

KERI Brief

혁신기업과 기업지배구조 트렌드

박현성

한국경제연구원 연구원
(heather@keri.org)

기업 지배구조는 기업의 특성, 규모, 나이에 따라 다르기 때문에 상대적으로 젊은 IT 혁신 기업들을 위한 별도의 지배구조 논의가 필요하다. 그러나 국내에서는 이러한 논의를 찾아보기 어려우며, 기존의 논의는 주로 소유지배구조나 경제민주화 등에 치중되어왔다.

본 연구에서는 '신생→성장'의 단계를 밟고 있는 국내 혁신기업들을 위해 미국 실리콘밸리 기업들의 지배구조 트렌드를 검토하고 시사점을 도출한다. 2016년 실리콘밸리 지배구조 트렌드 중 주목할 만한 것은 ①차등의결권 ②이사 시차임기제 ③이사 과반수투표제 ④주식 보유 가이드라인 ⑤이사회 구성의 다양성 ⑥주주 행동주의의 증가로 꼽힌다. 이 중 국내 혁신기업들에게 유의미한 시사점을 가지는 것으로 주목할 만한 것은 차등의결권, 이사회 구성의 다양성, 주주 행동주의 증가이다.

먼저 차등의결권의 경우, 구글, 페이스북을 필두로 하여 최근 실리콘밸리 기업들 사이에서 도입률이 지속적으로 증가하는 트렌드를 보인다. 국내의 경우 '1주 1의결권'의 원칙에 따라 차등의결권이 허용되지 않으나, 기업의 장기비전을 설립하고 안정적인 성장을 추구해야하는 혁신기업들에게 한하여 도

입하는 방안을 고려해 볼 만하다.

이사회 구성의 다양성은 주로 여성 이사의 비율 증가를 통해 측정하며, SV 150 기업뿐만 아닌 세계 다수의 국가(미국, 캐나다, 노르웨이, 싱가포르, 인도 등)에서 추구하고 있는 트렌드이다. 그러나 '2017 아태지역 여성 이사회 임원보고서'에 따르면 한국 기업의 이사회 여성임원비율이 2.4%로 아태 지역 20개국 중 최하위인 것으로 나타났다. 따라서, 대기업뿐만 아니라 혁신기업들도 여성 이사의 비율을 늘려 이사회 구성의 다양성을 제고하고 국내 기업지배구조 모범규준의 수준을 높일 필요가 있다. 주주 행동주의의 증가는 지금까지 주로 S&P 100 대기업을 대상으로 이루어져 왔으나 최근 실리콘밸리 기업들을 대상으로 공격이 늘어나는 추세를 보인다. 국내의 경우, 최근 아시아 기업들을 타깃으로 한 행동주의 헤지펀드의 공격증가에서도 자유롭지 못한 상황에 놓여있다. 이는 IT 기업들의 지속성장에 방해요소가 된다. 따라서, 창업자의 지분율이 낮은 우리나라 IT 혁신기업들의 현 상황으로 볼 때, 차등의결권 도입을 비롯한 다양한 주주행동주의 대비책 마련이 필요하다.

I. 검토배경

□ 기술과 제품의 주기가 짧아지고 디지털 변혁의 가속화가 전망되는 가운데, 기업들의 지속적 성장과 수익성을 유지하는 것이 기업생존의 관건이 됨

- 가트너의 신기술 하이프 사이클¹⁾에 따르면 매년 주목받는 기술이 빠르게 변화하고 있으며, 대표적인 예로 '16년 '포켓몬고'로 우리나라에서 한창 흥행했던 AR기술²⁾은 이미 환멸단계에 있음
- 또한, 디지털 혁신이 가속화하며 기업 흥망성쇠의 주기도 갈수록 짧아지고 있어 기업의 지속적인 기술혁신과 창조적 파괴가 요구되고 있음

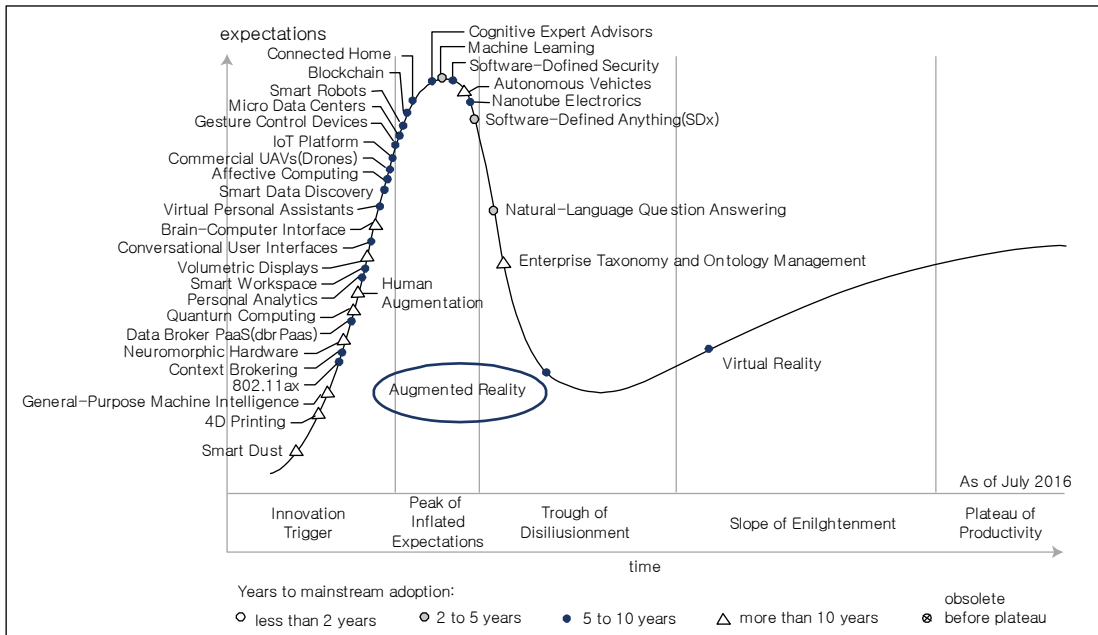
□ 이에 빠른 의사결정과 신속한 자금조달, 전문적/

혁신적 지식을 가진 경영이 필수적인 IT 산업에서 경쟁력 유지를 위해 기업의 근간을 이루는 지배구조 이슈 역시 중요

- 주주, 경영진, 근로자 등 기업경영을 둘러싼 이해관계자들의 관계를 조정하는 메커니즘인 기업지배구조³⁾는 각국마다 상이한 역사적 배경 하에 발전되어 강조점은 다름

- 1) 가트너의 하이프 사이클: 기술의 성숙도를 표현하기 위한 시각적 도구로 미국 정보기술 연구 및 자문회사인 가트너에서 개발. 1)기술 촉발 2)부풀려진 기대의 정점 3)환멸단계 4)계몽단계 5)생산성 안정 단계의 총 5단계로 이루어지며 기술의 성장주기에 대응됨
- 2) 1980년대 등장하여 2010년대에 들어서 대중에게 확산(소프트웨어 정책연구소(2017.01.26), 가상현실/증강현실기술발전 방향과 시사점)
- 3) 기업지배구조의 정의, 범위, 조작적 정의는 연구자들의 합의가 이루어지고 있지 않은 한계점이 존재(배한수·배병한, 2014)

〈그림 1〉 2016년 8월 가트너 하이프 사이클



자료: Hype Cycles 2016 Research Report, Gartner Inc.(August 2016)

