

이슈보고서 21-18

ISSUE
REPORT

상장기업의 임원보수와 미등기 지배주주 이슈

남길남

상장기업의 임원보수와 미등기 지배주주 이슈

저자 남길남*

코로나19 확산 속에 국내 상장기업의 2020년말 기업별 소액주주는 1년 전에 비해 평균 78%(12월 결산법인 기준) 증가할 정도로 개인투자자의 주식시장 유입이 확대되었는데 이에 따라 기업의 성과는 물론 경영진의 고액 보수에 대한 개인투자자의 관심과 견제도 커지고 있다. 국내 상장기업의 최고경영자 및 최고 임원보수는 미국 상장기업과 비교할 때 아직 높은 수준이라고 할 수는 없지만 상대적으로 높은 인상률을 보이고 있으며, 5억원 이상 임원보수를 공시하는 상장기업의 20% 내외 기업은 저조한 경영실적에도 최고 임원보수를 인상하고 있다. 특히 미등기 지배주주가 최고 임원보수를 받는 저성과 기업의 최고 임원보수 인상률은 가장 높게 나타나 미등기 지배주주가 경영성과에 크게 영향받지 않고 고액의 보수를 받는 경향이 존재한다. 또한 미등기 지배주주가 최고경영자보다 보수를 더 받는 기업도 점점 증가하고 있어 보수 지급이 경영의 책임에 비례하지 않는 문제가 심화되고 있으며 2개 이상의 기업으로부터 고액의 보수를 동시에 수령하는 지배주주의 행태도 지속적으로 관측되고 있다. 따라서 미등기 지배주주의 보수는 국내 상장기업의 임원보수와 관련하여 유의해야 할 이슈라고 할 수 있다.

이에 따라 국내 임원보수의 문제점을 개선하기 위해 상장기업의 이사회 안에 독립적 이사로 구성된 보수위원회의 설치를 의무화하고, 보수 산정 방식과 그 내역을 공시하도록 하며, 주주가 임원의 고액 보수에 대해 직접적으로 의견을 표명할 수 있도록 주주승인투표(say on pay vote)를 단계적으로 도입하는 방안을 적극 검토해야 한다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

자본시장실 선임연구위원 남길남 (namgn@kcmi.re.kr)

I. 들어가는 말

2020년 코로나19 확산으로 주가 변동성이 급격히 커지면서 개인투자자의 주식시장 유입이 전례를 찾기 힘들 정도로 늘어났다. 이러한 개인투자자의 주식 열기는 2021년 들어서 더 가열되고 있다. 개인투자자의 2020년 한해 상장주식(유가증권시장과 코스닥시장) 순매수금액은 63.8조원에 이르렀는데 2021년 8월말까지 순매수금액은 79.1조원으로 2020년 수치를 크게 앞서고 있다. 이렇게 주식시장에 대한 개인투자자의 영향력이 커지면서 과거에는 좀처럼 찾아보기 힘들었던 개인투자자들이 중심이 되어 주주총회에서 경영진이 제안한 안건에 반대하는 사례들이 관측되고 있다. 그중에는 매년 정기주주총회에서 의례적으로 통과되던 이사보수한도 안건에 대한 개인투자자들의 반발도 포함되어 있다.⁰¹

상장기업 경영진의 보수에 대한 주주들의 직접적 견제는 미국과 유럽에서 이미 활발하게 전개되고 있다. 코로나19의 경제적 충격이 컸던 미국에서는 2021년 5월초까지 정기주주총회에서 최고경영자 보수에 대한 주주승인투표(Say on pay vote)⁰²가 부결되는 비율이 Russell3000 편입 기업의 경우 2020년 같은 기간에 비해 2배나 되었다(FT, 2021. 5. 5). 특히 비행기 제트엔진 제조사 GE가 코로나19로 항공산업 전체가 극심한 부진에 빠졌음에도 최고경영자 Larry Culp의 2020년 보수가 7,319만달러로 1년 전에 비해 198% 인상되자 2021년 5월 정기주주총회에서 57.7%의 반대로 주주승인투표가 부결되기도 하였다.⁰³ 영국에서도 FTSE100 편입 기업 중 경영진 보수에 대한 주주승인투표 찬성률이 80% 이하인 기업의 비중이 2020년 5%에서 2021년에는 12%로 크게 증가하였다(FT, 2021. 7. 2).

그런데 국내 개인투자자들이 자신들이 투자한 기업 경영진의 보수에 대한 관심 증가에도 불구하고 국내 상황은 미국과 유럽의 임원보수 환경과 비교할 때 적지 않은 차이가 존재한다. 우선 미국의 경우 상장기업의 최고경영자를 포함한 주요 임원보수 내역에 대한 공시자료가 1940년대부터 누적되어 있어 임원보수의 다양한 특성에 관한 연구가 축적되어 있다.⁰⁴ 이에 비해 국내 상장기업의 개별 임원에 대한 보수 공시는 2013년 사업보고서부터 5억원 이상을 보수로 받는 등기이사와

01 2021년 정기주주총회에서 헬릭스미스와 좋은사람들의 이사보수한도 안건이 개인투자자들의 반대로 부결되었다. 특히 헬릭스미스의 경우 7월 임시주주총회에서도 개인투자자들이 주도적으로 반대하면서 이사보수한도 안건이 다시 부결되었을 뿐만 아니라 적대적 인수합병으로 인해 이사가 퇴직할 때 500억원 이내의 보상액을 지급하도록 되어 있던 황금낙하산 정관 조항마저 특별결의를 통해 삭제되었다.

02 주주총회에서 핵심 경영진의 보수에 대해 주주의 찬반을 묻는 방식으로 일반적으로는 비구속적(non-binding)이다.

03 2020년 GE의 정기주주총회에서 Larry Culp의 보수에 대한 주주승인투표는 73%의 찬성으로 통과되었다.

04 미국 임원보수의 장기 패턴과 이에 대한 다양한 연구에 대해서는 Hermlin & Weisbach(2017)의 7장을 참조한다.

2018년부터 미등기임원을 포함한 상위 5명의 보수 공시부터 시작되어 그 역사가 매우 짧다.⁰⁵ 임원보수 관련 규제도 임원보수 결정을 위한 독립적 보수위원회의 의무 설립과 임원보수에 대해 주주들의 의견을 묻도록 하는 주주승인투표의 의무 도입 모두 국내에서는 아직 제한적으로 적용되거나 논의 단계에 머물고 있다.⁰⁶

따라서 국내 개인투자자들의 적극적인 주주권 행사를 위해서도 2013~2020년 8년의 자료를 기초로 국내 상장기업의 임원보수 특징을 살펴볼 필요성이 있다. 특히 같은 기간 미국 추이와 차이가 나타나는지 국내 고유의 특징이 존재하는지에 대한 분석이 요구된다. 또한 이를 바탕으로 국내 임원보수 규제의 개선 방향에 대해서도 논의가 필요하다.

본고에서는 이를 위해 II장에서 국내 상장기업 임원보수의 주요 특징을 세 가지로 나누어 알아본다. 첫째, 국내 상장기업의 임원보수 인상률과 임직원 보수 대비 배율을 미국과 비교하여 분석해 보고, 둘째, 경영성과가 저조함에도 최고 임원보수를 인상하는 기업들의 특징을 알아보고, 셋째, 국내 상장기업 임원보수의 고유한 이슈로 미등기 지배주주 보수에 대해 문제를 제기한다. III장에서는 임원보수 규제방안으로 이사회역할 강화 및 공시 확대, 주주의 직접적 의견표명 방안을 제시한다. 마지막으로 IV장에서는 분석을 요약하고 시사점을 도출한다.

