

경영진 보수에 대한 주주 투표권(Say on pay)의 효과를 중심으로

차정화¹, 이은주^{2*}

¹창신대학교 경영회계학과 조빙교수, ²부산외국어대학교 세무회계학과 조교수

Focusing on the effect of shareholder voting rights (Say on pay) on CEO compensation

Jeong-Hwa Cha¹, Eun-Ju Lee^{2*}

¹Visiting Professor, Department of Management & Accounting, CHANGSHIN University

²Assistant Professor, Department of Financial & Tax Accounting, Busan University of Foreign Studies

요 약 본 연구는 2018년 금융위원회의 금융회사 지배구조 개선 방안 중 고액 연봉자 보수공시 강화 효과를 분석하기 위하여 2015년부터 2020년까지 우리나라 금융회사를 대상으로 보상체계와 경영성과, 그리고 지배구조 개선에 관한 실증분석을 수행하였다. 실증분석 결과, 2018년 이후의 금융회사가 임직원보상피리도와 대주주지분율은 감소하고, 주식성과 및 외국인지분율은 증가하는 것으로 나타났다.

본 연구는 경영진 보수에 대해 공개하고, 그 적정성에 관하여 주주들이 투표를 통해 확인할 수 있도록 하는, 이른바 Say on pay의 적용 효과를 검증한 첫 번째 국내연구라는 점에서 가장 큰 공헌점이 있다. 외국의 Say on pay 제도는 기업 보상 체계를 더욱 엄격하게 조정하도록 하면서 기존 대기업의 보수지급 관행을 변화시켰다. 따라서 보수 공시제도의 긍정적인 효과를 반영한 금융위원회의 금융회사 지배구조 개선방안이 실효성을 거두었는지 실증 분석하였다는 점에서 의의가 있다. 또한 경영진의 과도한 보상을 통제하기 위한 수단으로서의 Say on pay의 효과에 집중한 점에서 최근 ESG경영과 지배구조 개선방안에 관한 학술적 공헌점도 제공한다.

주제어 : Say on pay, 지배구조 개선방안, 경영자 보상, 공시제도, ESG

Abstract In order to analyze the effect of strengthening the disclosure of remuneration for high-paid workers among the measures to improve the governance structure of financial companies by the Financial Services Commission in 2018, this study demonstrated the compensation system, management performance, and improvement of governance for Korean financial companies from 2015 to 2020. Analysis was performed. As a result of the empirical analysis, it was found that financial companies after 2018 decreased the employee compensation disparity and the majority shareholding ratio, while the stock performance and foreign ownership ratio increased.

This study has the greatest contribution in that it is the first domestic study to verify the effect of applying the so-called Say on Pay, which discloses management's remuneration and allows shareholders to check its appropriateness through voting.

Key Words : Say on pay, governance improvement plan, CEO compensation, disclosure, ESG

*Corresponding Author : Eun-Ju Lee(gracedu@bufs.ac.kr)

Received October 26, 2021
Accepted January 20, 2022

Revised November 12, 2021
Published January 28, 2022

1. 서론

2018년 3월 15일 금융위원회는 금융회사 지배구조 개선방안에 대한 보도자료를 배포하였다. 이러한 개선방안의 추진배경을 살펴보면, 금융회사는 국민의 재산을 기반으로 운영되며, 부적절한 경영이 국민경제 전반에 영향을 미칠 수 있으므로 일반회사에 비해 건전한 지배구조 확립을 위한 공적규율의 필요성이 크다. 그러나 금융회사들의 실제 지배구조 운영은 여전히 주주와 금융소비자의 기대 수준에 부합하는 투명성과 책임성을 확보하지 못하고 있는 평가로 인해 추진한다고 명시되어 있다. 구체적인 개선방안은 대주주 적격성 심사 대상 확대, CEO 자격요건 강화, CEO 선임 투명성 강화, 사외이사 책임 강화, 내부감사 실효성 제고, 그리고 고액 연봉자 보수공시 강화를 제시하였다.

금융위원회의 금융회사 지배구조 개선방안을 제시한 것은 최근 언론에서 제기한 ‘금융사 고액연봉자에 대한 사회적 논란이 거세어지고 있다’는 지적과 무관하지 않다. 금융사 임원이 성과 대비 보수 수준이 높고, 과도하게 단기성과급을 추구하는 경향으로 지배구조에 부정적 영향을 미친다는 것이다. 이러한 문제를 해결하기 위한 금융위원회의 방안은 보수 총액 5억원 이상 임원과 성과보수 총액 2억원 이상 임직원의 ‘개별보수 공시’의무화, 즉 “Say on pay” 제도를 도입하겠다는 것이다.

Say on pay는 과도한 보수에 대한 주주발언권으로서, 등기임원에 대한 보상계획을 임기 중 1회 이상 주주총회에 상정해 주주평가를 받도록 하는 제도이다. 선진 금융업을 영위하는 미국과 영국의 Say on pay 제도는 주주총회에서 주주들이 경영진 보수에 대한 발언권을 부여함으로써, 경영진들에 대한 과도한 보수를 감시하여 단기성과 추구 성향을 통제하고 기업의 지배구조 개선을 도모하고 있다. 경영진 보수와 주주의 발언권, 그리고 지배구조 개선은 최근 ESG경영 문화에서도 주목 받는 제도로 평가받고 있다.