- 4차 산업혁명으로 기술시장에서의 장벽이 무너지고 세계화가 가속되는 가운데 기업들의 경쟁력 유지와 생존을 위해 의사결정 및 경영전략의 근간이 되는 지배구조 역시 국제적, 시대적 정합성을 확보할 필요성에 직면
- 이에 따라 국내의 기업들은 장기적인 투자유치와 경쟁력 확보를 위해 지배구조 개선을 과제로 삼고 있으며, 기업들을 둘러싼 각종 이해관계자의 지배구조 개선 요구도 최근 더 큰 이슈로 부상
 - 2017 기업지배구조 트렌드에 관한 하버드 로스쿨 포럼에서는 기업의 이사진에 대한 다양한 역학관계와 압력이 더 심해질 것이며, 세계 공통적으로 적용될 수 있는 기업지배구조 모범규준에 대한 기대와 요구가 더욱 증가할 것이라고 전망⁴⁾
 - 국내의 경우, 올해부터 유가증권시장 상장사들은 지배구조보고서를 내도록 규정이 개정되었고 이 보고서에는 한 해 동안의 주주권리 보호사항, 이사 선임절차의 투명성, 외부감사의 독립적 감사수행 등 기업지배구조 핵심원칙 10가지의 준수여부가 담길 예정⁵⁾
 - * 기업지배구조 핵심원칙 10가지: 주주의 권리, 주주의 공평한 대우, 이사회 기능, 이사회 구성 및 이사선임, 사외이사, 이사회 운영, 이사회 내 위원회, 평가 및 보상, 내부감사기구
 - * 이 보고서를 통한 지배구조 공시여부는 우리나라는 자율공시를 채택하고 있으며, 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)와 일본 도쿄증권거래소에 상장된 기업의 경우 지배구조 준수 여부 공시는 의무사항임⁶⁾

□ 기업 지배구조는 기업의 특성, 규모, 나이에 따라 다를 수 있고, 젊은 IT 혁신기업들을 위한 별도의 지배구조 논의가 필요하나 우리나라에서는 이러한 논의를 상대적으로 찾아보기 어려움

- 우리나라에서 기업 지배구조에 관한 논의는 대체로 '재벌 개혁'과 맥을 같이하며 이것이 경제력 집

중에 관한 규제 정비와 기업지배구조 개선 논의의 초점이 되어왔음⁷⁾

- 따라서 그동안의 지배구조 개선 논의는 주로 대기업과 상장사 기업들을 위주로 이루어졌으며, 지배구조에 관한 연구는 소유지배구조에 관한 연구, 지배구조와 경영성과 및 시장수익률과의 관계 등이 주를 이룸

□ 이에 본 연구에서는 '신생→성장'의 단계를 밟고 있는 우리나라 IT 혁신기업들을 위해 최근 미국기업들의 지배구조 트렌드를 살펴보고 시사점을 도출하고자 함

4) Global and Regional Trends in Corporate Governance for 2017, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2017.01.06

5) 한국거래소에서는 2017년 3월 10일부터 '원칙준수·예외설명(Comply or Explain)'이라는 기업지배구조 공시제도를 도입하고 기업이 자율공시 방식으로 기업지배구조 핵심원칙 10가지의 준수여부를 밝히고 그렇지 못할 경우 그 이유를 설명하게 함(동 원칙은 영국과 독일에서 도입·운영 중)

6) 매일경제, "기업 지배구조 개선되면 주가도 좋아지는 걸까", 2017.03.13

7) 한국기업지배구조원(2004), 기업지배구조 논의의 현주소와 과제

II. 최신 기업지배구조 트렌드

□ 과학기술 위주의 혁신 기업으로 구성된 Silicon Valley 150 Index(SV 150)⁸⁾와 대기업, 상장기업 위주인 미국 Standard & Poor's 100 Index(S&P 100)⁹⁾의 지배구조 트렌드를 비교검토하고 이를 통해 우리나라 혁신기업들에게 주는 시사점을 도출

- S&P 100 기업의 지배구조 트렌드에서는 국내 혁신기업들이 벤치마크 할 만한 부분을 참고하고, 주로 SV 150 혁신 기업들의 지배구조 트렌드에 초점을 맞춤
- Fenwick & West LLP에서 2003년부터 매년 조사·발표되는 “Corporate Governance Practices and Trends”의 최신 자료(2016)를 통해 살펴본 S&P 100 기업, SV 150 기업의 지배구조 트렌드는 크게 다음의 여섯 가지로 정리할 수 있음

- ①차등의결권, ②이사 시차임기제, ③이사 과반수 투표제, ④주식 보유 가이드라인, ⑤이사회 구성의 다양성, ⑥주주 행동주의

* S&P 100과 SV 150 두 그룹 모두에 해당하는 기업은 총 8개 기업으로 Apple, Alphabet, Intel, Cisco, Oracle, Gilead, Facebook, Paypal이 있음

① 차등의결권(Dual-Class Voting Stock Structure)

- 그동안 차등의결권¹⁰⁾은 주로 S&P 100 기업들에서 더 흔했으나, 최근 실리콘밸리 기업들 사이에서 차등의결권 제도를 도입하는 것이 트렌드로 자리하고 있음
- SV 150 기업의 차등의결권 도입률은 지속적으로 증가하는 추세로 2016년 약 11.3%에 달함
- SV 150 기업 중 차등의결권을 가지는 대표적 기업으로는 Google, Facebook, VMware, Workday,

Zynga 등이 있음¹¹⁾

② 이사 시차임기제(Classified Boards/Staggered boards)¹²⁾

- SV 150 기업들은 S&P 100 기업들에 비해 상대적으로 젊고, 규모가 작으며, 경영권의 안정이 필요하기 때문에 이사 시차임기제 시행을 꾸준히 유지하여 2016년 47.3%의 도입률을 보임
- SV 150 기업들 중 규모가 큰 Top 15 기업들의 경우 시차임기제 도입률이 6.7%로 S&P 100 기업들의 수준(4%)과 비슷하나, SV 150 기업 중 규모가 작고 신생기업에 속하는 Bottom 50 기업의 경우, 이사 시차임기제 시행률이 2016년 70%까지 증가(그림4)

8) Silicon Valley 150은 실리콘밸리 내의 약 275개의 과학·기술기반 기업들을 Revenue(매출액) 순대로 나열한 150개 기업을 말함

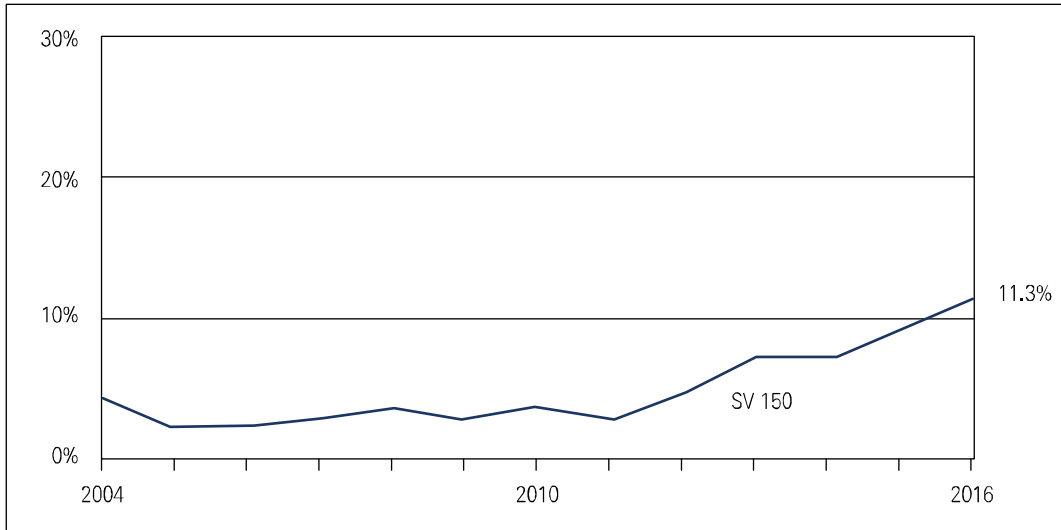
9) S&P 100 기업은 S&P 500 인덱스에서 제일 크고 성장한 (Well established) 100개 기업을 산업 밸런스를 맞추어 나열한 것으로 S&P 500의 시가총액 57% 이상을 대변하며, 미국 전체 주식시장의 45%를 대변

10) 차등의결권: 1주에 1의결권의 원칙의 예외로서 대주주의 주식에 대해 보통주보다 더 많은 의결권을 부여하는 제도를 말함

11) 중국의 대표 혁신기업인 알리바바가 기업상장시 거래소를 홍콩이 아닌 뉴욕으로 한 핵심배경도 차등의결권 제도의 허용여부 때문(뉴스핌, “‘대어’ 알리바바 놓친 홍콩증시, ‘개미’도 뉴욕에 뺏기나”, 2017.01.23.)