II. 상장기업 임원보수의 주요 이슈 점검

1. 증가 추세의 최고경영자 보수와 기업별 최고 임원보수

국내 주식시장에서 개인투자자가 얼마나 증가했는지는 12월 결산법인 사업보고서의 소액주주⁰⁷ 자료를 통해서도 확인된다. 전체 상장기업의 기업별 평균 소액주주 수는 2001년 9,415명에서 2006년 5,775명까지 하락하다가 2011년에 가셔야 9,694명으로 다시 늘어났으나 2019년까지는 소폭의 증가세만 보였다. 그런데 2020년 21,444명으로 2019년 12,066명에 비해 77.7%나 급증하

05 2013년 5월 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하, 자본시장법) 제159조 제2항 제2호, 시행령 제168조 제1항을 개정하여 보수총액 5억원 이상 임원 개인별 보수와 개별 항목, 구체적인 산정기준 및 방법의 공개를 의무화했으며, 2016년 3월 법 개정을 통해 2018년 사업보고서부터 미등기임원을 포함하여 보수총액 5억원 이상의 상위 5명에 대해 공개하도록 하였다.

06 다만 금융회사의 지배구조에 관한 법률(이하, 금융회사 지배구조법) 제16조에 의해 2016년부터 금융회사는 이사회 안에 보수위원회를 의무적으로 설치하여야 한다.

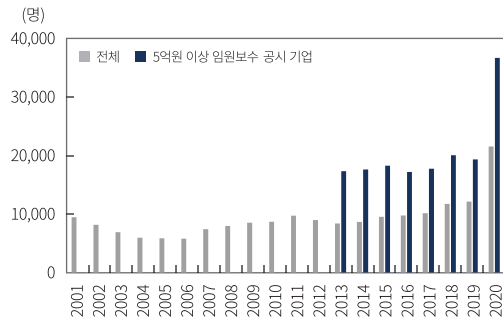
07 12월 결산법인 사업보고서의 소액주주는 12월 말 시점으로 총발행주식의 1% 미만을 보유하고 있는 주주로 거의 대부분 개인투자자이다.

면서 개인투자자가 크게 늘어났음을 알 수 있다(<그림 II-1> 참조). 흥미로운 점은 5억원 이상 임원보수를 공시하는 기업의 평균 소액주주 수는 2019년 19,250명에서 2020년 36,558명으로 89.8%나 증가해 상장기업 평균 증가율보다 더 가파르게 증가한 현상이다. 물론 임원보수 공시 기업의 규모가 상대적으로 크고 2020년 개인투자자들의 대기업 주식 선호가 강했기 때문이라고 할 수 있으나 어쨌든 이들 기업에 대한 개인투자자가 증가하면서 임원보수에 관심을 가지는 개인투자자들도 더불어 늘어났다고 할 수 있다.

국내 상장기업의 임원보수 자료는 12월 결산 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 중에서 5억원 이상의 임원보수를 공시하는 기업을 대상으로 하고 있다.⁰⁸ 해당 기업

과 임원 수는 2013년 각각 378개, 583명에서 2020년에는 686개, 1,512명으로 8년 만에 기업 수는 82.4%, 임원 수는 159.3% 증가하였다(<표 II-1> 참조). 한편 2018년 임원보수 공시 상장기업과 임원 수가 크게 증가한 것은 자본시장법 개정으로 2018년부터 미등기임원을 공시 대상에 포함했기 때문으로 2017년에 비해 2018년 공시 기업 수는 21.2%, 임원 수는 82.3% 늘어났다.

<그림 II-1> 상장기업별 평균 소액주주 수 추이



자료: 한국상장회사협의회(TS2000)를 참조하여 저자 작성

<표 II-1> 5억원 이상 임원보수 공시 상장기업

(단위: 개, 명)

	상장기업 개수(시장별 비중, %)			임원 수(시장별 비중, %)		
	유가증권	코스닥	계	유가증권	코스닥	계
2013	244(64.6)	134(35.4)	378	414(71.0)	169(29.0)	583
2014	270(66.0)	139(34.0)	409	443(72.6)	167(27.4)	610
2015	286(67.1)	140(32.9)	426	480(73.6)	172(26.4)	652
2016	310(67.2)	151(32.8)	461	486(72.6)	183(27.4)	669
2017	319(63.3)	185(36.7)	504	536(70.2)	227(29.8)	763
2018	364(59.6)	247(40.4)	611	999(71.8)	392(28.2)	1,391
2019	401(60.6)	261(39.4)	662	1,037(72.4)	396(27.6)	1,433
2020	393(57.3)	293(42.7)	686	1,075(71.1)	437(28.9)	1,512

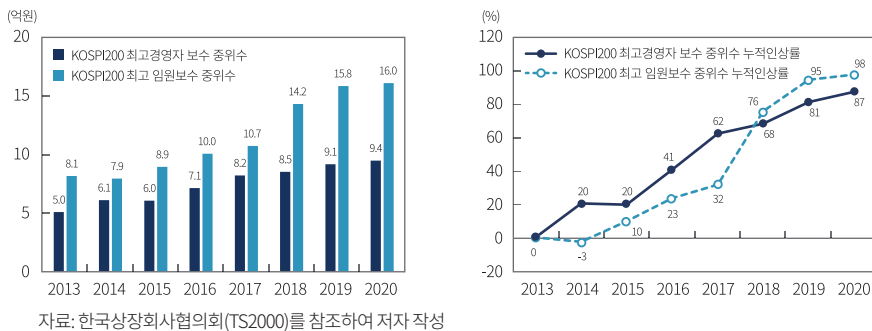
주 : 임원 수에는 복수 기업에 겸임하고 있는 일부 사례가 중복 집계되어 있음

자료: 한국상장회사협의회(TS2000)를 참조하여 저자 작성

08 본고에서는 모든 업종을 포함하여 분석하고 있으나 금융업종을 제외하고 분석하여도 결과에 의미있는 차이가 나타나지는 않았다.

일반적으로 상장기업 임원보수에 대한 사회적 관심 대상은 최고경영자가 받는 보수금액⁰⁹과 인상률 그리고 임직원 보수대비 배율¹⁰이라고 할 수 있다. 5억원 이상 임원보수 공시에 기초하여 KOSPI200 편입 기업 최고경영자 보수의 중위수¹¹를 산출하면 2013년 5억267만원에서 2020년 9억4,200만원으로 87.4% 인상되었으며 2020년에도 3.4% 증가하였다(<그림 II -2> 참조). 그런데 국내 상장기업에서는 최고 의사결정권자로 기업을 대표하는 최고경영자보다 기업에 대한 영향력이 더 큰 실질적 최고경영자(대부분 지배주주)가 존재하는 경우가 많으며 임원보수에서도 이들이 최고경영자보다 많은 보수를 받는 것으로 분석되고 있다(안정인 · 서윤석, 2021). 이에 따라 KOSPI200 편입 기업별 최고 임원보수 중위수를 구해보면 2013년 8억1,000만원에서 2020년 16억200만원으로 97.8% 오르면서 금액과 인상률 모두 최고경영자 보수를 넘어섰다. 특히 5억원 이상 미등기임원의 보수가 공시에 포함된 2018년부터는 인상률이 크게 증가하면서 2013년부터의 누적인상률은 최고경영자를 앞서고 있다.

<그림 II -2> KOSPI200 최고경영자 보수와 최고 임원보수(좌) 및 누적인상률(우)



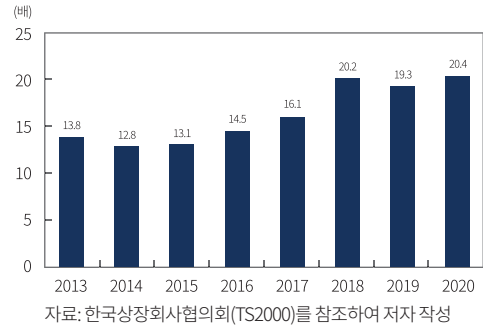
09 본고에서 보수는 급여, 상여, 주식매수선택권행사이익, 기타 근로소득, 퇴직소득, 기타소득을 모두 포함한 총액을 의미한다. 본고의 분석을 1회성 보수인 주식매수선택권행사이익과 퇴직소득을 뺀 현금소득으로 수행해도 일부 분석을 제외하고 전체적으로는 유의미한 차이를 보이지 않았으며 임직원 보수와의 비교에서 형평성을 유지하고 의미전달의 단순성을 고려하여 총보수를 보수금액으로 사용하였다.

