

## 보상위원회의 품질과 성과-보상민감도

최원주\*

### <요 약>

이사회 내 주요 위원회 중의 하나인 보상위원회의 도입과 운영은 경영진의 효율적 보상설계에 영향을 미칠 수 있다. 이러한 맥락에서 본 연구에서는 보상위원회의 품질(보상위원회 규모, 보상위원회 구성, 비겸직 위원 수)이 경영진의 유인보상설계(성과-보상 민감도)에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고자 하였다.

2001년부터 2013년까지 상장기업(금융업 제외) 중 보상위원회 도입 기업을 대상으로 경영자 성과-보상 민감도가 보상위원회 품질 수준에 영향을 받는지를 분석하였고 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

보상위원회 도입 기업 중 보상위원회 품질을 세 가지로 측정하여 이들이 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과, 보상위원회 규모는 성과-보상 민감도에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으나 보상위원회 구성(보상위원회 내 사외이사 비율)과 비겸직 위원 수(보상위원회 구성원 중 타 위원회를 겸직하고 있지 않은 위원의 비율)는 성과-보상 민감도에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

추가적으로 보상위원회 품질을 측정하기 위한 3가지 개별 변수를 요인분석을 통해 요인점수를 추출하여 이들이 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과, 요인점수(보상위원회의 품질이 높을수록)가 높을수록 경영진의 보상을 성과와 보다 연관시켜 지급하는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 보상위원회의 품질 수준이 높을수록 경영진의 보상을 보다 경영성과에 근거해 지급한다는 것으로, 보상위원회의 품질을 향상시켜 보상위원회가 본연의 역할을 보다 충실히 수행할 수 있게 운영한다면 경영진의 대리문제를 보다 효과적으로 통제할 수 있다는 것을 의미하는 결과라 할 수 있다.

핵심주제어: 보상위원회, 보상위원회 품질, 성과-보상민감도

## I. 서 론

지난 외환위기 이후부터 시작된 기업지배구조에 대한 관심의 증대는 내적으로 이사회가 경영진에 대한 견제자로서의 역할을 충실히 수행할 수 있도록 변화시켰고, 외적으로 자본시장, 제품시장 등의 외부 통제장치가 기업지배구조 통제에 효과성을 가질 수 있도록 변모시켰다. 즉 기업도 투자자금의 확보와 기업 투명성 제고 차원에서 지배구조 개선에 자구적 노력을 기울였고, 법과 제도 측면에서도 광범위한 개편이 이루어졌으며, 대외적인 지배구조 통제장치들의 효과성 측면에서도 과거 외환위기 이전보다 개선되었다. 이러한 지배구조 개선에 대한 노력은 기업 투명성 제고를 통한 경쟁력 확보라는 원칙을 기업과 사회가 동시에 인식하고 행동으로 실천하고 있다는 증거가 될 수 있다(신성욱 2007 등).

기업지배구조 개선의 주된 핵심은 기업 내 다양한 이해관계자들 사이에서 발생할 수 있는 비효율을 최대한 줄이는 데 있다. 특히 기업 경영에 대해 책임을 지고 있는 경영자를 기업 가치 증대를 위해 노력할 수 있도록 유인하며 주주와 경영진 사이에서 발생할 수 있는 다양한 문제를 감소시키는 것이 지배구조 개선의 핵심이다(박종일 2003). 이런 측면에서 보면 효과적인 지배구조를 가진 기업은 기업 내 존재하는 다양한 대리문제로 야기되는 기업 경영의 비효율성을 잘 통제하여 경영 의사결정의 효과성과 효율성을 높이는 기업이라 할 수 있을 것이다.

지금까지 기업지배구조와 관련된 많은 연구들이 수행되었고 이들 선행연구들은 기업지배구조가 무엇이며, 어떤 측면에서의 개선노력들이 이루어져야 이상적인 기업지배구조를 갖출 수 있는지에 대해 초점을 맞추어 진행되었다. 결국 많은 선행연구들의 공통된 주장은 기업지배구조를 형성하는 소유구조, 이사회구조 등 기업지배구조

에 영향을 미치는 내·외부 통제장치의 효과적 운영을 통해 다양한 대리문제에서 야기된 비효율을 줄여 가치증대에 기여할 수 있다는 것이다.

이러한 기업지배구조 개선을 위한 노력으로 경영진에 대한 보상시스템의 효율적 설계를 들 수 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 경영자가 자신의 부가 아닌 기업가치 증대를 위해 노력하도록 유도하기 위해서는 경영진에 대한 보상제도의 효율적 설계 또한 매우 중요하다. 따라서 경영자 유인보상제도도 기업지배구조 개선을 위한 중요한 요소이며 경영자 보상시스템의 효율적 설계는 기업지배구조 개선에 중요한 역할을 수행할 수 있다.

기업 내 경영진에 대한 성과평가와 보상수준, 보상결정에 고려되어야 할 요소들이 기업의 목표와 잘 연계되어 있는지를 검토하는 이사회 내 위원회 중의 하나가 보상위원회(compensation committee)이다. 경영자를 적절히 감시, 통제하거나 동기부여 시켜 기업 내 의사결정의 효율성을 향상시키기 위해서는 경영진에 대한 효율적 보상설계가 무엇보다 중요하다. 이런 측면에서 경영자 보상제도를 효율적으로 설계하여 대리문제를 효과적으로 통제하려는 목적으로 운영되는 보상위원회의 역할은 더욱 중요하다고 볼 수 있다.