12) 시차임기제: 매년 전체 이사 가운데 일부만 선임하는 제도로 이사들의 임기를 교차시켜 적대적 M&A에 대한 기업의 지배권을 유지하는데 목적이 있음

〈그림 2〉 SV 150 기업 차등의결권 도입률 추이



자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

〈표 1〉 SV 150 기업 중 차등의결권을 가지는 대표 기업

기업명	사업 내용	설립시기	IPO 시점	SV 150 순위	차등의결권
Google	글로벌 인터넷 검색엔진	1998년	2004년 8월 19일	2위	- 창업주들에게 1주당 10배의 의결권 부여
Facebook	글로벌 소셜 네트워크 서비스	2003년	2012년 2월 1일	9위	- 보통주인 A주와 B주가 있으며 B주는 주당 10주의 의결권이 주어짐 - 창업자인 마크 저커버그는 B주를 4억 6,800만주 보유(전체 B주의 85%에 해당)
VMware	가상화 소프트웨어 개발	1998년	2007년 8월 14일	16위	- A와 B주가 있으며, B주에는 주당 10주의 의결권을 부여
Workday	클라우드에 기반한 채용, 평가관리, 급여 등을 관리하는 ERP 시스템 제공	2005년	2012년 10월 12일	49위	- A와 B주가 있으며, B주에는 주당 10주의 의결권을 부여
Zynga	소셜 네트워크 기반 게임 서비스	2007년	2011년 12월 16일	73위	- A,B,C주가 있으며 A주는 보통주, B주에는 주당 7주의 의결권, C주에는 주당 70주의 의결권 부여

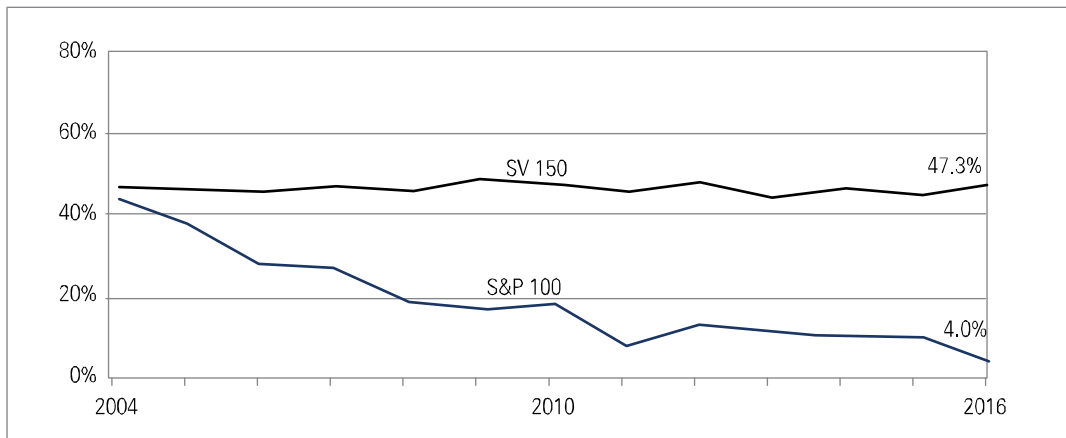
자료: Council of Institutional Investors(March, 2017)

- S&P 100 기업들에서는 시차임기제 시행이 지속적으로 줄어들고 있으며, 이는 시차임기제 시행의 큰 이유 중 하나가 "경영권 방어(Takeover defense)"인데, 기관투자자들이 끊임없이 이사 시차임기제 폐지를 요구했기 때문
- 미국 기업들의 이사 시차임기제 시행은 2006년을

기점으로 크게 줄어들음(S&P 500을 기준으로 2005년 시차임기제 도입기업의 47%가 이사 시차임기제 포기→2006년 55%)¹³⁾

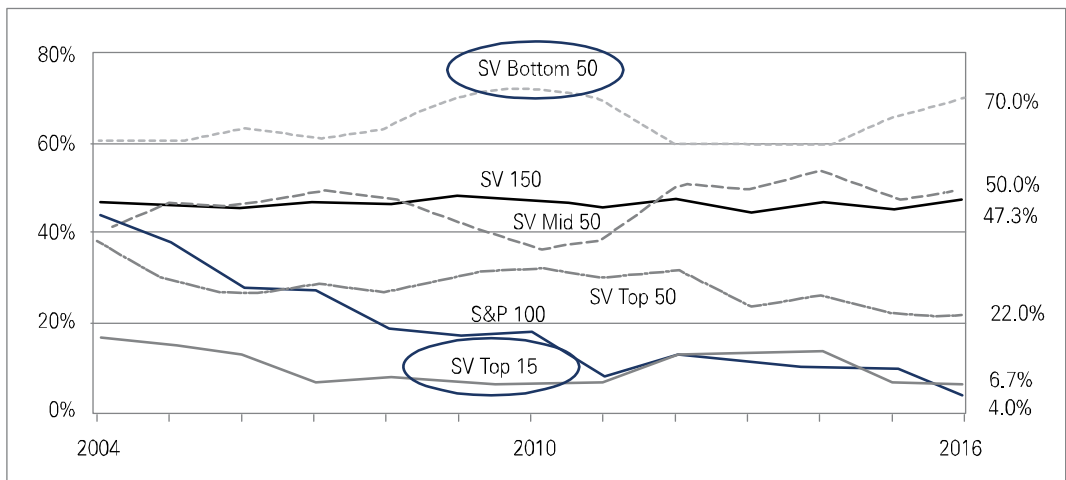
13) "Big Firms Increasingly Declassify Boards", The Wall Street Journal, Jan. 10, 2007.

〈그림 3〉 SV 150 기업 vs. S&P 100 기업 이사 시차임기제 시행 추이



자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

〈그림 4〉 SV 150 기업 세분화 - Top 15, Bottom 50 기업 참고



자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

③ 이사 과반수투표제(절대다수 대표제, Majority Voting)

○ 이사 과반수투표제¹⁴⁾는 Fenwick & West LLP의 2003년~2016년까지의 조사 기간 중 SV 150, S&P 100 두 그룹 모두에서 증가세를 보임

- 이사 과반수투표제가 증가하는 이유는 이사회가 보다 많은 주주들을 대표한다는 것을 반영하기 위함

* 선출할 이사 자리의 수와 후보자의 수가 같은 (Uncontested) 투표에서 과반수투표제는 각 후보가 과반수 득표를 해야 하므로 주주들의 권익을 보다 잘 반영하는 효과가 있으며(상대 다수 투표제는 후보자가 한 표만 얻더라도 선출됨), 이사 자리 수에 여러 명의 후보자가 있는 경우 (Contested) 기존의 상대 다수 투표제를 유지

* 이사 과반수투표제(Majority voting)의 시행방식은 여러 가지가 있는데, 정관으로 엄격하게 찬성표를 과반수 이상 얻지 못하면 이사직 후보에서

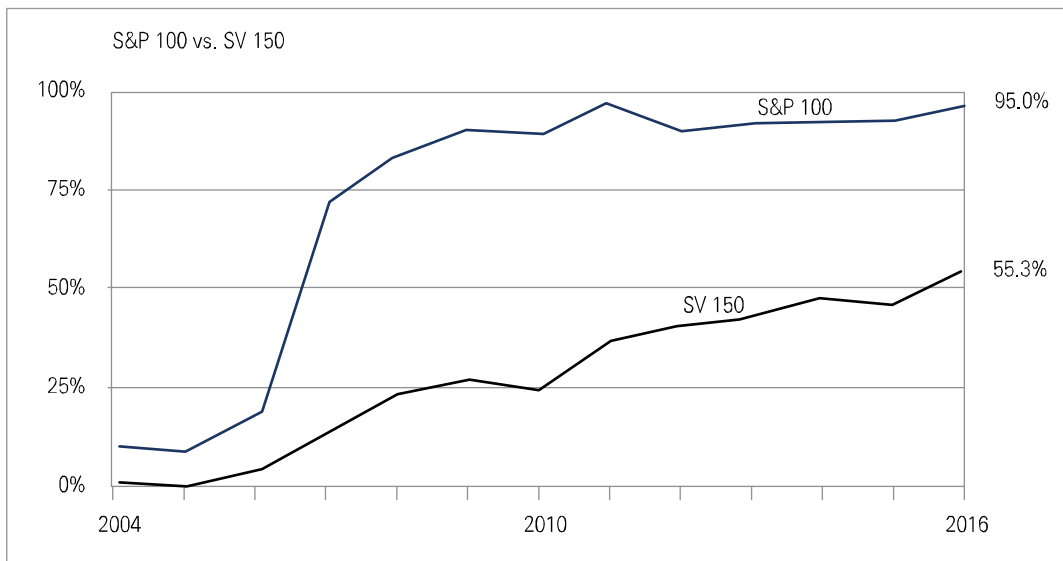
떨어지거나 기존 이사직을 사퇴해야 하는 강한 방식이 있고, 정관은 아니지만 기업지배구조 규준에 따라 찬성표 과반수 미달시 사표를 내도록 권유하여 이사회에서 이를 결정하도록 하는 방식이 있으며, 회사에 따라 이 두 가지 방식 사이의 적당한 방식을 택하는 경우도 있음

