

현안분석 2006-

비교법제연구 2006-18

# 이사와 집행임원의 보수규제에 관한 비교법적 연구

- 미국 · 영국 · EU법제를 중심으로 -

서 세 원

# 이사와 집행임원의 보수규제에 관한 비교법적 연구

- 미국 · 영국 · EU법제를 중심으로 -

Comparative Legal Study on the Regulation of  
Directors' and Executive Compensation

연구책임자 : 서세원 (서남대학교 법학과 교수)  
Suh, Sewon-Won

2006. 10. 31.

## 국문 요약

최근 미국을 비롯한 유럽 각국에서는 이사와 집행임원 등의 기업경영자에 대한 고액보수의 부여가 기관투자가 등의 주주로부터 비판하는 소리가 높아지고 있다. 특히 기업경영자의 보수에 대한 불투명성 뿐만 아니라 업적이 부진함에도 불구하고 경영자에게 고액의 보수가 지급되는 것에 대하여 주주이익증시의 관점에서 보수내용의 적정성이 문제로 되고 있으며, 이에 대하여 기업 측에서도 이들에 대한 보수총액을 공시하는 등의 대책을 강구하고 있으며, 법적인 측면에서도 지나치게 고액인 이사와 집행임원의 보수를 규제하여 합리적인 수준에서 이사 등의 보수가 형성될 수 있도록 하기 위하여 규제의 강화를 도모하고 있다.

(1) 미국에 있어서 이사와 집행임원보수에 관한 1990년대 초기의 규제는 보수에 대한 공시를 강화함으로써 이사회·보수위원회의 주주에 대한 설명책임을 강화하는 것이었으며 또 집행임원보수에 관한 권고 제안형태의 주주제안을 인정함으로써 주주의 관여를 인정한 것이라 할 수 있다. 그러나 이러한 90년대 초기의 규제에도 불구하고 집행임원의 보수는 계속 상승하였으며 2000년대 초기의 기업불상사를 계기로 새로운 개혁이 이루어졌다. 특히 2002년 제정된 Sarbanes-Oxley법에 신용공여의 금지, 이익수정시의 보수반환, 거래정지기간 중의 내부거래금지 등을 통하여 집행임원보수에 직접적인 규제를 가하고 있고 또 공시강화를 위한 규정들을 두고 있다. 또한 뉴욕증권거래소나 나스닥도 상장규칙을 개정함으로써 주식연계보수에 대한 주주의 승인을 요구하며 독립이사의 요건을 엄격하게 하고 있고 보수위원회의 구성과 운영에 관한 개혁을 도모하고 있다.

(2) 영국에 있어서는 1990년대에 대규모 공개회사의 이사보수에 대한 규제가 확립되었다. 대규모 공개회사에 있어서 업무집행이사보수의 결정에 대해서는 보수위원회가 큰 역할을 담당하여야 한다는 것을 전제로, 보수위원회의 구성이나 행동규범에 대한 다양한 규제가 모범적 경영관행규정에 의하여 이루어지고 있다. 모범적 경영관행규정의 준수상황 및 불준수와 그에 대한 이유, 또 회사의 보수정책이나 이사의 개인별 보수내용에 대하여 구체적인 공시가 요구되고 있다. 이사보수에 관한 구체적인 공시는 이사보수결정이 경영자의 감독·인센티브부여수단으로서의 기능을 갖는다는 인식을 전제로 이사보수의 적절성을 확보하기 위한 중요한 수단으로 자리잡고 있다. 또한 이사보수결정에 주주가 직접 관여하도록 하는 규제방법은 Stock Option이나 장기인센티브계획을 제외하고는 큰 역할을 수행하고 있지 못하다. 한편 이사보수에 관한 2002년 회사법의 개정의 내용은 90년대에 확립된 종래의 규제를 근본적으로 변경하는 것은 아니며 단지 이사보수에 대한 공시를 강화함으로써 종래의 규제의 강화를 도모하는데 그치고 있다.

(3) EU에서는 1990년대 말부터 Corporate Governance개혁의 하나로 임원보수에 대한 개혁을 도모하고 있다. 즉 2004년 공포된 ‘보수권고’에 의하여 회사의 보수방침의 내용에 대하여 규제할 뿐 아니라 그의 공시 및 주주총회에 의한 그의 수정까지 권고를 하고 있다. 또한 개별이사보수의 공시와 주식에 의한 보수 및 보수위원회의 구성 및 보수결정에 대하여 폭넓은 규정을 하고 있다. 하지만 EU의 규범은 구성국에 대하여 직접 구속력을 갖는 것은 아니며 단순히 권고에 그치고 있다. 이는 각 구성국의 서로 다른 소유구조, 법문화 및 경제제도에 기인한다고 할 수 있다.

그러나 각국규제의 통일을 목표로 하는 것이 아니라 구성국에 제도선택의 폭을 허용하고 그렇지만 공시규제의 충실을 도모하여 주주 및

시장의 평가를 받도록 함으로써 구성국 간에 있어서 제도간 경쟁을 가져오고 그럼으로써 규제 그 자체의 충실을 촉진할 목적이 있다는 점에서 평가할 만하다.

※ 키워드 : 이사의 보수, 임원의 보수, 회사지배구조, 미국의 이사와 임원, 영국의 이사와 임원, EU 회사지침, 보수권고, 기업회계법, 스톡옵션, 실패 보수

## Abstract

Executive compensation are currently a important problem of corporate governance in the media among regulators, in the marketplace, and in academia, in the US, the UK, and Europe. This development coincides with popular unease with levels of executive pay. Executives are now paid at very high levels due, for the most part, to a dramatic increase since the early 1990s in equity-based performance-linked compensation and, in particular, the use of stock options.

The US compensation model, which has generated, via its emphasis on options, often stratospheric payouts to executives who have reaped huge rewards from the long bull market run of the 1990s, is coming under harsh review in the face of striking evidence of poor corporate performance in post Enron and Worldcom economic environment. Recent experience in the UK also reveals a deep concern with “rewards for failure” or the compensation payments made on termination of directors’ service contracts, particularly where these contracts extend over a number of years. The argument that high levels of executive pay reward corporate performance and are set by market dynamics is not, however, always compelling.

Similarly, the market dynamic argument can be countered by governance weaknesses in contract negotiation which generate a deeply conflicted pay process, and inefficiencies in the market for information on pay, which seem to allow executives to control their own pay.

In the US, there are some principles about regulation of executive compensation. 1) The Compensation Committee’s and Responsibilities ; A

strong, independent Compensation Committee should take primary responsibility for ensuring that the compensation programs and values transferred to management through cash pay, stock and stock-based awards are fair and appropriate to attract, retain and motivate management and are reasonable in view of company economics and of the relevant practices of other similar companies. The Compensation Committee should also recognize the potential conflict of interest in management's recommending its own compensation levels.

2) The Importance of Performance-Based Compensation ; Performance-based compensation tied to specific goals can be a powerful and effective tool to advance the business interests of the corporation and the use of performance-based compensation tools should be encouraged in a balanced and cost-effective manner.

3) The Role of Equity-Based Incentives ; The use of high levels of equity-based compensation, particularly in the form of fixed-price options, has been at the heart of much of the recent controversy over corporate compensation. The Compensation Committee should endeavor to use all equity-based compensation arrangements in a reasonable and cost-effective manner.

4) Creating A Long Term Focus ; Compensation policies should encourage a meaningful financial stake in the corporation through long term 'acquire and hold' practices by key executives and directors while insuring that any contribution by the company to creating that stake is done in a reasonable and cost-effective manner.

5) Transparency and Disclosure ; Shareholder and market interests are best served through transparent and readily understandable disclosure of executive compensation and the economic impact of such compensation. Public trust would be enhanced if the Compensation Committee took

specific steps and implemented policy to further reassure the public that senior management is not engaged in stock transactions involving the company in advance of material information being available to the public. These policies should be disclosed in filings with the SEC.

In the UK, as a result of the 2002 revisions to the Companies Act 1985, directors are now required to prepare a Directors' Remuneration Report for each financial year, which contains the information specified in the new Schedule 7A to the Companies Act 1985. The Report must be approved by the Board of Directors and signed on behalf of the Board by a director or the secretary of the company. The company's auditors must include in their report on the annual accounts a report on the auditable part of the Directors' Remuneration Report and state whether, in their opinion, that part of the Report has been properly prepared in accordance with the Companies Act.

The Directors' Remuneration Report must be published on a yearly basis and laid before the general meeting of shareholders for approval. Like the annual accounts, the directors' report, and the auditor's report on the accounts, the Report must be sent to every member of the company, every holder of the company's debentures, and every person who is entitled to receive notice of general meetings. A copy of the Directors' Remuneration Report, together with the annual accounts, the directors' report must be filed with the Registrar of Companies.

The Remuneration Report should include the following information. ( i ) Remuneration Committee, ( ii ) Remuneration Policy, ( iii ) Detailed Audited Financial Information.

With respect to listed companies, the disclosure required in the public offer prospectus, tracks that required by the listing particulars(subject to

the adaptations appropriate to the circumstances of a public offer). The prospectus and the listing particulars must include the total aggregate of the remuneration paid and benefits in kind granted to the directors by any member of the group during the last completed financial year under any description whatsoever. In the case of an issuer which is a company subject to the Companies Act 1985, interests (distinguishing between beneficial and non-beneficial interests) should be disclosed.

On 14 December 2004, the European Commission published Commission Recommendation on fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies. It recommends that Member States should ensure listed companies disclose their policy on directors' remuneration and tell shareholders how much individual directors are earning and in what form, and ensure shareholders are given adequate control over these matters and over share-based remuneration schemes. The Commission has also adopted a recommendation on the role of independent directors.

The non-binding recommendation invites Member States to adopt measures in four areas : 1) Remuneration Policy : all listed companies should release a statement of their policy on directors' remuneration for the following. 2) Shareholders meeting : remuneration policy for directors should be on the agenda of the shareholders' general meeting. 3) Disclosure of the remuneration of individual directors : this should include detailed information about ; the remuneration and/or emoluments of individual directors ; the shares or rights to share options granted to them ; their contribution to supplementary pension schemes ; and any loans, advances or guarantees to each director. 4) Approval of share and

share option schemes : variable remuneration schemes under which directors are paid in shares, share options or any other right to acquire shares should be subject to prior approval of the Annual General Meeting of Shareholders.

※ Keyword : Corporate Governance, Compensation of Directors and officers, U.K. Company Law, U.S. Corporate Law, Sarbanes-Oxley Act, Stock-Option

# 목 차

## 국문 요약

## Abstract

제 1 장 서 론 .....	17
제 2 장 미국의 보수규제 .....	19
제 1 절 문제의 제기 .....	19
제 2 절 1990년대 초기의 개혁 .....	20
1. 종래의 임원보수상황 .....	20
2. 개혁을 위한 논의 .....	21
3. 개혁의 내용 .....	23
제 3 절 1990년대의 동향 .....	25
1. 개혁이후의 임원보수상황 .....	25
2. 2000년대 초기의 기업불상사 .....	26
제 4 절 2002년의 개혁 .....	28
1. Sarbanes-Oxley법 .....	28
2. 상장규칙의 개정 .....	33
3. 모범관행에 의한 제안 .....	39
4. 회계기준의 개정 .....	41
5. 2002년 개혁의 평가 .....	43

제 5 절 임원보수를 둘러싼 최근의 논의 .....	44
1. Bebchuk과 Fried에 의한 현상의 인식 .....	45
2. Bebchuk과 Fried의 제안 .....	51
3. Bebchuk과 Fried에 대한 비판 .....	55
4. Bebchuk과 Fried에 대한 평가 .....	60
제 3 장 영국의 보수규제 .....	63
제 1 절 문제의 제기 .....	63
제 2 절 2002년 회사법개정이전의 동향 .....	64
1. 이사회제도와 이사의 보수 .....	64
2. 모범적 경영관행규정과 공시에 의한 규제 .....	65
3. 회사법에 의한 규제 .....	71
4. 종래 규제의 특징 .....	72
제 3 절 이사보수에 관한 2002년 개정 .....	75
1. 개정의 배경 .....	75
2. 개정의 내용 .....	79
제 4 절 DTI의 「실패에 대한 보수」 .....	87
1. 「실패에 대한 보수」의 개요 .....	87
2. 「실패에 대한 보수」의 개정제안 .....	88
제 5 절 개혁에 대한 평가 .....	97
제 4 장 EU의 보수규제 .....	101

제 1 절 문제의 제기 .....	101
제 2 절 「보수권고」공표이전의 동향 .....	102
1. 「비교연구보고」 .....	102
2. 「High Level Group보고서」 .....	103
3. 「행동계획」 .....	104
제 3 절 「보수권고」의 내용 .....	105
1. 논의의 전제 .....	105
2. 규제방법 .....	106
3. 보수방침 .....	111
4. 개별이사보수의 공시 .....	116
5. 주식에 의한 보수 .....	119
6. 보수위원회 .....	122
제 4 절 「보수권고」에 대한 평가 .....	125
제 5 장 결 론 .....	127
1. 이사 등의 보수에 대한 공시 .....	127
2. 보수위원회의 구성과 권한 .....	128
3. 이사 등의 보수에 대한 주주의 관여 .....	130
4. 업적과 보수 .....	131
참 고 문 헌 .....	133

## 제 1 장 서 론

최근 미국을 비롯한 유럽 각국에서는 이사와 집행임원 등의 기업경영자에 대한 고액보수의 부여가 기관투자가 등의 주주로부터 비판하는 소리가 높아지고 있다. 특히 기업경영자의 보수에 대한 불투명성 뿐만 아니라 업적이 부진함에도 불구하고 경영자에게 고액의 보수가 지급되는 것에 대하여 주주이익중시의 관점에서 보수내용의 적정성이 문제로 되고 있으며, 이에 대하여 기업측에서도 이들에 대한 보수총액을 공시하는 등의 대책을 강구하고 있으며, 법적인 측면에서도 지나치게 고액인 이사와 집행임원의 보수를 규제하여 합리적인 수준에서 이사 등의 보수가 형성될 수 있도록 하기 위하여 규제의 강화를 도모하고 있다.

이사 등의 보수문제는 Corporate Governance에 있어서 중요한 과제 중의 하나이다. 즉 이사와 집행임원보수의 결정은 이사 등과 회사의 이익이 충돌하는 거래임과 동시에 경영자를 감독하기 위한 하나의 수단으로 자리잡고 있다. 대규모 공개회사에 있어서 경영자에 대한 감독의 실효를 확보하기 위해서는 기대된 업적을 올리지 못한 경영자를 해임할 뿐 아니라 그들에 대한 보수를 업적과 연동시킴으로써 경영자에게 인센티브를 부여하는 것도 필요하다. 따라서 업적연동형보수를 이용하여 보수내용을 적절하게 설계하도록 하고 경영자에게 회사이익을 위하여 업무집행을 할 인센티브를 부여하는 것이 이사와 집행임원의 보수와 관련하여 중요한 과제라 할 수 있다. 또한 이사와 집행임원보수의 결정이 경영자에 대한 감독·인센티브부여의 수단으로 기능하고 있는지의 여부는 주주 및 투자가에 있어서도 중대한 관심사이다.

따라서 최근에 이사와 집행임원보수결정이 갖는 기능의 중요성을 인식하여 이들의 보수에 대한 상세한 공시가 요구되고 있으며, 보수 결정에 대하여 주주가 직접 관여하려 하는 움직임과 더불어 이사 등

의 보수를 그들의 업적과 연계시킴으로써 보수의 대가성 및 합리성을 도모하려 하는 경향이 강하게 나타나고 있다.

과거 우리나라에 있어서 주식회사 이사에 대한 보수제도는 연공서열형 체계가 주를 이루었으며, 그 경영은 지배주주 등의 독단에 의한 집중경영방식에 의하여 이루어지고 있었다. 이러한 상황 아래에서 이사보수에 관한 상법 제388조는 단순히 회사재산 과다처분 방지의 문제로만 이해되고 있었다. 그러나 최근 경제여건의 변화에 따라 과거의 기업경영방식은 퇴색하고 효율성과 합리성을 중심으로 하는 기업경영이 이루어지고 있다. 이사보수에 있어서도 지배주주가 그 결정을 좌우하고 이사회 구성원인 이사를 장악함으로써 회사경영을 제어하고자 하는 수단 중의 하나로 이용하였었다. 또한 전체 이사에게 지급되는 보수총액만을 주주총회가 결정함으로써 이사보수의 구체적이고 상세한 내용은 사실상 비밀리에 결정되는 것이 과거의 관행이며 따라서 보수와 업적을 합리적으로 연계시킴으로써 이사보수의 적정성과 명확성을 확보하는 것이 곤란하였다. 그러나 기업을 중심으로 하는 환경 변화에 의하여 이사보수의 투명성을 요구하는 소리가 높아지고 있으며, 이사들에 대한 업적달성에 대한 인센티브부여가 중요한 의미를 갖게 됨으로써 이사보수에 관한 괄목할 만한 변화가 기대되고 있다.

한편 이사와 집행임원보수규제와 관련하여 1990년대부터 논의가 활발하게 이루어지고 규제체계를 확립하고 있는 미국과 영국에 있어서 보수규제의 전개과정은 경험이 일천한 우리에게 시사하는 바가 크다고 생각된다. 또한 Corporate Governance의 확립을 지향하면서, 회사법제와 자본시장법제의 조화를 목표로 하고 있는 EU의 보수규제도 주목할 필요가 있다고 생각한다.

따라서 이하에서는 미국, 영국, EU에 있어서의 이사와 집행임원의 보수규제에 관한 논의와 자주적·법적 규제에 대하여 살펴보고자 한다.

## 제 2 장 미국의 보수규제

### 제 1 절 문제의 제기

미국에 있어서 집행임원의 보수규제에 관한 개혁 및 그에 대한 논의는 20년 사이에 두 가지 큰 흐름이 있다. 하나는 1980년대 후반에 경영자의 고액보수문제가 현저하였으며 이에 따른 1990년대 초기의 SEC규칙개정 등 법규제의 개혁에 관한 것이며, 다른 하나는 1990년대 말부터 2000년대 초기에 있어서의 경기후퇴와 2001년과 2002년에 걸친 엔론이나 월드콤 등 일부 대기업의 불상사와 파탄을 계기로 이루어진 법규제에 관한 것이다. 즉 의회는 2002년 Sarbanes-Oxley법을 제정하고 이에 기초하여 SEC규칙 및 상장규칙의 개정이 이루어졌으며, 여기에는 집행임원의 보수에 관한 규제도 포함하고 있다.

미국의 공개회사의 지배구조를 간단하게 살펴보면, 미국의 공개회사는 일반적으로 주식소유가 분산되며, 주주의 회사경영에 대한 효과적인 감독은 불가능하다. 이사회를 구성하는 이사는 주주총회에서 선임되며, 이사회는 회사경영을 담당할 CEO 등의 집행임원을 선임한다. 이사회의 주된 임무는 회사 및 주주의 이익을 위하여 집행임원을 감독하는 것이다.

CEO 등 집행임원의 보수결정에 대하여 최종적인 권한은 이사회에 있지만, 대부분의 공개회사에서는 집행임원보수계약의 구체적인 내용을 결정하는 권한을 보수위원회(compensation committee)에 위임하고 있다. 보수위원회는 보통 3~4인의 이사로 구성되며 그 대부분이 사외이사이다. 또한 보수위원회는 보수를 결정할 때 자료를 제공받기 위하여 보수consultant를 이용하는 경우도 많다.

한편 주주는 임원보수결정에 대하여 CEO나 이사의 의무위반을 이유로 대표소송을 제기하더라도 주주의 주장이 인정될 가능성은 매우

났다. 즉 임원보수결정에 대해서는 경영판단원칙이 적용될 뿐 아니라 주주대표소송에 대한 다양한 절차적 장애가 있기 때문이다.<sup>1)</sup>

다음에서는 1990년대 초기에 있어서의 고액의 임원보수에 비판에 따른 개혁과 그 이후 1990년대의 동향, 그리고 2000년대 초기의 기업 불상사에 대처하기 위하여 제정된 Sarbanes-Oxley법과 상장규칙 및 모범관행을 중심으로 하는 개혁의 내용을 살펴보고 마지막으로 최근에 논의되고 있는 Bebchuk와 Fried의 ‘업적 없는 보수’와 관련한 논의에 대하여 살펴보고자 한다.

## 제 2 절 1990년대 초기의 개혁

### 1. 종래의 임원보수상황

1970년대 미국 공개회사에 있어서 CEO 등 집행임원의 보수는 주로 기본급과 한 해의 이익에 따른 보너스로 이루어졌었다.<sup>2)</sup> 이러한 보수는 CEO 등에게 회사규모를 비효율적으로 확대하여 이익을 증가시킬 인센티브를 부여하지만, 회사가치를 높이고 주가를 상승시킬 인센티브를 부여하는 것은 아니었다.<sup>3)</sup>

1980년대에 들어 Junk Bond(수익률이 높지만 신용도가 낮은 채권)를 이용한 기업매수수법의 발달과 함께 적대적 기업매수가 활발하게 이루어지자 CEO의 보수내용에도 변화가 나타났다. 즉 매수가 성공한

---

1) Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Pay without Performance - The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Harvard University Press (2004), at 45-48.

2) Stock Option은 1960년대에는 자주 이용되고 있었지만, 1970년대에는 거의 이용되지 않게 되었다. 그 이유는 미국의 주식시장이 전체적으로 흔들렸던 점과 과세상의 혜택이 1970년대 후반에 일단 폐지된 점을 들 수 있다. 1960년대에 부여된 Stock Option은 1970년대에 행사가격을 변경하든지, 회계이익에 연동한 업적연동형보수로 바뀌었다.

3) Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, Remuneration : Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them(2004), at 27, 47-48.(at <http://ssrn.com/abstract=561305>).

경우 피매수회사의 집행임원의 자사주보유비율을 높임으로써 기업가치향상의 인센티브를 부여하는 것이 지향되었고, 기관투자자도 Stock Option의 적극적인 이용에 의하여 임원보수와 기업가치를 연동시킬 것을 요구하게 되었다. 그 결과 1980년대의 보수package에서 stock option 등의 업적연동형보수가 차지하는 비율이 증가하였다.<sup>4)</sup>

그러나 1980년대말부터 1990년대초에 걸친 미국경기의 침체를 계기로 집행임원의 ‘고액’보수가 미국사회의 관심을 모았다. 집행임원의 고액보수와 종업원 간의 보수격차의 확대는 1992년 대통령선거에서도 거론되었으며, 의회에서는 예를 들어 임원보수 가운데 임금액이 가장 낮은 종업원의 임금의 25배를 넘는 부분에 대하여 손금산입을 인정해서는 안된다는 주장이 있었으며, 그 결과 1993년에 내국세입법전이 개정되어 임원보수 가운데 업적에 연동하지 않는 부분의 금액이 100만달러를 넘는 금액에 대하여 손금산입이 인정되지 않게 되었다. 이는 임원보수가 고액인 것 자체가 불공정하다는 사고를 전제로 임원보수액의 감소를 지향한 것이다.<sup>5)</sup>

## 2. 개혁을 위한 논의

1990년대 초기이후 임원보수에 관한 미국 학계에서의 논의 및 법규제의 개혁에 있어서 핵심을 이룬 문제는, 임원보수가 업적과 연동하고 있는가 하는 점이다. 이에 대하여 Jesen과 Murphy는 다음과 같이 논하고 있다.<sup>6)</sup>

“공개회사에 있어서 주주와 CEO 사이의 이익충돌은 항상 존재한다. 주주는 경영자의 행동과 투자기회에 대하여 자세히 관찰할 수 있는

4) John C. Coffee, Jr., What Caused Enron? - A Capsule Social and Economic History of the 1990s, 89 Cornell L. Rev. 269, at 273~275(2004).

5) Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, Remuneration, supra note, at 27~29.

6) Charles M. Yablon, Bonus Questions-Executive Compensation in the Era of Pay for Performance, 71 Notre Dame L. Rev. 271, at 279~281(1999).

위치에 있지 못하다. 실제 주주는 CEO가 어떠한 행동을 취할 수 있으며, 이 행동 가운데 어떤 것이 주주의 이익을 증가시키는 것인가에 대하여 알지 못한다. 이러한 상황에서 보수정책은 CEO에게 주주의 이익을 증가시키는 행동을 선택하고 실행할 인센티브를 부여하도록 설계되어야 한다.

또한 주주는 특정행동의 수익과 비용을 비교하여 기대수익이 기대비용보다 높은 경우 CEO가 그 행동을 취할 것을 원하지만, CEO는 주주의 기대와는 달리 특정행동으로부터 발생하는 개인적인 수익과 비용만을 비교한다. 따라서 CEO의 이익을 주주의 이익과 연계시키는 보수정책은 CEO의 사적인 비용·편익과 사회적인 비용·편익을 일치시키도록 하며, CEO가 적절한 행동을 취할 인센티브를 부여한다.

보수정책에 의하여 주주의 이익을 증가시키도록 인센티브를 부여하는 방법은 업적에 연계한 보너스나 Stock Option의 부여 및 업적에 연계한 해임결정 등 다양한 것이 존재한다.”

“CEO의 보수에는 심각한 문제가 있지만, 과대한 보수 그 자체가 문제인 것은 아니다. CEO가 얼마의 보수를 지급받는가에 초점을 맞추면 CEO보수의 진정한 문제인 CEO가 어떻게 보수를 지급받고 있는가의 문제(업적과의 연계성)는 간과하게 된다. 그 결과 대부분의 공개회사에서는 CEO의 보수는 업적과는 관계없이 책정되고 있다.

보수와 업적을 연계시키는 보수정책은 분명 능력을 결여한 경영자에게 적은 보수를 준다. 장기적으로는 능력을 결여한 경영자는 보다 능력이 뛰어나고, 보다 높은 인센티브를 부여할 수 있는 경영자로 교체시켜야 할 것이다. 능력이 뛰어난 경영자는 보다 우수한 업적을 올리고, 보다 높은 수준의 보수를 지급받을 것이다. 또한 다른 경영자는 그에 자극되어 회사업적을 향상시킬 생산적인 방법을 강구하고, 보다 큰 인센티브를 갖게 되어 그들의 보수도 또한 증가할 것이다.

이와 같이 업적의 향상에 의하여 이루어지는 보수의 증가는 주주의 이익이 CEO에게로 이전하는 것은 아니며, 오히려 보수의 증가는 보다 큰 위험부담, 노력 및 능력에 의하여 이루어진 성공에 대한 보답이 될 것이다.”<sup>7)</sup>

이상과 같이 Jensen과 Murphy는 CEO의 보수를 인센티브부여를 위한 중요한 수단으로 보았다.<sup>8)</sup> 이 견해에 의하면 CEO보수에 있어서 중요한 것은 보수가 CEO에게 적절한 인센티브를 부여하는 것인가의 여부이며, 보수액 그 자체가 문제로 되는 것은 아니다. 보수액이 지나치게 낮아서 CEO에게 적절한 인센티브를 부여하지 못하는 상황도 발생할 수 있는 것이다.<sup>9)</sup>

### 3. 개혁의 내용

위와 같은 1990년대 초기의 논의에 기초하여 일련의 법규제의 개혁이 이루어졌다. 즉 1992년 SEC는 증권거래법상의 공시항목에 대하여 통일적으로 규정하는 Regulation S-K 402조를 개정하여, 임원보수에 관한 공시를 근본적으로 강화하였다.<sup>10)</sup> 즉 개정된 임원보수의 공시는 임원보수결정에 관한 이사회·보수위원회의 주주에 대한 설명책임의 강화를 목적으로 하는 것으로, 요약보수표 등 표에 의한 임원보수액의 명료한 공시, 보수위원회 보고서에 의한 주주에의 설명 및 회사업적과 시장전체의 동향을 비교한 그래프의 공시를 주된 내용으로 하고 있다. 이러한 공시에 의하여 주주는 특정사업년도에 지급된 보수액에 대하여 명확하게 인식할 수 있으며, 이사회·보수위원회가 각 집행임

---

7) Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How, *Harv. Bus. Rev.*, May-June(1990) 138, at 138~139.

8) Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *Remuneration*, *supra note*, at 29~30.

9) 실제 Jensen과 Murphy는 그 당시의 CEO보수수준이 능력이 높은 인재를 영입하기 위하여 충분한 것은 아닐 가능성이 있다고 한다. *Ibid.* at 145.

10) Regulation S-K Item 402(17 C.F.R. §229.402)

원보수를 결정한 근거 특히 보수와 업적과의 관계가 주주에 대하여 충분히 설명될 것이 기대되었다.<sup>11)</sup>

이러한 공시의 강화와 더불어 SEC는 임원보수에 관한 권고제안형태의 주주제안을 인정하도록 하였다. 즉 주주가 임원보수에 관한 의견을 이사회에 직접 제시할 수 있는 길을 열어 두었다.<sup>12)</sup> 또한 1993년의 내국세입법의 개정도 임원보수와 업적의 연계를 고려하여, 업적연계형보수에 대해서는 그 금액에 관계없이 손금산입을 인정하는 것이다.

이와 같이 미국 공개회사에 있어서 업무집행에 대한 권한은 CEO 등의 집행임원이 갖고 있으며 이사회는 집행임원의 감독을 주된 임무로 한다. 개개의 집행임원의 보수결정은 집행임원에 대한 감독의 하나로 볼 수 있으며, 따라서 보수결정권한은 이사회 또는 보수위원회에 있다. 임원보수에 관한 종래의 규제는 이러한 보수결정권한의 소재를 전제로 이사회·보수위원회가 집행임원에게 충분한 인센티브를 부여하고 그에 의하여 주주의 이익을 도모할 수 있는 보수내용을 결정하도록 제도적으로 뒷받침하는 것이었다.<sup>13)</sup> 이를 위한 주된 수단으로 볼 수 있는 것이 임원보수에 대한 공시의 강화이며, 이에 의하여 이사회·보수위원회의 주주에 대한 설명책임이 강화되었다.

그러나 주주는 회사경영에 매우 제한적으로 관여할 수 있을 뿐이며 그것은 임원보수결정에 있어서도 마찬가지이다. 이러한 임원보수에

---

11) SEC Release No.33-6940, June 23, 1992.

12) The American Law Institute, Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendation §3A.05(1994) ; The American Bar Association Section of Business Law, Corporate Director's Guidebook-1994 Edition, 49 Bus. Law. 1243, at168~1271(1994).

13) 다만 1990년대 초기의 개혁이 가져온 실제상의 결과에 대해서는 상반된 견해도 있다. 예를 들면 내국세입법의 개정은 실제로는 많은 회사에 업적에 연동하지 않는 보수액이 100만달러라면 '합리적'인 보수로 된다는 인상을 주며, Stock Option 등 업적연동형보수의 부여를 촉진시키는 기능도 갖고 있었다고 할 수 있다. 또 임원보수공시의 확대에 의하여 집행임원들은 다른 집행임원이 얼마나 보수를 받고 있는가에 관심을 갖게 되어 보수액에 대한 경쟁이 발생하였다고 할 수 있다.

대한 주주·이사 간의 권한분배는 변경되지 않았으며, 임원보수에 대한 주주제안도 권고제안의 형태로 밖에 인정되지 않았다.

### 제 3 절 1990년대의 동향

#### 1. 개혁이후의 임원보수상황

1992년과 1993년에 걸친 보수에 대한 규제의 개혁에 의하여 임원보수에 관한 논의가 잠잠해졌으나, 90년대 이후 집행임원의 보수액은 증가의 길을 걷게 되었다. 90년대 이후의 미국 공개회사의 임원보수에 대하여 조사한 한 자료<sup>14)15)</sup>에 의하면, S&P 500, S&P MidCap 400, S&P SmallCap 600을 구성하는 회사의 1993년부터 2000년대 초반까지의 CEO의 보수총액 및 상위 5인의 집행임원에게 지급된 보수총액은 대폭적인 증가를 보였으며, Stock Option 등의 보수가 차지하는 비율이 증가하였다. 이러한 집행임원보수의 변화가 2001년과 2002년의 기업불상사의 하나의 원인으로 자리잡고 있다.<sup>16)</sup> 즉 1980년대의 적대적 기업매수가 활발하게 이루어지던 시대에 있어서 CEO 등은 회사의 주가와 회사매수시의 가치와의 관계에 대하여 주된 관심을 갖고 있었지만, 보수에서 Stock Option 등이 차지하는 비율이 높아진 90년대 이후에는 적대적 매수보다도 훨씬 임원들로 하여금 회사주가의 단기적인 동향에 관심을 갖게 되었고 회사의 일일의 주가변화를 주시하게 하였다. 또 공인회계사 등에 대하여 단기의 시장조작에 의한 주가상승의 압력을 가하는 상황이 강하게 나타났다.<sup>17)</sup>

14) Lucian Bebchuk & Yaniv Grinstein, The Growth of Executive Pay, at 2~3(2005)(at <http://ssre.com/abstract=648682>)

15) Kevin J. Nurfhy, Explaining Executive Compensation : Managerial Power Versus the Perceived Cost of Stock Options, 69 U. Chi. L. Rev. 847, at 848(2002).

16) Coffee, supra note, at 275~276, 297~298.

17) Brian R. Cheffins, Randall S. Thomas, The Globalization (Americanization) of Executive Pay, 1 Berkeley Bus. L.J. 233(2004), at 264~265

## 2. 2000년대 초기의 기업불상사

이러한 상황 아래에서 발생한 2001년과 2002년의 기업불상사는 미국 기업의 Corporate Governance체제에 대한 신뢰를 뒤흔드는 것이었으며, 그 중에서도 부정회계가 문제로 된 기업에 있어서는 CEO 등이 받고 있었던 보수나 회사로부터의 대출이 문제로 되었다.

