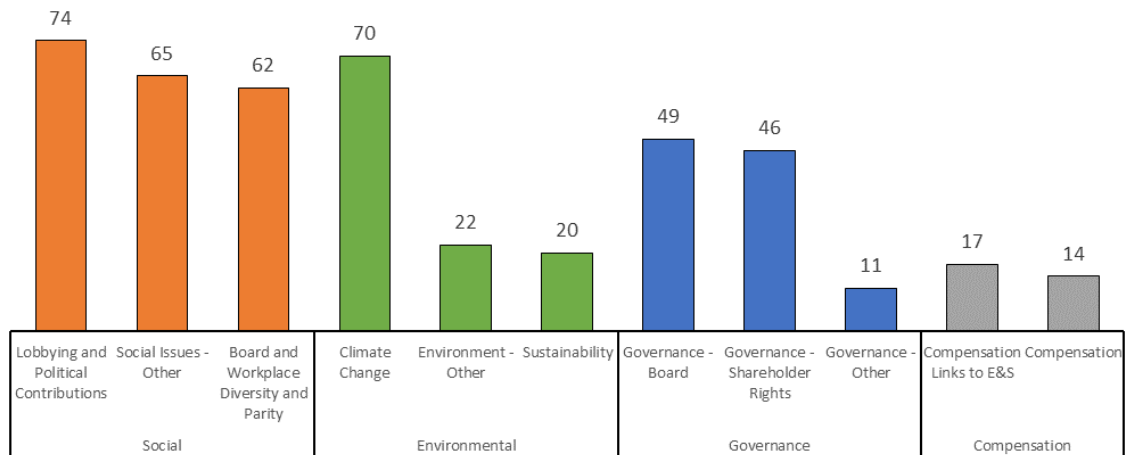
표 3. 영국 기관투자자가 주주관여 시 주목하는 기업 이슈 순위

	중요도 순위	주주관여 빈도 순위
경영 전략	1	1
재무 성과	2	2
자산 배분	3	5
리더십: 이사회 의장/CEO	4	4
임원 보수	5	3
이사회 구성(다양성)	6	6
조직문화	7	8
환경	8	7
감사 및 재무보고	9	9
경쟁력	10	11
인적 자본	11	12
사회	12	10

- 실제 미국 기업의 이사진에 대한 PWC의 서베이 결과²⁸⁾에 따르면 경영 전략에 대한 주주관여 37%, 임원 보수에 대한 주주관여가 36%로 높은 빈도로 이루어지고 있다고 답변함
 - ESG 관련 관여활동 이슈 중 기업지배구조(G)가 80% 이상의 비중을 차지하는 것으로 나타남
 - 2018년 Russell 3000 기업에 대한 총 450건의 주주제안은 대부분 ESG(Environment, Social, Governance) 관련 주제에 집중되고 있으며, 임원 보수 관련 주주제안 건수는 31건으로 조사됨²⁹⁾
 - <표 4>에서는 2017년 미국의 임원 보수 관련 주주제안 중 과반수의 지지를 확보하여 실제 가결된 건수는 0건으로 나타남
 - 대다수 주주제안 안건은 기업과의 협상 과정에서 철회(withdraw)되는 경우가 많음
 - 지배구조 및 주주권 보호 관련 주주제안은 27%의 통과율을 보이는 것으로 나타남
 - 미국의 주주제안 안건 유형은 한국보다 다양하고 구체적이라는 점에서 관련 성공 사례를 검토할 필요가 있으며, 추후 국내 기관투자자들의 의미있는 제안으로 이어지길 기대함

28) PWC, 2018, How might the changing face of shareholder activism affect your company?

29) <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/28/an-overview-of-u-s-shareholder-proposal-filings/>



출처: ISS Analytics

그림 21. 미국 Russell 3000 기업의 주주제안 안건 유형별 빈도

표 4. 미국 기업의 주주제안 안건 유형별 투표 결과 (2017년)

주주제안 유형	사례	주주제안 건수		
		안건 제출	안건 투표	과반 지지
지배구조	<ul style="list-style-type: none"> 이사회 구성 독립적 이사회 의장 후보 이사후보자 지명권(Proxy access) 	409	200	54
임원 보수	<ul style="list-style-type: none"> 환수 조항 보수 비율(Pay ratio) 공시 	97	50	0
사회/정치 이슈	<ul style="list-style-type: none"> 환경 변화 이사회 다양성 노동 관행, 인권 	453	194	6

□ CalPERS도 포커스 리스트(Focus list)³⁰⁾ 기업들의 경영활동에 관여하는 주요 이슈로 ‘경영진 보상에 대한 주주 간 명확한 조율(shareholder alignment on executive compensation practices)’을 포함하고 있음

○ 2014년에는 ‘Enhanced Focus List’ 프로그램을 도입하여 투자자 권리, 이사회 질, 다양성, 임원 보수, 재무 보고 이슈를 중심으로 주주활동을 수행하기 시작함³¹⁾

30) CalPERS는 1987년부터 지배구조와 경영성도가 나쁜 기업을 선정해 포커스 리스트를 발표해왔으며 이들 타겟 기업의 경영활동에 적극적으로 관여함으로써 수익을 극대화하려는 노력을 기울이고 있음

31) CalPERS, 2015, Corporate Engagement Enhanced Focus List Program Strategy Update.

- CalPERS는 포커스 리스트 기업의 상대적으로 저조한 기업성과에 대해, 이사회에 책임을 묻고 임원 보수 정책에 대한 정보 공개를 투명하게 할 것을 요구하는 내용의 공개서한 (letter)을 보내기도 함
- 또한 CalPERS를 중심으로 미국 기관투자자 연합(coalition)은 SEC에 Dodd-Frank 법에 규정된 CEO 보수와 직원 보수 간 차이(배수) 정보에 대한 공개(pay ratio disclosure)를 더 이상 지연해서는 안된다는 내용의 공동서한을 통해 정부 당국을 압박하기도 함³²⁾
 - 이처럼 지배구조 관련 이슈에 대해서 타겟 기업 대상뿐만 아니라 정부 당국의 공시 규제 강화 움직임에도 의견을 적극 개진하는 등 광범위한 주주활동을 수행하고 있음
- CalPERS가 주주관여 한 기업들의 실적이 시장 수익률을 상회하는 등 소위 “캘퍼스 효과 (CalPERS effect)³³⁾”를 주주행동의 대표적인 모범사례로 눈여겨 볼 만함
 - 특히 주주관여 초기에는 제안을 수용하는 대상 기업이 소수였으나 최근에는 80% 이상의 기업이 CalPERS의 요구사항을 긍정적으로 수용하고 있음

32) <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-03-22/calpers-to-maryknoll-sisters-urge-sec-not-to-delay-ceo-pay-rule>

33) CalPERS 포커스 리스트 대상 기업의 누적초과수익률이 양(+)의 값을 보임(Anson et al.(2003))

Fact Sheet CORPORATE GOVERNANCE

California Public Employees' Retirement System • 400 Q Street • Sacramento, California 95811

CalPERS 2008 Focus List Company At-A-Glance

Cheesecake Factory Incorporated (CAKE) – Calabasas Hills, California

The Cheesecake Factory Inc. operates upscale, full-service, casual dining restaurants under The Cheesecake Factory and Grand Lux Cafe marks. It also operates one self-service, limited menu express foodservice operation under The Cheesecake Factory Express mark.

Market Capitalization: \$1.5 Billion

CalPERS' Holdings: \$6.0 Million

Total Return Returns Ending 02/29/2008

TSR Ending 2/29/2008	Cheesecake Factory Inc (CAKE)	Russell 3000 Index	<u>Relative Return Russell 3000 Index</u>	Restaurants Russell Industry Peer Index	<u>Relative Return Russell Peer Index</u>
5 years	6.00%	79.70%	-73.70%	146.52%	-140.5%
3 years	-38.55%	18.13%	-56.69%	25.51%	-64.06%
1 year	-23.38%	-4.52%	-18.86%	-2.19%	-21.19%

Source: FactSet

CalPERS' Concerns:

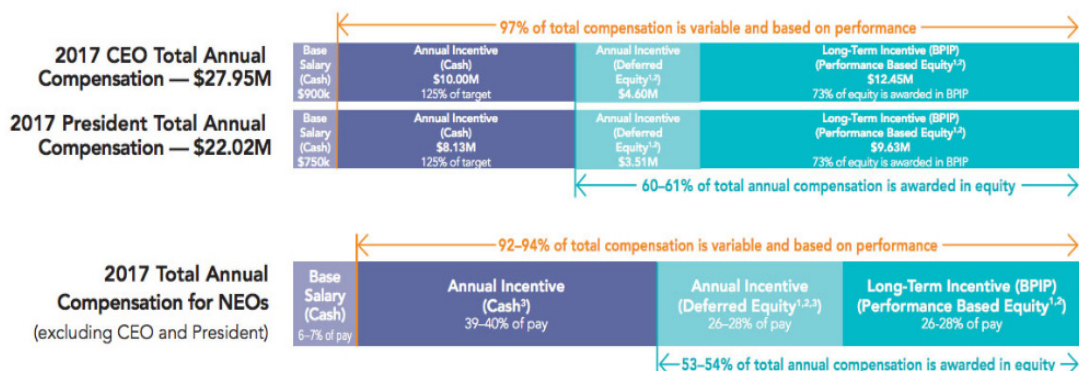
- Cheesecake Factory's stock has severely underperformed relative to the Russell 3000 index and its industry peer index over the 1, 3 and 5 year time periods ending February 29th.
- Deterioration in annual business fundamentals such as same store sales, operating margin, return on assets and return on equity.
- Lack of board accountability – The company would not agree to seek shareowner approval to remove the company's 80% supermajority voting requirements in the articles and bylaws. Only a small minority of companies in the Russell 3000 have voting thresholds of this magnitude.
- Concern over shareowner rights – The company would not agree to grant shareowners the right to act by written consent.
- Board Entrenchment Concern – Uncontested director elections are currently conducted using a plurality vote standard.
- The company does not currently disclose a policy for recapturing executive compensation ("Clawback Policy") in the event of executive fraud or misconduct.

그림 22. CalPERS가 포커스 리스트 기업에 보낸 공개서한(letter)

- 세계 최대 자산운용사 블랙락(BlackRock)은 주주관여에 관한 원칙 「Global Corporate Governance and Engagement Principles」에 입각하여 기업의 대표이사 및 이사회 구성 원들과 직접 소통함
- BlackRock은 임원 보수에 대하여 장기적 전략과 목표와 연관된 정책을 명시하도록 요구함 (Engagement is a long-term process.)³⁴⁾

34) <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-remuneration-letter-investor-stewardship-0117.pdf>

- 성과(performance) 기반의 보수를 강조하면서 특히 장기적 수익 관점의 성과 지표에 강하게 연동되어야 한다고 강조함
- BlackRock은 보수의 성과 연계성 정도가 해당 기업의 지배구조와 이사회 질(quality)을 보여주는 중요한 척도라고 언급함
 - 장기적 주주 가치와 연계되지 않는 보수 체계는 보상위원회 구성원의 재선임 관련 의결권 행사 결정에 부정적인 영향을 미침
 - 2017년 6월 BlackRock은 글로벌 제약회사인 Mylan의 경영자 보수 안건(Say-on-pay; advisory vote on executive compensation)에 대해 반대 투표를 하면서, 보상위원회 구성원의 재선임에도 연계하여 반대 의사를 표명함
 - 과거부터 해당 기업의 임원 보수가 동종 업계(peers) 및 성과에 비해 과도하다고 지속적으로 우려를 제기하였으나 이에 대한 수정이 이루어지지 않자 임원 보수 및 지배구조 개선에 관한 주주관여를 병행함
 - 실제 2016년 Mylan의 주주총회에서는 전체 주주의 35%가 Say-on-pay에 반대 의견을 표시함
- BlackRock 자신들의 임원 보수 구조에 대해서도 구성요소 및 성과 연동 체계를 중심으로 상세히 공개함
 - 2017년 기준 CEO와 CEO를 제외한 나머지 경영진(NEOs)들의 보수 체계 90% 이상이 성과 기반이라는 점을 자신있게 강조함



출처: BlackRock

그림 23. BlackRock의 임원 보수 체계

- 해외에서는 성과 대비 과도한 보수 외에도 동일업종 또는 경쟁사 대비(peer group) 경영진 보수 수준을 비교 분석하여 포괄적으로 문제 제기하는 경우가 다수임
 - MSCI는 산업, 시가총액, 경쟁사를 임원 보수에 대한 벤치마크 대상 비교기업(peer group)의 선정기준(key metrics)으로 명시하고 있음
- 따라서 Say-on-pay와 같은 임원 보수관련 안건에 대한 주주의 반대 투표의사를 비롯한 포괄적인 범주의 주주행동은 보수 구조뿐만 아니라 타겟 기업의 저조한 성과나 취약한 지배 구조 문제점을 지적하는 일종의 경고로 해석할 수 있음

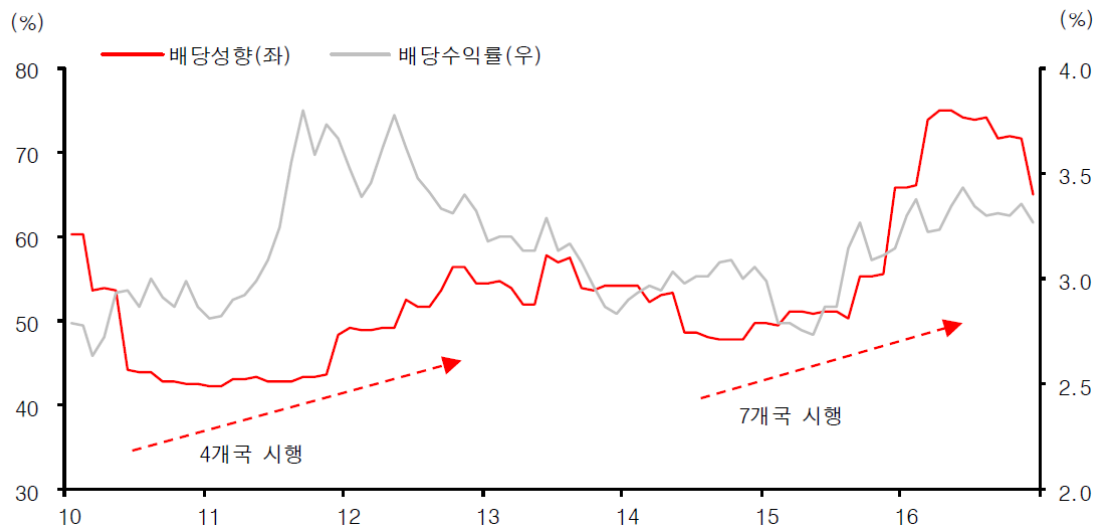
4) 배당 관련 주주행동 및 효과

- 기관투자자의 책임투자 측면에서 타겟 기업에 대한 주주행동은 주주환원 정책(payout policy)과도 밀접한 연관이 있음
 - <표 3>에서 경영성과(performance)와 자산배분(asset allocation) 이슈에 대한 주주활동 관심이 높다는 점에서 실현이익(또는 보유 현금자산) 대비 배당 수준, 동종 업계 대비 배당 성향 역시 주주로서의 권리를 행사하기에 적합한 주제라고 판단됨
 - 기관투자자는 주주의 일원으로서 기업의 주주환원 정책에 대한 요구와 같은 주주권 행사를 충실히 이행할 책임과 의무가 있음(Active ownership)
- 미국의 CalPERS는 배당을 비롯한 주주환원 정책이 미진하거나 지배구조에 문제가 있다고 판단되는 기업을 ‘포커스 리스트’로 선정하여 해당 기업을 공개적으로 압박하고 있으며 주주 가치 제고를 위한 대화를 나누는 것을 원칙으로 하고 있음
 - 2013년 8월 행동주의 투자자인 칼 아이칸(Carl Icahn)은 저평가된 Apple Inc.의 지분을 대량 매입하였으며 CEO인 Tim Cook에게 1,500억 달러 규모의 자사주 매입 및 적극적인 배당을 요구했다고 발표함
 - 이후 2014년 Apple Inc.는 요구를 수용하여 자사주 매입 규모를 늘리고 배당을 5% 확대하였으나, 2015년 칼 아이칸은 공개서한³⁵⁾을 발송하여 추가 자사주 매입을 요구함

35) “Apple Shares at Half Price”, <https://carlicahn.com/sale-apple-shares-at-half-price/>