10 최고경영자와 일반 직원 보수와의 차이가 커진다고 해서 경영진의 사익추구적 행태가 심화되고 있다고 단정할 수는 없다. Kale et al.(2009)에 따르면 이러한 최고경영자와 하위 임직원과의 보수 격차는 기업의 성과에 긍정적으로 나타났다. 그럼에도 불구하고 최고경영자 또는 최고 임원보수 수령자의 일반 직원 대비 차별적인 보수가 경영능력을 반영한 결과라기보다 지배주주로서 기업에 대한 지배력의 산물이라고 한다면 보수 격차의 확대가 경영진에 대한 인센티브로 기업가치에 긍정적이라고 해석하기는 어려울 것이다.

11 5억원 이상 임원보수를 공시한 국내 상장기업의 최고경영자 보수 중위수는 2013-2020년 8년 동안 8억 8,805만원에서 8억 9,500만원으로 누적인상률이 불과 0.8%에 그쳤지만 같은 기간 공시 기업 개수가 82.4% 늘어났고 신규 공시 기업은 5억원을 갓 넘긴 경우가 많은 점을 고려하면 임원보수를 공시한 전체 기업의 중위수가 국내 상장기업 임원보수를 대표한다고 보기 어렵다. 또한 미국의 최고경영자 보수 자료가 S&P500 편입 기업이어서 KOSPI200 편입 기업으로 비교하였다. 다만 KOSPI200 임원보수의 중위수는 임원보수 공시를 하지 않은 기업의 최고경영자 보수 및 최고 임원보수를 5억원 미만으로 간주하고 산출하였다.

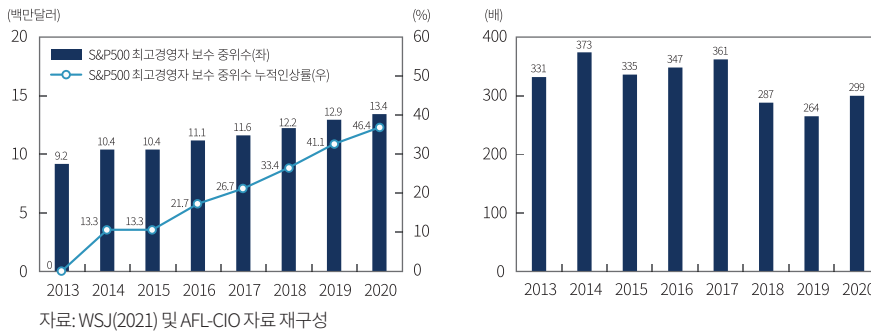
한편 임원보수의 상대적 크기를 KOSPI200 기업의 최고 임원보수를 임직원 1인당 보수의 배율로 측정하였을 때 중위수는 2013년 13.8배에서 2015년 13.1배까지 하락했다가 2020년 20.4배까지 증가하는 추세를 보이고 있다(<그림 II -3> 참조). 즉, KOSPI200 기업의 최고 임원보수는 꾸준히 올랐을 뿐만 아니라 일반 임직원의 보수에 비해서도 상대적으로 빠르게 인상되었다고 할 수 있다.

<그림 II -3> KOSPI200 임직원 보수 대비 최고 임원보수 배율 중위수



미국의 경우 2013~2020년 8년 동안 S&P500 편입 기업 최고경영자 보수 중위수의 누적인상률은 46.4%로 1,340만달러에 이르렀는데 2020년 코로나19 확산 시기에도 3.8% 증가하였다(<그림 II -4> 좌 참조).¹² 또한 S&P500 편입 기업의 임직원 보수¹³ 대비 최고경영자 보수 배율 평균은 최근 들어 다소 낮아졌으나 그럼에도 300배 내외의 높은 값을 보이고 있다(<그림 II -4> 우 참조).¹⁴

<그림 II -4> S&P500 최고경영자 보수(좌) 및 임직원 보수 대비 최고경영자 보수 배율 평균(우)



12 영국의 경우 PwC에 따르면 2020년 FTSE100 최고경영자 보수 중위수는 1년 전에 비해 22% 하락한 350만파운드에 그치면서 미국과 달리 코로나19 충격으로 영국 주요 기업의 최고경영자 보수는 큰 폭으로 감소하였다(FT, 2021.5.10).

13 미국의 임직원 보수는 증권거래위원회(SEC)에 제출된 최고경영자를 제외한 전체 직원의 중위수 보수로 국내 상장기업 사업 보고서의 등기이사를 제외한 임직원 평균 보수와는 기준의 차이가 존재하며 엄밀한 비교를 위해서는 고액의 보수를 받는 미 등기임원의 존재를 고려하여 미국처럼 중위수 보수로 통일하는 것이 바람직하다. 다만 이를 위해서는 사업보고서 보고 양식의 개편이 필요하다.

14 S&P500 편입 기업의 임직원 보수 대비 최고경영자 보수 배율 평균은 미국의 상급 노조 단체인 AFL-CIO가 매년 집계하고 있는데 집계 방식의 합리성에 대해서는 비판적 의견이 제기되고 있다. 그런데 Bloomberg(2021.8.12)에 따르면 미국 상장기업 1,000개를 대상으로 한 2020년 임직원 보수 대비 최고경영자 보수 배율 중위수는 144배로 나타났으며, Economic Policy Institute의 조사에서는 미국 상위 350개 기업의 임직원 보수 대비 최고경영자 보수 배율은 1965년 20배에서 2019년 320배로 증가한 것으로 나타나 적어도 시장을 대표하는 배율은 100배 이상이라고 할 수 있다.

따라서 KOSPI200 편입 기업의 최고경영자 보수와 최고 임원보수는 2013년 이래 S&P500 기업의 최고경영자 보수보다 2배 정도 인상률이 높았으며 2020년에도 비슷한 수준으로 인상되었다고 할 수 있다. 그럼에도 KOSPI200 편입 기업 임원보수는 그 절대적 크기뿐만 아니라 직원보수와 상대적 크기에 있어서도 S&P500 기업에 비해 현격히 낮다고 할 수 있다.¹⁵ 결국 국내 상장기업의 임원보수는 미국과 비교해서 아직 보수 수준이 높다고 하기는 어렵지만 인상속도는 결코 낮지 않다고 할 수 있다. 특히 최고 임원보수의 인상률과 크기는 미등기임원의 보수가 공시에 포함된 2018년부터 최고경영자를 크게 앞서고 있기에 최고경영자 보수에만 초점이 맞추어져 있는 미국과 달리 미등기임원의 보수가 국내 임원보수의 주요 이슈로 부각된다고 하겠다.

2. 저조한 경영성과에도 최고 임원보수를 인상하는 기업들

상장기업의 임원보수가 어떤 요인에 의해 결정되는지에 대해서는 그동안 여러 관점에서 다양한 실증분석이 수행되었다. 대표적으로는 최적계약관점(optimal contracting view)으로 임원보수는 대리인비용의 감소 과정에서 효율적으로 결정되고 있으며 따라서 현재의 보수는 경영진의 능력에 부합하는 수준이라고 보는 시각이다. 다른 한편으로는 사익추구적관점(rent extraction view)에서 경영진 또는 지배주주가 기업에 대한 지배력을 이용해 과도한 보수를 추구하는 것으로 해석하는 시각이 존재한다. 그런데 분석 기간과 국가에 따라 임원보수를 결정하는 요인¹⁶은 변화하거나 또는 드러나지 않는 경우가 보다 일반적이다.¹⁷ 실제로 미국 최고경영자의 보수는 1970년대 초까지만 해도 2차대전 이후부터 계속 정체 상태였으며 현금 보수가 대부분을 차지하였다. 그러던 것이 1980~90년대에는 스톡옵션 중심으로 바뀌었다가 2000년대 들어서는 성과연계 주식보상이 크게 증가하였는데 이 기간 미국의 최고경영자 보수는 급격히 인상되었다(Hermalin & Weisbach, 2017).

