

## 동아시아 기업의 ESG 경영이 경영자 변동보상과 고정보상에 미치는 영향: 한국기업을 중심으로

황성준, 전임연구원, 부산대학교 경영연구원  
이은주, 조교수, 부산외국어대학교 경영학부

### Impact of Corporate ESG Management on Executive Variable and Fixed Compensation

*Hwang, Seongjun*, Research Fellow, School of Business,  
Pusan National University, Rep. of Korea

*Lee, Eunju*, Assistant Professor, Department of Business Administration,  
Accounting Major, Busan University of Foreign Studies, Rep. of Korea

#### Abstract

This study empirically examines the impact of corporate ESG performance on executive compensation, highlighting the importance of integrating sustainable management practices into compensation structures. Using data from publicly listed companies in Korea, the research specifically investigates how ESG performance influences both fixed and variable compensation of executives. The findings reveal that ESG performance has a significant positive impact on both fixed and variable compensation, suggesting that companies increasingly recognize ESG performance as a critical metric in evaluating executive achievements. The results also indicate that firms are not only considering financial performance but also non-financial factors such as ESG when determining executive compensation. This reflects a broader trend towards sustainable management practices that align with long-term corporate growth and value creation.

This research contributes to the understanding of how ESG performance influences executive compensation and highlights the need for companies to adopt compensation frameworks that promote sustainable management. Future research should focus on examining the differences in the impact of ESG performance on executive compensation across various industries and firm

---

\* Received: Aug. 13<sup>th</sup>, 2024 Revised: Aug. 27<sup>th</sup>, 2024 Accepted: Sep. 2<sup>nd</sup>, 2024  
Corresponding Author: Lee, Eunju([gracedu@bufs.ac.kr](mailto:gracedu@bufs.ac.kr))

sizes. Additionally, exploring the long-term relationship between ESG performance and overall corporate success will be essential in understanding how sustainable practices can enhance a company's long-term competitiveness and growth.

**Key words:** ESG, ESG Management, Compensation, Executive Compensation, Variable Compensation, Fixed Compensation

## 1. 서론

코로나19로 인해 전 세계는 사회적, 경제적으로 다양한 어려움에 직면했다. 특히 기업 경영은 심각한 위기에 빠졌으며, 이로 인해 경영자와 종업원 모두가 위기의식을 느끼고 있다. 그러나 이러한 경영 위기 속에서도 사회적으로는 새로운 발전이 이루어졌는데, 그 대표적인 개념이 ESG이다.

최근 기업들은 지속 가능한 경영을 위해 재무적 요소와 비재무적 요소를 동시에 고려하는 ESG 가치 경영에 관심과 노력을 기울이고 있다. ESG는 친환경 요소, 사회적 책임, 기업 지배구조 개선 등의 가치를 포함하는 개념으로 이는 투자자와 소비자의 투자 성향에 영향을 미치는 새로운 요소로 대두되고 있으며 특히, COVID-19 팬데믹 이후 기업 경영의 중요한 흐름으로 자리잡고 있다.

ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)의 세 가지 개념을 통합한 지표로, 단순한 재무적 정보가 아닌 비재무적 요소를 포함한 다차원적인 측정치의 역할을 수행한다. 유럽 등 선진국에서는 이미 보편화된 지표인 ESG는 우리나라에서 비교적 최근에 본격적으로 도입되기 시작했다. 한국ESG기준원(KCGS) 등에서 ESG 평가를 시행하고 있지만, 아직 모든 기업이 적용해야 할 표준화된 기준이 부족한 실정이다. 2023년 IFRS 산하 ISSB에서 발표된 지속가능성 재무공시기준 IFRS S1이 2024년부터 적용됨에 따라, 앞으로는 보다 표준화된 ESG 공시 기준이 마련될 것으로 기대된다.

전 세계적으로 ESG 평가 측정치는 다양하게 존재하며, 그중 대표적인 예로 모건스탠리 캐피털인터내셔널(MSCI) 지수가 있다. 이 지수는 국제적인 벤치마크(benchmark) 지수로, 자본 시장에서 중요한 역할을 하고 있다. 국내에서는 대표적인 ESG 평가기관인 한국ESG기준원(Korea Corporate Governance Service; KCGS)의 측정치를 활용하고 있다. 한국ESG기준원(KCGS)은 2003년 기업 지배구조 평가를 시작으로, 2011년부터는 환경(E)과 사회(S) 요소를 추가하여 상장기업을 대상으로 ESG 통합 평가를 수행하고 있다. 이 평가는 기

업의 특성에 따라 분류된 후 가점 방식을 적용하는 기본 평가와, 부정적인 ESG 이슈에 대해 감점 방식을 적용하는 심화 평가로 구성된다. 총 18개 대분류와 265개의 핵심 평가 항목으로 이루어져 있다.

전통적으로 기업의 목표는 기업 가치를 극대화하는 것이며, 이를 위해 경영자와 주주의 이해관계를 일치시키기 위해 경영진을 모니터링하고 통제하는 것이 중요하다(Jensen and Meckling, 1976; Holmstrom, 1979; Amihud and Lev, 1981). 그러나 최근 ESG의 중요성이 부각됨에 따라, 주주는 기업 가치를 증대시키기 위해 ESG 경영을 장려하고 있다. 그러나 주주의 입장과는 달리, 경영자의 입장에서는 ESG 성과를 높이기 위해서는 많은 비용이 발생할 수 있고, 이로 인해 단기적 이익이 감소할 수 있기 때문에 주주와 경영자의 의사결정이 반드시 일치하지 않을 수 있다. 이때 주주는 경영자 보상을 유인으로 사용하여 경영자와 의사결정을 일치시킬 수 있다. 즉, 경영자에게 ESG 경영을 유도하기 위한 인센티브를 제공한다면, 기업의 ESG 성과와 경영자의 성과를 일치시킬 수 있을 것이다(Bebchuk, Fried, and Walker, 2002; Marens, 2002; Zalewski, 2003).