본 연구는 2018년 금융위원회의 금융회사 개선 방안이 실효성을 거두고 있는지 분석하고자 한다. 구체적으로 개선방안 중 고액 연봉자 보수공시 강화의 효과가 과도한 보상을 감소시키는지 우리나라 금융회사를 대상으로 실증분석하고자 한다. 실증 분석을 통해 먼저 금융위원회에 정책적 시사점을 제공할 수 있고, 나아가 Say on pay제도의 도입을 통해 ESG 경영 성과 향상에 관한 실증적 증거를 제공하고자 하는 것이 본 연구의 목적이다.

먼저 첫 번째로 개선방안이 제시된 2018년을 전후로

금융회사 보상 개선이 이루어졌는지를 비교한다. 그리고 과도한 보상 개선이 해결된다면 회사의 성과가 개선이 되는지를 주식성과를 통해 비교한다. 그리고 마지막으로 지배구조가 개선이 되는지를 지배구조 대리변수인 지배구조지분율과 외국인지분율을 사용하여 비교 분석한다.

분석 결과, 2018년 이후의 금융회사가 임직원보상과 리도가 감소하는 것으로 나타났다. 그리고 주식성과는 개선되는 것으로 나타났다. 그리고 대주주지분율이 감소하고 외국인지분율이 증가하는 것으로 나타났고, 이러한 분석결과는 지배구조 개선이 효과적으로 이루어지고 있다는 것을 시사한다.

본 연구는 경영자 보상과 관련한 국내선행 연구를 기반으로 새롭게 도입되는 Say on pay 제도의 효과를 분석하는데 있어 가장 큰 의의가 있고, 2015년부터 2020년까지 국내 금융회사를 대상으로 분석함에 있어 기존 제조업 기업을 대상으로 분석한 관리회계 보상 연구들과 차별성을 가진다. 개선방안이 도입된 2018년 전후의 금융회사를 대상으로 실증분석한 결과는 최근 ESG 경영과 지배구조 개선방안에 관한 시사점을 제공할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 이론적 배경과 선행연구를 검토하고, 이를 바탕으로 연구설계를 설정한다. 3장에서는 연구설계를 제시한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하며 제5장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 제시한다.

2. 이론적 배경 및 선행연구

2.1 Say on pay 제도에 관한 이론적 배경

경영진 보수에 관한 주주의 투표권은 2000년대 초 영국에서 처음 제시되었다. 기업의 경영진 보수에 대해 공개하고, 그 적정성에 관하여 주주들이 투표를 통해 확인할 수 있도록 만든 규정이다. 영국은 2002년 회사법 개정을 통해 런던 증권거래소에 상장된 기업들은 반드시 이를 준수할 수 있도록 규정하였고, 이어서 호주와 스웨덴에서도 이를 입법화 하였다. 2010년 이후 미국에서도 Say on pay의 기초가 마련 되었고, 경영진들의 과도한 보상을 줄이고 관련 내용을 공개하기 시작하였다 (2011.4. Financial times).

미국에서 도입된 say on pay의 구체적 내용을 보면 기업은 3년에 1회 이상 주주총회에서 경영진 보수의 적정성을 회의하여야 하며, 주주들은 경영진 보수에 관하여 의견을 자유롭게 제안할 수 있다. 기업은 주주총회 전에

경영진 보수 관련 정보를 주주들에게 미리 제공해야 하며, 주주들은 지급 계획에 관한 정보 공개를 회사에 추가로 요구할 수 있다. 이러한 주주의 권리 향상 조항은 경영진의 경상 임금 이외의 퇴직금이나 스톡옵션에도 권리를 행사할 수 있게 하였다.

AT&T, Walt Disney, OfficeMax 등의 기업은 2011년 이후 경영진에게 조건부로 부여해 온 세금 우대 조항을 삭제하였으며, GE는 스톡옵션 지급방법을 기존보다 더욱 엄격하게 바꾸기로 결정하였다. 이러한 결과는 기존 대기업의 보수지급 관행이 변화하고 있음을 나타내고 있으며, 주주의 경영권 참여 확대 기여로 건전한 지배구조 조성에도 도움이 되고 있음을 의미한다.

2.2 Say on pay의 선행연구

2018년 금융위원회의 금융회사 개선방안 중 고액 연봉자 보수공시 강화는 미국과 영국 등지에서 사용하는 Say on pay 제도와 정확히 일치하는 제도는 아니다. 그러나 자산총액 2조원 이상 대형 상장금융회사에서 보수총액이 5억원이 넘거나 성과보수가 2억원이 넘는 직원들까지도 연봉을 공개하게 함으로써, 과도한 성과급 지급을 방지하고 보수 정당성 및 투명성을 제고하기 위한 목적은 동일하다고 볼 수 있다. 즉 회사의 보상계획을 주주가 확인하고 의견을 반영하게 하며, 심의할 수 있는 기회를 준다는 점에서 고액 연봉자 보수공시 강화와 Say on pay의 의의는 동일하다고 보아 아래와 같이 외국 선행연구를 참조한다.

