

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

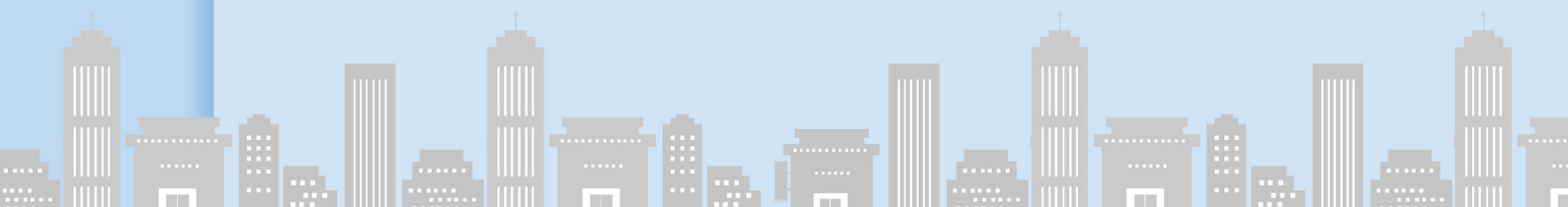
2025-01호 | Vol. 114

2025.3.31

Contents

Vol.114 | 2025. 1호

- 03** **연구논단** 외국인투자자가 보상위원회 도입 및 구성에 미치는 영향
이상철 | 이화여대 경영대학 교수



외국인투자자가 보상위원회 도입 및 구성에 미치는 영향*

연구논단

이상철 | 이화여자대학교 경영대학 교수

I. 서론

이사회의 주요 위원회 가운데 하나인 보상위원회는 투명하고 합리적인 경영자 보상 정책 및 유인제도를 설계하고 운영할 책임을 맡고 있다(이상철 등 2009; 한국기업지배구조센터 2008). 1990년대 미국의 상장기업들은 보상위원회를 설치하기 시작했으며, 2003년 뉴욕증권거래소 상장규정 개정으로 전원 사외이사로 구성된 보상위원회 설치를 의무화하였다. 또한 2006년에는 ‘경영자보상 공시에 대한 규정(The 2006 Rules)’을 개정하여, 보상위원회에 대한 규칙의 존재여부, 보상위원회 권한의 범위, 그리고 경영자 보상결정에 보상컨설턴트가 수행한 활동을 공개하도록 만들었다. 2010년 제정된 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)에서는 경영자보상에 대한 중요한 공시 규정을 제정하였고, 2012년 SEC는 보상위원회의 구성과 기능에 독립성을 강화하는 사항을 뉴욕증권거래소(NYSE)와 나스닥(NASDAQ) 상장규정에 반영하였다. 이처럼 미국은 투명하고 객관적인 경영자보상을 결정하는 보상위원회의 구성과 기능을 개선하기 위해 제도적 측면에서 다양한 노력을 기울여왔다. 그럼에도 불구하고 보상위원회에 관련된 연구는 미국 회계제도개혁법(Sarbanes-Oxley Act)에서 강조한 감사위원회 관련 연구에 비해 상대적으로 많지 않은 실정이다.

한국은 2000년 이후부터 이사회 내에 보상위원회를 자발적으로 설치하는 기업들이

1) 본고는 저자가 2024년 회계학연구(제49권 제6호)에 출간한 “외국인투자자와 보상위원회”라는 논문을 수정한 것입니다. 보다 자세한 내용은 해당 논문을 참고하시기 바랍니다.

생겨나고 있지만, 보상위원회에 대한 제도 개선은 거의 이루어지지 않았다. 상법에서는 보상위원회 설치를 의무화하고 있지 않으나, 금융회사의 지배구조에 관한 법률(제 16조 이사회내 위원회의 설치 및 구성)에서는 보수위원회 설치를 요구한다.²⁾ 강제 규정이 아닌 한국 ESG 기준원의 지배구조 모범규준에는 대규모 상장법인의 경우 보상위원회 설치를 권고하고 있다. 2013년에 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’ 개정으로 2014년부터 연봉 5억 원 이상 등기임원과 감사에 대해 ‘임원 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법’이 사업보고서에 공시되고 있기 때문에, 보상위원회의 역할과 기능에 대한 실증연구를 진행할 수 있는 여건이 점차 마련되어 가고 있는 실정이다(송동엽과 정성창 2014). 그럼에도 불구하고 보상위원회에 대한 실증연구는 매우 미흡한 실정이다.

보상위원회와 관련된 연구과제 가운데 보상위원회 도입 및 구성에 영향을 미치는 요인을 파악하는 것이 선행되어야 한다. 보상위원회 도입 및 구성에 영향을 미치는 요인을 파악하면 기업들이 보상위원회를 도입하는 이유와 보상위원회를 독립적이고 전문적으로 구성하는 원인을 알 수 있다. 따라서 향후 보상위원회를 도입할 기업들이 참고할 수 있는 근거 자료가 될 수 있고, 보상위원회 도입 및 구성을 위한 정책과 규정을 만드는 데 활용될 수 있다. 미국과 달리 한국의 제조기업은 보상위원회 설치가 강제되지 않았기 때문에, 기업이 왜 보상위원회를 자발적으로 도입하고 구성하는지에 대한 유인을 파악하기 용이하다. 그뿐만 아니라 보상위원회의 자발적 도입 및 구성에 영향을 미치는 요인에 대한 파악은 향후 보상위원회에 대한 실증연구를 활성화하는데 필요한 연구변수를 제안한다는 측면에서 학문적 의의를 찾을 수 있다.

본 연구에서는 2013년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융 기업 가운데 보상위원회를 도입한 636개 기업-년 자료를 대상으로 분석을 실시한다. ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’ 개정으로 2013년 11월 29일부터 연봉 5억 원 이상 등기임원과 감사에 대해 ‘임원 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법’이 사업보고서에 공시됨에 따라, 보상위원회의 독립성과 전문성이 경영자보상에 미치는 효과를 검증할 수 있게 되었다. 따라서 본 연구에서는 보상위원회 독립성과 전문성에 대한 다양한 특성들을 구분하고 이러한 특성이 경영자보상에 미치는 효과를 분석하여

2) 금융사지배구조법에서는 보수위원회라는 용어를 사용한다. 그러나 보수위원회와 보상위원회는 동일한 위원회로 본 연구에서는 보상위원회라는 용어를 사용한다.

보상위원회 구성이 효과적으로 이루어졌는지를 검증한다.

먼저 보상위원회를 도입한 636개 기업-년 자료와 도입하지 않은 6,193개 기업-년 자료를 합한 6,829개 기업-년 자료를 대상으로 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 효과를 검증한다. 그리고 보상위원회를 도입한 636개 기업-년 자료에서 보상위원회 구성 특성을 파악할 수 없는 11개 기업-년 자료를 제외한 625개 기업-년 자료를 대상으로 요인분석을 실시하여 추출한 보상위원회 독립성과 전문성에 외국인투자자 지분율이 어떤 영향을 미치는지 검증한다. 또한 본 연구에서는 보상위원회 구성 및 위원의 자격요건에 대한 다양한 특성을 변수로 분류하여 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치를 계산한 다음, 외국인투자자 지분율이 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치에 미치는 영향을 검증한다.

본 연구의 주요 검증결과는 다음과 같다. 첫째, 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회 도입 가능성이 높은 것으로 나타났다. 둘째, 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회 사외이사비율이 높은 반면, 보상위원회에 경영자가 참여할 가능성은 낮아지는 것으로 나타났다. 셋째, 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 존재할 가능성이 높아지며, 여성의 보상위원회 참여도 높아지는 것으로 나타났다. 넷째, 외국인투자자 지분율이 높아지면 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치가 높아지는 것으로 나타났다. 본 연구의 검증결과는 외국인투자자 지분율이 높아지면 보상위원회 도입 가능성이 높아질 뿐만 아니라 보상위원회 독립성과 전문성이 높아지도록 보상위원회가 구성되어 보상위원회의 효과성이 높아지는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 제II장에서는 선행연구를 검토하고, 연구가설을 설정한다. 제III장은 표본선정, 변수의 정의와 측정 및 연구모형 등 연구방법에 대해 기술한다. 제IV장에서는 외국인투자자와 보상위원회 도입 및 특성 사이의 관련성을 실증적으로 검증한다. 제V장은 결론으로 연구의 주요 결과를 정리하고, 연구 의의와 향후 연구 방향에 대해 기술한다.

II. 선행연구 검토와 연구가설 설정

주주와 경영자 사이의 정보비대칭으로 인한 대리인문제를 줄이기 위해서는 경영자에 대한 감시를 강화하거나 경영자와 인센티브 계약을 체결하는 방안이 있다. 기업의 소유구조는 경영자 감시를 위한 통제 장치로서 중요한 역할을 수행할 수 있다(Fama and Jensen 1983; Jensen and Meckling 1976; 신현한 등 2004). 그러나 기업의 소유구조 효과는 국가별로 많은 차이를 보이고 있기 때문에(La Porta et al. 1999), 소유구조 효과를 분석한 연구결과의 타당성을 높이기 위해서는 국가별 상황을 고려할 필요가 있다.

2023년 8월 말 기준 한국 자본시장 시가총액에서 외국인투자자가 차지하는 비중은 26.1%로 나타났다. 이러한 수치는 글로벌 금융위기 당시인 2009년 4월의 26% 이후 가장 낮은 수준임에도 불구하고, 다른 나라에 비해서는 여전히 높은 수준이다(서영태 2023). 한국 자본시장에서 외국인투자자는 기업의 성과가 낮을 때 주식매각을 통한 출구전략을 사용하거나, 경영자에 대한 감시를 통해 기업지배구조를 강화하는 데 중요한 역할을 담당하는 것으로 알려져 있다(Khanna and Palepu 1999; Sachs and Warner 1995; 신현한 등 2004; 이상철과 이윤근 2023). 왜냐하면, 외국인투자자는 경영자 감시에 필요한 독립성, 감시유인, 감시비용에 대한 부담능력, 그리고 감시에 필요한 정보를 얻고 분석할 수 있는 능력과 전문성을 갖추고 있기 때문이다.

한국에서는 기관투자자가 대부분 대규모기업집단인 재벌의 관계회사이거나 지배주주와 우호적인 경우가 많기 때문에, 기관투자자 전체가 피투자회사를 감시할 수 있는 독립성을 갖추었다고 보기 어렵다(신현한 등 2004). 그러나 외국인투자자는 지배주주의 관계회사일 가능성이 낮기 때문에, 경영자를 감시할 수 있는 독립성을 갖추었다고 볼 수 있다(Cheng et al. 2017). 또한 외국인투자자는 대리인문제를 감소시키고 기업가치를 향상시켜 자신의 투자수익률 극대화를 추구하기 때문에, 감시에 대한 유인도 크다(Armstrong et al. 2012; Shleifer 1997; Smith 1996; 이상철과 김중화 2009). 그뿐만 아니라 한국 자본시장에서 대규모 지분을 투자한 외국인투자자는 경영자에 대한 감시비용을 초과하는 효익을 얻을 수 있기 때문에, 감시비용을 부담할 능력을 갖추고 있다고 볼 수 있다(Shleifer and Vishny 1986).