한편 국내 상장기업의 임원보수에 대한 실증분석에서는 일반적으로 기업성과와 보수 간에 유의한 관련성이 나타나지 않거나 제한적으로 유의성이 낮게 관측되고 있으며 반면에 대기업, 재벌, 지배주주에 따른 양의 효과는 유의하게 나타나는 특징을 보이고 있다. 이창민 · 최한수(2017)는

15 반대로 윤용석 외(2015)의 연구에서는 국내 경영자 보수 수준이 비슷한 유형의 미국 기업과 비교할 때 낮지 않다고 결론을 내렸는데 이는 감사보수 대비 경영자의 보수를 비교한 것으로 회계감사 서비스에 대한 지불의사 등 양국의 감사보수에 대한 구조적 차이가 분석에 영향을 미쳤을 수 있다. 실제로 이상호(2020)에 따르면 국내 상장기업의 감사보수는 2018년 주식회사 등의 외부감사에 관한 법률 개정 시행 이전까지는 저가수임 관행을 비롯한 감사보수 할인현상이 일상적이었으며 법시행 이후인 2018~2019년 57.2%나 상승함으로써 국내 상장기업의 감사보수 대비 경영자의 보수 비율은 바뀌었을 가능성이 크다.

16 주요 요인으로는 기업의 규모, 산업, 동종 업계의 보수 정책, 재직기간 등이 있다.

17 Hermalin & Weisbach(2017)의 7장에서는 기존 임원보수의 이론과 실증분석을 심층적으로 검토하였는데 어떤 분석 관점도 과거 트렌드를 모두 설명할 수 없음을 강조하고 있다.

2014~2015년 임원보수 분석을 통해 임원보수가 대리인 비용을 감소하는 방향으로 작동하는 증거를 찾을 수 없었지만 대기업 프리미엄과 재벌 효과가 임원보수 결정에 유의한 영향을 미쳤다고 결론을 내렸다. 한국기업지배구조원(2020)의 2013~2018년 임원보수 분석에서는 가족임원에 대한 보수 프리미엄을 확인하였으며 성과지표 중 ROA만 제한적으로 양의 관련성을 보였다. 이 미주 외(2020)의 2013~2017년 임원보수 분석에서도 수익성과 보수 사이에 특별한 관련성을 찾지 못하였으며, 이창민·최한수(2019)의 임직원보수 대비 임원보수의 배율에 대한 분석에서는 재벌 효과가 나타났으며 재벌 기업 안에서는 지배주주 최고경영자가 전문경영인 최고경영자에 비해 배율이 유의하게 높게 관측되었다.

그런데 국내 상장기업의 임원보수에는 기업성가가 의미있는 영향을 미치지 못하고 기업의 규모와 재벌 및 지배주주와 같은 소유구조 효과만이 유의하게 나타난다고 한다면 임원보수의 인상에도 소유구조 효과가 유의하게 영향을 미칠 가능성이 크다고 하겠다. 특히 양호한 기업성가를 보이며 동시에 임원보수를 인상한 기업과 부진한 성과에도 임원보수를 인상한 기업을 비교하면 소유구조 효과의 차이가 보다 명확히 드러날 수 있다.¹⁸ 또한 보수의 인상률과 임직원 보수 대비 배율은 상대적 지표로 기업 규모 효과도 일정정도 통제할 수 있다.

5억원 이상의 임원보수를 공시하고 있는 상장기업 중 영업이익이 적자 상태이거나 전년도 영업이익에 비해 감소한 기업들을 경영성과가 저조한 기업들이라고 정의(이하, 저성과 기업)했을 때 2014년부터 2020년까지 저성과 기업은 149개에서 259개로 증가하였는데 이는 전체 보수 공시 기업의 34~41% 수준¹⁹이다. 이 중에서 절반 정도의 기업은 저성과 기업임에도 최고 임원보수를 인상한 것으로 나타나고 있다(<그림 II-5> 좌 참조).²⁰ 더욱이 저성과 최고 임원보수 인상 기업의 최고 임원보수 인상률은 증가 추세로 2020년에는 중위수가 23.4%로 임원보수 공시 이후 가장 높았으며²¹ 임직원 보수 대비 최고 임원보수의 배율 중위수도 2019년에 비해 3.2배 더 증가하면서 임직원의 보수 인상률을 추월하고 있다(<그림 II-5> 우 참조).²²

18 성과가 양호한 기업의 임원보수 인상은 일정정도 성과에 대한 보상이 포함되었다고 가정할 수 있지만 성과가 부진한 기업의 임원보수 인상은 성과 보상 부분이 매우 낮을 것으로 가정할 수 있다. 물론 단기성과가 부진하여도 장기성과의 보상이나 개별 사업부의 성과에 따른 보상 또는 전문경영인 시장의 여건에 따라 임원보수의 인상이 가능할 수 있다. 다만 임원보수 공시 기업의 사업보고서에서 장기성과 보상이 언급되어 있는 사례는 찾기 어려웠으며 지배주주의 보수 인상은 전문경영인 시장 여건과 관련성이 높다고 볼 수는 없기에 성과가 부진한 기업의 최고 임원보수 인상은 최고 임원보수의 수령자 유형에 따라 소유구조의 특징(지배주주의 사적이익 추구 경향)을 드러낸다고 할 수 있다.

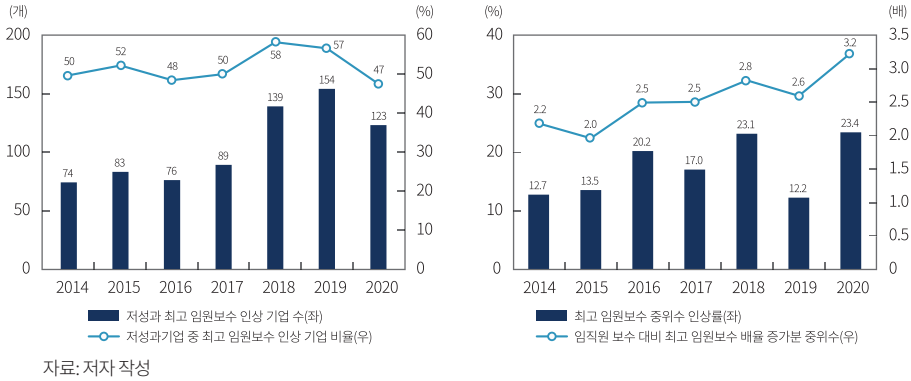
19 2014년 36.5%, 2015년 37.3%, 2016년 34.1%, 2017년 35.4%, 2018년 39.4%, 2019년 41.3%, 2020년 38%.

20 2018년부터 5억원 이상 미등기임원 보수가 공시되면서 저성과 최고 임원보수 인상 기업 개수도 2018년부터 크게 증가하였다.

21 코로나19의 충격으로 2020년 실적이 악화된 상장기업 중에서 다수 임원의 보수가 인상된 사례가 보도되자 사회적 고통분담을 외면하였다는 비난 여론이 일었다(KBS News, 2021. 4. 13).