Martin Conyon and Graham Sadler(2010)은 영국 기업을 대상으로 Say on pay와 경영진 보상간의 관계를 연구하였다[1]. 연구결과, 10% 미만 주주들이 이사 보수에 관한 반대 의견을 제출하고 있고, 또한 무보수보다 이사보수 결의에 반대할 가능성이 더 높게 나타났다. 또한 주주들은 일반 경영진 급여에도 반대할 가능성이 높고, 이는 경영진 급여가 높은 기업에서 두드러지게 나타났다. 종합적으로 Say on pay 제도는 경영진 보상에 관한 통제와 설계를 실제로 변경할 수 있다는 증거를 제시하였다.

Jei Cai and Ralph A.Walking(2011)은 미국 기업을 대상으로 Say on pay 제도적 효과를 분석하였다[2]. 분석결과 Say on pay 제도가 통과되었을 때, 주식시장 반응은 경영진 보상이 상당히 높은 기업에 긍정적으로 반응하였고, 오히려 성과에 대한 보상 민감도가 낮게 나타났다. Say on pay의 의도는 과도한 보상을 견제하고, 지배구조를 개선하며, 성과가 낮은 기업을 대상으로 움직

일 것이라 예상한 것과 반대로, 오히려 대기업에게만 적용됨으로써 기업가치 창출 목표가 다른 가치를 훼손시킬 수 있다는 점을 지적하였다.

Fabrizio Ferri and David A.Maber(2013)은 영국의 보상 규제에 대한 주주의 발언권 효과를 연구하였다[3]. Say on pay 제도가 주주발언권을 보장하고, 이로 인해 기업 가치 창출 효과가 있다는 관점이다. Say on pay 제도로써 실적 부진에 대해 주주들이 보상에 관한 발언으로 경영진을 견제할 수 있게 하였고, 주가반응도 긍정적으로 나타났다. 따라서 영국에서 제기되는 '실패한 경영진들이 높은 퇴직금 계약을 받아가는 관행' 문제들을 제거할 수 있고, 낮은 성과에 대한 보상 견제 구조를 가짐으로써 긍정적인 효과가 있다고 주장하였다.

Ricardo Correa and Ugur Lel(2016)은 2001년부터 2012년까지 38개국의 대규모 기업 표본을 사용하여 Say on pay 제도의 효과를 연구하였다[4]. 분석결과 Say on pay 제도 적용 이후 경영자 급여 증가율이 감소하고 회사성과에 관한 경영자 급여의 민감도가 향상된다는 증거를 제시하였다. 이러한 변화는 초기 급여가 높고 주주의 반대 참여가 심하고, 경영자 임기가 길고 독립적인 이사회가 적은 기업일수록 두드러지게 나타났다. 높은 경영자 보상 비율이 Say on pay 제도가 도입된 이후 더 낮아졌고, 또한 기업가치가 높게 나타난 것과 관련이 있다고 하였다.

Denton Collins et al.(2019)는 미국 Dodd-Frank Act의 "Say on pay" 조항으로 CEO 급여 성과와 보수 위험, 그리고 주주투표 간의 관련성을 연구하였다[5]. 분석결과, 주주들이 경영자 보상과정에서 주식연계 보상을 더 선호한다는 증거를 제공하였다. 이러한 결과는 외부 주주들이 경영자 이익을 주주이익과 일치시키는 방향으로 보상을 승인한다는 것이다.

경영자 보상이 과도하게 지급되는 것을 통제하기 위하여 시행되는 Say on pay 제도와 유사하게 기업 내부에서 자체적으로 운영되는 보상위원회는 경영자 보상 계약을 체결함에 있어 중요한 역할을 수행한다[6]. 경영자 보상의 가장 대표적인 이론은 대리인 이론이다[7]. 보상위원회는 경영자의 경영성과를 바탕으로 성과와 연계된 경영자 보상계약을 설계하며, 합리적인 수준에서 보상계약이 체결될 수 있도록 하여 대리인 문제를 감소시키고, 기업가치의 향상에 기여한다[8]. 따라서 보상위원회의 도입은 경영자의 기회주의적인 행위를 통제하고, 경영자가 기업 가치를 향상시키기 위하여 자신의 노력을 투입할 수 있도록 동기를 부여할 것이다[9].

종합적으로 Say on pay의 이론적 배경과 선행연구를 살펴보면 제도의 취지가 경영진의 보수에 관하여 주주에게 발언권을 부여함으로써 과도한 보수를 통제하고 이러한 과정에서 지배구조의 개선이 이루어진다는 것이다. 2018년 금융위원회가 금융회사 임원 보상을 공개하도록 의무화함으로써 지배구조 개선을 기대하고 있지만, 그 효과가 나타날지 여부는 알 수 없다. 특히 우리나라는 주주의 적극적 경영 참여도가 낮고, 금융회사의 보상체계에 관한 사회적 관심 또한 낮기 때문이다. 따라서 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

연구가설 : Say on pay 제도를 적용받은 금융회사는 그렇지 않은 금융회사와 보상체계, 경영성과, 그리고 지배구조에 차이가 없다.

3. 연구설계

3.1 연구모형

먼저 Say on pay 2018년 금융위원회의 금융회사 개선방안 중 고액 연봉자 보수공시 강화의 효과가 과도한 보상을 감소시키는지 분석하고자 한다. 고액 연봉자와 과도한 보상은 같은 의미가 아니다. 즉 금융회사에서 임원 및 직원에게 근로의 대가로 지급하는 보상이 회사의 성과와 개인의 성과에 따라 천차만별이기 마련이고, 또 같은 업종이라 하더라도 회사별 임금체계가 동일 할 수는 없기 때문이다. 따라서 우리나라에서도 금융회사 보수에 관하여 직접적인 규제 없이, 기업내부 경영 사항으로 간주하여 시장자율에 맡겨왔다.