- 동 조사기관에서는 과반수투표제의 형태를 구분하지는 않았으며, 어떤 형태의 과반수 투표제든지 Uncontested 투표일 경우에 관련 절차를 가지고 있는 기업들에 대해서 조사

- S&P 100 기업들에서 2004년 10%→2016년 95%로 더 극적인 증가세를 보였으며, SV 150 기업들에서는 2005년 0%→2016년 55%의 증가세를 보임

14) 이사 과반수투표제(절대다수 대표제): 이사 후보가 유효 투표수의 과반수를 얻어야 당선되는 방식으로 각 후보자별 투표를 진행해 찬성표가 반대표보다 많아야 선출되는 방식

〈그림 5〉 S&P 100 기업 vs. SV 150 기업 이사 과반수투표제 시행률 추이



자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

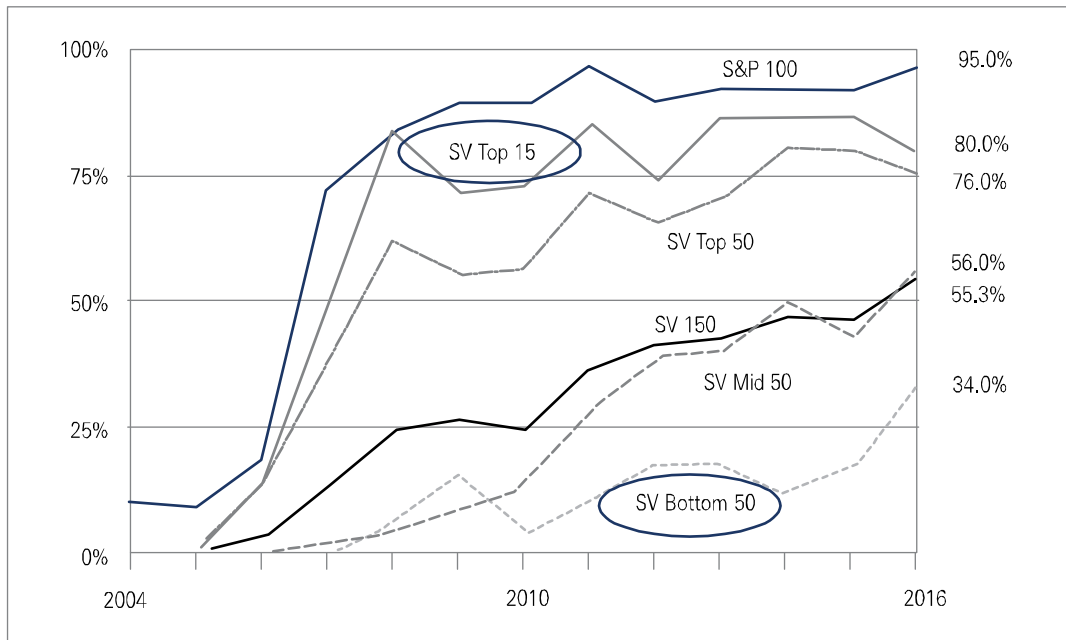
- SV 150 기업을 세분화했을 때, Top 15 기업들의 이사 과반수투표제 도입률이 80%에 달하는 등 Revenue에 따른 기업의 규모에 따라 이사 과반수투표제 도입 증가가 이루어짐(그림6)
- 반면, Bottom 50 기업의 경우 약 34%의 도입률을 보여, 규모가 작고 신생기업일수록 이사 과반수투표제를 시행하지 않음을 알 수 있음
- 이는 S&P 500과 Russell 2000 기업을 대상으로 한 조사결과에서도 마찬가지로 S&P 500의 88%가 과반수투표제를 시행하나 Russell 2000은 29%만이 과반수투표제를 시행하고 있으며, 대부분

의 중소형 기업들(Mid and Small-cap companies)은 기존의 상대다수투표제를 유지¹⁵⁾

- 과반수투표제를 도입한 대표적 미국 기업으로는 애플이 있으며, 애플은 애플 지분의 0.26%를 보유한 미국 최대 공무원퇴직연금인 캘퍼스(CalPERS)의 요구에 따라 2012년 정기주총부터 이사 선임 시 과반수투표제를 도입함

15) Council of Institutional Investors, FAQ: Majority Voting for Directors

〈그림 6〉 SV 150 기업 세분화 -Top 15, Bottom 50 기업 참고



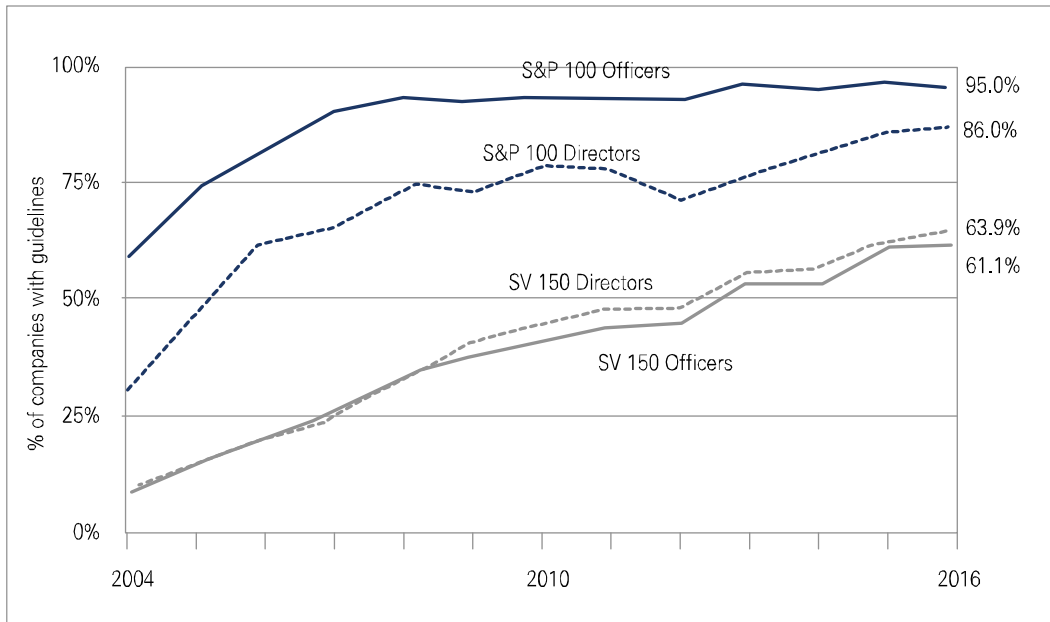
자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

④ 주식 보유 가이드라인(Stock Ownership Guidelines)

- 경영진과 이사진에게 일정량의 주식을 특정기간 동안 의무적으로 보유하도록 규정하는 주식 보유 가이드라인(Stock Ownership Guidelines)의 활용은 S&P 100, SV 150 기업 모두 증가하는 추세를 보임

* 미국의 경우, 기업들에서는 경영진과 이사진의 주식보유 요건에 대하여 '임원 보수에 대한 분석과 의견(CD&A, Compensation Discussion and Analysis)' 섹션을 통해 공개하고 있음(의무는 아님)

〈그림 7〉 경영진, 이사진에 대한 주식 보유 가이드라인 활용 추이



자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

⑤ 이사회 구성의 다양성(Board Diversity)