기업이 경영자에게 ESG 경영을 적극적으로 수행할 유인을 제공하는 것은 매우 중요하며, 이를 위해 기업은 다양한 전략을 활용할 수 있다. 첫째, ESG 성과를 경영자 보상과 연계한 인센티브 제공은 ESG 목표 달성을 효과적으로 유도할 수 있는 방법이다. 이는 ESG 성과가 경영자의 보상에 직접적으로 영향을 미치도록 보상 계약을 설계함으로써, 경영자가 ESG 목표 달성에 더욱 적극적으로 의사결정을 하도록 동기를 부여한다. 둘째, ESG 성과를 경영자의 성과평가에 연계함으로써, 경영자에게 ESG 경영이 단순한 선택 사항이 아닌 필수적인 요소임을 인식시킬 수 있다. 셋째, 주식 옵션과 같은 장기적인 보상 프로그램을 통해 경영자들이 ESG 목표를 장기적으로 달성할 수 있도록 유인을 제공할 수 있다.

이에 다수의 선행연구에서 기업의 성과가 경영자 보상 구조에 미치는 영향은 다양한 연구에서 중요한 주제로 다루어 왔으며 특히, 변동보상과 고정보상 간의 비율이 성과에 따라 달라질 수 있다는 점이 논의되어 왔다. 성과 측정치가 경영자 보상에서 중요한 역할을 하며, 성과에 따라 고정보상과 변동보상의 비율이 변화할 수 있음은 다수의 선행연구에서 진행되었다. 이러한 연구들은 변동보상이 성과와 밀접하게 연결되어 있으며, 경영자의 성과에 따라 보상 구조가 어떻게 변할 수 있는지를 검증하였다 (Jensen and Murphy, 1990; Murphy, 1999; Core, Holthausen and Larcker, 1999; Ittner, Lambert, and Larcker, 2003).

따라서 본 연구에서는 ESG 경영을 적극적으로 수행하는 기업의 경우, 경영자 보상 구조에 차이가 있을 것으로 예상된다. 이에 따라, 본 연구는 기업의 ESG 성과가 경영자 보상에 미치는 영향을 고정보상과 변동보상으로 구분하여 연구를 수행하고자 한다. 특히, ESG 성

과가 경영자 보상에 차별적인 영향을 미치는지를 검토하여, 고정보상과 변동보상 간의 차이가 존재하는지를 실증적으로 분석하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 1장에서는 서론을 제시하고, 2장에서는 선행연구와 연구 가설을 서술한다. 3장에서는 가설을 검증하기 위한 연구모형을 제시하고 표본 선정 과정을 설명한다. 4장에서는 가설 검증에 대한 실증 분석 및 실증분석 결과를 제시하며, 5장에서는 연구 결과를 요약하고 연구의 공헌점과 의의를 논한다.

## 2. 선행연구 및 연구가설

### 2.1 선행연구

ESG 경영의 필요성은 최근 들어 기업 경영에서 더욱 강조되고 있다. 이는 ESG 경영이 기업의 장기적인 생존 가능성과 지속 가능성을 위한 필수불가결한 경영전략으로 자리 잡았기 때문이다. 여러 선행 연구들은 ESG 경영이 기업의 재무적 성과뿐만 아니라, 사회적 평판, 규제 대응, 그리고 투자자 관계에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다. 특히, ESG 경영에 적극적인 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 장기적으로 더 나은 재무성적을 달성할 가능성이 높으며 (Eccles, Ioannou, and Serafeim, 2014), 기업가치도 더 높은 것으로 나타났다 (Friede, Busch, and Bassen, 2015). 이와 같은 ESG 경영의 중요성은 경영자 보상 구조에도 중요한 영향을 미친다. 경영자 보상은 경영자에게 올바른 의사결정을 하도록 동기를 부여하는 중요한 수단이며, ESG 목표를 달성하기 위한 유인수단으로 활용될 수 있다. 최근 연구들은 ESG 성과와 경영자 보상 사이의 관련성과 관련된 연구가 이뤄지고 있다. 특히, ESG 성과가 경영자 보상과 연계될 때, 경영자들이 ESG 경영을 더욱 적극적으로 수행하게 한다고 주장하였다.

Fisch, Hamdani, and Davidoff Solomon (2019)의 연구에서는 ESG 성과가 경영자 보상에 연계될 경우, 경영자들이 장기적인 성과에 집중하게 되는 경향이 높아진다고 하였다. Albuquerque, Koskinen, and Zhang (2019)의 연구는 ESG 경영이 경영자의 위험 관리와 장기적 기업 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 또한 ESG 성과가 경영자 보상에 반영될 때 ESG 경영의 추진력이 더욱 높아진다고 주장하였다.

따라서 성과추정치와 경영자보상의 연계는 경영자들이 기업의 장기적 성과와 ESG 목표 달성에 집중하도록 유인하는 경영자 보상 계약의 핵심이다. 그리고 경영자 보상 구조의 정교한 설계는 경영자들이 올바른 의사결정을 내리도록 하는 데 중요한 역할을 한다.

Gabaix and Landier (2008)의 연구에 서는 경영자 보상의 구조는 경영자의 동기부여에 결정적인 역할을 한다고 하였다. 특히, 변동보상(성과급, 주식옵션 등)은 경영자들이 회사의 장기적 성과에 집중하게 만드는 중요한 수단으로 작용한다고 하며, 변동보상은 경영자가 회사의 성과에 따라 직접적인 보상을 받게 하여, ESG 경영과 같은 장기적 목표에 더 큰 관심을 가지도록 유도한다고 하였다. 또한, Edmans and Gabaix(2016)의 연구에 따르면, 경영자 보상의 설계는 경영자의 위험 선호도와 기업 성과에 중요한 영향을 미친다고 하였다. 예를 들어, 주식옵션과 같은 장기적인 변동보상은 경영자들이 단기적인 성과보다 장기적인 성과에 집중할 수 있도록 유도한다. 이러한 구조는 ESG 목표와 같은 장기적 전략에 대한 의사결정에 더 많은 노력을 기울이게 함을 시사한다.