Say on pay가 적절한 보상으로 유도하는지를 살펴보기 위하여 본 연구는 임원과 직원의 보상 괴리도를 사용한다. 임직원 보상괴리도를 사용함으로써 단순한 보상 하락을 포착하는 위험을 피할 수 있으며, 회사규모와 임직원 규모를 고려한 적정수준의 보수 확인을 가능하게 해준다고 판단하였다. 일반적으로 금융회사의 보상을 판단하기는 어렵지만, 만약 경영진의 과도한 보상이 감소된다면 임직원 보상괴리도는 감소하는 방향으로 움직일 것으로 기대되기 때문이다.

반면 Say on pay 제도가 경영진의 과도한 보상을 감소시키지 못한다면, 즉 Say on pay가 정착된 미국과 영국의 주주들에 비해 우리나라 주주들의 적극적 경영참여가 떨어지는 상황을 고려한다면, 오히려 보상 수준은 변

화가 없거나 증가할 수 있다. Jei Cai and Ralph A.Walking(2011) 연구에서는 Say on pay 제도가 의도한 보상, 성과, 그리고 지배구조 개선 목적이 대기업만을 대상으로 적용됨에 따라 오히려 작은 기업, 부실한 기업이 배제되고 따라서, 다른 부정적인 효과가 나타날 수 있음을 지적하였다[2].

상반되는 예측을 반영하여, Say on pay 제도를 적용받는 금융회사는 그렇지 않은 금융회사와 보상체계에 차이가 없다는 귀무가설을 검증하기 위한 회귀모형은 다음과 같다.

$$comp_{i,t} = \alpha_1 + a_2 dsop_{i,t} + \alpha_3 size_{i,t} + \alpha_4 lev_{i,t} + \alpha_5 roic_{i,t} + ID + YD + \epsilon$$

금융회사가 과도한 보상을 준다는 것은 회사 내부의 자원을 감소시키는 것뿐만 아니라 회사의 가치도 감소시킬 수 있다. 대리인 이론(Agency theory)에 따르면 경영진, 즉 임원은 보상 증가를 위하여 단기성과에 집중하는 경향이 있고, 이러한 경영선택은 금융회사의 장기발전 계획에 부정적 영향을 미치게 될 것이고 따라서 주주의 부를 감소시킬 수 있다.

만약 Say on pay 제도가 보상체계에 긍정적인 영향을 미침으로써 대리인 문제를 감소시킬 수 있다면, 이는 주주의 투자위험을 감소시킬 수 있을 것이고 주주의 투자가 증가할 요인이 될 수 있다. 자본시장에서의 투자유인 증가는 주가 상승으로 이어지며, 궁극적으로 주식성도가 향상 될 수 있다는 것이다(Fabrizio Ferri and David A.Maber(2013)[3]).

반면 Say on pay의 긍정적 효과로 경영진들이 높은 보상을 위하여 단기성과에 집중하는 대신, 장기성과에 집중하게 된다는 것은 자금순환이 빠른 증권시장에서의 매력을 감소시킬 수 있다. 따라서 Say on pay 제도를 적용받는 금융회사는 그렇지 않은 금융회사와 경영성과에 차이가 없다는 귀무가설을 검증하기 위한 회귀모형은 다음과 같다.

$$perf_{i,t} = \alpha_1 + a_2 dsop_{i,t} + \alpha_3 size_{i,t} + \alpha_4 lev_{i,t} + \alpha_5 roic_{i,t} + ID + YD + \epsilon$$

Say on pay 제도의 궁극적 목표는 지배구조 개선이다. 따라서 2018년 금융위원회가 제안한 개선방안의 성과를 확인하기 위해서는 금융회사들의 지배구조가 어떻게 변화하였는지를 포착하는 것이 중요하다.

지배구조와 관련한 여러 선행연구들에서 보듯, 대주주 지분율이 낮을수록, 외국인지분율이 높을수록 기업지배구조가 양호하다는 평가를 받는다. 이는 자본조달의 통로

가 다양해지고 다양한 투자자들이 경영에 참여함으로써, 대리인 비용을 감소시키는 방향으로 지배구조 개선이 이루어진다는 것이다.

따라서 Say on pay 제도의 정착으로 과도한 보상이 감소하고, 주식 투자 유인이 증가한다면 대주주지분율은 감소할 수 있다. 주주의 권리 증대는 기관투자자들의 주식매수 유인이 증가하게 되며, 주가가 상승하는 상황에서 대주주의 차익실현 유인이 증가하게 될 수 있다는 것이다. 지배구조의 개선과 장기성과 위주의 경영전략은 금융회사의 안정성과 수익성을 기대하는 외국인 투자자의 요구에도 부합하기 때문에 외국인지분율은 증가할 수 있다.