보상위원회의 도입 및 운영이 경영자 보상제도의 효율적 설계에 어떠한 역할을 수행하는지에 대한 국내연구는 국외연구에 비해 많이 수행되지 못하였다. 국외선행연구에서 분석대상이 된 기업의 경우 보상위원회를 설치하고 있는 기업이 대부분이지만, 국내의 경우 실제 보상위원회 도입이 법에 규정된 강제사항이 아니기 때문에 자발적으로 보상위원회를 도입하여 운영하고 있는 기업 수가 많지 않다. 그리하여 국내에서는 표본 수를 충분히 확보하지 못한 문제 등으로 연구진행이 활발하지 못하였다. 그러나 이런 상

황에서도 불구하고 보상위원회 도입에 영향을 미치는 요인을 규명하거나 보상위원회 독립성이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 연구들이 수행되었고 의미있는 결과들도 도출되었다(이상철 등 2009; 이상철과 윤종철 2010; 신성욱과 강진수 2011; 이상철 등 2012; 최유원 등 2012). 그러나 보상위원회를 자발적으로 도입하여 운영하는 주된 목적이 경영자 보상제도의 개선을 통한 경영자 대리문제 통제에 있다면 단순히 보상위원회의 도입여부만으로 경영진에 대한 효율적 보상설계가 가능할 것이라고 판단할 수 없으며, 보상위원회 품질(quality) 수준이 실제 경영자 유인 보상제도의 설계 및 운영에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보는 것이 향후 제도개선을 통해 보상위원회 의무도입 여부 등의 정책 결정에 있어 시사하는 바가 크다고 할 수 있다. 단순히 보상위원회 도입만이 아닌 보상위원회 품질을 측정하여 보상위원회 도입 취지와 목적에 맞게 운영하는 기업의 경우(보상위원회 품질이 보다 높은 기업) 실제 경영자 유인보상제도의 설계 및 운영에 어떤 영향을 미치는지를 규명하는 것은 경영자 대리문제 통제를 위한 기업지배구조 개선에 있어 의미하는 바가 클 것으로 판단된다. 그러나 보상위원회 품질과 실제 기업에서 운영되고 있는 경영자 유인보상제도와의 관련성을 직접 분석한 선행연구는 거의 드문 실정이다.

따라서 본 연구에서는 보상위원회 품질이 경영자 보상제도의 효율적 설계에 어떠한 영향을 미치는지를 경영자 보상과 성과 사이의 민감도를 통해 살펴보고자 한다. 구체적으로 보상위원회 품질을 보상위원회 규모, 보상위원회 구성, 비결직 위원 수로 나누어 측정하여, 이들이 경영자 성과-보상 민감도와 어떠한 관련성을 가지는지를 분석해 보고자 한다.

이하 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구를 바탕으로 연구가설에 대해 제시하였고, 3장에서는 연구가설을 실증분석하기 위한 연구모형, 변수의 조작적 정의, 실증분석에 사용된 표본에 대해 기술하였다. 4장과 5장에서는 실증분석결과 및 연구의 한계점, 미래연구방향에 대해 제시하였다.

## II. 선행연구 및 연구가설

Jensen and Murphy(1990)는 경영자보상이 기업성과에 근거하여 지급된다면 주주와 경영진의 이해관계 불일치로 인한 대리문제도 상당부분 완화시킬 수 있다고 주장하였다.<sup>1)</sup> 이들은 경영자에 대한 효율적 보상설계가 가능하다면 충분히 경영자의 대리문제를 통제할 수 있으며 여타 대리문제를 완화시키기 위한 추가적인 제도적 장치의 필요성이 경감될 수 있다는 것이다.

경영자에 대한 효율적 보상설계에 중대한 영향을 미치는 보상위원회는 합리적이고 투명한 경영자 보상제도를 설계·운영할 책임을 맡고 있다. 즉, 주주와 경영진 사이의 이해관계 불일치에 기인한 경영자 대리문제를 해소하기 위한 최적의 보상정책 설계의 책임을 맡고 있는 이사회 내부 주요 위원회 중 하나이다. 한국기업지배구조원에서 2008년 2월에 제시한 ‘보상위원회 가이드라인’에서는 위원회의 구성과 운영, 평가 및 보상, 보상관련 제반사항의 공시를 위한 원칙을 제시하였는데, 기업 내에서 보상위원회가 본연의 역할을 충실히 하기 위해서는 독립성, 책임성, 보상의 성과 연동, 투명성의 4가지 원칙을 기초로 보상위원회가 운영될 경우 경영진에 대한 효율적 보상 설계가 가능하고 기업 내 대리문제를

1) Jensen and Murphy(1990)의 주장과는 달리 Shleifer and Vishny(1997)의 연구에서는 성과에 근거한 보상계약은 경영자에게 보다 많은 위험을 가중시키기 때문에 위험 회피적 경영자를 위한 효율적 유인보상 시스템이 아닐 수 있다고 주장하였다.

완화시켜 의사결정의 효율성을 향상시킬 수 있다고 하였다. 이어 한국기업지배구조원에서 2014년 2월에 발표한 '의결권 행사 가이드라인'에서는 보상위원회의 위원구성에 대해 보상위원회 위원 전원을 사외이사로 구성할 것을 권장한 바 있다. 이는 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE)에서 강제 규정한 전원 독립적인 사외이사로 구성되는 보상위원회의 설치와 나스닥(National Association of Securities Dealers Automated Quotation: NASDAQ)의 Rule 4350(c)에서 규정한 전원 독립적 이사로 구성된 보상위원회를 설치 및 과반수 이상이 독립적인 이사로 구성된 이사회에서 경영진에 대한 보상을 결정하도록 한 것과 같은 의미를 가진다고 볼 수 있다(이상철 등 2012).

보상위원회와 경영자 보상 사이의 관련성을 분석한 연구는 대부분 보상위원회 제도를 오래 유지하였던 국가들을 중심으로 이루어져 왔다.

Bedchuck et al.(2002)의 연구에서는 보상위원회의 독립성이 확보되지 못한 경우 경영자가 자신의 보상결정에 영향력을 행사할 수 있기 때문에 경영자에 대한 보상계약의 효율성이 감소한다고 하였고, Bedchuck and Fried(2004)는 보상위원회 내 경영자의 영향력(managerial power)이 클수록 경영자에게 적정수준을 이탈한 초과보상이 지급된다고 주장하였다. 이는 경영자로부터 보상위원회가 독립적으로 존재하지 못할 경우에 효율적 보상설계를 할 수 없다는 것을 의미한다.