22 저성과 최고 임원보수 인상 기업 중에서도 매출이 증가하는 기업을 성장형 기업으로 분류하고 매출 증가에 따른 보수 인상

<그림 II -5> 저성과 최고 임원보수 인상 기업 수(좌)와 최고 임원보수 인상률(우)



한편 저성과기업의 최고 임원보수 인상은 영업이익이 증가한 기업 중 최고 임원보수를 인상한 기업(이하, 그 외 최고 임원보수 인상 기업)과 평균을 비교할 때 그 특징이 보다 뚜렷하다. <표 II -2>에서 볼 수 있듯이 저성과 최고 임원보수 인상기업은 저조한 영업이익뿐만 아니라 연간 주식수익률과 ROA도 그 외 최고 임원보수 인상 기업에 비해 유의하게 낮게 나타나 기업의 성과지표에서 일관되게 저조한 값을 보이고 있으나²³ 임직원 보수 대비 배율과 배율의 증가분은 유의하게 높게 나타나고 있다. 이는 저성과 최고 임원보수 인상 기업의 최고 임원보수 인상이 낮은 경영성과에도 불구하고 경영성과가 양호한 기업보

<표 II -2> 최고 임원보수 인상 기업 집단 간 t-test

	저성과 최고 임원보수 인상 기업	그 외 최고 임원보수 인상 기업	t-value
최고 임원보수 인상률	68%	59%	1.3
임직원 보수 대비 배율	33.7배	29.5배	2.0**
임직원 보수 대비 배율 증가분	13.2배	9.1배	2.2**
연간 주식수익률	-0.9%	22.5%	-8.5***
ROA	3.1%	7.6%	-14.9***
PBR	1.4	1.6	-1.6
Tobin's q	1.2	1.4	-1.5
표본 수	738	942	

주 : *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의함
자료: 저자 작성

다도 최고 임원보수의 인상률이 높았으며 임직원 보수와의 격차도 더 커졌다고 할 수 있다.

으로 해석할 수 있으나 본고의 분석에서 성장형 기업들은 저성과 최고 임원보수 인상 기업 집단 안에서 주식수익률, 기업가치 등 제반지표에서 유의미한 차이를 나타내지 않았기에 별도로 구분하지 않고 있다.

23 PBR, Tobin's q 지표도 통계적 유의성은 높지 않지만 저성과 최고 임원보수 인상 기업이 그 외 최고 임원보수 인상 기업에 비해 일관되게 낮게 나오고 있다.

그런데 기존 연구들에서 임원보수와 공통적으로 유의미한 관련성을 보였던 지배주주와 재벌 요인을 고려하면 저성과 최고 임원보수 인상 기업의 최고 임원보수 인상에서 지배주주와 재벌 요인이 더 강하게 나타났을 가능성이 존재한다. 즉, 영업이익이 증가한 기업에서 최고 임원보수의 인상은 지배주주와 재벌 요인뿐만 아니라 성과 요인이 혼재되어 있을 가능성이 있으며 일반 직원의 보수도 성과를 반영하여 함께 인상되었을 수 있다. 반면 영업이익이 적자이거나 또는 하락한 기업의 최고 임원보수를 인상한 데에는 성과 요인이 매우 제한적으로 영향을 주었을 것으로 가정할 수 있다.²⁴

<표 II-3> 저성과 최고 임원보수 인상 기업의 유형별 t-test(2019, 2020)

	미등기 지배주주(A)	등기이사 (B)	t-value (A-B)	기타 미등 기업원(C)	t-value (A-C)	대기업 집단(D)	그 외 기업(E)	t-value (D-E)
최고 임원보수 인상률	163%	40%	2.4**	141%	0.4	85%	58%	2.5**
임직원 보수 대비 배율	63.8배	29.5배	1.9*	52.0배	0.6	41.8배	29.5배	3.1***
임직원 보수 대비 배율 증가분	40.9배	8.7배	1.9*	27.6배	0.5	18.0배	10.6배	2.1**
표본 수	39	191		47		254	484	

주 : *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의함

자료: 저자 작성

이와 관련하여 저성과 최고 임원보수 인상 기업을 최고 임원보수 수령자의 유형과 대기업집단²⁵ 소속 여부에 따라 비교²⁶하면 미등기 지배주주가 최고 임원보수 수령자인 기업이 등기이사 또는 기타 미등기기업원이 최고 임원보수를 받는 기업에 비해 최고 임원보수의 인상률, 임직원 보수 대비 배율과 증가분에 있어서 높은 값을 보이고 있으며 등기이사 최고 임원보수 기업에 비해서는 통계적으로도 유의한 차이를 나타내고 있다(<표 II-3>와 참조).²⁷ 즉, 저성과 기업 중 최고 임원보수 인상은 미등기 지배주주가 최고 임원보수를 받는 기업에서 두드러졌다고 할 수 있다. 또한 대기업집

24 저성과 기업의 최고 임원보수 인상이 장기성과의 반영, 대기업 프리미엄, 지배주주의 장기 재직기간 등 기타 요인이 반영된 결과일 수 있으나 기타 요인은 그 외 최고 임원보수 인상 기업도 동일한 것으로 가정하였다. 단 최고보수가 5억원 미만으로 분석에서 제외된 기업들을 포함하면 분석 결과가 달라질 수 있다.

25 재벌 요인을 측정하기 위해 공정거래위원회의 대기업집단 분류 중 동일인이 자연인인 상장기업을 선정하였다.

26 유형별 비교는 미등기기업원의 보수 공시가 의무화된 2018년 이후 임원보수의 인상률이 온전하게 관측되는 2019년과 2020년 기간으로 제한하였다.

27 기타 미등기기업원이 최고 임원보수를 받는 기업은 성과에 따라 보수가 결정되는 금융업에 속하거나 지배주주와 밀접한 관계에 있는 전문경영인인 경우가 다수이다.

단 소속 기업과 그 외 기업으로 구분하여 비교하면 저성과 최고 임원보수 인상 기업 중 대기업집단 기업은 인상률과 임직원 보수 대비 배율 및 증가분 모두 그 외 저성과 최고 임원보수 인상 기업에 비해 통계적으로 유의하게 높아 대기업집단 기업이 저조한 성과에도 최고 임원보수 인상에 적극적이었음을 알 수 있다(<표 II -3> 우 참조).

2020년의 경우 5억원 이상 임원보수 공시 기업 중 123개의 저성과 기업들이 최고 임원보수를 평균 23.4% 인상하고 임직원 보수 대비 배율을 3.2배 늘린 것으로 나타나는데 미등기 지배주주 또는 대기업집단이 이를 주도한 면이 있다고 할 수 있다. 결국 국내 임원보수의 문제는 최고경영자 보수의 표면적인 금액이나 인상률보다 미등기 지배주주와 재벌과 같은 소유구조와 관련된 요인의 중요성이 크다고 할 수 있다. 이러한 해석은 2013~2020년 기간 5억원 이상 보수를 5차례 이상 수령한 477명의 임원을 대상으로 지배주주 여부에 따라 보수의 변동계수(표준편차/평균)를 비교한 분석에서도 부분적으로 재확인되고 있다. 지배주주로 분류된 295명의 보수에 대한 변동계수 평균은 0.37로 비지배주주 182명의 변동계수 평균 0.50에 비해 매우 유의하게 낮게 나타나(t-value는 4.09) 지배주주 임원은 비지배주주 임원에 비해 시간에 따른 상대적 편차가 작은 안정적인 보수를 받았다고 할 수 있다.²⁸

한편 저성과 기업의 미등기 지배주주 보수가 단기성과에 덜 민감하지만 장기성과를 분산하여 반영하고 있거나 또는 상대적으로 긴 재직기간, 미등기 지배주주가 많이 속한 기업의 규모 및 업종 등 다른 요인에 영향을 받았을 가능성은 존재한다. 다만 보수내역에 대한 공시가 매우 간략한 상황에서 기업 규모와 업종을 제외한 다른 요인에 대한 분석은 본고에서 다루지 못하였다.²⁹

3. 최고경영자보다 더 많은 보수를 받는 미등기 지배주주

2020년 5억원 이상의 보수를 받은 것으로 공시된 1,512명의 임원의 보수 분포를 보면 가장 많은 266명(17.6%)이 속한 구간은 5~6억원이었으나 20억원 이상도 18.2%나 차지하며 고액 구간의 상대적 비중도 높게 나타났다(<그림 II -6> 상 참조). 특히 미등기임원의 비중