그러나 금융위원회의 또 다른 개선방안 중 하나인 대주주 적격성 심사 대상 확대는 현행 '최대 출자자 1인'에서 '최대주주 전체'와 '기타 사실상 영향력을 행사하는 주요 주주'로 확대하여 대주주 적격성에 대한 심사를 강화함으로써 대주주지분율이 높게 나타날 수 있다. 또한 급변하는 국내 증권시장 상황에서 상대적으로 높은 배당률의 안정적 투자처인 금융회사 주식은 국내 기관투자자 측면에서도 매력적이기 때문에, 외국인 지분율은 유지되거나 감소될 수 있다. Say on pay 제도의 기업지배구조 개선 효과에 관한 양측 기대를 반영한 가설을 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 maj_{i,t} &= \alpha_1 + a_2 dsop_{i,t} + \alpha_3 size_{i,t} + \alpha_4 lev_{i,t} \\
 &\quad + \alpha_5 roic_{i,t} + ID + YD + \epsilon \\
 for_{i,t} &= \alpha_1 + a_2 dsop_{i,t} + \alpha_3 size_{i,t} + \alpha_4 lev_{i,t} \\
 &\quad + \alpha_5 roic_{i,t} + ID + YD + \epsilon
 \end{aligned}$$

3.2 변수정의

연구모형에 사용된 설명변수는 다음과 같다. 먼저 Say on pay 제도를 적용받는 2018년 이후 금융회사를 1, 그렇지 않은 2017이전 금융회사를 0으로 하는 더미변수 ($dsop_{i,t}$)를 설정한다. Say on pay 제도를 적용받음으로써 보상체계 정보가 변동한 금융회사만을 선정하지 않은 이유는, 과도한 보상에 관한 주주발언권이 제대로 작용하였다면 보상 체계가 조정되어 고액연봉자 정보량이 감소될 것이고, 만약 주주발언권이 작용하지 못하고 기존의 보상체계가 유지된다면 고액연봉자 정보량은 변동이 없을 것이기 때문이다. 만약 금융회사 지배구조 개선방안이 모두 무시된 채, 과도한 보상이 오히려 증가하게 되는 경우만 정보 변동이 나타날 것이다. 따라서 본 연구에서는 제도의 도입을 전후로 하여 연도기업 자료를 비교분석한다.

Say on pay 제도의 과도한 보상을 감소시키는 효과를 분석하기 위한 종속변수는 임직원 보상과리도 ($comp_{i,t}$)를 사용한다. 지성권 등(2004)의 연구에서 제시한 방법을 일부 수정하여, 임원의 1인당 보상에서 종업원 1인당 보상을 나누어 계산한다[10]. 여기서 임원의 보상에는 사업보고서에 공시된 현금보상과 주식보상을 모두 합하고, 직원의 보상에서는 현금보상만을 사용한다.

경영성과를 측정하기 위하여 본 연구에서는 결산기말 종가 기준 시가총액에서 총자산을 나누어 계산한 주식성과($perf_{i,t}$)를 사용한다. 총자산 대비 시가총액은 1년 단위의 주식성과로 Say on pay 제도에 의하여 과도한 보상이 감소되고, 경영진의 단기성과 추구성향이 감소되며, 따라서 기업가치가 변화하는지를 측정할 수 있다.

기업지배구조를 위한 변수로 대주주지분율($maj_{i,t}$)과 외국인지분율($for_{i,t}$)을 사용한다. 대주주지분율이 감소할수록, 외국인 지분율이 증가할수록 기업지배구조는 개선이 된다는 것을 시사한다. 반면 대주주지분율이 증가할수록, 외국인지분율이 감소할수록 기업지배구조는 악화된다는 것을 시사한다.

금융회사의 Say on pay 제도 효과가 임직원 보상과리도($comp_{i,t}$), 주식성과($perf_{i,t}$), 그리고 지배구조($maj_{i,t}$, $for_{i,t}$)에 미치는 영향을 통제하기 위하여 기업 규모($size_{i,t}$), 부채비율($\leq v_{i,t}$)을 통제변수로 사용하였고, 금융회사 성장성의 대리변수로 영업이익률($roic_{i,t}$)을 투입하였다. 금융업 전체의 연도별 성과의 영향을 통제하기 위하여 연도더미(yd)를 사용하였고, 금융회사 업종별 영향을 통제하기 위하여 한국표준산업분류코드10차(중분류)를 반영하여 산업더미(id)를 사용하였다.

3.3 표본선정

본 연구는 2015년부터 2020년까지 우리나라 상장 금융회사를 대상으로 Say on pay 제도 적용 전·후의 보상과 성과, 그리고 지배구조를 비교한다. 연구에서 사용된 표본은 다음의 요건을 충족시키는 금융회사를 선정하였다.

- ① 2015년부터 2020년까지 KOSPI, KOSDAQ에 상장된 12월 결산 금융회사
- ② 2015년부터 2020년까지 임직원의 보상 내용을 공시한 금융회사
- ③ 2015년부터 2020년까지 Dataguide에서 재무정보를

사용할 수 있는 금융회사

먼저 본 연구에 사용된 표본 추출기간은 2015년부터 2020년까지이다. 2018년 금융위원회의 금융회사 지배구조 개선방안이 발표되고, 임직원의 고액 연봉을 공시하고 주주의 발언권을 보장하는 제도가 의무화 되었으므로, 이전 2015년부터 2017년까지 3개년도와 2018년부터 2020년까지 3개년도를 비교분석한다. 상장 금융회사만을 대상으로 분석하는데 이는 Say on pay를 적용받는 상장기업에서 주주발언권을 고려했을 때, 이는 적절한 표본구성이라고 판단된다. 또한 임직원 보상에 관하여 임원은 현금보상 및 기타보상, 직원은 현금보상에 관한 자료를 취득할 수 있는 기업만을 추출하였으며, 보상 정보가 없거나 0인 금융회사는 표본에서 제거하였다. 극단 관찰치가 검증결과에 미치는 효과를 완화하기 위하여 분포의 상위 1%와 하위 1%에 해당하는 값은 1% 수준의 값으로 조정하는 방법(winsorizing)을 사용하였다.