외국인투자자는 주식매각을 통한 출구전략 사용과 경영자 감시에 필요한 정확한 정보

에 대한 수요가 높다(O'Brien and Bhushan 1990). 그러므로 외국인투자자는 대규모 투자를 통해 기업의 내부정보에 대한 접근성을 높이고(Barclay and Holderness 1989), 수집한 정보를 분석할 수 있는 능력을 높이려고 한다(Edmans and Manso 2011). 한국 자본시장에 참여한 외국인투자자는 대부분 선진국의 기관투자자로 글로벌 스탠다드와 기업지배구조 실무에 대한 경험을 갖추고 있기 때문에, 경영자 감시에 필요한 충분한 전문성을 갖춘 것으로 판단된다(Jeon and Ryoo 2013; 신현한 등 2004).

외국인투자자가 경영자 감시를 위한 자질을 충분히 갖추고 있음에도 불구하고, 외국인투자자 입장에서는 감시에 소요되는 비용이 여전히 큰 부담임과 동시에 투자수익률을 낮추는 요인이 될 수 있다. 또한 외국인투자자가 경영자 감시에 많은 비용을 투입한다 하더라도 경영자에 대한 감시가 효과적이지 않을 수도 있다. 그러므로 경영자 감시에 소요되는 비용이 높아지면, 감시보다 경영자 보상계약을 체결하는 것이 훨씬 더 좋은 대안이 될 수 있다(Almazan et al. 2005).

이처럼 경영자 보상계약 체결은 감시비용을 줄일 수 있을 뿐만 아니라, 경영자로 하여금 주주의 이해를 위해 자발적으로 노력을 투입할 동기를 부여할 수 있다(Jensen and Murphy 1990). 따라서 경영자 보상계약 체결은 대리인문제를 감소시켜 기업가치를 높이고, 외국인투자자의 투자수익률을 높이는 효과적인 방안이 될 수 있다(Chowdhury and Wang 2009; Gray and Cannella 1997). 그러므로 외국인투자자는 경영자에 대한 직접적인 감시보다 투명하고 합리적인 경영자 보상계약 체결을 선호할 수 있다. 한국기업을 대상으로 분석을 실시한 Garner and Kim(2013)은 외국인투자자 지분율이 높으면 경영자에 대한 전체보상과 현금보상 수준이 감소하는 반면, 성과보상 민감도는 높아진다는 연구결과를 제시하였다. 이러한 선행연구 결과는 외국인투자자가 경영자 보상계약 체결에 영향을 미쳐 감시에 소요되는 비용을 줄이고 기업성과를 개선한다는 것을 의미한다.

경영자 보상계약을 효과적으로 설계하기 위해서는 보상위원회의 역할이 중요하다(Ezzamel and Watson 2002). 대리인이론(agency theory) 관점에서는 보상위원회가 성과와 연계된 경영자 보상계약을 설계함으로써, 경영자가 자발적으로 대리인문제를 감소시키고 기업가치를 높일 수 있도록 자신의 노력을 투입할 유인을 제공할 수 있다(Hermalin and Weisbach 2003). 선행연구에서는 보상위원회가 경영자 보상

수준에 영향을 미치며(Conyon 1997; Laing and Wier 1999), 성과지표에 근거한 보상을 설계한다는 결과를 제시하고 있다(Gaver and Gaver 1998). 그뿐만 아니라 보상위원회가 도입되고 보상위원회가 효과적으로 구성되면, 경영자보상과 기업성과 사이의 양의 관련성이 높아진다는 연구결과도 제시되었다(Sun and Cahan 2009; Zhu et al. 2009).

한국 자본시장에서 경영자를 감시하기 위한 독립성과 전문성은 물론 감시에 필요한 정보를 얻고 분석할 수 있는 능력을 겸비한 외국인투자자가 감시비용을 부담할 수 있는 능력과 감시유인을 갖추기 위해서는, 외국인투자자가 보유한 지분율이 높아져야 한다. 외국인투자자의 지분율이 높아지면 감시로 인한 효익이 비용을 초과하여 감시유인이 더 커질 수 있다. 또한 감시에 소요되는 비용을 줄이고 효익을 최대화하기 위해서 외국인투자자는 비용이 드는 감시보다 경영자 보상계약을 효과적으로 설계할 수 있는 보상위원회를 적극적으로 도입할 가능성이 높다. 그러므로 외국인투자자의 지분율이 높아지면, 보상위원회를 도입할 가능성이 높아질 것으로 예측할 수 있다.

가설 1. 외국인투자자의 지분율이 높을수록 보상위원회 도입 가능성이 높다.

보상위원회를 도입하더라도 보상위원회 구성과 운영이 독립적으로 이루어지지 않는다면, 경영자 보상계약이 효과적으로 설계되기 어렵다(Bebchuk 2004). 보상위원회 구성과 운영이 독립적으로 이루어지기 위해서는 보상위원회를 사외이사로 구성할 필요가 있다(Bowen 1994; Daily et al. 1998). 대리인이론(agency theory)에 따르면 주주와 경영자 사이의 대리인문제를 줄이기 위해서는 보상위원회가 경영자와 독립적인 사외이사로 구성될 필요가 있다(Bowen 1994; Daily et al. 1998). 선행연구에서는 독립적인 사외이사들이 경영자의 기회주의적 행동을 감소시키며(Fama and Jensen 1983), 효과적인 기업지배구조를 구축하는 데 공헌한다는 결과를 제시하고 있다(Cerbioni and Parbonetti 2007).

보상위원회의 사외이사비율은 보상위원회의 외형적 독립성(perceived independence)을 측정하는 것으로 볼 수 있다. 보상위원회의 사외이사비율이 높아지면, 경영성과와 경영자보상 사이의 양의 관련성이 높아질 수 있다(Conyon and Peck 1998). 그뿐만 아니라 보상위원회의 사외이사비율이 높아지면, 경영자의 보상수준이 감소하고 성과와 보상 사이의 민감도가 높아질 수 있다(Conyon 2014; Kent et al. 2018; 이상철 등

2012). 그러므로 보상위원회의 사외이사비율이 높아지면 보상위원회가 기업성과와 경영자보상을 일치시키고 기업가치를 개선하는 데 공헌할 수 있다.

보상위원회에 사외이사비율이 높아지는 경우라 하더라도, 최고경영자가 보상위원회에 참여하는 경우에는 보상위원회가 실질적 독립성(substantive independence)을 확보하기 어렵다. 보상위원회의 실질적 독립성은 보상위원회가 경영자 보상설계와 관련한 의안에 대해 경영자와 독립적인 의사결정을 내릴 가능성이 높은 경우를 말한다. 경영자권한가설(managerial power hypothesis)에서는 경영자가 자신의 보상을 높이기 위해 보상설계와 관련한 의사결정에 자신의 힘과 영향력을 발휘하고 개입할 가능성이 커진다고 본다(Bebchuk and Fried 2004, 2006). 그러므로 경영자가 보상위원회에 참여한다면, 경영자 이익을 반영한 보상계약이 설계되고 경영자에게 관대한 보상이 지급될 가능성이 높아진다고 볼 수 있다(Conyon and Peck 1998; O'Reilly et al. 1988).³⁾

대리인이론과 경영자권한가설에 따르면, 보상위원회가 경영자 보상계약을 투명하고 합리적으로 설계하기 위해서는 보상위원회 구성과 운영이 독립적일 필요가 있다(Bebchuk and Fried 2004; 이상철 등 2009). 보상위원회가 독립성을 갖추기 위해서는 보상위원회를 사외이사로 구성하고 경영자가 보상위원회에 참여하지 않아야 한다(Conyon 2014; Conyon and Peck 1998). 그러므로 외국인투자자의 지분율이 높아져서 경영자 보상계약을 효과적으로 설계할 유인이 높아지면, 보상위원회의 사외이사비율이 높아지는 반면, 경영자가 보상위원회에 참여할 가능성은 낮아진다. 이러한 논리는 외국인투자자 지분율이 높아지면 보상위원회의 독립성이 강화된다는 것으로 볼 수 있다.

가설 2. 외국인투자자의 지분율이 높을수록 보상위원회의 독립성이 높다.

보상위원회가 독립적으로 구성되었다고 하더라도 보상위원회가 전문성을 갖추지

3) 경영자가 보상위원회에 직접 참여하지 않더라도, 내부이사를 이용하여 간접적으로 보상위원회에 영향력을 행사할 수 있다. 내부이사는 주주보다 경영자의 이해를 우선적으로 고려할 가능성이 높다(Weisbach 1988). 또한 미국의 경우에는 보상위원회 위원 전원을 사외이사로 구성해야 하므로, 최고경영자가 선임한 사외이사 또는 타 기업의 경영자가 사외이사로 보상위원회에 참여하는 경우가 존재한다. Wade et al.(1990)과 Daily et al.(1998)은 현직 CEO의 임기 중에 임명된 사외이사(CEO 임명 이사)들이 CEO와 상호 의존적인 관계를 가질 가능성이 더 높다는 결과를 제시하였다. Lorsch and MacIver(1989)와 Daily et al.(1998)은 회사의 CEO를 보상위원회에 두는 경우, 보상위원회가 독립적인 의사결정을 내리기 어렵다고 주장한다. 이처럼 CEO들은 서로에게 동정적일 수 있으며 동료 CEO를 지지할 가능성이 있기 때문에, 다른 회사 CEO가 보상위원회에 참여하는 경우에는 보상위원회의 효과성이 저해될 수 있다.

못한다면, 보상위원회가 경영자 보상계약을 효과적으로 설계하기 어렵다. 그러므로 보상위원회 위원들은 기업의 보상철학과 경영자보상의 유형별 목적, 특성 및 의의 등을 충분히 이해할 수 있는 능력과 전문성을 갖추는 필요가 있다(ESG기준원 2008). 보상위원회는 경영자 성과평가 측정치를 이용하여 경영자 보상계약을 체결하는데, 경영자 성과평가 측정치는 기업의 경영성과를 요약한 회계측정치가 대부분이다.

회계측정치 이외에 추가수익률에 기반하여 경영자보상을 지급할 수 있다. 재무학에서는 대리인이론에 근거하여 경영자의 이익을 주주의 이익과 일치시켜 주주와 경영자 사이의 대리인문제를 감소시키기 위한 효과적인 수단으로 경영자보상을 다루고 있다(Aguilera and Jackson 2003; Core et al. 1999; Harris 2009; Jensen and Meckling 1976; Jensen and Murphy 1990).

최근에는 회계이익과 주가와 같은 재무성과의 원인이 되는 비재무적 성과(고객, 내부프로세스, 학습 및 성장)를 보상계약에 사용하는 경우도 있다. 그러므로 경영자 보상계약 설계에 사용되는 재무 및 비재무적 성과에 대한 전문적인 지식과 활용 능력에 대한 전문성을 갖춘 회계 및 재무전문가가 보상위원회에 존재한다면, 보상위원회가 경영자보상 구조를 설계하고, 성과평가측정치 선정과 가중치 부여 등 조직의 성과와 경영자보상을 일치시키고 효과적으로 설계하는 데 요구되는 전문성을 가진다고 볼 수 있다(Hoitash et al. 2012; Manchiraju et al. 2016; Sapp 2008).