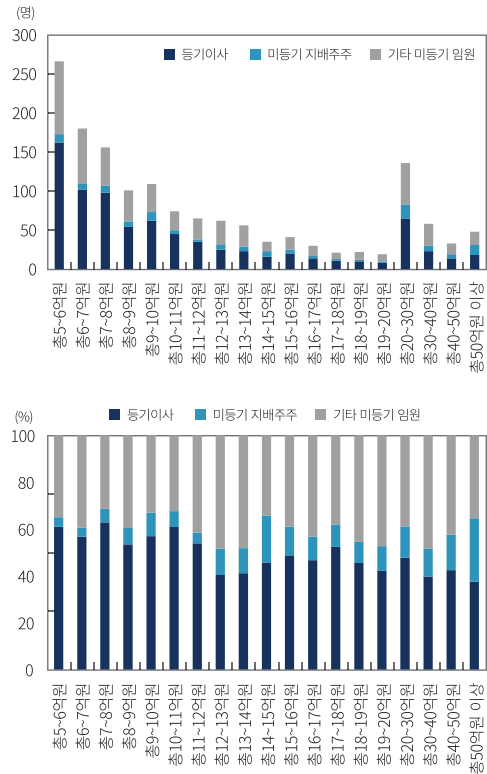
28 즉, 지배주주 임원의 보수는 기업의 성과 변동 등 외부 요인의 변화에 대해 비지배주주 임원에 비해 영향을 덜 받는다고 할 수 있다. 다만 변동계수의 비교 분석은 미등기임원 표본이 2018~2020년 기간만 가능해 미등기 지배주주를 별도로 분류하지 못한 한계가 있다.

29 임원보수의 인상률과 임직원 보수 대비 배율은 상대지표이고 기업 성과에 따른 인상률 및 배율의 비교가 기업 규모에 직접적으로 영향을 받는다고 할 수는 없으나 별도의 분석을 통해 기업 규모(시가총액 10분위 분류)와 업종(FnGuide 25개 산업분류)에 따라 두 집단의 차이를 보면 표본이 가장 많이 위치한 시가총액 최상위 10% 구간 및 반도체, 상업서비스 업종 등에서 저성과 최고 임원보수 인상 기업의 임원보수 인상 효과가 뚜렷하게 관측되었다.

은 46.8%로 등기이사의 비중과 큰 차이를 보이지 않아 자본시장법 개정으로 2018년부터 미등기임원을 보수 공시에 포함시킨 효과가 컸다고 할 수 있다. 또한 미등기 지배주주는 전체에서 8.6%에 불과하였으나 50억원 이상 구간에서는 27.1%를 차지할 정도로 비중이 높아 미등기 지배주주의 보수가 보수 분포 상단에 많이 위치한다고 할 수 있다(<그림 II -6> 하 참조).

미등기 지배주주의 보수 수준이 높게 나타나는 것은 비단 2020년에만 국한되지 않고 있다. 미등기임원으로 보수공시가 확대된 2018년부터 등기이사, 미등기 지배주주, 기타 미등기임원의 평균 보수를 각각 비교하면 미등기 지배주주의 평균 보수는 19.5~23.3억원으로 다른 유형보다 대부분 유의하게 많았다(<표 II -4> 참조).

<그림 II -6> 2020 사업연도 보수 공시 금액별 분포(상), 유형별 비중(하)



자료: 한국상장회사협의회(TS2000)를 참조하여 저자 작성

<표 II -4> 5억원 이상 임원보수 수령자 유형별 평균 보수 t-test

	미등기 지배주주 (A)	등기이사 (B)	t-value (A-B)	기타 미등기임원 (C)	t-value (A-C)
2018	19.5(105)	12.5(757)	2.36**	15.3(529)	1.39
2019	22.3(132)	12.8(750)	2.31**	13.0(551)	2.25**
2020	23.3(130)	13.0(805)	3.71***	15.1(577)	2.91***

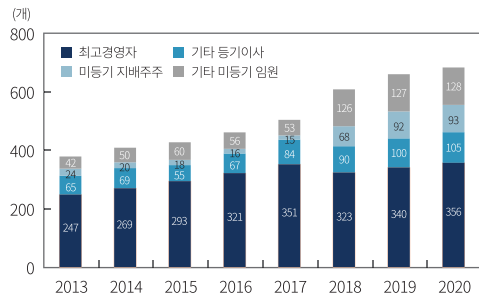
주 : ()은 임원 수(명), *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의함
자료: 저자 작성

5억원 이상 보수 공시 기업의 기업별 최고 임원보수 수령자를 최고경영자, 기타 등기이사, 미등기 지배주주, 기타 미등기임원으로 구분하여 추이를 분석하면 최고경영자가 최고 임원보수를 받는 비율은 2013~2020년 기간 평균 60.6%로 가장 많지만 2018년을 전후로 구조적 변화가 나타나는 것을 알 수 있다(<그림 II -7> 참조). 미등기임원의 보수가 공시 대상에 포함되면서 최고 임원보수 수령자가 미등기임원인 기업의 비중이 2017년까지 15% 내외에서 2018~2020년에는 33% 내외로 증가하였으며 최고경영자가 최고 임원보수를 수령한 기업의 비중은 69% 수준에서 52% 내외로 하락하였다. 특히 미등기 지배주주가 최고 임원보수를 받는 기업 비중은 14%까지 늘어나면서 경영책임에 비례하지 않는 보상 시스템의 문제점을 노출시키고 있다.³⁰

또한 국내 상장기업의 임원이 2개 이상의 상장기업으로부터 보수를 중복해서 수령하는 행태도 주목할 부분이다. 2013~2020년 8년 동안 381명³¹의 임원이 2개 이상의 상장기업에서 각각 5억원 이상의 보수를 동시에 수령하였다(<표 II -5> 참조).³² 특히 2018년 이후에는 중복 수령 임원 수나 중복 정도가 모두 증가하는 경향을 보였으며 중복 수령 기업이 늘어날수록 중복 수령자의 평균 보수는 2020년의 경우 2개 기업 중복 수령자 평균 보수가 32.7억원에서 5개 기업 중복 수령자의 평균 보수는 112.3억원으로 크게 증가하였다.

상법에서는 등기이사가 다른 기업의 등기이사가 되는 것을 이해충돌이 없는 경우에 한해 예외적으로만 허용³³하고 있으나 미등기임원으로 겸직을 하는 것에 대해서는 별도의 제한을 두고 있지 않다. 따라서 지금까지 지배주주가 복수의 기업에 등기이사 또는 미등기임원으로 겸직하여 고액의 보수를 수령하는 행위에 대해서는 이사회 또는 주주들이 별도의 견제 수단을 가지지 못하였을 뿐만 아니라 관련 정보를 알기도 용이하지 않았다고 할 수 있다.

<그림 II -7> 기업별 최고 임원보수 수령자 유형 추이



자료: 한국상장회사협의회(TS2000)를 참조하여 저자 작성

30 미등기 지배주주의 차별적 고액 보수에 대해서는 이미 한국기업지배구조원(2020)의 2013~2019년 기간 유가증권시장 상장기업 대상 '국내 임원 현금보수 구조의 현황 및 효과 분석'에서 확인되었으며, 안정인·서윤석(2021)의 연구에서는 최고경영자보다 더 많은 보수를 받는 실질적 최고경영자인 미등기 지배주주가 있는 기업에서 보수공시의 품질이 하락하는 것이 나타났다.

31 연간 중복 수령 임원의 전체 합이다.

32 임원보수를 공시하지 않는 기업에서 중복하여 보수를 수령하는 경우는 확인이 가능하지 않기에 제외되었으며 분석에서 중복 수령자의 91.3%는 지배주주로 파악되었다.

33 상법 제397조(겸업금지) 제1항 이사는 이사회의 승인이 없으면 자기 또는 제삼자의 계산으로 회사의 영업부류에 속한 거래를 하거나 동종영업을 목적으로 하는 다른 회사의 무한책임사원이나 이사가 되지 못한다.