이러한 선행연구를 종합하면, 경영자의 성과가 경영자 보상 구조에 영향을 미치며, 특히 ESG 성과와 같은 장기적 목표가 경영자 보상에 반영될 때, 경영자에게 더 큰 동기부여가 되어 ESG 경영을 더욱 적극적으로 수행하도록 유도할 것으로 기대된다. 따라서, ESG 경영을 적극적으로 수행하는 기업은 경영자 보상 구조에 차이를 보일 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 기업의 ESG 성과가 경영자 보상에 미치는 영향을 고정보상과 변동보상으로 구분하여 분석하고자 한다. 특히, ESG 성과가 경영자 보상에 차별적인 영향을 미치는지를 검토하여, 고정보상과 변동보상 간의 차이가 존재하는지를 실증적으로 살펴보고자 한다.

## 2.2 연구가설

기업의 ESG 성과는 기업의 장기적 성과와 지속 가능성을 반영하는 중요한 지표로, 투자자들에게도 점점 더 중요한 평가 기준으로 인식되고 있다. 선행연구에 따르면, ESG 경영이 우수한 기업은 투자자들로부터 긍정적인 평가를 받을 가능성이 높으며, 이는 기업의 자본 비용 절감과 주가 상승으로 이어질 수 있다. 또한 ESG 경영이 기업의 재무적 성과, 사회적 평판, 그리고 투자자 관계에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다 (Eccles et al., 2014; Friede et al., 2015). 이러한 연구들은 ESG 성과가 기업의 장기적 성장과 가치를 증대시킬 수 있음을 시사하며, ESG 경영은 기업의 장기적인 지속 가능성과 성과를 보장하는 중요한 전략으로 자리 잡고 있음을 알 수 있다.

경영자 보상은 경영자에게 동기를 부여하고, 올바른 의사결정을 내리도록 유도하는 중요한 수단이다. 특히, ESG 성과와 경영자 보상을 연계한 보상 구조는 경영자들이 ESG 목표를 달성하기 위해 더 적극적으로 행동하도록 유도할 수 있다. Fisch et al(2019)은 ESG 성과가 경영자 보상에 반영될 경우, 경영자들이 장기적 성과에 집중하게 된다고 하였다. 또한, Albuquerque et al. (2019)은 ESG 경영이 경영자의 위험 관리와 장기적 성과에 긍정

적인 영향을 미친다고 보고하며, ESG 성과가 경영자 보상에 반영될 때 ESG 경영에 적극적이라고 하였다. 이러한 맥락에서, 경영자 보상과 ESG 성과의 연계는 경영자들이 ESG 경영을 더욱 적극적으로 수행하도록 유도하는 중요한 수단으로 작용할 수 있다.

Gabaix and Landier (2008)와 Edmans and Gabaix (2016)의 연구에서는 경영자 보상구조가 경영자의 성과와 동기부여에 미치는 중요한 영향을 분석하여 보상구조의 설계가 기업의 장기적인 성공에 얼마나 중요한지를 제시하였다. 연구 결과에 따르면, 경영자 보상의 구조 설계는 경영자의 의사결정에 직접적인 영향을 미치며, 이는 기업의 재무적 성과뿐만 아니라 비재무적 성과에도 영향을 줄 수 있다고 하였다. 특히, 변동보상은 경영자들이 회사의 장기적 성과에 집중하게 만들고, 성과에 따른 보상의 변동성이 높아 경영자에게 장기적인 관점의 의사결정을 유도한다고 하였다.

고정보상과 변동보상은 경영자에게 제공하는 보상 방식에서 중요한 차이를 보인다. 고정보상은 경영자의 의사결정과 직접적인 연관성이 적고, 기업의 성과와 상관없이 일정한 금액이 지급되기 때문에 보상 위험이 상대적으로 작다. 이는 경영자가 회사의 성과에 큰 영향을 미치지 않더라도 안정적인 보상을 받을 수 있다는 의미이다. 반면에 변동보상은 경영자의 의사결정에 따라 보상의 크기가 달라지는 구조를 가진다. 변동보상은 기업의 성과, 특히 주식 가격의 변동에 크게 영향을 받는다. 이는 경영자가 잘못된 의사결정을 할 경우 보상 금액이 크게 감소할 수 있다는 것을 의미한다. 따라서 보상 위험이 크다고 할 수 있다. 주식 보상의 경우, 경영자가 자신의 의사결정에 따른 성과를 직접적으로 영향을 받게 되어, 장기적인 주주 가치를 극대화하려는 유인을 제공하지만, 이는 동시에 경영자로서 하여금 보상 위험도 증가하는 요인이 된다. 이러한 특성 때문에 고정보상은 경영자에게 안정적인 보상을 제공하는 반면, 변동보상은 경영자에게 보다 강력한 성과 유인과 함께 더 높은 보상 위험을 동반한다고 볼 수 있다 (Jensen and Murphy, 1990; Murphy, 1999; Core et al., 1999; Ittner et al., 2003).

따라서, ESG 성과와 경영자 보상의 관계를 연구할 때, 이러한 보상 구조의 차이점을 고려하는 것은 중요하다. ESG 성과가 경영자 보상에 미치는 영향은 고정보상과 변동보상에서 다르게 나타날 수 있으며, 이는 경영자가 ESG 경영을 수행하는 데 있어 어떤 보상 구조가 더 효과적인 유인보상 전략인지를 파악할 수 있다. 이를 바탕으로 본 연구의 가설을 도출하면 다음과 같다.

[가설 1] 기업의 ESG 성과는 경영자 보상에 유의한 영향을 미칠 것이다.

[가설1-1] 기업의 ESG 성과는 경영자 고정보상에 유의한 영향을 미칠 것이다.

[가설1-2] 기업의 ESG 성과는 경영자 변동보상에 유의한 영향을 미칠 것이다.