이사회의 성별 다양성이 높아지면 다양한 대안적 시각이 제시될 수 있고, 전략적 통제가 강화되어 이사회의 모니터링이 효과적으로 이루어질 수 있다(Bear et al. 2010). 성별 다양성이 갖추어져 있지 않은 이사회는 경영자가 사외이사 선정에 과도한 영향력을 행사했다는 증거로 볼 수 있기 때문에(Terjesen et al. 2016), 남성으로만 구성된 보상위원회는 합리적인 경영자 보상수준을 결정하고 과도한 보상을 제한하는 것이 어려울 수 있다. 그러나 여성이사는 경영자와 관련성이 낮고 경영자의 영향력 하에 놓일 가능성이 낮다. 한편, 보상위원회에 참여한 여성이사는 남성이사에 비해 더 높은 능력이나 전문성을 갖추어야 이사회 구성원이 될 가능성이 크다(Eagly and Carli 2003). 그리고 보상위원회에 참여한 여성이사는 남성이사가 하지 않는 질문을 제기하고 경영자 보상계약과 관련하여 더 많은 토론과 분석을 시도하는 경향이 있다(Bugeja et al. 2016). 그 이유는 규제기관으로부터 의무화된 여성의 이사회 참여로 인해, 여성이 이사회 내에서 더 안정감을 느끼기 때문이다(Bugeja et al. 2016).

선행연구에서는 보상위원회에 여성이사가 존재하는 경우, 경영자의 과도한 보상이 감소하는 것으로 나타났다(Benkraiem et al. 2017; Bugeja et al. 2016). Bugeja et al.(2016)은 미국 기업을 대상으로 분석을 실시한 결과, CEO가 과도한 보상을 받고 있으며, 보상위원회에 여성이 참여하는 경우 CEO의 과도한 보상이 감소한다는 연구결과를 제시하였다. Benkraiem et al.(2017)은 여성 이사가 이사회에 있는 경우 CEO 보상을 적게 지급한다는 연구결과를 보고했다. 그러나 Strobl et al.(2016)의 연구에서는 보상위원회에서 여성의 존재가 CEO 보상에 영향을 미치지 않는다는 연구결과가 제시되었다. 그리고 Adams와 Ferreira(2009) 및 Alves et al.(2016)은 이사회에서 여성의 존재가 CEO 보상에 영향을 미치지 않는다는 연구결과를 제시했다.

보상위원회가 경영자 보상계약을 효과적으로 설계하기 위해서는 보상위원회의 전문성이 확보될 필요가 있다. 보상위원회가 전문성을 갖추기 위해서는 보상위원회에 참여하는 구성원들이 효과적인 경영자 보상계약 체결에 필요한 회계 및 재무 분야의 전문성을 갖추어야 한다. 또한 여성이 참여하여 다양성이 확보된 보상위원회가 전원이 남성으로 구성된 보상위원회보다 높은 전문성을 발휘할 가능성이 크다. 이러한 측면에서, 외국인투자자의 지분율이 높아져서 경영자 보상계약을 효과적으로 설계할 유인이 높아지면, 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하거나 여성이 참여할 가능성이 높아질 가능성이 크다. 이러한 논리는 외국인투자자 지분율이 높아지면 보상위원회의 전문성이 강화된다는 것으로 볼 수 있다.

가설 3. 외국인투자자의 지분율이 높을수록 보상위원회의 전문성이 높다.

Ⅲ. 연구방법

1. 표본 선정

2013년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업 6,829개 기업-년 자료를 분석대상으로 선정하였다. 표본기간을 2013년부터 시작한 것은 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’ 개정으로 2013년 11월 29일부터 연봉 5억 이상 등기임원과 감사에 대해 ‘임원 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법’을 사업보고서에 공시하게 되었기 때문이다. 금융기업을 분석대상에서 제외한 것은 금융회사의 경우 보수위원회 설치가 의무화되었기 때문에, 보상위원회의 도입 및 구성에 대한 자발적 유인을 파악하기 어렵기 때문이다. 또한 금융기업은 비금융기업과 재무자료 속성 및 지배구조 특성이 다르기 때문에, 연구결과의 비교가능성을 높이기 위해 표본에서 제외하였다.

표본 선정 과정을 <표 1>의 <패널 A>에 제시하였다. 2013년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업 6,829개 기업-년 자료 가운데, 보상위원회를 도입한 표본은 636개 기업-년이며, 보상위원회를 도입하지 않은 표본은 6,193개 기업-년인 것으로 나타났다. 보상위원회를 도입한 636개 기업-년 자료와 도입하지 않은 6,193개 기업-년 자료를 합한 6,829개 기업-년 자료를 대상으로 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 효과를 분석한다. 그리고 보상위원회를 도입한 636개 기업-년 자료에서 보상위원회 구성 특성을 파악할 수 없는 11개 기업-년 자료를 제외한 625개 기업-년 자료를 대상으로 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성, 전문성 및 효과성에 대한 종합적 측정치에 미치는 효과를 분석한다.

보상위원회를 도입한 표본의 연도 및 산업별 분포를 <표 1>의 <패널 B>에 제시하였다. <표 1>의 <패널 B>에서 살펴보는 바와 같이 보상위원회를 도입한 표본수는 2013년 26개, 2014년 38개, 2015년 45개, 2016년 51개, 2017년 52개, 2018년 58개, 2019년 73개, 2020년 78개, 2021년 99개 그리고 2022년에는 116개로 나타났다. 그리고 표본은 모두 9개 산업으로 분류되었다.

금융감독원의 전자공시시스템에 공시된 사업보고서를 수작업으로 검색하여 보상위원회 도입여부를 구분하고 보상위원회 구성 특성에 대한 자료를 수집하였다. 경영자에 대한 자료는 한국신용평가정보(주)의 KisLine을 이용하여 수집하였다. 그리고 재

무제표 자료와 기타 기업 정보는 NICE평가정보(주)의 Value-Search와 한국상장회사협의회 TS-2000을 이용하여 수집하였다.

〈표 1〉 표본 선정과 표본의 산업 및 연도별 분포

〈패널 A〉 표본 선정

보상위원회 존재	자료 이용가능성	기업수	기업-년
2013년부터 2022년까지 보상위원회가 있는 비금융상장기업	가능	121	625
	불가능	6	11
2013년부터 2022년까지 보상위원회가 없는 비금융상장기업	가능	701	6,193
계		828	6,829

〈패널 B〉 보상위원회가 있는 기업의 산업 및 연도별 분포

산업	연도	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	합
	농업, 임업 및 어업		1	1	1	1	1	1	1			
제조업		13	19	23	27	27	30	40	43	53	59	334
건설업							1	1	2	3	5	12
도매 및 소매업		2	4	4	5	5	6	7	7	10	14	64
운수업		1	1	2	2	2	2	4	6	6	7	33
통신업		8	9	11	11	12	12	13	13	14	16	119
부동산 및 임대업										1	1	2
전문, 과학 및 기술서비스업		1	3	3	4	4	5	6	6	10	11	53
사업서비스업			1	1	1	1	1	1	1	2	3	12
계		26	38	45	51	52	58	73	78	99	116	636

2. 변수의 정의와 측정

1) 보상위원회 도입여부 및 구성 특성

본 연구의 종속변수는 보상위원회 도입여부와 보상위원회 구성 특성이다. 보상위원회 도입여부는 보상위원회를 도입한 경우에는 1의 값을 부여하고, 보상위원회를 도입하지 않은 경우에는 0의 값을 부여하여 측정하였다.

보상위원회 구성 특성은 보상위원회 독립성과 전문성으로 구분하였다. 보상위원회 독립성을 나타내는 변수로 보상위원회의 사외이사비율과 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부를 선정하였다. 보상위원회 사외이사비율이 높아지면, 보상위원회 독립성이 높아질 수 있다. 보상위원회의 사외이사비율은 보상위원회 내 사외이사의 수

를 보상위원회 전체 위원수로 나눈 값으로 측정하였다(Anderson and Bizjak 2003; 이상철 등 2009). 반면, 보상위원회에 최고경영자가 참여하면, 보상위원회 독립성이 낮아질 수 있다. 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부는 최고경영자가 보상위원회에 참여한 경우에는 1의 값을 부여하고, 참여하지 않는 경우에는 0의 값을 부여하여 측정하였다. 여기서, 최고경영자는 KisLine 데이터베이스에서 제공하는 기업 내 직급순위가 가장 높은 사람으로 정의하였다(신현한과 장진호 2003; 이상철 등 2009).⁴⁾

보상위원회 전문성을 나타내는 변수로 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부, 그리고 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부를 선정하였다. 보상위원회에 회계 및 재무전문가 또는 여성이 참여하는 경우에는 보상위원회의 전문성이 높아지는 것으로 볼 수 있다. 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부는 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는 경우에는 1의 값을, 참여하지 않는 경우에는 0의 값을 부여하여 측정하였다(Amoah et al. 2022). 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부는 여성이 보상위원회에 참여하는 경우에는 1의 값을, 참여하지 않는 경우에는 0의 값을 부여하여 측정하였다(Omar et al. 2021).

2) 보상위원회 도입 및 구성 특성에 영향을 미치는 요인

본 연구의 독립변수는 외국인투자자 지분율이다. 외국인투자자 지분율은 외국인투자자가 보유하고 있는 해당 기업의 주식수를 총유통주식수로 나눈 값으로 측정하였다. 외국인투자자 지분율이 높아질수록 투자한 자본이 제대로 운영되고 있는지와 다른 주요주주들의 이해로부터 자신들의 이해를 보호하기 위해 경영자의 경영활동에 대한 감시유인이 높아지는 것으로 볼 수 있다(박헌준 등 2004; 신현한 등 2004; 이상철 등 2009).

독립변수인 외국인투자자 지분율 이외에 보상위원회 도입 및 구성 특성에 영향을 미치는 효과를 통제하기 위해, 기업규모, 비유동자산비율, 부채비율 및 총자산수익률

4) 최고경영자라는 직명은 사업보고서에서 대표이사 회장, 대표이사 부회장, 대표이사 사장, 대표이사, 사장 또는 회장 등으로 다양하게 사용된다. 또한 대표이사가 2인 이상인 경우 공동대표도 존재한다. 따라서 사업보고서 내용만으로 최고경영자 1인을 구분하기는 어렵다. 한국신용평가정보(주)가 제공하는 KisLine에서는 직급순위를 부여하고 있고 이 직급순위는 상장회사 경영인 인명록의 순위와 일치한다. 또한 KisLine은 공동대표인 경우에도 기업 내 직급순위를 부여하고 있다. 그러므로 본 연구에서는 KisLine의 직급순위를 이용하여 최고경영자 1인을 구분하였다.

을 통제변수로 고려하였다. 기업규모가 클수록 보상위원회를 도입하여 운영하는 효익이 비용을 초과할 가능성이 커지므로, 보상위원회 도입과 보상위원회를 효과적으로 구성할 가능성이 높아질 수 있다. 기업규모가 보상위원회 도입여부 및 구성 특성에 미치는 영향을 통제하기 위해, 총자산에 로그를 취한 값으로 기업규모를 측정하여 통제변수로 고려한다(Anderson and Bizjak 2003; Ryan and Wiggins 2004).