먼저 2015년부터 2020년까지 Dataguide에서 추출한 전체 상장 금융회사 표본은 793개이다. 이 중에서 임직원 보상 내용을 공시하지 않은 회사 319개를 제외하고, 기타 재무정보 누락 회사 33개를 제외하였다. 따라서 연구에 사용된 최종 표본수는 33개 상장 금융회사이다. 연도별 표본구성은 2015년부터 2018년까지 기업연도 표본은 209개, 2018년부터 2020년까지 기업연도 표본은 232개이다. 표본에 사용된 금융회사의 구성은 한국표준산업분류코드10차(중분류) 기준 금융업 230개, 보험 및 연금업 93개, 그리고 금융 및 보험 관련 서비스업 118개이다.

4. 실증분석결과

4.1 기술통계량과 상관관계분석

Table 1은 연구에 사용된 변수들의 기술통계량을 제시한 것이다. 먼저 종속변수 임직원 보상과리도($comp_{i,t}$)를 보면 최소값과 최대값이 차이가 크고 표준편차가 4.581로 표본에 사용된 금융기업들의 보상 체계는 상이한 것으로 보인다. 특히 주식성과($perf_{i,t}$)는 표준편차 값이 13.580으로 성과의 격차가 큰 것으로 보인다. 그러나 지배구조와 관련한 변수들($maj_{i,t}$, $for_{i,t}$)의 경우 큰 차이가 없는 것처럼 보인다.

독립변수인 Say on pay 제도 적용 기업의 더미변수($dsop_{i,t}$)는 평균값이 0.526으로 앞의 표본 구성에서 2018년 이후 금융회사가 2017년 이전 금융회사의 숫자보다 적었기 때문인 것으로 보인다. 나머지 통제 변수의 경우, 평균값이 최소값과 최대값을 고려한 범위에 적절한 수준을 나타내고 있다.

Table 1. Descriptive Analysis

	N	min	max	mean	std
$comp_{i,t}$	441	1.147	15.333	5.422	4.581
$perf_{i,t}$	441	0.586	48.043	15.242	13.580
$maj_{i,t}$	441	0.098	0.754	0.433	0.218
$for_{i,t}$	441	0.003	0.661	0.183	0.219
$dsop_{i,t}$	441	0.000	1.000	0.526	0.500
$size_{i,t}$	441	17.837	26.542	22.344	2.398
$lev_{i,t}$	441	0.084	0.933	0.693	0.280
$roic_{i,t}$	441	0.005	0.659	0.255	0.189

Table 2는 연구에 사용된 변수들의 상관관계를 제시한 것이다. 먼저 Say on pay 제도 적용 금융회사 더미($dsop_{i,t}$)와 임직원 보상과리도($comp_{i,t}$) 사이의 관련성은 5%수준에서 유의한 음의 값을 나타냈다. Say on pay($dsop_{i,t}$)와 주식성과($perf_{i,t}$) 사이의 관련성은 5%수준에서 유의한 양의 값을 나타냈다. 그리고 Say on

Table 2. Correlation analysis

	$comp_{i,t}$	$perf_{i,t}$	$maj_{i,t}$	$for_{i,t}$	$dsop_{i,t}$	$size_{i,t}$	$lev_{i,t}$	$roic_{i,t}$
$comp_{i,t}$	1							
$perf_{i,t}$	-0.013	1						
$maj_{i,t}$	0.183***	-0.137***	1					
$for_{i,t}$	-0.119**	0.293***	-0.628***	1				
$dsop_{i,t}$	-0.095*	0.116**	-0.081*	0.097**	1			
$size_{i,t}$	0.237***	0.665***	-0.277***	0.541***	-0.021	1		
$lev_{i,t}$	0.163***	0.674***	-0.158***	0.347***	-0.054	0.833***	1	
$roic_{i,t}$	-0.088*	-0.199***	0.099*	-0.185***	0.153***	-0.190***	-0.181***	1

pay($dsop_{i,t}$)와 지배구조 간의 관련성에서는 대주주지분율($maj_{i,t}$)과 10% 수준에서 음의 관련성을, 외국인지분율($for_{i,t}$)과 5% 수준에서 유의한 양의 값을 나타냈다.

이러한 결과는 Say on pay 제도 적용 금융회사는 그렇지 않은 금융회사 보다 임직원 괴리도가 줄어들고, 주식성파가 증가한다는 것을 시사한다. 그리고 지배구조에서 대주주지분율이 줄어들고, 외국인지분율이 증가하게 되면서 개선된다는 것을 시사한다. 변수들간 다중공선성을 우려할 만한 수준의 상관관계는 나타나지 않았다. 따라서 이 변수들을 통제변수를 투입한 후 회귀분석을 통해 실증분석 하고자 한다.