예를 들어 엔론의 회장이었던 Kenneth Lay는 2000년도 중에 Stock Option의 행사에 의하여 1억2000만달러의 이익을 올렸으며<sup>18)</sup>, 또 2001년 2월부터 2001년 10월 사이 종업원에 대해서는 자사주식의 매입을 촉구하면서 자신은 보유하는 자사주식을 처분하여 7000만달러의 이득을 챙겼다고 한다. 또한 그는 회사로부터 750만달러의 차입을 하였으며 그 상황에는 자신이 보유하는 자사주식으로 충당하였다고 한다. 또 월드콤의 CEO였던 Bernard Ebbers는 회사로부터 2000년부터 2002년에 걸쳐 시장이율보다 낮은 이율의 무담보대출과 채무보증을 받았고, 사임시의 미변제액은 4억달러에 이른다고 한다.<sup>19)</sup>

이외에도 2000년대 이후 임원보수가 논란이 된 사건으로 다음의 것이 있다.

1990년대 중반에 Walt Disney사가 불과 1년여만에 퇴직한 Michael Ovitz 사장에게 거액의 퇴직금을 지급되었고, 이에 대하여 주주대표소송이 제기되었다. 법원의 판결에 의하면 다음의 사실이 인정되고 있다.<sup>20)</sup> 1995년 10월에 디즈니사가 회장겸 CEO인 Michael Eisner의 오랜

---

18) 엔론사의 2001년 주주총회의 위임장설명서에 의하면 Lay의 2000년 보수액은 1900만달러에 불과하다.

19) Bebchuk & Fried, *supra* note, at 113, 115.

20) 이 소송에서는 피고측으로부터의 각하신청을 델라웨어형평법법원(Court of Chancery)이 인정하였는데(In re the Walt Disney Company Derivative Litigation, 731 A. 2d 342(Del.Ch.1998)), 델라웨어최고법원이 이를 파기환송하여(Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244(Del. 2000)), 다시 형평법법원에서 심리하게 되었다. 델라웨어형평법법원은 환송후 피고측으로부터의 각하신청을 인정하지 않았지만(In re the Walt Disney Company

친구였던 Ovitz를 사장으로 고용하였는데, 그는 유명한 연예브로커로서 회사경영자로서의 경험은 없었다. Ovitz와 회사의 임용계약은 5년 임기로 하였고, 보수로서 매년 100만달러의 기본급 이외에 보너스와 두 종류의 Stock Option을 부여하는 것을 정하고 있었다. 그 가운데 [A] Option에서는 총 300만주를 회사로부터 취득할 수 있으며, Ovitz의 사장취임후 만3년이 경과하면 권리확정되는 것이었다. 또 임용계약에 의하면 계약기간 만료전에 정당한 사유에 의하여 계약이 종료한다면 이후 Ovitz에게 보수를 지급할 필요는 없으나, 정당한 사유가 없다면 Ovitz는 잔여계약기간에 대하여 기본급과 1000만달러의 퇴직금 및 ‘잔여 사업년도수×750만달러’의 지급을 받으며 [A] Option은 바로 권리확정되는 것으로 되어 있었다. 결국 Ovitz는 사장취임후 14개월만인 1996년 12월에 사임하였는데, 이사회는 정당사유가 없는 임용계약의 종료로 취급하여 Ovitz에게 지급된 퇴직금과 Stock Option의 가치총액은 1억 4000만달러에 이르렀다고 한다.

2002년에는 General Electric(GE)사의 회장 Jack Welch가 퇴직시에 받은 부수입이 화제로 되었고, SEC의 조사도 이루어졌다. SEC에 의하면, Welch는 GE와의 ‘고용 및 퇴직 후의 자문에 관한 계약’에 기초하여 2001년에 퇴직한 후의 첫 해에는 자문료로서 8만6천달러 외에 약 250만달러의 가치에 해당하는 편익을 제공받았으나<sup>21)</sup>, GE는 이러한 퇴직 후의 부수입에 대하여 연례보고서 및 위임장설명서에 구체적인 어떠한 기재도 하지 않았으며, 이에 대하여 증권거래소법 및 동규칙에 위반한다고 하여 그 시정을 명하였다.<sup>22)</sup>

Derivative Litigation, 825 A. 2d 275(Del. Ch. 2003)), 피고임원·이사에게 책임은 없다고 판결을 내렸다.

21) 그 내역은 GE의 회사비행기의 무제한의 이용, 월5만달러의 임대 가치가 있는 뉴욕시 아파트의 전용이용, 운전기사가 딸린 리무진의 무제한의 이용, 벤츠자동차의 리스, 뉴욕시 및 코네티컷주의 사무실대여, 자산 및 세무상담서비스, 개인비서의 서비스, 자택용커뮤니케이션의 설비, 경호원, 자택용경비시스템을 포함한다. 이러한 부수입 가운데 약120만달러는 회사비행기의 이용에 의한 이익이라고 한다.

22) SEC. Administrative Proceeding Release No. 34-50426, Sep 23, 2004.

## 제 4 절 2002년의 개혁

이상과 같은 90년대 중반이후부터 2000년대 초기까지의 임원보수에 대한 논란과 기업불상사이후 다양한 법규제 및 개혁이 이루어졌으며<sup>23)</sup>, 다음에서는 임원보수에 관련한 부분을 중심으로 살펴보고자 한다.

### 1. Sarbanes-Oxley법

#### (1) 제정의 목적

2000대 초기의 엔론 및 월드콤 등의 부실회계에 의한 기업불상사에 대응하여 2002년 Sarbanes-Oxley법을 제정하였다.<sup>24)</sup> 이 법에 기초하여 1933년 증권법 · 1934년 증권거래소법이 개정되었으며<sup>25)</sup>, SEC 및 뉴욕 증권거래소와 나스닥은 다양한 규칙의 신설과 상장규칙을 개정하였다. 이러한 2002년의 개혁은 회계제도의 개혁과 기업공시의 강화 및 공개회사의 지배구조의 강화를 목적으로 한 것이었다.

한편 Sarbanes-Oxley법은 지배구조의 강화책으로서 회사의 감사위원회(audit committee)의 독립성 및 전문성의 강화를 도모하였으며, 이를 위한 규제 중 하나로 SEC가 상장규칙의 개정을 통하여 감독하는 방법이 취해졌다.<sup>26)</sup> 이 가운데 임원보수에 관한 규정의 개정도 포함되어 있다. 이러한 규제대상인 회사는 1934년 증권거래소법에 따라 증권이

---

23) Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, Remuneration, *supra* note, at 44~45.

24) Roberta Romano, The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, 114 *Yale L.J.* 1521(2005), at 1523~1524.

25) 동법의 일부는 증권법 및 증권거래소법의 규정을 개정하여 이 법률의 일부를 이루고 있다.

26) 이외에 공시에 의한 규제수법도 이용되었다. 즉 Sarbanes-Oxley법 제407조에 의하면 SEC는 규칙을 정하고, 각 발행회사가 감사위원회에 적어도 1인의 재무전문가를 포함하는가의 여부 및 포함하지 않는 경우에는 그 이유를 공시할 것을 요구한다고 규정하고 있다. 이에 기초하여 Regulation S-b 및 S-K에 일부 개정이 이루어졌다.

등록된 회사 즉 공개회사이다.<sup>27)</sup>

## (2) 임원보수에 관한 직접적 규제

Sarbanes-Oxley법은 공개회사의 임원보수에 대하여 다음과 같이 보다 직접적인 규제를 하고 있다.

### 1) 신용공여의 금지

2000년대 초기의 기업불상사에 있어서 임원보수와 관련하여 엔론이나 월드콤 등의 집행임원이 거액의 대출을 회사로부터 받은 사실이 비판되었다. 이에 대응하기 위하여 처음에 제출된 법안에서는 회사로부터 이어나 집행임원에 대한 신용공여에 대하여 공시할 것이 요구되었었다. 그러나 상원에서의 심의과정에서 이러한 신용공여를 금지하는 내용으로 변경되어, Sarbanes-Oxley법 제402조가 성립하였다. 동조에 의하면 동법에 의하여 개정된 1934년 증권거래소법 제13조 (k)항은, 회사가 자회사를 통하여 이루어지는 경우를 포함하여 직접적 또는 간접적으로 그 회사의 이어나 집행임원에 대하여 대출 등의 신용공여를 금지한다. 그러나 금지에 대한 예외로서, 회사와 이사·집행임원 사이의 주택대출·소비자신용 등의 거래로, 당해 회사의 통상의 소비자신용사업과정에서 이루어지고 당해회사가 소비자에게 일반적으로 제공하는 종류의 것이며 또 시장조건이나 일반에 대하여 회사가 제공하는 조건보다도 유리하지 않은 조건 아래에서 이루어진 경우에는 이사 및 집행임원에 대한 신용공여가 허용되는 것으로 규정한다.<sup>28)</sup> 본조에 위반하여 이루어진 신용공여는 무효이며<sup>29)</sup> 또 고의로 위반한 자는 500만달러이하의 벌금이나 20년이하의 금고에 의하여 처

27) Sarbanes-Oxley Act §2 (a)(7).

28) Roberta Romano, *supra* note, at 1538~1540.

29) Securities Exchange Act of 1934 §29.

별된다.<sup>30)</sup> 주회사법상 회사의 이사·집행임원에 대한 대출은 과거에는 금지되고 있었지만, 현재에는 허용되는 경향에 있었는데, 본조는 이러한 움직임에 허용하지 않는 것이라 할 수 있다.

한편 본조의 규정은 광범위한 신용공여를 포함하는 것이며 적용제외규정이 정해져 있지만, 그 적용범위는 불명확하다. 즉 예컨대 여행비용 등의 지급, 회사자동차의 개인적인 이용 등의 부수입을 볼 수 있는 사항이 신용공여에 해당하는지의 여부는 명확하지 않다.<sup>31)</sup> 또 본조는 특정형태의 보수(대출 등)를 금지하지만, 경영자는 보수계약의 재교섭을 통하여 다른 보수구성요소에 의한 보수증액을 도모할 수 있으며, 이 경우 보수증가액은 대출액보다 상회하는 경우가 많을 것이라는 비판이 있다.<sup>32)</sup>

## 2) 이익수정시의 보수반환

2000년대 초기 엔론이나 월드콤 등의 회사가 분식결산을 행함으로써 주가가 상승하였으며, 집행임원들은 Stock Option 등에 의하여 취득한 자사주식을 매각하여 거액의 이익을 취하였던 것이 문제로 되어 비판의 대상이 되었다. 이러한 분식결산에 의한 이익취득을 방지하기 위하여 Sarbanes-Oxley법 제304조 (a)는, 부정행위(misconduct)의 결과 회사가 증권관련법의 재무보고에 대한 규제를 중대하게 위반함으로써 회계수정(accounting restatement)을 요구받은 경우, 당해 회사의 CEO 및 CFO(Chief Financial Officer)는 당해 재무재표를 회사가 처음에 공표한 때 또는 SEC에 제출한 때로부터 12개월 동안 회사로부터 수령한 보너스 기타의 인센티브보수나 Stock Option 등의 보수와 그 12개

---

30) Securities Exchange Act of 1934 §32.

31) 이사·임원의 대표소송 등에 있어서의 방어비용의 부담 등이 본조의 적용범위에 포함되는지 여부가 문제로 될 수 있다.

32) Roberta Romano, *the Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack corporate Governance*, 114 Yale. L. J. 1521, at 1538~1539(2005).

월 동안의 회사주식의 매각에 의하여 취득한 이익을 모두 회사에 반환하여야 한다고 규정한다. 또 동조 (b)에 의하여 SEC는 동조의 적용 제외자를 규칙으로 정할 수 있다.

한편 동조에 대하여, 부정한 행위의 구체적 의미는 무엇인가, 부정행위는 누구에 의한 것인가, 회계수정이란 무엇을 의미하는가, 어떠한 위반이 중대한 것인가, 반환을 요구할 수 있는 것은 구체적으로는 어떠한 보수인가, ‘이익’을 어떻게 결정하는가 하는 점이 명확하지 않다는 비판이 이루어지고 있다.<sup>33)</sup> 또한 Sarbanes-Oxley법은 동조의 실현을 위한 규정을 두고 있지 않다. 즉 동조가 SEC에 의하여 집행될 수 있는가, 동조에서의 반환을 청구하기 위한 소송을 제기하는 권한을 회사의 이사회가 갖는가 또는 주주에 의한 대표소송이 가능한 것인가가 명확하지 않다고 하는 비판이 있다.

### 3) 거래정지기간 중의 내부거래금지

엔론파탄시 엔론의 확정형 연금기금의 다수가 자사주식에 투자되었고 엔론이 파탄하기 직전의 주가하락시에 가입자에 의한 투자선변경이 정지되었기 때문에 자사주식의 처분이 불가능하여 가입자가 손실을 입은 반면 엔론의 이어나 집행임원은 자식이 보유하고 있던 자사주식을 처분하였던 것이 문제로 되었다. 이에 대하여 Sarbanes-Oxley법 제306조 (a)는 회사의 이어나 집행임원이 거래정지기간(blackout period) 중에 그 회사의 지분증권을 직접적 또는 간접적으로 매입하고 매각하거나 기타의 방법으로 취득 내지 양도하는 것을 금지한다고 규정한다. 다만 이어나 집행임원이 그 지분증권을 이사·집행임원으로서의 노무제공 또는 고용과 관련하여 취득한 경우에 한한다고 규정한다.<sup>34)</sup> 동조

33) 본조를 좁게 해석하여 문제로 된 부정행위에 관하여 이익반환의 대상으로 되는 임원의 개인적인 유책성을 인정하여야 한다고 하는 주장도 있다. John Patrick Kelsh, Section 304 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 : The Case for a Personal Culpability Requirement, 59 Bus. Law. 1005(2004).

34) 또 연금계획관리자는 거래정지기간을 가입자·수익자에게 사전에 통지하여야 한다.

(a)(4)에서는 거래정지기간에 대하여, 회사가 운영하는 개인계좌별 확정형연금가입자의 50%이상이 개인계좌에 포함된 그 회사의 지분증권을 취득 또는 양도하는 것이 회사나 연금수탁자에 의하여 일시적으로 정지되는 기간으로서, 연이은 3영업일 이상에 걸친다고 정의하고 있다. 또한 동조에 위반한 거래에 있어서 이사나 집행임원은 그에 의하여 취득한 이익을 그들의 의사에 관계없이 회사에 의한 반환청구에 따라야 하며, 회사의 지분증권보유자가 회사를 위하여 반환청구를 할 수 있음을 규정하고 있다.<sup>35)</sup>

또한 동조 (b)에서는 거래정지기간이 정해진 경우 이를 SEC, 이사, 집행임원 및 연금가입자에 대하여 통지할 것을 규정하고 있으며, SEC는 동조의 적용범위를 명확하게 하고 또 거래정지기간의 예외를 정하기 위한 규칙을 제정하고 있다.<sup>36)</sup>

### (3) 공시에 의한 규제

Sarbanes-Oxley법은 기업공시의 강화를 도모하기 위한 많은 규정을 두고 있다. 특히 Time Disclosure에 관한 제409조에 의하여 임원보수에 대한 정보공시가 강화되었다. 동조는 추가된 증권거래소법 제13조 제1항은 SEC에 증권을 등록하고 있는 발행자에 대하여, SEC 규칙에 따라 발행자의 재무상황 또는 경영상황에 있어서 중요한 변경에 관한 추가적 정보를 즉시(on a rapid and current basis) 공시할 것을 규정하고 있다. 이에 기초하여 SEC는 2004년에 규칙을 개정하여 임시보고서의 제출기한을 4영업일로 단축함과 동시에 공시사항을 대폭 확대하였다.<sup>37)</sup> 확대된 공시사항 가운데 Form 8-K Item 1.01은 회사의 통상적인

35) 회사의 지분증권보유자에 의한 소송제기의 청구로부터 60일을 경과하여도 회사가 반환을 청구하지 않는 경우 지분증권보유자는 회사를 위하여 소송을 제기할 수 있다. 그러나 반환되어야 할 이익이 실현된 날로부터 2년 이상 그러한 소송이 제기되지 않은 경우에는 그러하지 않다.

36) Regulation BTR - Blackout Trading Restrictions, 17 C.F.R. §245.100~104.

37) SEC Release No. 33-8400, March 25, 2004.

사업과정 외에서 체결된 중요한 계약과 그러한 계약의 중요한 변경에 대하여 체결 또는 변경일·당사자·계약조건의 개요 등을 임시보고서에 공시할 것을 요구하고 있다. 동조에 관한 기재상의 주의에 의하면, Regulation S-K 제601조 제b항 제10호 (iii)(a) 및 (b)에 정한 사항에 관한 계약은 (c)에 정해진 예외에 해당하지 않는 한 임시보고서에 기재할 것이 요구되는 중요한 계약에 해당한다. Regulation S-K 제601조 제b항 제10호 (iii)(a) 및 (b)는 회사의 이사 또는 CEO를 포함한 보수액 상위 5인의 집행임원이 참여하는 보수계약 및 계획(Stock Option, 퇴직보수, 후급보수, 보너스 등을 포함한다)에 대하여 규정하고 있으며, 동조 (c)는 종업원·임원·이사에게 일반적으로 주어지고 같은 기준으로 체결되는 보수계약 내지 계획을 적용제외로 규정하고 있다. 또한 Form 8-K 제5.02조는 이사 또는 주요임원의 사임 및 선임에 대하여 임시보고서에 공시할 것을 요구하고 있다. 임원의 선임에 있어서는 임원의 이름·지위·회사와의 일정한 거래관계·임용계약의 개요 등이 공시되어야 한다.<sup>38)</sup>

이상에서 살펴본 바에 의하면, 예컨대 회사가 새로운 CEO를 선임하고 보수에 관하여 합의한 경우에는 보수계약의 내용이 계약체결일로부터 4영업일 이내에 제출되는 임시보고서에 기재되어 공시되게 된다.<sup>39)</sup>

## 2. 상장규칙의 개정

Sarbanes-Oxley법 제301조에 의하여 개정된 1934년 증권거래소법 제10A조(m)<sup>40)</sup>에 의하여 뉴욕증권거래소와 나스닥은 각각 상장규칙을 개

38) SEC. Securities Exchange Act of 1934 Form 8-K Sec.1 Item 5.02.

39) Brian R. Cheffins, Randall S. Thomas, *supra* note, at 270~273.

40) 이 규정에 의하여 SEC는 규칙10A-3에서 증권거래소 및 증권업협회가 다음과 같은 요건을 충족하지 않는 발행회사의 상장을 금지하는 것을 명하여야 한다고 규정하였다. 그 요건의 개요는 다음과 같다. 1)발행회사의 감사위원회가 등록회계사무소의 지명·보수·감독에 대하여 직접 책임을 갖고 있어야 할 것, 2)감사위원회의 구성원이 이사이든지 독립한 자일 것, 3)감사위원회가 회계사항·내부통제에 대한

정하였다. SEC는 이러한 상장규칙의 개정 가운데 주주에 의한 주식연계보수의 승인에 관한 규칙을 2003년 6월에, 기타의 것을 동년 11월에 승인하였다. 상장규칙의 개정은 Sarbanes-Oxley법에 의하여 요구된 감사위원회의 강화 이상의 것을 내용으로 하고 있다.

### (1) 뉴욕증권거래소의 상장규칙개정

뉴욕증권거래소 상장규칙 제303A.02조는 이사회에 감독기능을 강화하고 이익충돌에 의하여 회사가 손해를 입을 가능성을 낮추기 위하여, 상장회사의 이사회에 대하여 과반수의 독립이사(independent director)를 선임할 것을 규정하고 있다. 또 이사회가 특정이사가 회사와 직·간접적으로 중요한 관계를 갖고 있지 않다는 결의를 하지 않는 한, 그 이사는 독립이사라고 할 수 없다. 또한 회사는 어떤 이사가 독립이사인가를 결정하고 그 결정근거를 제시하여야 한다. 한편 상장규칙은 독립이사로 평가할 수 없는 자를 열거하여 독립성의 요건을 보다 엄격하게 규정하고 있다.<sup>41)</sup> 또 경영에 관여하지 않는 이사가 경영자에

---

뿐만에 대응하는 절차 및 이러한 사항에 대한 종업원에 의한 내부고발절차를 정할 것, 4)감사위원회가 독립한 조언자(법률고문 등)를 고용할 권한을 갖을 것, 5)감사위원회가 등록회계사무소와 조언자의 보수를 지급하기 위한 예산을 결정할 권한을 갖을 것.

41) NYSE Manual §303 A. 02 (b). 독립한 이사라고 평가할 수 없는 자는 다음과 같다. 1)현재 당해 상장회사의 종업원이든지, 최근 3년내에 종업원이었던 자 및 가족이 당해 상장회사의 집행임원이든지 최근 3년내에 집행임원이었던 자. 2) 최근 3년내의 12개월간 당해 상장회사로부터 10만달러이상을 수령한 자 또는 가족이 같은 금액을 수령한 자. 3)당해 상장회사의 내부감사인 또는 외부감사인인 감사법인의 현재의 Partner인 자 또는 가족이 그러한 Partner인 자, 현재 그러한 감사법인의 종업원인 자, 가족이 현재 그러한 감사법인의 종업원이며 또 당해 법인의 감사·확인·세법준수업무에 관여하는 자, 본인 또는 가족이 최근 3년내에 그러한 감사법인의 Partner 또는 종업원이었고 그 당시 당해 상장회사의 감사를 하였으나 현재는 그러한 지위에 있지 않은 자. 4)본인 또는 가족이 현재 또는 최근 3년내에 다른 회사의 집행임원으로 고용되고 또 당해 상장회사의 현재의 집행임원 중 특정인이 그러한 같은 회사의 보수위원회의 구성원이었던 경우. 5)최근 3영업연도내의 특정 시점에 당해 상장회사에 대하여 재산이나 서비스에 대한 지급을 한 회사 또는 당해 상장회사로부터 재산 또는 서비스에 대한 지급을 받은 회사에 있어서, 현재의 종업

대하여 효과적인 감독을 할 수 있도록 경영에 관여하지 않는 이사들만의 회의를 정기적으로 하여야 한다고 규정하고 있다.

개정된 상장규칙 제303A.04~07조에 의하면 상장회사는 감사위원회, 지명·지배구조위원회 및 보수위원회를 설치하여야 하며, 이들 위원회는 독립이사만으로 구성되어야 한다고 규정하고 있다. 보수위원회는 서면의 위원회규칙에 의하여 위원회의 목적과 책임 및 위원회의 직무에 대한 연간업적평가에 대하여 정하여야 한다. 또한 위원회가 부담하여야 할 최소한의 책임을 다음과 같이 규정하고 있다.<sup>42)</sup> ① CEO의 보수와 관련한 회사의 목표 및 목적(goals and objectives)에 대하여 심사하고 승인하여야 하며, 또 그러한 목표 및 목적에 비추어 CEO의 업적을 평가하여야 하고 이 평가에 기초하여 (이사회에 지시에 따른) 보수위원회로서 또는 다른 독립이사와 공동으로 CEO의 보수수준을 승인할 것. ② CEO 이외의 집행임원의 보수에 관련하여 이사회에 대해 권고를 하고 인센티브보수와 주식연계보수에 대해서는 이사회에 승인을 얻을 것. ③ SEC로부터 제출을 요구받은 위임장설명서·연차보고서의 일부로서 보수위원회보고서를 작성하여야 한다.

또한 개정된 상장규칙의 주석에서는 보수위원회에서의 보수결정에 대하여 다음과 같이 규정하고 있다. 즉 CEO의 보수 가운데 장기인센티브를 부여하는 요소를 결정할 때 보수위원회는 회사의 업적과 관련한 주주이익, 비교대상인 회사에서 CEO에게 부여하는 동일한 인센티브보수의 가치, 과거에 CEO에게 부여된 보수를 고려하여야 한다. 또 이사·CEO 또는 집행임원보수의 평가에 보수에 관한 자문을 받는 경우, 보수위원회규칙에 의하여 자문회사의 선임·해임·대가 등의 조건을 결정할 수 있는 권한을 보수위원회에 대해서만 부여하여야 한다.

원인 자 또는 가족이 그러한 회사의 현재의 집행임원인 자.

42) NYSE Manual §303 A. 05 (b). 구성원의 자격, 구성원의 임명과 해임, 위원회의 구조와 운영, 위원회로부터 이사회에의 보고에 대해서도 Corporate Governance의 일부로서 정함을 두고 공시하여야 한다고 규정하고 있다.

한편 뉴욕증권거래소는 과거부터 상장규칙에 의하여 일정한 주식연계보수에 대해서는 주주로부터의 승인을 요구하였는데, 개정된 상장규칙은 과거보다 주주의 승인을 요하지 않는 범위를 좁게 하고 있다. 즉 주주에 대하여 일정한 경우를 제외하고는<sup>43)</sup> 대부분의 주식연계보수계획과 그 중요한 개정에 대하여 결의를 할 기회가 주어져야 한다.<sup>44)</sup> 그 이유는 CEO 등에게 주식연계보수를 의한 주식이 부여됨으로써 주주가 보유하는 주식가치의 잠재적인 희석화를 방지하기 위해서라고 한다.

## (2) 나스닥의 상장규칙개정

나스닥은 뉴욕증권거래소와 마찬가지로 상장회사의 이사회에 대하여 과반수의 독립이사로 구성되어야 한다고 규정한다. 또 상장회사는 이사회가 독립이사라고 결정한 이사에 대한 공시를 하여야 한다. 이 규칙의 목적은 뉴욕증권거래소의 경우와 같이 감독의 강화와 이익충돌의 방지에 있다고 할 수 있다. 독립이사란 상장회사 또는 그 자회사의 임원이나 종업원이 아니며 또 상장회사 이사회에 의하여 이사의 직무를 수행함에 있어서 독립한 판단을 하는데 장애가 되는 관계를 갖지 않는 자를 말한다. 이에 더하여 독립이사라고 평가할 수 없는 자가 열거되고 있으며, 독립성의 요건을 더욱 엄격하게 되어 있다.<sup>45)</sup>

43) NYSE Manual §303 A. 08. 예외로서 예를 들면 합병·매수시의 미행사 Option의 전환 등이나 내국세입법전 제401조a항을 충족하는 계획이나 고용을 권유하기 위한 Option 등의 부여가 정해져 있다.

44) NYSE Manual §303 A. 08. 자세한 정의는 다음과 정하고 있다. ‘주식연계형보수’(equity보수)계획이란 종업원·이사 기타의 노무제공자에 대하여 당해 노무의 보수로서, 지분증권의 인도에 대하여 정한 계획 기타의 합의라고 정의한다. 다만 주주가 일반적으로 이용할 수 있는 계획 및 종업원이나 이사가 시장가격으로서의 주식매입을 선택할 수 있다고 하는 계획은 포함되지 않는다. 또한 ‘중요한 개정’이란 다음의 사항을 포함한다. 1)계획에 의하여 부여된 주식수의 중요한 증가. 2)계획 아래 부여된 보수종류의 확대. 3)계획에의 참가자격을 갖는 종업원·이사 등의 확대. 4)계획기간의 중요한 연장. 5)계획 아래에서의 행사가격결정방법의 중요한 변경. 6) 행사가격개정을 금지하는 규정의 삭제 또는 제한.

45) NASDAQ Rule 4200 (15).

경영에 관여하지 않는 이사들만의 정기적인 회의를 하여야 하는 점도 뉴욕증권거래소와 마찬가지로이다.<sup>46)</sup>

또한 상장회사는 독립이사만으로 구성된 감사위원회를 두고 있어야 하는 외에<sup>47)</sup>, 이사후보자의 선정과 집행임원보수의 결정이 독립이사에 의하여 이루어져야 한다고 규정하고 있다. 집행임원의 보수에 대하여 구체적으로 보면, CEO 및 다른 집행임원의 보수결정 또는 이사회에 대한 권고는 독립이사의 다수결 또는 독립이사만으로 구성된 보수위원회에서 이루어져야 한다.<sup>48)</sup> 보수위원회가 3인 이상으로 구성되는 경우 독립이사의 정의에는 해당하지 않지만, 현재 본인이나 가족구성원이 당해 상장회사의 임원이나 종업원이 아닌 자를 1인만 보수위원회위원으로 임명할 수 있다. 다만 이러한 경우는 매우 예외적이고 한정된 상황에서만 인정되며, 또 이사회는 그러한 자의 보수위원회위원으로서의 임명이 회사 및 주주의 최선의 이익을 위한 것이라고 하는 것에 대한 결의를 하여야 하며, 그 위원과 회사의 관계 및 그 결정이유가 공시되어야 한다.<sup>49)</sup> 한편 서면의 위원회규칙의 작성이나 그 내용에 대해서는 특히 정해진 규칙이 없다.<sup>50)</sup> 이상과 같은 규칙에 의하여 임원보수결정에 대한 독립이사의 감독을 확보하면서, 각 상장회사가 적절한 이사회 구성을 유연하게 선택할 수 있도록 하고 있다.<sup>51)</sup>

한편 나스닥은 과거부터 상장규칙에 의하여 일정한 주식연계보수에 대해서는 주주의 승인을 요구하여 왔는데, 개정된 상장규칙은 과거보다 주주승인을 요하는 범위를 넓게 규정하고 있다. 즉 상장회사는 일

46) NASDAQ Rule 4350 (c)(2).

47) NASDAQ Rule 4350 (d)(2)(A).

48) NASDAQ Rule 4350 (c)(3)(A)(B). 이사후보자의 지명 또는 이사회에의 권고에 대해서도 마찬가지이다.

49) NASDAQ Rule 4350 (c)(3)(C). 동일한 예외는 감사위원회·지명위원회에 대해서도 정해져 있다.

50) 감사위원회에 대해서는 그러한 규칙이 정해져 있다. NASDAQ Rule 4350 (d)(1).

51) NASDAQ Rule IM-4350-4.

정한 예외를 제외하고<sup>52)</sup> 주식연계보수계약의 체결과 중요한 개정에 대하여 주주의 승인을 필요로 한다고 규정한다.<sup>53)</sup> 그 이유는 뉴욕증권거래소와 마찬가지로 주주가 보유하는 주식가치의 잠재적인 희석화에 대하여 주주가 발언할 기회를 확보하기 위해서라고 할 수 있다.<sup>54)</sup>

이상에서 설명한 규칙 외에 나스닥의 개정된 상장규칙의 특징으로, 관련당사자거래에 대한 승인이 요구되는 점을 들 수 있다. 즉 상장회사는 잠재적인 이익충돌관계를 갖는 모든 관련당사자거래를 계속적으로 적절하게 심사하여야 하며, 그러한 거래는 회사의 감사위원회 또는 독립된 이사회 하부기관에 의하여 승인되어야 한다. 관련당사자거래란, SEC Regulation S-K 제404조에 따라 공시가 요구되는 거래를 의미한다.<sup>55)</sup>

### (3) 양 규칙의 비교

뉴욕증권거래소와 나스닥의 상장규칙개정은 기본적으로 동일한 입장을 취하고 있다. 즉 주식연계보수에 주주의 승인을 요구하며, 독립이사의 요건을 엄격하게 규정하고 있으며, 독립이사 및 감사위원회의 기능을 강화하고 있다.

한편 나스닥의 상장규칙은 집행임원보수의 결정과 이사의 지명에 대하여 보수위원회 및 지명위원회의 설치 이외의 준수방법을 인정하고 있는 점, 보수위원회규칙이나 지배구조지침의 작성을 명시적으로 요구하고 있지 않은 점에서 뉴욕증권거래소보다 유연한 입장을 취하

---

52) 예외로서, 예를 들면 회사의 증권보유자에게 일반적으로 같은 조건으로 발행되는 warrant등이나 매수·합병에 관련한 계획·계약 외에 고용을 권유하기 위한 Option 등의 부여가 정해져 있다. NASDAQ Rule 4350(i)(1)(A)(i)-(iv) and IM-4350-5.

53) NASDAQ Rule 4350 (i)(1)(A) and IM-4350-5.

54) NASDAQ Rule IM-4350-5.

55) NASDAQ Rule 4350 (h). Regulation S-K Item 404에서는 회사와 이사, 집행임원, 이사회후보자, 의결권증권의 5%이상의 보유자, 그러한 자의 가족과의 거래나 기타 다양한 거래에 대하여 공시가 요구되고 있다.

고 있다. 다른 한편 관련당사자거래의 승인을 요구하는 점에서는 나스닥의 상장규칙이 보다 엄격한 입장을 취하고 있다.

### 3. 모범관행에 의한 제안

2000년대 초기의 기업불상사와 그에 따른 법적 개혁에 이어 몇몇 단체가 지배구조에 관한 모범관행(Best Practice)의 제안을 하고 있다. 다음에서는 The Conference Board, Business Roundtable 및 전미이사협회(National Association of Corporate Directors)에 의한 임원보수에 관한 제안의 내용을 몇가지 공통되는 항목별로 살펴본다.<sup>56)</sup>

#### (1) 임원보수결정의 기능 및 목적

집행임원에게 업적연동형보수에 의하여 회사의 장기적 이익을 도모하도록 하는 인센티브를 부여하여야 한다. 2000년대 초기의 기업불상사에 있어서 집행임원 등이 Stock Option에 의한 이익을 얻기 위하여 단기적인 주가끌어올리기가 문제로 된 것에 대응하여, 회사의 이익은 ‘장기적 이익’이어야 하는 점이 강조되고 집행임원은 자사주식을 일정한 기간 보유하여야 한다고 제안하고 있다.<sup>57)</sup>

#### (2) 보수위원회의 역할 및 독립성

임원보수결정에 대해서는 독립이사로 구성된 보수위원회에 권한이 있으며, 이사회로부터 보수위원회에 어떠한 권한을 위임할 것인가는

---

56) The Conference Board Commission on Public Trust and Private Enterprise, Finding and Recommendations Part 1 : Executive Compensation(Sep 17, 2002)(이하, CB) ; Business Roundtable, Executive Compensation : Principles and Commentary(Nov, 2003)(이하, BR) ; Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Executive Compensation and the Role of the Compensation Committee(2003)(이하, NACD).