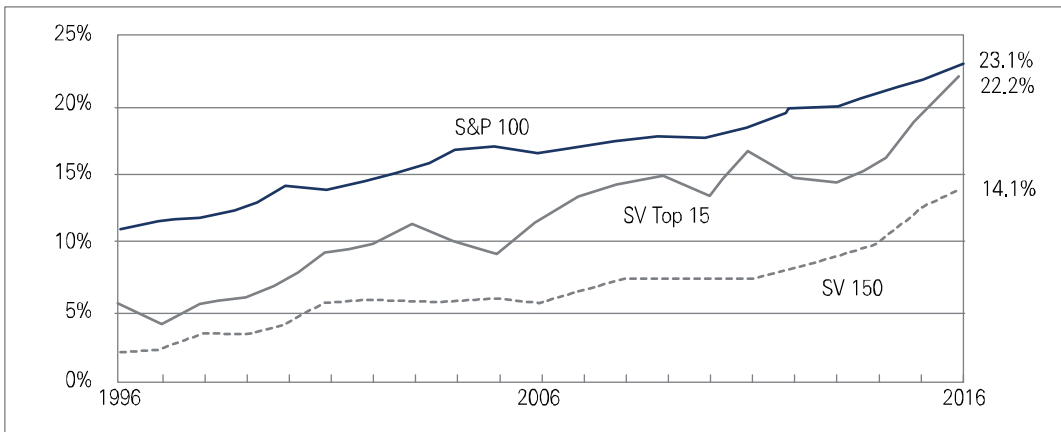
- 이사회 구성의 다양성은 성별, 인종, 국적 등으로 나눌 수 있으나 Fenwick & West LLP에서는 성별만을 구분하여 이사회의 구성을 살펴봄
- SV 150 기업들은 꾸준히 여성 이사 수가 늘고 있고, S&P 100 기업들보다 증가율이 더 높게 나타나며, 최소 1명의 여성 이사를 가진 기업의 수는 67.8%→74%로 늘어남
 - 여성 평균 이사의 수는 두 그룹 모두에서 증가세를 보임: S&P 100 기업 평균= 1996년 10.9%→ 2016년 23.1%, SV 150 기업 평균= 1996년 2.1%→ 2016년 14.1%
- 여성 이사 수 증가를 통한 이사회의 다양성 추구는 여러 유럽국가에서도 활발하게 추진되고 있는 트렌드로, 여성 이사 증가를 법적으로 권장하기도 함
 - 영국의 경우 FTSE 350¹⁶⁾ 기업들의 연간리포트에 경영진의 성별 균형에 대해 공개하도록 기업지배 구조 코드를 수정할 것을 권고하고 있음¹⁷⁾

⑥ 주주행동주의(Stockholder Activism/Proposal)의 증가

- 주주행동주의¹⁸⁾는 S&P 100 기업에서 훨씬 높게 나타나고 있으나, 최근 SV 150 기업 중 규모가 큰 Top 15 기업들 사이에서 최소 1번 이상의 주주행동주의 공격을 받은 기업이 73.3%로 주주행동주의가 증가하고 있음¹⁹⁾

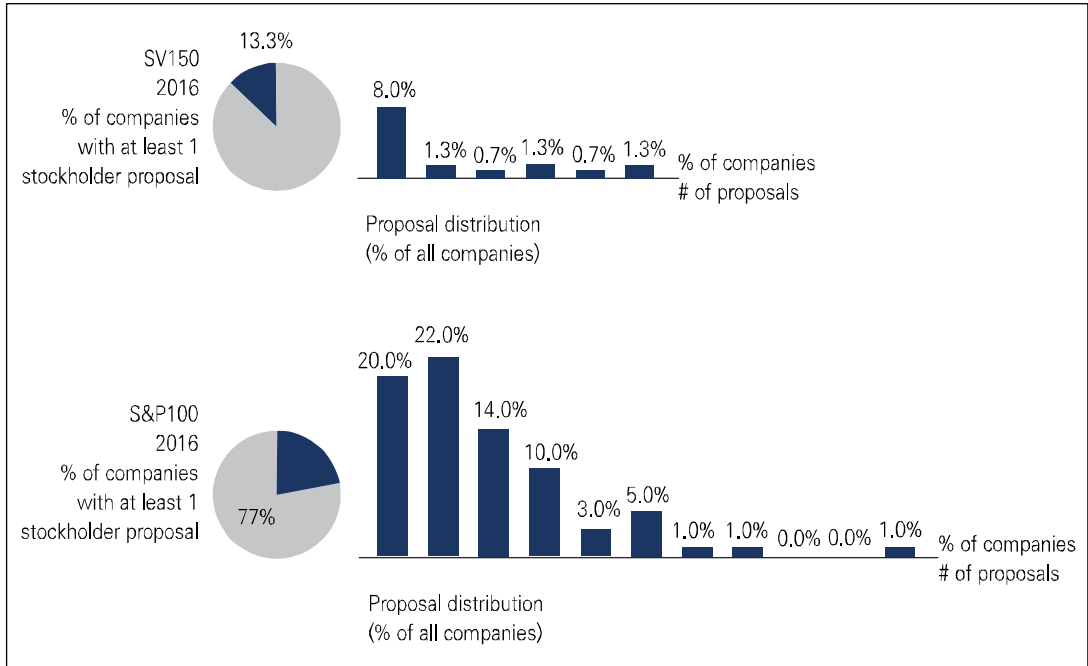
- 16) 런던 증권거래소에 상장되어 있는 주식 중 시가총액 순서대로 나열한 350개 기업
- 17) Global and Regional Trends in Corporate Governance for 2017, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2017.01.06
- 18) 주주행동주의: 주주들이 기업의 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하여 자신들의 이익을 추구하는 행위로 배당금이나 시세차익에만 주력하던 관행에서 벗어나 부실 책임 추궁, 구조조정, 경영투명성 제고 등 경영에 적극 개입해 주주 가치를 높이는 행위 등이 이에 속함(한경 경제용어사전)
- 19) Fenwick & West LLP에서는 주주행동주의를 주주제안의 횟수를 통해 측정

〈그림 8〉 S&P 100 기업 vs. SV 150 기업 여성 이사 비율



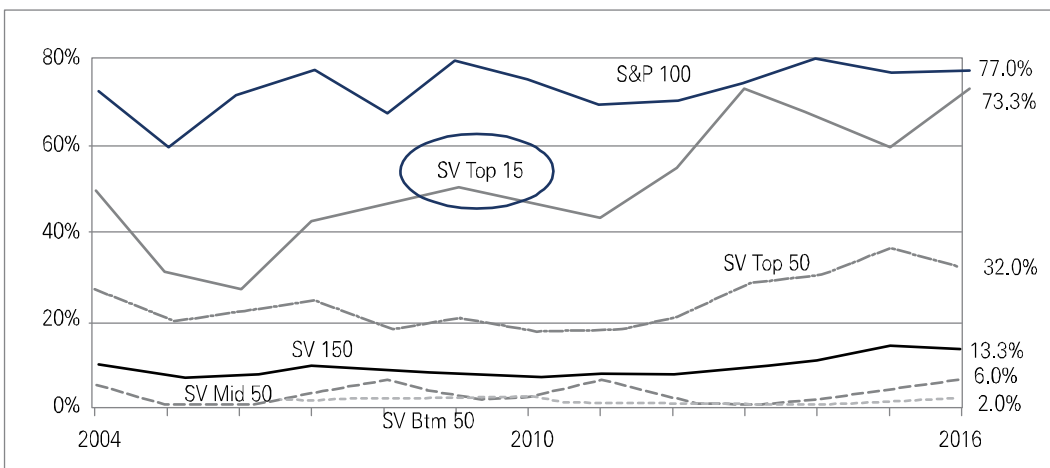
자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

〈그림 9〉 S&P 100 기업 vs. SV 150 기업에 대한 주주행동주의 비율



자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

〈그림 10〉 SV 150 기업 중 Top 15 기업에 대한 주주행동주의 비율(최소 1번 이상 공격)



자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

III. 결론 및 시사점

1. 국내 혁신기업에 유의미한 지배구조 트렌드

□ 최신 기업 지배구조 트렌드 중 국내 혁신기업들이 참고 및 벤치마크할 만한 기업 지배구조 트렌드는 ①차등의결권, ⑤이사회 구성의 다양성, ⑥주주 행동주의 증가가 있음