비유동자산은 이미 확보된 자산이다. 비유동자산비율이 높아지면, 경영자가 재량적으로 투자와 관련한 의사결정을 수행할 가능성이 낮아진다. 그러므로 비유동자산비율이 높아지면, 경영자에 대한 감시가 쉽고 감시유인이 낮아질 수 있다. 따라서 비유동자산비율이 높아지면 보상위원회 도입과 보상위원회를 효과적으로 구성할 필요성이 낮아진다(이상철 등 2009). 비유동자산비율은 비유동자산을 총자산으로 나누어 측정하였다.

부채비율이 높아지면 주주와 채권자 사이의 이해관계가 상충될 여지가 존재한다(Fama and Miller 1972; Smith and Warner 1979). 채권자는 자산의 사외유출 제한 및 실물투자 범위 제한 등 채권자 자신의 이익을 보호하기 위해, 주주와 경영자의 행동을 제약하는 조치들을 채무약정서(debt covenants)에 명기할 수 있다. 그러므로 부채비율이 높아지면 채권자가 자신의 이해를 지키기 위해, 보상위원회 도입과 보상위원회를 효과적으로 구성할 필요성이 높아진다(이상철 등 2009). 부채비율은 부채총액을 자산총액으로 나누어 측정하였다.

기업의 성과가 높아지면, 성과에 근거한 경영자보상의 필요성이 높아진다. 경영자의 성과급 보상은 보상위원회에서 결정하기 때문에, 보상위원회를 도입한 기업과 보상위원회를 효과적으로 구성한 기업이 성과에 근거한 경영자보상을 결정할 가능성이 커진다(Gabaix and Landier 2008; Gaver and Gaver 1998; 최유원 등 2012). 따라서 기업의 성과와 보상위원회 도입과 보상위원회를 효과적으로 구성할 가능성 사이에는 유의적인 양의 상관관계가 존재할 수 있다. 기업의 성과로 총자산수익률을 선정하고, 기업의 당기순이익을 총자산으로 나누어 측정하였다.

3. 연구모형 설정

외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 효과를 검증하기 위해, <모형 1>과 같은 로지스틱회귀분석 모형을 설정하였다.

〈모형 1〉

$$CC_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_t IND + \beta_t YEAR + \varepsilon$$

여기에서,

CC_D : 보상위원회 도입여부, 보상위원회를 도입한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0;

FOR : 외국인투자자 지분율, 외국인투자자가 보유하고 있는 해당기업의 주식수를 유통주식수로 나눈 값;

SIZE : 기업규모, 총자산에 로그를 취한 값;

LEV : 부채비율, 부채총액을 자산총액으로 나눈 값;

NCR : 비유동자산비율, 비유동자산을 총자산으로 나눈 값;

ROA : 총자산수익률, 당기순이익을 총자산으로 나눈 값;

IND : 산업더미;

YEAR : 연도더미.

〈모형 1〉에서 종속변수인 보상위원회 도입여부(*CC_D*)에 영향을 미치는 독립변수로 외국인투자자 지분율(*FOR*)을 고려하였다. 그리고 독립변수 이외에 보상위원회 도입여부에 영향을 미치는 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 비유동자산비율(*NCR*) 및 총자산수익률(*ROA*)을 모형에 통제변수로 고려하였다. 〈모형 1〉에서 독립변수인 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 종속변수인 보상위원회 도입여부(*CC_D*)에 유의적인 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

외국인투자자 지분율이 보상위원회 구성 특성에 미치는 영향을 검증하기 위해 〈모형 2〉와 같은 로지스틱회귀분석 및 회귀분석 모형을 설정하였다.

〈모형 2〉

$$CC_C = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_t IND + \beta_t YEAR + \varepsilon$$

여기에서,

CC_C : 보상위원회의 구성 특성;

CC_OUT : 보상위원회의 사외이사비율;

CC_CEO : 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부;

CC_EXP : 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부;

CC_FEM : 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부;

FOR : 외국인투자자 지분율, 외국인투자자가 보유하고 있는 해당기업의 주식수를 유통주식수로 나눈 값;

SIZE : 기업규모, 총자산에 로그를 취한 값;

LEV : 부채비율, 부채총액을 자산총액으로 나눈 값;

NCR : 비유동자산비율, 비유동자산을 총자산으로 나눈 값;

ROA : 총자산수익률, 당기순이익을 총자산으로 나눈 값;

IND : 산업더미;

YEAR : 연도더미.

〈모형 2〉에서 종속변수인 보상위원회 구성 특성(*CC_O*)에 영향을 미치는 독립변수로 외국인투자자 지분율(*FOR*)을 고려하였다. 보상위원회 구성 특성은 보상위원회의 사외이사비율(*CC_OUT*), 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부(*CC_CEO*), 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부(*CC_EXP*) 및 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부(*CC_FEM*)로 측정하였다. 그리고 독립변수 이외에 보상위원회 구성 특성에 영향을 미치는 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 비유동자산비율(*NCR*) 및 총자산수익률(*ROA*)을 통제변수로 모형에 고려하였다. 〈모형 2〉에서 독립변수인 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 종속변수인 보상위원회의 사외이사비율(*CC_OUT*), 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부(*CC_EXP*), 그리고 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부(*CC_FEM*)에 유의적인 양의 영향을 미칠 것으로 기대한다. 반면, 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 종속변수인 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부(*CC_CEO*)에 유의적인 음의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

IV. 실증분석

1. 기술통계량 및 상관계수

1) 기술통계량

본 연구에 사용된 변수들에 대한 기술통계량을 <표 2>에 제시하였다. <표 2>의 <패널 A>에는 보상위원회를 도입한 기업과 도입하지 않은 기업을 포함한 전체 표본의 기술통계량을 제시하였다. <패널 A>에서 살펴보는 바와 같이, 종속변수인 보상위원회 도입여부(*CC_D*)의 평균값은 0.093으로, 보상위원회를 도입한 기업이 전체표본의 9.3%인 것으로 나타났다. 독립변수인 외국인투자자 지분율(*FOR*)의 평균값(중앙값)은 0.1(0.047)이다. 기업규모(*SIZE*)를 나타내는 총자산의 평균값은 26.968(2,473,779 백만 원)이며, 중앙값은 26,725(404,102 백만 원)이다. 부채비율(*LEV*)의 평균값(중앙값)은 0.400(0.403)이다. 비유동자산비율(*NCR*)의 평균값(중앙값)은 0.603(0.604)이다. 그리고 총자산수익률(*ROA*)의 평균값(중앙값)은 0.021(0.024)이다.

<표 2>의 <패널 B>에는 보상위원회를 도입한 표본을 대상으로 보상위원회의 구성 특성에 대한 기술통계량을 제시하였다. 보상위원회의 사외이사비율(*CC_OUT*)의 평균값(중앙값)은 0.715(0.667)이다. 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부(*CC_CEO*)의 평균값은 0.179로, 보상위원회를 도입한 기업 가운데 17.9%가 최고경영자가 보상위원회에 참여한다는 것을 나타낸다. 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부(*CC_EXP*)의 평균값은 0.670으로, 보상위원회를 도입한 기업의 67.0%가 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는 것으로 나타났다. 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부(*CC_FEM*)의 평균값은 0.152로, 보상위원회를 도입한 기업의 15.2%가 보상위원회에 여성이 참여하는 것으로 나타났다.

〈표 2〉 기술통계량

〈패널 A〉 전체 표본

변수	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
<i>CC_D</i>	0.093	0.000	0.291	0.000	1.000
<i>FOR</i>	0.100	0.047	0.129	0.000	0.897
<i>SIZE</i>	26.968	26.725	1.492	22.685	33.192
<i>LEV</i>	0.400	0.403	0.211	0.001	0.993
<i>NCR</i>	0.603	0.604	0.189	0.005	1.000
<i>ROA</i>	0.021	0.024	0.116	-3.037	2.200

CC_D: 보상위원회를 가진 경우 1, 그렇지 않으면 0; *FOR*: 유통주식수 대비 외국인투자자가 보유한 주식수 비율; *SIZE*: 총자산에 로그를 취한 값; *LEV*: 부채를 자산으로 나눈 값; *NCR*: 비유동자산을 총자산으로 나눈 값; *ROA*: 총자산이익률.

〈패널 B〉 보상위원회를 가진 표본

변수	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
<i>CC_OUT</i>	0.715	0.667	0.234	0.000	1.000
<i>CC_CEO</i>	0.179	0.000	0.384	0.000	1.000
<i>CC_EXP</i>	0.670	1.000	0.470	0.000	1.000
<i>CC_FEM</i>	0.152	0.000	0.359	0.000	1.000

CC_OUT: 사외이사비율; *CC_CEO*: 보상위원회 내에 경영자 존재 여부; *CC_EXP*: 보상위원회 내에 회계 및 재무 전문가 존재 여부; *CC_FEM*: 보상위원회 내에 여성이사 존재여부.

2) 상관계수

본 연구의 분석에 사용된 변수들의 피어슨 상관계수를 <표 3>에 제시하였다. 종속 변수인 보상위원회 도입여부(CC_D)와 독립변수인 외국인투자자 지분율(FOR) 사이에 유의적인 양(+)의 상관관계가 나타났다. 기업규모(SIZE), 비유동자산비율(NCR) 및 총자산이익률(ROA)은 보상위원회 도입여부(CC_D)와 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 반면, 부채비율(LEV)은 보상위원회 도입여부(CC_D)와 유의적인 상관관계가 나타나지 않았다.