Vafeas(2003)는 보상위원회 내 사내이사의 참여여부, 보상위원회 독립성이 최고경영자의 보상수준 및 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석하였는데, 분석결과 보상위원회에 사내이사의 참여는 최고경영자의 보상수준 및 성과-보상 민감도에 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었으나 보다 높은 보상위원회 독립성은 성과-보상

민감도를 더욱 커지게 하는 것으로 나타났다. Conyon and He(2004)는 보상위원회 특성에 따라 경영자 보상제도가 어떻게 달라지는지를 분석하였는데 보상위원회 구성원이 보유하고 있는 지분율이 높을수록 경영자 현금보상수준에는 부정적인 영향을, 주식관련보상수준에는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 보상위원회 구성원의 이익을 증가시키기 위해 경영자에게 주식관련 보상을 보다 많이 지급하여 경영자가 주가치를 높이는 의사결정을 더욱 많이 수행할 수 있도록 유도한다는 것을 의미한다. Zue et al.(2009)의 연구에서는 보상위원회 도입 기업의 성과-보상간의 관련성에 대해 분석한 결과 보상위원회를 도입한 기업의 경우 성과-보상 민감도가 높은 것으로 나타난 바 있다.

보상위원회 도입 및 운영과 경영자 보상 사이의 관련성을 분석한 국내연구는 보상위원회를 도입한 기업이 많지 않고 자료수집의 어려움을 이유로 최근 일부 연구자들을 중심으로 진행되었다(이상철 등 2009; 이상철과 윤종철 2010; 신성욱과 강진수 2011; 이상철 등 2012; 최유원 등 2012). 이상철 등(2009)의 연구에서는 대리비용의 크기와 경영진 감시유인이 보상위원회의 도입에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 결과, 기업집단 여부는 보상위원회 도입에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 외국인 지분율과 사외이사 비율은 양(+)의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 이상철과 윤종철(2010)은 보상위원회 도입이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 보상위원회를 도입한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 보다 높은 것으로 나타났다.

최유원 등(2012)의 연구에서는 보상위원회 도입과 성과에 근거한 보상 수준 사이의 관련성을 분석하였는데, 분석결과 보상위원회를 도입한 기업에서 회계이익에 근거한 보상 지급을 더욱 많

이 하는 것으로 나타났다. 또한 이상철 등(2012)의 연구에서는 보상위원회 도입과 보상위원회 독립성이 경영자 현금보상수준과 주가성과-보상민감도에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였는데, 보상수준에 따른 도입여부와 독립성의 경우 유의적인 영향을 확인할 수 없었으나, 보상위원회 독립성에 따른 주가성과-보상민감도의 경우 양(+)의 영향, 현금보상수준의 경우 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

그러나 이들 연구는 보상위원회 도입여부가 보상설계에 미치는 영향에 대해 분석하였을 뿐 보상위원회 특성, 품질에 대해서는 분석하지 않았다. 이상철 등(2012)의 연구에서 보상위원회 내 사외이사 비율로 보상위원회의 독립성을 언급하고 있지만 이것으로 보상위원회의 특성을 파악하기는 부족하다. 선행연구에서도 보상위원회를 설치한다고 하여 경영진에 대한 효율적 보상설계가 가능하지 않다고 주장하였다(Newman and Mozes, 1999; Bebchuk and Fried, 2004 등).

Sun and Cahan(2009)의 연구에서는 보상위원회의 특성이 경영자 현금보상과 회계이익간의 관련성에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 분석하였다. 분석결과 보상위원회의 특성이 효율적으로 구성된 기업에서 경영자의 현금보상과 회계이익간의 민감도가 더욱 커지는 것으로 나타났고, Sun et al.(2009)의 연구에서는 보상위원회 특성이 효율적으로 구성된 기업이 경영자에게 스톡옵션 보상을 지급하면 미래 경영성과가 더욱 향상되는 것으로 나타났다. 다시 말해 형식적인 보상위원회의 도입보다 보상위원회의 독립성을 포함한 보상위원회 품질을 더욱 높게 하여 운영할 경우 경영자들의 보상이 더욱 효율적으로 설계될 수 있다는 것이다.

보상위원회가 자신의 역할을 충실히 수행하기 위해서는 독립성 및 전문성 확보가 무엇보다 중요하다. 독립성을 포함한 보상위원회의 품질이 개선될 경우 경영자에 대한 효율적 보상설계를 통한 지배구조 개선이 가능해진다.

Bushman et al.(2004)은 이사회회의 규모가 클수록 더 많은 자문을 제공할 수 있으며, 기업 경영에 있어 감시역할도 더 잘 수행할 수 있다고 주장하였다. Agrawal and Knoeber(1999)는 이사회가 아니라면 정보를 얻기 힘든 구조의 기업에서는 이사회가 클수록 더 좋은 영향을 미친다고 하였다. 경영자 보상과 관련된 문제에 있어서도 이사회회의 임원 수가 많을수록 CEO가 이들에게 영향력을 행사하기 힘들 것이므로 보상위원회의 위원 수가 많을수록 CEO의 과도한 보상 요구를 견제할 수 있는 가능성 역시 높아지게 된다. 따라서 보상위원회를 구성하고 있는 위원의 수가 많을수록 보상위원회의 품질이 좋아진다는 것을 의미한다고 볼 수 있다. 또한 Bebchuk et al.(2002)의 연구에서는 경영자 보상을 효과적으로 설계하기 위해서는 보상위원회의 독립성 확보가 무엇보다 중요하다고 주장하였다. 보상위원회 가이드라인(2008)에서도 보상위원회가 피 평가자인 경영진으로부터의 독립적일 때 경영진에 대한 객관적인 평가와 평가결과를 바탕으로 한 보상지급이 가능하며, 보상위원회 구성원 전원이 독립적 사외이사로 구성되는 것이 바람직하다고 제시하였다. Core et al.(1999)은 이사회 내 사외이사의 업무가 과중할수록 CEO의 보상이 증가한다는 사실을 발견하였다. 이는 임원들의 관리·통제가 효과적으로 이루어지지 않고 있다는 것을 의미한다(Fich and Shivdasani 2006).<sup>2)</sup> 즉, 이사회에 부여된 업무가 과중한 기업일수록(구성원이 2개 이상의 위원회를 겸직하는 기업) 기업 경영의 관리·

2) Ferris et al.(2003)의 연구에서는 임원의 업무량이 늘어난다고 해서 이들이 책임은 등한시하는 것은 아니라고 한 바 있다.

통제가 소홀해질 수 있다는 것이다.

이상의 연구결과들을 요약하면 보상위원회 품질 수준이 높을수록 경영자 보상을 성과와 더욱 민감하게 연계시킬 것으로 판단되며 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

**[가설 1] 보상위원회 품질이 높을수록, 경영자 성과-보상민감도가 높을 것이다.**

[가설 1-1] 보상위원회 규모가 클수록 경영자 성과-보상민감도가 높을 것이다.