57) 또 집행임원에 의한 자사주식의 거래에 대한 문제에 대처하기 위하여 사전에 설정된 주식거래계획의 채용을 검토하여야 한다고 규정한다. CB, supra note, Principle IV and Specific Best Practice Suggestions.

각 회사에서 재량으로 정할 수 있지만, 그 권한을 서면의 규칙으로 정하여야 한다. 최소한의 권한으로 회사의 보수구조·정책·계획 전체의 감독, 집행임원의 업적목표의 달성과 업적달성과정에 대한 평가, CEO보수의 결정 또는 이사회에 대한 권고를 열거하고 있다. 또 보수위원회는 독립한 외부자문을 고용할 권한을 갖아야 한다고 하고 있다. 한편 보수위원회는 임원보수에 대한 조사나 통계를 지나치게 신뢰하는 것을 피하여야 한다고 한다. 그러한 통계에 의하거나 당해 회사의 과거의 보수실태 및 보수수준에 의하여 보수를 결정하면 지나치게 과도한 보수가 주어질 가능성이 있기 때문이다.<sup>58)</sup>

한편 임원보수결정에 있어서 보수위원회는 다양한 상황을 전제로 하여 보수계약에 의하여 집행임원에게 부여되는 모든 편익과 회사가 부담하는 모든 비용을 고려하여 결정하여야 한다.<sup>59)</sup> 특히 앞서의 1996년의 Disney사건을 염두에 두고, 임원의 종임에 의하여 부여되는 퇴직금 등의 편익에 주의하여야 한다고 한다.

### (3) 업적연동형보수

이사회 및 보수위원회는 업적연동형보수를 위한 목표를 설정하고 있어야 하며, 이러한 목표를 설정하는데 있어서 주가 뿐 아니라 자본 cost, 주주자본이익율(return on equity), 경제적 부가가치, 품질지표, 환경지표 등 다양한 양적·질적 지표가 고려되어야 한다. 또한 최근의 업적연동형보수에 대한 비판에 대응하여, 업적연동형보수는 회사 전체의 업적 뿐 아니라 개인의 업적을 반영하여야 하며, 경제 전체 또는 산업 전체의 흐름이 회사업적에 가져오는 영향 등의 외부요인도 고려하여야 한다고 한다. 또 업적목표의 달성을 업적연동형보수의 부여나 권리확정의 조건으로 하여 임원보수의 하향위험의 요소를 고려

---

58) CB, supra note, Principle I. ; BR, supra note, Principles 2.

59) BR, supra note, Principle 3 ; NACD, supra note, at 28.

하여야 할 뿐 아니라 업적목표를 임의로 수정해서는 안되며, 만일 집행임원의 부정행위로 회사에 현저한 손해를 가져온 경우 그 보수의 반환 등이 제안되었다. 또한 주식연계보수에 대해서는 주주의 승인을 얻어야 함이 제안되었다.<sup>60)</sup>

#### (4) 보수의 공시

임원보수에 대한 공시는 주주가 이해하기 쉬운 형태로 이루어져야 하며, 또한 회사의 공시자료에서는 다음의 사항이 공시되어야 한다고 제안되고 있다.<sup>61)</sup> 즉 ① 임원보수결정과정에 관한 정보(이사회·보수위원회가 고려한 모든 요인), ② 임원보수가 회사나 주주에게 가져오는 경제적 영향(주식연계보수에 의한 주주가치 희석화의 비용, 희석화 이후의 1주당 이익, 장래의 주주가치 가운데 주식연계보수에 의하여 집행임원·종업원에게 주어지는 부분), ③ 집행임원이 직·간접적으로 보유하고 있는 자사주식을 처분할 의사의 사전공표, ④ 집행임원의 임용계약.

### 4. 회계기준의 개정

#### (1) 종래의 회계기준

회계기준과 관련하여 과거 재무보고에 있어서 Stock Option을 비용계상할 것인가 여부는 회사의 재량에 맡겨져 있었다. 즉 1995년에 작성된 재무회계기준심의회(Financial Accounting Standards Board ; FASB) 기준서 제123호는 Stock Option에 대하여 옵션부여일의 공정한 가치에 기초하여 비용계상하는 것이 바람직하다고 하는 한편 1972년에 작성된 회계원칙심의회(Accounting Principles Board : APB) 의견서 제25호

60) CB, supra note. Principle III, VI.

61) CB, supra note, Principle VII ; BR, supra note, Principle 6 ; NACD, supra note at 12.

에 따른 회계처리를 허용하고 있었는데<sup>62)</sup>, APB의견서 제25호는 행사가격이 처음부터 확정되어 있는 Stock Option에 대해서는 옵션부여일의 시가와 옵션행사가격의 차액을 비용계상하도록 하고 있었다.<sup>63)</sup> 따라서 그러한 Stock Option에 있어서 행사가격이 부여일의 시가보다 높게 정해졌다면 비용계상의 필요는 없었으나, 다른 한편 행사가격이 변동하는 Stock Option에 대해서는 비용을 계상할 필요가 있었다.

많은 기업은 FASB기준서 제123호가 작성된 후에도 APB의견서 제25호에 따른 회계처리를 하여 왔으며, 대부분의 경우 Stock Option의 행사가격은 부여일의 시가와 같게 정하여 지고 그 결과 Stock Option의 비용계상은 이루어지지 않았었다.

## (2) 회계기준에 관한 개정

2000년대 초기의 기업불상사를 계기로 재무보고의 결합이 명확해지자 Stock Option의 비용계상을 요구하는 주장이 강하게 나타났다. 즉 Stock Option의 비용계상을 하지 않는 것은 보고되어야 할 회사업적의 중요한 측면을 불명확하게 하며 재무보고의 투명성을 훼손시키는 것이라고 주장하였다. 이러한 주장에 따라 기업측에서 먼저 임의로 Stock Option의 비용계상을 하려 하는 움직임이 보여졌으며<sup>64)</sup>, FASB도 기준서 제123호의 개정에 착수하였으며 2004년 3월에 공표된 초안을 거쳐

---

62) Accounting for Stock-Based Compensation, FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 123, paras. 5, 17(1995). 동기준서는 1984년에 개시된 APB의견서 제25호의 재검토작업의 성과였는데, Stock Option의 비용계상에 대해서는 강한 반대가 있었으므로 의무로 되지는 않았다.

63) Accounting for Stock Issued to Employees, APB Opinion No. 25, para. 10(1972).

64) FASB, Exposure Draft : Share-Based Payment - an amendment of Statements No. 123 and 95, para. C4(2004). 동초안에 의하면 FASB기준서 제123호에 의한 회계처리를 모두 행하고 있는지 또는 행할 예정인지의 사실을 공표한 공개회사는 2004년 2월까지 483사에 이른다. 이러한 상황에 응하여 FASB는 기준서 제123호에 의한 회계처리에 대체적인 이행조치를 정하고 또 주식보수에 대한 회계처리방법과 그것이 회계이익에 가져오는 영향에 대한 공시를 요구하는 기준서 제148호를 작성하고 있다.

동년 12월에 개정기준서 제123호를 공포하였다. 이 개정기준서는 Stock Option에 대하여 부여일의 공정한 가치에 기초하여 비용계상을 하여야 한다고 규정하여 그것을 의무화하였으며, 결국 APB의견서 제25호는 폐지되었다. 이 개정에 의하여 투자가 등이 우려하던 선택적인 회계처리가 불가능하게 됨에 따라, 재무보고의 비교가능성의 향상, 미국회계기준의 간략화, 국제적 회계기준과의 조화가 도모되었다.<sup>65)</sup>

FASB 개정기준서 제123호는 공개회사의 임원 및 종업원에 대한 Stock Option 등의 주식보수에 대하여 옵션부여일에 있어서의 옵션의 공정한 가치를 비용으로 하여 계상할 것을 요구하고 있다. 공정한 가치는 예측가능한 시장가격에 의하여 산정되어야 한다.<sup>66)</sup> 또한 개정기준서 제123호는 소규모사업발행자로서 등록되어 있지 않은 공개회사에 대해서는 2005년 6월 15일 이후 시작하는 최초의 보고년도 또는 중간기부터, 소규모사업발행자로 등록되어 있는 공개회사에 대해서는 2005년 12월 15일 이후에 시작하는 최초의 보고년도 또는 중간기부터 적용되는 것으로 되어 있으나, SEC는 일부기업에 대하여 적용시기를 늦추고 있다.<sup>67)</sup>

## 5. 2002년 개혁의 평가

2000년대 초기의 개혁은 전통적으로 주회사법이나 관례에 위임되어 있었던 영역에 대한, 연방정부 및 거래소에 의한 적극적인 개입이라는 측면을 갖고 있다. 임원보수에 관한 규정에 이사회·집행임원에 대한 신용공여의 금지나 이익수정시의 보수반환이라고 하는 전례가

65) 국제회계기준심의회(International Accounting Standards Board)는 2004년 2월에 Stock Option비용을 부여일의 공정가치에 기초하여 계상할 것을 요구하는 국제재무보고기준 제2호를 작성하고 있다.

66) 비공개회사는 Stock Option부여시의 주가와 행사가격의 차액을 비용계상하는 종래의 방법을 취하는 것도 가능하다.

67) SEC. Release No. 33-8568, April 15, 2005.

없는 직접적인 규제도 포함되어 있다. 그러나 이 개혁은 주식회사의 주주·이사·집행임원 사이의 권한분배를 조정하는 것은 아니며, 임원 보수에 대한 기본적인 규제도 변함은 없다.<sup>68)</sup> 상장규칙의 개정에 의한 이사의 독립성·보수위원회에 대한 엄격한 규제는 임원보수결정에 있어서 보수위원회가 주된 역할을 수행하는 것을 전제로 규제강화를 도모하는 것이라 할 수 있다. 또한 단체들에 의한 모범관행(best practice)의 제안도 같은 고려에서 그 상세한 사항을 일부 정하고 있을 뿐이다. 즉 2000년대 초기의 개혁은 과거의 임원보수에 관한 기본적인 규제 틀을 유지하면서 일부 규제를 강화함으로써 2000년대 초기에 나타난 기업의 문제점에 대한 해결을 도모하려 하는 것이라 할 수 있다.

### 제 5 절 임원보수를 둘러싼 최근의 논의

2002년 Sarbanes-Oxley법의 제정과 상장규칙의 개정 등에 의한 개혁이 이루어지고 있는 가운데 미국의 집행임원의 보수를 둘러싼 실무에 대하여 비판적인 검토를 하면서 집행임원의 보수에 관한 규제에 그치지 않고 공개회사의 지배구조의 기초에 관한 개혁을 제안하고 있는 Bebchuk과 Fried의 ‘업적 없는 보수’가 발간되었으며 이를 중심으로 활발한 논의가 이루어지고 있다. 이 저서에서는 2000년대 초기의 기업불상사에 의하여 명확해진 임원보수계약의 결함이, 지속적이고 체계적이었던 점 및 그러한 결함이 CEO가 이사회·보수위원회에 영향력을 행사하는 것을 가능하게 한 Corporate Governance의 결함에 의한 것이라고 하여, 임원보수의 문제를 해결하기 위해서는 종래의 규제 틀을 유지하는데 그치지 않는 좀 더 강력한 규제의 개혁(Corporate Governance의 개혁)이 필요하다고 주장한다.

---

68) Robert Charles Clark, Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act : A Morality Tale for Policymakers Too, at 28~30(2005)(at <http://ssrn.com/abstract=808244>).

다음에서는 이 저서의 주된 내용과 그에 대한 비판에 대하여 살펴본다.

## 1. Bebchuk과 Fried에 의한 현상의 인식

### (1) 보수결정과정에 대한 일반적 견해

Bebchuk과 Fried의 ‘업적 없는 보수’는 우선 CEO의 보수결정과정  
에 대한 일반적 견해를 다음과 같이 정리하고 있다.<sup>69)</sup> 즉 이사회는 CEO  
를 감독하는 것을 직무로 하는데, CEO의 행동 전체를 직접적으로 감  
시할 수는 없다. 따라서 보수에 의하여 CEO에게 주주의 이익을 위하  
여 행동할 인센티브를 부여하는 것이 CEO와 주주 사이의 문제해결을  
위한 중요한 과제로 된다. 이사회·보수위원회는 CEO의 보수결정과  
정에 있어서 CEO와 대등한(at arm's length) 교섭을 한다. 이사회·보  
수위원회는 주주의 이익을 위하여 행동하고 주주에게 귀속하는 기업  
가치를 증가시킬 인센티브를 CEO에게 부여하기 위하여 비용효율이  
높은 보수계약을 계획한다고 한다.

Bebchuk과 Fried에 의하면 이러한 일반적 견해가 임원보수를 둘러싼  
법적 규제나 정책결정 등의 기초에 있다고 한다.

### (2) 일반적 견해에 대한 비판

일반적 견해에 대하여 그 문제점을 Bebchuk과 Fried는 다음과 같이  
지적하고 있다.<sup>70)</sup>

첫째, 이사에게는 CEO에게 유리한 보수계약을 결정할 다양한 경제  
적·비경제적 동기를 갖고 있다. 예를 들면 이사로 선임되는 데에는  
경제적 이익이 따르기 때문에 이사는 스스로 재선될 것을 바란다.

---

69) Bebchuk & Fried, *supra* note, at 15-20.

70) *Ibid.*, at 25~34.

CEO는 주주총회에 제출된 이사선임의안의 작성에 중대한 영향력을 가지므로, 이사는 CEO에게 유리한 보수계약을 결정할 동기를 갖게 된다. CEO는 그 외에도 다양한 방법으로 자신에게 우호적인 이사(독립한 이사를 포함)에게 경제적인 이익을 제공하여 왔다. 이사는 또 우정, 충성심, 동료의식(일반적으로 CEO는 이사를 겸임하고 이사회회장인 경우도 많다), CEO의 권위라고 하는 사회적·심리적 요소에 영향받으며 따라서 CEO에게 우호적인 태도를 취한다. 또한 다수의 이사는 다른 회사의 현직 또는 퇴직한 집행임원이며 그들 자신이 유리한 보수를 수령하는 자이기도 하다. 그러한 자는 그러한 보수가 주주의 이익에 적합하다고 하는 신념을 갖고 있으며, 이사로서 집행임원보수 결정에 관여하는 때에도 마찬가지로 유리한 보수를 지지하게끔 된다.

둘째, 이상과 같은 경제적·비경제적인 동기를 상쇄시키기 위한 비용이 이사에게 발생하는 경우는 없다. 부적절한 CEO의 보수계약에 의한 비용은, 이사가 보유하는 회사주식가치의 감소 및 이사의 신용 하락이라는 형태로 나타나지만, 어느 것이나 매우 드문 경우이다.

셋째, 일반적으로 독립한 이사는 CEO의 보수계약을 적절하게 평가하기 위하여 필요한 시간 및 정보를 갖고 있지 않으므로 회사의 인사 부문과 외부의 보수consultant로부터의 정보에 의존할 수 밖에 없다. 그러나 외부의 consultant도 CEO의 영향 아래 있으므로 CEO가 희망하는 형태로 정보가 제공되게 된다.

이러한 이유에서 이사회·보수위원회는 CEO와 대등한 교섭을 할 수 없다. 임원보수는 일반적 견해가 생각하는 것처럼 주주와 CEO 사이의 agency문제의 해결수단은 아니며, 그 자체가 agency문제의 일부를 구성하고 있는 것이다.

또한 Bebchuk과 Fried는 임원보수의 결정에 관한 기타의 제약요인에 대해서도 간단하게 검토를 하고 있다. 주주는 현행규제 아래에서 CEO에게 유리한 보수결정에 대하여 충분한 제약을 가할 수 없다. 이

사에 대한 책임추궁, Stock Option계획에의 반대, 주주제안(권고제안의 형태를 취한다)은 어느 것이나 유효한 수단으로 되지 않는다. 또 다양한 시장도 충분한 제약으로 되지 않는다. 회사지배권의 시장, 이사·CEO의 노동시장, 자본시장 및 제품시장은 어느 정도의 제약을 임원보수에 가하지만 그러한 제약은 강력한 것은 아니다.<sup>71)</sup>

Bebchuk과 Fried는 일반적 견해와 달리, CEO의 보수결정은 CEO의 영향 아래에서 이루어지고 그 결과 CEO는 대등한 교섭이 이루어지는 경우보다도 거액의 보수를 얻어 왔다고 한다. 또 CEO의 보수구조는 업적에 연동하지 않으며 그 결과 CEO의 동기가 희석화되어 왜곡되어 왔다고 한다. 이에 의하여 주주는 CEO가 얻은 이익을 넘는 손실을 입게 된다. 이상의 점에서 CEO의 영향력(또는 권력)과 CEO가 얻는 초과이익(대등한 교섭이 이루어진 경우에 얻을 수 있는 것보다 많은 보수액으로, 이를 *rents*라 한다)에는 상관관계가 있음이 예상된다.<sup>72)</sup>

CEO의 보수가 보수결정의 당사자(CEO와 이사회·보수위원회) 이외의 자에게 인식되고, 부정적인 반응을 일으킨다면, 그 만큼 CEO와 이사회·보수위원회는 비용을 부담하게 된다(이를 불법비용(*outrage cost*)이라 한다). 얼마만큼 CEO에게 유리한 보수가 결정되는가는 불법비용의 크기에 의존한다. 불법비용은 시장에 의한 벌금, 이사의 신용하락, 기타의 사회적·심리적 비용을 포함한다. 이러한 불법비용은 보수계약이 외부로부터 인식되기 때문에 발생하는 것이며, CEO와 이사회·보수위원회는 임원보수를 위장할 동기를 갖는다. 이 점에서 CEO와 이사회·보수위원회는 보수총액이 애매하고, 실제보다도 업적에 연동하고 있는 것처럼 보여, 정당화가 용이한 보수package를 바라게 된다.

71) Ibid, at 53-58.

72) Bebchuk과 Fried에 의하면 CEO 이외의 집행임원도 같은 영향력을 이사에 대하여 갖는 경우가 많다. 또 CEO 이외의 집행임원의 보수액이 증가하는 것은 CEO 자신의 초과이익취득을 목적으로 이루어지는 효과가 있으므로, CEO는 다른 집행임원의 보수결정에 대해서도 자기의 영향력을 행사할 가능성이 있다.

위에서 말한 구조가 CEO의 보수결정시에 실제로 작용하고 있는 증거로서 Bebchuk과 Fried는 다음의 사항을 들고 있다.

첫째, CEO의 권력과 초과이득(rents)은 상관관계가 있다(권력이 큰 만큼 초과이득이 커지게 된다)는 점에는 실증적인 근거가 있다. CEO의 권력의 원천으로, 예를 들면 이사회·보수위원회의 힘이 약하고 효과적이지 않은 점, 지주비율이 큰 소수주주가 존재하지 않는 점, 기관투자가의 지분율이 낮은 점 및 매수방위책에 의하여 CEO가 보호되고 있는 점을 들 수 있다.

둘째, CEO는 대부분의 종업원에게는 지급되지 않는 종류의 보수를 회사로부터 얻는 경우가 있다. 예를 들면 CEO의 퇴직·해임시나 회사가 매수되는 것에 동의한 때에는 임용계약으로 당초 정해져 있었던 것을 초과하는 지급을 회사로부터 받는 경우가 있다.<sup>73)</sup> 또 최근에는 CEO의 보수로 퇴직연금, 후급보수, 퇴직후의 부수입 및 자문료라고 하는 퇴직후 보수가 이용되고 있다.<sup>74)</sup> 또한 CEO에 대한 회사의 대출 등의 신용공여가 자주 이루어지고 있었다. 신용공여는 저리나 무이자로 이루어지고, CEO의 채무가 최종적으로 면제되는 경우도 있다.<sup>75)</sup> 이상과 같은 실무에 의하여 CEO에게는 업적과는 연동하지 않는 보수가 주어진다. 대부분의 종업원에게는 그러한 형태로 보수가 주어지지 않으며, 그것은 이러한 보수가 효율성의 향상에 관계되지 않는다는 것을 의미한다.<sup>76)</sup> 이러한 보수에 관한 실무는 어느 것이나 CEO가

---

73) 이러한 지급은 대출의 변제면제, stock option이나 양도제한주식의 행사기간개시일의 조작, 연금의 증액, 일시급지급, consulting계약의 체결이라는 다양한 형태를 취한다.

74) 종임에 의하여 이후의 초과이득획득이 불가능하게 되므로, 종임시에는 특히 민감하게 초과이득을 획득하려 한다. 이사회·보수위원회도 CEO에 의한 초과이득의 요구가 그것으로 마지막이라는 점을 알고 있으므로 CEO에게 거액의 보수를 주려하다.

75) 이러한 신용공여는 Sarbanes-Oxley법에 의하여 공개회사에 대해서는 금지되기에 이르고 있다.

76) 통상의 종업원이 계약으로 정해진 이상의 퇴직금을 얻는 것은 아니다. 또 CEO에게 부여되는 연금은 통상의 종업원의 연금과 달리 과세상의 특전을 얻을 수 없는

이사회·보수위원회에 영향력을 행사하고 있는 점 및 위장의 인센티브에서 설명할 수 있다. 퇴직후 보수나 신용공여 등에 대한 현재의 공시규제로는 CEO가 받는 편익이 철저하게 공시되는 것은 아니다.<sup>77)</sup>

한편 통설은 CEO의 보수가 업적에 연동하고 있는가의 여부를 중시하여 Stock Option 등의 주식연계보수의 적극적인 이용을 지지하여 왔다. Bebchuk과 Fried도 주식연계보수의 유용성 자체를 부정하는 것은 아니다. 그러나 그들에 의하면 종래의 CEO의 보수구조(특히 Stock Option의 내용)는 CEO에게 적절한 인센티브를 부여하는 것은 아니었다. 즉 그들은 우선, CEO의 보수 가운데 업적과는 연동하지 않는 부분의 금액이 일반적으로 신뢰되고 있는 것보다도 크다는 점을 지적한다. CEO의 급여나 보너스는 업적과 관계가 없다는 이유에서 증액되는 경향에 있다.<sup>78)</sup> 기타 취임시의 거액의 보수지급, 보험료를 회사가 부담하는 생명보험(split-dollar life insurance), 거액의 퇴직금, 유리한 대출, 연금, 후급보수, 다양한 부수입을 고려하면 업적에 연동하지 않는 보수는 상당한 액에 이른다.<sup>79)</sup>

Bebchuk과 Fried는 또 Stock Option이 실제로는 CEO에게 적절한 인센티브를 주지 않음을 지적한다. 종래 대부분의 회사가 이용하여 온 Stock Option계획은 시장전체, 산업전체의 추가변동에 의한 영향을 제거하는 조항을 갖고 있지 않는다. 이에 의하여 CEO는 업적과는 연동하지 않는 이익을 얻을 수 있다. 주식시장에 있어서 추가상승시에는 Stock Option에 의하여 큰 이익을 얻을 수 있는 반면 추가하락시에 입

---

것이다. 또한 CEO에의 대출은 자사주식구입자금의 공여라는 명목으로 이루어지는데, 그와 동시에 CEO가 이미 보유하는 주식을 매각하는 것을 저지하는 조치가 취해지는 것은 아니다.

77) CEO의 연금에 관한 연구로 다음의 논문이 있다. Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., Executive Pensions(2005)(at <http://ssrn.com/abstract=649766>).

78) Bebchuk & Fried, *supra* note, at 121~124. 예를 들면 보너스의 기준으로 업적의 달성, 단순히 전년도보다도 높은 이익을 올렸을 것, 타사의 매수를 행하였을 것이 기준으로 되는 경우가 있다. 또 업적목표의 개정도 이루어진다.

79) *Ibid.*, at 130~136.

는 불이익은 옵션이 무가치하게 되는 것 뿐이다. 실제 1990년대에 시장전체의 주가가 큰 폭으로 상승함으로써 평균 이하의 업적 밖에 올리지 못한 CEO도 Stock Option에 의하여 거액의 이익을 올릴 수 있었다.

종래의 Stock Option에 대해서는 또한 다음의 문제점이 지적된다. 예를 들면 Stock Option의 행사가격은 부여시의 시장가격과 같게 설정되어 왔다. 그러나 최적의 행사가격은 다른 회사라면 물론 같은 회사라도 때에 따라 달라지는 것이다. 또 CEO는 공시시점을 조작함으로써 유리한 행사가격을 얻을 수 있다. 또한 주가가 하락하여 Stock Option 행사가격을 하회하는 경우, 때로는 옵션가격의 변경이나 행사가격이 낮은 새로운 Stock Option의 부여가 이루어져 왔다.<sup>80)</sup>

Bebchuk과 Fried는 CEO가 Stock Option에 의한 인센티브를 부정하는 수단을 갖는 경우도 문제시한다. 즉 CEO는 주가의 단기움직임으로부터 이익을 얻을 수 있고 회사의 장기적 가치를 희생하여 단기적 업적을 향상시키려 하는 왜곡된 동기를 갖게 된다.<sup>81)</sup>

한편 Stock Option의 내용을 보다 적절한 것으로 하는 것은 불가능한 일이 아니다. 예를 들면 행사가격을 시장전체, 산업전체의 주가변동에 관련시켜 조정하는 옵션을 이용할 수 있다. Bebchuk과 Fried에 의하면 그러한 수법을 채용하는 회사가 거의 존재하지 않는 점 자체가, CEO가 이사회·보수위원회에 대하여 영향력을 행사하고 있음을 의미한다.<sup>82)</sup>

---

80) Ibid. at 159~168. Stock Option에 대한 최근의 비판에 대응하여 양도제한부주식을 CEO에게 부여하는 회사가 증가하고 있다. 그러나 Bebchuk과 Fried에 의하면 양도제한부주식은 소위 행사가격이 쉐인 option이며, 종래형의 stock option이 갖고 있었던 이익의 문제를 악화시키는 것에 불과하다.

81) Ibid. at 174~179. Bebchuk과 Fried에 의하면 CEO는 보유하는 자사주식의 매각시기를 결정함으로써 내부자거래의 이익을 향수할 수 있다. 많은 회사가 두고 있는 ‘자사주식거래가능기간’은 이러한 가능성을 완전히 배제하는 것은 아니라고 해석된다. Bebchuk과 Fried는 이에 대처하기 위하여 CEO가 자사주식을 처분하는 경우 처분예정인 사전공시를 요구할 것을 제안하고 있다.

82) Ibid. at 152~158.

## 2. Bebchuk과 Fried의 제안

Bebchuk과 Fried의 ‘업적 없는 보수’는 앞에서 본 것과 같은 현상의 인식에 기초하여 보수실무나 법규제의 개혁을 제안한다. 그들에 의한 제안은 임원보수에 관한 것과 Corporate Governance개혁에 관련한 것으로 나눌 수 있다. 우선은 전자부터 살펴본다.

### (1) 임원보수에 관한 제안

#### 1) 보수실무의 개선

앞에서 본 것처럼 현재 미국의 임원보수는 업적과는 연동하지 않는 보수를 CEO에게 부여하는 것으로 되어 있다. 따라서 기관투자가 등의 주주가 그러한 문제점을 인식하는 것만으로 문제가 상당정도 개선될 가능성이 있다는 점을 강조한다. CEO가 얼마만큼 초과이득을 취할 수 있는가는 보수계약의 왜곡이 외부에서 얼마만큼 인식될 수 있는가에 의존하기 때문이다. 보다 구체적으로는 기관투자가 등의 주주는 다음과 같은 조치가 취해지도록 이사회·보수위원회에 작용할 필요가 있다고 한다.<sup>83)</sup> 첫째, Stock Option에 의한 이익을 제거할 것. 둘째, 보너스를 실제로 업적과 연동시킬 것(특히 보너스의 결정에 대한 이사회·보수위원회의 재량을 줄일 것). 셋째, Stock Option에 의한 인센티브를 부정하는 CEO의 행동을 금지할 것(예컨대 CEO가 취득한 자사주식을 바로 처분하는 것을 금지). 넷째, 업적악화에 따른 CEO의 사임에 대하여 거액의 퇴직금이 지급되지 않도록 할 것. 다섯째, 퇴직금이나 연금까지 포함한 업적에 연동하지 않는 보수의 실제액에 주의할 것.

---

83) Ibid. at 189-192.

## 2) 보수공시의 개선

Bebchuk과 Fried는 또 임원보수공시의 투명성 향상을 제안한다. 공시에 의한 감독이 가능하기 위해서는 임원보수에 대한 공시정보가 일부 전문가만 이해할 수 있는 것으로는 충분하지 않으며, 보다 많은 자가 이해할 수 있는 것이어야 하기 때문이다. 구체적으로는 다음과 같은 개선이 제안된다.<sup>84)</sup> 첫째, Stock Option의 비용계상.<sup>85)</sup> 둘째, 모든 형태의 보수에 대하여 금전가치를 보수표로 공시할 것. 예를 들면 연금의 기대가치의 증액이나 회사가 부담한 CEO 등 집행임원의 보험료 등의 공시. 셋째, CEO 등 집행임원이 당해년도에 얻은 모든 형태의 보수총액 및 재직 중에 얻은 모든 형태의 보수총액을 금전가치로 환산하여 공시할 것. 넷째, CEO 등 집행임원이 Stock Option행사에 의하여 얻은 이익과 그 가운데 어느 정도의 부분이 회사가 동업의 타사보다도 우수한 업적을 올린 것에 의한 것인가를 공시할 것. 다섯째, CEO 등 집행임원이 보수로서 취득한 자사주식의 처분에 대하여 공시할 것.

## 3) 주주에 의한 승인

Bebchuk과 Fried는 이사회·보수위원회의 재량에 어느 정도 제약을 가하는 것도 고려할 가치가 있다고 한다. 2003년에 뉴욕증권거래소와 나스닥은 상장규칙을 개정하여 주식연계보수에 대하여 원칙적으로 주주의 승인을 요구하도록 하였다. 그러나 Bebchuk과 Fried에 의하면 이는 과세상의 이유에 의하여 종래부터 이루어져 온 실무를 추인한 것에 불과하다고 한다.<sup>86)</sup> 또 주주의 승인을 위하여 제출된 주식연계보수계획이 상세한 내용이 없는 것일 수 있으며, 예컨대 주주가 주식연계보수계획을 부결하여도 결국은 이사회·보수위원회가 별도의 보수

84) Ibid. at 192~194.

85) FASB는 ‘업적 없는 보수’의 출판 후인 2004년 12월에 기준서를 개정하여, stock option의 비용계상이 공개회사에 의무화하는 것으로 하였다.

86) 내국세입법전에 의하면 stock option에 대하여 임원에게 과세상의 우대조치가 부여되기 위하여 stock option계획의 주주에 의한 승인이 요구된다.

를 정하게 되는 것을 고려하면 사태의 개선은 바라지 못한다. 이에 대하여 그들은 CEO 등 집행임원에게 업적과는 관계없는 보수가 될 가능성이 높은 조항을 포함한 보수계약에 대하여 주주의 승인을 요구하는 것이 고려할 가치가 있다고 한다. 어떠한 조항에 주주의 승인을 요구할 것인가는 주주 자신이 결정하는 것이 바람직하며, 그를 위하여 임원보수에 관한 구속적 주주제안을 인정하여야 한다고 한다.<sup>87)</sup>

다만, Bebchuk과 Fried에 의하면 임원보수계약설계에 있어서의 주주에 의한 개입은 주주의 이익을 효과적으로 보호하도록 한 이사회·보수위원회에 의한 의사결정과 마찬가지로 바람직한 결과를 가져오는 것은 아니다. 주주에 의한 개입은 임원보수에 대하여 어느 정도의 한계를 설정할 수 있는데, 그 가운데에서의 구체적 항목의 결정이나 CEO와의 교섭은 이사회·보수위원회에 위임하지 않을 수 없기 때문이다. 그래서 그들은 임원보수에 관한 규제의 개혁에 더하여 미국 공개회사의 Corporate Governance 전체에 걸친 개혁까지도 제안한다.

## (2) Corporate Governance 개혁에 관한 제안

앞에서 본 것처럼 이사회·보수위원회는 CEO에게 유리한 보수계약을 결정할 다양한 경제적·비경제적 동기를 갖고 있다. 2002년에 뉴욕증권거래소와 나스닥은 상장규칙을 개정하여 이사의 독립성 강화를 도모하였다. 그러나 CEO의 영향력은 이사가 ‘독립하고 있는’ 것만으로는 완전하게 제거되는 것이 아니다. 또 많은 이사에게 있어서 CEO에게 유리한 보수계약을 결정하는 것에 의한 비용은 적으며 따라서 조그만 경제적·비경제적 동기가 있다면 이사는 CEO에게 유리한 보수계약을 결정하기에 충분하다. 이 점에서 Bebchuk과 Fried는 임원보수문제의 완전한 해결을 위해서는 이사회·보수위원회의 동기를 개선하고 이사회·보수위원회를 보다 주주의 이익을 고려하여 행동하는

87) Ibid. at 195~198.