<표 II-5> 상장기업의 중복 보수 수령 임원 수 및 1인당 평균 보수

(단위: 명)

	단독 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)	2개 기업 중복 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)	3개 기업 중복 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)	4개 기업 중복 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)	5개 기업 중복 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)
2013	498(11.5)	25(31.3)	9(68.4)	2(42.2)	
2014	551(11.8)	18(34.2)	5(77.7)	2(48.5)	
2015	587(12.1)	23(26.0)	5(42.2)	1(38.1)	
2016	602(11.5)	27(30.3)	3(50.6)	1(49.5)	
2017	668(12.6)	36(25.7)	5(50.1)	2(71.5)	
2018	1,240(13.9)	61(25.3)	5(65.0)	1(365.9)	2(82.3)
2019	1,268(13.1)	62(26.5)	9(60.1)	1(60.0)	2(412.4)
2020	1,349(14.4)	64(32.7)	6(55.7)	3(52.9)	1(112.3)

주 : 5억원 이상 보수를 받는 임원으로 한정함

자료: 저자 작성

III. 임원보수에 대한 규제 흐름과 개선 방안

1. 임원보수에 대한 주요 규제 흐름

국제적으로 고액 임원보수에 대한 사회적 문제제기와 관련 제도는 미국이 주도하였다고 할 수 있는데, 특히 대규모 기업부정 스캔들이나 경제 충격 과정에서 임원보수에 대한 규제가 발전하였다고 할 수 있다. 미국에서 과도한 임원보수에 대한 본격적 문제제기는 1930년대 초 Bethlehem Steel 및 American Tobacco 등 일부 대기업 전문경영인의 보수가 소송과정에서 처음 공개되면서 나타났다.³⁴ 두 기업 경영진의 보수 스캔들은 대공황 시기와 맞물려 대중적 분노로 이어졌고 결국 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange

34 1931년 Bethlehem Steel과 Youngstown Sheet and Tube와의 1929년 합병 관련 소송과정에서 Bethlehem Steel의 최고 경영자 Eugene Grace가 1929년 150만달러의 보수를 받았을 뿐만 아니라 1911~1928년 기간 주주들에 대한 배당이 4,088만달러였으나 소수 종역에 지급된 보수는 3,187만달러에 달하였음이 공개되었고 이어서 American Tobacco의 신주 발행과 관련된 소송에서 경영진의 과도한 보너스가 드러나자 대기업 전문경영인의 지나친 보수에 대한 여론의 비난이 대공황의 혼란과 맞물려 커졌다(Wells, 2010).

Act of 1934)에 유가증권 발행기업 및 증권거래소에 상장하는 기업의 경영진 보수에 대한 공시 근거가 마련되었다.³⁵

이에 따라 미국 증권거래위원회(SEC)는 상장기업의 임원보수 공시기준을 통일된 양식으로 마련하기 시작하였는데 1942년에는 표 양식을 도입하였고, 1992년에는 보수가 10만달러 이상인 상위 4명의 보수 수령자를 공시하도록 하였다. 그 후 2006년 양식 개정을 거쳐 2008년 글로벌 금융위기 수습을 위해 2010년 제정된 도드-프랭크법을 통해 현재는 최고경영자, 최고재무책임자 그리고 상위 3명의 보수 수령자를 공시하도록 하였다. 또한 도드-프랭크법에서는 상장기업은 독립적인 이사로 보수위원회(compensation committee)를 설치할 것과 최고경영자를 비롯한 경영진의 보수에 대해 주주총회에서 비구속적(non-binding) 주주승인투표를 받도록 의무화하였다(김두환, 2019; 김미향, 2018; 최완진, 2015).

정리하면 미국의 임원보수에 대한 규제는 크게 공시 확대, 독립적 보수위원회 설립, 주주승인투표의 세 축이라고 할 수 있으며 국제적으로도 주요 규제 방안으로 받아들여지고 있다. 국내의 경우 비록 임원보수의 절대적·상대적 수준은 미국에 비해 아직 우려할 정도는 아니라고 해도 빠르게 인상되고 있으며 일반 직원 보수와의 격차도 점차 커지고 있다. 더욱이 최고경영자 이상의 보수를 받으면서 여러 기업으로부터 중복하여 수령하기도 하는 미등기 지배주주처럼 고유의 임원보수 문제도 존재한다. 따라서 국내 상장기업의 임원보수와 관련하여 공시 강화, 이사회 역할 확대, 주주의 견제 권한 도입의 방향으로 개선이 필요하다고 할 수 있다.

2. 이사회의 역할 강화: 공시 강화 및 보수위원회 의무 설치 확대

국내 상장기업의 임원보수 중 등기이사 보수는 정관에서 별도로 정하지 않았다면 주주총회에서 결정하도록 하고 있다.³⁶ 그런데 주주총회에서는 등기이사의 보수에 대해 한도만 승인할 뿐 세부 내역에 대해서는 이사회가 결정하고 있다. 문제는 이사회가 지배주주 또는 경영진의 영향력에서 자유롭지 못한 경우 실질적으로 권한을 행사하지 못하게 되는 것이다. 그렇기에 미국에서는 이사회 내에 독립적인 보수위원회를 구성하여 임원보수를 성과에 연동하여 결정하도록 하고 있고 국제적으로 널리 받아들여지고 있다.

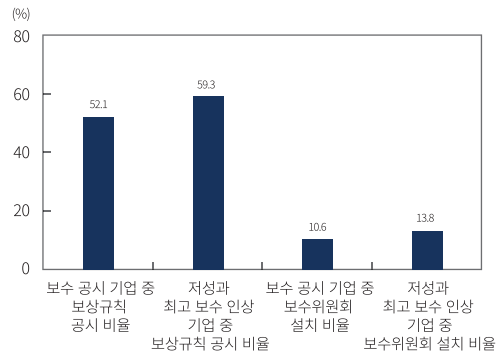
35 2만 5천달러가 넘는 유가증권 발행기업의 이사 및 임원 등의 보수와 2만달러가 넘는 상장 신정 기업의 이사 및 임원 등의 보수를 공시하도록 하였다(김두환, 2019).

36 상법 제388조(이사의 보수) 이사의 보수는 정관에 그 액을 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 이를 정한다.

국내 상장기업 중 2020년 결산보고서에서 임원보수 공시를 하고 있는 682개 기업 중 보수위원회를 설치하고 있는 기업은 총 72개, 10.6%에 불과하다.³⁷ 그나마 보수 산정에 대략적인 수준이라도 기업의 성과지표³⁸가 연동되어 있는 기업의 비율은 52.1%이다. 특히 저성과 최고 임원보수 인상 기업 중에서는 보수위원회 설치 기업이 17개, 13.8%이며, 성과지표 연동 기업은 50개 59.3%에 그치고 있다.

따라서 2016년 금융회사 지배구조법의 시행으로 금융회사 이사회 안에 보수위원회가 의무적으로 설치된 것을 다른 상장기업으로 확대 적용하고 보수위원회의 임원보수 산정 내역을 사업보고서에 공시하도록 할 필요가 있다. 참고로 미국 뉴욕증권거래소는 2004년부터 모든 상장기업에 독립적 이사들로 구성된 보수위원회 설치를 의무화하였다.

<그림 III-1> 보상 규칙 공시 및 보수위원회 설치 비율



자료: 저자 작성

3. 주주의 권한 확대: 주주승인투표의 단계적 도입

현재 국내 상장기업의 주주들은 주주총회에서 전체 등기이사에게 지급되는 전체 보수의 한도를 승인하는 방식으로 임원보수에 대해 주주권을 행사하고 있다. 그런데 보수한도 사전승인은 등기이사의 보수만 대상으로 하고 있기에 국내 상장기업 임원보수의 주요 이슈인 미등기 지배주주의 고액 보수 지급에 대해서는 견제 기능을 발휘할 수 없다. 또한 개별 등기이사의 보수에 대해서도 전체 등기이사 보수의 총액 한도에 대한 사전승인은 큰 영향을 미치기 어렵다.³⁹

고액 임원보수에 대해 주주들의 견제가 가능하도록 하는 방안으로는 주주가 주주총회에서 찬반 의견을 직접 표명하는 주주승인투표가 있다. 현재 주주승인투표는 2003년 영국을 시작으로 2016

37 금융회사 지배구조법의 시행에 따라 보수위원회 설치가 의무화된 금융회사 중 5억원 이상 임원보수를 공시하는 금융회사가 포함되어 있다.