[가설 1-2] 보상위원회 구성원 중 사외이사 비율이 높을수록 경영자 성과-보상민감도가 높을 것이다.

[가설 1-3] 보상위원회 위원 중 비결직 위원 수의 비율이 증가할수록 경영자 성과-보상민감도가 높을 것이다.

### III. 연구설계

#### 1. 연구모형

보상위원회 품질이 좋은 기업에서 경영자 보상제도가 보다 효율적으로 구축되었는지를 분석하기 위해 다음과 같은 분석모형을 고려하였다.

$$\begin{aligned} \Delta \ln(COMP)_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 CCQ_{i,t} + \alpha_2 \Delta ROA_{i,t} \\ & + \alpha_3 RET_{i,t} + \alpha_4 CCQ_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t} \\ & + \alpha_5 CCQ_{i,t} \times RET_{i,t} + \alpha_6 \ln(TA)_{i,t} \\ & + ID + YD + \epsilon_t \end{aligned}$$

여기서,  $\Delta \ln(COMP)$ : 경영자 1인당 보상 변화,  $CCQ$ : 보상위원회 품질( $CCS$ : 보상위원회 규모,  $CCO$ : 보상위원회 구성,  $NCC$ : 비결직 위원 수),  $\Delta ROA$ : 총자산순이익률 변화,  $RET$ : 주석수익률,  $\ln(TA)$ : 기업규모(총자산의 자연대수),  $ID$ : 산업더미,  $YD$ : 연도더미,  $\epsilon$ : 오차항.

위 분석모형은 성과-보상 민감도를 시계열적으로 분석하지 않고 횡단면적으로 분석한 Ortiz-Molina(2007), 지성권 등(2009)의 연구를 바탕으로 본 연구에 맞게 수정, 보완한 것이다.

위 식에 제시된 바와 같이 본 연구에서는 보상위원회 품질을 측정하기 위한 다양한 변수(보상위원회 규모, 보상위원회 구성, 비결직 위원 수)를 고려하여 각각이 성과-보상 민감도에 어떻게 영향을 미치는지를 살펴볼 것이다. 또한 보상위원회 품질을 측정하기 위한 각 변수를 요인분석을 통해 요인점수를 추출하고, 요인점수를 보상위원회 품질에 대한 대리변수로 간주하여 이들이 성과에 근거한 보상수준에 미치는 영향을 살펴볼 것이다.

Sun et al.(2009)의 연구에서는 보상위원회를 구성하고 있는 총인원이 많을수록 품질이 높아진다고 하였다. 또한 한국기업지배구조원에서 발표한 의결권 행사 가이드라인(2014)에서 보상위원회 구성원은 모두 사외이사일 것을 권장하고 있다. 이는 보상위원회 구성에서 사외이사로만 구성된 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 보상위원회 품질이 높다는 것을 의미한다. 마지막으로 보상위원회 위원이 다른 위원회에 겸직하지 않고 보상위원회에만 속해 있다면 위원회에 대한 전문성이 더욱 높아진다고 볼 수 있다. 보상위원회 품질이 높을수록 경영자 유인보상제도를 보다 효율적으로 설계할 수 있다. 이런 맥락에서 보상위원회 품질이 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 확인하기 위한 계수값  $\alpha_4$ 와  $\alpha_5$ 는 양(+)으로 기대된다.

#### 2. 변수의 조작적 정의

##### 2.1 경영자 1인당 현금보상 변화

본 연구에서 사용할 성과-보상 민감도는 경영

자 보상이 성과의 변동에 따라 어떻게 달라지는지를 측정할 값이다. 이를 위해서는 경영자 보상 자료가 필요한데, 본 연구에서는 사업보고서에 제시된 등기임원(감사 및 사외이사 제외) 1인당 현금보상을 경영자 보상에 대한 대용치로 사용하였고 당기 보상수준에서 전기 보상수준을 차감하여 경영자 1인당 보상변화를 측정하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$$\Delta \ln(COMP)_{i,t}: \text{경영자 1인당 현금보상 변화}$$

$$= \ln(\text{경영자 1인당 현금보상}_{i,t}) - \ln(\text{경영자 1인당 현금보상}_{i,t-1})$$

## 2.2 보상위원회 품질

보상위원회 품질을 측정하기 위해 기존의 선행연구를 바탕으로 다음과 같은 3가지 척도를 이용하였다(Sun et al., 2009).

- $CCQ_{i,t}$ : 보상위원회 품질
  - $CCS_{i,t}$ : 보상위원회 규모(보상위원회 위원 수)
  - $CCO_{i,t}$ : 보상위원회 구성(보상위원회 구성원 중 사외이사 비율)
  - $NCC_{i,t}$ : 비겸직 위원 수(보상위원회 위원 중 2개 이상 위원회에 겸직하지 않은 위원의 비율)

본 연구에서는 추가적으로 위에서 제시한 세 가지 품질측정치를 요인분석을 통해 요인점수를 추출하고 요인점수( $CCQFC_{i,t}$ )에 따라 경영자 성과-보상 민감도가 어떻게 달라지는지에 대한 추가분석을 수행하였다.<sup>3)</sup> 요인분석 실시결과 보상위원회 구성과 비겸직 위원 수만이 하나의 요

인으로 적재되어 2가지 측정치로 요인점수를 산출해 분석에 활용하였다.

## 2.3 경영성과 측정치

본 연구에서는 경영성과 측정치를 크게 두 가지로 구분하여 회계성과 측정치에 대한 대리변수로 총자산순이익률을, 주식성과 측정치에 대한 대리변수로 대부분의 선행연구에서 사용하고 있는 주식수익률을 사용하여 분석하였다.

$$\Delta ROA_{i,t}: \text{총자산 영업이익률 변화}$$

$$RET_{i,t}: \text{주식수익률}$$

## 2.4 기업규모

많은 선행연구에서 기업규모가 클수록 경영자 보상이 성과에 따라 증감하는 폭도 큰 것으로 나타났다(Gibbon and Murphy 1992). 따라서 본 연구에서도 기업규모가 미치는 영향을 효과를 통제하기 위해 모형에 포함시켜 분석하였다.

$$\ln(TA)_{i,t}: \text{총자산의 자연대수}$$

## 3. 표본선정

2001년부터 2013년까지 한국거래소 유가증권 시장에 상장된 비금융기업 중 보상위원회를 도입한 260개 기업-년 자료를 표본으로 사용하였다. 분석대상 표본은 자료의 동질성 확보를 위해 금융업을 제외시켰고 12월 결산법인으로 한정하였다. 구체적인 표본선정 과정 및 산업별 분포는 <표 1>과 같다.