- 최근 한국의 국민연금도 배당관련 이슈에 초점을 맞춰 ‘저배당 블랙리스트’명단을 공개하며 주주권 행사를 적극적으로 실천해 나갈 것임을 예고함
 - 현재 국민연금은 재무제표(이익배당) 안전에 대한 반대 의결권 행사에서 나아가, 배당관련 주주제안 혹은 저배당 타겟과의 비공개 대화 등을 고려 중임
 - 지속적 반대 의견, 그리고 주주의 반대에도 불구하고 미개선 여부(문제성 안전의 반복적 재상정)에 대해서는 적극적·단계적인 주주활동을 준비해야 함
 - 과소배당 여부는 기업의 현재 및 미래의 수익과 투자기회, 자금 조달비용, 재무 상태, 자금 시장 여건과 경제의 불확실성 등 여러 요소를 종합적으로 고려하여 판단할 문제임
 - 2017년 기준 국가별 배당성향은 대만 54.7% > 미국 52.4% > 일본 28% > 한국 14.9%, 배당수익률은 대만 3.7% > 일본 1.9% > 미국 1.86% > 한국 1.2% 수준으로 한국의 과도하게 낮은 배당 관행을 확인할 수 있음

- 한국형 주주행동의 활성화 측면에서 해외 및 국내 스튜어드십 코드 도입 효과에 대한 분석이 필요함
 - <그림 24>은 스튜어드십 코드 도입 국가들의 시행 전후 배당성향, 배당수익률의 변화를 보여주고 있음
 - 영국의 배당성향은 코드 도입 전 59.1%였으나 2017년 기준 111.1%로 약 52%p 상승하였으며 배당수익률 또한 0.5%p 상승함
 - 코드 도입 국가 전체를 대상으로 배당관련 변수의 연도별 추이를 보더라도 배당성향이 증가하는 추세를 확인할 수 있음



출처: Bloomberg, 유진투자증권

그림 24. 스튜어드십 코드 시행 국가의 평균 배당성향 및 배당수익률 변화

4. 임원 보수 및 책임투자 관련 의결권 행사 가이드라인

1) 해외 의결권 행사 가이드라인

- ISS를 비롯한 해외 의결권 자문사 및 기관투자자들의 임원 보수 관련 의결권 가이드라인 (proxy voting guidelines)을 살펴보면 다음과 같음
 - ISS는 한국 기업을 대상으로 이사의 보수한도(cap) 수준이 비교(peer) 기업의 보수한도에 비해 합리적 근거 없이 과도하게 높거나 보수한도의 상향 조정 또한 합리적 정당성과 무관하게 높을 경우 원칙적으로 반대를 권고함³⁶⁾
 - Glass Lewis의 최근 정책 가이드라인 개정 내용에는 Say-on-pay 및 이사 선임과 같은 특정 안건에 대한 유의미한 수준(기존 25%에서 20%로 하향 조정)의 주주 반대율에 대해서는 기업이 적절한 대응을 해야 한다고 강조함

36) ISS guideline <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Korea-Voting-Guidelines.pdf>

- 한국에 적용되는 국제적 기준 의결권 가이드라인 중 RiskMetrics Group의 「International Proxy Voting Guideline」에서는 이사와 감사 보수 안건에 대하여 1) 보수 상한이 다른 기업과 비교하여 과다하다고 판단되는 경우, 2) 이익을 내고 과거 2년 동안 배당률이 30% 이하인 상태에서 상한을 상향 조정하는 경우, 3) 최근 2년 동안 적자가 발생한 경우는 이사 보수한도 안건에 반대 투표할 것을 명시함
- CalPERS는 의결권 행사 지침인 「Global Governance Principles」에서 임원 보수가 성과와 연동되어 있거나 보수 정책에 대한 정보를 공시하는 경우에는 찬성을, 임원 보수의 산정 방식이 주주의 이해관계에 부합하지 않거나 훼손한다고 판단되는 경우 해당 안건에 반대토록 함
- 2018년 자산운용사 BlackRock의 의결권 행사 가이드라인 개정안에는 1) 잘못된 재무정보 또는 경영관행으로 보수를 수령한 자, 2) 기업 재무 상태에 직접적으로 손해를 입힌 임원, 3) 기업의 명성을 훼손시키거나 검찰 수사를 받은 자의 보수를 환수(clawback)하는 주주 제안을 지지하는 내용을 담음³⁷⁾

2) 국내 의결권 행사 가이드라인

- 국내 최대 연기금인 국민연금은 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」³⁸⁾에서 이사 보수한도 및 배당관련 의결권 행사 가이드라인을 다음과 같이 명시하고 있음
 - 실제 국민연금의 이사 보수한도에 대한 반대 의결권 행사 사유는 ‘경영성과 대비(정당한 사유 없이) 과다 또는 과도한 인상’이 대다수임
 - 국민연금은 이사 보수한도 승인 관련, 지속적으로 요구를 거부하고 개선하지 않은 경우에는 이사회가 제시한 다른 안건도 연계하여 반대 투표할 수 있음을 명시함

37) BlakRock, 2018, Proxy voting guideline for U. S. securities.

38) 본 보고서의 작성일 이후 최근 개정 사항(2019. 3. 29.)은 밑줄로 표시하였으며 국민연금은 이사 보수한도에 대한 내부기준을 보다 강화한 것으로 보임

표 5. 국민연금의 의결권 행사 세부기준: 임원 보수 관련

II-4. 임직원에 대한 보상

23. 이사 및 경영진 보상

- ① 보상위원회를 설치하는 안에 찬성하고, 이를 반복하는 안에 반대한다.
- ② 보상위원회를 모두 사외이사로 구성하는 안에 찬성하고, 이를 반복하는 안에는 반대한다.
- ③ 경영진의 성과와 보상을 연계하는 안에 찬성하고, 성과에 근거하지 않은 경영진 보상체계에 반대한다.
- ④ 이사의 재임기간 중 분식회계, 허위공시, 주가조작 등으로 주가를 인위적으로 높인 사실이 사후에 밝혀질 경우 부당하게 받은 보상을 반환시키는 안에 찬성한다.

IV. 이사 및 감사의 보상

33. 이사 보수한도 승인

- ① 이사회가 제시한 안에 원칙적으로 찬성한다.
- ② 보수한도 수준이 보수금액에 비추어 과다하거나, 보수한도 수준 및 보수금액이 회사의 규모, 경영성과 등에 비추어 과다한 경우에는 반대한다. 다만, 개별 동기임원에 대한 보상 내역과 보상 체계 등 객관적으로 보상 수준에 대해 판단할 수 있는 자료를 제공하는 경우 사안별로 검토한다.
- ③ 지침 제10조 제2호 중점관리사안에 해당하는 기업에 대한 수탁자 책임활동에도 불구하고 이를 지속적으로 거부하는 등 개선하지 않는 경우, 이사회가 제시한 안에 반대한다.

- 현재 국민연금의 배당관련 주주활동은 낮은 배당성향, 배당정책 부재 등의 조건을 충족한 기업을 대상으로 합리적 배당정책 수립을 요구 중임
 - 시가총액 5천억원 이상, 배당성향 하위 10% 기업 중 배당정책이 없는 기업, 시장상황, 산업특성, 개별기업 특수성(당기순이익의 규모 등) 등 종합적으로 고려하여 연 4~5개 기업을 선정함
 - 「주주권 행사 로드맵」에 따르면 개선여지가 없는 기업은 다음 단계로 즉각 이행하며, 필요시 직접 주주제안권을 행사할 수 있도록 하고 기업과의 대화 대상기업도 연 8~10개 수준으로 확대하는 등의 내용을 포함함
 - [2019년] 기업과 비공개 대화(1년간) → [2020년 上] 미개선 기업 대상, 비공개 중점관리 기업 선정(1년간) 및 의결권 행사 연계 → [2020년 下] 공개 중점관리기업 선정(명단 공개), 공개서한 발송
- 특히 국민연금의 ‘중점관리사안 기업’은 미국 CalPERS의 ‘포커스 리스트’와 유사한 개념이며 해당 사안을 한국 기업집단의 문제점을 반영하여 부당지원행위, 사익편취 등에 대해서도 확대 적용함

- 또한 배당관련 사안 외에도 확대된 중점관리사안에 대해 의결권 행사 연계를 명시하고 있다는 점에서, 반대 의결권 행사는 타겟 기업의 전반적인 지배구조 수준 또는 개선여부와 관련성이 있을 것으로 판단됨

표 6. 국민연금의 의결권 행사 세부기준: 배당 관련

I. 재무제표 승인	
2. 이익잉여금 처분의 적정성	
회사의 적정배당 정책에 의한 배당은 찬성한다. 다만, 기금운용본부가 배당관련 기업과의 대화를 추진하였으나 개선이 되지 않는 경우, 또는 배당금 지급수준이 회사의 이익규모, 재무상황, 투자기회, 자사주 매입 규모, 임직원에 대한 보상 및 기부금 등을 고려하여 주주가치를 훼손할 정도로 과소하거나 또는 과도한 경우 반대한다.	
국민연금 배당관련 권리행사 절차 및 기준	
목적	주주가치 제고 및 기금의 장기수익성 제고
행사내용	합리적 배당정책 수립 및 배당정책에 따른 배당 요구
기업과의 대화	(대상) 합리적 배당정책을 수립하지 않거나, 배당정책에 따른 배당을 하지 않은 기업 * 배당 관련 반대 의결권 행사 기업, 배당성향 낮은 기업 우선 검토 (내용) 기업과 우호적 대화채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 합리적인 배당정책의 자발적 수립 유도
중점관리 기업 지정 및 공개	(대상) 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 다음연도 정기주주총회 전까지 개선이 없는 기업 (내용) 중점관리기업으로 지정하고 지속적으로 개선 유도 * 비공개가 원칙이며, 중점관리기업 지정 후 다음연도 정기주주총회까지 개선이 없는 경우 의결권행사전문 위원회가 대상 명단 공개여부 결정
주주제안 참여	(대상) 명단을 공개한 중점관리기업 중 다른 소수주주가 주주제안에 참여를 요청하는 기업 (내용) 의결권행사전문위원회가 참여의 적절성 등을 고려하여 참여여부 결정

표 7. 국민연금의 의결권 행사 세부기준: 중점관리사안 기업³⁹⁾

제3장 제10조. 중점관리사안 선정 기준

1. 기업의 배당정책

(기준) 합리적인 배당정책을 수립하지 않거나, 합리적인 배당정책에 따른 배당을 하지 않을 경우
 (의결권 행사 연계 대상) ■ 재무제표 반대, ■ 이사, 사외이사, 감사(위원) 선임 반대
 * 비공개 대화시 이사회 재직 중이었던 임원 등 반대

2. 임원 보수한도의 적정성

(기준) 보수금액, 기업의 경영성과 등과 연계되지 않은 이사보수한도를 제안하여 주주권익을 침해하는 경우
 (의결권 행사 연계 대상) ■ 이사, 감사 보수한도 승인 반대, ■ 퇴직금 규정 승인 반대, ■ 이사, 사외이사, 감사(위원) 선임 반대
 * 비공개 대화시 이사회 재직 중이었던 임원 등 반대

3. 법령상의 위반 우려로 기업가치의 훼손 내지 주주권익을 침해할 수 있는 사안

(기준) 국가기관의 조사 등 객관적 사실에 근거하여 아래의 경우에 해당할 경우
 ① 당해 회사와 관련한 횡령, 배임 행위
 ② 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위 (부당지원행위)
 ③ 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위 (경영진의 사익편취)
 (의결권 행사 연계 대상) ■ 이사, 사외이사, 감사(위원) 선임 반대
 * 사건 당사자, 발생 당시 재직임원, 비공개 대화시 이사회 재직 중이었던 임원 등 반대

4. 지속적으로 반대 의결권을 행사하였으나, 개선이 없는 사안

(기준) 회사의 주주총회 안건 중 기금이 지속적으로 반대이사 표시를 했음에도 불구하고 개선되지 않는 안건의 경우
 (의결권 행사 연계 대상) ■ 개선이 없는 해당 안건 반대, ■ 이사, 사외이사, 감사(위원) 선임 반대
 * 비공개 대화시 이사회 재직 중이었던 임원 등 반대

39) ‘국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침(2019. 3. 29.)’과 2018년 7월 ‘국민연금기금 스튜어디십 코드 도입관련 공청회 자료 중 4. 연도별 주주권 행사 내용(안)’을 재정리함

5. 임원 보수 관련 공시제도

1) 해외 임원 보수 관련 공시제도

- 미국의 임원 보수 공시제도는 1933년 증권법(Securities Act of 1933) 및 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제정과 함께 법률적 근거규정이 마련되었으며 1938년부터 위임장설명서(Proxy statements)에 임원의 보수를 기재하기 시작함
- 이후 SEC는 1938년 8월 11일 임원 보수 공시기준인 「Executive Compensation and Related Person Disclosure」를 제정하여 임원 보수를 공시하도록 기준을 설정함
- 1992년에는 새로운 임원보수 공시기준(1992 Rules)을 발표하여 기업의 보수위원회가 보수 정책을 포함한 관련 정보를 주주에게 표(Standardized compensation disclosure table) 양식으로 작성하도록 요구함
 - 최고경영자(CEO) 보수를 포함한 임원의 총 보수금액이 10만 달러를 초과하는 상위 4명의 임원에 대한 보수 공시를 의무화함
- 2002년 사베인-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act) 제409조에 의해 보수 상위 5인의 임원에 대한 공시로 대상 범위가 확대되었으며 관련법 개정이 이루어짐
 - 시가총액 7억 달러 이상의 상장기업 최고경영자와 이사 중 10만 달러를 초과하는 5인의 보수 계약 및 계획을 의무적으로 공시하도록 강화
- 2008년 글로벌 금융위기의 원인 중의 하나로 금융회사의 임원에게 과도한 보수를 지급하였기 때문이라는 논란이 확산되며, 2010년에 금융개혁법(Dodd-Frank Act)이 제정되면서 임원 보수에 대한 공시가 더욱 확대 강화됨
 - SEC의 개정⁴⁰⁾에 따라 상장기업의 경우 PEO(Principal Executive Officer), PFO(Principal Financial Officer)⁴¹⁾, 그리고 보수 총액 상위 3명과 총 5명(Top 5 executives)의 임원에 대해 등기 여부와 무관하게 개인별 보수 내역과 함께 금액을 공시하도록 요구함

40) SEC, "Executive Compensation and Related Person Disclosure", Release No. 33-8732A(2006. 8. 29); 17 CFR §229 of Regulation S-K (Item 402) "Executive Compensation".

41) 각각 기존 CEO, CFO를 지칭하는 용어로 간주할 수 있음

- 보수 요약표(Summary Compensation Table)에는 임원 개별로 구분하여 보수 구성을 급여(salary), 상여금(bonus), 주식(stock awards), 주식매수선택권(option awards), 비주식형 인센티브(non-equity incentive plan compensation) 등 각 항목을 구체적으로 기재해야 함
 - 급여와 보너스는 현금 보수 외에도 비현금성 요소와 이연된 금액을 포함하여 공시함
 - 주식 및 옵션에 대해서는 부여일의 공정가치를 기재하고 공정가치를 산술하기 위한 식을 서술하여야 하며, 주식매수선택권 부여가 당기에 수정된 경우에는 공정가치 변동분을 기술하여야 함
 - 기타 보수에는 임원이 수령하는 특권 및 개인적인 혜택 등을 포함함

Name and principal position	Year	Salary (\$)	Bonus (\$)	Stock awards (\$)	Option awards (\$)	Non-equity incentive plan compensation (\$)	Change in pension value and nonqualified deferred compensation earnings (\$)	All other compensation (\$)	Total (\$)
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)
PEO									
PFO									
A									

그림 25. 미국 임원 보수 공시 요약 표 양식⁴²⁾

- 이 외에도 보수관련 정보에 대한 구체적 설명이 포함되어야 하며 동종업계 대비 해당 기업의 성과⁴³⁾를 비교한 그래프(performance graph)를 함께 제시하여야 함
 - Glass Lewis는 영업현금흐름, 주당순이익, 총주주수익률(TSR), 자기자본수익률(ROE), 자산수익률(ROA)을 근거로 성과를 평가함
- 또한 2011년부터 상장기업들이 임원 보수 지급계획에 대해 최소 3년에 1회 주기로 주주승인(Say-on-pay)을 받도록 의무화하고 있음

42) <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/229.402>

43) 성과지표는 총주주수익률(Total Shareholder Return)을 사용하여 비교함

- 증권거래위원회(SEC) 규정에 따라 “임원 보수 관련 논의 및 분석(CD&A; Compensation Discussion & Analysis)”양식이 새롭게 마련되면서 해당 정보도 공시해야 함
 - 보수에 관한 철학과 기타 성과지표 등을 상세히 기술하고 세부적인 보수 항목의 산정 과정에 대해 쉽게 이해할 수 있도록 이를 문장 형태로 서술하도록 요구함