4.2 Say on pay 제도가 임직원 보상괴리도, 주식성파에 미치는 영향의 실증분석 결과

Table 3는 연구에 사용된 변수들의 기술통계량을 제시한 것이다. 먼저 종속변수 임직원 보상괴리도($comp_{i,t}$)를 보면 Table 3는 Say on pay 제도가 임직원 보상괴리도와 주식성파에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 먼저 $dsop_{i,t}$ 는 $comp_{i,t}$ 에 대하여 계수추정치(t값)는 -0.090(-1.925)로서 10%수준에서 유의한 음의 값을 나타냈다. 이러한 결과는 Say on pay 제도를 적용받은 금융회사는 그렇지 않은 금융회사보다 임직원 보상괴리도가 줄어든다는 것을 의미한다. 보상괴리도가 줄어들었다는 결과로서 금융회사가 속해있는 산업의 특성상, 회사의 특성상, 그리고 시장의 특성상 과도한 보상을 감소시킨다는 직접적인 증거는 될 수는 없다. 그러나 만약 경영진의 과도한 보상이 감소되었다면 임직원의 보상괴리도는 당연히 감소될 것이므로 Say on pay 제도가 의도한 효과는 어느 정도 달성된 것으로 보인다.

Table 3. Regression Analysis (eq.1,2)

var	$comp_{i,t}$		$perf_{i,t}$	
	coff	t-value	coff	t-value
a		-2.102		-5.894
$dsop_{i,t}$	-0.090	-1.925*	0.159	4.711 ***
$size_{i,t}$	0.320	3.759 ***	0.299	4.899 ***
$lev_{i,t}$	-0.121	-1.440	0.410	6.806 ***
$roic_{i,t}$	-0.023	-0.478	-0.080	-2.265 ***
yd	included			
id	included			
Adj.R ²	0.061		0.515	
F-value	6.762***		94.478***	
Obs.	441		441	

$dsop_{i,t}$ 는 $perf_{i,t}$ 에 대하여 계수추정치(t값)는 0.159(4.711)로 1% 수준에서 유의한 양의 값을 나타냈다. 이러한 결과는 Say on pay제도를 적용받은 금융회사는 그렇지 않은 금융회사보다 주식성파가 증가한다는 것을 의미한다. $dsop_{i,t}$ 가 $perf_{i,t}$ 에 미치는 영향을 통제하기 위하여 기타 통제변수($size_{i,t}$, $lev_{i,t}$, $roic_{i,t}$, yd , id)를 투입하였음에도 상관관계와 같은 결과가 나왔다는 것은, 금융위원회의 Say on pay 제도를 비롯한 개선제도가 금융회사의 시장성파에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 시사한다.

종합적으로 Say on pay 제도가 보상체계에 긍정적인 영향을 미침으로써 대리인 문제를 감소시킬 수 있다면, 이는 주주의 투자위험을 감소시킬 수 있을 것이고 주주의 투자가 증가할 요인이 될 수 있다는 Fabrizio Ferri and David A.Maber(2013)의 선행연구를 지지하는 결과이다. 자본시장에서의 투자유인 증가는 주가 상승으로 이어지며, 궁극적으로 주식성파가 향상 될 수 있다는 것이다. 또한 과도한 보상수준이 감소하고, 이는 기업가치 향상으로 이어진다는 Ricardo Correa and Ugur Lel(2016)의 연구와도 일치하는 결과이다.

4.3 Say on pay 제도가 지배구조에 미치는 영향의 실증분석 결과

Table 4는 Say on pay 제도가 지배구조에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 먼저 $dsop_{i,t}$ 는 $maj_{i,t}$ 에 대하여 계수추정치(t값)은 -0.087(-1.942)로 10% 수준에서 유의한 음의 값을 나타냈다. 그리고 $for_{i,t}$ 에 대하여 계수추정치(t값)은 0.112(2.869)로 1%수준에서 양의 값을 나타냈다. 이러한 결과는 Say on pay제

도를 적용받은 금융회사는 그렇지 않은 금융회사보다 대주주지분율이 감소했고 외국인지분율이 증가했다는 것을 의미한다. 즉 자본조달의 통로가 다양해지고 다양한 투자자들이 경영에 참여함으로써, 대리인 비용을 감소시키는 방향으로 지배구조 개선이 이루어졌다는 것을 시사한다.

Table 4. Regression Analysis (eq.3,4)

var	maj _{i,t}		for _{i,t}	
	coff	t-value	coff	t-value
a		8.359		-10.515
dsop _{i,t}	-0.087	-1.942*	0.112	2.869***
size _{i,t}	-0.399	-4.878***	0.788	11.083***
lev _{i,t}	0.210	2.601***	-0.330	-4.711***
roic _{i,t}	0.021	0.452	-0.099	-2.433***
yd	included			
id	included			
Adj.R ²	0.133		0.344	
F-value	14.461***		47.169***	
Obs.	441		441	

5. 결론

본 연구는 2018년 금융위원회의 금융회사 지배구조 개선 방안 중 고액 연봉자 보수공시 강화 효과를 분석하기 위하여 2015년부터 2020년까지 우리나라 금융회사를 대상으로 보상체계와 경영성과, 그리고 지배구조 개선에 관한 실증분석을 수행하였다.