3) 보상위원회 품질을 측정하기 위해 고려한 3가지 척도의 요인분석 결과는 다음과 같다.

척도	요인적재량
보상위원회 규모	-0.615
보상위원회 구성	0.728
비겸직 위원 수	0.743

패널 A에는 본 연구에서 사용할 표본의 선정 과정을 제시하였다. 2001년~2013년까지 금융업을 제외한 유가증권 상장기업 중 보상위원회를 도입한 기업-년 자료는 290개였으나, 본 연구에서 필요로 하는 자료가 부족한 기업을 제외한 260개 기업-년자료를 사용하였다.

패널 B에 보상위원회를 도입한 기업의 산업별 분포를 제시하였는데, 기타 기계장비 제조업(45개), 전자부품, 컴퓨터, 영상 음향 및 통신장비

제조업(29개), 통신업(23개) 순으로 보상위원회를 많이 도입한 것을 확인할 수 있다. 본문에는 제시하지 않았으나 보상위원회를 도입한 표본 수는 2001년 8개, 2002년 10개, 2003년 12개, 2004년 14개, 2005년 18개, 2006년 19개, 2007년 21개, 2008년 22개, 2009년 22개, 2010년 22개, 2011년 27개, 2012년 32개, 2013년 33개인 것으로 나타나 보상위원회를 도입하는 기업이 점차 많아지는 추세인 것을 확인할 수 있었다.

<표 1> 표본선정 과정 및 산업별 분포

패널 A: 전체 표본선정 과정

표본선정기준	기업 수(기업-연도)
2001-2013년까지 유가증권 시장에 상장된 기업 중 보상위원회를 도입한 기업(2000-2013년, 12월 결산법인, 비금융기업)	260 기업-연도

패널 B: 보상위원회 도입 기업의 산업별 분포

산업분류	보상위원회 도입기업	산업분류	보상위원회 도입 기업
1차 금속 제조업	10	영상·오디오 기록물 제작 및 배급업	1
고무제품 및 플라스틱제품 제조업	13	의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	13
교육 서비스업	3	전문서비스업	17
기타 기계 및 장비 제조업	45	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	29
기타 운송장비 제조업	2	정보서비스업	9
담배 제조업	13	종합 건설업	13
도매 및 상품중개업	11	창고 및 운송관련 서비스업	1
방송업	2	출판업	7
소매업; 자동차 제외	5	코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업	13
수상 운송업	5	통신업	23
식료품 제조업	5	화학물질 및 화학제품 제조업;의약품 제외	7
어업	13	합계	260

본 연구의 분석대상 기간은 2001년부터 2013년이나 분석에 이전 1년간의 자료를 필요로 하므로 2000년부터 2013년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석하였다. 분석에 필요한 경영자 보상 및 보상위원회와 관련된 자료는

공시된 사업보고서에서 추출하였고, 그 외 재무제표 자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE를 이용하였다.



## IV. 실증분석

가설검증에 앞서 연구모형에 사용된 각 변수들의 기술통계량을 살펴보았으며 그 결과를 <표 2>에 제시하였다.

### 1. 기술통계량 및 상관관계분석

<표 2> 기술통계량

구분	평균	표준편차	최소값	중앙값	최대값
COMP(천원)	738,227	1,274,948	10,940	414,315	10,900,000
$\Delta \ln(COMP)$	0.0554	0.5761	-2.2026	0.0445	1.8964
$\Delta ROA$	-0.0127	0.1538	-1.5075	-0.0087	0.6645
RET	0.2199	0.8989	-0.9689	0.0187	9.0159
$\ln(TA)$	28.1707	2.0481	23.7619	28.4001	32.6733
CCS	4.0154	1.1821	2	4	9
CCO	0.6330	0.3556	0	0.6667	1
NCC	0.2874	0.3401	0	0.2000	1

주) COMP: 경영자 1인당 보상(천원),  $\Delta \ln(COMP)$ : 경영자 1인당 보상 변화,  $\Delta ROA$ : 총자산영업이익률 변화, RET: 주식수익률,  $\ln(TA)$ : 기업규모(총자산의 자연대수), CCS: 보상위원회 위원수, CCO: 사외이사 수/구성원 총 수, NCC: 비검직위원 수/구성원 총 수

본 연구의 주된 종속변수인 경영자 보상은 표본기업의 평균이 약 7억 3천만원 정도로 나타났다. 중앙값이 평균보다 작은 것으로 나타났는데 이는 경영자 1인당 보상의 최대값에 제시된 바와 같이 경영자 1인당 보상이 큰 기업이 표본에 다수 포함되어 있는 것으로 볼 수 있다. 다음으로 경영자 1인당 보상 변화 변수의 평균값이 0.0554로 양(+의 값을 보여 표본기간동안 경영자 보상이 평균적으로 직전년도 대비 약 5%정도 증가했음을 확인할 수 있다.

경영성과 변수로 사용한  $\Delta ROA$ 의 경우 평균값과 중앙값이 음(-)으로 나타난 것으로 보아 ROA가 감소한 기업 자료가 보다 많이 포함되어 있음을 알 수 있다. 또한 주식수익률(RET)의 경우도 평균값에 비해 최대값이 큰 차이를 보이고 있는데 이는 특정연도에 주식수익률이 매우 높은 값을 가진 기업이 포함되어 있기 때문인 것으로 보인다.

보상위원회 위원수의 경우 최소 2명에서 최대 9명으로 구성되어 있는 것을 확인할 수 있고, 평균적으로 보상위원회 구성원이 4명인 것으로 나타났다. 보상위원회 내 사외이사 비율의 경우 사내이사로만 구성된 기업이 있는가 하면 중앙값과 평균값이 60%이상인 것으로 나타나 구성원 중 절반이상이 사외이사로 구성된 기업 수가 많음을 확인할 수 있다. 또한 보상위원회 외 타 이사회를 겸직하지 않는 위원의 경우 평균 28%정도로 비검직위원 수는 낮은 것으로 나타났다.