존재로 변화시킬 필요가 있다고 주장한다.<sup>88)</sup>

그를 위한 방책으로 보다 많은 주식연계보수를 이사에게 부여하는 것이 자주 주장되어 왔지만,<sup>89)</sup> 그들은 그것을 지지하지 않는다. 왜냐하면 이 방법에 의한 보수계약에 대해서 CEO와 대등하게 교섭하기 위한 충분한 동기를 주기 위해서는 이사의 주식연계보수를 대폭 증가시킬 필요가 있기 때문이다. 그것은 CEO의 보수에 대하여 발생한 것과 같은 agency문제가 이사에 대해서도 발생하는 것을 의미한다.<sup>90)</sup>

Bebchuk과 Fried는 이상의 인센티브를 개선하기 위한 방책으로 이사회와 주주총회 사이의 현재의 권한분배를 변경하여, 이사가 대주주의 영향력으로부터 보호되는 정도를 현재보다도 약화시킬 것을 제안한다. 이러한 방향에서의 개혁은 이사회와 인센티브를 상당정도 개선하는 것이라고 한다. 구체적인 방안으로 그들은 우선, 일정한 지주요건(예들 들면 총회전 1년간에 대하여 5%이상)을 충족하는 주주에 대해서는 현재의 이사를 전원 교체할 수 있는 수의 이사후보자를 주주제안에 의하여 제출하는 것을 허용하고 그 비용을 회사가 부담하는 제도를 제안한다. 이에 의하여 주주총회에 의한 이사의 교체의 위협을 보다 현실감 있는 것으로 할 수 있다고 한다.<sup>91)92)</sup>

---

88) Ibid. at 201~204.

89) 예를 들면 몇몇 기관에 의한 모범관행의 제안에서는 이사가 주주의 장기적 이익을 고려하기 위한 인센티브를 부여하기 위하여 이사보수의 어느 정도의 비율이 주식연계보수에 의하여 구성되어야 함이 주장되고 있다. 학설에서도 임원보수의 문제에의 대처를 위하여 이사의 주식연계보수의 증가를 지지하는 것이 있다. 실제로 1990년대를 통하여 이사보수에서 점하는 주식연계보수의 비율은 증가하여 왔다.

90) Ibid. at 205~206.

91) 한편 SEC는 주주제안에 의한 이사의 선임용을 용이하게 하는 규칙개정안을 검토하고 있다. 이 제안은 경영자측으로부터는 강한 반발을 받고 있고 한편 “업적 없는 보수”는 SEC의 제안의 효과는 한정된 것이라고 한다. 이 제안에 의하면 주주가 이사를 선임하기 위해서는 시간과 비용이 드는 절차를 거치지 않으면 안되며 또 선임될 수 있는 이사의 수도 한정되어 있기 때문이다. 이 개정안의 실제의 효과는 소수과이사가 돌연 선임되는 것에 있는 것이 아니라, 임원보수에 관한 기관투자자와 경영진의 교섭을 하도록 하는 점에 있다고 한다.

92) Ibid. at 211~213

### 3. Bebchuk과 Fried에 대한 비판

Bebchuk과 Fried의 ‘업적 없는 보수’는 종래의 일반적 견해와 서로 다른 전제에 서는 것은 아니다. 그들은 임원보수가 고액인 점 그 자체가 불공정하다는 점에 착안한 것은 아니며, 보수와 업적이 연동하고 있는가 여부를 중시한다. 또한 경제적 인센티브가 집행임원의 동기부여에 있어서 중요하지 않다고 하는 입장에 서는 것도 아니다.<sup>93)</sup> 이러한 점에서 일반적 견해와 공통하는 전제에 서는 것이며, 그와의 차이는 종래의 보수실무를 어떻게 평가하는가 하는 점에 있다. 그렇지만 그들에 대하여 다양한 비판도 가해지고 있다.<sup>94)</sup> 다음에서는 대표적인 비판을, 주로 그들의 현상인식에 맞추어진 비판과 Corporate Governance의 개혁의 제안에 맞추어진 비판으로 나누어 살펴본다.

#### (1) 현상인식에 대한 비판

Bebchuk과 Fried는 이사회·보수위원회는 CEO와 대등하게 교섭하는 것은 아니며, CEO의 영향 아래에 있고 그 결과 CEO와 대등한 교섭이 이루어진 경우보다도 거액의 보수를 결정하여 왔다고 본다. 또 그들은 종래의 CEO의 보수구조(특히 Stock Option의 내용)가 CEO에게 적절한 인센티브를 주는 것으로 되지 않았다고 주장한다. 이러한 현상의 인식에 대하여 다음과 같은 비판이 이루어지고 있다.

##### 1) Bebchuk과 Fried의 주장과는 모순하는 사실이 관찰되고 있다고 하는 비판

1990년대를 통하여 독립이사가 증가하고 공시규제의 강화가 이루어졌고, 그럼에도 불구하고 임원보수가 계속 증가하여 왔다. CEO의 해

93) 경제적 인센티브가 중요하지 않다고 하는 견해는 있을 수 없는 것은 아니다.

94) Jeffrey N. Gordon, Symposium on Bebchuck & Fried's Pay without Performance: Executive Compensation: If There's A Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis", 30 Iowa J. Corp. L. 675(2005), at 676-678.

임도 그 이전보다도 자주 이루어져 오고 있다. 또 1990년에 있어서 사외에서 임용된 CEO가 사내에서 임용된 CEO보다도 고액의 보수를 얻고 있다. 이러한 사실은 CEO가 이사회·보수위원회에 영향력을 행사하고 있다(그리고 영향력이 강한 만큼 CEO의 이득도 커지게 된다)고 하는 Bebchuk과 Fried의 주장과는 모순한다고 하는 비판이 이루어진다.<sup>95)</sup>

이에 대하여 Bebchuk과 Fried는 다음과 같이 반론한다.<sup>96)</sup> 즉 독립한 이사의 증가가 곧 CEO의 영향력의 저하를 의미하는 것은 아니다. 또 이사가 CEO에게 유리한 보수계약을 결정할 경제적·비경제적 인센티브는 CEO가 사외에서 임용된 경우에도 타당하다. 더욱이 그러한 경우에는 이사회는 CEO의 임용을 조속하게 완료하기 위하여 보수에 대해 철저한 교섭을 하지 않을 인센티브를 갖는다. 또한 1990년대에는 CEO의 보수를 인상시키는 효과를 갖는 현상이 존재하였으며 이는 공시규제강화에 의한 영향을 감소시켰다. 그러한 현상으로, 첫째, 기관투자가 등에 의하여 보수와 업적의 연동을 요구하는 소리가 높아진 점을 들 수 있다. CEO와 이사회·보수위원회는 이를 이용하여 고정보수를 확보하면서, 문제가 있는 Stock Option을 증가시키는 것이 가능하였다. 둘째, 주식시장의 호황에 의하여 Stock Option으로부터 얻을 수 있는 이익은 막대한 것으로 되고 또 호황으로 인한 고액보수에의 비판도 적지 않았다.

2) CEO의 권력(영향력)은 보수실무 전체를 설명할 수 있는 것은 아니라고 하는 비판

1990년대에는 CEO만이 아니라, 하위의 임원이나 종업원에 부여되는 Stock Option도 증가하였다. 이러한 보수실무는 CEO의 권력(영향력)으로는 설명할 수 없고, Stock Option이 보수를 부여하는 저비용의 방법

95) Murphy, supra note. at 852~854.

96) Bebchuk & Fried, supra note, at 72, 84~85.

이라고 인식되는 것에 의한 것이라고 설명될 수 있다고 하는 비판이 이루어진다.<sup>97)</sup> 이에 대하여 Bebchuk과 Fried는 하위의 임원의 보수도 CEO 자신이 얻는 초과이익을 기대할 수 있기 때문에, 대등한 교섭이 이루어진 경우보다도 고액으로 되는 경향에 있다고 한다.

3) 고액보수는 회사의 CEO에 한정된 것은 아니라고 하는 비판

CEO의 보수액이 현저하게 증가하는 것과 같은 시기에 스포츠선수 등의 보수액도 현저하게 증가하고 있다. 이 점에서 CEO의 보수액의 증가는 특별한 능력을 갖는 자가 현저하게 고액의 보수를 얻게 된다고 하는 폭넓은 사회현상을 반영하고 있는데 지나지 않는다고 하는 비판이 이루어진다.<sup>98)</sup> 이에 대하여 Bebchuk과 Fried는 스포츠선수 등과 그 고용자는 대등한 교섭을 하지만, CEO와 이사회·보수위원회는 그러하지 않으며, 거액의 퇴직후 보수나 보수액을 불명확하게 하는 후급보수 등이 스포츠선수에게 지급되는 것은 아니라고 반론한다.<sup>99)</sup>

4) 인센티브는 CEO가 보유하는 Stock Option과 자사주식에 의하여 충분하게 주어지고 있다고 하는 비판

CEO의 인센티브를 검토할 때에는, 보수 그 자체가 주는 인센티브만이 아니라 CEO의 자산이 주는 인센티브(portfolio incentive)까지 고려하여야 한다고 하는 비판이 있다. 즉 CEO가 보유하는 자사주식이 CEO 자신의 자산에서 점하는 비율이 현실적으로 큰 것이라면, 자사주식의 가격변동이 CEO의 부에 주는 영향 즉 CEO에 주어지는 인센티브도 크다고 한다.<sup>100)</sup>

---

97) Jensen & Murphy, supra note, at 35~38. Jeffrey N. Gordon, supra note, at 683~684.  
98) Franklin G. Snyder, More Pieces of the CEO Compensation Puzzle, 28 Del. J. Corp. L. 129, at 155~159(2005).  
99) Bebchuk & Fried, supra note, at 64 ; William W Bratton, The Academic Tournament over Executive Compensation, 93, Cal. L. Rev. 1557, at 1570(2005).  
100) John E. Core, Wayne R. Guay & Randall S. Thomas, Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay without Performance?, 103 Mich. L. Rev. 1142, at 1167~1181(2005).

Bebchuk과 Fried는 이 비판과 같은 논리로 ‘CEO가 보유하는 Stock Option과 자사주식에 의하여 CEO에게는 충분한 인센티브가 부여되고 있다’고 하는 연구에 대하여<sup>101)</sup>, 다음과 같이 말하고 있다. 즉 이러한 연구가 나타내는 데이터에 의하면 기업의 시가총액의 증가(또는 감소)에 응하여 CEO의 부도 그 액의 1%가 증가(또는 감소)한다.<sup>102)</sup> 따라서 가령 CEO가 보수액을 1000만달러 증가시키고 그에 의한 인센티브의 저하를 통하여 기업가치가 1억달러 하락하였다고 한다면, CEO의 부는 그 1%인 100만달러 하락하는데 불과하다. 즉 CEO가 보유하는 Stock Option이나 자사주식은 충분한 인센티브를 주는 것이 아니라는 것이다.<sup>103)</sup>

5) ‘CEO와 이사회·보수위원회가 대등한 교섭을 한 경우’를 기준으로 임원보수실무를 평가하는 것에 대한 비판

임원보수계약이 현실적인 계약비용을 전제로 한다면 주주가치를 최대화하는 것이라고 하는 의미에서, 최적의 보수계약으로 되고 있다고 하는 비판이 있다. 미국의 공개회사 전체의 주식수익률이 다른 자본주의 국가에 비하여 높은 점, 즉 상대적인 업적이 좋다는 점이 근거로 되며, 특히 2002년 개혁의 효과가 명확하지 않은 단계에서 규제개혁을 할 이유는 없다고 한다.<sup>104)</sup>

Bebchuk과 Fried는 이러한 비판에 대하여 다음과 같이 반론하고 있다. 즉 CEO와 이사회·보수위원회가 대등한 교섭을 하지 못함으로써, CEO는 주주의 부담으로 이득하고 있고, 그 액은 적지 않다. 또한 CEO가 보수계약에 영향력을 미침으로써 보수계약이 갖는 인센티브가

---

Jeffrey N. Gordon, *supra* note, at 681~683.

101) 이러한 연구는 1980년부터 1994년 내지 1998년까지의 미국 공개회사의 CEO에 대하여 그 보유하는 stock option과 주식의 가치의 변동을 고려하면 CEO의 부는 업적과 연동하고 있다고 한다.

102) 이러한 연구에 의하면 1998년에 있어서 시가총액이 1000달러증가(감소)하는 것에 응하여 CEO의 부가 약 11달러증가(감소)하는 것이 나타나고 있다.

103) Bebchuk & Fried, *supra* note. at 55.

104) Core, Guay & Thomas, *supra* note. at 1159~1167.

희석화되고 왜곡되게 된다. 결국 CEO의 영향력의 행사에 의하여 주주가 부담하는 비용은, 보수액의 증가분에 그치지 않는다. 한편 2002년 개혁의 효과는 그것이 기대대로 발휘된다 하더라도 그러한 CEO의 영향력을 완전하게 제거할 수 없다.<sup>105)</sup>

## (2) Corporate Governance 개혁제안에 대한 비판

Bebchuk과 Fried는 Corporate Governance에 관한 개혁의 필요성까지 주장하면서 이사의 인센티브부여를 개선하기 위하여 이사회와 주주총회 사이의 현재의 권한분배를 변경하여, 이사가 주주의 영향력으로부터 보호되는 정도를 현재보다도 약하게 하는 것이 필요하다고 한다.

이와 같은 제안에 대하여 다음과 같은 비판이 이루어지고 있다. 즉 현재 미국 공개회사의 Corporate Governance는 주주총회가 이사회 및 CEO에게 회사경영에 관한 의사결정권한을 부여하는 것을 기초로 성립하고 있다. 이에 의하여 (합의를 기초로 하는 의사결정구조는 아니다) 권한을 기초로 하는 의사결정구조가 형성되고, 이사회·CEO의 광범위한 재량은 그러한 틀에 있어서 불가결한 전제이다. 주주 자신도 실제로 그러한 구조를 지지하고 있다. 그런데 주주총회에 의한 이사의 해임가능성을 높인다는 Bebchuk과 Fried의 제안은, 결국 의사결정권한의 일부를 주주총회에 주는 것과 같다. 즉 그들의 제안은 현재 미국의 공개회사의 Corporate Governance의 기초를 흔드는 것이다. 또 이사의 해임가능성을 높이면 이사는 보다 위험회피적으로 되고, 이사의 이익은 오히려 본래의 위험회피적인 경영자의 이익과 일치하는 것으로 되어 버린다.

Bebchuk과 Fried는 이러한 비판에 대하여 다음과 같이 반론하고 있다. 즉 주주의 권한강화는 주주가 항상 그 권한을 이용하여 회사경영에 개입하려 하는 것을 의미하지 않는다. 경영진이 주주의 이익추구

105) Bebchuk & Fried, *supra* note. at 9~10, 215~216.

로부터 대폭적으로 격리된 행동을 취하고 그에 대하여 주주의 불만이 증대하고 있음에도 불구하고 스스로 행동을 시정하는 것을 거부하고 있는 사례는 일반적이라고 할 수 있다. 문제는 그러한 사례에 대하여 주주의 개입을 인정할 것인가 아닌가의 문제이다. 그리고 그러한 사례에서 주주의 개입을 인정하는 것 자체가, 주주의 이익을 고려하고 행동할 인센티브를 이사회에 부여하고, 그러한 개입을 필요로 하는 사례 자체를 감소시키게 된다.<sup>106)</sup>

#### 4. Bebchuk과 Fried에 대한 평가

Bebchuk과 Fried의 ‘업적 없는 보수’의 주장은 다음의 두 가지로 결론지을 수 있다. 1) 이사회·보수위원회는 CEO와 대등하게 교섭하는 것이 아니며, CEO의 영향 아래 있고 그 결과 CEO는 대등한 교섭이 이루어진 경우보다도 거액의 보수를 받아 왔다. 2) 임원보수의 문제를 근본적으로 개선하기 위해서는 이사회와 주주총회의 사이의 현재의 권한분배를 변경하고 이사가 주주의 영향력으로부터 보호되는 정도를 현재보다도 약하게 할 필요가 있다.

이상 가운데 1)과 같은 주장은 1980년대말부터 1990년대 초기에 걸쳐 임원보수에 대한 논의가 활발하게 이루어지고 있었던 시기에도 자주 볼 수 있었던 것이다. Bebchuk과 Fried의 저서의 특징은 종래의 논의를 거듭한 뒤에, 거액의 퇴직금이나 후급보수 등 1990년대 이후에 명확해진 임원보수실무까지도 그러한 주장의 기초로 하는 데에 있다. 한편 2)는 종래의 다수의 학설이 임원보수의 문제에 대한 대응책으로 주장하여 온 것과는 다르다. 종래 주장되어 온 방안으로서는 다음과 같은 것이 있다. i)보수액의 합리성에 대하여 법원이 보다 적극적으로 심사를 하여야 한다는 점. ii)이사와 주주의 이익을 일치시키기 위

---

106) Ibid. at 213~215.

하여 이사의 보수로서 주식연계보수를 적극적으로 이용하여야 한다는 점. iii) CEO의 보수package 전체 내지 보수위원회가 작성한 ‘보수에 관한 분석(compensation discussion and analysis)’에 대하여, 매년 주주의 권고결의에 의한 승인을 할 것 등이 있다. 그러나 Bebchuk과 Fried는 CEO에 의한 영향력이 존재하는 점에서, CEO의 보수문제를 근본적으로 해결하기 위해서는 그러한 종래의 방안으로는 불충분 내지 부적절하다고 하여, 이사의 선임과정의 개선 등 이사가 주주의 영향력에 따르는 정도를 강하게 할 것을 제안하는 것이다.

2)는 종래 미국 공개회사의 Corporate Governance구조의 변경을 포함하는 것이며, 그것만으로 강한 비판도 받고 있다. Bebchuk과 Fried의 주장과 이에 대한 비판과의 차이는 보다 근본적으로는 ‘이사회·보수위원회와 CEO가 대등한 교섭을 한 경우에 달성되는 결과’를 임원보수의 문제의 이상으로 보아, 그러한 결과의 달성에 맞춘 법규제의 개혁을 주장할 것인가 아니면 그러한 기준을 ‘실현되지 않은 이상’으로 하여 미국 기업의 Corporate Governance가 국제적으로 보아 상대적으로 바르게 기능하고 있다고 하는 사실을 중시할 것인가, 하는 차이에 의한 것이라고 할 수 있다.

## 제 3 장 영국의 보수규제

### 제 1 절 문제의 제기

영국에서도 1990년대 이후 이사 및 임원에 대한 고액보수의 부여가 문제로 되어 비판되었으며, 이에 대처하기 위한 다양한 임원보수규제에 관한 개선책 가운데 모범적 경영관행규정(code of best practice)과 공시를 중심으로 한 규율을 확립하였다. 대규모공개회사에 있어서는 업무집행을 담당하지 않는 이사로 구성된 보수위원회가 업무집행을 담당하는 이사의 보수결정에 큰 역할을 수행하고 있으며, 이사보수에 대한 공시는 미국과 같이 매우 상세하게 규정하고 있으며 2002년에는 모범적 경영관행규정과 공시를 중심으로 한 규율을 한층 강화하기 한 회사법개정이 이루어졌다.<sup>107)</sup> 따라서 다음에서는 영국 회사법의 2002년 개정 전의 임원보수에 관한 규율과 개정 후의 규율<sup>108)</sup>로 나누어 살펴보고자 한다. 한편 영국통상산업부(Department of Trade and Industry ; DTI)에서는 2003년 6월에 “실패에 대한 보수” 이사의 보수 - 계약, 업적 및 해임(“Rewards for Failure” Directors’ Remuneration - Contracts, Performance and Severance)이라는 자문문서를 공표하였다.<sup>109)</sup> 따라서 이 자문문제에서 제안하고 있는 내용에 대해서도 살펴본다.

107) Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Cristina Vespro, Executive Remuneration in the EU : Comparative Law and Practice, European Corporate Governance Institute(2003), at 17.

108) 영국에서는 이사보수에 대하여 상장규칙에 의하여 상장회사에 요구되고 있는 이사보수의 공시와 모범적 경영관행규정이 중요한 역할을 수행하여 왔다.

109) DTI, “Rewards for Failure” Directors’ Remuneration - Contracts, Performance and Severance - : A Consultative Document, June 2003. (이하, Rewards for Failure라 한다)

## 제 2 절 2002년 회사법개정이전의 동향

### 1. 이사회제도와 이사의 보수

영국의 주식회사에 있어서 이사회에 업무집행권한이 부여되어 있으며, 대규모공개회사에서는 통상 업무집행이사(executive director)에게 업무집행권한이 위임되어 있다. 업무집행이사 가운데 최고의 지위에 있는 자를 통상 최고업무집행이사(chief executive)라 하며, 때로는 최고업무집행임원(chief executive officer)이라고 하기도 한다. 한편 회사의 이사회 및 위원회의 구성원으로서 비업무집행이사(non-executive director)는 업무집행이사를 감독하는 것을 주된 임무로 하고 있다.

한편 대부분의 상장회사의 정관은 이사보수에 대하여 비업무집행이사의 수당(fees)과 업무집행이사의 보수(remuneration)로 구분하여 규정하고 있다. 즉 수당과 관련하여 정관에서는 이사에게 지급할 수 있는 수당의 총액을 정하고 있고 각 이사에 대한 분배는 이사회에 위임하고 있으며, 업무집행이사의 보수는 이사회 또는 이사회로부터 권한을 위임받은 위원회가 결정하도록 정하고 있다.<sup>110)</sup>

이와 같이 영국에서는 이사보수와 관련하여 업무집행이사의 보수와 비업무집행이사의 수당이 명확하게 구별되고 있으며, 업무집행이사의 보수는 이사회로부터 위임받은 업무집행에 대한 보수이며, 개개의 임용계약에 의하여 정해진다.<sup>111)</sup>

110) Jaclyn Braunstein, Pound Foolish: Challenging Executive Compensation in the U.S. and the U.K., 29 Brooklyn J. Int'l L. 747(2004), at 749-753.

111) 이사의 보수와 관련하여 정관에서는 회사가 주주총회의 보통결의에 의하여 이사보수를 결정하는 한편 이사회는 업무집행권한을 특정 이사에게 위임할 수 있으며, 그 자와의 사이에 임용계약을 체결하고 그에 의하여 보수를 결정할 수 있음을 정하고 있다. Companies Act 1985, Table A, paras. 82, 84.

## 2. 모범적 경영관행규정과 공시에 의한 규제

### (1) 규정공표까지의 과정

영국에 있어서 대규모공개회사의 Corporate governance에 관한 규율은 현재 다음의 세 규범에 의하여 이루어지고 있다. 즉 첫째, 법률 및 상장규칙에 의하여 회사에 직접적인 의무부과, 둘째, 모범적 경영관행규정(code of best practice), 셋째, 영국보험업협회(Association of British Insurers) 등의 기관투자가단체가 작성한 Guideline, 등을 중심으로 회사에 대한 규제가 이루어지고 있다. 이 가운데 1990년대 이후의 Corporate Governance에 관한 개혁은 모범적 경영관행규정에 의한 규율을 주요한 수단으로 하고 있으며, 90년대의 몇몇 모범적 경영관행규정과 Corporate Governance에 관한 규칙을 종합하여 작성·공표된 1998년의 통합규정(Combined Code)에 의하여 규율체계를 확립하고 있다. 이사의 보수에 대해서도 이러한 움직임의 일환으로 개혁이 진행되어 왔다.

대규모공개회사의 이사보수에 대해서는 1992년에 공표된 Cadbury위원회의 보고서에서 이미 논의되고 있었다.<sup>112)</sup> 거기서는 이사회와 보수위원회나 보수공시에 대하여 검토되고 있었으며, 보고서에서 규정된 모범적 경영관행규정에서도 이사의 보수에 대한 몇몇 규정이 포함되어 있다. 또한 1995년에 공표된 Greenbury위원회의 보고서에서는 이사의 보수에 대하여 포괄적인 검토가 이루어졌고 모범적 경영관행규정이 공표되었다.<sup>113)</sup> 상장회사는 런던증권거래소의 상장규칙에 의하여 모범적 경영관행규정의 준수상황 및 불준수사항과 그 이유를 연차보고서에 기재하는 것이 의무로 되어 있다. 또 Greenbury보고서의 권고

112) Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992) (Cadbury Report).

113) Directors' Remuneration : Report of a Study Group chaired by Sir Greenbury (1995) (Greenbury Report).

에 따라 상장규칙에 의하여 이사의 보수에 대한 상세한 공시가 요구되고 있다.

한편 모범적 경영관행의 준수와 그 준수상황에 대한 공시라는 규율에 대하여 재검토하고 새로운 제안을 한 것이 1998년에 공표된 Hampel위원회의 보고서이다.<sup>114)</sup> Hampel위원회는 Cadbury위원회와 Greenbury위원회가 그 보고내용의 실시상황을 조사하기 위한 위원회를 설치하도록 권고한 것에 의하여 설치된 것이다. Hampel보고서의 큰 특색은 모범적 경영관행규정을 준칙(prescriptive rules)으로 보아 회사가 단순히 모범적 경영관행을 준수하느냐 아니냐에 주목하는 경향(box ticking)을 비판하고 있는 점이다. 따라서 바람직한 Corporate Governance를 위해서는 오히려 보다 폭넓은 원칙이 필요하며, 이에 따라 몇가지 Corporate Governance원칙이 제시되었다. 또 이에 대해서는 회사가 그것을 어떻게 적용하고 있는가를 설명하는 것이 중요하며, 이 원칙 가운데 이사의 보수에 관한 규정도 포함되어 있다. 그리고 이러한 Corporate Governance원칙과 그 이전의 모범적 경영관행규정을 종합한 규범으로 1998년에 통합규정이 Hampel위원회에 의하여 작성되었다.<sup>115)</sup>

다음에서는 통합규정 및 상장규칙을 중심으로 대규모 공개회사의 이사보수에 대한 규제내용을 살펴본다.

## (2) 통합규정의 내용

1) 통합규정은 Hampel보고서에 의한 Corporate Governance원칙과 그 이전의 Cadbury보고서 및 Greenbury보고서의 모범적 경영관행규정을 종합하여 작성되었다.<sup>116)</sup> 통합규정은 바람직한 Governance원칙(Principles

---

114) Committee on Corporate Governance : Final Report (1998) (Hampel Report).

115) Committee Code - Derived by the Committee on Corporate Governance from the Committee's Final Report and from the Cadbury and Greenbury Reports (1998).

116) 통합규정은 원래 Hampel위원회에 의하여 작성되었다. 그 후 통합규정에 대한 일반적인 감독권한은 재무보고평의회(Financial Reporting Council, 이하 FRC라 한다)

of Good Governance, 이하에서는 Governance원칙이라 한다)과 모범적 경영관행규정으로 이루어졌다. 전자는 Hampel보고서의 Corporate Governance 원칙에 상당하며, 후자는 그 이전의 모범적 경영관행규정에 상당하다.<sup>117)</sup> 런던증권거래소 상장규칙<sup>118)</sup>은 상장회사는 Governance원칙에 대해서는 그것을 어떻게 적용하고 있는가를 설명하지 않으면 안된다고 정하고 있다. 즉 Governance원칙이 어떻게 적용되고 있는가를 주주가 평가할 수 있도록 설명이 이루어져야 한다. 또 모범적 경영관행규정에 대해서는 영업년도 전체에 걸친 준수상황과 불준수사항에 대하여 그것을 특정한 다음 불준수의 이유를 연차보고서에 기재하여야 한다.<sup>119)</sup>

우선 Governance원칙은 이사의 보수에 대하여 다음과 같은 원칙을 표명하고 있다.<sup>120)</sup>

(B.1) 보수의 수준은 이사를 확보하기 위하여 필요하고 충분한 것이어야 한다. 업무집행이사보수의 구성은 그 일부를 업적연동형보수로 하여야 한다.

(B.2) 업무집행이사보수의 결정을 위한 정식의 투명성있는 절차를 확립하여야 한다. 이사는 자신의 보수결정에 관여해서는 안된다.

(B.3) 회사의 연차보고서에서 보수정책에 대하여 설명하고 이사의 개인별 보수의 상세를 공시하여야 한다.

이러한 원칙의 각각에 관련하여 모범적 경영관행규정이 다음과 같이 정해져있다.

---

에 부여되고 있다.

117) 각각 제1절과 제2절로 구성되어 있으며, 제1절은 상장회사를 대상으로 하는 것이며, 제2절은 기관투자자를 대상으로 하는 것이다. 상장회사가 공시의무를 부담하는 것은 제1절에 대해서이다.

118) 2000년 금융서비스·시장법(Financial Services and Markets Act 2000)에 의하여 금융서비스감독기관(Financial Services Authority, 이하 FSA라 한다)이 상장에 대한 권한을 갖는 기관으로 되었다. FSA는 상장에 대한 권한을 갖는다고 하는 의미에서 영국상장감독기관(UK Listing Authority, 이하 UKLA라 한다)이다. 상장규칙의 제정 권한은 현재 UKLA에 있다.

119) The Listing Rules, para. 12. 43 A(a)-(b).

120) The Combined Code, Principles of Good Governance B. 1-B. 3.

[보수정책](Remuneration Policy)<sup>121)</sup>

보수위원회는 (B.1)의 원칙에 나타난 기준에 따라 업무집행이사의 보수내용을 결정하여야 한다. 보수결정시에는 타사와의 비교를 고려하여야 하지만, 그러한 비교가 보수수준을 상승시킬 위험에도 주의하여야 한다. 연봉의 증액에 대해서는 기업그룹내의 타사의 상황 등도 고려하여야 한다. 업적연동형보수는 업무집행이사와 주주의 이익을 일치시키고 강력한 인센티브를 부여하도록 설계되어야 한다.<sup>122)</sup> Share Option의 권리행사가액은 상장규칙에 따라 허용되는 경우를 제외하고 부여시의 시가보다도 낮게 설정해서는 안된다.

[임용계약과 보상](Service Contracts and Compensation)<sup>123)</sup>

이사회는 이사의 임용계약의 기간을 1년 이내로 하는 것을 목표로 하여야 하지만 그것을 성취하지 못하는 경우가 있을 수 있음을 인식하여야 한다. 새로운 이사를 외부로부터 초빙하는 때에 1년을 넘는 기간을 정하는 것이 필요하더라도, 그 후에는 기간을 단축하여야 한다. 특히 보상에 대하여 최초의 계약에서 명시적으로 정하고 또 이점에 대해 고려하여야 한다. 최초계약으로 보상에 대하여 명시적으로

121) The Combined Code, Code of Best Practice B. 1. 1-B. 1. 6.

122) 업적연동형보수의 설계시에 따라야 할 지침으로 통합규정 schedule A가 정해져 있다. 이의 개요는 다음과 같다. 1)보수위원회는 이사가 상여를 받을만한가를 검토한다. 업적조건이 적절하게 정해져 있어야 한다. 2)보수위원회는 이사가 장기의 인센티브계획에 의한 보수를 받을만한가를 검토한다. Stock Option과 기타의 장기인센티브계획을 비교검토하여야 한다. Stock Option의 권리행사나 기타 장기인센티브계획에 의한 주식 등의 부여까지 3년 이상의 대기기간을 두어야 한다. 이사는 이러한 보수로서 주식을 취득한 후 일정기간 그것을 보유할 것을 장려하여야 한다. 3) 새로운 장기인센티브보수계획에 대해서는 주주의 승인을 얻어야 한다. 4)모든 업적연동형보수에는 어적기준이 정해져 있어야 한다. 업적기준은 주주수익율이라는 변수에 의하여 비교대상으로 된 회사군과 비교한 당해 회사의 업적을 반영한 것이야 한다. 5)업적연동형보수는 한번에 부여하는 것이 아니라 몇 번 나누어 부여하여야 한다. 6)보수위원회는 기본급의 증액 등에 의하여 회사에 발생하는 부담에 대하여 검토하여야 한다. 7)상여와 현물급여는 일반적으로 연금의 대상으로 되어서는 안된다.

123) The Combined Code, Code of Best Practice B. 1. 7-B. 1. 10.

정하고 있지 않은 경우 보수위원회는 법적인 제약의 범위 내에서 개개의 사례마다 대응을 검토하여야 한다.

[절차](Procedure)<sup>124)</sup>

잠재적인 이익충돌을 피하기 위하여 이사회는 보수위원회를 설치하여야 한다. 보수위원회는 업무집행이사의 보수에 관한 회사방침에 대하여 이사회에 권고를 한다. 보수위원회는 또 이사회를 위하여 업무집행이사의 개인별 보수내용을 결정한다. 보수위원회는 독립한 비업무집행이사만으로 구성되어야 한다.<sup>125)</sup> 보수위원회구성원은 이사보수보고서에 매년 기재되어야 한다. 보수위원회구성원을 포함한 비업무집행이사의 보수는 이사회(정관에서 요구되는 경우에는 주주)가 결정하여야 한다. 정관으로 허용되는 경우에 이사회는 이 권한을 소규모위원회에 위임할 수 있으며, 이 위원회에는 최고업무집행임원(chief executive officer)을 포함할 수 있다. 보수위원회는 업무집행이사의 보수에 관한 제안에 있어서 이사회회장 및 최고업무집행임원의 양자 또는 일방에게 의견을 요구하여야 하며 회사내외의 전문가의 조언을 얻어야 한다. 이사회회장은 회사가 다른 문제와 마찬가지로 보수에 대해서도 필요에 따라 주요 주주와의 접촉을 유지하는 것을 보장하여야 한다.

[공시](Disclosure)<sup>126)</sup>

이사회는 연차보고서에서 보수에 대하여 주주에게 보고하여야 한다.<sup>127)</sup> 이 보고에는 업무집행이사의 보수에 대한 정책을 기재하고 회사에 특수한 요인에 대하여 주의를 주어야 한다.

124) Ibid. B. 2. 1-B. 2. 6.

125) 보다 정확하게는 경영자로부터 독립하며 또 독립한 판단을 하는 것이 실질적으로 방해받지 않는 사업상 기타의 관계를 갖지 않는 자이어야 한다.

126) The Combined Code, Code of Best Practice B. 3. 1-B. 3. 3.

127) 이사보수보고서의 작성에 있어서 이사회는 통합규정 schedule B에 따라야 한다. schedule B에서는 보다 상세하게 이사보수보고서에 포함되어야 할 사항을 정하고 있다.