<표 3> 피어슨 상관계수 (n=6,829)

변수	CC_D	FOR	SIZE	LEV	NCR	ROA
CC_D	1					
FOR	0.260 (***)	1				
SIZE	0.356 (***)	0.489 (***)	1			
LEV	-0.003	-0.142 (***)	0.144 (***)	1		
NCR	0.060 (***)	0.035 (***)	0.245 (***)	-0.068 (***)	1	
ROA	0.039 (***)	0.160 (***)	0.164 (***)	-0.215 (***)	-0.044 (***)	1

***, **, * 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 <표 2>를 참조하기 바란다.

2. 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 영향

<표 4>에는 외국인투자자 지분율(FOR)이 보상위원회 도입여부(CC_D)에 미치는 효과를 로지스틱회귀분석으로 검증한 결과를 제시하였다. <표 4>에서 살펴보는 바와 같이, 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회 도입여부(CC_D)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 도입 가능성이 높아진다는 가설 1을 지지하는 결과로 볼 수 있다. 통제 변수 가운데 기업규모(SIZE)는 보상위원회 도입여부(CC_D)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업규모가 커질수록 보상위원회를 도입할

가능성이 높아진다는 예측과 일치한다, 비유동자산비율(*NCR*)은 보상위원회 도입여부(*CC_D*)에 유의적인 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 비유동자산비율이 높아지면 보상위원회를 도입할 가능성이 낮아진다는 예측과 일치한다.5)

〈표 4〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입에 미치는 영향

$$CC_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_6 IND + \beta_7 YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	종속변수: <i>CC_D</i>		
		회귀계수	Wald 값	p 값
<i>Constant</i>		-41.150	0.000	0.994
<i>FOR</i>	+	1.670***	18.908	0.001
<i>SIZE</i>	+	0.745***	364.564	0.001
<i>LEV</i>	+	-0.434	2.681	0.102
<i>NCR</i>	-	-1.019***	12.374	0.001
<i>ROA</i>	+	-0.739*	3.199	0.074
<i>IND</i>		포함		
<i>YEAR</i>		포함		
통계량		-2 LOG Likelihood = 3069.643 X ² = 1160.586***		
		Cox-Snell R ² = 0.156 , Nagelkerke R ² = 0.338		
표본수		6,829		

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

3. 외국인투자자 지분율이 보상위원회 구성 특성에 미치는 영향

1) 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성에 미치는 영향

〈표 5〉에는 외국인투자자 지분율(*FOR*)이 보상위원회의 사외이사비율(*CC_OUT*)과 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부(*CC_CEO*)로 측정된 보상위원회 독립성에 미치는 효과를 회귀분석 및 로지스틱회귀분석으로 검증한 결과를 제시하였다. 〈컬럼 A〉에서 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 보상위원회의 사외이사비율(*CC_OUT*)에 유

5) 본 연구의 모든 회귀분석에서 분산팽창지수(Variance Inflation Factor: VIF)는 모두 2 미만의 값을 가지는 것으로 나타났다. 보수적으로 분산팽창계수가 5 이하, 일반적으로는 10 이하면 다중공선성 우려가 없다고 판단한다. 따라서 본 연구모형에서 독립변수 사이의 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단하였다.

의적인 양(+)⁶⁾의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 사외이사비율이 높아진다는 것을 의미한다. <컬럼 B>에서 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부(CC_CEO)에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회에 최고경영자가 참여할 가능성이 낮아진다는 것을 의미한다. 따라서 <표 5>에 제시된 결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 독립성이 높아진다는 가설 2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

<표 5> 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성에 미치는 영향

$$CC_OUT[CC_CEO] = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_6 IND + \beta_7 YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	<컬럼 A>		<컬럼 B>	
		종속변수: CC_OUT		종속변수: CC_CEO	
		회귀계수	t 값	회귀계수	Wald 값
Constant		0.339	3.989	-3.093	7.167
FOR	+/-	0.335***	6.337	-2.675***	11.334
SIZE	+/-	0.042***	5.535	-0.217**	4.492
LEV	+/-	-0.009	-0.182	1.912***	8.295
NCR	-/+	0.108*	2.002	1.438**	4.057
ROA	+/-	0.215*	1.895	0.659	0.204
IND		포함		포함	
YEAR		포함		포함	
통계량		F 값 = 8.249***		-2 LOG Likelihood = 531.451 X ² = 56.272***	
		Adj R ² = 0.204		Cox-Snell R ² = 0.086 Nagelkerke R ² = 0.141	
표본수		625			

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 <표 2>를 참조하기 바란다.

6) 보상위원회 사외이사비율 대신 보상위원회 전원 사외이사 여부를 종속변수로 선정하여, 외국인투자자 지분율이 보상위원회 전원 사외이사 여부에 미치는 영향을 검증하였다. 보상위원회 전원 사외이사 여부는 보상위원회 위원이 전원 사외이사로 구성된 경우 1의 값을 부여하고, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 측정하였다. 검증결과, 외국인투자자 지분율은 보상위원회 전원 사외이사 여부에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 종속변수를 보상위원회 사외이사비율 대신 보상위원회 전원 사외이사 여부로 교체한 경우에도 연구결과는 강건한 것으로 파악되었다.

2) 외국인투자자 지분율이 보상위원회 전문성에 미치는 영향

〈표 6〉에는 외국인투자자 지분율(FOR)이 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부(CC_EXP)와 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부(CC_FEM)로 측정된 보상위원회 전문성에 미치는 효과를 로지스틱회귀분석으로 검증한 결과를 제시하였다. 〈컬럼 A〉에서 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부(CC_EXP)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여할 가능성이 높아진다는 것을 나타낸다. 〈컬럼 B〉에서 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부(CC_FEM)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회에 여성이 참여할 가능성이 높아진다는 것을 의미한다. 따라서 〈표 6〉에 제시된 결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 전문성이 높아진다는 가설 3을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

〈표 6〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 전문성에 미치는 영향

$$CC_EXP[CC_FEM] = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_6 IND + \beta_7 YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	〈컬럼 A〉		〈컬럼 B〉	
		종속변수: CC_EXP		종속변수: CC_FEM	
		회귀계수	Wald 값	회귀계수	Wald 값
Constant		0.977	1.093	-1.049	0.757
FOR	+	1.309**	4.959	2.659***	10.565
SIZE	+	0.007	0.008	0.358***	9.467
LEV	+	-0.917*	2.917	0.045	0.003
NCR	-	0.279	0.237	1.060	1.507
ROA	+	-1.650	1.911	-1.374	0.509
IND		포함		포함	
YEAR		포함		포함	
통계량		-2 LOG Likelihood = 725.387 X ² = 66.982***		-2 LOG Likelihood = 384.804 X ² = 147.900***	
		Cox-Snell R ² = 0.102 Nagelkerke R ² = 0.141		Cox-Snell R ² = 0.211 Nagelkerke R ² = 0.367	
표본수		625			

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

3) 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성과 전문성에 미치는 효과 비교

변수의 정의와 측정에서 제시한 바와 같이 보상위원회 구성 특성을 보상위원회 독립성과 전문성으로 구분하였다. 그리고 선행연구에 근거하여 보상위원회 독립성을 보상위원회의 사외이사비율과 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부로 측정하였다. 또한 보상위원회 전문성을 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부와 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부로 측정하였다. 보상위원회 구성 특성의 분류와 측정의 타당성을 검증하기 위해, 요인분석(factor analysis)을 실시하고 그 결과를 <표 7>에 제시하였다.

<표 7>에서 살펴보는 바와 같이 4가지 보상위원회 구성 특성은 2개의 요인으로 분류되었다. 보상위원회의 사외이사비율(CC_OUT)과 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부(CC_CEO)가 요인 1로 분류되었고, 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부(CC_EXP)와 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부(CC_FEM)가 요인 2로 분류되었다. 요인 1로 분류된 변수 가운데 보상위원회의 사외이사비율(CC_OUT)은 요인 1에 양의 값으로 적재된 반면, 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부(CC_CEO)는 요인 1에 음의 값으로 적재되었다. 이러한 결과를 바탕으로 요인 1을 보상위원회 독립성으로, 요인 2를 보상위원회의 전문성으로 명명하였다. 그러므로 요인 1에 양의 값으로 적재된 보상위원회의 사외이사비율이 높아지면 보상위원회의 독립성이 높아지며, 요인 1에 음의 값으로 적재된 보상위원회에 최고경영자가 참여하면 보상위원회의 독립성이 낮아지는 것으로 볼 수 있다. 따라서 보상위원회 구성 특성을 독립성과 전문성으로 분류하고 측정한 것이 타당하다는 것을 검증할 수 있다.

<표 7> 보상위원회 특성에 대한 요인분석

보상위원회 특성	요인 1 (CC_I : 독립성)	요인 2 (CC_E : 전문성)
CC_OUT	0.849	0.110
CC_CEO	-0.840	0.124
CC_EXP	0.021	0.793
CC_FEM	-0.029	0.680

CC_I: 요인분석의 결과로 추출된 요인 1(독립성)의 요인점수; CC_E: 요인분석의 결과로 추출된 요인 2(전문성)의 요인점수. 변수에 대한 자세한 설명은 <표 2>를 참조하기 바란다.

〈표 7〉에 제시한 요인분석의 결과로 추출된 2가지 요인(요인 1과 요인 2)의 요인점수(factor score)를 계산하여, 각각 보상위원회의 독립성과 전문성의 측정치로 사용하였다. 본 연구에서는 요인분석 과정에서 요인을 직교 회전하는 배리맥스 회전(Varimax rotation) 방법을 사용하였기 때문에, 두 요인은 서로 독립적이다. 〈표 8〉의 〈컬럼 A〉에는 외국인투자자 지분율(FOR)이 요인점수로 측정한 보상위원회 독립성(CC_I)에 미치는 효과를 회귀분석으로 검증한 결과를 제시하였다. 검증결과, 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회의 독립성(CC_I)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 독립성이 높아진다는 가설 2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

〈표 8〉의 〈컬럼 B〉에는 외국인투자자 지분율(FOR)이 요인점수로 측정한 보상위원회 전문성(CC_E)에 미치는 효과를 회귀분석으로 검증한 결과를 제시하였다. 검증결과, 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회의 전문성(CC_E)에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 전문성이 높아진다는 가설 3을 지지하는 결과로 볼 수 있다.7)

〈표 8〉의 〈컬럼 A〉에서 외국인투자자 지분율의 회귀계수값(t값)은 1.389(5.880)이며, 〈컬럼 B〉에서 외국인투자자 지분율의 회귀계수값(t값)은 0.857(3.683)이다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 보상위원회의 독립성에 미치는 효과가 보상위원회의 전문성에 미치는 효과보다 더 크다는 것을 의미한다.

〈표 8〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성 및 전문성에 미치는 효과 비교

$$CC_I(CC_E) = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_1 IND + \beta_1 YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	〈컬럼 A〉		〈컬럼 B〉	
		종속변수: CC_I		종속변수: CC_E	
		회귀계수	t 값	회귀계수	t 값
Constant		-0.624	-1.646	0.285	0.765
FOR	+	1.389***	5.880	0.857***	3.683
SIZE	+	0.160***	4.717	0.077**	2.315
LEV	+	-0.436**	-1.961	-0.186	-0.850
NCR	-	-0.037	-0.154	0.316	1.333

7) 보상위원회 전원 사외이사 여부를 이용하여 보상위원회 독립성을 측정하여 검증을 실시한 경우에도, 외국인투자자 지분율은 보상위원회 독립성에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

변수	예측부호	〈컬럼 A〉		〈컬럼 B〉	
		종속변수: CC_I		종속변수: CC_E	
		회귀계수	t 값	회귀계수	t 값
ROA	+	0.441	0.872	-0.673	-1.351
IND		포함		포함	
$YEAR$		포함		포함	
통계량	F 값	5.168***		6.171***	
	Adj.R ²	0.128		0.154	
표본수		625			

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. CC_I : 요인분석의 결과로 추출된 요인 1(독립성)의 요인점수; CC_E : 요인분석의 결과로 추출된 요인 2(전문성)의 요인점수. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

4) 외국인투자자 지분율이 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치에 미치는 영향

본 절에서는 4가지 보상위원회 구성 특성을 이용하여 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치를 계산한 다음, 외국인투자자 지분율이 높으면 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치가 높아지는지를 검증한다. 〈표 9〉의 〈패널 A〉에는 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치를 계산하는 방법에 대해 기술하였다. 첫 번째 특성인 보상위원회의 사외이사비율의 경우, 사외이사비율이 2/3이상이면 1의 값을 부여하고, 2/3 미만인 경우에는 0의 값을 부여하였다. 두 번째 특성인 보상위원회에 최고경영자가 참여하는지 여부의 경우, 최고경영자가 보상위원회에 참여하지 않으면 1의 값을 부여하고, 참여하는 경우 0의 값을 부여하였다. 세 번째 특성인 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는지 여부의 경우, 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여하는 경우 1의 값을 부여하고, 참여하지 않는 경우 0의 값을 부여하였다. 네 번째 특성인 보상위원회에 여성이 참여하는지 여부의 경우, 보상위원회에 여성이 참여하는 경우 1의 값을 부여하고, 참여하지 않는 경우 0의 값을 부여하였다. 그런 다음, 네 가지 특성 변수의 합을 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치로 계산하였다.