1) 차등의결권

□ 한국은 상법 제 369조의 '1주 1의결권' 원칙에 따라 차등의결권을 허용하고 있지 않으나, 혁신기업들의 안정적인 성장을 위한 지배구조 구축을 위해 차등의결권 도입을 긍정적으로 생각해볼 필요가 있음

○ 실리콘 밸리 대표기업 구글의 경우 차등의결권 시행을 통해 다수의 장기 혁신 프로젝트를 추진하고 있으며, 해외 주요국에서는 차등의결권을 시행 및 도입하고 있는데 반해, 국내의 경우 창업주 지분이 약함에도 불구하고 혁신기업들의 차등의결권 도입 논의가 활발히 이루어지지 않고 있음

- 구글은 IPO를 하던 2004년에 창업자인 Larry Page에게 주당 10배의 의결권을 갖는 차등의결권을 부여했으며, Larry Page 및 공동 창업자들은 이를 통해 구글의 지분 63.5%를 안정적으로 확보하고 장기적 미래가치에 역점을 둔 경영을 실행(구글 글라스, 무인자동차 등)²⁰⁾

- 해외 주요국의 경우 경영권 방어수단을 폭넓게 인정하는 차원에서 차등의결권을 시행(미국, 캐나다, 영국, 일본, 스웨덴 등) 및 도입(2014년: 프랑스, 이탈리아, 2016년: 룩셈부르크, 2017년 싱가포르, 홍콩)²¹⁾ 하고 있는데 반해, 국내 혁신기업들은 창업자들이 키워놓은 기업을 지킬 수 있는 안전장치가 없고 적대적 인수합병의 대상이 되기 쉬운 불공평한 상황을 연출²²⁾

○ SV 150 기업들 사이에서 차등의결권 도입이 지속적으로 증가함에 따라 알 수 있듯이 규모를 키워가는 신생 혁신기업은 기업의 비전정립과 안정적 성장 동력 추구를 위해 차등의결권의 필요성이 있음

- 한국거래소는 성장기업이 주식발행으로 투자자를 유치하는 과정 중 '창업주의 지배력 약화→주식 발행 기피→부채 위주의 자금 조달→경영 불안정'의 악순환을 거칠 우려가 있으며 따라서 차등의결권이 성장형 기업 대주주가 창업정신을 유지할 수 있는 기반이 된다고 강조²³⁾

- 2015년 말 기준 국내 상장 벤처기업 중 57.3%(180개사)가 자기자본의 7.4% 규모의 자사주를 보유한 것으로 집계되었으며, 이처럼 성장 혁신기업이 상장 후 경영권 방어를 위한 자사주 취득에 거액을 투입하는 것은 과도한 비용부담이라고 평가

2) 이사회 구성의 다양성

□ 인종과 국적을 통해 다양성을 추구하기 어려운 국내 실정상 여성 이사의 비율을 늘리는 것이 이사회 구성의 다양성을 추구하는 합리적 방법이 될 수 있음

○ 회계법인 PWC가 2017년 미국 대기업 이사들을 대상으로 조사한 결과 91%의 이사가 여성 이사가 이사회를 효율적으로 만든다고 응답했으며, 84%의 이사가 이사회 구성의 다양성이 회사의 실적향상으로 연결된다고 응답

○ 각 국에서는 이사회의 다양성을 추구하기 위한 목표를 세우고 여성이사의 비율을 높이기 위해 노력

20) 이코노미톡뉴스, "[구글, 차등의결권 도입성파] 매출, 이익, 고용 급성장", 2017.05.30

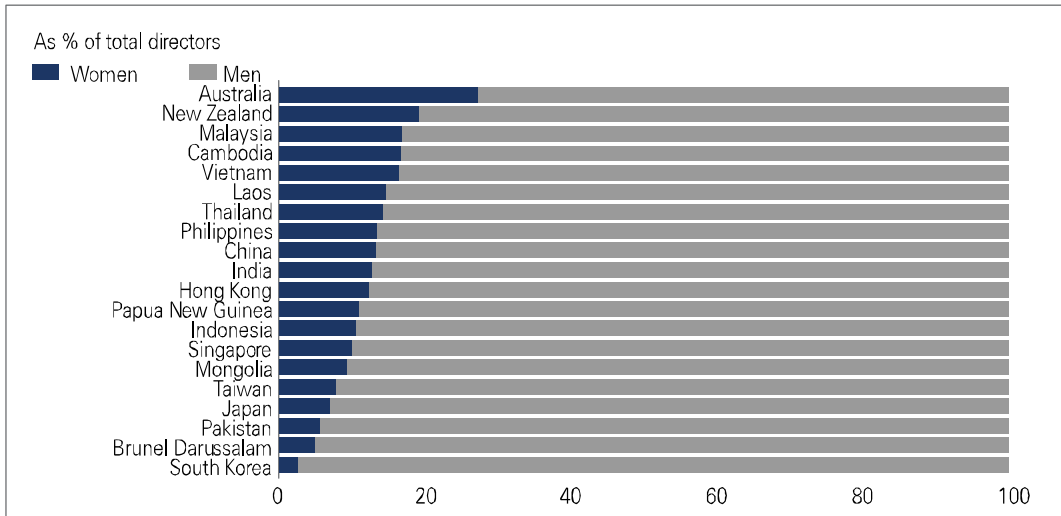
21) 에너지경제, "지금은 균형 잡힌 재벌 정책이 필요하다", 2017.03.22

22) 송세련(2007), 기업지배구조와 M&A에 관한 정책과 법률의 한국적 적용

23) the L 리포트, "한국거래소, 차등의결권 도입추진 '논란'", 2017.05.15

<ul style="list-style-type: none"> - 노르웨이는 2003년 상장회사 이사회 여성 비율을 2008년까지 40%로 강제하여 여성 사외이사 비율이 2003년 6.8%→2008년 40.3%로 상승²⁴⁾ - 캐나다에서는 캐나다 시큐리티 위원회를 중심으로 성별격차를 줄이는 것을 목표로 하는 규정을 제정하여 여성이사 30%를 목표로 하는 등 이사회 다양성을 추구²⁵⁾ - 싱가포르 정부는 다양성 추진 위원회(Diversity Action Committee)를 만들어 2030년까지 기업들의 이사회에서 여성들의 비율을 30%까지 올리기 위한 방안을 마련 중²⁶⁾ - 말레이시아의 경우 '대기업 여성 임원 30%' 할당제를 시행하며 여성임원 비율이 2011년 7.6%→2016년 16.6%까지 증가 - 인도도 상장기업 이사회에 1명 이상 여성임원을 포함해야 한다는 할당제를 펼쳐 2010년 5.5%→2017년 12.7%까지 여성임원 비율을 높임²⁷⁾ 	<p>○ 반면, 국제여성기업이사협회(Corporate Women Directors International)가 발표한 '2017 아시아·태평양 지역 여성 이사회 임원 보고서'에 따르면 한국 대기업의 이사회 여성 임원 비율은 2.4%로 아태지역 20개국(20개국 1,557개 상장기업 기준 평균 12.4%) 가운데 최하위인 것으로 나타남</p> <p>24) 머니투데이, "이사회 다양성과 여성", 2017.07.11 25) Canada Express, "캐나다 기업들 여성 이사 비율 12% 불과", 2016.10.05 26) 아주경제, "싱가포르 "2030년 여성 기업임원 비율 30%까지 높이자", 2017.04.06 27) 여성신문, "한국 여성 임원 비율 아태 20개국 중 '꼴찌'", 2017.05.18</p>
--	--

〈그림 11〉 2016년 아태지역 20개국 기업 여성 임원 비율 순위(미국, 캐나다 제외)



자료: Corporate Women Directors International

- 우리 기업지배구조 모범규준에서는 이사회 다 다양성에 대해 언급하고 있지만 여성이사의 비율이나 목표에 대해서는 특별히 규정하고 있지 않아 이사회 다 다양성 추구를 위한 여성 이사의 증가 장려가 지속적으로 필요

3) 주주행동주의의 증가

□ 미국과 달리 창업자 지분율이 적어 외부의 공격으로부터 기업의 장기경영 가치를 보호하기에 취약한 국내 혁신기업의 경우 늘어나는 주주행동주의에 대비할 수 있는 대비책 마련이 시급