- 특히 전년도 Say-on-pay 투표 결과를 반영한 보수 결정인지 반영 여부와 내용까지 보고서에 포함하도록 함
 - Say-on-pay에 대한 주주의 지지를 유도하기 위해서 일부 기업들은 임원 보수 공시체계를 보다 구체적으로 기재하기 시작함
 - ‘실현가능(realizable) 보수’와 ‘실현(realized) 보수’를 구분하고 임직원 간 보수 격차 비율을 공개하도록 권고하는 등 공시수준을 강화하는 추세임

- 2013년 10월에는 도드-프랭크법 제953조는 Regulation S-K Item 402⁴⁴⁾의 일부를 개정하여 최고경영자(CEO)와 종업원 보수 중간값 간 보수 비율(pay ratio)을 개정안에 포함시키도록 함

- 또한 증권거래법 Section 14(i)는 임원에게 실지급된 보수 금액과 기업의 성과 간 연관성 (pay for performance)에 대한 정보를 위임장설명서에 공시하도록 개정함
 - 2015년 4월, Regulation S-K Item 402(v)를 신설하여 보수-성과 연계성에 관한 최근 5년간의 정보를 표 형식으로 공시하도록 함

- 독일은 2005년부터 임원 개별 보수를 공시하도록 하였으며 2009년에는 임원 보수 적정성에 관한 법률(VorstAG; Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung)을 제정하여 보수에 대한 공시를 강화하고 보수 적정성까지 규제하고 있음

- 일본은 상장기업의 개별 이사 보수 금액이 1억 엔 이상인 임원에 대하여 상세내역을 유가증권 보고서(Annual securities report)에 공개하도록 하고 있음

44) 17 CFR §229, 249 of Regulation S-K (Item 402(u)) “Pay Ratio Disclosure”(2015. 8. 5).
<https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf>

- 일본에서도 한국과 동일하게 주주총회에서 임원 보수의 총액을 결정하고 세부적인 지급 결정은 이사회 등에 위임하는 구조임
- 최근 일본 정부는 상장, 비상장 모든 기업 임원의 보수 산정 방식을 의무적으로 공개하도록 하는 개정안을 2019년에 제출 예정임
 - 개정안은 고정 보수와 성과 연동 보수, 성과 연동에 따른 보수 산정 방식, 보수 위원회(사외 이사 포함) 설치 여부, 보수 결정 시기에 대한 공시를 추가 요구하고 있음
- 일본 회사법 제361조에 의하면 이사의 보수 유형을 고정급, 금액이 확정되지 않은 변동 보수, 그리고 현금 이외의 보수로 구분함
 - 일본의 임원 보수 구조는 고정급 중심이며 장기 인센티브 비율이 낮은 편임

2) 국내 임원 보수 관련 공시제도

- 한국의 이사 보수의 결정 과정은 먼저 전체 이사의 보수 총액 또는 한도만을 주주총회의 승인을 받고, 실제 지급되는 이사 개별 보수는 이사회나 보상위원회 등에서 결정하는 구조임 (감사 보수도 동일)
 - 보수한도에 대한 승인 시점이 직전연도 실제 지급 금액에 대한 정보를 파악하기 전이라는 점은 한계임
- 기존 임원 보수 공시는 상법 제388조에 근거하여 주주총회에서 결의된 이사 전원의 보수 총액에 대한 한도 승인금액과 임원 보수 총액만을 공시함
 - **[상법 제388조]** 이사의 보수는 정관에 그 액을 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 이를 정한다.
- 2013년 5월 28일, 자본시장법 제159조 제2항 제3호 및 동법 시행령 제168조 제2항의 개정안에 따라 개별 임원의 보수 금액이 의무적으로 공개되기 시작함
 - 해당 개정안은 2013년 11월 29일부터 변경된 공시제도가 시행되었으며, 사실상 2014년부터 기업의 개별 임원 보수가 공시됨(2013년 결산 사업보고서가 첫 사례)
 - **[자본시장법 제159조(사업보고서 등의 제출)] ② 3.** 임원 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법(임원 개인에게 지급된 보수가 5억원 이내의 범위에서 대통령령으로

정하는 금액 이상인 경우에 한한다)을 사업보고서에 기재한다.

- [자본시장법 제168조(사업보고서의 기재사항 및 첨부서류) ② ‘대통령령으로 정하는 금액’이란 각각 5억원을 말한다.

○ 사업(분·반기 포함)보고서에 연간 5억원 이상의 보수를 수령하는 임원의 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법을 공개하도록 함

- 5억원의 기준은 당해연도에 지급 또는 실현된 보수 기준이며, 보수공개 대상이 되는 임원은 등기임원(이사 및 감사)에 한함

- 등기임원은 사업연도에 재임(현직) 및 퇴임한 등기임원을 포함함

- 보수 항목에는 소득세법상 근로소득, 기타소득, 퇴직소득으로 인정되는 모든 보상과 주식매수선택권 행사이익을 포함하며 개별 항목과 합산 총액을 기재함

- ‘근로소득’은 급여, 상여, 주식매수선택권 행사이익, 기타 근로소득(임원 퇴직소득금액 한도 초과액) 등의 합계액을 말함(소득세법 제20조)

- ‘기타소득’은 퇴직 전에 부여받은 주식매수선택권을 퇴직 후에 행사하여 당기에 실현한 이익 등을 포함함(소득세법 제21조)

- ‘퇴직소득’은 사용자 부담금을 기초로 하여 현실적인 퇴직을 원인으로 지급받은 소득을 말함(소득세법 제22조)

- ‘보수 총액에 포함되지 않는 보수’는 장래 지급하여야 할 보수(주식매수선택권, 스톡옵션, 지급 사유가 발생하여 금액이 확정되었으나 이연 지급하는 경우 등)에 관한 내용을 기재함

- 당해 사업연도에 미실현된 보수의 경우에는 그 부여현황을 기재하며 당해연도에 행사된 주식매수선택권의 행사이익 금액은 그 가치를 기재함

○ 보수의 산정기준 및 방법은 각 기업이 자율적으로 기재하도록 하여 별도의 구체적인 공시 기준이 존재하지 않음

- 따라서 보수 산정기준과 방법은 대부분 형식적인 수준에 그치고 있으며, 기업에 따라 보수관련 공시수준(disclosure quality)의 차이가 다소 존재함

○ 보수 총액 및 항목에 대해 구체적으로 공시할 내용과 양식은 금융감독원의 「기업공시서식 작성기준」에서 규정함

- 2016년 3월 29일, 등기여부와 무관하게 지급된 보수 총액이 5억 원 이상인 보수 총액 기준 상위 5명에 대한 개인별 보수를 공시하도록 보수 공시 대상이 확대 개정됨
 - 해당 개정안의 실제 시행은 2년 후인 2018년부터 적용되기 시작함
 - [자본시장법 제159조(사업보고서 등의 제출) ② 3의2. 보수총액 기준 상위 5명의 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법(개인에게 지급된 보수가 5억원 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상인 경우에 한정한다)을 사업보고서에 기재한다.
 - 이사와 감사를 포함한 등기임원에 대해서만 보수 공개가 이루어진다는 점에서 미등기임원을 공시 대상에 포함시켜야 한다는 주장이 제기됨
 - 일부 지배주주 일가의 경우 보수 공시를 회피하기 위해 미등기임원으로 전환하는 사례가 발견됨
- 참고로 2018년 3월 15일, 금융위원회가 발표한 「금융회사 지배구조 개선 방안」에는 고액 연봉 임직원의 개별 보수 총액을 보수체계연차보고서에 공시하도록 의무화하는 방안이 포함됨
 - 해외와 유사하게 금융회사의 성과 대비 과도한 보수라는 사회적 비판이 지속적으로 제기되면서 금융회사의 임원에 대한 보수 공시체계 개정의 필요성이 대두됨
 - 2018년 9월에는 금융회사 임원 보수 공시를 강화하는 방안이 담긴 「금융회사의 지배구조에 관한 법률 일부 개정안」이 국무회의를 통과함
 - 일정금액 이상⁴⁵⁾ 보수를 수령한 임원의 보수 총액, 성과보수 총액, 산정기준 등을 보수체계 연차보고서에 공시하도록 함
- 특히 자산총액 2조원 이상인 상장 금융회사를 대상으로, 등기임원에 대한 보상계획을 임기 중 1회 이상 주주총회에 상정하여 주주의 심의를 받을 수 있도록 하는 Say-on-pay가 의무화함
 - 단, 금융회사의 임원 보상계획 관련 투표결과에 대한 구속력은 권고성으로 운영하도록 함 (non-binding, advisory vote)
- 따라서 현 시점의 한국 임원 보수 공시제도 하에서는 다음과 같은 보수 정보를 확인할 수 있음

45) 예시로 자본시장법 상 개별 보수 공시대상 기준과 동일하게 보수 총액 5억원 이상인 등기임원, 또는 보수 총액 상위 5인으로 5억원 이상인 미등기임원, 그리고 성과보수는 총액 2억원 이상인 임원으로 제시됨

① 이사 및 감사 전체의 **주주총회 승인금액**

- 공시 항목
 - 구분, 인원수, 주주총회 승인금액, 비교
- 구분 유형⁴⁶⁾
 - 등기이사, 사외이사, 감사위원회 위원 또는 감사
 - 이사(사외이사 포함), 감사
 - 이사(사외이사, 감사위원 포함)
 - 사내이사, 사외이사

② 이사 및 감사 전체의 **보수 지급금액**

- 공시 항목
 - 인원수⁴⁷⁾, 보수 총액, 1인당 평균보수액⁴⁸⁾, 비교
- 구분 유형
 - 등기이사(사외이사, 감사위원회 위원 제외), 사외이사(감사위원회 위원 제외), 감사위원회 위원, 감사

③ 이사 및 감사의 **개인별 보수현황과 산정기준 및 방법**

- 개인별 보수현황 공시 항목
 - 이름, 직위, 보수 총액, 보수 총액에 포함되지 않는 보수
- 산정기준 및 방법 공시 항목
 - 이름, 보수의 종류⁴⁹⁾, 총액, 산정기준 및 방법

□ 위에서 살펴본 미국의 임원 보수 공시체제와 비교할 때, 추후 보수 산정기준 및 방법, 보수와 성과의 연관성에 대한 근거가 보다 구체적으로 공시될 수 있도록 공시 규제방향을 개선할 필요가 있음

46) 주주총회 승인금액과 실지급액에 대한 임원 구분은 기업마다 상이하게 구분하거나 중복으로 기재되는 경우도 다수 발견됨에 따라 본 연구에서는 총 합산 금액을 중심으로 분석함

47) 일부 실제 보수 지급액이 없거나 지급을 철회된 임원이 공시대상 인원수에 포함되는 경우도 있음

48) 1인당 평균보수액은 보수 총액을 인원수로 단순 나누기 한 수치임

49) 보수의 종류는 크게 근로소득(급여, 상여, 주식매수선택권 행사이익, 기타 근로소득)과 퇴직소득, 기타소득으로 분류됨

6. 해외 주주행동 사례를 통한 국내 연구 방향

- 본 보고서에서는 임원 보수의 상한이나 상대적 격차 및 비율 등을 법적으로 강제 제한하는 방식은 과도한 규제가 될 수 있다고 판단하여, 국내 임원의 보수 수준에 대한 객관적인 평가를 내리고 주주에 의한 모니터링 관점에서 그 효과성에 대한 제언을 하고자 함
- 해외 사례를 종합해 보면, 사회적으로 임원 보수에 대한 규제 필요성을 공감하면서 관련 논의가 최근 전세계적으로 시작 및 확산되는 추세임을 확인할 수 있음
 - 먼저 임원 보수에 대한 투자자들의 관심이 관련 정보에 대한 공시(pay disclosure)를 요구하는 목소리로 이어졌고, 이후 공개된 보수 공시 자료로 구조적 문제점이 실제로도 확인됨에 따라 그 심각성에 대한 사회적 공감대가 확산됨
 - 최근 국내에서도 고액을 수령하는 개별 임원의 보수 정보, 미등기임원을 포함한 보수 공시 요구 등 일련의 임원 보수에 대한 규제 강화 흐름을 고려할 때, 해외 선진 사례들을 사전에 검토할 필요성이 있음
 - 보수의 적정 수준에 대한 연구와 과도한 보수를 통제하는 수단에 대한 정책적 논의가 활발히 이루어지고 있으며, 그 중심에는 기관투자자의 강한 목소리(voice)와 참여가 뒷받침하고 있음
- 따라서 본 연구는 주주행동 및 관련 공시제도와 관련하여 임원 보수의 수준, 괴리도, 성과 연계성 등을 중심으로 보수 구조의 적정성에 대한 현황과 견제 효과에 대한 분석을 수행함
 - Say-on-pay를 비롯하여 임원 보수관련 규제는 해외 선진국에서도 역사가 그리 오래되지 않았으며, 최근 국내에서도 일정 부분을 도입하고 있고 정책으로 반영해 나가는 중임
 - 스튜어드십 코드 이후 기관투자자의 주주행동 역할에 대한 논의가 더 활발히 진행될 것으로 예상되므로, 한국 기업 문화와 지배구조 환경에 맞는 “Korean Pay Code” 를 마련해야 할 것임
 - 개인별 임원 보수 공개에 대한 찬반 논쟁의 근거가 첨예하게 충돌하고 있는 만큼, 급진적인 강제 성격의 규제보다는 권고 및 설명 접근법(Comply or Explain)에 의해 기업의 자발적인 개선을 유도해야 함

- 추가로 다른 국가에 비해 지배구조가 취약하고 주주환원에 인색한 한국 기업들이 행동주의 투자자들의 타겟으로 선정될 가능성이 높다는 점에서, 배당관련 현황 및 적극적 주주행동에 따른 개선 여부를 분석함

- 주주행동 관련 다수의 해외 선행연구에서 그 효과성에 대한 결과를 긍정적으로 입증하고는 있으나, 현실에서는 실제 부결로 이어지는 비율이 매우 저조하며 문제성 안건이 개선되지 않은 채 반복적으로 재상정되기도 함
 - 2017년 기준 행동주의 투자자로부터의 타겟이 된 미국 기업의 20%가 과거 5년 동안 타겟 경험이 있는 기업으로 나타남⁵⁰⁾
 - 따라서 일회성 공격이 아닌, 기업과 기관투자자의 장기적 유대관계를 유지하고 기업의 문제성 이슈에 대해 건전한 대화를 나누는 지속적인 관여(engagement) 행동을 병행할 필요성이 있음

- 추후 국내에서도 의결권 행사에 집중된 주주행동 외에 다양한 방식의 관여 및 주주제안 등이 활발히 이루어진다면, negative 성격의 주주행동과 positive 성격의 주주행동 유형 간 지배구조 개선 효과의 차별성 여부에 대한 분석도 흥미로운 연구 주제가 될 수 있을 것임

50) J. P. Morgan, 2017, The 2017 Proxy Season.