2) 통합규정이 정한 모범적 경영관행규정은 몇 가지 점에서 Greenbury 보고서가 정한 것과는 다르다. 통합규정과 Greenbury보고서의 차이가 특히 명확하게 나타나는 것은 보수위원회의 역할에 대한 인식이다. Greenbury보고서에서는 업무집행이사의 보수에 관한 회사정책도 보수위원회가 결정하는 것으로 되어 있었다. 이에 대하여 통합규정에서는 이에 대해서는 이사회 전체에서 결정되어야 한다고 규정하고<sup>128)</sup>, 보수위원회는 이사회에 권고하는 권한만을 갖는다고 한다. 이 점에서 이사보수보고서도 보수위원회가 아닌 이사회에 의해 작성되어야 한다고 되어 있다. 또 이사보수보고서에서의 회사보수정책에 대한 공시는 일부 회사에서는 천편일률적으로 이루어지고 있으므로, 통합규정에서는 회사에 특수한 요인에 대하여 주의를 촉구하면서 보다 의미 있는 공시를 하여야 함을 규정하고 있다.<sup>129)</sup>

### (3) 상장규칙에 의한 이사보수의 공시

상장규칙에 의하여 상장회사는 이사의 보수에 대하여 상세한 공시를 하여야 한다. 즉 상장회사는 다음의 사항을 연차보고서에 기재하여야 하며, 이들 사항이 이사보수보고서의 공시하여야 할 사항을 이룬다.<sup>130)</sup>

- ① 업무집행이사의 보수에 대한 회사 정책의 설명.
- ② 당해연도에 있어서 이사의 개인별 보수내용 및 당해연도와 그 이전의 각 이사의 보수합계액. 또한 전이사에게 지급된 상당한 지급이상의 사항은 표 형식으로 공시한다.
- ③ 개개의 이사에게 부여된 Stock Option의 구체적 내용. 이도 표 형식을 공시한다. 연초 및 연말에 있어서 옵션수, 연중에 부여된 옵션,

128) Hampel Report, supra note, para. 4. 12.

129) Ibid. para. 4. 15.

130) The Listing Rule, para. 12. 43 A(c).

행사된 옵션 및 권리행사기간을 경과한 옵션의 수, 권리행사가액, 권리행사기간, 옵션의 비용, 연중에 행사된 옵션의 행사일에 있어서의 시가, 옵션행사조건으로 된 업적기준의 개요가 기재되어야 한다.

④ 기타 장기 인센티브계획에 의한 보수의 상세. 개개의 이사에 대하여 연중에 부여된 권리, 연중에 이사가 수령한 주식의 금전가액과 수 및 금전지급, 연말에 있어서 각 이사의 권리가 공시되어야 한다.

⑤ 연금의 대상으로 된 보수요소(기본급을 제외)에 대한 설명.

⑥ 이사의 임용계약 가운데 1년을 넘는 것 및 보상액이 1년분의 보수를 넘는 것에 대한 상세와 이유

⑦ 연차총회에 있어서 재선될 예정인 이사의 임용계약의 남은 기간 및 임용계약이 체결되지 않은 경우에는 그 효과.

⑧ 종업원지주제도 기타의 장기 인센티브계획 아래에서의 옵션·권리의 부여에 대한 회사정책의 설명.

⑨ 확정급부형연금에 대하여, 연중에 증가한 연금수급권의 액과 연말에 있어서 총액 등.

⑩ 확정기부형연금에 대하여, 연중에 회사가 지급한 기부금의 상세.

### 3. 회사법에 의한 규제

이사보수에 관한 회사법상의 규제는 과거부터 공시를 중심으로 하는 것이었다. 이 공시는 보다 상세하게 되었고 이사보수의 총액 외에 이사회회장·최고액의 보수액, 5000파운드마다의 보수액 구분 내에 포함된 이사수가 연차계산서류의 주기에 기재되고 있었다. 그러나 Greenbury보고서에 의하여 상장회사는 연차보고서에 또한 상세한 공시를 해야 하는 것으로 되었기 때문에, 회사법상의 공시의 의미는 축소되었다.

따라서 1997년 회사계산서류(이사보수의 공시) 규칙에 의하여 이사의 보수에 대한 회사법상의 공시규제가 대폭 개정되었다.<sup>131)</sup> 개정 후

131) The Company Accounts (Disclosure of Directors' Remuneration) Regulations 1997.

에는 이사보수에 대하여 다음의 사항이 연차계산서류의 주기에 기재되어야 하는 것으로 되었다.<sup>132)</sup>

[1] 다음의 금액을 구분하여 공시

- ① 이사보수의 총액
- ② Stock Option의 행사에 의하여 이사가 얻은 이익의 총액
- ③ 장기 인센티브보수계획 아래에서 이사가 얻은 금전·자산의 총액
- ④ 연금기부금의 총액

[2] 연금수급자격을 갖는 이사의 수

[3] 전기 ①②③의 합계액이 20만파운드 이상인 경우에는 보수액이 가장 높은 이사에 대하여, ①②③에 해당하는 액의 합계와 ④에 해당하는 액. 그러한 이사에 대해서는 당해 연말에 발생하고 있는 연금액도 공시하여야 한다.

[4] 기간경과전의 임용계약종료에 의한 보상의 총액. 비금전적 보상에 대해서도 공시

이상 가운데 [1][2]에 대해서는 ②를 제외하고, 그 사항이 연차계산서류 이외의 공시되는 정보로부터 용이하게 인식할 수 있는 것이라면 공시가 이루어진 것으로 간주된다. 여기에서 상장회사는 연차보고서에서 같은 사항을 (보다 상세하게) 공시하고 있으므로, 연차계산서류에 있어서 공시가 불필요하게 된다. 이와 같이 하여 상장회사에 대해서는 연차보고서에 있어서 공시가 이사보수에 대한 주된 공시를 이루는 것이다.

#### 4. 종래 규제의 특징

이상에서 개관한 영국에 있어서 대규모공개회사의 이사보수에 대한 규제의 특징은 다음과 같이 종합할 수 있다. 첫째, 대규모공개회사에

---

132) Companies Act 1985 §232.

있어서 업무집행이사의 보수결정에 보수위원회가 큰 역할을 수행하여야 할 것을 전제로, 보수위원회의 직무나 구성에 대하여 모범적 경영관행규정에서 정하고 그 준수상황의 공시를 요구하는 점. 둘째, 회사의 보수정책과 이사 개인별 보수내용에 대하여 상세한 공시를 요구하는 점. 이러한 규율의 배경에는 다음의 인식이 있다. 즉 이사보수는 업적에 따른 것이 바람직하지만, 바람직한 보수액이나 보수내용의 구성은 개개의 회사에 따라 다르다. 이사보수가 업적에 따른 것으로 되게끔 정하는 것은 이사회·보수위원회의 직무이며, 그 직무가 적절하게 수행되고 있는가를 판단하는 것은 주주이다. 이사보수의 공시는 이사보수의 결정에 대한 이사회·보수위원회의 주주에 대한 설명책임(accountability)의 확보를 위하여 중요한 역할을 수행한다.<sup>133)</sup> 이와 같이 이사보수의 결정이 경영자의 감독·인센티브부여수단으로서의 기능을 갖는다고 하는 인식을 전제로, 회사의 보수정책과 이사보수에 대한 상세한 공시가 이사보수의 결정의 적절성을 확보하기 위한 중요한 수단으로 자리 잡고 있는 것이다.

한편 영국에서는 이사보수의 결정에 주주를 직접 관여시키는 형태의 규제는 Stock Option이나 장기인센티브계획을 제외하고 큰 역할을 수행하고 있지 않다. 이 점은 이미 Cadbury보고서에서 논의되었으며, 주주총회에서 이사보수를 결정하는 기회를 주주에게 줄 수 없다고 하였다. 이사보수는 찬성 또는 반대라는 표결로 이루어질 사항은 아니며, 실무상 이사의 선임시에 보수에 대하여 합의할 필요가 있기 때문이다. Greenbury보고서에서는 이 점에 대하여 보다 상세하게 취급하여 다음과 같이 설명하고 있다.<sup>134)</sup> 보수위원회보고서는 주주총회에서 매년 취급되는 의제로 하여야 하는 것은 아니다. 주주총회에서 논의되어야 할 것은 회사의 발전·경쟁력이며, 이사회가 전체로서 그를 위

133) Greenbury Report, supra note, paras 4. 3, 5. 2 ; Hampel Report, supra note, para. 4. 3.

134) Greenbury Report, supra note, paras. 5. 28-5. 33.

한 임무를 수행하고 있는가 여부이기 때문이다. 또 개개의 주주는 주주총회에서 발언, 주주제안, 보수위원회 구성원인 이사의 재선에 대한 반대표 및 극단적인 경우에는 연차계산서류에의 반대표를 통하여 이사보수에 대한 자기의견을 표명할 수 있다. 다만 특별한 사정이 있는 경우에 이사회·보수위원회가 보수정책의 승인을 주주총회에서 구하는 것은 자유이다. 보수정책을 근본적으로 변경하는 것 등이 이에 해당한다. 또 모든 장기인센티브계획에 대하여 주주의 승인이 요구되어야 한다. 이들은 보너스와는 달리 수년간의 업적에 관련하는 것이며, 주주의 기금을 1년 넘게 잠재적으로 투입하고 또 지분을 희석화하는 것이기 때문이다. 이상의 논의를 Hampel위원회도 지지하고 있으며, 통합규정에서는 다음과 같이 규정되어 있다.<sup>135)</sup>

주주는 원칙적으로 새로운 장기인센티브계획에 대하여 승인받을 것을 요구하여야 한다. 이사보수보고서는 주주총회를 위한 표준적인 의제로 할 필요는 없다. 그러나 보고서에 기재하는 정책에 대하여 주주총회의 승인을 받아야 할 사항인가 여부를 이사회는 매년 검토하여야 한다.

장기인센티브계획의 승인은 상장규칙에 의하여 상장회사의 의무로 되어 있다.<sup>136)</sup> 상장회사는 원칙적으로 이사가 참가자격을 갖는 장기인센티브계획에 대하여 그 채택 전에 주주총회의 보통결의에 의한 승인을 얻어야 한다.<sup>137)</sup> 다만 계획에 모든 종업원이 같은 조건으로 참가하는 경우와 특정 이사의 업적을 증진시키기 위하여 또는 그러한 이사

---

135) The Combined Code, Code of Best Practice B. 3. 4-B. 3. 5.

136) The Listing Rules, paras. 13. 13-13. 16. 장기인센티브계획(long-term incentive scheme)이란 회사 또는 자회사의 이어나 종업원에 의한 금전이나 증권 등의 수령을 수반하는 합의이며, 다음의 요건을 충족하여야 한다고 정의하고 있다. 1)1영업연도를 넘는 직무·업적에 관한 조건을 포함할 것. 2)그 합의에 의하여 회사나 자회사가 현실적 또는 잠재적인 비용이나 채무를 부담할 것.

137) 총회에 있어서 주주에게 송부되는 자료에는 계획의 전문이나 주요한 조건의 설명, 계획 아래에서의 주식 등을 수령하는 자 등이 기재되어야 한다.

를 선임·보유하기 위하여 특별히 설계된 계획인 경우, 승인은 불필요하다. 또한 상장규칙은 권리행사가액이 부여시의 시가보다도 낮은 Stock Option의 부여에 대하여 다음과 같이 정한다.<sup>138)</sup> 이러한 Stock Option은 원칙적으로 주주총회의 보통결의에 의한 사전 승인이 없으면 부여해서는 안된다. 다만 모든 종업원에게 같은 조건으로 부여하는 경우와 매수나 사업재편에 의하여 Stock Option을 부여하는 경우에는 그러하지 않다.

### 제 3 절 이사보수에 관한 2002년 개정

앞에서 살펴본 것처럼 영국에 있어서 대규모공개회사의 이사보수에 관한 규제는 모범적 경영관행규정과 공시를 중심으로 하는 것이며, 이사보수의 결정에 주주를 직접 관여시키는 형태의 규제는 큰 역할을 수행하고 있지 않다. 하지만, 1999년부터 대규모공개회사의 이사보수에 대한 규제를 강화하기 위한 논의가 개시되었고, 2002년에는 회사법의 개정이 이루어졌다. 이 개정은 종래의 체제에 어떠한 변경을 가하는 것인가. 다음에서 이 개정의 배경과 내용에 대하여 살펴본 후 개정의 의의에 대하여 검토한다.

#### 1. 개정의 배경

##### (1) 1999년의 의견조회문서 ‘이사의 보수’

2002년 회사법 개정의 출발점으로 된 것이, 1999년에 영국통상산업부(Department of Trade and Industry, 이하 DTI라 한다)가 공표한 의견조회문서 ‘이사의 보수’이다.<sup>139)</sup> 이 문서에서 DTI는 모범적 경영관행규정과 공시에 의한 규제가 과연 제대로 작동하고 있는가 하는 문제

138) The Listing Rules, paras. 13. 30-13. 32.

139) Department of Trade and Industry, Directors' Remuneration (1999).

의식에서, 규제의 강화를 제안하였다. 종래의 규제 아래에서는 상장회사에 의한 모범적 경영관행규정의 준수가 충분히 이루어지고 있지 않다는 것이다.<sup>140)</sup> DTI가 이러한 문제의식을 가지게 된 근거는 대형 회계사무소에 위탁하여 이루어진 이사보수에 대한 모범적 경영관행규정의 준수상황조사이다.<sup>141)</sup> 다음에서는 1999년의 의견조회문서 ‘이사의 보수’를 중심으로 2002년 개정의 배경을 살펴본다.

## (2) 이사의 독립성 확보

준수상황조사에 의하면, 통합규정에 명백히 위반하여 보수위원회구성원에 업무집행이사가 포함된 사례가 몇몇 존재한다. 또 ‘독립한 비업무집행이사’를 어떻게 확보하느냐는 주주에게 위임된 문제이지만, 이사회회장은 다른 비업무집행이사와는 달리 최고업무집행이사와 관계가 깊으며, 보수액도 높기 때문에 보수위원회구성원으로 되어서는 안된다. 그런데 준수상황조사에 의하면 조사대상회사의 4분의 1이상에서 이사회회장이 보수위원회위원장을 겸하고 있고, 이는 위원회의 독립성을 저해하는 것이다.

이상의 점에서 DTI는 다음과 같이 제안하였다.<sup>142)</sup> 첫째, 상장회사는 독립한 비업무집행이사로 구성된 보수위원회를 설치하여야 하며<sup>143)</sup>, 둘째, 모범적 경영관행규정은 다음의 사항을 정하여야 한다. 즉 ① 이사회회장은 보수위원회구성원으로 되어서는 안된다는 점, ② 이사회회장은 보수위원회가 사외의 전문가로부터의 조언을 받을 수 있도록 보장하여야 하는 점, ③ 보수위원회 스스로가 사외의 consultant를 선

---

140) Ibid. paras. 2. 1-2. 7.

141) Jaclyn Braunstein, supra note. at 758~759.

142) Directors' Remuneration 99, supra note, paras 3. 15-3. 16.

143) 상장규칙에서는 보수위원회의 설치 자체는 요구되고 있지 않다. 모범적 경영관행규정에서 그것이 요구되고 있으며, 상장규칙에서는 그 준수상황의 공시가 요구되는데 그친다.

임하여 임명한다는 점, ④ 보수위원회는 회사의 경영진에서 이용되고 있는 보수consultant를 이용해서는 안된다는 점 등을 규정함으로써 보수위원회구성원인 이사의 독립성을 확보하여야 한다.

### (3) 이사보수의 공시

준수상황조사에 의하면, 이사보수의 공시에 대해서는 본질적인 특징이 명확하지 않을 정도로 지나치게 상세한 공시가 요구되는 한편 보수와 업적의 관련을 명확하게 알 수 있는 정보가 제공되지 않는다고 하는 비판이 회사에 대하여 주어지고 있었다.<sup>144)</sup> 또 이에 의하면 이사보수보고서에서 보수와 업적의 관련에 대하여 주주에게 적절한 정보를 제공하는 회사는 거의 없었다.

이상의 점에서 DTI는 이사의 개인별 보수공시에 대해서는 간소화의 여지가 있는 한편<sup>145)</sup>, 보수와 업적의 관련에 대한 공시를 강화하여야 한다고 하였다. 그러한 공시로서 회사에 다음 사항의 설명을 요구하여야 한다고 한다.<sup>146)</sup> 즉 ① 회사의 장기적 목표, ② 그 목표에 비추어 이사의 업적을 측정하기 위한 기준, ③ 업적측정에 이용하는 비교대상회사군, ④ 그 해에 있어서 비교대상회사군과 비교한 회사의 업적(예를 들면 업적을 비교하는 그래프), ⑤ 업적에 연동하는 보수와 그렇지 않은 보수와의 비율에 대한 제안, ⑥ 인센티브계획에 의한 보수와 회사의 업적과의 관계 등을 공시함으로써 이사보수와 업적의 관련에 대한 공시를 강화하여야 한다.

또 DTI는 임용계약과 보상에 대한 공시의 개선을 제안하고 있다. 즉 상장규칙에 의하여 열람이 가능한 이사의 임용계약을 이사보수보

144) Directors' Remuneration 99, supra note, paras. 5. 7-5. 8.

145) 예를 들면 Stock Option에 대해서는 상장규칙에서 요구되는 사항이 아니며, Stock Option의 행사에 의하여 이사가 얻은 이익액을 공시하는 것이 아닌가가 문제로 되었다.

146) Directors' Remuneration 99, supra note, paras. 4. 9-4. 10, 5. 10-5. 11.

고서에서 공시할 것 및 모든 보상에 대하여 주주에 대하여 사후적으로 설명이 이루어질 것을 요구하여야 한다고 하고 있다.<sup>147)</sup>

#### (4) 이사보수에 관한 주주의 관여

최근 많은 주주가 상장회사의 이사보수에 대한 정책에 많은 관심을 보이고 있다. 통합규정은 이사보수보고서는 주주총회를 위한 표준적인 의제로 할 필요는 없지만, 보고서에 기재하는 정책에 대하여 주주총회의 승인을 받아야 할 상황에 있는가 여부를 이사회는 매년 검토하여야 한다고 한다. 그런데 준수상황조사에 의하면 실제로 이사보수보고서에 대하여 주주총회의 결의를 구한 회사는 거의 없었다. 이는 이러한 통합규정으로는 실제적인 영향력이 없으며, 보수에 관한 이사의 주주에 대한 설명책임의 증진에 도움이 되지 않는다는 점을 의미한다.<sup>148)</sup>

이러한 점에 비추어, DTI는 이사보수에 대한 주주의 권한강화를 제안하고 있다. 물론 Greenbury보고서에서 지적된 것처럼, 주주는 이사보수보고서를 포함한 연차보고서·계산서류 전체에 반대하거나 보수위원회의 구성원의 재임에 반대함으로써 이사보수보고서에 대하여 반대를 표명할 수 있다. 그러나 주주가 회사의 보수정책에 반대한다는 이유만으로 그러한 행동을 취하는 경우는 실제적으로는 거의 없다. 또 현재 3년 주기의 이사재선을 전제로 하면 보수위원회구성원의 재선이 그 주주총회에서 이루어지는 것에 한하지 않는다. 한편 구체적인 보수수준을 주주로 하여금 승인하게 하는 것도 타당하지 않다. 주주가 반대를 한 경우에 어떠한 보수액이 정해져야 하는가 하는 곤란한 문제가 발생하기 때문이다. 이상의 점에서 DTI는 선택이 실현가능한 것으로, 특히 다음의 (a) 또는 (e)를 열거하고 있다.<sup>149)</sup>

---

147) Ibid. paras. 6. 12-6. 13.

148) Ibid. paras. 7. 13-7. 16.

149) Ibid. paras. 7. 17-7. 23.

(a) 상장회사에 이사보수보고서에 대하여 매년 주주총회의 승인을 구할 것을 요구한다. 다만 이 결의는 권고적인 것이며, 보수정책의 변경을 강제하는 것은 아니다.

(b) 상장회사에 대하여 보수정책을 세우고 매년 그 정책에 대하여 주주의 동의를 얻을 것을 요구한다. 이는 종래의 보수정책에 대한 공시요구를 더욱 강화하여 주주의 승인을 요구하는 것이라고 할 수 있다.

(c) 상장회사의 이사가 매년 재선될 것을 요구한다. 이 결의는 이사회를 구속하는 성질을 갖는 것이다.

(d) 상장회사에 보수위원회의장의 보수에 대하여 매년 주주총회의 승인을 구할 것을 요구한다. 이 결의는 이사회를 구속하는 성질을 갖는 것이며, 또 (c)에 비하여 이사보수에 초점을 맞춘 것이라고 할 수 있다.

(e) 주주총회에서 주주가 이사보수에 대하여 관여를 할 수 있도록 하기 위한 특별한 절차를 인정한다. 구체적으로는 주주제안을 보다 용이하게 한다든지, 주주총회에서의 결의를 제안할 수 있도록 한다.

## 2. 개정의 내용

1999년의 의견조회문서 ‘이사의 보수’와 그에 대한 회답을 거쳐, DTI는 2001년 3월 및 10월에 이사의 보수에 대하여 새로운 규칙을 제정하는 방침을 명확하게 하였으며<sup>150)</sup>, 새로운 규칙에서는 다음의 사항을 상장회사에 대하여 요구하는 것으로 규정되어 있다. 즉 ① 회사의 주기적인 연차보고의 일부로서 이사보수보고서(directors' remuneration report)를 공표할 것. ② 이사보수보고서 가운데에는 이사 개인별 보수내용과 회사의 이사보수에 대한 정책 및 이사보수에 관한 이사회·보수위원회의 역할에 대하여 공시할 것. ③ 이사보수보고서를 주주총회

---

150) Press Release by the Secretary of State of the Department of Trade and Industry(2001).

의 결의에 붙일 것 등을 요구하고 있다. 이는 보수와 업적의 관련을 증가시키고, 이사보수의 문제에 대하여 주주의 지위를 강화하는 것으로 이 개정의 목적이다.

이상의 방침에 따라 2001년에 공표된 의견조회문서 ‘이사의 보수’에서는 새로운 규제의 초안에 대하여 설명하고 의견조회가 이루어졌다.<sup>151)</sup> 이를 기초로 2002년 이사보수보고서규칙(이하, 보수보고서규칙이라 한다) 및 2002년 회사요약재무제표개정규칙(이하, 요약재무제표개정규칙이라 한다)에 의한 법개정이 이루어졌다.<sup>152)</sup> 전자는 회사법상 이사보수에 대하여 상세한 공시와 이사보수보고서의 주주총회에서의 승인을 상장회사에 요구하는 것이다. 이를 위하여 회사법 조문이 일부 개정된 외에 이사보수보고서에 관한 Schedule 7A가 신설되었다. 후자는 이사보수에 대한 공시의 일부를 요약재무제표(Summary Financial Statement)에서도 요구하는 것이다. 보수보고서규칙·요약재무제표개정규칙은, 2001년의 ‘이사의 보수’에 나타난 초안과 거의 같은 내용의 것인데, 일부의 내용은 변경되고 있다. 다음에서는 보수보고서규칙·요약재무제표개정규칙의 규정과, 2001년 ‘이사의 보수’의 내용 및 그 개정내용에 대하여 각 항목별로 살펴본다.

### (1) 규제의 적용대상

개정된 회사법에서는 규제의 적용대상으로서 상장회사(quoted company)에 한한다. 여기서 말하는 상장회사란 영국에서 설립되고, 주식자본을 갖는 것으로 2000년 금융서비스·시장법 제6편의 규정에 따라 상장되어 있는 회사 및 유럽경제지역구성국에 있어서 상장되어 있는 회사 또는 뉴욕증권거래소·나스닥에서 상장되어 있는 회사를 포함한다.<sup>153)</sup>

151) Department of Trade and Industry, Directors' Remuneration (2001),

152) The Directors' Remuneration Report Regulations 2002 (SI 2002/1986).

153) 이사보수에 관한 규제가 영국에서 설립된 상장회사의 Corporate Governance의 중요한 일부를 구성하는 점 및 타국에서의 상장에 의한 규제의 회피를 허용해서는

한편 상장회사에는 대체투자시장(Alternative Investment Market, 이하, AIM이라 한다)과 같은 시장에서 주식을 공개하고 있는 회사는 포함하지 않는다.<sup>154)</sup>

## (2) 보수위원회

개정된 규제에 있어서도 상장회사에 대하여 보수위원회의 설치가 회사법상 의무로 되어 있지는 않다.<sup>155)</sup> 1999년의 ‘이사의 보수’는 상장회사가 보수위원회의 설치를 의무화하여야 한다고 제안하고 있고, 이 제안에 대해서는 지지하는 의견이 많았다.<sup>156)</sup> 그러나 이 보수위원회 설치의 의무화는 법률에 의해서가 아니라 상장규칙에 의하여 이루어져야 한다는 입장을 취한 것으로 볼 수 있다.

보수위원회에서 어떠한 검토가 이루어지는가를 공시하는 것은 보수결정의 투명성을 높이기 위하여 중요하다. 이를 위하여 개정된 새로운 규제에 있어서는 보수위원회에 의한 업무집행이사보수결정에 관한 공시로서 다음의 사항을 이사보수보고서에 기재하여야 한다고 한다.<sup>157)</sup> ① 보수위원회구성원의 이름, ② 보수위원회에 있어서 보수결정에 대한 고려를 실질적으로 지원하는 조언이나 서비스를 제공한 자(보수위원회구성원 이외의 이사도 포함)의 이름. 한편 업무집행이사가 보수위원회에 조언·정보를 제공하는 것이 적절한 경우도 있으나, 업

---

안된다는 점에서 영국 이외의 국가의 증권거래소에 상장하는 회사에 대해서도 규제를 미치는 것으로 하고 있다. 한편 국제적인 증권거래소 전체를 포함하는 것은 아니며, 원래는 본문에서 규정한 증권거래소만을 포함하는 것이 적당하다고 생각되었다. Directors' Remuneration 01, supra note, paras. 3. 5-3. 6.

154) Directors' Remuneration 01, supra note, paras. 3. 4. AIM이란 런던증권거래소가 개설하는 중소기업에 대한 비상장주식시장이다. AIM의 주식공개에 대해서는 런던증권거래소에서의 상장과는 달리, 유동주의 비율이나 시가총액에 대한 기준이 마련되어 있다.

155) Ibid. paras. 2. 6, 3. 22.

156) Department of Trade and Industry, Directors' Remuneration : Summary of Responses to the Consultative Document (1999)(이사, Responses 99라 한다).

157) Directors' Remuneration 01, supra note, paras. 2. 7, 3. 22-3. 25.

무집행이사가 자기보수결정에 참가하는 것은 적절하지 않다. 그래서 ②에 의하여 보수위원회에서 보수의 결정에 관여한 업무집행이사가 공시되는 것이다.<sup>158)</sup>

보수consultant에 의한 조언은 보수위원회의 결정에 중요한 역할을 수행하지만, 때로는 보수consultant와의 관계에서 이익상반의 우려가 따른다(즉 그가 회사에 대하여 다른 서비스도 제공하고 있는 경우). 이에 대해서는 다음의 대응이 이루어지고 있다.<sup>159)</sup> 우선, 위에서 말한 ②의 공시에는 보수consultant도 적용범위에 포함된다. 또한 ②에 공시하는 자가 이사가 아닌 경우(보수consultant는 이에 해당), 그 자가 회사에 제공하는 기타의 서비스의 성질과, 그 자가 보수위원회에 의하여 임명되었는가 여부가 공시되어야 한다. 보수위원회가 이용하는 보수consultant가 업무집행이사에게도 조언을 제공하는 경우, 이익충돌의 우려가 있기 때문이다.<sup>160)</sup>

### (3) 이사보수보고서

새로운 규제에서는 회사법상 상장회사에 이사보수보고서의 작성이 의무화된다. 이사보수보고서는 이사회에 의하여 승인되어야 한다.<sup>161)</sup> 이사보수의 공시에 대한 1999년의 ‘이사의 보수’의 제안에 대해서는 반대의견도 있었지만<sup>162)</sup>, DTI는 이사보수에 대해서는 공시에 의한 투

---

158) 한편 2001년의 ‘이사의 보수’에서는 ①②에 더하여 이사회가 보수위원회의 권고를 실질적으로 변경하지 않고 받아들일 것인가 및 받아들이지 않는 이유에 대해서도 공시하는 것으로 규정하고 있었다. The Directors’ Remuneration Report Regulations 2002 (Draft) §9, Schedule 7 A, para. 2(1)(b). (이하, Draft Regulations라 한다). 그러나 이 제안은 실현되지 않았다.

159) Directors’ Remuneration 01, supra note, paras. 2. 9, 3. 26.

160) Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Cristina Vespro, supra note, at 36~37.

161) 보수위원회가 아닌 이사회가 작성의무를 부담하는 이유는 보수위원회는 이사회에 대하여 책임을 부담하는 것이며 또 이사보수보고서가 비업무집행이사의 보수도 포함하는 것이기 때문이라고 설명된다. Directors’ Remuneration 01, supra note, paras. 2.13.

162) Responses 99, supra note, paras. 4. 1-4. 2.

명성이 절대 요구된다고 하고 있다.<sup>163)</sup>

이사보수보고서의 내용 등의 구체적인 것은 신설된 Schedule 7A에서 정하고 있다. 종래 이사보수에 대하여 회사법상 의무로 되는 공시내용이 Schedule 6 제1부에서 정해져 있었지만, 개정 후 이는 상장회사에는 적용되지 않게 되었다.<sup>164)</sup> 이사의 개인별 보수가 상세하게 공시되는 점은 종래의 상장규칙에 의한 공시와 같으며, 새로운 규제에 의한 특징적인 공시사항은 다음의 점이라고 할 수 있다.<sup>165)</sup> (a) 보수위원회에 의한 업무집행이사보수결정에 관한 공시, (b) 보수정책에 관한 상세한 공시 및 (c) 업적그래프(보수와 업적의 연동에 대한 공시)이다. 이들의 공시가 요구되는 것은 종래부터 이사의 개인별 보수내용은 충분하게 공시되고 있었지만, 회사의 보수정책이나 업적과 보수의 관계에 대한 공시가 불충분하였다고 하는 인식에 기초한다.

이사보수보고서에서는 다음영업년도·다음다음영업년도의 회사의 보수정책이 설명되어야 한다. 종래의 상장규칙에서도 보수정책의 대한 설명 자체는 요구되고 있었지만, 새로운 규제는 업적과 보수의 관계에 대하여 상세한 공시를 요구하는 것에 특색이 있다. 즉 장기인센티브계획과 Stock Option에 대하여 업적기준의 상세와 부여이유, 업적기준달성도의 측정방법과 그 채용이유, 타사나 주식지수와와의 구체적인 비교, 부여조건변경 및 조건에 합치하지 않는 부여의 이유가 설명되어야 한다. 또 개개의 이사보수에 대하여 업적에 연동하는 요소·그렇지 않은 요소의 상대적인 중요성이 설명되어야 한다. 또한 이사의 계약기간이나 기간경과 전에 임용계약이 종료하는 경우의 보상에 대한 회사정책이 설명되어야 한다.

163) Directors' Remuneration 01, supra note, paras. 2. 16.

164) Companies Act 1985 §232, Schedule 6, para. 1(2). 한편 Schedule 6에 의하여 요구되는 Stock Option에 의하여 얻은 이익의 공시는 종래 비상장회사에게는 요구되고 있지 않았다. 이번 개정으로 비상장회사 가운데 AIM에서 주식을 공개하고 있는 회사에 대해서는 이 공시가 요구되게 되었다.

165) Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Cristina Vespro, supra note, at 17~19.

한편 이사보수보고서에는 업적그래프(performance graph)가 기재되어야 한다. 이는 당해 회사의 주식에 대한 누적주주수익율과 주식시장지수와 같은 움직임을 나타내는 주식에 대한 누적주주수익율을 과거 5영업연도에 걸쳐 비교하는 그래프이다. 업적그래프작성을 위하여 사용된 지수의 명칭과 그 사용이유도 기재되어야 한다. 이 업적그래프는 미국에 있어서 공시가 요구되고 있는 업적그래프에 상당하는 것이다.<sup>166)</sup>

또한 이사보수보고서에서는 다음과 같은 이사의 개인별 보수내용이 공시되어야 한다.

① 이사의 개인별 보수내용<sup>167)</sup>

각 이사에 대하여 부여된 당해 영업연도의 (a) 급여·수당의 총액, (b) 상여의 총액, (c) 지출수당으로서 지급된 총액, (d) 보상 기타 사임에 따라 지급된 것의 총액, (e) 연금으로서 수령된 편익의 총가치 및 (f) 이상의 금액의 합계액, 또 전영업연도에 있어서 (a)~(e)의 합계액이 표의 형식으로 공시되어야 한다. 또 현물급여의 내용에 대해서도 공시되어야 한다.

② 개개의 이사에게 부여된 Stock Option<sup>168)</sup>

각 이사에 대하여 (a) 연초·연말에 있어서 Stock Option 행사에 의하여 발행된 주식수(조건을 달리 하는 Stock Option 별로 구분), (b) Stock Option 가운데 영업연도에 부여된 것·행사된 것·미행사인 채로 권리행사기간을 경과한 것·조건이 변경된 것 및 (c) 각 Stock Option에 대하여 (만일 있다면) 부여를 위하여 지급된 금액·권리행사가액·권

---

166) 한편 2001년 ‘이사의 보수’에서는 이사의 Stock Option 및 장기인세티브계획에 있어서 부여의 기준으로 된 업적조건별로 회사자신과 비교대상으로 된 회사·지수를 과거 5영업연도에 걸쳐 비교하는 그래프를 작성하는 것으로 되어 있었다. Directors’ Remuneration 01, supra note, paras. 3. 35-3. 36, 3. 38. 그러나 이 제안은 실현되지 않았다.