- 최근 SV 150 기업들을 대상으로 한 주주행동주의가 증가함에 따라 알 수 있듯이, 주주 행동주의는 더 이상 규모와 나이가 있는 대기업만을 대상으로 하지 않음

- 국내 기업들은 주주행동주의 중 특히 행동주의 헤지펀드의 대상이 될 가능성이 높다는 분석이 주를 이루고 있으며, 최근 행동주의 헤지펀드들은 우리나라를 포함한 아시아에 대한 공격을 높이고 있음²⁸⁾

- 실제로 아시아 기업을 타깃으로 한 헤지펀드의 공격 성공률은 2015년 46.7%로 영미권에 비해 낮은 편이나 성공률의 증가폭은 17.1%포인트로 영미권보다 훨씬 높았으며, 이는 아시아 지역의 행동주의 투자자 요구 수용률이 높아졌음을 의미

- 또한, 우리나라의 SV 150 기업 중 하나라고 볼 수 있는 대표 IT 기업 네이버의 경우에도, 창업자의 지분율이 낮아 주주행동주의에 의한 공격이 발생할 경우 아무런 방어책 없이 당할 수 있으며, 이는 네이버뿐만 아닌 비슷한 IT 기업들의 지속성장에 큰 방해요소가 됨

- 이해진 전 네이버 의장의 지분율은 4.64%이며, 국민연금공단이 10.42%, 외국인 보유한 의결권 주식 수는 전체의 60.4%에 달함²⁹⁾

- 따라서, 창업자의 지분율이 낮은 우리나라 IT 혁신기업들의 현 상황을 미루어볼 때, 지배구조 개혁과 더불어 주주행동주의에 대한 다양한 대비책 마련이 시급

2. 참고 및 추후 도입할 지배구조 트렌드

□ 최신 기업 지배구조 트렌드 중 현재 국내 혁신기업들에게는 크게 해당사항이 없거나 추후 고려해볼 만하다고 분류되는 것은 ②이사 시차임기제, ③이사 과반수투표제, ④주식 보유 가이드라인이 있음

1) 이사 시차임기제

□ 이사 시차임기제는 국내 상장사들 대부분이 도입하여 정착된 제도가 되었으며, 혁신기업의 경우 필요시 자율적으로 도입 여부를 결정

- SV 150 기업들 중 규모가 작은 신생 혁신기업들로 이루어진 Bottom 50의 경우 이사 시차임기제 시행률이 2016년 70%로 증가

- 우리나라의 경우, 2013년 기준 국내 전체 상장사 1,601개사를 기준으로 이사 시차임기제 도입률이 87.1%³⁰⁾에 달하는 등 시차임기제는 국내 기업들이 도입한 경영권 방어 장치 중 가장 안정된 제도라고 평가받고 있음

- 따라서, 국내 신생·혁신 기업들의 경우, 필요에 따라 도입여부를 결정하도록 자율에 맡기는 방향이 이상적임

28) 한국경제연구원(2017), 행동주의 투자자의 아시아 기업 공격과 대응방안

29) 이데일리, "해외 자본에 네이버도 취약 .. 韓도 차등의결권 필요", 2017.07.21

30) 한국기업지배구조원(2013), 국내 상장사의 다양한 M&A 방어수단 도입현황

2) 이사 과반수투표제

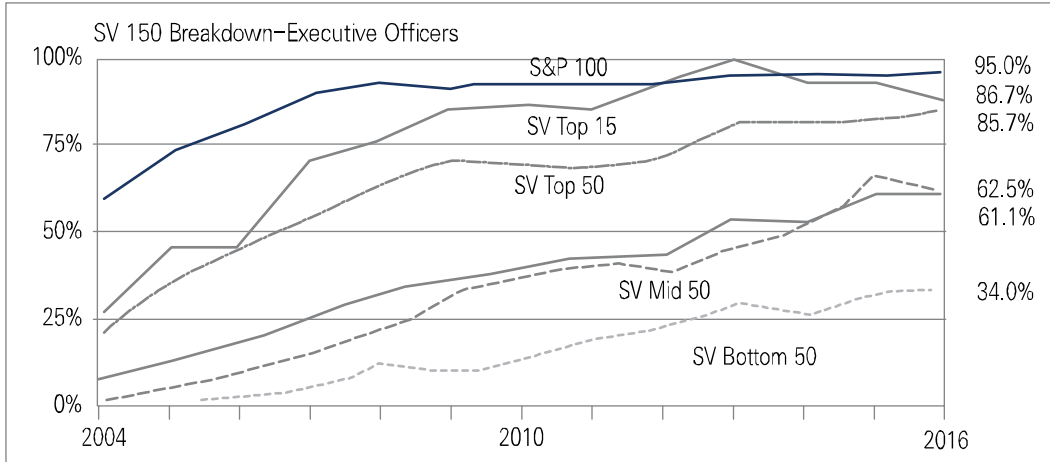
- 이사 과반수투표제는 국내 신생·혁신 기업들에게 현재 크게 필요한 제도로 보이지 않으며, 추후 기업의 규모 증가에 따라 도입여부를 결정하거나 국내에 활발한 논의가 이루어진 뒤 결정을 고려
- 이사 과반수투표제는 SV 150 기업들 중 규모가 작은 신생·혁신 기업의 경우 도입률이 낮았으며, 기업 규모가 증가함에 따라 도입하는 추세를 보임
 - SV 150 기업을 세분화했을 때, Top 15 기업들의 이사 과반수투표제 도입률이 80%에 달하는 등 Revenue에 따른 기업의 규모에 따라 이사 과반수투표제 도입 증가가 이루어졌으며, Bottom 50 기업의 경우 약 34%의 도입률을 보여, 규모가 작고 신생기업일수록 이사 과반수투표제를 시행하지 않음을 알 수 있음
- 또한, 이사 과반수투표제를 실질적으로 도입할지라도 실효성의 측면에서 유효할지 여부는 가늠하기 어려우므로 국내에서 활발한 논의를 거친 뒤 도입여부를 결정하는 것이 이상적이라고 판단됨
 - 이사 과반수투표제를 시행하는 기업들에서는 이사 선출 시 과반수를 받지 못한 이사가 반드시 사표를 제출할 것을 권장하는 제도를 가지고 있으며, 이사회에서는 이를 수리, 거절, 고려하는 등의 결정을 내림
 - 그런데 세계 최대의결권 자문사인 ISS(Institutional Shareholder Services)에서 조사한 바에 따르면 2010년 60개 기업 108명의 이사가 과반수 득표를 받지 못했으나, 이들 중 그 다음해인 2011년 13개의 기업의 15명의 이사들만이 이사직을 사임
 - 2011년 같은 조사에서도 45명의 이사들이 과반수를 받지 못했으나 3개의 회사에서만 절차를 밟았으며, 3개의 회사 모두 이사회에서 이사직 사임을 거절하여 해당 이사들이 계속 임기를 이어가는 등 비슷한 결과를 보임