III 표본 및 변수 설명

1. 연구 설계

1) 분석 대상

- 기관투자자의 적극적인 주주행동 방식 중 국내에서 대표적으로 관찰할 수 있는 변수로 ‘경영진 제안 안건에 대한 반대 의결권 행사’ 변수를 이용하여, 현 주주행동 현황을 살펴보고 임원 보수 및 배당 관련 지표에 어떠한 영향을 미치는지 지배구조 측면에서 분석하고자 함
- 개별 임원 보수 자료에 대한 의무 공시에 의해, 최고경영자(CEO) 또는 지배적 영향력을 미치는 Top 1인의 보수를 파악할 수 있는 2013년부터 2017년까지를 분석 기간으로 함
 - 개별 임원 보수 공시대상에 최고경영자(CEO) 직책을 가진 1인이 포함되지 않는 기업의 경우에는 회장 또는 그룹회장(지배주주, 오너일가 중 가장 영향력이 큰 1인) 등 당해연도의 최상위 직책에 있는 자를 최고경영자의 권한과 상응하다고 간주함
 - 본 연구에서의 개별 임원의 보수 총액은 급여, 상여 등 현금 보수를 합산한 금액이며 퇴직금과 주식매수선택권 행사이익은 제외함
 - 퇴직금은 퇴직 시점에 일괄 지급되는 금액으로 일반적인 보수와 성격이 상이하며, 주식매수선택권의 행사이익은 부여기간의 성과에 근거한 금액이 아니라 기간 경과 이후 행사에 따른 실현이익이라는 점에서 분석하고자 하는 성과 연계성과 무관한 항목으로 판단하여 제외함
 - 최종 분석대상은 5억원 이상의 보수를 수령하는 등기임원이 존재하는 기업만을 표본으로 하고 있으며, 2018년부터 적용된 미등기임원에 대한 보수는 제외되어 있다는 점을 밝힘
 - 등기이사 중에서도 당해연도에 임기만료에 의한 퇴임, 사임 및 해임 등의 사유로 퇴직한

전직 임원을 제외하고 실제로 보수를 수령한 현직 임원에 대해서만 분석 대상에 포함함

- 사업보고서 서식에 의하면 임원의 분류에 따라 등기임원 수를 기재하고 있으나, 일부 중복이 포함되어 있으며 모든 기업이 일관된 양식으로 기재하고 있지 않다는 점에서 총 인원 수 기준으로 우선 파악함⁵¹⁾
- 한편, 퇴직 임원과 무보수 임원에 대한 제외(포함) 여부를 각주로 기재하지 않는 경우에는 임원의 인원 수에 해당 임원이 포함되었는지 파악이 어려움
- 따라서 사업보고서의 임원 현황을 개인별로 대조하여 12월 말 기준 현직 상태인 임원만을 추출하였으며, 이를 임원 수 및 1인당 평균 보수금액 산출에 사용함

□ 반대 의결권 행사 여부 및 반대율, 안건 유형, 기관투자자에 대한 자료는 한국기업지배구조원 VIP⁵²⁾에서 수집한 데이터를 가공함

○ 본 연구는 유가증권시장 상장기업 중에서 정기 주주총회에 상정된 경영진 제안 안건에 대해 의결권 행사한 이력이 있는 최종 표본인 1,088(firm-year) 기업에 대해 분석함

- 해당 기간의 의결권 행사 전체 데이터에 대한 표본은 총 2,487개⁵³⁾로 확인되었으나, 개별 임원의 보수 총액이 5억원 이상인 기업으로 본 연구의 분석 대상이 한정되었다는 점에서 표본 수가 다소 감소함
- 이에 현 시점까지의 국내 기관투자자의 반대 투표율 관련 현황은 의결권 행사 전체 데이터를 중심으로 제시함

□ 또한 표본 기업의 비교가능성을 높이기 위해 결산월이 12월이 아닌 기업과 금융업에 속한 기업, 외국회사, 해당연도에 자본잠식 또는 관리종목으로 지정된 기업을 제외함

2) 주요 변수의 정의

□ 본 연구에서는 기관투자자의 반대율 변수를 다음과 같은 기준으로 산출함

- 임시 주주총회는 개최 빈도가 연간 일정하지 않아 연도별 반대율 비교분석에는 적합하지 않으므로 제외함

51) 사내이사와 사외이사, 감사(위원)에 대한 분류가 명확하게 기재된 경우에 대해서도 최대한 조사함

52) VIP(Voting Information Plaza) <http://vip.cgs.or.kr/main/main.asp>

53) 의결권 행사 현황으로 제시한 2018년까지의 표본 대상은 총 2,655개임

- 주주제안 안건의 경우 기관투자자의 반대율이 경영진을 견제하는 효과로 해석할 수 없으므로, 반대 의결권 행사에 대한 해석 방향을 통일시키기 위해 경영진 제안 안건만을 대상으로 함
 - 임원 선임 과정에서 다수 명의 후보 중 일부 후보를 선임하는 방식인 경선 안건은 선임을 반대하는 후보에 대한 반대 의결권 행사가 반드시 수반되므로 이를 제외함
 - 재무제표 승인 안건 등 보고 안건의 성격 역시 기관투자자의 의견 표명과 투표 결과 간 직접적인 연관성이 없으므로 제외함
 - 최종적으로 기관투자자의 의결권 행사 의견이 ‘찬성, 반대, 중립, 불행사’ 중 최소 1개에 해당하는 투표로 이루어진 경우만을 포함함
- 임원 보수를 지배구조 관점에서 접근하기 위해 본 연구에서는 전체 임원의 평균 보수 수준의 변화, 최고경영자(CEO) 보수 대비 나머지 등기임원의 평균 보수 비율(CEO-TMT pay ratio), 최고경영자(CEO) 대비 일반 종업원의 평균 보수 비율(CEO-EMP pay ratio), 등기 임원의 평균 보수 대비 일반 종업원의 평균 보수 비율(TMT-EMP pay ratio) 변수 등을 사용하여 반대율 효과가 미치는 영향을 분석함
- 과도한 임원 보수에 대한 견제 측면에서 고려해야 할 사항은 1) 실제 지급 수준, 2) 보수 불균형 (pay inequity/gap), 3) 보수 산정 기준에서의 성과 연동성을 중점적으로 고려하여야 함
 - 특히 먼저 주주총회에서 전체 등기임원의 보수한도를 승인받고, 이후 실지급은 내부 절차에 따라 불투명하게 이루어지고 있는 국내 기업의 임원 보수 시스템을 고려하여⁵⁴⁾, 주총에서 승인된 보수한도 대비 실제 지급된 보수 비율(Pay-Cap ratio)과 전기 실제 지급된 보수 대비 당기 승인된 보수 한도금액 간 괴리율(Cap-Pay disparity) 변수도 추가로 살펴봄
 - 일부 경영성과가 저조하거나 적자인 기업에서 오히려 임원 보수한도를 높이거나 유지하는 수준의 주주총회 안건을 상정하는 사례가 있으며, 최근 이러한 관행에 대한 국민연금의 반대 투표 행사가 증가하고 있음
 - 특히 보수의 경영성과 연동성(pay for performance)을 살펴보기 위하여 본 연구에서는 EBITDA 기준의 ROA를 기준으로 경영성과의 움직임 방향과 임원 보수 증감이 어떠한 연계성을 가지는지 살펴보고, 이를 반대 의결권 행사로 견제할 수 있는지에 대한 분석을 수행함

54) 12월 결산법인의 경우 대부분 정기주총이 3월에 이루어지고 있다는 점에서, 주총 안건으로 상정된 이사(감사) 보수한도는 기초(3월)에 승인되며 실제 지급된 보수는 기말까지의 실지급(paid) 변수를 사용한다는 점에서 시점의 괴리가 존재함, 따라서 주총에서의 보수 한도금액 승인 관행에 대한 발전적 논의도 추후 필요할 것으로 보임

IV 국내 기관투자자의 의결권 행사 현황

1. 의결권 행사 현황

- 먼저 국내 기관투자자가 의결권 행사를 수행한 전체 표본에 대한 최근 연도까지⁵⁵⁾의 현황 보고를 다음과 같이 제시함
 - <표 8>은 국내 기관투자자를 연기금과 민간 기관투자자로 유형을 분류하여 정기 주주총회에서 찬반 투표에 참여한 연도별 타겟 기업의 수를 보여줌
 - 국내 연기금은 국민연금을 비롯한 공무원연금공단, 사립학교교직원연금공단 3곳의 의결권 행사 내역이 포함되어 있음
 - 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 참여 현황은 아래와 같으며, 2018년 기준 86개의 민간 기관투자자가 기업을 대상으로 의결권 행사(찬성, 반대, 중립, 불행사)에 참여함
 - (2013년): 83개 → (2014년): 78개 → (2015년): 76개 → (2016년): 69개 → (2017년): 77개 → (2018년): 86개
 - 최근 5년 내 기관투자자가 주주권 행사에 참여한 기업의 수, 특히 반대 의결권 행사가 이루어진 타겟 기업 수가 점차 증가하고 있는 것으로 나타남
 - 단순 주총 참여가 아닌 적극적인 주주권 행사 관점에서, 경영진 제안 안건에 대해 기관투자자로부터 반대 의사를 받은 타겟 기업의 비율은 다소 정체되는 모습을 보이다가 2017년 이후로 급증함을 확인할 수 있음
 - 2017년부터는 스튜어드십 코드의 도입과 함께 국내 기관투자자도 적극적인 주주권 행사를 수행함에 따라, 국내 기관투자자의 반대 투표 대상 기업의 수와 비율 모두 급증함

55) 의결권 행사 내역은 본 보고서 작성 기준까지 수집 가능한 2018년 3월 정기 주주총회까지임

- <그림 26>는 국내 전체 기관투자자 및 유형별 기관투자자가 의결권 행사를 참여한 전체 기업 중 반대 의결권을 최소 1건 이상 행사한 타겟이 차지하는 비율의 연도별 변화를 보여줌
- 반대 타겟 기업의 수와 비율 모두 점차 증가하는 추세라는 점에서 긍정적이며, 국내의 경우 주로 연기금에 의한 적극적인 주주권 행사가 활발히 이행되고 있음을 알 수 있음

표 8. 연도별 의결권 행사 대상 및 반대 타겟 기업 수

(단위: 개사)

	의결권 행사			반대 의결권 행사		
	전체	연기금	민간	전체	연기금	민간
2013	365	333	279	141 (38.6%)	127 (38.1%)	31 (11.1%)
2014	388	343	317	140 (36.1%)	100 (29.2%)	60 (18.9%)
2015	426	374	364	183 (43.0%)	124 (33.2%)	95 (26.1%)
2016	429	376	367	186 (43.4%)	123 (32.7%)	97 (26.4%)
2017	428	376	370	221 (51.6%)	161 (42.8%)	116 (31.4%)
2018	451	393	385	298 (66.1%)	256 (65.1%)	146 (37.9%)

(단위: %)

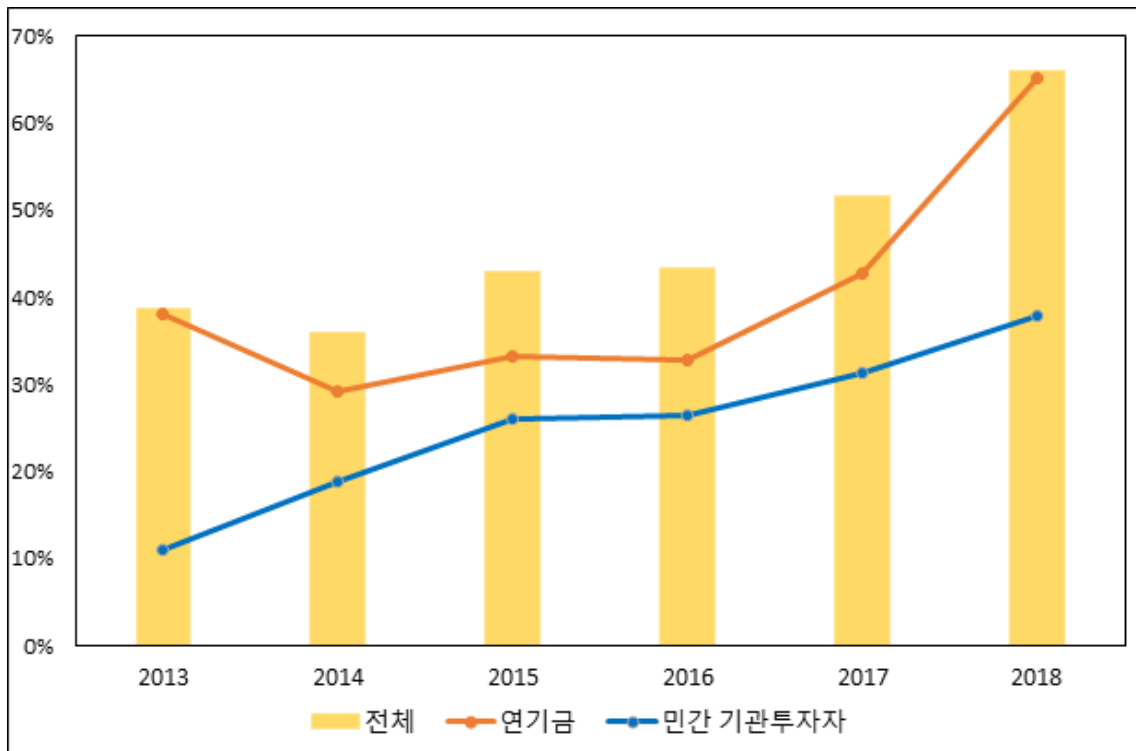


그림 26. 연도별 반대 의결권 행사 타겟 기업 비율 추이

- <표 9>와 <표 10>은 각각 연기금과 민간 기관투자자의 연도별 의결권 행사 의견 분포를 안건 수 및 반대 비율로 제시함
 - 현재 민간 기관투자자⁵⁶⁾에 비해 연기금이 국내의 적극적인 주주권 행사를 주도하고 있으며 해당 결과는 대부분 국민연금의 반대 의결권 행사가 반영된 것으로 해석할 수 있음
 - [국민연금의 안건 반대율 추이]⁵⁷⁾
 (2013년): 14.9% → (2014년): 11.3% → (2015년): 12.4% → (2016년): 12.2% → (2017년): 15.2% → (2018년): 19.3%
 - 연기금과 민간 기관투자자의 반대 의결권 행사 비율은 2013년 이래로 정체되었으나 최근 다시 상승 추세로 돌아섬
 - 불행사(기권) 비율도 높아지는 추세로 기관투자자의 불행사는 사실상 경영진에 대한 반대 의사표시를 완화하여 표시한 것으로 해석할 수도 있음
 - 단, 기관투자자의 반대율 수치 상승이 추후 긍정적인 방향의 주주활동 지표로 단정하기에는 개별 안건에 대한 추가적인 분석이 필요함
 - 기관투자자의 의결권 행사에 대한 전문성, 독립성 문제가 보완되어야 하며, 의결권 자문사의 서비스 질적 제고가 수반되어야 할 것임

표 9. 국내 연기금의 연도별 의결권 행사 현황

(단위: 건)

연도	전체	행사 의견			
		찬성	반대	중립	불행사
2013	2,844	2,440	399	5	0
		85.79%	14.03%	0.18%	0.00%
2014	2,973	2,634	333	6	0
		88.60%	11.20%	0.20%	0.00%
2015	3,163	2,758	385	5	15
		87.20%	12.17%	0.16%	0.47%
2016	3,098	2,706	380	0	12
		87.35%	12.27%	0.00%	0.39%

56) 민간 기관투자자는 자산운용사, 은행, 보험, 증권, 펀드 서비스 등을 포함함

57) 국민연금공단이 추산한 수치와 비교하면 금융업 제외, 12월 결산법인, 코스피 기업만을 대상으로 한 본 연구의 표본 구성과 반대율 산정 방식에 의하여 다소 차이가 존재하나 증감 추세는 유사함

연도	전체	행사 의견			
		찬성	반대	중립	불행사
2017	3,340	2,861	464	3	12
		85.66%	13.89%	0.09%	0.36%
2018	3,010	2,500	485	2	23
		83.06%	16.11%	0.07%	0.76%

표 10. 국내 민간 기관투자자의 연도별 의결권 행사 현황

(단위: 건)

연도	전체	행사 의견			
		찬성	반대	중립	불행사
2013	15,966	14,962	91	299	614
		93.71%	0.57%	1.87%	3.85%
2014	17,000	16,264	262	217	257
		96.67%	1.54%	1.28%	1.51%
2015	19,393	17,785	323	215	1,070
		91.71%	1.67%	1.11%	5.52%
2016	17,330	15,944	347	294	745
		92.00%	2.00%	1.70%	4.30%
2017	16,180	14,608	421	267	884
		90.28%	2.60%	1.65%	5.46%
2018	17,869	15,848	663	296	1,062
		88.69%	3.71%	1.66%	5.94%

2. 안건 유형별 반대 의결권 행사 현황

- 본 보고서에서 중점적으로 다루는 임원 보수관련 안건에 대한 현황은 '이사 및 감사의 보수한도 승인' 안건을 기준으로 함
- 경영진 제안 안건을 1) 재무제표(이익배당) 승인, 2) 정관변경, 3) 사내이사 및 사외이사 선임, 4) 감사 및 감사위원 선임, 5) 이사 및 감사 보수한도, 6) 기타 유형으로 분류함

- 기타 안건에는 주식매수선택권, 임원 퇴직금 지급 규정의 제정 및 변경, 회장 또는 대표이사 선임·해임, 합병 및 분할, 영업양수도 승인 등의 안건을 포함함
- <표 11>은 2013년부터 2018년까지의 표본기간 내 정기 주주총회에 상정된 경영진 제안 안건을 유형별로 구분하여, 국내 기관투자자가 반대 의결권을 행사한 타겟 기업 수와 반대율(안건 수 기준)을 정리함
 - 먼저 안건 유형별 타겟 기업의 현황을 살펴보기 위해 해당 유형의 총 안건 중 기관투자자로부터 반대 투표를 1건 이상 받은 타겟 기업 수를 제시함
 - 본 연구에서 주목하는 임원 보수관련 안건의 경우 이사의 보수한도 승인과 감사의 보수한도 승인 중 반대 의결권 행사가 1건 이상 이루어졌으며, 임원 선임관련 안건은 상정된 여러 후보자 중 최소 1명 이상에 대해 반대 의견을 받았다는 의미임
 - 괄호에는 안건 유형과 무관하게 국내 기관투자자로부터 1건 이상 반대 타겟이 된 총 기업 수(연기금: 891개사, 민간: 545개사) 대비 각 안건 유형별 반대 타겟의 비중을 제시함
 - 대부분 정기 주주총회에 다수 유형의 안건이 동시에 상정되므로 타겟 기업 수(비중)의 경우, 단순 합이 전체 타겟 수(100%)와 같지 않음
 - 전체 반대 타겟 기업 수 대비 안건 유형별 반대 타겟(firm)의 비중을 보면, 전반적으로 이사회 구성원 즉, 사내이사, 사외이사, 감사(위원) 선임관련 안건에 대한 반대로 타겟이 될 가능성이 가장 높은 것으로 나타남
 - 반대 타겟의 비중이 아닌 안건 수 기준으로도 전체 반대 안건 중 임원 선임관련 안건에 대한 기관투자자의 주주권 행사가 많은 비중(연기금: 80.4%, 민간: 73.7%)을 차지함
 - 국내 기관투자자의 반대율 또한 임원 선임관련 안건에 대한 반대 의결권 행사 비율이 가장 높게 나타남
 - 그러나 모든 유형의 안건에서 국민연금을 비롯한 국내 연기금은 상대적으로 적극적인 주주권을 행사하고 있는 반면, 민간 기관투자자의 반대율은 매우 저조한 수준으로 확인됨