167) SI 2002/2996 §9, Schedule 7 A, para. 6.

168) Ibid. §9, Schedule 7 A, paras, 7-8.

리행사기간이 표의 형식으로 공시되어야 한다. 또 (d) 영업연도 중의 Stock Option조건의 변경, (e) Stock Option의 부여·행사를 위한 업적 기준의 개요, (f) 행사된 Stock Option에 있어서 그 행사시의 주가 및 (g) 영업연도말에 잔존하는 Stock Option에 대하여 영업연도말의 주가·영업연도 중의 최고주가와 최저주가가 공시되어야 한다. 다만 이상의 공시가 지나치게 긴 경우, 일정한 사항에 대해서는 총계의 공시로 대신할 수 있다.<sup>169)</sup>

③ 기타 장기인센티브계획<sup>170)</sup>

각 이사에 대하여 (a) 연초에 부여된 권리(장기인센티브계획에 기초하여 부여된 권리)의 상세, (b) 연중에 부여된 권리의 상세, (c) 연말에 있어서 권리의 상세, (d) 각 권리에 대한 업적조건달성기간말일과 영업연도 중의 조건변경, (e) 영업연도 중에 업적조건이 달성된 권리에 대하여 그 권리에 의하여 이사가 수령한 주식의 상세·금전·기타의 자산의 가치가 표의 형식으로 공시되어야 한다.

④ 확정급부형연금·확정기부형연금<sup>171)</sup>

확정급부형연금의 경우, 각 이사에 대하여 (a) 영업연도에 있어서 연금수급권의 변화와 영업연도말에 있어서 연금수급권의 상세, (b) 영업연도말에 있어서 연금수급권의 양도가치, (c) 전영업연도말 또는 영업연도초에 있어서 연금수급권의 양도가치 및 (d) 전기 (b)와 (c)의 차액이 공시되어야 한다. 확정기부형연금의 경우 영업연도 중에 회사로부터 지급된 기부금의 상세가 공시되어야 한다.

⑤ 이사 및 직전이사의 퇴직시 지급된 연금급부가 과대한 경우에 그 액.

169) Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Cristina Vespro, supra note, at 29~31.

170) Ibid, §9, Schedule 7 A, paras. 10-11.

171) Ibid. §9, Schedule 7 A, para. 12.

⑥ 직전전이사에 대한 보상(전기①(d)로서 공시된 것을 제외).

⑦ 이사의 업무집행에 관련하여 제3자에게 지급된 급부의 합계액.

이상에서 살펴본 이사보수보고서의 기재사항 가운데 이사의 개인별 보수내용은 감사대상으로 된다. 또 요약재무제표에는 보수정책의 설명, 업적그래프 및 이사의 개인별 보수내용 가운데 ①의 전문 또는 개요만을 기재하면 족하다.<sup>172)</sup>

#### (4) 임용계약과 보상

임용계약과 보상에 대해서는 1999년의 ‘이사의 보수’의 제안에 따라 다음의 같은 규제가 이루어진다. 즉 이사보수보고서에 의한 회사보수 정책에 관한 공시의 하나로서, 이사의 계약기간이나 기간경과 전에 임용계약을 종료한 경우의 보상에 대한 회사의 정책이 설명되어야 한다. 또 이사보수보고서에 있어서 이사의 임용계약의 상세가 공시되어야 하고, 직전이사에 대한 보상에 대하여 설명되어야 한다.<sup>173)</sup>

#### (5) 주주권한의 강화

2001년의 ‘이사의 보수’에서도, 이사보수에 대한 주주의 권한을 강화하여야 한다고 하는 DTI의 입장은 유지되었다. 이를 위한 방안으로 써 1999년의 ‘이사의 보수’에서 나타난 것 가운데 새로운 규제에 포함된 것은, 상장회사에 이사보수보고서에 대하여 매년 주주총회의 승인을 얻어야 한다고 규정한 것이다.<sup>174)</sup> DTI에 주어진 comment 가운데에는 오히려 다음영업년도 이후의 보수정책에 대하여 승인을 얻도록 하는 것이 바람직하다는 의견도 있었다. 그러나 DTI는 영업연도에 지급

172) Ibid. §8, §5.

173) Ibid, §9, Schedule 7 A, para. 5.

174) Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Cristina Vespro, *supra* note, at 40~41.

된 보너스 등이나 보수공시의 방법에 대하여 의견을 표명하는 것을 주주가 원하는 경우도 있다고 하여 매년 이사보수보고서에 대한 승인을 구하는 것으로 하고 있다.<sup>175)</sup>

새로운 규제에 의하면 상장회사는 연차계산서류·이사보고서·감사보고서에 더하여 이사보수보고서를 정기총회의 21일 이상 전에 주주등에게 송부하여야 한다. 주주총회·등기소에는 연차계산서류 등에 더하여 이사보수보고서가 제출된다. 주주총회에 있어서 이사보수보고서를 승인하는 결의에 대해서는 다음과 같은 규제가 따른다.

상장회사는 주주총회에 앞서 소집통지를 받을 자격이 있는 주주에 대하여 총회에 서의 당해 영업연도에 있어서의 이사보수보고서를 승인하는 결의(보통결의에 의한)에 대한 통지를 하여야 한다. 또 이 결의는 총회의제에 포함되어야 한다. 이사는 이 결의가 총회에서의 의결에 붙여지는 것을 보장하여야 한다. 이 결의는 1999년 ‘이사의 보수’에서 제안된 대로이며 권고적인 것이고, 이사가 보수를 수령할 계약상의 권리나 회사의 보수정책을 변경시키는 효력을 갖는 것은 아니다. 이 결의에 대한 통지가 이루어지지 않은 때 및 이 결의가 총회에서의 결의에 붙여지지 않은 때에는 회사 및 이사는 벌금에 의한 제재를 받는다.<sup>176)</sup>

## 제 4 절 DTI의 「실패에 대한 보수」

### 1. 「실패에 대한 보수」의 개요

우선 「실패에 대한 보수」에서는 이사보수를 검토하는 취지에 대하여 다음과 같이 설명하고 있다.<sup>177)</sup>

175) Directors' Remuneration 01, supra note, para.2. 24.

176) 다만 이사는 이 결의가 총회에서의 의결에 붙여지도록 하기 위하여 모든 합리적인 조치를 취하였음을 증명함으로써 항변할 수 있다. Directors' Remuneration 01, supra note, paras. 2. 3-2. 4.

177) DTI, Rewards for Failure, paras. 1. 1-1. 4.

상장회사의 보수정책 뿐 아니라 업무집행이사에 대한 보수package는 그 회사의 이사전체, 보수위원회, 주주의 관심사이다. 업무집행이사에 대한 지급이 적절한 수준인가 그리고 그것이 업적을 충분하게 반영하고 있는가를 결정하는 것은 주주이다. 회사는 이사에게 인센티브를 부여하기 위하여 광범한 업적목표를 정할 수 있으며, 주주는 회사가 충분한 업적을 달성하지 않았음에도 불구하고 이사보수가 그러한 사실을 반영하고 있지 않은 때에 당연히 관심을 갖는 것이다. 또한 이사의 임용계약이 종료되고 회사가 어떠한 업적을 달성하였는가에 관계없이 그에 대하여 해임수당이 정해져 있는 때에는 특히 각별한 관심을 갖게 되는 것이다.

이 자문문서는 특히, 이사의 임용계약, 업적, 해임수당 및 그들 사이의 연동성이라는 문제를 대상으로 하고 있다.<sup>178)</sup> 따라서 이 자문문서의 목적은 이사의 임용계약이 종료한 때에 지위상실에 대한 보상이 업적을 반영할 수 있도록 주주가 관여할 수 있는 방안을 마련할 수 있는지 또 그것이 가능하다면 어떻게 방법을 취할 것인가에 대하여 의견을 요구하는 것이라고 한다. 이러한 관점에서 『실패에 대한 보수』는 모범관행규정 및 법률의 개정을 위한 제안을 하고 있다.

## 2. 『실패에 대한 보수』의 개정제안

### (1) 모범관행규정의 개정과 이사의 보수

우선 이사의 임용계약(service contract)에 관한 모범관행규정의 개정에 대한 제안에 대하여 살펴보면 다음과 같다.

---

178) 통상산업대신의 말에 의하면 이사의 실패에 대하여 보수를 주는 것은 영국의 사업전체의 이미지와 평판을 해하게 되므로, 정부는 corporate governance의 틀이 이사의 계약, 업적 및 퇴직에 관한 결정이라는 특정의 문제에 대하여 보다 강화되어야 하는가 여부, 또 어떻게 강화하여야 하는가에 대하여 고찰하려 하고 있다고 하고 있다. Ibid. para 1. 4.

## 1) 이사의 해임수당

이사의 해임수당 및 지위상실에 대한 보상(compensation for loss of office)은 일반적으로 그 계약조항에 의하여 결정된다(회사법 제312조). 모범관행규정은 일반적으로 이사의 임용계약을 체결할 때에 그 준수를 실현하기 위한 가장 적절한 도구로 되어 있다. 그 결과 이사에게 인센티브를 적절하게 부여하기 위한 보수package를 어떻게 형성할 것인가에 대하여, 보수위원회에 대한 제안으로서 ‘이사회는 금전에 관한 조항 가운데에서 해임시에 있어서의 잠재적인 비용을 산정하여야 한다. 여기에는 해임에 따른 보상 등 모든 요소를 포함한다’고 하고 있다. 이는 주주에게 큰 비용을 부담시키는 임용계약 및 연금에 관한 방침을 의미하며, 그에 따라야 함을 제안하는 것이다.

이와 같이 법률의 규제에 의하지 않고 주주에게 큰 부담을 주는 이사의 해임수당이나 지위상실에 대한 보상에 대하여, 일정한 방침을 제시하고 그것에 준거하도록 하는 형태로 규제하는 방법이 제안되고 있는 것이다.<sup>179)</sup>

## 2) 임용계약 및 해임예고기간의 축소

통합규정 B.1.7은 이사의 해임예고나 계약기간을 1년 이하로 정하여야 한다고 권고하고 있다. 그렇지만 1년이라는 기간은 산업계의 기준으로 되고 있으며, 1년 이하의 해임통고기간을 갖는 계약은 드물며 업적의 충분하지 않음에도 이를 반영하지 않는 해임수당지급의 가능성이 유지되고 있다.<sup>180)</sup>

179) 다만 공동성명의 성립으로부터 시간이 없었기 때문에, 그것이 계약의 기초에 영향을 미친다고 하는 증거는 있지만, 그 모든 효과가 확립되는 것에는 많은 시간이 필요하므로, 그 동안에 모범실무라는 지침을 어떻게 강화하고 개선하여야 하는가의 의견을 구하고 있는 것이라고 한다. Ibid. para. 3. 4.

180) Ibid. para. 3. 6.

그래서 제안에서는 통합규정에서 정해져 있는 1년이라는 기간은 하한으로 보아야 하는 것이 아니라, 다른 보수와의 관계에서 1년이라는 계약기간이 지나친 해임수당지급으로 연결된다면, 1년보다 짧은 기간이 적절하다고 한다.<sup>181)</sup> 주주들은 오히려 1년 내지 그 이하의 기간을 선호한다고 생각할 수 있으므로, 계약 및 해임예고기간은 1년보다 짧은 것이 바람직하다고 한다.

### 3) 손해배상액의 예정

손해배상액의 예정<sup>182)</sup>(liquidated damages)이라는 조치는, 임용계약체결에 있어서 미리 임용계약해제시에 지급되는 총액에 대하여 합의하여 두는 것이 필요하다고 하는 것이다. 이에 대하여 Hampel보고서는 다음과 같이 설명하고 있다.<sup>183)</sup>

‘근본적인 문제는 해임예고기간의 허구성에 있다. 양 당사자 모두가 이사의 임용계약에 기초하여 사용자에게 요구되는 전형적인 해임예고기간을 예상하고 있지는 않다. 그렇지만 해임예고기간은 손해배상을 발생시키는 계약위반에 기초한 것이다.’

Hampel보고서는 이에 대하여 확실한 해결이 요구된다고 하고, 이사의 임용계약체결시부터 이사가 그 직무로부터 해임된 때에는 이사의 위법행위의 경우를 제외하고 언제라도 지급을 받을 권한을 갖는다고 하는 상세한 조항을 정하는 것이 바람직하다고 한다. 이 제안은 업적의 충분하지 못한 경우에는 보수를 주어서는 안된다고 하는 취지에

---

181) 다음과 같은 논의도 있다. ① 시장의 작용에 의하여 자발적인 지위상실에 대한 보상package로써 해임한다고 하는 추가적인 위험으로부터 이사를 보호한다고 하는 보다 높은 요구로의 실행이 있을 수 있으므로, 기본보수의 상승이라는 효과를 갖는 것일 수 있다. ② 이사에 대해서는 보다 단기적인 전략적 사고를 갖는 것을 장려하는 것일 수 있다. Ibid. para. 3. 8.

182) 예정배상액(liquidated damages)이란, 계약의 일방당사자가 미리 계약위반의 시에 다른 당사자에게 지급하여야 하는, 계약 또는 보증서 등에 의하여 약정하는 예정손해배상의 액을 말한다.

183) Hampel Report, supra note. para. 4. 10.

서, 통합규정의 관련조항의 일부를 이루고 있는 것이다.

이사와의 임용계약에 있어서 ‘손해배상액의 예정’조항이 정해져 있는 것은 드물지 않다. 어떤 자는 그러한 조항을 원칙적으로 환영하는데, 일반적으로 손해배상액이 매우 높은 수준에서 정해지기 때문에 업적이 충분하지 못한 경우에도 보수를 지급받는 것으로 생각하고 있는 것 같다. 그러나 제안은 손해배상액의 예정에 의한 손해배상액이 업적의 불충분성을 반영하더라도 변경할 수 없는 경우에는, 이 조치는 바람직한 것이라고 생각할 수 없으며, 어떠한 액을 해임수당으로 하여야 하는가에 대한 중재를 할 것을 권고하고 있다.

또한 다른 제안에서는 예를 들면 기본급의 6개월분이라고 정해진 손해배상액의 수준에 대하여, 장려되어야 할 제한 또는 상한을 두어야 한다고 제안한다. 이는 이사의 업적이 불충분한 경우, 손해배상액의 예정은 고액으로 될 가능성이 있는 것에 대처하기 위한 것이라고 볼 수 있다.

#### 4) 단계적 지급

Greenbury보고서는 ‘적절한 경우, 특히 해임예고나 계약기간이 1년을 넘는 경우에 회사는 지위상실에 대한 보상의 전부 또는 일부를 일괄지급하기보다도 분할 지급한다고 하는 것을, 또 직전이사가 새로운 근무처를 얻은 때에는 지위상실에 대한 보상의 지급을 감액 또는 정지하는 것을 고려하여야 한다’고 권고하였다.<sup>184)</sup> 이러한 ‘단계적 지급’(phased payment)은 개정제안에서도 권고되고 있다.

단계적 지급은 이사에 대하여 지급할 의무를 경감하기 위하여 이용될 수 있다고 하는 것은 사실이지만, 이것이 실무에 있어서 어떻게 기능하는가에 대해서는 논란이 있다. 어떤 논자는 단계적 지급은 단지 일을 찾기 위한 의욕을 약화시키는 것으로 작용할 수 있다고 한

184) Greenbury Report, supra note. D6.

다. 그래서 이러한 지급제한의 실태에 대해서는 조사 및 검토가 필요하다고 할 수 있다.

### 5) 모범관행규정에 관한 개정제안

이상에서 모범관행규정에 관한 개정으로, 이사의 임용계약(service contract)에 관한 통상산업부의 개정제안에 대하여 설명하였다. 여기서는 ① 모범실무의 개정, ② 임용계약 및 해임예고기간의 축소, ③ 손해배상액의 예정, ④ 단계적 지급에 대하여 다양한 제안이 이루어지고 있다. ①은 현재와 마찬가지로 모범관행규정의 준수라는 자주규제를 유지한다고 하는 것이다. ②~④는 이사의 해임시에 있어서 보수의 지급을 감소시키는 방법에 관한 검토이다. 이러한 검토를 종합한 결과, 다음의 네 가지에 대하여 의문이 있으며<sup>185)</sup>, 통상산업부는 이들에 대하여 의견을 구하고 있다. 즉 (i)지위상실에 대한 보상 및 해임수당에 관한 모범관행은, (a)해임통고(따라서 해임)기간을 1년이하로 제한할 것, (b)손해배상액의 예정에 있어서의 손해배상액에 상한을 설정할 것을 규정하고 있는데, 해임시 지급될 총액을 제한하기 위하여 이를 보다 확대할 수 있는지 또 가능하다면 어떻게 확장할 수 있는가, (ii)모범관행규정은 해임이나 지위상실에 대한 지급수준까지도 제한하고 있는데, 이를 위한 단계적인 지급기능을 확대할 수 있는지 또 가능하다면 어떻게 확장할 수 있는가, (iii)모범관행규정에 관한 개정(예를 들면 기관주주의 지침, 통합규정의 개정)을 가장 효과적으로 하기 위하여 어떠한 방법을 취할 수 있을 것인가. (iv)회사가 업적이 충분하지 못한 경우에 있어서 해임을 제한하는 효력을 갖는 다른 모범관행에 대하여 의견을 구한다고 하고 있다.

이러한 자문은 예를 들면 회사의 업적이 향상되지 않아서 이사를 해임하려는 경우, 일단 고액의 보상을 지급하는 것이 아니라, 일정한

---

185) DTI, Rewards for Failure, para. 3. 10.

경우에는 그 지급액을 감소시킬 수 있게 된다면 이사에게 보다 업적 향상에 노력하려 하는 인센티브가 작동될 것이라고 기대하는 것이라 할 수 있다.

## (2) 입법에 대한 개정과 이사의 보수

『실패에 대한 보수』에서는, 모범관행규정에 대한 개정제안 외에 입법에 대한 개정에 대해서도 검토하고 있다. 이는 개정법안에 대한 검토, 현행법의 해석 및 현행 실무의 문제점에 대하여 논의하는 것이다.

### 1) 지위상실에 대한 보상이 공정하고 합리적일 것을 요구하는 회사법의 개정법안

우선, 개정법안에 대하여 검토한다.<sup>186)</sup> Archie Norman의 의원제출법안(‘회사이사의 업적과 보상’(Company Directors Performance and Compensation), 이는 2002년 12월 11일에 공표되었는데 현재는 철회되었다)은, 회사법에 새로이 제316A조를 삽입할 것을 제안하고 있었다. 회사법 제312조~316조는 지위상실에 대한 보상 등, 회사의 이사에 대한 다양한 지급에 대하여 규정하고 있다. 이 개정법안은 지위상실에 관하여 이사에 대해 지급되는 보상은 이사와의 임용계약에서 정해진 사항과 관계없이 당해 이사의 업적에 의하여 ‘공정하고 합리적’일 것이 요구된다고 한다. 또 이 법안은 그러한 지급총액은 주주의 요구에 응하여 공시되어야 하며, 그 총액이 12개월전부터의 기본급을 넘는 경우에는 회사법 제7A부칙(Schedule 7A)에 따라 이사의 보수보고서에서 설명하여야 한다고 제안하였다.

정부는 이 입법제안의 취지는 지지하지만, 특별입법이라는 방법은 법적·실무적으로 매우 어렵다는 입장을 취하였다. 즉 첫째, 회사는 이사가 법적 의무에 위반한 때에는 보상을 요구할 수 있지만, 임용계

---

186) Ibid. paras. 3. 11-3. 15.

약작성방식을 유효하다고 하면서, 해임수당은 회사의 사업상의 업적을 반영하여야 한다고 하는 입법을 하는 것은 매우 곤란하다. 또 이사는 반드시 실패와는 관계없이 다양한 이유에서 회사를 사임하고 있는 경우 등을 고려하지 않을 수 없다. 둘째로, 회사의 업적 전체에 매우 큰 영향을 미치는, 이사와 회사가 ‘정당하고 합리적’이라는 정의를 둘러싸고 장기에 걸친 소송에 매달릴 수 있는 점에서 필연적으로 회사 및 주주에게 그에 대하여 감독하도록 하는 것이다. 셋째, 그러한 입법의 결과 지위상실에 대한 보상에 대한 계약상의 권리가 불명확하게 된다고 한다면, 기본급의 상승 및 다른 형태의 보수, 예컨대 채용시의 특별수당(golden hellos<sup>187</sup>) 등의 보수가 증가할 것이 예상된다. 또 회사는 경영이 어려운 상태에 있어서, 예를 들면 새로운 최고업무 집행이사(chief executive)에 의하여 파산상태에 있는 회사를 회복시키는 것이 기대되는 경우에는 그러한 지급을 하지 않고 훌륭한 이사를 영입하는 것은 특히 곤란하다고 하는 우려를 표명하고 있다.

이와 같이 이사의 보수는 그 업적에 의하여 ‘공정하고 합리적’이어야 한다고 하는 법률위원회의 개정안이 제출되어 있었으나, 문제가 되는 것은 보수와 업적과의 연동성을 어떻게 도모하여야 하는가 하는 점과, 엄격하게 연동성을 고려하려 한다면 소송의 문제나 유능한 경영자의 임용이라는 문제가 발생하는 것이다. 그러나 보수와 업적의 연동성을 구체적으로 고려할 것을 요구하는 주장은 입법정책의 검토로써 참고로 될 것이다.

2) 법정임용계약기간의 단축을 위한 회사법 제319조의 개정을 요구하는 법률위원회의 제안

다음은 현행 회사법의 해석문제이다.<sup>188</sup> 회사법 제319조는 현재 주주의 사전승인이 있는 경우를 제외하고, 5년을 넘는 기간 중 계속적

187) 채용시특별수당(golden hellos)이란, 회사가 특별한 신입사원에게 주는 고액의 수당이다.

188) Ibid. paras. 3. 16-3. 20.

으로 회사와의 사이에 이사를 임용하는 것을 금지하고 있다. 이 규정은 상장회사 이사의 계약기간의 상한이 통합규정 아래에서는 1년이라고 하는 점을 고려하면 지나치다고 생각된다. 그렇지만 유능한 이사를 유인하기 위한 이유에서 처음에는 장기간의 임용계약을 제공하는 것이 적절한 경우가 있음이 인식되고 있다.

이 문제에 대하여 회사법 제319조 제1항의 법정기간을 단축하여야 하는가에 대하여 법률위원회의 자문을 검토하면 다음과 같다. ① 동조는 주주의 사전승인이 있으면 5년을 넘는 계약을 체결하는 것이 인정되지만, 실제 비용에 관련되기 때문에 5년을 넘는 계약을 체결하는 경우는 규모가 큰 회사에서는 매우 드물다. 따라서 이 규정은 임용계약기간에 대한 최대한을 정하는 효과를 갖는 것이라고 할 수 있다. ② 그러나 동조의 목적에 비추어 임용계약기간에 그러한 최대한을 정하는 것이 가능한가 여부는 명확하지 않다. 그 목적이 임용계약을 조기에 종료한 이사에게 거액의 지위상실에 대한 보상이 이루어지는 것을 제한하는 것이라고 한다면, 임용계약기간을 법률로 정하여도 이사에 대한 보상의 증가를 제한할 수 없으므로 효과가 없다는 점은 명확하다. ③ 이와 마찬가지로 대규모 상장회사의 이사는 자동갱신계약을 체결하는 경우가 많으며, 그 계약 가운데에 장기의 해임통고기간을 체결하고 있는 경우가 많다. ④ 따라서 대규모공개회사의 이사는 반드시 동조의 결과로서 더욱 나빠지는 것은 아니며, 또한 주주도 더욱 좋아지는 것은 아니다.

### 3) ‘자동갱신계약’은 법정계약기간에 따른다고 하는 회사법위원회의 제안

그런데 2)의 문제와 관계하여 현행 실무의 문제점의 하나로, 자동갱신계약(rolling contracts)의 효력의 문제가 있다.<sup>189)</sup> 회사법 제319조는

189) Ibid. para. 3. 21.

임용계약은 자연히 갱신된다고 하는 자동갱신계약을 금지하지 않으며, 또한 항상 효력을 갖는 해임통고기간이 있게 된다. 따라서 이사는 실무상 이 약정에 대한 주주의 승인을 요하지 않고 5년을 넘는 재직기간을 유효하게 유지할 수 있다. 자동갱신계약은 실무상 임용계약에 있어서 많이 보급되어 있다. 법률위원회에 의하여 이루어진 조사에 의하면 자동갱신계약은 실무상, 법정제한을 회피하는 장치로서 정기적으로 이용되고 있다고 생각된다고 한다. 그 결과 이 위원회는 이 계약은 동조에서 정한 법정제한에 따라야 하며 따라서 동조는 2)에서 설명한 법정상한기간을 넘어 유효한 해임통고기간을 주는 것을 회사에 금지하도록 하는 개정을 권고하고 있다.

자동갱신계약은 이사의 신분보장이라는 면이 강하다고 할 수 있으나, 이사의 보수와 업적과의 연동성이라는 관점에서 재조명을 생각할 필요가 있다.

#### 4) 특약(covenant)을 금지한다고 하는 회사법검토위원회의 제안

특약의 금지도 현행 실무의 문제점의 하나이다.<sup>190)</sup> 임용계약기간을 제한한다고 하는 제안에 대하여, 회사법검토위원회는 조기해임에 대한 보상과는 별도로 해임수당을 위한 특약을 이용함으로써 회피할 가능성을 고려하기에 이르렀다. 동위원회는 이사의 특별한 이적에 대해서 또는 그러한 특약이 적정하다고 하는 1년 또는 3년의 잔기의 상실에 대한 보상이라는 방법을 이용함으로써 주어지는 것보다도 많은 보상을 주는 경우 일정 범위에서 무효로 하여야 한다고 제안하고 있다.

이러한 해임수당에 관한 특약도, 2)에서 설명한 임용계약기간을 회피하려 하는 것이므로 그 필요성에 대하여 이사의 보수를 업적과 연동시킨다고 하는 관점에서 금지되어야 하는가에 대하여 검토할 필요가 있다고 생각된다.

---

190) Ibid. para. 3. 22.

### 5) 입법에 대한 개정제안

이상에서 살펴본 것처럼 통상산업부의 입법에 대한 개정제안은 개정법안, 현행법의 해석, 실무상의 문제점에 대하여 검토하고 있다. 그리고 그 입법제안은 다음의 다섯가지의 의문으로 종합되며, 통상산업부는 이들에 대해서도 의견을 구하고 있다. 즉 (i)이사회에 대하여 해임수당을 결정할 때 업적이 불충분한 점을 고려하여야 한다고 하는 요구 및 소송의 가능성을 피한다고 하는 조항을 포함한 계약을 입법화하는 것은 가능한가, 또 가능하다고 하다면 어떠한 방법이 취해질 수 있는가. (ii)회사법은 회사법검토위원회에 의하여 권고되고 있는 것처럼 이사의 임용계약에 대한 법정기간을 1년의 기간이나 최초의 임용시에는 3년의 기간으로 제한된다고 규정하여야 할 것인가. (iii)회사법은 회사법검토위원회에 의하여 권고되고 있는 것처럼, 회사법 제 319조에 의하여 허용되고 있는 기간을 넘는 해임예고 또는 계약기간을 갖는 자동갱신계약의 금지에 대하여 규정하여야 하는가. (iv)회사법은 적정하다고 하는 1년 또는 3년의 기간의 임용계약을 유효하다고 하기보다도 지위의 상실에 대해 지나친 보상을 주는 특약의 금지에 대하여 규정하여야 하는가.

이러한 제안은 모범관행규범보다도 더 강력한 제정법이라는 수단에 의하여 회사의 업적과 이사의 보수의 연동성에 관한 대책을 검토하는 것이다. 법규제에 의한 규제는 그것이 미치는 대상이 크므로 보다 신중한 검토가 필요하다고 생각된다. 그러나 회사법 제319조에서 정한 임용계약의 기간이 실무상 단축되고 있는 한편 자동갱신계약이나 특약에 의하여 동조의 규제를 회피하는 것은 규제하여야 한다고 할 수 있다.

## 제 5 절 개혁에 대한 평가

이사보수에 관한 규율을 둘러싼 영국에 있어서 동향을 종합하면, 종래의 규율에 있어서 이사보수의 결정절차에 대해서는 이익충돌이라는

측면도 충분히 인식되고 있으며, 이사가 자기보수의 결정에 관여하지 않도록 주의가 요구되고 있다. 즉 영국의 대규모공개회사에 있어서는 이사가 회사로부터 받은 보수 가운데 이사로서의 활동의 대가(비업무집행이사의 보수)와 업무집행의 대가(업무집행이사의 보수)가 명확하게 구별된다. 후자는 보수위원회에 의하여 결정되며 이 결정에 업무집행이사가 참가하지 않도록 주의하여야 한다.

또한 대규모공개회사의 이사보수에 대한 규율은 모범적 경영관행규정에 의해서도 이루어지고 있다. 즉 보수위원회가 업적에 응한 보수를 업무집행이사에 주도록, 보수위원회의 구성이나 행동규범에 대하여 모범적 경영관행규정에서 규제하고 있다. 또 모범적 경영관행규정의 준수·불준수(그리고 그 이유)와, 회사의 보수정책이나 이사의 개인별 보수내용에 대해서는 상세한 공시가 요구된다. 이러한 규율의 배경에는 업무집행이사의 보수결정이 경영자의 감독·인센티브부여수단으로서의 기능을 갖는다고 하는 고려에 기초한다. 한편 이사보수의 결정에 주주를 직접 관여시키는 형태의 규율은 Stock Option이나 장기인센티브계획을 제외하고 큰 역할을 수행하고 있지 않다.

2002년의 회사법개정은 그 내용을 감안하면, 종래의 규율을 근본적으로 변경하는 것은 아니라고 할 수 있다. 개정 후에도 보수위원회의 구성이나 행위규범에 대해서는 모범적 경영관행규정에 위임되어 있고, 회사법상의 규제가 강화된 것은 주로 공시에 대해서이다. 개정에 의하여 이사보수에 대한 공시는 상장규칙이 아니라 회사법에 의하여 의무화되었다. 회사의 보수정책이나 보수위원회에 의한 업무집행이사의 보수결정에 관하여 종래보다도 상세한 공시가 요구됨으로써 공시를 통한 주주에 대한 설명책임이 보다 한층 도모되었다. 보수위원회·이사회에 의한 업무집행이사의 보수결정의 적절성을 평가하는 기준은 업적과 보수의 연동이다. 이 점에서 이사의 개인별 보수내용의 공시와 더불어 업적과 보수의 관계에 대한 공시가 특히 요구되게 되

었다. 이사보수보고서의 주주총회에 있어서 승인을 요구하는 새로운 규제도 그 결의가 권고적이라고 하는 점에서도 주주에게 이사의 보수액을 결정하도록 하는 것이 아니라 오히려 공시를 통한 주주에의 설명책임의 확보라는 차원에서 이해하여야 할 규제이다.

## 제 4 장 EU의 보수규제

### 제 1 절 문제의 제기

EU(Europe Union : 유럽연합)에서는 Corporate Governance의 확립을 지향하는 움직임이 활발한 가운데, 특히 역내에 있어서 회사법제·자본시장법제의 조화를 목표로 체계적인 정비가 현재 이루어지고 있다. 각 EU구성국에 의한 회사법개정이나 Corporate Governance규준(code)의 제정을 통한 시도와는 별도로 EU수준에 있어서의 시도로써 EU위원회에 의한 회사법현대화의 움직임이 있다. 즉 EU위원회는 1990년대 말부터 EU역내의 자본시장의 활성화를 도모하기 위해서는 회사법의 현대화와 Corporate Governance의 개선이 필요하다는 인식아래 각종의 검토작업을 수행하였고, 그 결과 2003년 5월에 「회사법의 현대화와 Corporate Governance개선을 위한 행동계획」(이하, 「행동계획」이라 한다)을 공표하였다.<sup>191)</sup> 이는 회사법제의 전면적인 재조명을 목적으로 여러 분야에 걸친 검토사항을 열거함으로써, EU수준에서 앞으로 조정하여야 할 중요과제가 무엇인가를 명확하게 한 것이다. 각 검토항목에 대해서는 각각 우선순위와 달성까지의 대체적인 기간이 설정되고 있고, 이 계획표(time schedule)에 기초하여 구체적인 검토작업이 현재 진행되고 있다. 그러한 움직임의 하나가 2004년 12월에 정식으로 공표된 「상장회사이사의 적절한 보수제도의 촉진에 관한 위원회권고」<sup>192)</sup>(이사, 「보수권고」라 한다)가 있다.

191) Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward(21. 05. 2003). Roberta S. Karmel, Reform of Public Company Disclosure in Europe, 26 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 379(2005), at 380~381

192) Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies (2004/913/EC).

다음에서는 EU에 있어서 이사의 보수개혁의 내용에 대하여 이 『보수권고』를 중심으로 그 내용을 살펴보고자 한다.

## 제 2 절 「보수권고」공표이전의 동향

### 1. 「비교연구보고」

EU위원회는 2001년에 EU에 있어서의 주요 Corporate Governance규준에 대하여 검토를 개시하였고, 그 결과로서 2002년 3월에 「EU 및 그 가맹국에 있어서 Governance기준에 관한 비교연구」<sup>193)</sup>(이하, 「비교연구보고」라 한다)를 공표하였다. 이는 EU구성국외에 OECD 등에 있어서 Governance기준에 관하여 비교·검토를 한 것이다.