### 3. 연구설계

#### 3.1 연구모형

본 연구에서 종속변수로 사용된 경영자 보상(PAY)은 경영자의 고정보상(FPAY)인 현금보상과 변동보상(VPAY)인 주식보상 그리고 고정보상과 변동보상의 합인 총보상(TPAY)으로 구성된다. 각 경영자 보상의 기준은 경영자 1인당 보상으로 정의된다. 본 연구에서는 현금보상을 고정보상으로 주식보상을 변동보상으로 구분하여 연구를 수행하였다. 우리나라의 현금보상에는 성과급이 포함된다. 현금보상은 기본급 외에도 보너스와 같은 형태의 성과급이 포함되며, 이는 경영자의 성과에 따라 변동될 수 있다. 따라서, 현금보상도 일정 부분 변동보상의 성격을 가지고 있다. 그러나 주식보상과 비교할 때, 현금보상의 변동폭은 상대적으로 작다. 주식보상은 기업의 주가 변동에 따라 보상의 크기가 크게 달라질 수 있기 때문에, 보다 직접적으로 경영자의 의사결정과 성과에 연계된 보상 형태로 간주할 수 있다. 반면, 성과급이 포함된 현금보상은 주식보상만큼의 큰 변동성을 가지지 않으며, 비교적 안정적인 보상으로 볼 수 있다. 이러한 이유로, 우리나라에서 고정보상과 변동보상을 현금보상과 주식보상으로 구분하는 경향이 있으며, 성과급이 포함된 현금보상은 일정 부분 변동보상의 성격을 띠지만, 전반적으로는 고정보상의 범주에 포함된다.

본 연구의 주요 독립변수인 ESG 성과(ESG\_performance)는 한국ESG기준원의 ESG평가 등급을 활용하여 실증분석을 수행하였다. 기업의 ESG 성과가 경영자 보상에 미치는 영향을 분석하기 위한 실증 모형은 다음의 식(1)과 같다.

$$PAY_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG\_performance_{it} + \alpha_2 ROA + \alpha_3 RET + \alpha_4 LEV + \alpha_5 SALE + \alpha_6 MB + \alpha_7 CFO + \alpha_8 GROWTH + \alpha_9 CASHRATE + IndustryD_t + YearD_i + \varepsilon_{it} \quad \text{식(1)}$$

여기서,

- PAY<sub>it</sub>: 경영자 보상
  - TPAY<sub>it</sub>: 총보상, Ln(경영자 1인당 총보상)
  - FPAY<sub>it</sub>: 고정보상, Ln(경영자 1인당 현금보상)
  - VPAY<sub>it</sub>: 변동보상, Ln(경영자 1인당 스톡옵션보상)
- ESG\_performance<sub>it</sub>: KCGI ESG Grade
- ROA<sub>it</sub>: 총자산순이익률
- RET<sub>it</sub>: 시장조정주식수익률
- LEV<sub>it</sub>: 부채비율(총부채/총자산)
- SALE<sub>it</sub>: 매출액비율(매출액/총자산)
- MB<sub>it</sub>: 성장성(시가총액/총자본)

$CFO_{it}$ : 영업현금흐름((영업활동현금흐름-당기순이익)/기초총자산)  
 $GROWTH_{it}$ : 매출액성장률((당기매출액-전기매출액)/전기매출액)  
 $CASHRATE_{it}$ : 현금성자산비율(현금 및 현금성자산/유동자산)  
 $IndustryD_t$ : 산업더미  
 $YearD_i$ : 연도더미  
 $\varepsilon_{it}$ : 잔차

본 연구에서 사용된 통제변수는 다음과 같다. 첫째, 총자산순이익률(ROA)은 기업의 수익성을 측정하는 지표로, 총자산 대비 순이익을 나타낸다. ROA가 높을수록 경영자는 기업의 자산을 효율적으로 활용하고 있음을 의미하며, 이에 따른 보상이 증가할 가능성이 있다(Palepu, Healy, and Bernard, 2000). 둘째, 시장조정주식수익률(RET)은 기업 주식의 시장조정 후 수익률을 나타낸다. 이는 경영자가 주주의 가치를 높이는 데 기여한 정도를 반영하며, 주식 수익률이 높을수록 경영자 보상이 증가할 가능성이 있다(Core et al., 1999). 셋째, 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나눈 값으로, 부채비율이 높을수록 경영에 대한 통제 및 모니터링이 강화되어 경영자 보상이 낮아질 가능성이 있다. 이는 잉여현금흐름을 중시하는 채권자가 경영자 보상에 제한을 둘 가능성이 있음을 시사한다(John and John, 1993). 넷째, 매출액비율(SALE)은 매출액 대비 경영자 보상의 비율로, 기업의 수익성과 경영자 보상의 관계를 나타낸다. 매출액이 클수록 경영자가 성과를 인정받아 더 높은 보상을 받을 가능성이 존재한다(Smith and Watts, 1992). 다섯째, 시장가치/장부가치비율(MB)은 기업의 시장가치와 장부가치의 비율로, 기업의 성장 기회를 나타내는 지표이다. 이 비율이 높을수록 경영자는 미래 성장 가능성을 반영한 보상을 받을 수 있다(Baker and Hall, 2004). 여섯째, 영업현금흐름(CFO)은 기업의 영업활동에서 발생한 현금흐름을 나타내며, 이는 경영자의 성과와 기업의 현금창출 능력을 반영한다. 영업현금흐름이 높을수록 경영자는 더 높은 보상을 받을 가능성이 있다(Jensen, 1986). 일곱째, 매출액성장률(GROWTH)은 매출액의 증가율을 나타내며, 기업의 성장성을 반영하는 지표이다. 성장률이 높을수록 경영자가 기업 성장에 기여한 것으로 평가되어 보상이 증가할 수 있다(Gaver and Gaver, 1993). 여덟째, 현금성자산비율(CASHRATE)은 현금성 자산이 총자산에서 차지하는 비율로, 기업의 유동성 및 재무건전성을 나타낸다. 높은 현금성자산비율은 기업이 안정적인 재무 상태를 유지하고 있음을 의미하며, 경영자의 보상에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson, 1999).