38 영업이익, ROE 등 성과지표를 의미한다. 그러나 사업보고서 내용만으로는 보수의 구체적 산정방식을 알 수 없는 경우가 거의 대부분이다.

39 한국기업지배구조원(2020) IV장에 따르면 보수 한도 대비 실제 지급된 금액은 절반에 못 미치고 있어 한도 승인의 실질적 의미는 크다고 볼 수 없다.

년 프랑스까지 최소 13개국⁴⁰에서 채택하고 있다. Correa & Lei(2016)의 2001~2012년 기간 38개국에 대한 연구에서는 주주승인투표 이후 최고경영자의 보수 증가율이 감소하였으며 경영성과에 대한 민감도도 증가한 것으로 나타났다.

따라서 국내도 공시 대상이 되는 임원보수에 대해서는 주주총회에서 비구속적인 주주승인투표를 상장기업의 자산규모에 따라 단계적으로 도입하는 방안이 필요하다. 비록 임원보수에 대한 주주승인투표가 구속력이 없지만 주주총회 안건이 되는 것만으로도 임원보수의 구체적 내역과 근거 자료를 작성해야 하므로 지나치게 높은 임원보수에 대한 압력이 될 수 있다. 다만 아무리 미등기 지배주주가 고액 보수를 받는다고 해도 미등기임원의 보수를 주주총회의 안건으로 상정하기는 어렵다. 그러나 주주승인투표의 대상이 되는 등기이사 지배주주가 복수의 계열사에서 미등기임원으로 고액의 보수를 중복으로 수령하는 경우 해당 보수 내역을 주주총회 안건 자료에 넣도록 한다면 간접적이지만 미등기 지배주주의 지위를 이용하여 사적이익을 추구하는 것을 견제할 수 있을 것이다.

IV. 맺는말

실증분석 결과 국내 상장기업의 임원보수는 전체적으로 볼 때 아직 절대적 규모나 상대적 배율이 심각한 수준이라고 하기는 어렵지만 코로나19 확산기였던 2020년을 포함하여 인상률은 결코 낮다고 할 수는 없다. 또한 국내 상장기업에서는 미등기 지배주주가 기업에 대한 지배력을 바탕으로 경영성과에 관계없이 최고경영자 이상의 보수를 받는 문제가 오히려 심화되고 있다. 특히 일부 지배주주는 2~5개의 상장기업들로부터 동시에 고액의 보수를 지속적으로 수령하고 있으나 그 타당성에 대한 검토는 물론 별도의 견제장치도 작동하지 않고 있다.

따라서 개인투자자의 주식투자가 크게 증가한 상황에서 자본시장의 신뢰도를 높이기 위해서는 국내 상장기업의 임원보수에 대해 국제적으로 널리 채택되고 있는 구체적 보수 산정방식 등 관련 공시 확대, 독립적인 보수위원회 설치, 주주승인투표의 도입을 적극 검토할 필요가 있다.

40 영국(2003), 네덜란드(2004), 호주(2005), 스웨덴(2006), 덴마크(2007), 노르웨이(2008), 포르투갈(2010), 이탈리아(2011), 미국(2011), 남아프리카공화국(2011), 벨기에(2012), 스위스(2013), 프랑스(2016).

참고문헌

- 김두환, 2019, 미국 임원보수 공시제도에 관한 고찰: 미국 증권거래위원회의 보수격차비율 공시 제도를 중심으로, 『경제법률』 29(4), 119-153.
- 김미향, 2018, 임원보수규제에 관한 비교법적 검토: 해외 주요국 입법례 및 미국기업의 사례를 중심으로, 『연세 글로벌 비즈니스 법학연구』 10(1), 1-32.
- 김화진, 2007, 『이사회』, 박영사.
- 남길남, 2020, 『상장기업의 경영권보호 정관조항 채택 현황과 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-10.
- 남윤경, 2018, 임원보수규제방안으로서의 보수위원회에 관한 연구, 『법학논집』 23(1), 171-202.
- 박동빈, 2020, 『유가증권시장 상장기업 임원 보수 현황』, 한국기업지배구조원 CGS Report 10(10 · 11), 7-13.
- 안정민 · 서윤석, 2021, 실질적 최고경영자의 존재와 임원 보수의 공시품질, 『회계학연구』 46(1), 289-321.
- 윤용석 · 이건 · 이한상 · 한승수, 2015, 우리나라의 경영자 보수 수준은 과한가? 과하지 않은가? 새로운 공시로부터의 증거, 『관리회계연구』 15(2), 1-22.
- 이미주 · 유해양 · 황인태, 2020, 임원보수와 기업성과, 『경영학연구』 49(3), 523-557.
- 이상호, 2020, 『상장기업 감사보수 상승 요인과 시사점』, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-17.
- 이창민 · 최한수, 2017, 국내 상장기업 임원진 보수 결정요인 분석, 『법경제학연구』 14(1), 117-168.
- 이창민 · 최한수, 2019, 『기업 내 CEO-직원 상대보수 현황 분석』, 경제개혁연구소 경제개혁리포트 2019-04, 1-30.
- 조영곤 · 박철형, 2018, 개별 보수 공시 제도가 임원 보수와 기업지배 구조에 미치는 영향, 『전문경영인연구』 21(2), 43-62.
- 최완진, 2015, 임원의 보수에 관한 규제 방향, 『경영법률』 26(1), 1-28.
- 한겨레, 2015. 4. 1, 총수일가들 ‘미등기’ 임원으로 빠지거나 ‘무더기 겸직’.

한국기업지배구조원, 2020, 『국내 상장기업의 임원보수 현황 분석 및 시사점』, 한국기업지배구조원 2019 CGS 정책연구.

KBS NEWS, 2021. 4. 13, 기업 실적 악화에도 연봉 늘어난 상장사 오너 · 임원 130명.

Bebchuk, L., Cremers, K., Peyer, U., 2011, The CEO pay slice, *Journal of Financial Economics* 102(1), 199-221.

Bebchuk, L., Fried, J., 2004, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press.

Bloomberg, 2021. 8. 12, Warren, Sanders target firms that pay CEOs way more than workers.

Cheong, J., Kim, W., 2019, Family pay premium in large business group firms, *Emerging Markets Finance and Trade* 55(10), 2314-2333.

Correa, R., Lel, U., 2016, Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm valuation around the world, *Journal of Financial Economics* 122(3), 500-520.

Economist, 2021. 5. 15, Will shareholders halt the inexorable rise of CEO pay?

FT, 2021. 5. 5, General Electric shareholders reject Larry Culp's \$230m pay deal.

FT, 2021. 5. 10, UK chief executives suffer big pay cuts.

FT, 2021. 7. 2, Pay revolts at FTSE 100 companies double that of last year.

Gwon, J.H., Moon, B.S., 2019, Executive compensation in Korea: Evidence from a new mandatory disclosure, *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 6(3), 91-101.

Hermalin, B., Weisbach, M., 2017, *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*. Elsevier.

Kale, J.R., Reis, E., Venkateswaran, A., 2009, Rank-order tournaments and incentive alignment: The effect on firm performance, *Journal of Finance* 64(3), 1479-1512.

Kim, H., Han, S.H., 2018, Compensation structure of family business groups, *Pacific-Basin Finance Journal* 51, 376-391.

New York Times, 2021. 4. 24, C.E.O. Pay remains stratospheric, Even at companies battered by pandemic.

Shin, J.Y., Kang, S.C., Hyun, J.H., Kim, B.J., 2015, Determinants and performance effects of executive pay multiples: Evidence from Korea, *ILR Review* 68(1), 53-78.

Wells, H., 2010, 'No man can be worth \$1,000,000 a year': The fight over executive compensation in 1930s America, *University of Richmond Law Review* 44, 689-769.

WSJ, 2021. 6. 1, From Tesla to GE, See How Much CEOs Made in 2020.