「비교연구보고」에서는 이사보수에 관하여 업무집행자(Executive)와 비업무집행자(Non-executive)로 구분하고 있다. 업무집행여부를 중심으로 한 보수규제의 분류로서 주목된다. 우선 업무집행이사의 보수는 중요한 감독대상의 하나이며<sup>194)</sup>, 많은 Governance기준에서 주주에 대하여 투명성이 요구되는 중요한 사항이라고 할 수 있다.<sup>195)</sup> 또 업무집행이사의 보수를 업적연동의 관점에서 업적과 관련시킬 필요성이 강조된다. 한편 비업무집행이사에 대해서는 부적절한 인센티브를 부여해서는 안되며 따라서 그 보수로서 Stock Option이나 연금을 지급해서는 안된다고 하는 Governance기준이 다수를 점하고 있다.<sup>196)</sup>

---

193) Comparative Study of the Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States(2002)

194) 예를 들면 OECD Governance 원칙 VI. E. 1. 참조.

195) 예를 들면 영국의 통합규정(Combined Code)은 업무집행이사에 대한 보수방침의 책정 및 개별이사에 대한 보수package의 결정을 위하여 정식적이고 투명한 절차를 두어야 한다고 하고 있다.

196) 예를 들면 European Association of Securities Dealers(EASD, 현 APCIMS-EADS)가 2000년에 종합한 governance원칙에서는 독립이사에게 자사주를 부여하는 것은 부적절하지 않다고 하지만, stock option에 관해서는 그 회사가 창업기이고 비상장이 아닌 한 부여해서는 안된다고 한다.

## 2. 「High Level Group보고서」

2001년 9월에 설치된 회사법전문가로 구성된 High Level Group(High Level Group of Company Law Experts)에 의하여 2002년 11월에 EU위원회에 제출된 「유럽회사법의 현대적인 규제구조에 관한 최종보고서」<sup>197)</sup> (이하, 「High Level Group보고서」라 한다)에서는 이사보수에 대한 적절한 규제를 EU차원에서 정비하여 EU역내의 모든 상장회사에 대하여 이를 적용하여야 한다고 제안하고 있다. 충분한 정보공시가 뒷받침된 적절한 Governance아래에서 보수제도를 운영하여야 한다는 제안이다. 특히 업적연동형보수에 관해서는 주주총회에 의한 사전승인을 포함한 엄격한 Governance규제에 따르는 것을 조건으로 이를 허용하여야 한다고 하고 있다.

한편 High Level Group은 적절한 보수제도의 바람직한 모습으로서, ① 이사에 대한 보수방침을 공시하고 이러한 방침을 주주총회에서 주주의 협의에 붙일 것(다만, 보수방침을 주주총회의 결의사항으로 할 것인가에 대해서는 EU차원에서 강제해서는 안된다고 한다), ② 이사보수를 개별적으로 공시할 것, ③ 주식보수에 관련한 계획에 관해서는 주주총회의 사전승인을 의무화할 것, ④ 주식보수에 관련한 비용을 회사의 계산서류에 적정하게 계상할 것 등 4가지 요소를 들고 있다. 공시규제와 절차규제를 중심으로 한 규제의 구조이다.

또 이사보수의 규제수법에 관해서는 지령(directive)에 의하여 국내법으로 입법하기 위해서는 각 구성국에 있어서 입법절차에 관한 기간을 무시할 수 없으므로 권고(recommendation)에 의할 것을 제안하고 있었다.<sup>198)</sup>

197) Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, November 2002.

198) Final Report of the High Level Group at 66-67. 지령이 그 달성되어야 할 결과에 대하여 그 명의인인 각 구성국을 구속하는데 (방식 및 절차는 각 구성국이 자유로이 선택할 수 있다) 대하여 권고는 그 명의인인 각 구성국을 구속하지 않는다(EU

### 3. 「행동계획」

이사보수에 관하여 전술한 「행동계획」(Action Plan)은 그에 대한 적절한 규제가 회사의 재무정보에 대한 신뢰회복의 핵심을 이루는 것이라 하여, 「High Level Group 보고서」가 제안하고 있는 4가지 요소를 포함한 위원회권고의 조속한 채택을 단기의 실현목표로 하고 있다. 또한 위원회권고 채택 후에도 그 준수상황에 대하여 충분히 주시하고 추가적인 규칙제정의 필요성에 대하여 검토할 것을 중기적 목표로 하고 있다.<sup>199)</sup>

「행동계획」에 대하여 첨부된 public comment는 그 대부분이 이사보수규제에 관한 EU위원회의 권고를 지지하는 것이었다. 하지만 그 가운데에는 국내법수준에서의 개혁을 목표로 하여야 한다고 하는 의견이나 또 이사보수의 개별공시에 대해서는 모든 이사의 보수총액이 명확하게 공시된다면 그것으로 충분하다고 하여 이에 반대하는 의견도 볼 수 있다.

EU위원회는 이러한 comment를 받아 이사의 보수규제개혁에 대하여 토의를 거듭하여 2004년 2월 23일에 협의문서를 공표하였고, public comment의 재모집을 하였으며, 그 결과가 6월 15일에 공표되었다. 이를 의하면 위원회에 의한 검토는 계속되며, 7월 23일의 작업문서의 공표, 10월 6일의 권고원안의 공표를 거쳐, 2004년 1월 14일에 정식으로 EU위원회권고 「보수권고」를 공표한 것이다. 그렇지만 이사보수규제에 관해서는 보수결정기관인 보수위원회의 역할이 특히 중요한데, 보수권고에서는 이 점에 대하여 거론하고 있지 않다. 보수위원회의 설치, 구성 및 역할에 관해서는 이와는 별도로 공표된 「공개회사에 있어서 비업무집행이사 내지 감사이사의 역할 및 이사회(감사회)에 있

---

조약 249조(구189조)).

199) Communication from the Commission, supra note, at 16.

어서 모든 위원회에 관한 위원회권고』(이하, 「독립이사권고」라 한다)에서 언급되고 있다. 따라서 EU위원회권고 「독립이사권고」에 있어서 보수위원회에 관한 부분을 살펴보고자 한다.

### 제 3 절 「보수권고」의 내용

#### 1. 논의의 전제

EU에 있어서 이사보수의 규제는 Governance개혁 가운데서 주주권의 강화 및 이사회개혁의 하나로 자리 잡고 있다. 구체적으로는 ① 보수결정에 대한 주주의 관여를 어느 정도 인정할 것인가, ② 주주에 의한 관여의 전제로서 어느 정도의 정보를 공시하여야 할 것인가(이는 투자가에 의한 투자판단의 형성에 있어서도 중요하다), 그리고 업무집행이사의 보수결정기관으로서 보수위원회의 역할이 중요하게 되는데, ③ 보수위원회의 구성 및 권한은 어떻게 하여야 하는가가 중심을 이루고 있다.

예를 들면 두번째 문제에 대해서는, 기업에 적절한 보수방침을 세우도록 하고 또한 그것을 공시하도록 함으로써 Governance효과를 높이고, EU기업 및 자본시장에 대한 신뢰를 회복시키는 것이 보수규제개혁의 목적이라 할 수 있다. 다만 이 경우에 EU위원회는 기업의 내부문제나 개별적인 결정에 대해서는 관여하지 않으며 어디까지나 일정한 지침을 제시할 뿐이라는 입장을 취하고 있다. 중요한 것은 주주가 보수결정과정이나 내용에 대하여 알 기회를 확보하고, 필요하다면 그 변경을 요구할 수 있도록 하는 것이다. 이와 같이 EU위원회의 입장은 회사의 사업활동에 최대한의 유연성을 보장하려는 것을 전제로 하고 있다.

EU위원회에 의한 「보수권고」는 5장으로 이루어져 있다. 즉 범위 및 정의(제1장), 보수방침(제2장), 개별이사의 보수(제3장), 주식에 의한

보수지급(제4장), 정보 및 최종규정(제5장)으로 이루어져 있다. 그 특징으로, 첫째, 규제방법으로써 각 구성국에 대하여 국내법으로의 입법 의무를 수반하는 지령이라는 형식을 취하지 않고 권고에 그침과 동시에 그 규제대상 및 규제범위를 한정적으로 보고 있는 점이다. 둘째로, 내용면에서는 보수방침의 책정과 공시, 보수의 개별공시, 주주총회에 의한 주식보수의 사전승인의 세 가지로 크게 나누고 있는 점이다. 셋째로, 전술한 것처럼 이사보수의 결정기관인 보수위원회의 구성 및 직책에 관해서는 『보수권고』에 있어서가 아니라, 『독립이사권고』에서 권고가 이루어지고 있는 점이다.

## 2. 규제방법

이사보수를 적절하게 규제하기 위해서는 우선 EU에 있어서 구성국들에 대하여 일률적으로 규제를 부과할 것인가, 아니면 구성국간 어느 정도의 규제차이를 허용할 것인가 또 개별기업에 대해서도 입법에 의한 규제를 통한 법적 강제력을 부여할 것인가 또는 규제의 준수에 대해서는 기업의 재량에 위임하면서 ‘준수할 것인가 아니면 설명할 것인가(comply or explain)’의 원칙에 기초한 공시에 의하여 이루어지는 주주 및 시장의 압력에 기대할 것인가, 하는 문제가 있다.

이 점에 대하여 『행동계획』에서는, EU위원회는 EU역내에 있어서의 Corporate Governance를 위한 동적이고 유연한 제도의 창설을 촉진한다는 목적으로부터, 일반적으로 구속력 있는 규제와 그렇지 않은 규제를 조화시키는 것이 바람직하다고 하고 있다. 이는 EU역내에 있어서 Governance의 실천 내지 Governance제도의 다양성에 유의하면서 제도개혁을 신속하게 진행시키기 위해서는 입법조치를 포함한 시책이 필요하다는 인식을 나타낸 것이라고 할 수 있다. 그러나 이사의 보수 규제에 관해서는 입법조치에 의하기 보다는 Governance규준으로써 대

처하는 것으로 하였다. Public Comment에 있어서도 실제 기업경영에 관련된 형태의 입법이 현실로는 곤란하다는 점 및 각각의 업종에 따른 고려가 있어야 하므로 일률적인 규제는 곤란하다고 하는 점 등으로부터 이러한 위원회의 접근을 지지하는 의견이 다수를 점하고 있다. 다만 소수이지만 유력한 의견으로서, 여전히 이사보수가 갖는 이익상반의 중요성을 감안하면 보다 강제력 있는 입법조치에 의하여야 하며, 또 자발적인 규제가 이루어지고 있지만 효과가 나타나지 않는 사례도 있는 점에 주의하여야 한다고 한다. 그러나 마찬가지로 입법 조치를 강구하더라도 자발적인 규제를 보완하는 형태에 그쳐야 한다고 하는 의견도 나타나는 점도 주목된다.

이러한 의견에 종합하여 EU위원회는 각 구성국내에 있어서의 규제 상황이나 또 일부 구성국에 있어서의 Governance개선을 위한 시도 등을 고려하면, 이사보수에 관련하여 가장 적절한 관행의 구축을 위한 EU역내에의 노력이 이루어지고 있으므로 굳이 지령에 의하기보다도 권고라는 형식을 취하여 각 구성국으로 하여금 국내의 Governance규준 내지 관행을 적절하게 배려하는 것을 허용하는 입장을 취한 것이라 할 수 있다.<sup>200)</sup>

한편 각 구성국은 2006년 6월까지 「보수권고」의 실시를 위한 필요한 조치를 강구하여야 한다고 정하고 있다(보수권고8.1). 다만 어디까지나 권고에 그치는 점에서 실제 실시할 것인가의 여부는 각 구성국의 판단에 위임하고 있다. 각 구성국의 판단에 따라 예컨대 권고내용의 전부 또는 일부가 실시되지 않는 경우에 있어서도 EU위원회가 직접 그 구성국에 대하여 어떠한 수단으로 제재하는 것은 아니다. 그렇지만, 구성국은 동시에 「보수권고」의 실시상황에 대하여 EU위원회에 통지하여야 하며, EU위원회는 이에 기초하여 세밀한 조사를 하고 권

200) 한편 유럽에 있어서 통일적인 governance규준을 책정하는 것에 관해서는 EU위원회는 이에 부정적인 태도를 이미 나타내고 있다.

고내용의 제조명이나 지령의 선택 등 다른 조치의 필요성에 대하여 검토를 하는 것으로 하고 있다. 이 점에서도 위에서 말한 것처럼 구속력 있는 규제와 그렇지 않은 규제를 적절하게 구분하면서 EU역내에 있어서 규제의 실질적인 표준화를 지향하는 EU위원회의 기본방향을 확인할 수 있다.

다음으로 보수규제의 대상으로 이를 상장회사에 한정할 것인가 또는 EU역내의 모든 회사를 규제의 대상으로 할 것인가가 문제로 된다. 이 점에서 『보수권고』는 상장회사만을 규제대상으로 하고 있다. 여기서 말하는 상장회사란 ‘그 발행하는 증권이 지령 2004/39/EEC<sup>201)</sup>가 정한 규제시장에 있어서 거래가 허가된 회사’라고 정의하고 있다(권고2.2). 여기에는 구성국에 본점을 둔 상장회사(권고1.1)와 구성국 이외의 나라에서 설립되었지만 EU역내의 규제시장(regulated market)에서 상장된 상장회사(권고1.2)가 포함된다. 또한 주식시장에 한정되지 않고 사채만을 상장하고 있는 회사도 규제대상에 포함된다. Public Comment에서는 이사보수에 관한 투명성확보의 필요성은 주식이 시장에서 유통되고 주주의 교체가 빈번하게 발생하는 상장회사의 경우에는 타당하지만, 비상장회사는 사적인 회사이며 이러한 공시규제에는 일반적으로 찬하지 않다는 의견이 비교적 다수를 점한다. 다만 상장회사 가운데 비교적 규모가 작은 회사에 있어서의 공시는 비용증가의 우려가 있으므로 적용제외를 인정하여야 한다는 의견이나, 반대로 비상장회사 가운데 공기업에 대해서는 공시를 강제하여야 한다는 의견도 있었다. 이러한 소수의견에도 불구하고 최종적으로 EU위원회가 『보수권고』에서 채용한 입장은, EU시장에서 자금조달을 하는 기업에 대해 일률적으로 규제를 할 필요를 인정한 것이며, 보수규제를 투자가보호에 중점을 둔

---

201) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

규제라는 입장을 취한 것으로 생각할 수 있다. 그러나 EU위원회는 비상장회사에 대하여 이러한 규제가 불필요하다는 입장을 취한 것은 아니며, 구성국의 국내법 차원에서 비상장회사에 대해 『보수권고』의 내용을 적용하는 것을 허용하지 않는 것은 아니라고 할 수 있다. 또 반대로 UCITS지령<sup>202)</sup>의 적용을 받는 회사형태의 집단투자기업(collective investment undertakings of the corporate type) 및 당해 지령의 적용은 받지 않지만 그 유일한 목적이 투자가로부터 모은 자금을 이용한 다양한 자산에의 투자이며, 또 투자대상기업의 법적지배 내지 경영지배를 목적으로 하지 않는 회사형태의 집단투자기업에 대해서는 다른 유형의 집단투자기업과의 관계에서 경쟁상 불리한 입장에 놓여지지 않도록 특별한 배려를 하는 것으로 하고 있다(권고1.1). 이러한 EU위원회의 입장은 공개회사와 같이 일반대중으로부터 자금조달을 하는 기업에 대해서는 엄격한 규제를 하면서도 기업규모나 형태에 따라 유연한 규제를 허용하는 것이라고 할 수 있다.

또한 주목되는 점은 이사가 회사로부터 받은 보수 뿐 아니라 그 회사가 속한 그룹 내의 다른 기업으로부터 받은 보수에 대해서도 공시를 요구하는 등, 기업그룹 차원에서의 규제도 포함하고 있는 점이다(보수권고5.3(b)). 기업그룹에 대한 규제에 관해서는 『행동계획』에서도 검토항목으로 되어 있었던 것인데, 거기서는 기업그룹에 대한 포괄적인 규제방침에 대해서는 규정하고 있지 않으며 몇몇 항목에 있어서 개별적으로 규정하는데 그치고 있었다. 그룹 차원의 정보공시는 그 가운데 하나로 제안된 것인데, 이사가 그룹 전체로부터 받은 보수의 공시도 이에 포함되는 것이라고 해석할 수 있다.

규제대상으로서 또 하나 문제로 되는 것은 이사의 개념이다. 『보수권고』에 있어서 이사란, ‘상장회사에 있어서 관리운영, 경영 또는 감독

202) Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities(ECITS) OJL 375, 31/12/1985 3~18.

기관의 구성원'이라고 정의한다(권고2.1). 이는 제4지령 및 제7지령에 있어서 이사의 정의를 답습한 것이며, 각 구성국에 있어서의 기관구조의 다양성을 배려한 것이라고 설명되고 있다. 그러나 Public Comment에서는 보다 자세한 정의를 요구하는 의견도 있었다.

『보수권고』에서는 경영이사(managing director)와 감독이사(supervisory director)를 특히 취급에 차이를 두지 않고 있으며 정의규정도 두고 있지 않다.<sup>203)</sup> 이에 대하여 Public Comment에서는 비업무집행이사에 대해서는, 그의 보수가 주주총회에서 결정되는 것이 일반적이며, 업무집행이사의 보수와 비교하여 규제강화의 필요성은 낮다고 하여 『보수권고』의 대상에서 제외하여야 한다는 의견도 볼 수 있었다. 또 그와는 반대로 CEO에 대해서는 그 자가 이사회 의 구성원인가에 관계없이 권고의 대상으로 하여야 한다는 의견이나, 형식적으로 구성원은 아니지만 이사와 동일한 직무를 수행하고 있는 자(회사업무를 지휘·지배하는 자)에 대해서는 역시 『보수권고』의 대상으로 하여야 한다는 의견도 주장되었다. 이러한 지적을 따라, 최종적으로 『보수권고』에서는 이사의 정의에 해당하지 않는 CEO에 대해서도 그 규제대상으로 하였다(권고1.3). EU위원회가 경영이사와 감독이사를 특히 규제상 특별한 차이를 두고 있지 않은 이유는 명확하지 않지만 앞서서도 말한 기관구조의 다양성을 배려하여 이사의 정의를 규정한 것이라 추측된다. CEO에 대한 취급도 같은 배려가 작용한 것이라 생각할 수 있다.

『보수권고』의 내용에 대해서는 전술한 것처럼 EU위원회는 절차규제 및 공시규제를 규정하는데 그치며, 결정된 내용에 대해서는 개입

---

203) ‘독립이사권고’에서는 업무집행이사(Executive director) 및 경영이사(Managing director)와 비업무집행이사(Non-executive director) 및 감독이사로 구분한 상세한 정의규정을 두고 있다(독립이사권고2). 즉 업무집행이사는 一層制의 이사회제도에 있어서 업무집행기관(administrative body)의 구성원으로, 회사의 일상업무를 담당하는 자를 말하며, 비업무집행이사란 같은 업무집행기관의 구성원으로 업무집행이사 이외의 자를 말한다(동권고 2.2 및 2.3). 이에 대하여 경영이사란 二層制의 이사회제도에 있어서 경영기관의 구성원을 말하며, 감독이사란 이층제의 이사회제도에 있어서 감독기관의 구성원을 말한다(동권고 2.4 및 2.5).

하지 않는다는 입장을 취하고 있다. 이사의 보수형태, 구조 및 수준은 유능한 인재를 등용하여 회사의 경영중추의 질을 높이지 위한 중요한 요소이며, 각 개별기업에 있어서 전권적으로 정해져야 할 것이기 때문이다. 보수의 결정기관에 관해서는 전술한 것처럼 보수위원회의 역할에 대하여 EU위원회가 『독립이사권고』를 공표하고 있으며 다음에서 살펴보고자 한다.

### 3. 보수방침

#### (1) 보수방침의 공시

EU위원회는 『보수권고』에서 이사보수에 관한 정보공시라고 하여, 보수결정전의 정보로서 보수방침의 공시를 요구하고 있다. 즉 상장회사는 자사의 보수방침에 대하여 기재한 보수보고서(remuneration statement)를 공시할 것이 요구된다(권고3.1). 이 보수보고서는 독립한 보고서로서 공시하여도 좋으며, 연차계산서류(annual accounts) 내지는 그 주기(note)에 기재하거나 또는 필요에 따라 연차보고서(annual reports) 가운데에 공시할 수도 있다. 또 이와는 달리 보수보고서는 당해 회사의 웹사이트에도 게재하여야 한다. 이에 의하여 주주 및 투자가는 회사가 이사 보수결정에 있어서 어떠한 전략을 갖고 있는가를 알 수 있게 된다.

#### (2) 보수방침의 내용

우선 어느 시점에서 보수방침을 공시하여야 하는가에 대하여, 『보수권고』는 차기회계년도(필요하다면 그 이후도 포함)에 있어서의 이사보수에 대한 회사방침을 공시하는 것으로 한다(권고3.2). 즉 공시되어야 할 보수방침은 과거에 있어서 방침이 아니라, 이후의 회사업적 내지 주주이익의 향상과 관련하는 것이어야 한다. 이 점에서 장래에 대한 보수방침의 공시는 주주에의 사후보고를 목적으로 하는 것이 아니며

보수결정과정에서 주주의 관여를 도모하기 위한 것이라고 생각할 수 있다. 장래에 관한 보수방침이라면, 예컨대 이러한 방침이 회사 또는 주주의 이익에 비추어 적절성을 결한 경우라 하더라도 그 수정의 가능성이 남아 있는 것이다. 또한 「보수권고」에서는 전년도에 시행된 보수방침의 내용에 관한 개요도 포함하여야 한다고 규정하고 또 전년도와 비교하여 보수방침에 중요한 변경이 있는 경우에는 특히 그것을 주기하여야 한다고 하고 있다. 장래의 보수방침과는 별도로 전년도의 보수방침의 내용이나 그 변경에 관해서도 공시가 이루어지는 것은 주주 내지 투자가가 새로운 보수방침의 타당성을 판단하기 위한 유익한 자료가 된다는 점에서 이러한 공시를 의무화하는 것은 유익하다고 할 수 있다.

다음으로 보수방침으로써 구체적으로 어떠한 내용을 공시하여야 하는가. 이에 관하여 「보수권고」에서는 다음의 5항목을 열거하고 있다 (권고3.3).

- (a) 이사보수의 변동(variable)부분과 고정(non-variable)부분의 상대적 중요성에 관한 설명
- (b) Stock Option, 주식 및 보수의 변동부분의 급부의 기초로 된 업적평가기준(performance criteria)에 관한 충분한 정보
- (c) 보수와 업적과의 관련성에 관한 충분한 정보
- (d) 상여계획(annual bonus scheme) 및 비금전급부(non-cash benefits)에 대한 주된 요소 및 이론적 근거
- (e) 이사의 보충적 연금(supplementary pension) 또는 조기퇴직계획(early retirement schemes)의 주된 특징에 관한 설명

또 이러한 사항 이외에도 업무집행이사와의 사이의 계약조건에 관한 회사의 방침에 대하여 보수보고서에서 그 개요를 기재하여야 하는 것으로 규정한다(권고3.4). 구체적으로는 계약의 유효기간, 해임예고기간과 해임 및 조기퇴직에 대하여 지급되는 대가에 관한 조항의 구체

적인 내용에 대하여 설명하여야 한다. 또한 보수방침을 결정하기 위한 의사결정절차에 관한 정보도 보수보고서의 공시내용에 포함되어야 한다. 특히 보수위원회의 권한 및 구성, 보수방침의 결정에 관여한 외부consultant의 이름과 주주총회의 역할에 관한 정보공시가 요구되고 있다(권고3.5).

이와 같이 보수의 구성 및 결정기준 뿐 아니라 보수결정에 영향을 미칠 가능성이 있는 정보에 대하여 부족함이 없이 공시할 것이 요구되고 있다.

다만 보수보고서에 이러한 정보의 공시를 하는 경우 기업경영상 기밀을 요하는 정보는 포함되지 않는다고 한다. 업적평가기준이나 계약에 관련한 방침의 구체적인 내용은 기업전략과 관계가 있는 부분도 있으므로 그 공시는 신중하여야 한다. 「보수권고」는 기업전략에 있어서 불이익이 될지도 모르는 그러한 정보의 공시까지 의무화하는 것은 아니다. 또 Public Comment에서는 「보수권고」가 보수방침의 내용으로 정한 구체적인 항목은 지나치게 포괄적이며, 기업매수의 경우나 이사의 결원보충의 경우 등, 기업을 둘러싼 상황변화에 대응하는데 있어서 부당한 제약을 가하는 것은 아닌가 하는 우려가 주장되었다. 그리고 이러한 우려에서 당해 기업에게 공시항목에 관한 어느 정도의 융통성을 허용하거나 구체적 항목의 결정은 각 구성국의 Governance규준에 맡겨야 한다는 의견도 주장되었는데, 최종적으로는 위에서 말한 기밀정보에 대한 배려에만 그쳤다. 공시의 시기에 관해서도 매년이 아니라 일정 기간마다로 하든지 또는 보수방침에 관한 기본원칙을 기업의 웹사이트에 게시하고 필요에 따라 그것을 개정하고 있으면 충분하다고 하는 의견도 있었지만, 「보수권고」에서는 보수방침을 매년 공시한다는 입장을 견지하면서 동시에 같은 내용을 웹사이트에 게재하는 것으로 규정하였다.

이러한 완화의 요구와는 반대로 보수보고서의 기재요건은 보다 상세하고 포괄적인 것으로 하여야 한다는 의견도 있었다. 특히 보수방침에 변경이나 수정이 이루어진 경우 그 변경이나 수정이 왜, 어떻게 이루어졌는가에 관한 정보는 보수방침 그 자체와 같이 중요하다는 점이 지적되고 있다. 『보수권고』에서는 후자의 지적을 받아 들여 보수방침의 변경에 대하여 특히 주의를 하고 있다.

### (3) 주주총회의 관여

EU위원회는 보수방침에 대하여 그 공시 뿐 아니라 주주총회에 의한 수정까지 포함한 권고를 하고 있다. 즉 『보수권고』는 우선 그 전 단계로서, 보수결정기관의 권한을 해하지 않는 한 보수방침 및 그 중요한 변경을 명시적인 항목(explicit item)으로써 주주총회의 의제로 할 것을 요구하고 있다(권고4.1). 이 점에 대하여 Public Comment에서는 주주는 회사의 연차계산서류나 연차보고서 등으로부터 보수방침에 관한 정보를 충분히 얻을 수 있으며, 제안권의 행사기회도 보장되고 있다고 하여 이에 반대하는 의견도 있었지만, 『보수권고』에서는 투명성 및 정보공시의 질을 높이기 위하여 이러한 규제를 하여야 한다고 규정하고 있다.

보수보고서에 대하여도 마찬가지로 보수결정기관의 권한을 해하지 않는 한, 이를 주주총회의 결의사항으로 하여야 한다고 하고 있다(권고4.2). 이 경우 결의가 강제적(mandatory)인가 또는 권고적(advisory)인가를 불문한다. 또한 보수보고서의 승인의안을 제출할 때에는 그 사실을 주주에게 통지할 것을 요한다(권고4.3). EU위원회는 보수문제에 있어서 주주의 관여를 중시하고, 보수가 이사에게 적절한 인센티브를 부여하고 있는가 등 보수가 회사방침에 적합하고, 주주의 이익에도 적합한 것인가 여부를 주주가 직접 감독할 수 있게 하고 있는 것이다. 공시된 보수방침이 장래에 향한 내용으로 되어 있는 것은 이 때

문이다.<sup>204)</sup>

그러나 이러한 보수방침을 주주총회의 결의사항으로 하는 것에 대하여 「High Level Group 보고서」에서는 부정적인 의견이 표명되고 있으며<sup>205)</sup>, 또 Public Comment에서도 반대의견이 다수를 점하였다. 그 이유로, 강제적이든 권고적이든 불문하고 이러한 결의를 의무화하는 것은 다수의 구성국에 있어서의 현재의 실무관행에 적합하지 않다는 점을 들고 있다. 즉 각국의 회사법 내지 Governance규준에서는, 주주총회는 비업무집행이사의 보수를 결정할 뿐이며, 업무집행이사에 관한 보수방침 기타 보수사항의 결정은 감독기관이 이를 수행한다고 하는 것이 일반적이다. 구성국 가운데에는 보수방침에 관한 보고서에 대하여 주주총회결의를 의무화하는 규정을 이미 두고 있는 나라도 존재하지만<sup>206)</sup>, 대다수의 나라에서는 주주총회의 관여는 제한된 것으로 하고 있다.<sup>207)</sup> 또 다수의견은 정보공시의 확충이나 이사나 보수위원회 위원장의 선·해임권을 행사하는 등에 의해서도 주주는 적절한 영향력을 행사할 수 있다고 한다. 이에 대하여 소수이지만 유력한 견해로서, 보수방침을 주주총회의 결의사항으로 함으로써 부적절한 보수방침을 시정하는 수단 및 기회가 주주에게 주어진다라는 이유에서 이를 찬성하는 의견도 볼 수 있다. 이러한 견해의 대립으로, EU위원회는 상술한 것처럼 주주총회의 결의를 원칙적으로 요구하면서 타협책으로서 구성국의 선택에 따라 이러한 결의를 총의결권수의 25%이상을 보유하는 주주가 요구한 경우에 한하여 이를 인정할 수 있다고 하였다

204) Roberta S. Karmel, *supra* note, at 397~399.

205) Final Report of the High Level Group, *supra* note. at 65.

206) 영국에서는 이사보수보고서를 주주총회의 승인결의에 따라 하는 것으로 하고 있는데(Companies Act 1985 §§241, 241A), 거기서는 보수방침도 포함된다(Companies Act 1985 Schedule 7A, Part 3, §3). 영국에서는 최근 이사보수에 이러한 규제에 대하여 대규모 개정이 있었으며, 이 이사보수보고서도 2002년의 개정으로 도입된 것이다.

207) 대륙법계의 나라에서는 주주총회의 권한은 일반적으로 주식보수의 부여에 한정하고 있다.

(권고4.2). 다만 예컨대 상기의 요건이 충족되지 않은 경우에 있어서도 제안권을 행사하여 주주총회의 의안으로 하는 것은 가능하다는 점을 인정하고 있다. 보수액 그 자체를 결정하는 것에 주주가 관여하는 것이 적절하지 않을지도 모르지만 보수결정과정에서 있어서의 관여라면 그 임무를 충분히 수행할 수 있는 것이며, 보수문제의 중요성에서는 오히려 관여시킬 필요가 있다. EU위원회의 이 타협책은 보수규제의 취지에서는 상당히 후퇴하였다고 할 수 있다.

#### 4. 개별이사보수의 공시

보수액의 구체적인 공시의 문제로서, 『보수권고』에서는 개별공시제도의 도입이 규정되어 있다. 즉 당해 회계연도에 개개의 이사에게 주어지는 보수 기타의 편익(benefits)은 연차계산서류나 그 주기 또는 보수보고서에 이를 공시하여야 한다고 하고 있다(권고5.1).

회사의 업적에 대한 이사보수의 타당성에 대하여 주주가 판단하도록 하기 위하여 이사가 받은 보수 등의 상세한 정보를 주주에게 공시하는 것은 이사의 주주에 대한 설명책임이라는 관점에서 중요하다. 특히 이사마다 개별적으로 보수내용을 공시하도록 함으로써 회사의 업적과 그 이사 개인에 대한 평가(=보수)와의 관계가 한층 명확해진다. 또 이러한 정보의 중요성은 주주에 있어서만 타당한 것은 아니다. 즉 보수정보의 공시는 채권자, 종업원 및 고객 등 회사의 기타 이해관계인에게 있어서도 의의를 갖는 것이라고 생각할 수 있다. Public Comment에서는 개별공시가 노사관계에 긴장을 가져오는 것은 아닌가 하는 우려가 제시되었지만, 이에 대해 EU위원회는 그러한 문제가 발생하는 것은 업적이 바람직하지 못함에도 불구하고 고액보수가 지급되고 있는 경우이며, 원래 그러한 보수액의 설정 자체가 문제라고 한다. 개별공시는 오히려 그러한 부적절한 고액보수를 억제하는 효과가

있을 것으로 기대되는 것이다. 또 이사보수에 관한 상세한 정보공시 그 자체는 경영감독이나 법령준수라는 관점에서도 중요하며, 그것이 투자가의 신뢰회복의 수단으로 된다고 하는 점에서 중요한 의미를 갖는다.<sup>208)</sup>

그러나 이사보수의 개별공시를 의무화하는 것에 대해서는 역시 반대도 강하다. Public Comment에서도 이에 대하여 다양한 의문이 제기되고 있다. 예를 들면 1)필요하면 주주는 주주총회에서 질문권이나 제안권을 행사할 수 있으며, 개별공시가 아닌 총액공시만으로도 주주에 대한 정보공시로는 충분하지 않은가, 2)보수의 개별공시는 이사보수의 (높은 수준에서의) 평준화나 보수의 인플레이를 가져올 우려가 있고<sup>209)</sup>, 3)OECD의 Governance원칙도 개별보수공시는 규정하지 않으며<sup>210)</sup> 또 상세한 정보공시는 개인정보나 개인의 프라이버시권을 침해하는 것이라고 한다. 그 외에도 개별공시 그 자체에 반대하는 것은 아니지만, 타협안으로 4)일률적으로 공시를 요구할 것이 아니라 경영자 가운데에서도 최고위층에 한하여 개별공시를 하고, 다른 이사에 대해서는 일정한 그룹별로 총액을 공시하는 방법도 제안되었다.<sup>211)</sup> 그러나 이러한 의견에도 불구하고 EU위원회는 이사 전원에 대하여 그 보수를 개별적으로 공시한다고 하는 입장을 취한 것이다. 이사가 받는 보수는 그 이사의 업무집행의 대가이므로 그 성과인 업적과의 관련성이 적절하게 표시되어야 한다. 주주는 이러한 정보에 기초하여 경영자로서의

208) Roberta S. Karmel, at 405~406.