실증분석 결과, 2018년 이후의 금융회사가 임직원보상과리도가 감소하고 그리고 주식성과는 개선되는 것으로 나타났다. 그리고 대주주지분율이 감소하고 외국인지분율이 증가하는 것으로 나타났다. Say on pay 제도가 보상체계에 긍정적인 영향을 미침으로써 대리인 문제를 감소시킬 수 있다면, 이는 주주의 투자위험을 감소시킬 수 있을 것이고 주주의 투자가 증가할 요인이 될 수 있다는 주장을 지지하는 결과이다. 자본시장에서의 투자유인 증가는 주가 상승으로 이어지며, 궁극적으로 주식성과가 향상 될 수 있다는 것이다. 또한 Say on pay 제도로 자본조달의 통로가 다양해지고 다양한 투자자들이 경영에 참여함으로써, 대리인 비용을 감소시키는 방향으로 지배구조 개선이 이루어졌다는 것을 시사한다.

본 연구는 경영진 보수에 대해 공개하고, 그 적정성에 관하여 주주들이 투표를 통해 확인할 수 있도록 하는, 이른바 Say on pay의 적용 효과를 검증한 첫 번째 국내연구라는 점에서 가장 큰 공헌점이 있다. 외국의 Say on pay 제도는 기업 보상 체계를 더욱 엄격하게 조정하도록 하

면서 기존 대기업의 보수지급 관행을 변화시켰다. 따라서 보수 공시제도의 긍정적인 효과를 반영한 금융위원회의 금융회사 지배구조 개선방안이 실효성을 거두었는지 실증분석하였다는 점에서 의의가 있다. 또한 경영진의 과도한 보상을 통제하기 위한 수단으로서의 Say on pay의 효과에 집중한 점에서 최근 ESG경영과 지배구조 개선방안에 관한 학술적 공헌점도 제공한다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 금융위원회의 금융회사 지배구조 개선방안에서 다양한 방안 중 Say on pay의 직접적인 결과를 제시하지 못하였다. 즉 다양한 지배구조 개선방안은 다양한 방향으로 기업의 주식성과와 지배구조 개선효과에 영향을 미칠 수 있다. 그러나 고액 연봉자 보수공시 강화 효과, 즉 Say on pay제도만이 영향을 미칠 수 있는 임직원 보상과리도에 관한 증거를 제시한다. 따라서 이후 주식성과와 지배구조 개선 효과로 이어지는 연결고리를 제공하였다는 점에서는 의미가 있다. 둘째, 적은 숫자의 우리나라 상장 금융회사만을 표본으로 선정한 것에서, 본 분석결과를 수많은 일반 제조업 기업 등에 대응하는 것은 무리가 있다. 따라서 일반 제조업 기업을 대상으로 분석할 때 사용되는 다양한 통제변수를 투입하지 못하였으며, 결과의 신뢰성을 위한 대응표본 구성 분석 등을 수행하지 못하였다. 셋째, 지배구조의 개선 효과를 분석하기 위한 대리변수로 대주주지분율과 외국인지분율을 사용하였다. 최근 ESG연구와 지배구조에서 주로 인용되는 한국지배구조원 자료를 사용하는 것이 가장 직접적인 실증분석 증거를 제시할 수 있다. 그러나 본 연구에서 집중하고 있는 제도가 2018년 기준으로 자료수집이 어려운 상황이었다. 따라서 한국지배구조원 자료가 누락될 미래 후속연구에서는 이러한 자료를 바탕으로 추가 검증이 필요하다. 기업의 지배구조는 단순히 지분율만으로 개선여부를 확인할 수 있는 것이 아닌, 다양한 평가를 통해 확인할 수 있기 때문이다.

REFERENCES

- [1] Conyon, M., & Sadler, G. (2010). Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 296-312.
- [2] Cai, J., & Walkling, R. A. (2011). Shareholders' say on pay: Does it create value?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 299-339.
- [3] Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and

- CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527-563.
- [4] Correa, R., & Lel, U. (2016). Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm valuation around the world. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 500-520.
- [5] Collins, D., Marquardt, B. B., & Niu, X. (2019). Equity based incentives and shareholder say on pay. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(5-6), 739-761.
- [6] Ezzamel, M., & Watson, R. (2002). Pay comparability across and within UK boards: an empirical analysis of the cash pay awards to CEOs and other board members. *Journal of Management Studies*, 39(2), 207-232.
- [7] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- [8] Hermalin, B. and M. Weisbach. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *FRBNY Economic Policy Review* 9: 7-22.
- [9] S. K. Chi, W. J. Choi & S. J. Ryu. (2011). The effect of compensation committee operation on executive compensation efficiency. *Proceedings of the Korean Accounting Association*, 2011(1), 1-26.
- [10] S. K. Chi, S. H. Han & S. W. Shin. (2004). "Is the Compensation Structure of Managers and Employees Firm Value Driver?". *Korean Accounting Review*, 29(4), 219-247.

차 정 화(Cha, Jeong-Hwa)

[정회원]



- 2010년 2월 : 부산대학교 경영학과(경영학사)
- 2015년 8월 : 부산대학교 경영학과(경영학석사)
- 2018년 8월 : 부산대학교 경영학과(경영학박사)
- 관심분야 : 재무회계

· E-Mail : 71007591@naver.com

이 은 주(Lee, Eun Ju)

[정회원]



- 2012년 2월 : 부산외국어대학교 회계세무행정학과(경영학사)
- 2016년 2월 : 부산대학교 경영학과(경영학석사)
- 2019년 2월 : 부산대학교 경영학과(경영학박사)
- 관심분야 : 재무회계

· E-Mail : gracedu@bufs.ac.kr