〈표 9〉의 〈패널 B〉에는 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치에 대한 기술통계량을 제시하였다. 〈패널 B〉에서 살펴보는 바와 같이, 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치의 최소값은 0이며 최대값은 4로 나타났다. 그리고 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치의 평균값은 2.427이며 중앙값은 3으로 나타났다.

〈표 9〉 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치 계산과 기술통계량

〈패널 A〉 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치 계산

보상위원회 특성	측정
CC_OUT	사외이사비율이 2/30이상이면 1, 그렇지 않으면 0
CC_CEO	CEO가 보상위원회에 참여하지 않으면 1, 참여하면 0
CC_EXP	회계 또는 재무 전문가가 보상위원회에 참여하면 1, 참여하지 않으면 0
CC_FEM	여성이사자가 보상위원회에 참여하면 1, 참여하지 않으면 0
CC_CM	위 네 가지 특성 변수의 합으로 계산한 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치 점수

〈패널 B〉 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치 기술통계량

변수	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
CC_CM	2.427	3.000	0.913	0	4

CC_CM: 4가지 보상위원회 구성 특성을 이용하여 계산한 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

외국인투자자 지분율이 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치에 미치는 영향에 대한 회귀분석 검증결과를 〈표 10〉에 제시하였다. 〈표 10〉에서 살펴보는 바와 같이, 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치(CC_CM)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.⁸⁾ 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높아지면 보상위원회가 효과적으로 구성된다는 것을 의미한다.

〈표 10〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치에 미치는 영향

$$CC_CM = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_i IND + \beta_t YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	종속변수: CC_CM		
		회귀계수	t 값	p 값
Constant		1.237	9.846	0.001
FOR	+	0.486***	6.205	0.001
SIZE	+	0.052***	4.655	0.001
LEV	+	-0.211***	-2.866	0.004
NCR	-	-0.123	-1.541	0.124

8) 보상위원회 전원 사외이사 여부를 이용하여 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치를 계산하여 검증을 실시한 경우에도, 외국인투자자 지분율은 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

변수	예측부호	종속변수: <i>CC_CM</i>		
		회귀계수	t 값	p 값
<i>ROA</i>	+	-0.116	-0.692	0.489
<i>IND</i>			포함	
<i>YEAR</i>			포함	
통계량	F 값		6.515***	
	Adj.R ²		0.163	

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. *CC_CM*: 4가지 보상위원회 구성 특성을 이용하여 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치. 변수에 대한 자세한 설명은 <표 2>를 참조하기 바란다.

5. 추가 검증

1) 내생성 검증

내생성을 검증하기 위해 다음과 같은 세 가지 분석을 실시하였다. 첫째, 측정오류(measurement error)에 기인한 내생성 문제를 검증하기 위해, 2단계 최소제곱회귀 분석(two-stage least squares regression)을 실시하였다. 외국인투자자 지분율에 영향을 미치면서 보상위원회 도입여부에 영향을 미치지 않는 배당수익률을 도구변수로 사용하였다. 1단계에서 배당수익률을 독립변수로 외국인투자자 지분율을 종속변수로 설정한 회귀분석 모형을 이용하여, 외국인투자자 지분율에 대한 예측치를 추정하였다.⁹⁾ 2단계에서는 1단계에서 추정한 외국인투자자 지분율의 예측치를 독립변수로 사용하여, 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 영향을 검증하였다.

<표 11>에 제시한 검증결과에서 독립변수인 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 종속변수인 보상위원회 도입여부(*CC_D*)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 도입가능성이 높아진다는 가설 1을 지지하는 결과로 <표 4>에 제시한 결과와 동일하다.

9) 1단계에서 '외국인투자자 지분율 = $\alpha + \beta_1$ 배당수익률 + β_2 대주주지분율 + β_3 기업규모 + β_4 산업더미 + β_5 연도더미 + ϵ ' 과 같은 회귀분석모형을 이용하여 외국인투자자 지분율에 대한 예측치를 추정하였다. 1단계 회귀분석 모형에서 독립변수인 배당수익률의 계수값(t값)은 0.913(13.053)으로 외국인투자자 지분율에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

〈표 11〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입에 미치는 영향

: 2단계 최소제곱법을 이용한 모형에 대한 검증결과

$$CC_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_6 IND + \beta_7 YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	종속변수: <i>CC_D</i>		
		회귀계수	Wald 값	p 값
<i>Constant</i>		-39.324	0.000	0.995
<i>FOR</i>	+	3.680*	3.246	0.072
<i>SIZE</i>	+	0.667***	44.298	0.001
<i>LEV</i>	+	-0.678***	6.901	0.009
<i>NCR</i>	-	-1.055***	13.047	0.001
<i>ROA</i>	+	-0.692*	2.794	0.095
<i>IND</i>		포함		
<i>YEAR</i>		포함		
통계량		-2 LOG Likelihood = 3084.087 X ² = 1146.142***		
		Cox-Snell R ² = 0.155 Nagelkerke R ² = 0.335		

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

둘째, 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 영향을 미치는 것이 아니라, 보상위원회 도입여부가 외국인투자자 지분율에 영향을 미칠 수 있다. 인과관계 역전(reversed causality)으로 인한 내생성 문제를 검증하기 위해, 독립변수와 통제변수를 종속변수보다 한 기간 앞선 변수로 측정된 시차분석 모형을 설정한 다음 검증을 실시하였다(Jiang 2008). 시차변수(lagged variable)로 설정한 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 효과를 검증한 결과를 〈표 12〉에 제시하였다.

〈표 12〉에서 살펴보는 바와 같이, 시차변수로 측정된 외국인투자자 지분율($FOR_{i,t}$)은 보상위원회 도입여부($CC_D_{i,t+1}$)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 〈표 4〉에 제시한 검증결과와 동일하며, 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 도입가능성이 높아진다는 것을 의미한다. 따라서 시차변수를 이용한 추가분석 결과는 가설 1을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

〈표 12〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입에 미치는 영향: 시차변수를 이용한 모형을 검증한 결과

$$CC_D_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 FOR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 NCR_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 IND + \beta_7 YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	종속변수: $CC_D_{i,t+1}$		
		회귀계수	Wald 값	p 값
<i>Constant</i>		-41.871	0.000	0.995
$FOR_{i,t}$	+	1.550***	14.823	0.001
$SIZE_{i,t}$	+	0.773***	353.340	0.001
$LEV_{i,t}$	+	-0.341	1.565	0.211
$NCR_{i,t}$	-	-1.174***	15.065	0.001
$ROA_{i,t}$	+	-0.789*	3.473	0.062
<i>IND</i>		포함		
<i>YEAR</i>		포함		
통계량		-2 LOG Likelihood = 2809.448 $X^2 = 1079.691^{***}$		
		Cox-Snell $R^2 = 0.162$ Nagelkerke $R^2 = 0.344$		

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

셋째, 모형에 포함되지 않은 변수(omitted variables)로 인해 나타날 수 있는 내생성 문제를 해결하기 위해, 이사회외 사외이사비율(*BOD*), 소유경영자여부(*OM*) 및 기업집단여부(*LBG*)와 같은 기업지배구조 변수를 모형에 통제변수로 고려하여 추가검증을 실시하였다. 〈표 13〉에 제시한 검증결과에서 독립변수인 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 종속변수인 보상위원회 도입여부(*CC_D*)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 〈표 4〉에 제시한 결과와 동일하며, 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 도입가능성이 높아진다는 가설 1을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

〈표 13〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입에 미치는 영향: 통제변수를 추가한 모형을 검증한 결과

$$CC_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_6 BOD + \beta_7 OM + \beta_8 LBG + \beta_9 IND + \beta_{10} YEAR + \epsilon$$

변수	예측부호	종속변수: <i>CC_D</i>		
		회귀계수	Wald 값	p 값
<i>Constant</i>		-34.704	0.000	0.995
<i>FOR</i>	+	1.743***	20.669	0.001
<i>SIZE</i>	+	0.438***	84.435	0.001
<i>LEV</i>	+	-0.654**	5.812	0.016
<i>NCR</i>	-	-0.849***	8.639	0.003
<i>ROA</i>	+	-0.535	1.629	0.202
<i>BOD</i>	+	3.425***	55.602	0.001
<i>OM</i>	-	-0.515***	23.297	0.001
<i>LBG</i>	+	0.581***	24.705	0.001
<i>IND</i>		포함		
<i>YEAR</i>		포함		
통계량		-2 LOG Likelihood = 2945.758 X ² = 1284.471***		
		Cox-Snell R ² = 0.171 Nagelkerke R ² = 0.371		

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. *BOD*: 이사회 이사회의 사외이사비율; *OM*: CEO가 설립자이거나 설립자의 친인척 또는 CEO가 보유한 주식 5% 이상인 경우 1, 그렇지 않으면 0; *LBG*: 공정거래위원회가 지정한 대규모기업집단에 소속된 계열사인 경우 1, 그렇지 않으면 0. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

2) 군집 표준오차 회귀분석 검증

개별 기업 단위로 표본의 군집성을 통제함으로써 강건한 분석 결과를 얻을 수 있는 군집 표준오차 회귀분석(cluster standard errors regression)을 사용하여 실증분석을 실시하였다(Petersen 2009). 〈표 14〉에는 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 영향에 대한 검증결과를 제시하였다. 〈표 14〉에서 살펴보는 바와 같이, 군집 표준오차 회귀분석 검증결과도 이전 결과와 동일하게 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.¹⁰⁾

10) 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성과 전문성에 미치는 영향과 외국인투자자지분율이 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치에 미치는 영향을 군집 표준오차 회귀분석으로 검증하였다. 검증결과는 이전 결과와 동일하며, 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성과 전문성, 그리고 보상위원회 효과성에 대한

〈표 14〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입에 미치는 영향: 군집 표준오차 회귀분석 결과

$$CC_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_i IND + \beta_i YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	종속변수: <i>CC_D</i>		
		회귀계수	z 값	p 값
<i>Constant</i>		-20.699***	-18.810	0.000
<i>FOR</i>	+	1.549***	4.350	0.000
<i>SIZE</i>	+	0.686***	15.860	0.000
<i>LEV</i>	+	-0.870***	-4.020	0.000
<i>NCR</i>	-	-0.604**	-2.500	0.012
<i>ROA</i>	+	-0.597	-1.290	0.197
<i>IND</i>		포함		
<i>YEAR</i>		포함		
통계량		Wald $\chi^2 = 576.660$ ***		
		Pseudo $R^2 = 0.190$		