209) 공시의 철저에 의하여 이사보수액의 양등을 초래한 예가 캐나다에서 보고되고 있지만, 회사는 이사보수의 결정시에 타사의 이사보수가 아닌 자사종업원의 평균임금과 비교를 한다고 하는 영국의 전문가의 의견도 소개되고 있다.

210) OECD Governance원칙 V.A.참조. 한편 동향의 주석에서는 ‘개별공시가 더욱 더 바람직한 관행이라고 간주되고 있다’고 하면서, 각국에 있어서 규제 차이에 대하여 언급하는데 그친다.

211) 예를 들면 미국에서는 CEO 및 보수액 상위 4명 등에 대하여 그 개인별 보수액을 위임장설명서에 기재하는 것이 SEC규칙에 의하여 의무화되어 있다(Regulation S-K Item 402 (a)(3)).

이사의 선·해임 또는 재임의 판단을 하는데, 그것은 주주총회에서 개인별로 이루어지는 것이므로, 이사보수의 개별공시는 당연히 요구되어야 하는 것이라고 해석할 수 있으므로 EU위원회의 입장은 타당하다고 할 수 있다.

또한 「보수권고」에 의하여 요구되는 것은 단순히 보수총액의 공시에 그치는 것이 아니라 보수의 상세한 내역이나 성질상 보수로 볼 수 있는 것에 대해서도 공시할 것이 요구되고 있다(권고5.2).

우선 보수총액의 내용으로서 다음의 정보에 대하여 공시하여야 한다(권고5.3).

(a) 당해 회계연도에 있어서 제공된 서비스에 대하여 이사에게 지급되거나 지급되어야 할 급여의 총액. 여기에는 필요에 따라 주주총회에서 결정된 출석비용(attendance fee)을 포함한다.

(b) 동일한 그룹에 속하는 기업으로부터의 보수 및 이익.

(c) 이익분배 또는 상여금지급의 형식으로 제공된 보수와 그 이유.

(d) 법률상 허용된 이사의 통상의 직무범위를 초과한 특별노무에 대하여 지급된 중요한 부가적 보수.

(e) 당해 회계연도 중 직전의 업무집행이사에 대해 그 활동의 종료와의 관계에서 지급되거나 지급되어야 할 보수.

(f) 상기 (a) 내지 (e)의 보수에 포함되지 않은 비금전급부의 총평가액.

그리고 주식 및 (또는) Stock Option 및 (또는) 기타의 주식에 관한 인센티브계획에 관해서는 특히 다음의 정보를 공시하여야 한다(권고5.3).

(a) 회계연도 중에 회사에 의하여 부여된 Stock Option 내지 주식수 및 그들의 적용조건

(b) 당해 회계연도 중에 행사된 Stock Option의 수와 각각의 옵션에 대하여 포함된 주식수 및 행사가격 또는 회계연도말에 있어서 주식보상계획(share incentive scheme)에 의하여 주어진 이익액.

(c) 회계연도말에 있어서 미행사 Stock Option의 수와 그 행사가격, 행사기일 및 권리행사의 주요한 조건

(d) 회계연도 중의 기존의 Stock Option의 계약조건의 변경.

보충적 연금계획(supplementary pension schemes)에 대해서는 다음의 정보공시를 요구하고 있다(권고5.5).

(a) 연금계획이 확정급부형(defined-benefit scheme)인 때에는, 당해 회계연도 중에 있어서 그 제도에 기초하여 이사에게 발생하는 급부액의 변화.

(b) 연금제도가 확정기부형(defined-contribution scheme)인 때에는, 당해 회계연도에 있어서 그 이사에 대하여 회사에 의하여 지급되거나 지급되어야 할 기부의 상세.

이들 외에 이사에게 지급된 대출금이나 이사가 부담하는 채무에 대한 회사의 보증이 존재하는 경우에는 미지급금 및 이자도 포함하여 그 총액을 공시할 것을 규정한다(권고5.6).

이상과 같은 공시항목의 상세한 규정은 보수의 다양화에 대응하기 위한 것이며, 이들을 하나의 보수package로써 주주나 투자가는 판단하게 된다.

## 5. 주식에 의한 보수

『보수권고』에 있어서는 업무집행이사보수의 구체적인 결정에 대하여 원칙적으로 주주는 직접 관여하지 않지만, 주식에 기초한 보수에 대해서는 다르게 규제할 것이 권고되고 있다. 즉 『보수권고』는 이사에 대해 그 보수로서 주식, Stock Option 및 추가변동에 기초한 주식이나 보수를 받을 권리를 부여하는 계획에 대해서는, 그 선택에 주주총회결의를 요구함으로써 주주의 사전승인에 따라야 한다고 한다. 다만 이 경우 승인결의의 대상은 계획 그 자체이며, 당해 계획에 기초

하여 개별 이사에게 부여되는 주식에 기초한 보수는 주주총회 승인결의의 대상으로 되지 않는다(권고6.1).

주식보수가 이사의 중대한 이익상반 및 회사자산의 남용을 가져올 우려는 부정할 수 없다. 즉 이러한 보수를 받은 경영자가 주가상승을 위하여 단기기간에의 업적향상에 부심한 나머지, 회사의 장기적 경영에 부정적 영향을 미칠 우려가 있기 때문이다. 또한 주식가치의 희석화가 발생하는 결과 주주의 경제적 이익 뿐 아니라 지배관계의 변동을 야기하고 또 소수주주권의 행사에 필요한 주식수의 증대 등 그 법적 지위에도 중대한 영향을 미칠 우려가 있기 때문이다. 따라서 주식보수의 부여에 대한 감독은 주주의 기본적인 권리에 속하는 것으로 보아야 한다. 이와 같이 주식에 기초한 보수지급에 관해서는 주주에 의한 감독 아래에 두는 것이 특히 요구되고 있기 때문에, EU위원회는 엄격한 절차규제에 따르는 것으로 한 것이다.

주주총회결의에 의하여 승인을 받아야 할 사항으로, 『보수권고』는 다음의 항목을 열거하고 있다(권고6.2).

- (a) Stock Option을 포함하여, 이사에 대한 주식에 기초한 보수계획의 부여
- (b) 최대부여주식수의 결정 및 부여과정 주요한 조건
- (c) 옵션의 행사기간
- (d) 옵션행사가격의 사후변경이 적절하고 또 법률상 허용되는 때에는 그 조건
- (e) 이사를 위한 장기적 인센티브계획이 종업원에 대하여 같은 조건으로는 부여되지 않는 기타의 장기적 인센티브보수계획

다만 승인을 요하는 계획은 어디까지나 이사만이 수령자격을 갖는 것에 한정되어 있고, 종업원에게도 동일하게 제공되는 계획으로서 이미 주주총회의 승인을 얻고 있는 것에 대해서는, 『보수권고』가 대상으로 하는 이사보수에는 포함되지 않으며 특히 주주총회의 승인을 요

하지 않는 것으로 되어 있다(권고6.6).

이외에 주주총회결의가 요구되는 것으로, 보수결정기관이 이러한 유형의 보수를 개개의 이사에게 부여할 수 있는 기간(권고6.3), 할인 Option계약(discount option arrangement)이 열거되어 있다(권고6.5).

또한 「보수권고」는 당해 계획에 있어서 조건의 중요한 변경에 대하여 그것이 어떠한 것이든 주주총회의 사전승인에 따라야 한다고 한다(권고6.4).

이상과 같이 주식에 기초한 보수에 관해서는 주주총회에서 다양한 사항에 대해 승인결의를 요하는 것으로 되어 있다. 이러한 승인결의가 적절하게 이루어지기 위해서는 주주총회에 앞서, 주주에게 당해 결의안에 대한 충분한 정보가 제공될 필요가 있다. 따라서 「보수권고」에서는 회사가 소집통지에 이러한 의안에 관하여 주식보수계획의 전문이나 그 주요한 조건에 관한 설명을 게재하여야 하며 또 의안 그 자체에도 당해 계획의 전문이든 주요한 조건의 개요를 기재하는 외에, 당해 계획의 대상이 된 이사의 이름이나 당해 계획과 보수방침전반과의 관계에 대해서도 주주에게 정보가 제공하여야 한다(권고7.1). 또 그들에게 부여하는 주식에 대하여 회사가 주식을 시장에서 매수하는 것인가, 금고주로 보유하는 것인가 또는 새로운 주식을 발행하는 것인가는 주주에 있어서 중요한 정보이므로, 회사는 특히 이 점에 대해서도 명확하게 하여야 한다(권고7.2). 또한 당해 계획의 변경에 관한 승인결의에 대해서도 계획의 변경은 주주의 이해에 중대한 영향을 가져올 우려가 있으므로 당해 결의안의 내용에 대하여 사전에 주주에게 통지함과 동시에 회사는 이러한 변경에 의하여 가져올 수 있는 영향에 대하여 주주에게 설명하여야 한다(권고6.4).

보수제도에 대한 실효적인 조치로서, 「High Level Group보고서」는 주식보수에 따르는 비용의 정확한 인식을 요구하고 있었다. EU위원회는 이를 이어 받아 모든 비용을 포함한 당해 계획에 의하여 지급되는

보수총액에 대해서도 주주에게 정보가 제공하여야 한다고 한다(권고 7.3).

그리고 이러한 모든 정보에 대하여 회사의 웹사이트에도 게재하여야 한다고 한다(권고7.4).

## 6. 보수위원회

업무집행이사 내지 경영이사의 보수는 EU의 구성국에 있어서는 감독기관이 결정하는 것이 일반적이다. EU위원회는 감독기관 내부에 독립이사가 적어도 과반수를 점하는 보수위원회를 설치하고, 여기에서 보수결정을 담당하여야 한다고 권고하고 있다.

**Governance** 일반의 문제로서, 이사회 또는 감사회에서 독립이사에게 기대되는 역할이란 경영자의 의사결정 내지 업무집행의 타당성을 회사 및 주주의 이익에 비추어 경영자의 영향을 받지 않고 판단하는 것이다. 특히 이사후보자의 이름, 회사의 업무·회계감사 및 이사보수의 결정 등 회사업무에 있어서 특히 중요하거나 경영자와 주주의 이익상반의 우려가 특히 강한 분야에서는 그 중요성이 높으므로 이사회 내부에 독립이사를 중심으로 하는 특별위원회를 설치하여 독립적인 기능을 담당하도록 하는 것이 세계적인 추세라고 할 수 있다. 또한 그러한 위원회에서 중심적인 역할을 수행하여야 하는 독립이사에 대해 경영자의 영향으로부터의 독립성 확보가 중요하다.

EU위원회는 이러한 인식에 기초하여 이사회에서 비업무집행이사 또는 감독이사의 역할에 대하여 검토를 한 결과로서<sup>212)</sup>, 2005년 2월 15일에 위원회권고 『독립이사권고』를 공표하였다. 다음에서는 이 권

---

212) 이 사이의 경위는 대체로 다음과 같다. EU위원회는 2004년 5월 5일에 협의문서를 공표하고 Public Comment의 모집을 하였다. 위원회에 의한 검토는 Public Comment 모집 중에도 계속되었으며, 그 성과가 작업문서로서 7월 24일에 공표되었다. Public Comment의 결과는 9월 29일에 공표되고 이에 기초하여 위원회 내부에서 검토가 이루어졌으며, 10월 6일에는 위원회권고의 원안이 공표되었다.

고 가운데 보수위원회의 구성 및 기능에 대하여 살펴본다.

우선 보수위원회는 이사회 또는 감사회 내부에 설치하는 것으로 규정하고 있다(「독립이사권고」 부속문서 I 3.1 제1항). 보수위원회는 비업무집행이사 또는 감독이사만으로 구성되며, 적어도 과반수는 독립하고 있어야 한다(동2항).<sup>213)</sup> 독립이사가 점하는 비율에 관해서는 보수위원회 역할의 중요성에 비추어 과반수가 아닌 전원에 대하여 독립성을 요구하여야 한다는 견해도 Public Comment에서는 주장되었지만, EU위원회가 보수위원회의 구성원 모두에게 독립성을 요구하지 않은 것은, 감독자로서의 자질을 갖추고 또 독립성의 요건을 충족하는 자를 각 회사에서 확보하는 것이 곤란하다는 점을 배려했던 것이라 할 수 있다.

다음으로 보수위원회가 이사보수의 결정에 대하여 어떠한 역할을 수행하여야 하는가에 대하여 「독립이사권고」는 다음과 같이 정하고 있다(「독립이사권고」 부속문서 I 3.2).

즉 제1항에서 보수위원회는 업무집행이사 내지 경영이사의 보수에 관하여, 첫째, 업무집행이사 내지 경영이사보수에 관한 방침을 이사회 또는 감사회에 제안할 것을 규정한다. 이 보수방침에서는 고정보수,

213) 독립성의 요건에 관하여, ‘독립이사권고’는 일반적으로 다음과 같이 정한다. 즉 이사가 독립하다고 하기 위해서는 그 자가 회사, 그 지배주주 또는 그러한 누군가의 경영자에 대하여 자기판단을 해할 우려가 있는 이익상반을 가져오는 어떠한 사업, 가족, 기타의 관계도 갖어서는 안된다고 한다(권고13.1). 그렇지만 독립성의 저해요인은 다양한 것이라고 생각되며 그 모두를 열거하는 것은 불가능하다. ‘독립이사권고’에서는 일련의 성과로서 부속문서 II 1.(a)~(i)에서 독립성의 판단기준으로 될 수 있는 항목을 열거하고 있고 이를 참고로 각 구성국에서 판단기준을 정하여야 하는 것으로 한다(권고13.2). 또한 최종적인 독립성의 판단은 이사회나 감사회에 위임되어야 하는 것이며, 정해진 독립성의 기준을 모두 만족하는 자이더라도 그 독립성을 부정하거나 그 반대도 가능하다. 다만 그 경우에는 독립성의 판단에 대한 적정한 정보가 공시될 필요가 있다(독립이사권고13.3). 즉 회사는 비업무집행이사 내지 경영이사의 선임의안의 제출에 있어서 그 자가 독립하고 있는가 여부를 공시하여야 하며 특히 독립성의 기준을 충족하지 않음에도 불구하고 그 자를 독립이사로 간주하는 경우에는 그 이유를 공시하여야 한다고 한다(권고13.3.1). 여기서도 공시에 의한 간접적인 강제라고 하는 수법이 이용될 수 있다.

업적연동형보수계획, 연금계약 또는 해임수당 등 모든 형태의 보수에 대하여 기록하여야 하며, 특히 업적연동형보수계획의 제안에서는 업무집행이사 내지 경영이사의 보수를 회사의 목적 및 주주의 장기적 이익과 적절하게 관련짓기 위한 평가기준에 대해서도 권고하여야 한다고 규정하고 있다. 둘째, 업무집행이사 내지 경영이사에게 지급되어야 할 개별 보수에 대하여 그것이 회사가 채용한 보수방침이나 당해 이사 개인의 업적평가에 따른 내용으로 되도록 제안을 하여야 한다고 규정한다. 보수위원회는 그 경우 당해 이사가 회사가 속하는 그룹으로부터 받고 있는 보수에 대해서도 적절하게 파악하여야 한다. 셋째, 보수위원회는 업무집행이사 내지 경영이사의 보수내용 뿐 아니라 그들과 회사와의 사이에 체결된 계약의 형식에 대해서도 제안을 할 것으로 규정한다. 넷째, 보수위원회는 회사가 보수에 관련한 정보공시의무를 준수하고 있는가에 대하여 이사회 또는 감사회에 의한 감독을 지원하는 것으로 규정한다.

제2항에서, 업무집행자 가운데에서도 특히 상급임원(senior management)에 대하여 그 보수수준 및 구조에 대하여 일반적인 권고를 함과 동시에 업무집행이사 내지 경영이사로부터 충분한 정보제공을 받은 다음 그들을 감시하여야 한다.

그리고 제3항에서, 주식에 기초한 보수에 대하여 그러한 보수계획에 관련한 일반적인 방침에 대하여 보수위원회에서 협의를 함과 동시에 이사회 또는 감사회에 권고를 할 것, 연차보고서 또는 주주총회에서 공시된 정보에 대하여 검토할 것으로 규정하고 있다.

이와 같이 보수위원회에는 보수결정에 관하여 광범한 권한이 주어지고 있는데, 그 운영에 관해서도 『독립이사권고』는 다음과 정한다(『독립이사권고』 부속문서 I 3.3). 즉 첫째, 보수위원회는 업무집행이사 내지 경영이사의 보수를 결정함에 있어서 이사회회장 또는 CEO와 협의하는 것으로 한다. 둘째, 보수의 시장수준(Market Standards)에 대하여

정보제공을 얻기 위하여 외부 consultant를 이용할 수 있다. 이 경우 보수 consultant의 선임 및 consulting의 내용에 대해서는 보수위원회가 정하며, 이에 요하는 비용은 회사로부터 지출되는 것으로 한다. 다만 보수위원회가 이러한 외부의 자문을 이용하는 것에 대하여 독립이사권고는 일정한 배려를 하고 있는데, 회사내부의 정보에 대해서는 최고경영층과의 협의에 따라 정하도록 하고 있으며, 예를 들어 회사의 인사관리부문(Human Resources Department)과의 제휴 등에 대해서는 특별한 언급을 하고 있지 않은 점에서는 불충분하다고 할 수 있다.<sup>214)</sup>

#### 제 4 절 『보수권고』에 대한 평가

이상에서 이사보수규제와 독립이사에 관한 두 가지 권고에 대하여 그 개요를 살펴보았는데, 이러한 권고에 기초한 EU위원회의 입장을 어떻게 평가하여야 하는가.

우선 규제수법에 관하여, 국내법으로의 입법이 의무로 되는 지령과는 달리 구속력을 갖지 않는 권고에 그친 점은 EU위원회가 현재까지의 각국에 있어서의 Governance규준확립을 위한 노력을 인식한 것이라 할 수 있다. 동시에 각 구성국에 있어서 서로 다른 소유구조, 법문화 및 경제제도에 기초한 규제의 분화가 역시 잔존하고 있는 점에 일정한 배려를 보인 것이라고 할 수 있다. 조화일변도의 수법에 의하여 각국규제의 통일을 목표로 하는 것이 아니라, 구성국에 제도선택의 폭을 허용하고, 그렇지만 공시규제의 충실을 도모하여 주주 및 시장의 평가를 받도록 함으로써 구성국 간에 있어서 제도간 경쟁을 가져오고 그럼으로써 규제 그 자체의 충실까지 촉진할 목적이 있다고도 평가할 수 있다.<sup>215)</sup> 두 가지 권고는 공시규제에 대해서는 각 구성국에

214) 이사의 보수결정에 있어서 회사의 인사관리부문은 보수위원회의 직무보조, 외부 consultant의 지원 등 기술면에서 큰 역할을 수행하고 있다. 인사관리부문이 구체적인 보수안의 책정을 하고 있는 경우도 있다.

215) Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter, Eddy Wymeersch eds., *Reforming*

서 일률적인 규제내용을 지향하는데, 실질내용에 대한 규제에 있어서는 각 구성국 또는 개별기업에 재량의 폭을 널리 인정하고, 그 타당성 여부는 공시에 의하여 시장의 판단에 맡긴다는 수법을 채용하고 있으며, 이는 위의 평가와 합치하는 것이다.

다음으로 규제내용에 관해서는 일반의 보수에 대하여 그 절차면(보수방침에 대한 주주의 관여, 보수위원회의 구성 및 역할 등) 및 공시면(보수방침 및 개별보수의 공시)에서의 규제의 충실을 도모함과 동시에 다양한 내용의 보수에 대응한 폭넓은 규제를 지향하고 있다. 그리고 주식에 기초한 보수 등 특히 중요한 보수형태에 대해서는 사전규제를 만드는 것으로 그 남용을 미연에 방지하려 하는 것이다.

규제당국에 의한 Governance구조에의 직접적인 개입은 오히려 제도 간 경쟁을 왜곡하고, 규제의 유연성을 손상시킨다는 비판에 대하여, EU위원회에 의한 이러한 간접적인 규제의 입장은 타당한 것으로 이를 평가할 수 있다.

---

Company and Takeover Law in Europe, Oxford University Press(2004), at 3~20.

## 제 5 장 결 론

이상에서 살펴본 바와 같이 2000년대 들어 미국과 영국 그리고 EU에서 이루어진 이사와 집행임원의 보수규제를 중요한 몇가지 항목별로 간단하게 비교하면 다음과 같다.

### 1. 이사 등의 보수에 대한 공시

#### (1) 미 국

SOX와 SEC 규칙은 회사의 이사 또는 CEO를 포함한 보수액 상위 5인의 집행임원이 참여하는 보수계약 및 계획(Stock Option, 퇴직보수, 보너스 등을 포함)을 공시하여야 하며, 임원의 선임에 있어서 임원의 이름·지위·회사와의 일정한 거래관계·임용계약의 개요 등을 공시하여야 한다고 규정하고 있다. 또한 회사가 새로운 CEO를 선임하고 보수에 관하여 합의한 경우 보수계약의 내용이 계약체결일로부터 4영업일 이내에 제출되는 임시보고서에 기재됨으로써 공시되어야 한다고 규정한다.

모범관행에서는 임원보수에 대한 공시는 주주가 이해하기 쉬운 형태로 이루어져야 하며, 임원보수결정과정과정에 관한 정보, 임원보수가 회사나 주주에게 가져오는 경제적 영향, 집행임원이 직·간접적으로 보유하고 있는 자사주식을 처분할 의사, 집행임원의 임용계약을 공시하여야 한다고 제안하고 있다.

#### (2) 영 국

통합규정 및 상장규칙에서는 이사회는 연차보고서에 의하여 보수에 대해 주주에게 보고하여야 하며, 이 보고에는 업무집행이사의 보수에 관한 회사의 정책을 기재하고 회사에 특수한 요인에 대하여 주의를 주어야 한다고 규정하고 있다.

한편 회사법상 상장회사의 보수위원회는 이사보수보고서의 작성하여야 하며 이는 이사회에서 승인되어야 한다고 규정한다. 이 보고서에는 보수위원회에 의한 업무집행이사보수결정과정, 보수정책 및 보수와 업적의 연동에 대한 사항이 그래프에 의하여 기재됨으로써 공시되어야 한다. 또한 이 보고서에 의하여 이사의 개인별 보수내용, 개개의 이사에게 부여된 Stock Option, 기타 장기인센티브계획 등이 공시되어야 한다.

### (3) EU

EU위원회는 ‘보수권고’에서 상장회사는 그 보수방침에 대하여 기재한 보수보고서를 공시할 것을 요구하고 있다. 이 보수보고서는 독립한 보고서나 연차계산서류 및 연차보고서 가운데 공시할 수 있으며, 또한 보수보고서는 당해 회사의 웹사이트에도 게재하여야 한다고 한다. 또 보수방침으로써 공시하여야 할 사항으로 첫째, 이사보수의 변동부분과 고정부분의 상대적 중요성에 대한 설명, 둘째, Stock Option 과 업적평가기준에 관한 정보, 셋째, 보수와 업적과의 관련성에 관한 정보, 넷째, 상여계획 등, 다섯째, 이사의 보충적 연금 등을 열거하고 있다. 그러나 보수보고서에 정보의 공시를 하는 경우 기업경영상 기밀을 요하는 정보는 포함되지 않는다고 한다.

한편 ‘보수권고’에서는 회사의 업적에 대한 이사보수의 타당성을 판단하기 위하여 이사보수의 개별공시를 규정하고 있다. 즉 당해 회계연도에 개개의 이사에게 주어지는 보수 기타의 편익은 연차계산서류나 그 주기 또는 보수보고서에 이를 공시하여야 한다고 정하고 있다.

## 2. 보수위원회의 구성과 권한

### (1) 미국

뉴욕증권거래소와 나스닥의 상장규칙에서는, 상장회사는 독립이사로 구성된 보수위원회를 설치하여야 하며, 보수위원회는 CEO의 보수에

대한 회사의 목표 및 목적에 대하여 심사·승인하며 또 그러한 목표·목적에 비추어 CEO의 업적을 평가하여 CEO의 보수수준을 승인하여야 하며, CEO이외의 집행임원의 보수에 관련해서는 이사회에 대해 권고를 하며 인센티브보수와 주식연계보수에 대해서는 이사회 승인을 얻을 것을 요구하고 있다.

모범관행도 임원보수결정에 대하여 독립이사로 구성된 보수위원회에 권한이 있으며 최소한 회사의 보수구조·정책·계획 전체의 감독, 집행임원의 업적목표의 달성과 업적달성과정에 대한 평가, CEO보수의 결정 및 이사회에 대한 권고 등의 권한을 서면의 규칙으로 정하여야 한다고 제안한다.

## (2) 영 국

상장회사는 독립한 비업무집행이사로 구성된 보수위원회를 두어야 하며, 그 구성 및 운영에 대하여 통합규정은 이사회회장은 보수위원회구성원이어서는 안되며, 이사회회장은 보수위원회가 사외의 전문가로부터의 자문을 얻을 수 있도록 보장하여야 하고 또 보수위원회는 회사의 경영진이 이용하고 있는 Consultant가 아닌 사외의 Consultant를 선임하여 독립성을 확보하여야 한다고 한다.

## (3) E U

EU위원회는 감독기관 내부에 독립이사가 최소한 과반수를 점하는 보수위원회를 설치하고 여기에서 보수결정을 담당하여야 한다고 권고하고 있다. 이사보수를 결정하는데 있어서, 보수위원회는 업무집행이사 내지 경영이사보수에 대한 방침을 이사회 및 감사회에 제안하도록 하며, 이사의 개별보수에 대하여 이사 개인의 업적평가에 따른 내용으로 되도록 제안하고 있다. 또한 보수위원회는 보수의 시장수준에

대한 정보를 얻기 위하여 외부consultant를 선임하여 자문을 얻을 수 있으며 그 비용은 회사가 부담하는 것으로 정하고 있다.

### 3. 이사 등의 보수에 대한 주주의 관여

#### (1) 미 국

뉴욕증권거래소와 나스닥의 상장규칙 및 모범관행은 CEO 등에게 주식연계보수에 의한 주식이 부여됨으로써 주주가 보유하는 주식가치의 잠재적인 희석화를 방지하기 위하여 주식연계보수계획과 그 중요한 개정에 대하여 주주의 승인을 얻어야 한다고 규정하고 있다.

#### (2) 영 국

상장회사는 이사보수에 관한 중요한 사항이 기재된 이사보수보고서에 대하여 매년 주주총회에서 승인받아야 한다고 함으로써 이사보수에 대한 주주의 권한을 강화하고 있다.

#### (3) E U

EU위원회는 보수방침에 대하여 그 공시 뿐 아니라 주주총회에 의한 수정까지 포함한 권고를 하고 있다. 즉 보수결정기관의 권한을 해하지 않는 한 보수방침 및 그 중요한 변경을 명시적인 항목으로써 주주총회의 의제로 할 것을 요구하고 있다. 또한 보수보고서를 주주총회의 결의사항으로 함으로써, EU위원회는 보수문제에 있어서 주주의 관여를 증시하고 보수가 이사에게 적절한 인센티브를 부여하고 있는가 등 보수가 회사방침에 적합하고 주주의 이익에도 적합한 것인가 여부를 주주가 직접 감독할 수 있게 하고 있다.

## 4. 업적과 보수

### (1) 미 국

모범관행에서는 회사의 이사회 및 보수위원회는 업적과 보수를 연동시키는 업적연동형보수를 위한 목표를 설정하고 있어야 하며, 그 보수는 회사 전체의 업적 뿐 아니라 임원 개인의 업적을 반영하여야 하며 경제 전체 또는 산업 전체의 흐름이 회사업적에 가져오는 영향 등의 외부요인도 고려하여야 한다고 제안한다.

또 집행임원의 부정행위로 회사에 현저한 손해가 발생한 경우에는 그 보수를 반환하여야 한다고 제안한다.

### (2) 영 국

이사보수보고서에 Stock Option이나 장기인센티브계획, 이사의 개인별 보수내용 및 업적그래프를 기재하여야 하며, 업적에 연동하는 보수와 그렇지 않은 보수와의 비율 등을 공시하도록 함으로써 이사보수가 업적에 관련되도록 규정하고 있다.

### (3) E U

EU위원회는 개별이사보수의 공시를 요구함으로써 회사의 업적과 이사보수의 관련성에 대한 정보를 공시하도록 하고 있다. 또한 보수의 상세한 내역 및 성질상 보수로 볼 수 있는 것에 대해서도 공시할 것을 요구하며, Stock Option 등 주식관련보수에 관한 상세한 정보를 공시하도록 정하고 있다.

다음으로 미국, 영국 및 EU에 있어서의 이사와 집행임원의 보수규제를 통하여 우리나라에 있어서 이사와 상법개정에 의하여 도입이 예상되는 집행임원의 보수규제에 대한 시사점을 얻고자 한다.

1) 이사 등의 보수에 대한 공시를 강화할 필요가 있다. 이사 등의 보수 기타의 직무집행의 대가인 재산상의 이익에 대한 공시와 Stock Option의 부여내용에 대한 공시, Stock Option의 행사상황에 대한 공시, 임원이 받는 개인별 보수내용결정에 대한 방침의 공시 등을 통하여 이사 등의 보수의 투명성 및 적절성을 도모하여야 한다.

2) 보수결정절차와 관련하여 이사 등의 보수를 주주총회가 결의한 최고한도액의 범위내에서 결정하면 된다고 할 것이 아니라, 이사 등의 업적에 따라 적절하게 결정되어야 한다. 이사 등의 보수결정을 경영자의 감독·인센티브부여의 수단으로 본다면 주주총회에서의 최고한도액의 결정보다 오히려 그 범위 내에서의 이사 개인별보수결정의 적절성을 확보하는 것이 중요하다 할 것이다.

3) 독립이사로 구성된 보수위원회의 설치가 의무화될 필요성이 있다. 최소한 독립이사가 과반수를 점하는 보수위원회로 하여금 보수결정을 담당하도록 하고 이사의 개별보수에 대하여 이사 개인의 업적평가에 따른 내용으로 되도록 하며, 독자적으로 보수에 관한 외부 consultant를 선임하여 자문을 얻을 수 있도록 하여야 한다.

4) 주식연계형보수의 적극적인 활용이 요구된다고 할 것이다. 그러나 이에 대한 충분한 규제가 이루어지지 않는다면 오히려 고액의 임원보수를 조장할 우려가 있으므로 주주총회에서 결의된 ‘구체적인 산정방법’, ‘구체적인 내용’을 엄격하게 준수하면서 이사의 개별적 보수액 및 부여수를 이사회가 결정하도록 하는 것이 필요하다.

## 참 고 문 헌

- Charles M. Yablon, Bonus Questions-Executive Compensation in the Era of Pay for Performance, 71 Notre Dame L. Rev. 271, 1999.
- Department of Trade and Industry, “Rewards for Failure” Directors' Remuneration - Contracts, Performance and Severance - : Consultative Document, June 2003.
- Department of Trade and Industry, Directors' Remuneration : Summary of Responses to the Consultative Document, 1999.
- Franklin G. Snyder, More Pieces of the CEO Compensation Puzzle, 28 Del. J. Corp. L. 129, 2005.
- Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter, Eddy Wymeersch eds., Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford University Press, 2004,
- John C. Coffee, Jr., What Caused Enron? - A Capsule Social and Economic History of the 1990s, 89 Cornell L. Rev. 269, 2004.
- John E. Core, Wayne R. Guay & Randall S. Thomas, Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay without Performance?, 103 Mich. L. Rev. 1142, 2005.
- John Patrick Kelsh, Section 304 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 : The Case for a Personal Culpability Requirement, 59 Bus. Law. 1005, 2004.

참 고 문 헌

- Kevin J. Nurfpy, Explaining Executive Compensation : Managerial Power Versus the Perceived Cost of Stock Options, 69 U. Chi. L. Rev. 847, 2002.
- Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Pay without Performance - The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Harvard University Press, 2004.
- Lucian A. Bebchuk & Rober J. Jackson, Jr., Executive Pensions, 2005. (<http://ssrn.com/abstract=649766>).
- Lucian Bebchuk & Yaniv Grinstein, The Growth of Executive Pay, 2005. (<http://ssre.com/abstract=648682>)
- Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, Remuneration : Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them, 2006. (<http://ssrn.com/abstract=561305>).
- Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How, Harv. Bus. Rev. 138, May-June, 1990.
- Rober Charles Clark, Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act : A Morality Tale for Policymakers Too, 2005. (<http://ssrn.com/abstract=808244>).
- Roberta Romano, the Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, 114 Yale. L. J. 1521, 2005.
- The American Bar Association Section of Business Law, Corporate Director's Guidebook-1994 Edition, 49 Bus. Law. 1243, 1994.

- The American Law Institute, Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendation §3A.05, 1994.
- William W Bratton, The Academic Tournament over Executive Compensation, 93, Cal. L. Rev. 1557, 2005.
- Business Roundtable, Executive Compensation : Principles and Commentary (Nov. 2003).
- Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies (2004/913/EC).
- Committee Code - Derived by the Committee on Corporate Governance from the Committee's Final Report and from the Cadbury and Greenbury Reports (1998).
- Committee on Corporate Governance : Final Report (1998).
- Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward(21. 05. 2003).
- Comparative Study of the Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States (2002).
- Department of Trade and Industry, Directors' Remuneration (1999).
- Department of Trade and Industry, Directors' Remuneration (2001),
- Directors' Remuneration : Report of a Study Group chaired by Sir Greenbury (1995).

참 고 문 헌

Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a  
Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe  
(November 2002).

Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate  
Governance (1992).

Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Executive  
Compensation and the Role of the Compensation Committee  
(2003).

The Conference Board Commission on Public Trust and Private  
Enterprise, Finding and Recommendations Part 1 : Executive  
Compensation (Sep 17, 2002).

The Directors' Remuneration Report Regulations (2002).