다중회귀분석을 통해 산출된 결과가 의미를 가지기 위해서는 독립변수들 사이의 다중공선성의 존재여부를 검토하여야 한다. 이를 확인하기 위하여 연구모형에 포함된 변수들 간의 피어슨 상관관계분석을 실시하였고 그 결과를 <표 3>에 제시하였다. 일반적으로 독립변수들 간의 상관관계가 0.6 이상이면 다중공선성이 발생할 가능성이 높다고 볼 수 있다. <표 3>에 의하면 중

속변수와 일부 독립변수 사이에 높은 상관관계가 확인되었고, 통제변수로 사용한 기업규모와 사외이사 비율 사이에 높은 상관관계가 확인되었다. 다중공선성 존재를 확인하기 위해 분산확대인자 검증을 회귀분석에 추가하여 검토한 결

과 대부분 2이하(10이하 값을 보일 경우 다중공선성이 크게 의심되지 않음) 값을 보여 다중공선성은 크게 문제되지 않는 것으로 판단할 수 있다.

<표 3> 상관관계 분석

	$\Delta \ln(COMP)_t$	$\Delta ROA_t$	$RET_t$	$CCS_t$	$CCO_t$	$NCC_t$	$\ln(TA)_t$
$\Delta \ln(COMP)_t$	1						
$\Delta ROA_t$	0.210 (0.001)	1					
$RET_t$	0.210 (0.001)	0.239 (0.000)	1				
$CCS_t$	-0.081 (0.191)	0.042 (0.499)	-0.028 (0.653)	1			
$CCO_t$	0.075 (0.227)	-0.035 (0.577)	-0.029 (0.645)	-0.183 (0.003)	1		
$NCC_t$	0.073 (0.238)	-0.040 (0.521)	0.050 (0.425)	-0.202 (0.001)	0.299 (0.000)	1	
$\ln(TA)_t$	0.051 (0.414)	0.019 (0.757)	-0.055 (0.373)	-0.056 (0.368)	0.709 (0.000)	0.199 (0.001)	1

주)  $\Delta \ln(COMP)$ : 경영자 1인당 보상 변화,  $\Delta ROA$ : 총자산영업이익률 변화,  $RET$ : 주식수익률,  $CCS$ : 보상위원회 위원수,  $CCO$ : 사외이사 수/구성원 총 수,  $NCC$ : 비겸직위원 수/구성원 총 수,  $\ln(TA)$ : 기업규모(총자산의 자연대수)

## 2. 가설검정

본 연구의 목적은 보상위원회 품질이 경영진의 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석하는데 있다. 먼저 보상위원회 품질을 측정하기 위해 본 연구에서 고려한 보상위원회 규모( $CCS$ ), 보상위원회 구성( $CCO$ ), 비겸직 위원 수( $NCC$ )가 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석하였으며 그 결과를 <표 4>에 제시하였다.

먼저, 보상위원회 규모(보상위원회 위원수)와 경영자 1인당 보상 변화 사이에는 아무런 관련성이 없는 것으로 나타났는데, 이는 단순히 보상위원회 규모가 크다고 해서 경영자 보상제도가 효율적으로 설계되어 운영된다고 보기 어렵다는 해석이 가능하다.

다음으로 보상위원회 구성(보상위원회 내 사외이사 비율)이 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과 보상위원회 내 사외이사 수가 많을수록 경영자 보상이 경영성과의 증감에 보다 민감하게 변하는 것으로 나타났다. 즉, 보상위원회 구성에 따른 경영자 성과-보상 민감도를 확인하기 위한  $CCO_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$ 와  $CCO_{i,t} \times RET_{i,t}$  변수의 계수값이 기대부호와 동일하게 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성 보였는데, 이는 국외의 사례와 국내 보상위원회 가이드라인에서 언급하고 있는 보상위원회의 효율적 운영을 위해 위원회의 구성원이 전원 사외이사로 구성될 것을 권장하는 내용을 지지하는 결과이며, 보상위원회 내 사외이사 수가 많을수록 경영자 보상을 경영성과와 보다 연계시켜 운영함

으로써 경영자 보상제도를 보다 효율적으로 운영하고 있다고 결론지을 수 있겠다.

비겸직 위원 수(보상위원회 내 2개의 위원회를 겸직하고 있지 않는 위원의 비율)에 따라 경영자 보상을 성과와 보다 연계시켜 지급하는지를 분석한 결과 보상위원회 구성원 중 타 위원회를 겸직하지 않는 비율이 높을수록 경영자 성과-보상 민감도가 높은 것으로 나타났다 ( $NCC_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$  와  $NCC_{i,t} \times RET_{i,t}$  변수의 계수값도 기대부호와 동일하게 양(+)으로 나타나 본 연구의 가설을 지지). 이는 비겸직 위원 수의 증가는 보상위원회 위원이 보상위원회 본연의 역할에 더욱 충실할 수 있다고 판단할 수 있고, 이럴 경우 경영자 보상을 성과와 보다 연계시켜 지급함으로써 경영자 유인보상제도를 보다 효율

적으로 운영하는 것으로 해석할 수 있다.

추가적으로 보상위원회 품질을 측정하기 위한 3가지 변수를 이용하여 요인분석을 실시하고 요인점수를 사용하여 보상위원회 품질과 경영자 성과-보상 민감도 사이의 관련성에 대한 추가 분석을 실시하였다. 변수의 조작적 정의에서 제시한대로 요인분석 결과 보상위원회 구성(보상위원회 위원 중 사외이사 비율)과 비겸직 위원 수(총 위원 중 2개 이상 위원회에 겸직하지 않고 있는 위원 비율)만이 하나의 요인으로 적재되어 2가지 척도만을 사용하여 요인점수를 산출해 분석에 사용하였다.

요인적재량을 바탕으로 보상위원회 품질과 경영자 성과-보상 민감도 사이의 관련성에 대해 분석한 결과를 <표 5>에 제시하였다.