### 3.2 표본선정

본 연구에서는 한국거래소 상장기업을 대상으로 연구를 수행하였다. 주요 독립변수인

ESG 성과는 한국ESG기준원에서 측정한 2011년부터 2023까지의 ESG 평가등급을 사용하였다. 본 연구의 주요 표본은 한국ESG기준원의 평가등급이 존재하는 평가대상기업으로 선정하였다. 구체적인 연구표본의 선정은 다음과 같다.

- ① 2011년부터 2023년까지 한국거래소(KRX)의 코스피(KOSPI) 및 코스닥(KOSDAQ) 상장기업
- ② 한국ESG기준원의 ESG 평가등급이 부여된 기업
- ③ 비금융업 중 12월 결산법인
- ④ 사업보고서에서 경영자의 보상자료가 공시된 기업

본 연구에 사용된 재무자료 및 추가자료는 Data-guide, TS2000 그리고 Kis-Value를 통해 자료를 수집하였고, 그 외 자료는 금융감독원의 DART(전자공시시스템)을 이용하여 표본 기업의 추가자료를 수집하였다. 선정기준에 따라 최종 선정된 표본 수는 6,725개이다. 또한, 분석의 신뢰성을 높이기 위해 극단치 조정(winsorization)을 1% 수준에서 실시하였다.

## 4. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계량

본 연구에서 설정한 연구가설을 실증적으로 분석하기에 앞서, 다중회귀분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 먼저 살펴보고자 한다. 변수들의 분포와 특성을 파악하기 위해 <Table 1>에 각 변수의 기술통계량을 제시하였다. <Table 1>을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 총보상(TPAY)의 평균은 20.896이며, 표준편차는 5,135로 나타나, 기업 간 보상 수준에 상당한 차이가 있음을 알 수 있다. 현금보상인 고정보상(FPAY)은 평균 19.514, 표준편차 0.884로, 상대적으로 일관된 보상 수준을 보이고 있다. 반면 주식보상인 변동보상(VPAY)은 평균 1.382, 표준편차 5.050으로, 변동보상이 상당히 변동성이 크며 일부 기업에서 매우 높은 수준의 보상이 이루어짐을 시사한다. ESG 등급(ESG\_performance)의 평균은 2.819로 나타났으며, 표준편차는 1.013으로, 기업들이 대체로 중간 수준의 ESG 등급을 받고 있음을 알 수 있다. 총자산순이익률(ROA)은 평균 0.016, 표준편차 0.089로, 일부 기업들이 손실을 경험한 반면, 최대치는 0.336으로 나타나 경영성과의 차이가 크다는 것을 보여주었다. 시장조정주식수익률(RET)의 평균은 0.077, 표준편차는 0.553으로, 기업들의

&lt;Table 1&gt; Descriptive Statistics

Variable	Mean	Std	Min	25%	Median	75%	Max
$TPAY_{it}$	20.896	5.135	15.607	19.010	19.537	20.237	52.678
$FPAY_{it}$	19.514	0.884	15.607	18.963	19.461	20.040	21.826
$VPAY_{it}$	1.382	5.050	0.000	0.000	0.000	0.000	31.800
$ESG\_performance_{it}$	2.819	1.013	1.000	2.000	3.000	3.000	6.000
$ROA_{it}$	0.016	0.089	-0.905	-0.002	0.024	0.054	0.336
$RET_{it}$	0.077	0.553	-0.834	-0.216	-0.031	0.211	5.379
$LEV_{it}$	0.453	0.205	0.044	0.283	0.457	0.605	1.167
$SALE_{it}$	0.899	0.489	0.012	0.578	0.822	1.127	3.429
$MB_{it}$	1.398	1.318	0.000	0.563	0.928	1.694	7.824
$CFO_{it}$	0.029	0.083	-0.458	-0.008	0.029	0.065	0.674
$GROWTH_{it}$	0.075	0.309	-0.790	-0.048	0.038	0.145	4.290
$CASHRATE_{it}$	0.182	0.140	0.001	0.079	0.150	0.246	0.889

· Variable definition:  $TPAY_{it}$ : 총보상,  $FPAY_{it}$ : 고정보상,  $VPAY_{it}$ : 변동보상,  $ESG\_performance_{it}$ : KCGI ESG Grade,  $ROA_{it}$ : 총자산순이익률,  $RET_{it}$ : 시장조정주식수익률,  $LEV_{it}$ : 부채비율,  $SALE_{it}$ : 매출액비율,  $MB_{it}$ : 성장성,  $CFO_{it}$ : 영업현금흐름,  $GROWTH_{it}$ : 매출액성장률,  $CASHRATE_{it}$ : 현금성자산비율

주식 수익률이 상당히 변동성이 크다는 것을 알 수 있다. 부채비율(LEV)은 평균 0.453, 표준편차 0.205로, 기업들의 부채 수준이 중간 정도임을 나타내며, 매출액성장률(SALE)은 평균 0.899, 표준편차 0.489로, 일부 기업들이 높은 매출 성장률을 기록한 반면, 다른 기업들은 낮은 성장률을 기록했음을 보여주었다. 성장성(MB)은 평균 1.398, 표준편차 1.318로, 기업들이 전반적으로 성장 잠재력을 가지고 있음을 시사한다. 영업현금흐름(CFO)은 평균 0.029, 표준편차 0.083으로, 대부분의 기업들이 긍정적인 현금 흐름을 기록했음을 나타낸다. 매출액성장률(GROWTH)은 평균 0.075, 표준편차 0.309로, 기업 간 성장률의 차이가 크다는 것을 알 수 있으며, 현금성자산비율(CASHRATE)은 평균 0.182, 표준편차 0.140으로, 기업들이 보유한 현금자산의 비율이 다양함을 알 수 있다.

#### 4.2 상관관계분석

다음의 <Table 2>에는 본 연구에서 사용된 변수들 간의 상관관계 분석 결과가 제시되어 있다. 먼저 본 연구의 종속변수들 사이의 상호관련성을 보면, 총보상(TPAY)과 현금보상인 고정보상(FPAY) 간에는 0.182의 상관계수가 나타나며, 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이는 총보상과 고정보상 간에 양의 상관관계가 있음을 의미하며, 고정보상이 총보상의 중요한 구성 요소임을 알 수 있다. 총보상(TPAY)과 변동보상(VPAY) 간

에는 매우 높은 상관계수 0.985가 나타났으며, 1% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 이는 변동보상이 총보상에 큰 영향을 미치고 있으며, 변동보상이 경영자 보상의 중요한 부분을 차지하고 있음을 보여준다.