표 11. 안건 유형별 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 현황

(단위: 개사, %)

안건 유형	연기금			민간 기관투자자		
	반대 타겟 수	반대 안건 수	반대율	반대 타겟 수	반대 안건 수	반대율
재무제표(이익배당)	49 (5.5)	50 (2.0)	2.03%	43 (7.9)	52 (2.5)	0.78%
정관변경	173 (19.4)	181 (7.4)	18.53%	91 (16.7)	178 (8.4)	3.55%
사내이사·사외이사 선임	518 (58.1)	1,483 (60.6)	19.81%	328 (60.2)	1,036 (49.2)	2.87%
감사(위원) 선임	308 (34.6)	483 (19.7)	19.96%	229 (42.0)	517 (24.5)	2.90%
임원 보수한도 승인	200 (22.5)	207 (8.5)	6.31%	141 (25.9)	215 (10.2)	1.29%
기타	38 (4.26)	42 (1.7)	9.31%	46 (8.4)	109 (5.2)	3.80%

- 특히 2018년에 기관투자자의 반대를 받은 전체 안건 수를 기준으로 안건 유형별 분포를 확인한 결과, 연기금과 민간 기관투자자가 각각 반대 의결권 행사를 집중하는 안건 유형에서 다소 차이를 보여 주목할 만함
- 2018년 기준, 국내 연기금은 민간 기관투자자에 비해 총 반대 안건 중 임원 보수한도 승인 안건에 대한 반대 의사표시가 상대적으로 적극 이행됨(32.37% > 7.54%)
 - 단순히 임원 보수한도 관련 일시적인 반대율 증가인지, 그렇다면 비적정 수준의 보수한도를 담은 안건 상정이 최근 급증한 것인지, 보수한도 승인 안건에 대한 연기금의 반대 투표 집중 요인은 추후 기관투자자의 의결권 행사 패턴(voting pattern)과 보수(pay) 분석을 통해 확인할 수 있을 것임

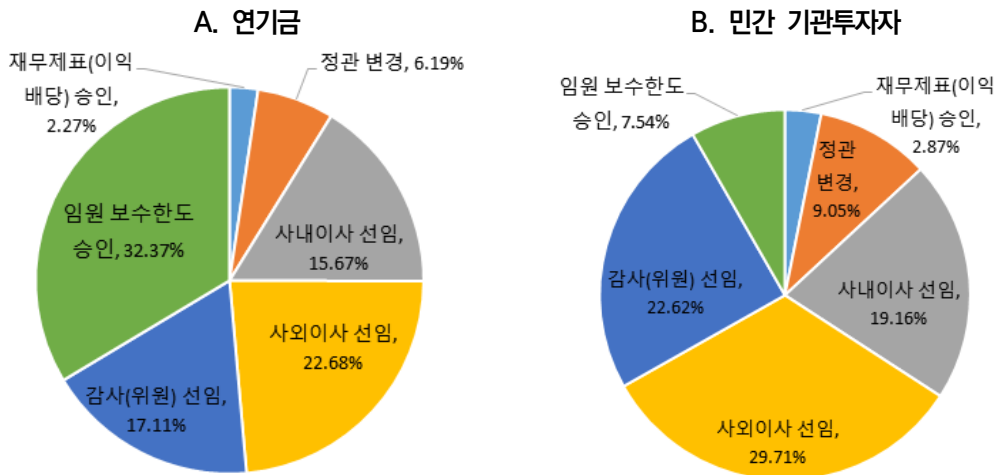
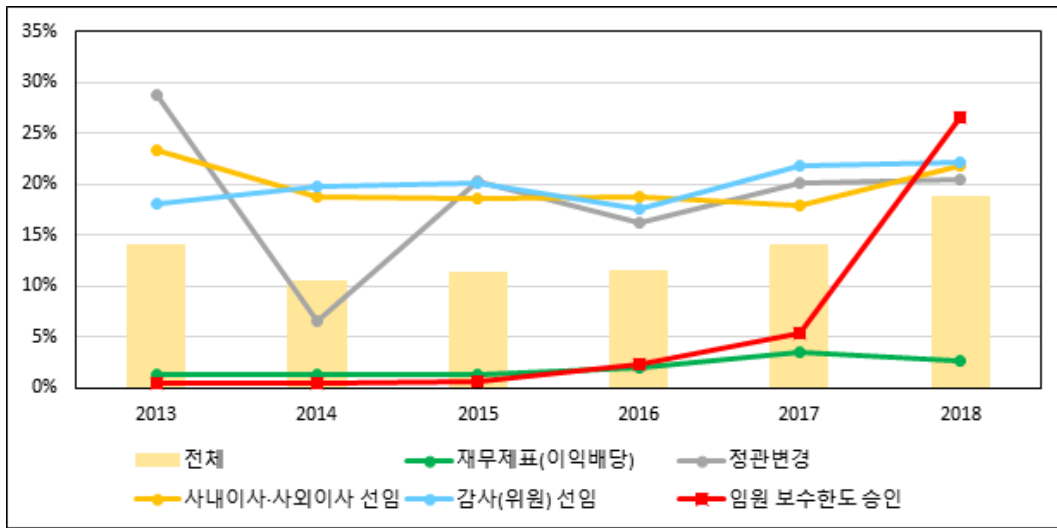


그림 27. 반대 의결권 행사 안건의 유형별 분포 (2018년)

- <그림 28>은 안건 유형에 따른 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사비율 변화를 연도별로 보여줌
 - 연기금은 최근 다른 유형의 안건에 비해 이사 및 감사 보수한도 승인 안건에 대한 반대 투표를 늘리면서 타겟 기업의 보수 수준에 대한 견제를 강화하는 것으로 해석됨
 - <표 12>에서 2018년 연기금의 임원 보수한도 안건에 대한 반대율 평균은 26.58%이며 특히, 국민연금만의 해당 안건에 대한 반대율 평균은 28.66%로 최근 급증함
 - 이는 국민연금이 임원 보수의 적정수준을 판단하는 기준을 보다 엄격하게 적용하는 등 이사(감사) 보수한도에 대한 내부 의결권 행사 가이드라인을 일부 조정함에 따른 결과로 판단됨
 - 민간 기관투자자의 경우 미흡한 수준의 반대율이지만 모든 유형의 안건에 대하여 반대 의결권 행사비율이 점차 증가하고 있음

(단위: %)

A. 연기금



B. 민간 기관투자자

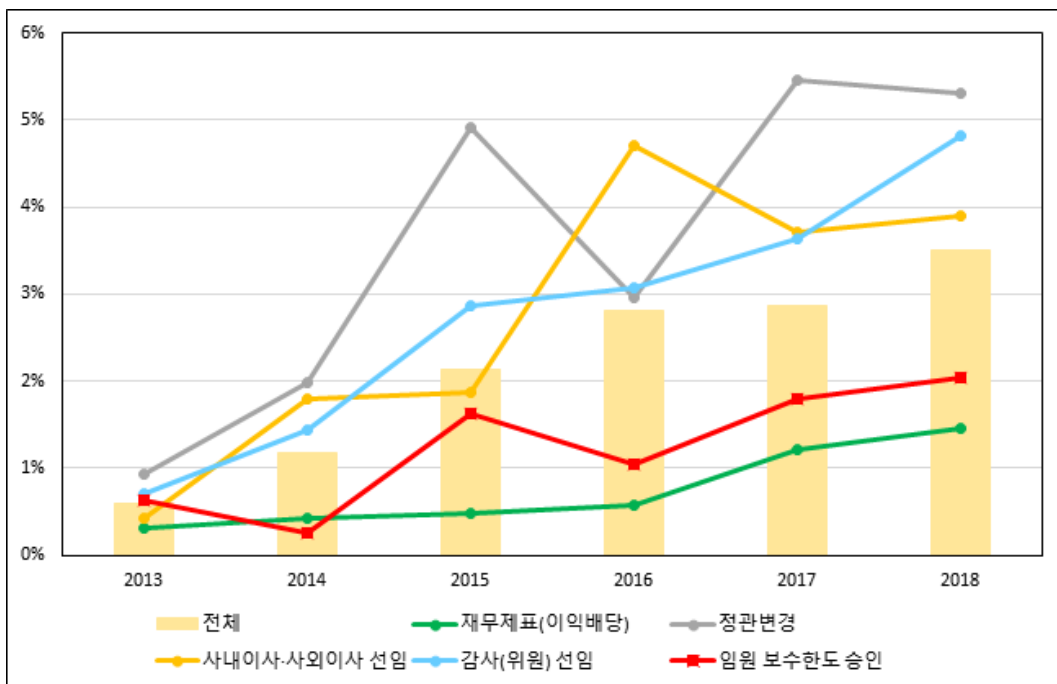


그림 28. 안건 유형별 국내 기관투자자의 반대율 추이

3. 임원 보수 괴리도(CEO pay disparity)와 반대 의결권 행사

1) 임원 보수 타겟에 대한 반대 의결권 행사

○ 국내에서는 아직 Say-on-pay를 모든 상장기업에 도입하지 않았지만, 실지급 금액 기준이

- 아닌 전체 등기임원의 보수한도(Cap)에 대한 승인을 주주총회 안건으로 상정하고 있음
- 전체 국내 기관투자자 기준, 2013년 0.65%의 안건 반대율에서 지속적으로 증가하여 2017년 2.99%, 2018년 10.44%로 임원 보수관련 안건에 대한 외부 투자자들의 관심이 높아지고 있는 것으로 보임
- 특히 연기금의 경우 2013년 0.43%에서, 2017년 5.31%, 2018년 26.58%로 임원 보수한도 승인 안건에 대한 반대 투표가 최근 급증함
- <표 12>의 괄호 안 수치는 국민연금의 임원 보수한도 안건에 대한 반대 타겟 수와 안건 반대율 평균을 제시한 것으로, 2018년도 해당 안건의 반대율 급증 현상은 국민연금의 적극적인 반대 의결권 행사에 따른 변화임을 유추할 수 있음

표 12. 임원 보수한도 승인 안건에 대한 반대 의결권 행사 현황

(단위: 개사, %)

연도	연기금		민간 기관투자자	
	반대 타겟 기업 수	반대율	반대 타겟 기업 수	반대율
2013	4 (2)	0.43% (0.30%)	5	0.63%
2014	3 (3)	0.44% (0.59%)	11	0.26%
2015	3 (3)	0.67% (0.67%)	22	1.63%
2016	11 (11)	2.27% (2.55%)	30	1.05%
2017	28 (25)	5.31% (5.24%)	33	1.80%
2018	151 (147)	26.58% (28.66%)	40	2.04%

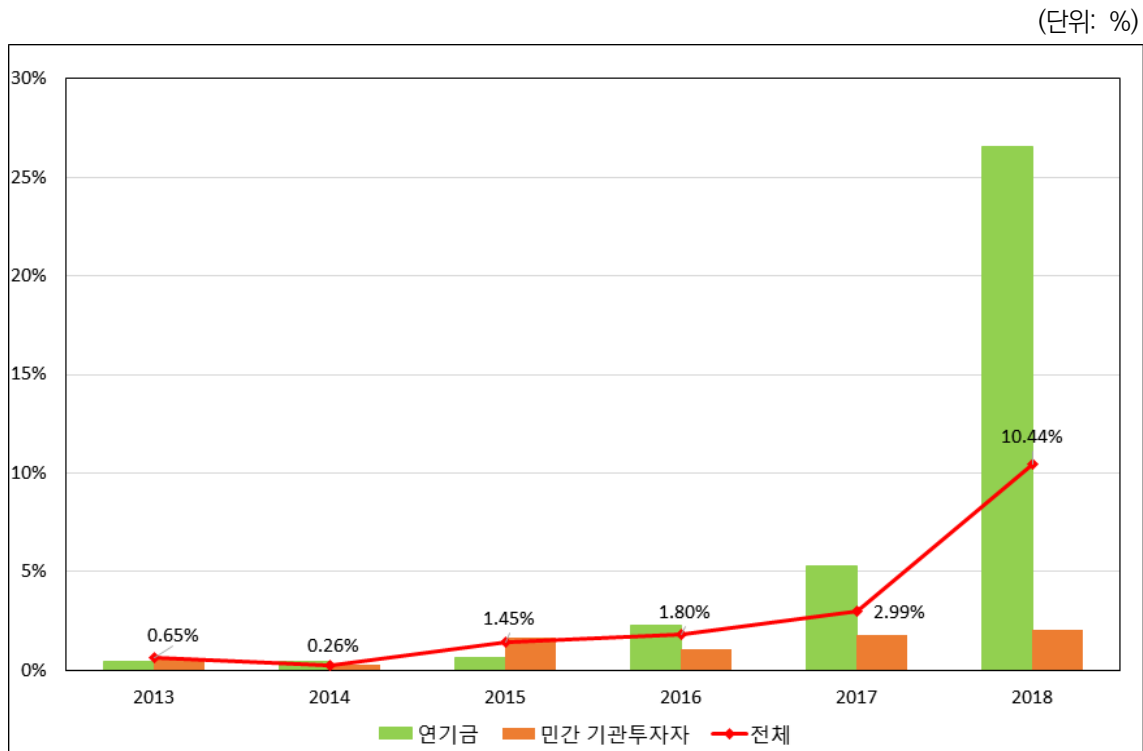


그림 29. 임원 보수한도 승인 안건에 대한 국내 기관투자자의 반대율 추이

- 본 연구에서는 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사의 효과를 분석하기에 앞서, 반대 의결권 행사 여부에 따라 최고경영자(CEO)와 기타 임원진(TMT), 종업원(EMP) 간 보수 괴리도 변수 수준이 유의미한 차이가 있음을 확인함
 - CEO와 각 임원 및 종업원 간의 보수 괴리도는 비율 변수(pay ratio)와 보수 격차(gap)를 중심으로 살펴봄
 - CEO 총 보수(total pay) 및 주주총회 안건에 상정된 이사 보수한도(Pay Cap)의 절대적 금액 수준(level)의 차이를 분석함
 - 보수관련 분석에 사용된 주요 변수에 대한 설명은 다음과 같음
 - *CEO-TMT pay ratio, CEO-EMP pay ratio, TMT-EMP pay ratio*
: CEO 1인을 제외한 기타 등기임원(TMT), 종업원(EMP)는 총 보수 금액을 인원 수로 나눈 1인당 평균 보수금액 간 비율⁵⁸⁾로 계산함
 - 등기임원(TMT)은 사외이사와 감사를 제외한 사내이사를 의미함⁵⁹⁾

58) 보수관련 선행연구에서는 1인당 평균 보수 간 '배율' 즉, pay multiple이라는 용어와 혼용하여 사용되기도 함

59) 사외이사, 감사위원회 위원 또는 감사의 경우 별도 보수를 지급하지 않는 경우도 있으며 사내이사가 수령하는 보수 산정방식과는 다른 시스템에 근거하여 지급된다는 점(낮은 보수-성과 연계성)을 고려하여 사외이사와 감사에 해당하는 임원은 분석에서 제외함

- *Cap-Pay disparity*

: 전년도(t-1)에 실지급된(paid) 전체 이사 보수 지급액 대비 당기(t) 주주총회 보수한도 승인 금액 간 괴리 즉, 보수한도 괴리율(Cap-Pay disparity) 변수를 사용하여 실제 지급된 보수보다 과도하게 높은 한도금액을 안건으로 상정하는 관행을 짚어보고자 함

- *Pay-Cap ratio*

: 12월 결산법인의 경우 기초(3월) 주총에서 승인받은 이사 보수한도 금액 대비 기말까지 실제 지급된 보수금액 비율을 의미하며, 실지급율(Pay-Cap ratio) 변수를 통해 기초 승인받은 보수한도의 적정 여부를 유추해볼 수 있음