<표 4> 보상위원회 품질과 경영자 성과-보상 민감도

		$\Delta \ln(COMP)_{i,t}$					
독립변수	기대부호	$CCQ_{i,t}$					
		$CCS_{i,t}$		$CCO_{i,t}$		$NCC_{i,t}$	
		계수값	t-값	계수값	t-값	계수값	t-값
상수		-0.189	-0.396	-0.227	-0.401	-0.392	-0.898
$CCQ_{i,t}$		-0.044	-1.586	0.046	0.359	0.057	0.596
$\Delta ROA_{i,t}$	+	1.104***	3.707	0.696***	3.133	0.712***	3.270
$RET_{i,t}$	+	0.142***	3.284	0.089**	2.241	0.115***	3.099
$CCQ_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$	+	-0.058	-0.718	1.131***	3.971	1.142***	3.779
$CCQ_{i,t} \times RET_{i,t}$	+	0.010	0.898	0.150**	2.301	0.285***	3.371
$\ln(TA)_{i,t}$		0.014	0.865	0.008	0.378	0.014	0.906
$ID, YD$		포함		포함		포함	
F-값		8.924***		12.852***		14.202***	
수정결정계수		0.155		0.215		0.234	

주) 1)  $\Delta \ln(COMP)_{i,t}$ : 경영자 1인당 보상 변화,  $CCQ_{i,t}$ : 보상위원회 품질( $CCS_{i,t}$ : 보상위원회 규모,  $CCO_{i,t}$ : 보상위원회 구성원 중 사외이사 비율,  $NCC_{i,t}$ : 비겸직 위원 수),  $\Delta ROA_{i,t}$ : 총자산영업이익률 변화,  $RET_{i,t}$ : 주식수익률,  $\ln(TA)_{i,t}$ : 기업규모.  $ID$ : 산업더미,  $YD$ : 연도더미.

2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임.

<표 5> 보상위원회 품질 통합측정치와 경영자 성과-보상 민감도

		종속변수 : $\Delta \ln(COMP)_{i,t}$					
독립변수	상수	$CCQFC_{i,t}$	$\Delta ROA_{i,t}$	$RET_{i,t}$	$CCQFC_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$	$CCQFC_{i,t} \times RET_{i,t}$	$\ln(TA)_{i,t}$
기대부호			+	+	+	+	
계수값	-0.412	-0.003	0.404*	0.162***	0.686***	0.157***	0.016
t-값	-0.784	-0.070	1.734	4.495	4.774	3.481	0.837
F-값 :14.821***, 수정결정계수 : 0.243							

주) 1)  $\Delta \ln(COMP)_{i,t}$ : 경영자 1인당 보상 변화,  $CCQFC_{i,t}$ : 보상위원회 품질 요인점수 값,  $\Delta ROA_{i,t}$ : 총자산영업이익률 변화,  $RET_{i,t}$ : 주식수익률,  $\ln(TA)_{i,t}$ : 기업규모.

2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임.

분석결과 보상위원회 품질( $CCQFC_{i,t}$ )과 경영자 성과-보상 민감도 사이의 관련성은 보상위원회 품질이 높을수록(보상위원회 품질 요인점수 값이 높을수록) 경영자 보상이 경영성과의 증감에 보다 민감하게 변하는 것으로 나타났다. 구체적으로  $CCQFC_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$ 의 계수값(0.686)이 통계적으로 유의한 양(+)으로 나타났고,  $CCQFC_{i,t} \times RET_{i,t}$ 의 계수값(0.157) 또한 기대부호와 동일하게 양(+)의 관련성을 보였다. 이상의 연구결과는 보상위원회 품질이 높은 기업의 경우 경영자 보상을 성과와 보다 연계시켜 지급한다는 것을 의미한다. 즉, 보상위원회가 도입되고 효과적으로 기능한다면 보상위원회는 경영자가 기업가치 증가를 위해 더욱 노력할 수 있도록 경영자 보상을 성과와 보다 밀접하게 연계시킨 유인보상제도를 설계한다고 해석할 수 있다.

한편 보상위원회 품질과 경영자 1인당 보상 변화 사이에는 관련성이 없는 것으로 나타났으며, 경영성과는 경영자 1인당 보상 변화와 양(+)의 관련성이 있는 것으로 확인되었다. 또한 통제 변수로 고려한 기업규모의 경우 경영자 보상 변화와 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났으나 통계적 유의성은 확인되지 않았다.

## V. 결 론

본 연구에서는 이사회 내 보상위원회의 운영이 경영자 보상의 효율적 설계에 어떻게 영향을 미치는지를 경영자 성과-보상 민감도를 통해 분석해 보았다. 구체적으로 보상위원회 품질로 보상위원회 규모, 보상위원회 구성, 비겸직 위원수를 고려하여 이들이 경영자 성과-보상 민감도와 어떤 관련성이 있는지를 분석하였다.

2001년부터 2013년까지 금융업을 제외한 계속 상장기업 중 보상위원회 도입 기업만을 대상으로 보상위원회 품질을 측정하여 보상위원회 품질이 경영자 성과-보상 민감도에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 보상위원회 품질 변수로 보상위원회 규모를 고려하여 분석한 결과 보상위원회 규모는 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향이 없는 것으로 나타났다. 이는 단순히 보상위원회 규모(보상위원회 위원수)가 크다고 해서 경영자 유인보상제도가 효율적으로 설계되지 않는다는 것을 의미하는 결과라 할 수 있다.

둘째, 보상위원회 구성(보상위원회 내 사외이사 비율)은 경영자 성과-보상 민감도 사이에 양

(+)의 영향을 미치는 분석되었다. 이는 보상위원회 위원 중 사외이사 비중이 높을수록 경영자 보상이 성과에 보다 민감하게 반응한다는 것으로 보상위원회가 경영자 유인보상제도의 효율적 설계에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

셋째, 비겸직 위원 수(보상위원회 위원 중 2개 이상 위원회에 겸직하지 않은 위원의 비율)와 경영자 성과-보상 민감도 사이에 양(+)의 관련성이 있는 것으로 확인되었다. 이는 겸직하지 않은 위원 수가 많을수록 보상위원회의 품질이 높다고 할 수 있고, 이러한 경우 경영자 보상을 성과와 보다 민감하게 연계시키는 유인보상제도를 운영한다고 볼 수 있다.