본 연구의 주요 독립변수인 ESG 평가등급(ESG\_performance)과 경영자 보상(TPAY, VPAY, FPAY) 간에는 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 특히, 고정보상(FPAY)은 0.405의 상관계수가 나타났으며, 이는 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 ESG 성과가 고정보상과도 밀접하게 연관되어 있음을 의미하며, ESG 경영이 현금보상인 고정보상에 반영되고 있음을 시사한다. ROA(총자산순이익률)와 고정보상(FPAY) 간에는 0.261의 상관계수가 나타나며, 1% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 이는 기업의 재무적 성과가 고정보상에 긍정적인 영향을 미치고 있으며, 재무성과가 보상에 반영되고 있음을 보여준다. 부채비율(LEV)과 ROA(총자산순이익률) 간에는 -0.318의 상관계수가 나타나며, 1% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 이는 부채비율이 높은 기업일수록 재무적 성과가 낮을 가능성이 있음을 시사하며, 높은 부채비율이 기업의 수익성에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 매출액성장률(SALE)과 ROA(총자산순이익률) 간에는 0.137의 상관계수가 나타났으며, 1% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 이는 매출액성장률이 높을수록 기업의 재무적 성과가 더 나아질 가능성이 있음을 보여주며, 성장성이 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 성장성(MB)과 매출액성장률(SALE) 간에는 0.301의 상관계수가 나타났으며, 이는 1% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 이는 기업의 시장가치와 매출액성장률 간에 긍정적인 관계가 있음을 보여주며, 성장성이 높은 기업이 매출 성장을 이루고 있음을 시사한다. 영업현금흐름(CFO)과 총보상(TPAY) 간에는 0.040의 상관계수가 나타났으며, 이는 1% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 이는 영업현금흐름이 총보상에 일정한 영향을 미치고 있음을 나타내며, 현금흐름이 경영자 보상 결정에 고려되고 있음을 의미한다.

<Table 2> Correlation Analysis

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.
1.	1										
2.	0.182***	1									
3.	0.985***	0.010	1								
4.	0.110***	0.405***	0.040***	1							
5.	-0.017	0.261***	-0.063***	0.123***	1						
6.	0.027**	0.007	0.026**	0.004	0.092***	1					
7.	-0.024**	0.025**	-0.029**	0.140***	-0.318***	0.006	1				

8.	-0.036***	0.066***	-0.049***	0.107***	0.137***	0.015	0.212***	1			
9.	0.162***	-0.012	0.167***	-0.026**	-0.057***	0.301***	-0.037***	-0.048***	1		
10.	0.040***	-0.054***	0.050***	0.056***	-0.515***	-0.042***	0.162***	0.009	0.061***	1	
11.	0.037***	0.056***	0.028**	-0.018	0.149***	0.092***	0.032***	0.052***	0.129***	-0.108***	1
12.	0.072***	0.049***	0.065***	-0.005	0.015	0.005	-0.214***	-0.194***	0.180***	0.098***	0.072***

· Variable definition: 1. TPAY, 2. FPAY, 3. VPAY, 4. ESG\_performance, 5. ROA, 6. RET, 7. LEV, 8. SALE, 9. MB, 10. CFO, 11. GROWTH, 12. CASHRATE

### 4.3 실증분석결과

다음의 <Table 3>은 총보상(TPAY), 고정보상(FPAY), 변동보상(VPAY)을 종속변수로 설정한 회귀분석 결과를 보여준다. <Table 3>의 회귀분석 결과를 살펴보면 다음과 같다. 첫 번째로, 총보상(TPAY)을 종속변수로 한 Model (1)에서는 ESG 평가등급(ESG\_performance)이 총보상에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다 ( $\beta = 0.574, t = 8.981, p < 0.01$ ). 이는 ESG 평가등급이 높을수록 경영자에게 더 높은 총보상이 주어질 가능성이 높음을 나타낸다. 반면, 총자산순이익률(ROA)은 총보상에 부정적인 영향을 미쳤으며 ( $\beta = -1.910, t = -2.138, p < 0.05$ ), 시장조정주식수익률(RET) 또한 총보상에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다 ( $\beta = -0.229, t = -1.905, p < 0.10$ ). 이러한 이유는 다음과 같다.

<Table 3> Regression Analysis

	Dependent Variable:					
	(1)		(2)		(3)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
Intercept	17.499	57.092***	18.637	400.162***	-1.200	-3.974***
<i>ESG_performance<sub>it</sub></i>	0.574	8.981***	0.350	35.976***	0.234	3.713***
<i>ROA<sub>it</sub></i>	-1.910	-2.138**	2.148	15.822***	-4.503	-5.116***
<i>RET<sub>it</sub></i>	-0.229	-1.905*	-0.047	-2.589**	-0.249	-2.096**
<i>LEV<sub>it</sub></i>	-0.332	-0.954	0.223	4.219***	-0.582	-1.699*
<i>SALE<sub>it</sub></i>	-0.189	-1.406	-0.004	-0.180	-0.164	-1.241
<i>MB<sub>it</sub></i>	0.562	11.080***	0.003	0.433	0.562	11.248**
<i>CFO<sub>it</sub></i>	-0.309	-0.346	0.460	3.391***	-0.929	-1.056
<i>GROWTH<sub>it</sub></i>	0.567	2.736***	-0.025	-0.809	0.565	2.768***
<i>CASHRATE<sub>it</sub></i>	1.097	2.301**	0.245	3.383***	0.864	1.840*
Industry Dummy	Included					
Year Dummy	Included					
Adj. R <sup>2</sup>	0.074		0.244		0.071	
F-value	17.39***		66.84***		16.551***	

\*\*\*, \*\*, and \* represent 1%, 5%, and 10% significance levels, respectively.