- *CEO total pay*

: CEO 총 보수(total pay)는 성과와 연동이 무관한 퇴직소득과 주식매수선택권 행사이익 금액을 제외한 현금 보상을 의미함

- *Pay Cap*

: 주주총회에서 승인을 받도록 안건에 상정된 이사 보수한도이며, 만약 주주총회 결과를 통해 승인 한도금액이 변경되는 경우 사업보고서 상의 '주주총회 승인금액' 또는 주주총회 소집공고의 '이사의 보수한도 승인'의 항목과 비교하여 금액 변동사항을 반영함

□ <표 13>에서는 기관투자자의 반대 의결권 행사를 받은 타겟 여부에 따라 평균 t-test와 중위수 기준의 wilcoxon z-test를 수행한 결과를 정리함

- 차이검정을 수행한 결과, 임원 간 상대적 보수 비율(pay ratio)에 해당하는 모든 변수가 기관투자자의 반대 타겟이 된 기업군에서 통계적으로 유의하게 높게 나타남
- CEO 총 보수금액과 한도금액 수준(level)도 반대 타겟 기업군에서 유의하게 높은 것으로 확인됨
- 보수한도 괴리율은 반대 타겟 기업군에서 높게 나타나 전기에 실지급된 보수 대비 안건에 상정된 한도금액이 과도할 경우 기관투자자의 반대를 받을 가능성이 높은 것으로 해석됨
- 실제 지급비율은 낮을수록 한도금액이 과도하게 높게 설정되어 있음을 보여주며, 이 경우 기관투자자의 반대 타겟이 될 확률이 높은 것으로 나타남
- 주주총회에서 제시되는 임원보수 한도금액의 산정절차 및 근거에 대한 정보 공시나 적정 한도 수준을 평가할 수 있는 명확한 기준이 부족하다는 한계점이 있음

- 따라서 기관투자자가 임원 보수(한도)의 성과연동성 또는 실지급을 등을 고려하여 해당 기업에 대한 주주권을 적극 행사한다면, 외부 지배구조 메커니즘으로 모니터링 역할을 대체할 수 있을 것으로 기대함

표 13. 기관투자자의 반대 의결권 행사 여부에 따른 CEO pay ratio 비교

(단위: %, 백만원)

	반대 타겟=1 [N=766]		반대 타겟=0 [N=322]		차이검정	
	평균	중위수	평균	중위수	t-test	Wilcoxon z-test
<i>CEO-TMT pay ratio</i>	2.07	1.61	1.72	1.28	-1.79*	-4.18***
<i>CEO-EMP pay ratio</i>	24.40	17.95	17.71	14.09	-5.58***	-5.88***
<i>TMT-EMP pay ratio</i>	15.59	11.27	10.62	8.57	-6.52***	-6.95***
<i>Cap-Pay disparity</i>	2.49	1.94	2.15	1.85	-2.72***	-2.39**
<i>Pay-Cap ratio</i>	0.56	0.52	0.63	0.57	2.54**	3.83***
<i>CEO total pay</i>	1,206.25	895	974.43	739	-1.87*	-5.11**
<i>Pay Cap</i>	6,770.21	5,000	3,890.45	3,000	-9.12***	-10.53**

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

- 임원 보수한도 안전에 대한 반대율 변수(continuous variable)를 적용하여 High vs. Low 두 그룹으로 구분하여 차이검정을 수행하더라도 동일한 결과를 얻음
- 이사 보수한도 승인 안전에 대한 반대 여부에 따라 그룹을 구분한 결과에서는 CEO와 등기임원(TMT) 간의 상대보수를 제외하고 모두 유사한 결과를 확인함
- 참고로 개별 보수를 공시하는 즉, 5억원 이상의 보수를 수령하는 임원의 표본을 활용하여 CEO(또는 Top 1인)와 나머지 개별 보수 공시한 등기임원(NEO) 간 상대보수 비율의 차이 검정을 수행한 결과, 통계적으로 매우 유의하게 보수 괴리도가 높은 기업에 대한 반대 의결권 행사가 이루어지고 있는 것으로 나타남

- *CEO-NEO pay ratio*

반대 타겟=1: 1.16 > 반대 타겟=0: 1.03, t-value: -7.20

- 종합하면, 임원 보수 괴리도와 관련한 변수 중 임원, 종업원 대비 CEO(또는 종업원 대비 등기임원)의 상대적 보수 비율이 높거나, 실제 지급된 보수금액 및 보수한도의 절대적 수준이

클수록, 실지급 대비 과도한 보수한도를 설정한 기업일수록 기관투자자의 반대 타겟이 될 가능성이 높음

- 추가로 총수일가에 의한 가족경영 형태가 지배적인 한국 기업의 특성을 고려하여, 소유경영자(창업주 가족 구성원 또는 그룹의 오너/지배주주 일가)의 상대적 보수 괴리도 수준을 분석한 결과는 다음과 같음
 - 종업원(EMP) 평균 보수 대비 Family member(Group owner family)⁶⁰⁾ 평균 보수 비율이 높은 기업에 대한 반대 의결권 행사는 적극적으로 행사된 것으로 나타남
 - *Fam-EMP pay ratio*
반대 타겟=1: 27.41 > 반대 타겟=0: 19.85, t-value: -5.42
 - *GR Fam-EMP pay ratio*
반대 타겟=1: 32.09 > 반대 타겟=0: 21.19, t-value: -4.87
 - 그러나 전체 등기임원(TMT) 중 오너일가 구성원의 평균 보수와 오너일가 구성원이 아닌 나머지 임원 간 평균 보수 괴리도를 고려한 반대 투표는 행사되지 않음
 - 본 연구의 샘플에 대한 Family member(Group owner family)와 종업원 간 평균 보수 비율은 24.89(29.62)배, 가족 구성원에 해당하지 않는 나머지 등기임원과의 평균 보수 비율은 1.75(1.74)배임

2) 국내 임원 보수 괴리도 현황

- 아래 통계는 전체 유가증권시장 상장기업 중 최고경영자(CEO) 또는 지배적 영향력을 미치는 Top 1인의 보수를 파악할 수 있는 기업만을 대상으로 각 임원 보수 수준 및 괴리도 변수의 연도별 추이를 보여줌
 - 특히 기관투자자가 당기 정기 주주총회에서 최소 1건 이상 의결권 행사에 참여한 기업에 한정하여 분석한 <표 13>의 샘플 평균 수치와는 다소 차이가 있으므로 해석에 유의하길 바람
 - 의결권 행사 내역의 존재여부와 무관한 전체 보수 샘플은 총 1,210(firm-year)개이며 CEO 기준의 보수 괴리도(CEO pay ratio) 변수가 산출 가능한 최종 표본은 89.9%인 1,088(firm-year)개임

60) Family member는 전체 상장기업에 대한 창업주 기준 가족 구성원을 말하며, Group owner family는 대규모기업집단에 국한하여 경영에 참여한 오너일가 구성원 중 보수를 수령한 자들을 말함

- 사외이사와 감사를 제외한 등기임원 즉, 사내이사에게 지급된 평균 보수가 0원인 경우는 기업 회생절차와 같은 사유로 지급이 되지 않거나 반환한 사례를 포함하며, 또는 공시가 누락되었을 가능성이 존재하므로 이는 분석 대상에서 제외함
- 일부 기업에서는 등기임원의 보수총액에 미등기 및 퇴임(중도 사임) 임원에 대한 보수를 포함하는 경우도 있으며, 이를 별도로 기재한 경우 해당 금액을 최대한 차감 반영하여 등기임원의 실지급액을 최종 산출함
- 또한 현재 개별 임원 보수 공시대상 기준이 5억원 이상의 보수를 수령하는 임원⁶¹⁾으로 한정된다는 점에서, CEO 1인에게 실지급된 보수금액이 5억원 이상인 기업 샘플에 대한 통계라는 점을 인지해야 함
- <그림 30>에 따르면 2013년부터 2017년까지 기간 내 CEO 1인의 총 보수와 나머지 등기임원(TMT)의 평균 보수 현황을 보면 최근 다시 증가 추세로 전환됨을 확인할 수 있음
 - CEO와 나머지 등기임원(TMT) 간 상대적 보수 비율은 최근 2017년 기준 1.83배로 2013년 임원 보수에 대한 개별 공시가 시작된 이후 소폭 감소하였으나 최근 다시 증가함
 - 단, 전체 상장기업에 대한 통계가 아닌 CEO 또는 Top 1인의 개별 보수가 공시된 기업만을 한정하고 있다는 점에서 해석에 주의해야 함⁶²⁾
- 반면, 종업원(EMP)의 평균 보수는 지속적으로 증가하다가 최근 2017년 소폭 감소하였으며, CEO와 종업원 간 상대적 보수 괴리도(CEO-EMP pay ratio) 변수도 2014년 이후 하락하는 경향을 보이다가 2017년에 20.6배까지 반등함
 - 앞에서 살펴본 바와 같이, 2017년 기준 미국의 CEO-EMP pay ratio는 311.7대 1, 영국은 145대 1 수준임을 비교하면 한국의 CEO와 일반 종업원 간 보수 괴리도가 높은 편은 아님
- CEO와 종업원, 기타 임원 대비 상대적 보수 괴리도(pay ratio)의 최근(2016년 대비 2017년) 증가율을 고려할 때 국내 상장 기업의 임원 보수에 대한 외부 견제 수단이 필요한 시점으로 판단됨
 - *CEO-TMT* : ▲5.1%, *CEO-EMP* : ▲19.3%, *TMT-EMP* : ▲11.8%

61) 2018년 사업보고서부터 등기임원 외에도 5억원 이상을 수령하는 미등기 임원에 대한 정보도 확인할 수 있음

62) 미국은 CEO를 포함한 상위 임원의 보수 공시를 의무화하고 있다는 점에서, 국내 표본을 대상으로 한 보수관련 분석은 sample bias에 대한 한계가 다소 존재한다고 볼 수 있음

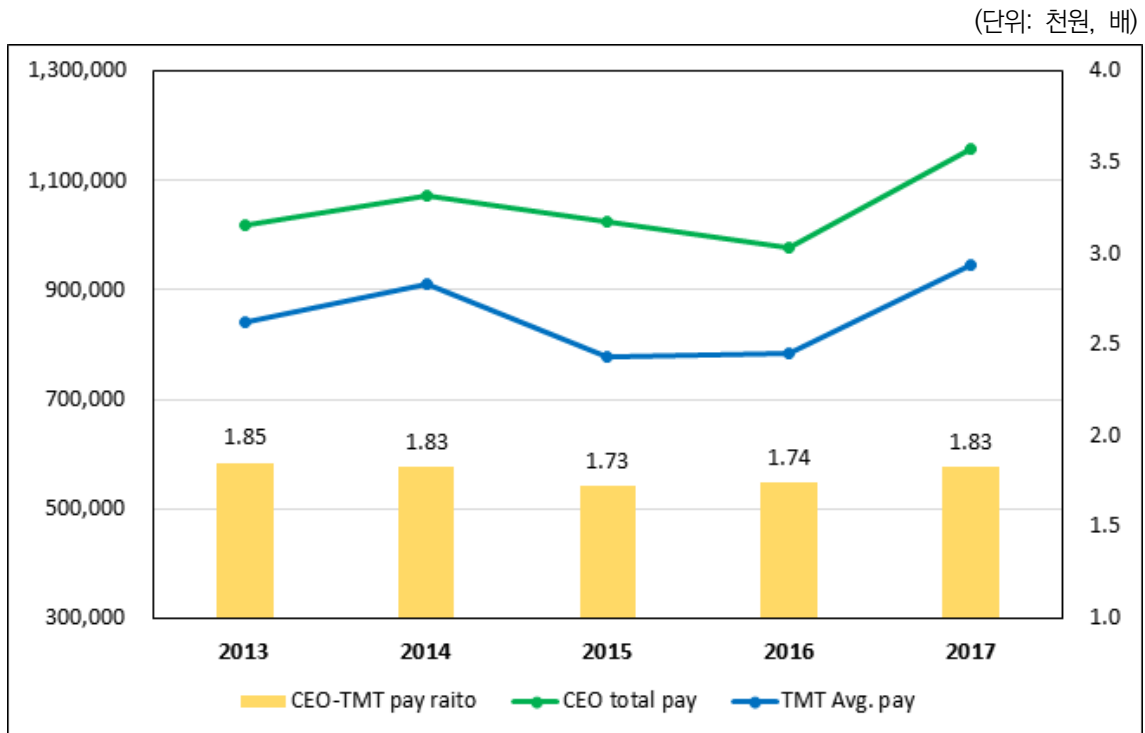


그림 30. 연도별 CEO vs. TMT 간 보수 금액 및 상대적 비율

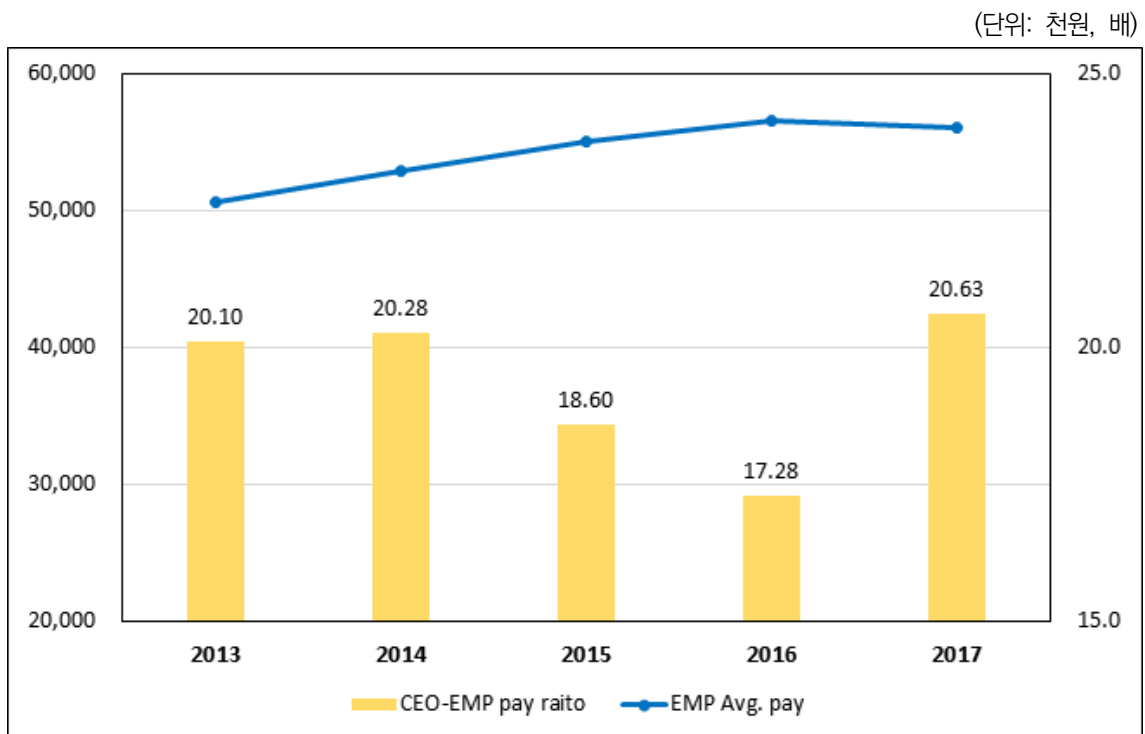


그림 31. 연도별 CEO vs. EMP 간 보수 금액 및 상대적 비율

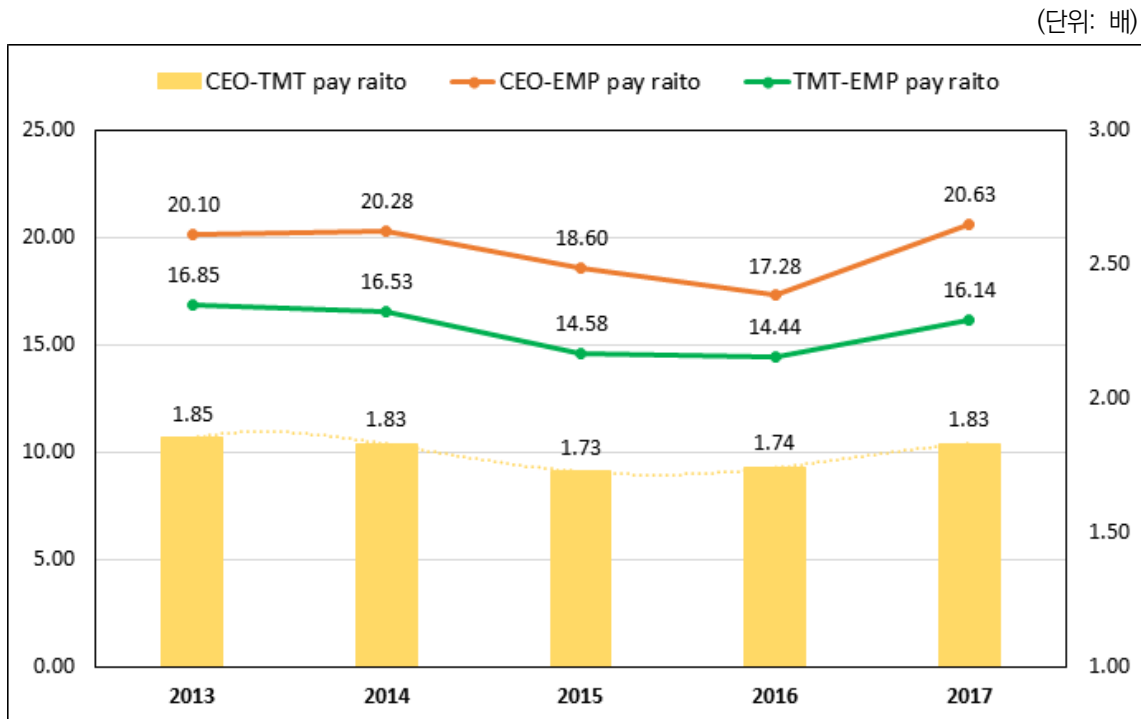


그림 32. 연도별 CEO vs. TMT vs. EMP pay ratio

- <그림 33>은 주주총회 안건에 상정 후 통과된 이사 보수 한도금액의 연도별 현황과 보수한도 괴리율(Cap-Pay disparity), 기말 실지급율(Pay-Cap ratio) 추이를 보여줌
 - 이사 보수한도 승인 금액은 2015년 이후로 점차 증가하고 있으며 2017년 기준 평균 3.4억 원의 보수한도를 승인받는 것으로 확인됨
 - 주목할 점은 전년도 실제 지급된 보수 총액 대비 한도 승인 금액은 증가 추세이나, 한도 대비 기말에 실제 지급된 보수 비율은 하향 추세로 나타나 보수한도와 실지급액 간 괴리가 점차 커지고 있는 것으로 나타남
 - 보수한도 괴리율은 2017년 기준 3.12로 9% 증가율을 보이고 있으며, 실지급율은 승인받은 보수한도 대비 약 48% 수준임