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

3. 보상위원회를 도입하지 않은 기업을 매칭하여 검증을 실시한 결과

보상위원회를 도입한 기업과 도입하지 않은 기업을 두 가지 방법으로 매칭하여 검증을 실시하였다. 첫째, 보상위원회를 도입한 기업과 같은 연도 및 산업에 속하며, 자산규모가 유사한 기업을 1:1로 매칭하여 표본을 구성하였다. 1:1로 매칭한 표본을 대상으로 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 영향을 분석한 결과를 〈표 15〉의 〈컬럼 A〉에 제시하였다. 〈표 15〉의 〈컬럼 A〉에서 살펴보는 바와 같이, 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 보상위원회 도입여부(*CC_D*)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

둘째, 성향점수매칭(propensity score matching: PSM) 기법을 사용하여 유사한 성향점수를 갖는 개체들끼리 매칭되도록 만든 후에 검증을 실시하였다. PSM기법을 적용하여 검증을 실시한 결과를 〈표 15〉의 〈컬럼 B〉에 제시하였다. 〈표 15〉의 〈컬럼 B〉에서 살펴보는 바와 같이, 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 보상위원회 도입여부(*CC_D*)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 외국인투자자 지분

종합적 측정치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

율(*FOR*)의 회귀계수값은 연도 및 산업을 기준으로 집단을 구분하여 검증한 결과를 제시한 <컬럼 A>에서보다 PSM을 이용하여 매칭한 검증결과를 제시한 <컬럼 B>에서 더 크게 나타났다. <표 15>의 <컬럼 A>와 <컬럼 B>의 검증결과는 가설 1을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

<표 15 > 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입에 미치는 영향: 표본을 매칭하여 검증한 결과
 $CC_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_6 IND + \beta_7 YEAR + \varepsilon$

변수	예측부호	종속변수: <i>CC_D</i>			
		<컬럼 A> 연도, 산업 및 규모 매칭		<컬럼 B> 성향점수매칭	
		회귀계수	Wald 값	회귀계수	Wald 값
<i>Constant</i>		-6.780***	24.022	6.835***	10.765
<i>FOR</i>	+	2.084***	14.740	9.305***	50.539
<i>SIZE</i>	+	0.254***	22.508	-0.254***	10.053
<i>LEV</i>	+	-0.472	1.888	-0.633	1.656
<i>NCR</i>	-	-0.760**	4.169	-0.484	0.749
<i>ROA</i>	+	-1.165	2.480	0.960	1.539
<i>IND</i>		포함		포함	
<i>YEAR</i>		포함		포함	
통계량		-2 LOG Likelihood = 1624.170 $\chi^2 = 103.140^{***}$		-2 LOG Likelihood = 718.547 $\chi^2 = 113.229^{***}$	
		Cox-Snell $R^2 = 0.079$ Nagelkerke $R^2 = 0.106$		Cox-Snell $R^2 = 0.172$ Nagelkerke $R^2 = 0.229$	

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 <표 2>를 참조하기 바란다.

4. 연도별 검증

연구결과의 강건성을 검증하기 위해 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입 및 구성 특성에 미치는 효과를 연도별로 구분하여 검증하였다. 첫째, 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 영향을 연도별로 검증하고, 검증결과를 <표 16>에 제시하였다. <표 16>에서 살펴보는 바와 같이, 모든 표본 연도에서 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 보상위원회 도입여부(*CC_D*)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 보상위원회를 도입한 기업이 이후에도 보상위원회를 계속 유지하는 경우, 보

상위원회를 도입한 기업이 연도별로 전체 표본에 중복되어 나타날 수 있다. 따라서 본 연구 표본의 마지막 연도인 2022년 표본만을 대상으로 분석한 결과에서도 여전히 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회 도입여부(CC_D)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회 도입 가능성이 높다는 가설 1을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

〈표 16〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입에 미치는 영향: 연도별 검증결과
 $CC_D = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_6 IND + \beta_7 YEAR + \varepsilon$

변수	예측 부호	종속변수: CC_D									
		회귀계수									
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Constant		-22.691	-22.595	-21.367	-20.849	-22.016	-22.178	-22.511	-22.348	-22.138	-22.234
FOR	+	5.271***	4.938***	4.714***	4.849***	5.248***	5.718***	7.172***	7.303***	6.831***	6.784***
SIZE	+	0.561***	0.634***	0.749***	0.696***	0.595	0.591***	0.836***	0.894***	0.956***	0.949
LEV	+	-0.530	-0.712	-1.193	-0.550	0.272	-0.015	-0.695	-0.599	-0.371	-0.724
NCR	-	-0.146	-0.147	-1.634	-1.620	-0.655	-1.109	-1.175	-1.341	-1.486*	-0.948
ROA	+	2.272	3.229*	0.419	-5.240**	-3.962**	-1.318	-0.175	-0.634	-0.863	-3.599***
IND		포함									
YEAR		포함									

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

둘째, 보상위원회 도입이 급격히 증가한 2020년 이후 표본을 대상으로 외국인투자자 지분율이 보상위원회 구성 특성(독립성과 전문성)에 미치는 효과를 분석하였다. 2020년 이전 표본에서는 보상위원회를 도입한 표본 수가 적기 때문에, 요인분석을 이용하여 보상위원회의 구성 특성(독립성과 전문성)을 구분하기 어려운 측면이 있다. 따라서 보상위원회 표본수가 증가한 2020년 이후 표본(2020년, 2021년 및 2022년)을 대상으로 외국인투자자 지분율이 보상위원회 구성 특성(독립성과 전문성)에 미치는 효과를 분석하였다.

〈표 17〉의 〈컬럼 A〉에는 요인분석 결과 추출된 보상위원회 독립성을 종속변수로 선정하여 검증한 결과를 제시하였고, 〈컬럼 B〉에는 보상위원회 전문성을 종속변수로 선정하여 검증한 결과를 제시하였다. 〈표 17〉에서 살펴보는 바와 같이, 외국인투자자 지분율(FOR)은 보상위원회 독립성(CC_I)과 전문성(CC_E)에 유의적인 양의 영향을 미치

는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 독립성과 전문성이 높아진다는 가설 2와 가설 3을 지지하는 결과로 볼 수 있다.¹¹⁾

〈표 17〉 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성 및 전문성에 미치는 영향: 2020년 이후 표본을 대상으로 검증한 결과

$$CC_I(CC_E) = \alpha + \beta_1 FOR + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 NCR + \beta_5 ROA + \beta_6 IND + \beta_7 YEAR + \varepsilon$$

변수	예측부호	〈컬럼 A〉		〈컬럼 B〉	
		종속변수: <i>CC_I</i>		종속변수: <i>CC_E</i>	
		회귀계수	t 값	회귀계수	t 값
<i>Constant</i>		0.390	0.724	0.204	0.315
<i>FOR</i>	+	0.624*	1.721	1.339***	3.077
<i>SIZE</i>	+	0.179***	3.615	0.171***	2.884
<i>LEV</i>	+	-1.046***	-3.084	-0.364	-0.896
<i>NCR</i>	+	-0.610*	-1.700	0.375	0.870
<i>ROA</i>	+	-0.507	-0.731	0.202	0.242
<i>IND</i>		포함		포함	
<i>YEAR</i>		포함		포함	
통계량	F 값	2.511***		2.823***	
	Adj.R ²	0.070		0.083	

***, ** 및 *은 각각 1%, 5%와 10%에서 유의적(양측검증)임을 나타낸다. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조하기 바란다.

11) 도표로 제시하지 않았지만, 외국인투자자 지분율이 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치에 미치는 영향을 분석한 결과에서도 외국인투자자 지분율(*FOR*)은 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치(*CC_CM*)에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높아지면 보상위원회가 효과적으로 구성된다는 것을 의미한다.

V. 결론

본 연구에서는 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입 및 구성 특성에 미치는 효과를 실증적으로 분석하였다. 먼저, 외국인투자자 지분율이 보상위원회 도입여부에 미치는 효과를 검증하였다. 그리고 보상위원회를 도입한 기업을 대상으로 외국인투자자 지분율이 보상위원회 독립성, 전문성 및 효과성에 대한 종합적 측정치에 미치는 효과를 분석하였다. 2013년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업의 6,829개 기업-년 자료를 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회 도입 가능성이 높은 것으로 나타났다. 둘째, 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회의 사외이사비율이 높아지는 반면, 보상위원회에 최고경영자가 참여할 가능성이 낮아지는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 외국인투자자 지분율이 높아지면, 보상위원회의 독립성이 높아지는 것으로 해석할 수 있다. 셋째, 외국인투자자 지분율이 높을수록 보상위원회에 회계 및 재무전문가가 참여할 가능성이 높아지며, 보상위원회에 여성이 참여할 가능성도 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자 지분율이 높아지면, 보상위원회의 전문성이 높아지는 것으로 볼 수 있다. 넷째, 외국인투자자 지분율이 높아지면 보상위원회의 전반적 효과성에 대한 종합적 측정치가 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자의 지분율이 높아지면 보상위원회가 효과적으로 구성된다는 것을 의미한다.

본 연구 결과는 다음과 같은 측면에서 선행연구와 차별화된 학문적 및 실무적 공헌점을 가진다. 첫째, 본 연구에서는 보상위원회 구성 및 위원의 자격요건에 대한 다양한 특성을 변수(사외이사비율, 최고경영자 참여 여부, 회계 및 재무전문가 참여여부, 여성의 참여여부)로 선정하고, 이를 보상위원회 특성(독립성과 전문성)으로 분류한 다음, 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치를 계산하였다. 본 연구에서 제시한 보상위원회 구성 및 위원의 자격요건에 대한 분류와 측정방법은 보상위원회 효과성을 검증하는 후속 실증연구를 촉진하는 데 도움을 줄 수 있다는 측면에서 선행연구와 차별화된 의의를 찾을 수 있다.

둘째, 본 연구의 실증 검증 결과는 기업이 보상위원회 위원을 선임하고 보상위원회를 구성하는데 참고할 수 있는 실무적인 지침을 개발하는 데 유용한 통찰을 제공한다.

그리고 본 연구에서 제시한 보상위원회 효과성에 대한 종합적 측정치는 서로 다른 기업 간에 보상위원회 구성의 적절성을 비교하는 기준으로 활용될 수 있다.

셋째, 본 연구의 검증 결과는 향후 보상위원회와 관련된 규정을 제정하거나 정책을 수립하는 과정에 사용될 수 있는 실증적 근거를 제시한다. 미국은 보상위원회를 전원 사외이사로 구성할 것을 의무화한 반면, 한국은 금융회사를 제외하고는 보상위원회가 강제되지 않으며, 사외이사 전원으로 보상위원회를 구성해야 할 의무도 없다. 그러므로 본 연구결과는 보상위원회의 사외이사비율과 같은 외형적 독립성과 최고경영자의 보상위원회 참여 제한과 같은 실질적 독립성을 확보하는 것이 중요하다는 점을 시사한다. 또한, 보상위원회의 전문성을 높이기 위해 이사회 내의 회계 및 재무전문가 그리고 여성사외이사를 보상위원회 위원으로 활용해야 한다는 점을 제시한다는 점에서도 선행연구와 차별화된 공헌점이 있다.