본 연구에 표본기업은 ESG 평가등급이 부여된 기업들로 연구를 수행하였으며, 이는 ESG 경영을 적극적으로 수행하는 기업으로 간주될 수 있다. ESG 경영을 적극적으로 수행하는 기업들은 ESG 경영을 강화하기 위해 초기 비용을 투입하거나 자원을 재배치할 필요가 있으며, 이로 인해 단기적으로는 ROA(총자산순이익률)와 RET(주식수익률)와 같은 재무적 성과 지표에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. Porter and van der Linde (1995)의 연구에서 지적된 바와 같이, 초기의 환경 규제 대응 비용이 단기적으로는 기업의 비용을 증가시켜 성과에 부담이 될 수 있다고 하였다. 그러나 ESG 경영이 장기적으로는 기업의 경쟁력을 높이고, 재무 성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 또한, Eccles et al., (2014)의 연구에서도 ESG 성과가 장기적으로 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으며, ESG 활동에 따른 초기 비용이 단기적으로는 재무 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있지만, 장기적으로는 이러한 경영 활동이 기업 가치와 재무 성과를 향상시킬 수 있다고 하였다. 따라서, ESG 평가등급이 부여된 기업들은 장기적 관점에서 의사결정을 내리며, 이로 인해 ESG 경영이 장기적으로는 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치게 될 것으로 기대된다. 이는 ESG 활동이 장기적인 기업성과와 가치를 증대시키기 위한 중요한 전략이라는 것을 나타내며, 단기적인 재무성과의 하락이 궁극적으로는 장기적인 성과 향상으로 이어질 수 있을 것으로 기대된다.

한편, 성장성(MB)은 총보상에 긍정적인 영향을 미쳤으며( $\beta = 0.562, t = 11.080, p < 0.01$ ), 매출액성장률(GROWTH)과 현금성자산비율(CASHRATE) 역시 총보상에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

두번째로, 고정보상(FPAY)을 종속변수로 한 Model (2)에서는, ESG 평가등급이 고정보상에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며( $\beta = 0.350, t = 35.976, p < 0.01$ ), ROA 또한 강한 긍정적 영향을 미치는 것으로 분석되었다( $\beta = 2.148, t = 15.822, p < 0.01$ ). 반면, 시장조정주식수익률(RET)은 고정보상에 부정적인 영향을 미쳤으며( $\beta = -0.047, t = -2.589, p < 0.05$ ), 부채비율(LEV)과 영업현금흐름(CFO)은 고정보상에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(각각  $\beta = 0.223, t = 4.219, p < 0.01$ ;  $\beta = 0.460, t = 3.391, p < 0.01$ ).

세번째로, 변동보상(VPAY)을 종속변수로 한 Model (3)에서는 ESG 평가등급은 변동보상에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며( $\beta = 0.234, t = 3.713, p < 0.01$ ), ROA는 변동보상에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다( $\beta = -4.503, t = -5.116, p < 0.01$ ). 또한, 시장조정주식수익률(RET)과 부채비율(LEV)은 변동보상에 부정적인 영향을 미쳤으며, 각각  $\beta = -0.249, t = -2.096, p < 0.05$ ;  $\beta = -0.582, t = -1.699, p < 0.10$ 로 나타났다. 반면, 성장성(MB), 매출액성장률(GROWTH), 현금성자산비율(CASHRATE)은 변동보상에 긍정적인 영향을 미쳤다.

이러한 결과를 종합해 보면, ESG 성과가 경영자 보상에 중요한 영향을 미치며, 특히 고정보상과 변동보상 모두에서 ESG 성과가 유의한 영향을 미친다는 것을 보여준다. 또한, 재무적 성과와 관련된 변수들 역시 보상 구조에 중요한 역할을 하고 있으며, 이는 경영자의 성과와 보상 간의 연계성을 확인하는 중요한 근거가 된다고 할 수 있다. 즉, 실증분석을 통해 기업은 ESG 성과와 재무적 성과 모두를 고려한 보상 체계를 설계할 필요성이 있음을 확인하였다.

## 5. 결론

본 연구는 ESG 성과가 경영자 보상에 미치는 영향을 살펴보고, 특히 고정보상과 변동보상에 대한 영향력을 실증분석 하였다. 이를 위해 총보상(TPAY), 고정보상(FPAY), 변동보상(VPAY)을 종속변수로 설정하고, 다양한 재무적 변수와 ESG 평가등급을 독립변수로 사용하여 회귀분석을 실시하였다. 분석 결과, ESG 성과는 총보상, 고정보상, 변동보상 모두에 긍정적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히, ESG 성과가 높을수록 경영자에게 더 높은 보상이 주어지는 경향이 뚜렷하게 나타났으며, 이는 ESG 경영의 중요성을 반영하고 있음을 시사하는 결과이다. 고정보상에 해당하는 현금보상에서 ESG 성과의 유의수준이 높게 나타난 것은, 기업들이 안정적인 보상 구조에서도 ESG 성과를 반영하고 있음을 보여준다. 또한, 주식보상인 변동보상에서도 ESG 성과가 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나, 경영자의 성과 보상 체계에서 ESG 요인이 중요한 역할을 하고 있음을 확인할 수 있었다.

반면에, 경영자 보상 수준에 재무성과 지표인 ROA와 RET가 대체적으로 음(-)의 영향을 미친다는 결과는 초기 ESG 투자 및 실행 비용이 단기적으로 재무성과에 부정적인 영향을 줄 수 있는 것으로 판단된다. 이는 ESG 경영이 장기적 관점에서 기업의 지속 가능성을 증대시키기 위한 전략이라는 것을 알 수 있으며, 기업이 단기적인 재무성과 악화를 감수하더라도 장기적인 성과를 위해 ESG 경영에 적극적으로 투자하고 있음을 의미한다. 특히, 현금보상인 고정보상에서 ESG 성과의 영향력이 크게 나타난 점은, 안정적인 보상 구조 하에서도 기업들이 ESG 성과를 중요한 요소로 고려하고 있음을 보여준다. 반면, 변동보상에서는 ESG 성과가 경영자의 의사결정과 더 직접적으로 연관되어, 경영자들이 ESG 경영을 통해 장기적인 성과에 집중하도록 유도하고 있음을 확인할 수 있었다. 또한, ESG 경영을 적극적으로 수행하는 기업의 경영자 보상 구조를 파악하였다. 이러한 연구결과는 경영자의 성과와 보상 사이의 연계성을 정교하게 할 필요성이 있음을 알 수 있으며, 기업이

경영자의 성과를 다각적으로 평가하고 이에 따른 보상 체계를 구축할 필요가 있음을 시사한다.