마지막으로 보상위원회 품질에 대한 3개의 개별 측정치를 요인분석을 통해 요인점수를 산출하고 요인점수를 각 기업의 보상위원회 품질 수준으로 간주하여 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과 요인점수와 경영자 성과-보상 민감도 사이에 양(+)의 관련성이 있는 것으로 분석되었다.

이상의 연구결과에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 연구의 한계점을 가지고 있다. 첫째, 보상위원회 도입 기업수가 많지 않아 충분한 표본이 확보되지 못하였다. 추후 보상위원회 도입 기업 수가 늘어나거나 표본기간이 늘어나 충분한 표본이 확보된다면 분석결과를 일반화 시키는 것이 더욱 용이할 것으로 보여진다. 둘째, 경영자에게 주어지는 주식관련 보상을 고려하지 않고 단순히 현금보상만을 측정하여 분석에 사용하였다. 스톡옵션과 같은 주식관련 보상을 포함한 총 보상을 바탕으로 분석한다면 보다 의미 있는 결과를 도출할 수 있을 것으로 판단된다.

향후 이러한 연구의 한계점을 개선한 미래연구가 수행되어야 할 것이며 기업지배구조 개선의 초점을 경영자 보상의 효율적 설계와도 관련시켜 보상위원회와 관련된 제도적 보완책이 마

련되어야 할 것이다.

## 참고문헌

1. 김일태·유동국·정진필(2002), 기업이론과 기업의 소유지배구조, 집문당.
2. 박종일(2003), “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로”, *회계학연구* 28(2), 135-172.
3. 신성욱(2007), “기업지배구조가 경영자보상과 미래경영성과에 미치는 영향”, *부산대학교 박사학위논문*.
4. 신성욱·강진수(2011), “보상위원회 도입과 비기대 경영자 보상”, *Journal of the Korean Data Analysis Society* 13(6B), 3281-3292.
5. 이상철·윤종철(2010), “보상위원회 도입과 독립성이 기업가치에 미치는 영향”, *관리회계연구* 10(2), 115-149.
6. 이상철·정갑수·윤종철(2012), “보상위원회 도입이 경영자보상에 미치는 영향”, *관리회계연구* 12(2), 25-51.
7. 이상철·정명·양동훈(2009), “보상위원회 도입 및 독립성에 영향을 미치는 요인: 대리인 문제와 감시유인을 중심으로”, *회계저널* 18(4), 161-186.
8. 지성권·신성욱·변설원(2009), “자본구조가 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향”, *관리회계연구* 9(2), 1-30.
9. 최유원·박종국·문상혁(2012), “보상위원회가 경영자보상에 미치는 영향”, *회계정보연구* 30(1), 205-238.
10. 한국기업지배구조원(2008), CGS 보상위원회 가이드라인.
11. 한국기업지배구조원(2014), CGS 의결권행사가이드라인.

12. Aggarwal, R. K. and A. A. Samwick(1999) "The other side of the trade-off: the impact of risk on executive compensation," *Journal of Political Economy* 107, 65-105.
13. Agrawal, A. and R. Knoeber(1999), "Outside directors, politics, and firm performance." *Working Paper*, North Carolina State University.
14. Bebchuk, L. and J. Fried(2004), "Pay Without Performance: The Unfilled Promise of Executive Compensation," *Harvard University Press*, Boston.
15. Bebchuk, L., J. Fried. and D.Walker(2002), "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation." *University of Chicago Law Review* 69, 751- 846.
16. Bushman, R., Q. Chen, E. Engel. and A. Smith(2004), "Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems," *Journal of Accounting and Economics* 37, 167-201.
17. Conyon, M. and L. He(2004), "Compensation Committee and CEO Compensation Incentives in US Entrepreneurial Firms." *Journal of Management Accounting Research* 16(1), 35-56.
18. Core, J. E., R. W. Holthausen. and D. F. Larcker(1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
19. Ferris, P., M. Jagannathan and A. Pritchard(2003), "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments." *Journal of Finance* 68, 1087-1111.
20. Fich, E., and A. Shivdasani(2006), "Are busy boards effective monitors? *Journal of Finance* 61, 689-724.
21. Jensen, M. and K. Murphy(1990), "Performance Pay and Top-management Incentives," *Journal of Political Economy* 98, 225-264.
22. Newman, H. and H. Mozes(1999), "Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?" *Financial Management* 28(3), 41-53.
23. Ortiz-Molina,H.(2007), "Executive compensation and capital structure: the effects of convertible debt and straight debt on CEO pay," *Journal of Accounting and Economics* 43, 69-93.
24. Shleifer, A. and R. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, 737-783.
25. 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.
26. Sun, J., S. Cahan. and D. Emanuel(2009), "Compensation Committee Governance Quality, Chief Executive Officer Stock Option Grants, and Future Firm Performance," *Journal of Banking & Finance* 33(8), 1507-1519.
27. Vafeas, N(2003), "Further Evidence on Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation,"

*Financial Management* 32, 53-70.

28. Zhu, Y., G. G. Tian and S. Ma.(2009),  
“Executive Compensation, board character-  
istics and firm performance in China: the  
compensation committee,” *Working paper*.

## Abstract

### Compensation Committee Quality and Managers' Pay-Performance Sensitivity

Choi, Won-Ju\*

The introduction and operation of compensation committee can affect managers' incentive-compensation system. In this context, The purpose of this paper examines whether managers' pay-performance sensitivity is affected by the quality of the compensation committee(compensation committee size, the proportion of outside directors on the compensation committee, the proportion of directors with 2 or more non additional board seats on the compensation committee)

To test this hypothesis, we use a sample of 260 firm-year observations between 2001-2013.

The results are as follows.

Firstly, we find that no significant relevance between the compensation committee size and pay-performance sensitivity. But the proportion of outside directors on the compensation committee and the proportion of directors with 2 or more non additional board seats on the compensation committee is positively associated with both pay-earnings based performance sensitivity and pay-stock based performance sensitivity.

Secondly, we find that the integration quality of the compensation committee is positively associated with both pay-earnings based performance sensitivity and pay-stock based performance sensitivity.

Overall, our analysis suggests that compensation committee are important mechanism in the design of efficient incentive-compensation system.

Key Words: Compensation committee, Compensation committee quality, Pay-performance sensitivity

---

\* Ph D. Department of Business Administration, Graduate School of Pusan National University, wonju1227@pusan.ac.kr