(단위: 억원, 배)

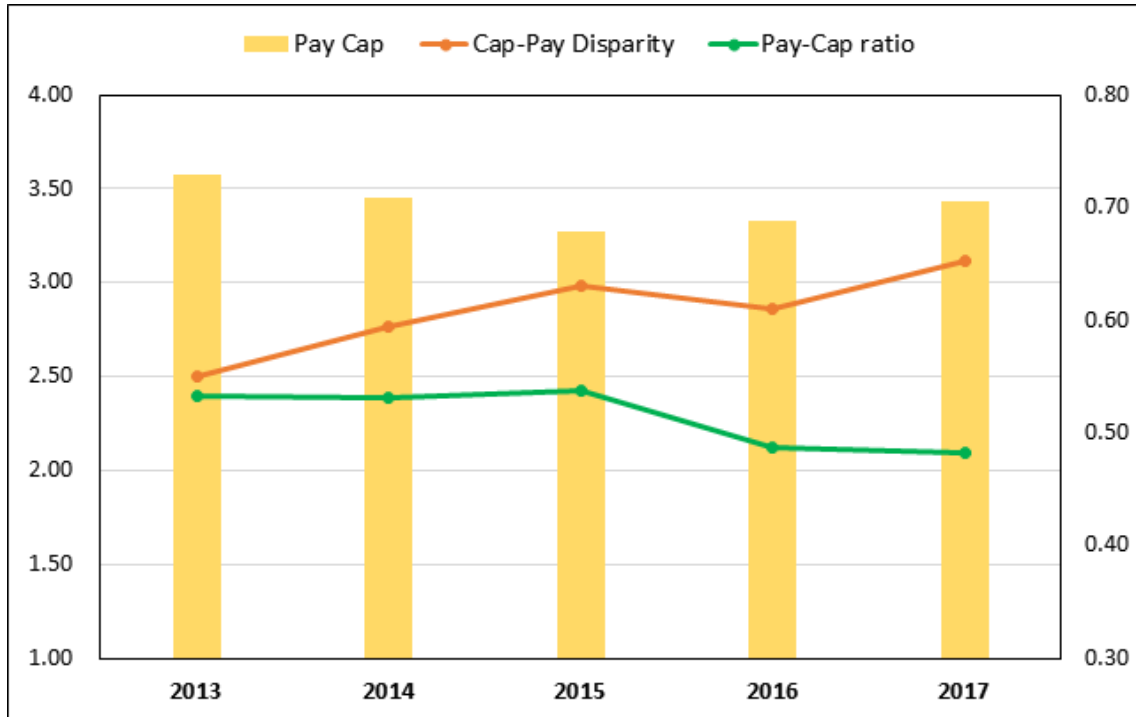


그림 33. 이사 보수 한도금액과 한도 괴리율 및 실지급율 추이

4. 배당 정책(Payout policy)과 반대 의결권 행사

1) 저배당 타겟에 대한 반대 의결권 행사

- 국민연금이 배당관련 주주제안이나 저배당 블랙리스트에 대한 주주권 행사를 강화하는 방안을 공표함에 따라, 향후 기관투자자의 주주권이 행사될 것이라는 예측 신호(signal)만으로도 일부 기업에서는 배당 확대를 시도할 것으로 예상됨
- 국민연금은 합리적인 배당정책을 수립 또는 공개하지 않거나, 그에 따라 배당하지 않는 것 등을 고려하여 주주권 행사의 타겟 기업을 선정하고 있음
 - 2016년: 기업과의 대화 대상기업 5개사를 선정하여 비공개 대화 등을 실시함
 - 2017년: 기업과의 대화에도 개선사항이 없는 기업을 대상으로 비공개 중점관리기업 4개사를 선정함

- 2018년: 남양유업(주), (주)현대그린푸드⁶³⁾를 공개 중점관리기업으로 선정하여 관여(engagement)활동을 실시함
 - 2019년 정기 주주총회에서는 보유기업의 배당 확대 요구에 대한 투자자 목소리가 확대되면서 관련 주주제안 건수가 증가함
 - 국민연금은 남양유업(주)과의 3년간의 대화에도 불구하고 배당관련 개선이 없자, 정관변경안을 담은 주주제안을 결정함
 - 돌턴인베스트먼트는 (주)현대홈쇼핑을 대상으로 자사주 매입·소각 및 배당확대에 대한 요구를 담은 주주서한을 발송하였으며, 국내 밸류파트너스자산운용도 배당 확대를 요구하면서 타 안건을 연계하여 반대 투표를 행사함
 - 외국계 행동주의 펀드 SC펀더멘털은 (주)무학, (주)태양, 강남제비스코(주)를 대상으로 배당 확대 및 자사주 매입 안건 등을 주주제안으로 상정함
 - 미국계 행동주의 펀드 홀드코자산운용 역시 (주)세이브존I&C를 대상으로 회사가 제시한 배당금의 8배에 달하는 주당배당금을 주주제안으로 제시함
 - 주주총회 결과 대부분 부결되거나 안건이 폐기되면서 실제 배당관련 주주제안은 받아들여지지 않았으나, 외부 투자자들의 타겟 기업에 대한 관심이 높아지고 배당 요구에 대한 목소리를 던질 수 있는 등 한국 주주총회의 변화된 모습은 추후 외부 견제 시스템으로서의 긍정적인 역할을 수행할 것으로 보임
 - 또한 외부 투자자는 과소배당 타겟에 대한 합리적인 수준의 배당 증가를 요구할 수 있어야 하며, 이를 위해서는 회사의 경영성과 및 재무적 상태 등을 충분히 고려한 배당관련 의결권 행사 지침 마련이 선행되어야 함
- 본 연구의 표본을 대상으로 최소 1건 이상 기관투자자로부터 반대 투표를 받은 기업과 그렇지 않은 기업으로 나누어 배당관련 변수들의 평균 t-test를 수행하였으나, 반대 타겟여부에 따른 배당성향 및 자사주 매입비율의 차이는 유의하지 않는 것으로 나타남
- 현재 국내 기관투자자의 배당관련 이슈에 대한 적극적 주주활동은 주로 주주제안을 통한 engagement 형태로 시도되고 있으며, 사실상 국내 주주총회 환경에서는 ‘재무제표(이익 배당) 승인’에 해당하는 안건에 대해 찬반 의사를 표명하는 정도에 그침

63) 2019년 초 (주)현대그린푸드는 주주가치 제고를 위하여 배당성향을 13%(연결기준) 이상으로 유지한다는 배당정책 계획을 발표함에 따라 국민연금의 공개 중점관리기업에서 해제됨

- 저배당 타겟의 경우, 과소배당에 대한 구체적인 반대 사유를 적시한 타겟에 대한 분석이 보다 의미 있을 것으로 판단되며 이는 후속 연구에서 다루고자 함
- 배당관련 분석에 사용된 주요 변수에 대한 설명은 다음과 같음
 - *Dividend*
: 현금 배당금 총액을 당기순이익으로 나눈 배당성향을 의미하며 당기순이익이 (-)인 표본은 제외함
 - *Repur*
: 자사주 매입비율을 의미하며 배당가능 이익 범위 이내 취득한 자기주식의 취득, 처분, 소각에 대한 현황 중 당기 내 취득한 자사주 매입 총액을 당기순이익으로 나누어 산출함
 - ‘자기주식취득결과 보고서’의 취득내용에 명시된 취득수량 및 취득가액 총액을 각각 자사주 매입 주식수와 자사주 매입 총액으로 사용하였으며, 자사주 취득 목적 중 분할·합병관련 매입은 제외함
 - 신탁 계약에 의한 취득은 수탁자의 매입 결정(자사주 펀드의 증가)이며 물량 전환에 대한 변동도 일부 포함되어 있다는 점에서, 자사주 매입 유형을 직접 취득(Repur1)과 간접 취득(Repur2)으로 구분하여 추가로 살펴봄
 - *Payout*
: 현금 배당금과 자사주 매입 총액의 합을 당기순이익으로 나눈 주주환원율(payout ratio)을 의미함

2) 국내 배당관련 지표 현황

- 아래 표는 유가증권시장 및 코스닥 상장기업 전체 표본에 대한 현금 배당과 자사주 매입 관련 국내 현황을 제시함
 - 2011년부터 2017년까지 상장기업의 배당성향은 증가 추세이며 최근 배당에 대한 주주의 요구가 활발해지면서 앞으로 배당성향은 점차 증가할 것으로 예상됨
 - 국내 상장기업 평균 총 주주환원율과 배당성향은 2014년에 감소한 이후 현재까지 점차 증가하는 추세임
 - 해외 국가의 평균 배당성향과 비교해보면 미국(52.3%), 독일(42.1%), 중국(35%) 대비 여전히 낮은 수준임

- 배당수익률(Dividend yield) 평균도 약 2%로 글로벌 하위 수준에 그침
- 주주환원 측면에서, 현금 배당과 자사주 매입 모두를 반영한 총 주주환원율(Payout)의 추이를 보더라도, 미국의 97%에 비교하면 매우 낮은 수준임

- *Payout*

(2011년): 24.7% → (2012년): 23.9% → (2013년): 24.4% → (2014년): 30.6% → (2015년): 27.9% → (2016년): 31.3% → (2017년): 33.6%

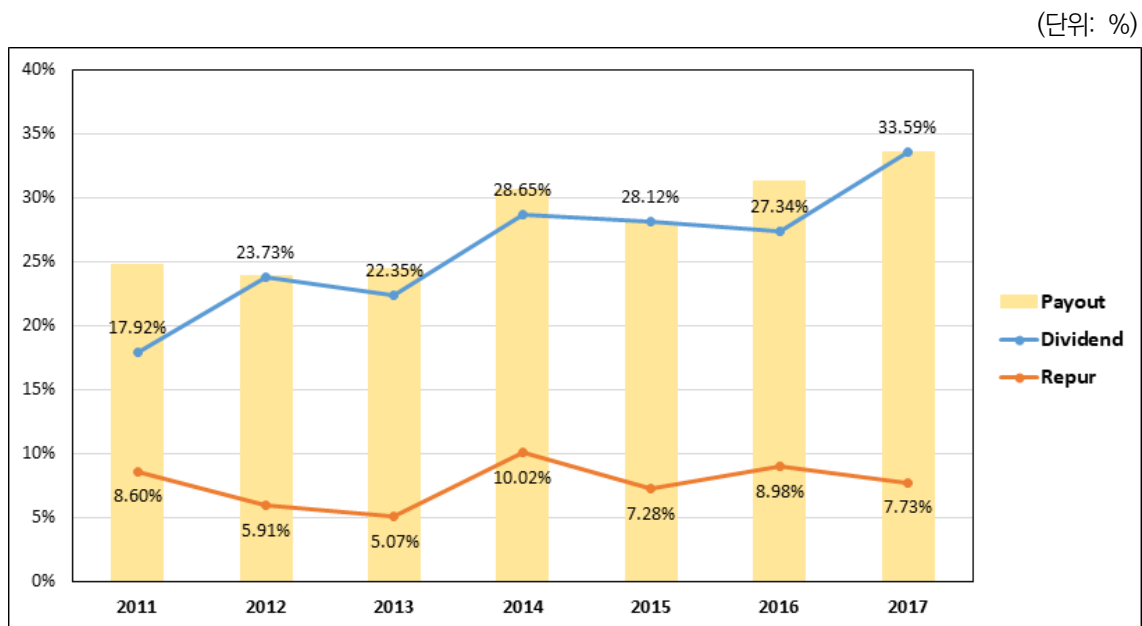


그림 34. 국내 상장기업의 배당성향 및 자사주 매입비율 현황

- <표 14>에서는 자사주 매입 현황을 코스피 및 코스닥 기업으로 분류하여 매입 유형별로 제시함
 - 기업 측의 자기주식 취득 의사결정으로 볼 수 있는 직접 취득에 해당하는 자사주 매입 비율은 코스닥 기업에 비해 코스피 기업에서 보다 높게 나타남
 - 코스피 기업의 자사주 매입은 평균적으로 직접 취득 6 : 간접 취득 4의 비율임
 - 자사주 매입에 대한 해석은 단순 건수(금액)의 증가보다 취득 목적 및 유형, 그리고 매입 후 소각으로 이어지는지에 대한 구체적인 분석이 필요함
 - 주주환원 비율 증가에 대한 해석은 주주가치 제고 측면 또는 이익 증가에 따른 각 요인별 분석이 추가적으로 요구됨

- 국내 상장기업의 자사주 매입 후 소각 비율은 현저히 낮은 수준이나, 스튜어드십 코드 도입 후 2018년도부터 주주환원 관련 지표가 개선되는 추세임

표 14. 국내 상장기업의 자사주 매입 현황

(단위: 개사)

	코스피				코스닥			
	자사주 매입	직접 취득	간접 취득	자사주 매입+소각	자사주 매입	직접 취득	간접 취득	자사주 매입+소각
2011	125	79	59	6	248	147	126	9
2012	110	72	44	5	188	101	106	4
2013	83	49	39	3	163	91	88	0
2014	103	73	40	3	189	92	110	2
2015	91	62	33	6	215	126	113	4
2016	93	55	46	7	213	102	123	3
2017	102	62	50	7	198	95	121	2

- 한편 지배구조가 취약한 기업을 타겟으로 반대 의결권 행사가 빈번하게, 강력하게 이루어질 가능성이 높다는 점에 유의할 필요가 있음
 - 즉, 임원 보수의 괴리가 큰 기업일수록 타겟으로 선정될 확률이 높아 반대율이 높게 나타날 가능성이 있음
 - 따라서 본 연구는 내생성(endogeneity)의 문제를 내포하고 있으므로 설명변수는 시차를 두어 한 시차 이전 값(lagged variable)을 적용함
 - 또한 반대 의결권 행사의 효과에 대한 회귀분석은 종속변수를 개선여부 더미 또는 change 변수를 적용하여 관련 문제로 인한 결과 왜곡을 해소하고자 함



국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 효과

1. 임원 보수에 대한 반대 의결권 행사 효과 분석

- <표 15>는 본 연구의 핵심 결과인 임원 보수 괴리도에 대한 기관투자자 반대 투표의 견제 효과를 입증하는 실증 결과임
- 설명변수인 기관투자자 안전 반대율 변수(OPP)와 기업규모(Size), 부채비율(Leverage), 성과변수(ROA), 영업현금흐름(OCF), 대표이사·이사회위원장 겸직여부(Duality), 최대주주 지분율(Lown), 대규모기업집단 소속여부(Group), 연도-산업 더미 등을 통제된 회귀분석을 수행함
 - 결과에 대한 해석은 기업의 최고경영자(CEO)와 기타 등기임원, 혹은 종업원과의 보수 괴리가 클수록 기관투자자의 반대 의사표시는 이후 보수 격차를 줄이는데 유의하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타남