3) 주식 보유 가이드라인

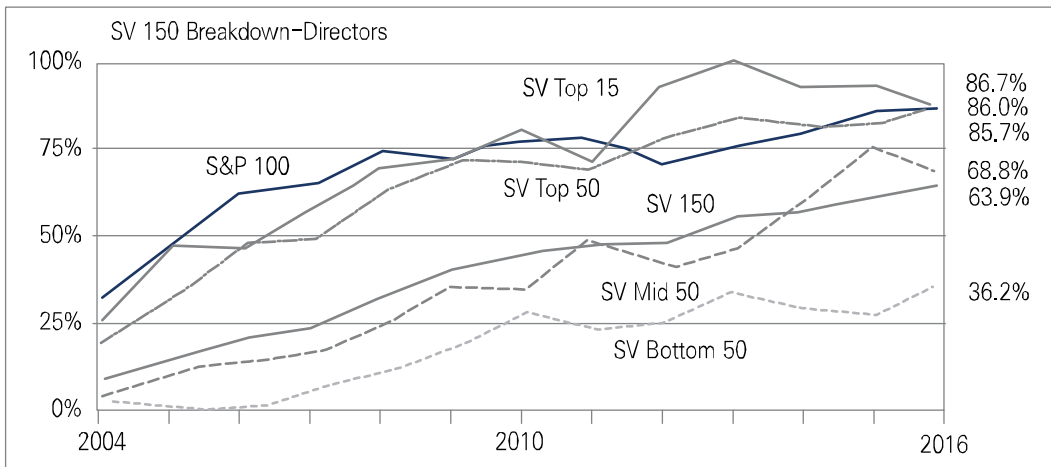
- SV 150 기업들의 지배구조 트렌드를 통해 볼 때 주식 보유 가이드라인의 도입은 현재 국내 혁신 성장 기업에게는 큰 의미가 있지 않음
 - SV 150 기업들 중 Top 15 기업의 경우 S&P 100 기업의 수준과 비슷하게 주식 보유 가이드라인을 활용하고 있으나, '신생→성장'의 단계를 밟고 있는 Bottom 50 기업의 경우 상당히 소수(distinct minority)만이 주식 보유 가이드라인을 도입
 - 이는 대부분의 실리콘밸리 신생기업의 보상(Compensation) 문화 특성상 창업자나 경영진이 많은 양의 주식을 가지므로 이사진들이 이들의 동기부여를 위해 가이드라인을 설립할 필요가 없기 때문
 - 주식보유가이드라인의 공개 여부는 또 다른 문제로 도입결정시 논의를 통해 기준을 마련할 필요가 있음
 - SEC에서는 2006년 12월 15일 이후부터 주주총회 부속서류 중 하나로 공시토록 요구하는 Proxy Statement³¹⁾안에 CD&A(임원 보수에 대한 분석과 의견) 섹션을 넣도록 하고 있음
 - 그런데 SEC에서는 CD&A 섹션이 있더라도 이를 공개하도록 의무하고 있지 않으며(do not strictly call for disclosure), 따라서 주식보유 가이드라인을 도입하는 경우에도 이에 대한 공개여부는 기업의 자율이 존중되어야 함
 - 따라서, 국내에 주식 가이드라인을 도입하더라도 신생·혁신기업들의 경우에는 실리콘 밸리 기업들과 같이 소수만이 도입할 것으로 예상되며 기업 운영에 큰 의미가 있을 것으로 보이지 않음

31) Proxy Statement에 기재되는 내용은 이사회(BoD) 총원 및 선임에 관한 계획, 경영진 약력, 급여, 보너스, 주식 옵션 등에 대한 세부내역 및 기타 회사 경영진 관련 신고사항 등을 포함

〈그림 13-1〉 SV 150 기업 세분화 - 주식 보유 가이드라인(경영진)



〈그림 13-2〉 SV 150 기업 세분화 - 주식 보유 가이드라인(이사진)



자료: Corporate Governance Practices and Trends 2016

3. 결론

▣ 실리콘밸리 기업들의 지배구조 트렌드를 참고하여 국내 혁신기업들의 성장 및 경쟁력 강화에 도움이 될 만한 것에는 차등의결권 도입증가, 여성 이사의 수 증가, 주주행동주의 증가에 대한 대비 마련 등이 있으며, 이러한 동향 추구를 통해 혁신기업들만의 지배구조 합리성을 도모할 필요가 있음

- 젊은 혁신 기업들은 4차 산업혁명시대에 더욱 짧아지는 기술주기와 심화된 경쟁 속에서 장기적 미래 가치에 역점을 둔 기업경영을 추구하고 성장을 유지해야 함
- 세계 자본시장 역시 과거와는 달리 새로운 형태의 기관투자자(헤지펀드)의 등장과 이들의 공격이 증가하고 있으며, 실리콘밸리 기업들의 지배구조 트

렌드에서 알 수 있듯 젊은 혁신기업들도 더 이상 이들의 공격으로부터 자유롭지 않음

- 따라서 국내 혁신기업들의 지배구조 수준을 높임과 동시에 이들 기업의 지속적인 혁신을 위한 안정적 경영을 보장하기 위해, 실리콘밸리 지배구조 트렌드 가운데 차등의결권 도입, 여성 이사의 수 증가, 주주행동주의 증가에 따른 경영권 방어 장치마련 등을 추구할 필요

▣ 앞서 살펴본 미국 SV 150과 S&P 100 기업들의 지배구조 트렌드는 <표 2>와 같이 요약 정리 할 수 있음

▣ 본 연구에서는 미국 기업들의 지배구조 트렌드 중 실리콘밸리 혁신기업들의 지배구조를 중점적으로 살펴 보았고, 이에 따른 시사점 또한 국내 혁신기업들에 관한 것으로 묶어 <그림 12>과 같이 정리할 수 있음

<표 2> 기업 지배구조 트렌드 요약

지배구조 트렌드	정의	내용	시사점
차등의결권	대주주의 주식에 대해 보통주보다 더 많은 의결권을 부여하는 제도	최근 SV 150 기업들 사이에서 도입률이 증가하며 트렌드로 자리함	국내에서는 차등의결권이 허용되고 있지 않으나, 경영권 안정이 필요한 신생 혁신기업이나 적대적 M&A 대상이 되는 대기업 모두를 감안할 때 도입이 필요
이사 시차임기제	매년 전체 이사 중 일부만 선임하는 제도	상대적으로 규모가 작고 경영권 방어가 필요한 SV 150 기업들 사이에서 흔히 도입	국내 상장사가 도입한 경영권 방어 장치 중 가장 일반적 형태로 자리잡음
이사 과반수투표제	이사후보가 과반수 득표를 얻어야 당선되는 방식으로 찬성표가 반대표보다 많아야 선출되는 방식	S&P 100은 95% 도입했으나, SV 150은 55% 도입하였고 이중 규모가 작은 신생기업은 34% 도입	신생 혁신기업의 경우, 기업의 안정적 성장이 우선되므로 과반수투표제 도입은 기업규모를 키운 후 고려할 문제
주식 보유 가이드라인	경영진과 이사진의 주식의 일정량과 보유기간을 명시한 요건	S&P 100, SV 150 모두 활용 증가추세를 보이나 SV bottom 50 경우 상당한 소수만이 도입	혁신기업들은 기업운영시 다양한 변동가능성이 있으므로 자율적 도입, 공개여부도 자율에 맡겨야 함
이사회 구성의 다양성	이사의 성별, 인종, 국적, 교육 수준 등으로 이사회 구성의 다양성을 추구하는 것을 의미	S&P 100 평균 23.1%, SV 150 평균 14.1%로 여성 이사의 수 증가 추세	여성 이사의 비율을 늘려 이사회 구성의 다양성을 추구해야함
주주 행동주의의 증가	주주들이 기업 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하며 이익을 추구하는 행위	주로 S&P기업을 대상으로 이루어지나 SV 150 중 최근 Top 15 기업을 대상으로 공격이 늘어나는 추세	신생기업, 대기업 모두 대상이 되므로 경영권 방어를 위한 대비책 마련이 시급

〈그림 12〉 기업 지배구조 트렌드 → 국내혁신기업 시사점 정리

<p>유의미한 지배구조 트렌드</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 차등의결권 ● 이사회 구성의 다양성 ● 주주 행동주의 증가 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 창업주의 지배력 확보 및 안정적 성장을 위한 경영을 위해 필요 ○ 여성 이사의 비율 증가를 통해 이사회 의사결정의 다양성, 효율성 및 실적향상에 기여 ○ 실제 우리나라 IT 혁신기업들의 성장에 방해요소가 되므로 주주행동주의에 대한 다양한 대비책 마련이 필요
<p>참고 및 추후 도입</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 이사 사차임기제 ● 이사 과반수투표제 ● 주식 보유 가이드라인 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 국내에서 잘 시행되고 있으므로 필요 시 자율적으로 도입 ○ 신생 혁신기업들은 성장이 우선시 되기 때문에 실리곤밸리 기업들의 경우에도 도입이 높지 않음. 따라서 기업 규모를 키운 후 추후 도입 고려 ○ 실리곤밸리 신생기업들도 주식 보유 가이드라인을 소수만이 사용하며 국내 역시 기업 운영이 안정되고 성장한 뒤 도입 고려

keri 한국경제연구원

발행일 2017년 10월 30일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울시 영등포구 여의대로 24 FKI타워 46층