추후 연구에서는 외국인투자자 이외에 보상위원회 도입 및 구성 특성에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인에 대한 실증적 검증이 이루어질 필요가 있다. 그리고 보상위원회의 도입 및 구성 특성이 경영자보상 및 상대평가 도입 여부와 같은 경영자 보상 설계에 미치는 효과도 검증할 필요가 있다. 또한 이러한 관련성에 영향을 미치는 다양한 상황요인과 경로에 대한 분석도 필요하다.

〈참고문헌〉

- 박재완, 이상철, 정갑수. 2009. 감리지적 기업의 경영자, 이사회 및 외부감사인 특성. *회계·세무와감사연구* 49: 163-203.
- 박헌준, 신현한, 최완수. 2004. 한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할. *경영학연구* 33(2): 655-682.
- 서영태. 2023. ‘떠나간 외국인’... 국내 주식 보유비중 금융위기 이후 최저. *연합인포맥스* 2023년 10월 5일자 보도자료.
- 송동엽, 정상창. 2014. 기업지배구조와 경영자보상 사이의 관련성에 관한 연구. *재무관리연구* 31(4): 179-206.
- 신현한, 이상철, 장진호. 2004. 외부감시주체와 기업가치. *재무연구* 17(1): 41-72.
- 신현한, 장진호. 2003. 최고경영자 교체에 따른 경영성과 변화. *재무연구* 16(2): 231-256.
- 이경태, 이상철, 박애영. 2005. 소유 및 지배구조와 경영자 스톡옵션 보상. *증권학회지* 24(3): 37-70.
- 이상철, 김중화, 박애영. 2009. 외국인지분율이 대리인문제 유형과 기업가치의 관련성에 미치는 영향. *관리회계연구* 9(2): 53 - 84.
- 이상철, 이윤근. 2023. 대규모 외국인투자자와 여성의 이사회 참여. *회계학연구* 48(5): 111-145.
- 이상철, 정갑수, 윤종철. 2012. 보상위원회 도입이 경영자보상에 미치는 영향. *관리회계연구* 12(2): 25-51.
- 이상철, 정명, 양동훈. 2009. 보상위원회 도입 및 독립성에 영향을 미치는 요인. *회계저널* 19(4): 161-186.
- 최유원, 박종국, 문상혁. 2012. 보상위원회가 경영자보상에 미치는 영향. *회계정보연구* 30(1): 205-238.
- Adams, R. and D. Ferreira. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94 (2): 291-309.
- Aguilera, R. and G. Jackson. 2003. The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review* 28 (3): 447-465.
- Almazan, A., J. C. Hartzell, and L. T. Starks. 2005. Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial Management* 34 (4): 5-34.
- Alves, P., E. Couto, and P. Francisco. 2016. Executive pay and performance in

- Portuguese listed companies. *Research in International Business and Finance* 37: 184-195.
- Amoah, N. Y., A. Asante, E. Lamptey, and B. Makkawi. 2022. The influence of compensation committee financial expertise on CEO. *Journal of Business and Behavioral Sciences* 34 (1): 4-19.
- Anderson, R. and J. Bizjak. 2003. An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay. *Journal of Banking and Finance* 27 (7): 1323-1348.
- Armstrong, C. S., J. L. Blouin, and D. F. Larcker. 2012. The incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics* 53 (1-2): 391-411.
- Barclay, M. and C. Holderness. 1989. Private benefits of control of public corporations. *Journal of Financial Economics* 25: 371-395.
- Bear, S., N. Rahman, and C. Post. 2010. The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics* 97: 207-221.
- Bebchuk, L. and J. Fried. 2004. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Harvard University Press.
- Bebchuk, L. and J. Fried. 2006. Pay without performance: Overview of the issues. *Academy of Management Perspectives* 20 (1): 5-24
- Benkraiem, R., A. Hamrouni, F. Lakhel, and N. Toumi. 2017. Board independence, gender diversity and CEO compensation. *Corporate Governance* 17 (5): 845-860.
- Bowen, W. 1994. When a business leader joins a nonprofit board. *Harvard Business Review* 72 (5): 38-43.
- Bugeja, M., Z. Matolcsy, and H. Spiropoulos. 2016. The association between gender diverse compensation committees and CEO compensation. *Journal of Business Ethics* 139 (2): 375-390.
- Cerbioni, F. and A. Parbonetti. 2007. Exploring the effects of corporate governance on intellectual capital disclosure: An analysis of European biotechnology companies. *European Accounting Review* 16 (4): 791-826.
- Cheng, M., B. Lin, R. Lu, and M. Wei. 2017. Non-controlling large shareholders in emerging markets: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 63: 101259.

- Chowdhury, S. D. and E. Z. Wang. 2009. Institutional activism types and CEO compensation: A time-series analysis of large Canadian corporations. *Journal of Management* 35: 5-36.
- Canyon, M. 1997. Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization* 15: 493-509.
- Canyon, M. and S. Peck. 1998. Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal* 41: 146-157.
- Canyon, M. 2014. Executive compensation and board governance in US firms. *The Economic Journal* 124 (574): 60-89.
- Core, J., R. Holthausen, and D. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (3): 371-406.
- Daily, C., J. Johnson, A. Ellstrand, and D. Dalton. 1998. Compensation composition as a determinants of CEO compensation. *Academy of Management Journal* 41 (2): 209-220.
- Dechow, P., L. Myers, and C. Shakespeare. 2010. Fair value accounting and gains from asset securitizations: A convenient earnings management tool with compensation side benefits. *Journal of Accounting and Economics* 49 (1/2): 2-25.
- Eagly, A. H. and L. L. Carli. 2003. The female leadership advantage: An evaluation of the evidence. *The Leadership Quarterly* 14 (6): 807-834.
- Edmans, A. and G. Manso. 2011. Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies* 24: 2395-2428.
- Ezzamel, M. and R. Watson. 2002. Pay comparability across and within UK boards: An empirical analysis of the pay cash awards to CEOs and other board members. *Journal of Management Studies* 39: 207-232.
- Fama, E. and M. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325
- Fama, E. and M. Miller. 1972. *The Theory of Finance*. Dryden Press, Hinsdale, Illinois.
- Gabaix, X. and A. Landier. 2008. Why has CEO pay increased so much? *Quarterly Journal of Economics* 123: 49 - 100.
- Gaver, J. J. and K. M. Gaver. 1998. The relation between nonrecurring accounting

- transactions and CEO cash compensation. *The Accounting Review* 73: 235 - 253.
- Garner, J. L. and W. Y. Kim. 2013. Are foreign investors really beneficial? Evidence from South Korea. *Pacific-Basin Finance Journal* 25: 62-84.
- Gillan, S. 2006. Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance* 12 (3): 381-402.
- Gray, S. R. and A. A. Cannella. 1997. The role of risk in executive compensation. *Journal of Management* 23: 517-540.
- Harris, J. 2009. What's wrong with executive compensation? *Journal of Business Ethics* 85: 147-156.
- Hermalin, B. and M. Weisbach. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review* 9: 7-22.
- Hoitash, R., U. Hoitash, and K. Johnstone. 2012. Internal control material weaknesses and CFO compensation. *Contemporary Accounting Research* 29 (3): 768-803.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305 - 360.
- Jensen, M. and K. Murphy. 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy* 98: 225-264.
- Jeon, J. and J. Ryoo. 2013. How do foreign investors affect corporate policy?: Evidence from Korea. *International Review of Economics & Finance* 13 (25): 52-65.
- Jiang, J. 2008. Beating earnings benchmarks and the cost of debt. *The Accounting Review* 83 (3): 377-416
- Kent, P., K. Kercher, and J. Routledge. 2018. Remuneration committees, shareholder dissent on CEO pay and the CEO pay-performance link. *Accounting & Finance* 58 (2): 445-475.
- Khanna, T. and K. Palepu. 1999. Emerging market business groups, foreign investors, and corporate governance. *National Bureau of Economic Research Working Papers* 6955.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around

- the world. *The Journal of Finance* 54 (2) : 471 - 517.
- Laing, D. and C. Wier. 1999. Governance structures, size and corporate performance in UK firms. *Management Decision* 37 (5): 457-464
- Lambert, R. and D. Larcker. 1997. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* 25: 85-125.
- Lee, K. T., S. C. Lee, and A. Park. 2005. Effect of ownership and governance structure on executives' stock options. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 34(3): 37-70.
- Lorsch, J. and E. MacIver. 1989. *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Manchiraju, H., S. Hamlen, W. Kross, and I. Suk. 2016. Fair value gains and losses in derivatives and CEO compensation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 31 (3):311-338.
- O'Brien, P. and R. Bhushan. 1990. Analyst following and institutional ownership. *Journal of Accounting Research* 28: 55-76.
- Omar, A., A. Tang, and Y. Cong. 2021. Corporate governance CEO turnover and say on pay votes. *Accounting Research Journal* 34 (6):580-596.
- O'Reilly, C., B. Main, and G. Crystal. 1988. CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories. *Administrative Science Quarterly* 33: 257-274.
- Petersen, M. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies* 22 (1): 435-480.
- Ryan, H. and R. Wiggins. 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73: 497-524.
- Sachs, J. D. and A. Warner. 1995. Economic reform and the process of global integration. *Harvard University Brookings Papers on Economic Activity* 26 (1):1-118.
- Sapp, S. 2008. The impact of corporate governance on executive compensation. *European Financial Management* 14 (4): 710-746.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94: 461-488.

- Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52: 737-783.
- Smith, C. and J. Warner. 1979. On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics* 7 (2): 117-161.
- Smith, M. P. 1996. Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance* 51: 227-252.
- Strobl, S., V. Rama, and S. Mishra. 2016. Gender diversity in compensation committees. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 31: 415-427.
- Sun J. and S. Cahan. 2009. The effect of compensation committee quality on the association between CEO cash compensation and accounting performance. *Corporate governance: An international review* 17 (2): 193-207.
- Terjesen, S., E. Couto, and P. Francisco. 2016. Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance* 20 (3): 447-483.
- Usman, M., J. Zhang, F. Wang, J. Sun, and M. Makki. 2018. Gender diversity in compensation committees and CEO pay: Evidence from China. *Management Decision* 56 (5): 1065-1087.
- Usman, M., M. Siddique, M. Makki, A. Gull, A. Dardour, and J. Yin. 2020. Executives' pay-performance link in China: Evidence from independent and gender diverse compensation committees. *International Journal of Emerging Markets* 16 (8): 1984-2008.
- Wade, J., C. O'Reilly, and I. Chandratat. 1990. Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence. *Administrative Science Quarterly* 35: 587-603.
- Ward, A., J. Brown, and D. Rodriguez. 2009. Governance bundles, firm performance, and the substitutability and complementarity of governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review* 17 (5): 646-660.
- Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Zhu, Y., G. Tian, and S. Ma. 2009. Executive compensation, board characteristics and firm performance in China: The impact of compensation committee. *Working Paper*.

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원

발행인 이정익

발행일 2025년 3월

주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail cgsweb@cgs.or.kr

Home <http://www.cgs.or.kr>

인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