표 15. 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사의 효과: 임원 보수 괴리도

	Δ CEO-TMT pay ratio		Δ CEO-EMP pay ratio		Δ CEO total pay	
	회귀계수	t-value	회귀계수	t-value	회귀계수	t-value
<i>Intercept</i>	2.865	3.92***	3.411	3.84***	0.541	1.02
<i>OPP</i>	-0.080	-1.22	-0.161	-2.49**	0.100	1.62
<i>High CEO pay ratio</i>	0.037	0.74	0.019	0.36	0.132	2.67***
<i>OPP × High CPR</i>	-5.468	-2.02**	-7.077	-1.97**	0.134	1.11
<i>Size</i>	-0.038	-0.24	-0.027	-0.12	0.007	0.07
<i>Leverage</i>	-0.076	-2.35**	-0.672	-1.02	-0.023	-0.02
<i>ROA</i>	0.916	6.2***	1.120	5.10***	2.611	4.76***
<i>OCF</i>	1.163	2.61***	0.112	1.91*	0.026	1.02

	Δ CEO-TMT pay ratio		Δ CEO-EMP pay ratio		Δ CEO total pay	
	회귀계수	t-value	회귀계수	t-value	회귀계수	t-value
<i>Duality</i>	5.693	3.43***	2.529	2.44**	0.110	1.80*
<i>Lown</i>	1.346	3.91***	1.109	2.65***	0.054	1.83*
<i>Group</i>	0.096	3.02***	0.212	2.52**	0.004	2.68***
<i>Year/Ind</i>	YES		YES		YES	
<i>Adj. R²</i>	0.345***		0.398***		0.054***	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

- 추가로 성과 연계와 관련하여 ROA의 변화율(%) 대비 보수 변화율(%) 변수를 사용하여 개선 여부에 대한 검증을 하였으나, 해당 결과는 기관투자자의 반대율이 비유의한 영향을 미치는 것으로 나타남
 - 현재 성과-보상 민감도(pay for performance)에 대한 보수 관련 연구가 활발히 진행되고 있는 만큼, 추후 다양한 경영 성과지표를 통한 분석이 필요할 것으로 보임
- 기관투자자 입장에서는 의결권 행사시 보수의 성과 연계성 판단 기준이 모호하거나 기업으로부터의 명확한 보수 산정기준 관련 정보를 수집하는데 있어 국내 공시 환경이 다소 제한적임
 - 기관투자자와 기업 측 모두 보상정책 관련 이슈에 대한 양방향 communication이 부족한 데 기인한 것으로 해석됨
 - 이는 스튜어드십 코드 도입 취지를 살려, 주주관여(engagement) 또는 주주제안 등의 형식으로 기관투자자들이 타겟 기업과의 대화를 활발히 진행함으로써 보완될 여지가 있음

2. 저배당 타겟에 대한 반대 의결권 행사 효과 분석

- <표 16>은 주주환원 정책 관련 저배당 타겟에 대한 기관투자자 반대 투표의 견제 효과를 입증하는 실증 결과임
 - 저배당 타겟에 대한 기관투자자 반대 의결권 행사는 직접적인 안건에 대한 영향이 아니더라도, 배당(Dividend)을 비롯한 자사주 매입(Repurchases) 등 주주환원 정책에 대한 기업의 개선을 이끌어 내는 효과가 있음을 보여줌

- 표로 보고하지 않았지만 교차항 변수에 한국기업지배구조원의 지배구조 항목 평가 점수 (G-index)로 대체하더라도 결과는 유사하게 도출됨

표 16. 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사의 효과: 저배당 타겟

	Δ Dividend		Δ (Dividend+Repur)	
	회귀계수	t-value	회귀계수	t-value
<i>Intercept</i>	0.131	1.44	0.401	1.52
<i>OPP</i>	-0.006	-1.04	-0.011	-1.29
<i>Low Dividend</i>	0.022	0.83	0.078	0.76
<i>OPP × Low Dividend</i>	1.153	2.02**	2.614	1.84*
<i>Size</i>	0.002	0.24	0.020	0.12
<i>Leverage</i>	-0.027	-2.35**	-0.712	-1.94*
<i>ROA</i>	1.940	2.75***	1.124	2.10**
<i>OCF</i>	1.117	2.21**	0.907	1.94*
<i>Duality</i>	0.522	1.27	0.517	1.73*
<i>Lown</i>	1.983	2.07**	1.108	2.44**
<i>Group</i>	0.072	0.94	0.106	1.05
<i>Year/Ind</i>	YES		YES	
<i>Adj. R²</i>	0.249***		0.221***	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

VI 결론 및 시사점

1. 요약 및 정책적 시사점

- 본 보고서는 국내 기업을 대상으로 기관투자자의 의결권 행사 현황 및 효과와 관련된 다양한 분석결과를 구체적으로 제공하고 있으며, 이를 통해 추후 한국형 주주행동의 방향성에 대한 지속적인 논의가 필요함을 강조하고자 함
- 해외에 비해 소극적·형식적 수준에 머무른 과거 국내 주주활동 관행에서 벗어나 스투어드십 코드 도입에 따른 활발한 주주행동의 규율 효과가 예고된 만큼, 현 시점의 의결권 투표가 지배구조 요소의 개선에 미치는 영향을 분석하는 것은 매우 의미있는 연구 주제로 판단됨
 - 본 보고서에서는 많은 부분을 할애하여 Say-on-pay와 관련한 해외 사례와 현황을 자세히 소개하고 있음
- 반대 의결권 행사비용이 높을수록 타겟 기업의 비합리적인 보수체계가 개선된다는 본 연구의 결과는 단순히 기관투자자의 높은 안건 반대율 수치와 주주관여의 양적 증가만을 유도하기 위한 근거는 아님
 - 실제로 최근 의결권 행사의 적극성이나 주주활동의 다변화 시도 등 국내 기관투자자의 책임투자 이행 관련 분위기가 고조되고 있음은 분명함
 - 단, 스투어드십 코드 도입 자체가 기관투자자의 적극적인 의결권 행사를 무조건 보장하지 못하며 반대 의결권 행사 역시 타겟 기업의 가치 제고와 자본시장의 건전성을 무조건 담보하지는 못함
 - 따라서 향후 기관투자자의 주주행동이 외부 지배구조의 한 축으로서 의미있는 역할을 수행해 나가기 위해서는 양보다 질적인 측면에서의 의결권 행사 강화를 뒷받침할 수 있는 제도적 환경이 필요함

- 수탁자 책임 이행관련 전반적인 주주활동에 대한 공시 요건의 보완이 우선적으로 필요하며, 스투어드십 코드⁶⁴의 실천 및 공시 충실도를 사후 평가하는 등 점검에 대한 감독 당국의 정책적 논의가 요구됨
- 타겟 기업의 지배구조 개선과 배당 확대에 대한 요구가 시장에서 동의를 얻고, 나아가 기업 의사결정에 반영되어 실질적인 변화를 이끌어내기 위해서는 기관투자자의 자발적인 노력이 중요함
 - 주주환원, 지배구조 개선, 사업전략 및 구조조정 방안, 재무구조 개선에 도움이 될 수 있는 제안의 실효성을 높이려면 문제성 있는 중점관리 기업에 대한 독립적·전문적인 분석이 뒷받침되어야 함
 - 스투어드십 코드 도입 이후에 국민연금을 비롯한 민간 기관투자자들의 실질적인 수탁자 책임활동이 가시화될 것으로 예상되는 바, 배당 및 보수한도에 대한 적정 모형을 확보하는 등 운용전담 부서 내에 주주활동 관련 전문 인력과 시스템이 정착되어야 할 것임
 - 다양한 주주활동 방식에 대해 기관투자자 스스로도 책임감을 가지고 고민해야 할 것이며, 주주 행동의 적정성 기준과 의결권 행사 관련 세부지침에 대한 보완이 지속적으로 이루어져야 함
- 개별 기관투자자는 기업과의 건설적인 대화에 적극적으로 나서야 하며, 요구사항에 대한 실질적인 개선을 유도하기 위해서는 협력적 주주행동(coalition)도 긍정적인 발전 방향으로 판단됨
 - 현재 국내 주주총회에서 기관투자자의 반대 의결권 행사가 최종 안건 부결로 이어지는 사례는 극소수에 불과하다는 점에 주목할 필요가 있음⁶⁴⁾
 - 또한 국내 상장 기업처럼 지배주주에 우호적인 지분이 집중된 소유구조에서는 표 대결 시 다른 투자자들과의 연합이 전략적으로 필요할 수 있음
 - 협력적 주주행동을 뒷받침하기 위해서는 수탁자 책임 이행관련 세부 정보를 투명하게 공시 하거나 의결권 행사 결정을 사전 공시하는 등 기관투자자 측의 자발적인 노력이 요구됨
 - 향후 기업과의 대화뿐만 아니라 투자자들 간의 활발한 의견 교류와 소통이 한국형 주주행동의 새로운 문화로 정착되길 기대함

64) 국민연금 기준, 2014년 이후 반대 의결권 행사 안건 중 실제 부결된 건수는 1.3% 수준에 그침

- 한편 자체적인 의안 분석보다는 의결권 자문사의 활용이 증가될 것으로 예상되므로 주요 선진국 사례를 고려할 때, 국내 민간 의결권 자문사들의 영향력과 책임감이 더욱 커질 것으로 판단됨
- 따라서 국내 의결권 자문사는 전문성, 투명성, 독립성을 최우선으로 확보하여야 하며 권고 판단에 대한 신뢰성을 제고하기 위한 노력을 꾸준히 해야 할 것임

2. 국내 임원 보수 관련 시사점

- 한국 기업의 경영진 보수는 크게 증가해왔으며 최고경영자와 기타 임원진, 전체 경영진과 종업원 등 직급별 보수 격차 역시 높은 괴리율을 보이고 있음
- 이러한 현상은 최근 해외에서도 해결하지 못한 지배구조 문제 요인 중 하나이며, 관련 공시 규제의 강도나 단계를 비교하더라도 한국의 임원 보수에 대한 정책적 논의 시점이 늦었다고는 판단되지 않음
- 그러나 한국의 지배구조가 전반적으로 취약하고 특히 소유-가족경영 형태 하에서는 지배주주나 소수 오너일가에 의한 경영권, 경제력 집중이 과도한 실정임
 - 즉, 내·외부 통제 시스템의 역할이 사실상 제대로 작동되고 있지 않다는 점에서 임원 보수 관련 실효성 있는 모니터링 시스템에 대한 논의가 필요함
 - 본 연구에서는 외부 투자자로부터의 책임있는 견제를 주주행동에서 시작될 수 있을 것으로 기대했으며, 추가적인 공시 규제의 보완이 병행되어야함을 주장하고자 함
- 본 보고서에서는 해외 Say-on-pay 사례에 대해 구체적으로 제시하고 있으며 현 시점에서 임원 보수관련 감독에 한계가 있다면 관련 제도에 대한 도입을 검토하는 것도 필요함
 - 금융회사의 경우 이미 한국에 적합한 수준의 Say-on-pay 논의가 이루어지고 있음

- 과거 그리고 현재까지는 창업주와 오너일가에 주어진 책임에 비해 과도한 권한을 행사하여 지배구조 측면의 문제점을 야기해왔음
- 그러나 정작 주주들은 주어진 권한에 비해 미비한 책임을 이행하거나 회피하여 지배구조의 견제 기능을 상실해 왔다고 해도 과언이 아님
- 따라서 기관투자자를 비롯한 주주들은 권리에 상응하는 책임 투자와 타겟 기업에 대한 다양한 주주활동을 시도하여 외부 지배구조로서의 역할을 충실히 수행하는 즉, 선관주의 의무 (Fiduciary Duty)를 다하도록 노력해야 할 것임

참고 문헌

Ⅰ 국내문헌

- 보건복지부 국민연금공단, 2018, 국민연금기금 스튜어드십 코드 도입방안(안) 발표자료.
- 보건복지부 국민연금공단, 2018, 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」.
- 송홍선, 2018, 스튜어드십코드와 기관투자자의 주주권 행사, 자본시장연구원.
- 이윤아·연강흠·김한나, 2017, 이사회 독립성 개선여부에 따른 기관투자자의 반대 의결권 행사의 실효성, 한국증권학회지, 46(1), 61-96.

Ⅰ 해외문헌

- Anson, M., T. White, and H. Ho, 2003, The shareholder wealth effects of CalPERS' Focus list, *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 102-111.
- Bebchuk, L. and J. Fried, 2003, Executive compensation as an agency problem, *The Journal of Economic Perspectives*, 17, 71-92.
- Bebchuk, L. and J. Fried, 2004, *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge.
- Bebchuk, L., M. Cremers, and U. Peyer, 2011, The CEO pay slice, *Journal of Financial Economics*, 102, 199-221.
- Becker, B. and M. Huselid, 1992, The incentive effects of tournament compensation systems, *Administrative Science Quarterly*, 37, 336-350.
- BlakRock, 2018, *Proxy voting guideline for U. S. securities*.
- CalPERS, 2015, *Corporate Engagement Enhanced Focus List Program Strategy Update*.
- CIPD, 2018, *Executive pay: review of FTSE 100 executive pay*.
- CIPD, 2019, *RemCo reform: governing successful organisations that benefit everyone*.

- Copland, J., D. Larker, and B. Tayan, 2018, The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry, *Stanford Closer Look Series*, Rock Center for Corporate Governance.
- Core, J., R. Holthausen, and D. Larcker, 1999, Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- Core, J. and W. Guay, 1999, The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels, *Journal of Accounting and Economics*, 28, 151-184.
- Cowherd, D. and D. Levine, 1992, Product quality and pay equity between lower-level employees and top management: An investigation of distributive justice theory, *Administrative Science Quarterly*, 37, 302-320.
- David, F., B. Sheehan, and B. Tayan, 2016, The “Buy side” view on CEO pay, *Stanford Closer Look Series*, Corporate Governance Research Initiative.
- David, F., J. Thompson, and N. Donatiello, and B. Tayan, 2016, CEOs and directors on pay: 2016 survey on CEO compensation, *CGRI Survey Series*, Stanford Rock Center for Corporate Governance.
- Director Insight, 2016, *FTSE 100 Say on pay voting insight*.
- Director Insight, 2017, *Mind the Gap: CEO Remuneration and the Scandinavian Corporate Governance Landscape*.
- Economic Policy Institute, 2018, *CEO compensation surged in 2017*.
- Eriksson, T., Executive compensation and tournament theory: Empirical tests on Danish data, *Journal of Labor Economics*, 17, 262-280.
- Equilar Inc., 2018, *CEO Pay Trends*.
- Gillan S. and L. Starks, 2007, The Evolution of shareholder activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 55-73.
- Green, J. and N. Stokey, 1983, A Comparison of tournaments and contracts, *Journal of Political Economy*, 91, 349-364.

- Henderson, A. and J. Fredrickson, 2001, Top management team coordination needs and the CEO pay gap: A competitive test of economic and behavioral views, *The Academy of Management Journal*, 44, 96-117.
- Holderness, C. and D. Sheehan, 1988, The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Investment Association, 2018, *Stewardship in Practice: A Stewardship Survey*.
- ICSA, 2018, *Shareholder engagement: The state of play*.
- J. P. Morgan, 2017, *The 2017 Proxy Season*.
- J. P. Morgan, 2018, *Shareholder Activism in Asia*.
- Kim, S., H. Byun, and E. Lee, 2014, Does “vote no” change corporate governance and firm value? Evidence from the shareholder activism of the Korean National Pension Service, *Emerging Markets Finance and Trade*, 50, 42-59.
- Lazear, E. and S. Rosen, 1981, Rank-order tournaments as optimum labor contracts, *Journal of Political Economy*, 89, 841-864.
- Lee, K., B. Lev, and G. Yeo, Executive pay dispersion, corporate governance, and firm performance, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30, 315-388.
- Martin, J., 1981, Relative deprivation: A theory of distributive injustices for an era of shrinking resources, *Research in Organizational Behavior*, 3, 53-107.
- MSCI, 2017, *Out of Whack: U. S. CEO pay and long-term investment returns*.
- OECD, 2017, *OECD Corporate Governance Factbook*.
- Peter, F., 1986, *The Frontiers of management: where tomorrow’s decisions are being shaped today*, Truman Talley Books, New York.
- PWC, 2018, *How might the changing face of shareholder activism affect your company?*
- Semler Brossy, 2018, *2018 Say on pay and proxy results*.
- Sullivan & Cromwell LLP., *2018 Proxy Season Review*.