본 연구는 ESG 성과가 경영자 보상에 미치는 영향을 실증적으로 분석함으로써, 현대 기업 경영에서 지속 가능한 경영에 동기를 부여할 수 있는 보상 체계의 중요성을 확인하였다. 연구 결과, ESG 성과가 경영자 보상에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이는 ESG 성과가 기업 내에서 중요한 평가 지표로 자리 잡고 있음을 시사한다. 특히, 고정 보상뿐만 아니라 변동보상에서도 ESG 성과의 영향력이 확인된 점은 기업이 재무적 성과뿐만 아니라 비재무적 성과까지 통합적으로 고려한 보상 체계를 설계할 필요가 있음을 보여준다. 본 연구의 결과는 ESG 성과가 경영자 보상에 반영되는지를 확인함으로써 기업의 장기적인 지속 가능성을 제고할 수 있는 전략의 필요성을 제시하고자 한다. ESG 경영이 단순히 규제 대응이나 이미지 관리에 그치는 것이 아니라, 경영자의 성과 평가와 보상 결정에 적극 반영됨으로써 기업의 장기적인 가치 제고에 기여할 수 있음을 실증적으로 제시하였다.

본 연구는 다양한 산업군과 기업 규모, 그리고 장기적인 기업 가치 제고 측면을 고려하지 못했다는 한계점이 존재한다. 이러한 한계는 후속 연구에서 확장하여 다룸으로써 경영자 보상에 대한 연구를 보다 발전시키고자 한다. 결론적으로, 본 연구는 ESG 경영이 경영자 보상 계약과 연계될 때, 기업의 지속 가능성과 장기적 성장에 중요한 역할을 할 수 있음을 시사하며, 경영자 보상의 정교한 설계가 더 나은 사회적, 환경적 성과를 달성하는 동시에 재무적 성과를 극대화할 수 있는 중요한 요소임을 제시한다.

## References

- [1] Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C., 2019, "Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence", *Management Science*, 65(10), pp. 4451-4469.
- [2] Amihud, Y., & Lev, B., 1981, "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *The Bell Journal of Economics*, 12(2), pp. 605-617.
- [3] Baker, G. P., & Hall, B. J., 2004, "CEO incentives and firm size", *Journal of Labor Economics*, 22(4), pp. 767-798.
- [4] Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I., 2002, "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation", *The University of Chicago Law Review*, 69(3), pp. 751-846.
- [5] Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F., 1999, "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 51(3), pp. 371-406.
- [6] Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G., 2014, "The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance", *Management Science*, 60(11), pp. 2835-2857.
- [7] Edmans, A., & Gabaix, X., 2016, "Executive compensation: A modern primer", *Journal of Economic Literature*, 54(4), pp. 1232-1287.
- [8] Fisch, J. E., Hamdani, A., & Davidoff Solomon, S., 2019, "Passive investors", *The University of Chicago Law Review*, 85(2), pp. 1047-1111.
- [9] Friede, G., Busch, T., & Bassen, A., 2015, "ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), pp. 210-233.
- [10] Gabaix, X., & Landier, A., 2008, "Why has CEO pay increased so much?", *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), pp. 49-100.
- [11] Gaver, J. J., & Gaver, K. M., 1993, "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), pp. 125-160.
- [12] Holmstrom, B., 1979, "Moral hazard and observability", *The Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 74-91.
- [13] Ittner, C. D., Lambert, R. A., & Larcker, D. F., 2003, "The structure and performance

- consequences of equity grants to employees of new economy firms", *Journal of Accounting and Economics*, 34(1-3), pp. 89-127.
- [14] Jensen, M., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- [15] Jensen, M., & Meckling, W., 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- [16] Jensen, M. C., & Murphy, K. L., 1990, "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, 98(2), pp. 225-264.
- [17] John, K., & John, T., 1993, "Top-management compensation and capital structure", *Journal of Finance*, 48(3), pp. 949-974.
- [18] Marens, R., 2002, "Inventing corporate governance: The mid-century emergence of shareholder activism", *Journal of Business Ethics*, 37(1), pp. 103-117.
- [19] Murphy, K. J., 1999, "Executive compensation", In O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics*, 3, pp. 2485-2563.
- [20] Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R., 1999, "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, 52(1), pp. 3-46.
- [21] Palepu, K., Healy, P., & Bernard, V., 2000, *Business Analysis and Valuation*, Boston: Cengage Learning.
- [22] Porter, M. E., & van der Linde, C., 1995, "Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship", *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 97-118.
- [23] Smith, C. W., & Watts, R. L., 1992, "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, 32(3), pp. 263-292.
- [24] Zalewski, D. A., 2003, "Capitalism for sale: Government relations, politics, and the firm", *Review of Radical Political Economics*, 35(3), pp. 250-266.

### About the Authors

**Hwang, Seongjun** is working as Lecturer and Research Fellow in the Department of Business Administration at Pusan National University. He received his Ph.D. from the School of Business at Pusan National University. His current research interests include management accounting, executive compensation, and ESG management, among others.

E-mail address: sjcastle@pusan.ac.kr

**Lee, Eunju** is an Assistant Professor in the Department of Business Administration, Accounting Major, at Busan University of Foreign Studies, Republic of Korea. She received her Ph.D. from the School of Business at Pusan National University. Her current research interests include management accounting, corporate governance, executive compensation and ESG management among others.

E-mail address: gracedu@bufs.ac.kr