

금융회사 경영진에 대한 보상체계

2010년 6월 11일
한국금융학회 정책심포지움

박 영 석
서강대학교 경영대학

목 차

I. 서론

II. 금융회사의 지배구조와 보상의 특수성 및 관련이슈에 대한 선행연구

1. 금융회사 지배구조의 특수성
2. 금융회사 보상체계의 현황
3. 금융회사 CEO 보상의 성과 민감도
4. 금융회사 임원 보상수준과 이에 대한 규제
5. 보상관련 컨설턴트의 활용과 비교기업의 선정
6. 보상에 대한 공시

III. 글로벌 금융위기와 금융회사의 보상체계

1. 글로벌 금융회사의 보상체계와 위험추구
2. Inside Debt와 보상체계

IV. 금융회사 보상체계 개선에 대한 글로벌 국가들의 접근방향

1. FSB의 Principle for Sound Compensation Practice
2. EBS의 High Level Principle for Remuneration Policies
3. EU Commission의 Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Service Sector
4. FSA의 Financial Services Compensation Scheme
5. 미국의 Corporate and FI Compensation Fairness Act
6. FRB의 Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies
7. 우리나라의 금융회사 임원보상 모범규준

V. 정책제언

I. 서론

- 최근 몇 년간 우리는 미국의 서브프라임 모기지의 부실로 시작된 글로벌 금융위기를 지나오면서 금융이 세계경제 전체를 흔드는 수준의 파괴력으로 실물경제에 영향을 미치는 것을 경험하였음.
 - 미국의 주택시장 버블이 꺼지고 서브프라임 모기지 시장의 부실이 확대되면서 2008년에는 Lehman Brothers와 Merrill Lynch가 무너지는 것을 지켜보았음.
 - 미국발 금융위기는 세계시장으로 확대되면서 우리나라도 급격하게 원화 가치가 급락하고 유가가 급등하여 수출이 부진해지면서 경제성장이 둔화되는 것을 피할 수 없었음.

- 금융위기의 원인으로 거시적으로는 세계화나 자유주의에서 찾으려는 거대 담론의 논의도 있을 수 있으나 본고에서는 미시적으로 금융기관 CEO의 보상체제와 이에 따른 과도한 위험의 추구 그리고 금융기관의 지배구조가 주어진 역할을 수행하지 못하였다는 점들이 금융위기를 증폭시키는데 일조하였는가에 대하여 살펴보고자 함.

- 미국의 재무장관인 Timothy Geithner는 2009년 6월 6일 의회에서 다음과 같이 증언하였음.
 - "I think that although many things caused this crisis, what happened to compensation and the incentives in creative risk taking did contribute in some institutions to the vulnerability that we saw in this financial crisis. We need to help encourage substantial reforms in compensation structures particularly in the financial industry"

- 이러한 입장에서 미국의 Obama 정부는 금융기관의 보상에 대하여 다음과 같은 두 가지 조치를 취하였음.
 - 정부로부터 구제 금융을 받은 금융기관의 CEO와 직원들이 단기적 혹은 일시적 가치 상승에 연계된 보상을 받지 못하는 조치를 취할 수 있는 “compensation czar”로 Kenneth R. Feinberg검사를 임명.
 - Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act를 의회에 제출하여 보상과 보상위원회의 선임에 있어서 주주들의 의견이 더 많이 반영될 수 있도록 함.

- 우리 정부도 금융회사의 단기성과 위주의 보상체계가 경영진 등의 과도한 위험추구를 야기하여 위기의 원인 중 하나로 작용하였다는 점에 인식을 같이 하여 금융안정위원회(FSB)의 건전한 보상원칙 및 보상원칙 이행기준의 기본원칙을 반영하여 권역별(은행, 증권, 보험, 금융지주회사)로 보상원칙 모범규준을 마련하도록 하였음.
 - 그러나 현재의 권역별 모범규준은 FSB의 보상원칙의 원안을 한국적 현실에 대한 고려 없이 선언적인 차원에서 반영한 것에 그치고 있으므로 보상에 관련된 이론적 실증적 토대를 기초로 하여 정책에 반영할 필요성이 있음.

- 그러나 일각에서는 금융회사의 보상체계가 창출한 금융회사 임원의 인센티브가 금융위기 이전의 금융회사 risk taking에 영향을 주었을 가능성에 대하여 회의적인 견해를 표명하기도함.
 - 이들은 파산한 금융회사의 임원들이 금융위기 이후 급격하게 하락한 주가로 인하여 막대한 손실을 입었다는 사실을 적시하면서 금융회사의 임원들이 고의적으로 과도한 위험을 추구했다고 보지 않고 단지 지나친 낙관주의와 같은 실수를 저질러서 이러한 결과가 발생한 것이라고

주장함.

- 따라서 본 보고서에서는 금융회사의 보상체계와 금융회사의 risk taking에 관한 해외 선행연구들을 살펴보고, 선행연구들에 기초하여 국내 금융기관들에 장기적으로는 기업가치에 연계되고 단기적으로는 과도한 위험을 추구하는 것을 막을 수 있는 보상시스템의 설계가 도입될 수 있는 방향을 제시하며 글로벌 스탠다드와 정합성을 유지하는 정책방안들을 제시하고자 함.

II. 금융회사의 지배구조와 보상의 특수성 및 관련이슈에 대한 선행연구

1. 금융회사 지배구조의 특수성

- 우리나라는 IMF의 구제금융 이후에 국내 기업의 외형성장 추구로 인한 고비용-저효율의 구조를 타파하고 Globalization에 따른 국제적 경쟁에서 생존하기 위하여 기업경영 패러다임에 대한 글로벌 스탠다드의 도입 필요성이 대두되었음.
 - 정부는 경제위기를 극복하고 기업의 경영투명성을 제고하기 위하여 기업지배구조 개선을 추진하는 과정에서 기업경영의 통제장치로서 이사회를 개혁하였음.
 - 기존 이사회에 부작용을 막고 외부주주들의 피해를 최소화하기 위하여 경영자들로부터 독립된 강력한 이사회 존재가 요구됨.
 - 일정규모 이상의 기업에 대하여 사외이사 선임 의무화하였음.

- 경영진을 견제하고 경영에 대한 조언을 제공하는 것이 이사회 기능이라는 관점에서 사외이사의 선임에 있어서 다음과 같은 것들이 고려될 사항임.
 - 경영진이나 최대주주로부터의 독립성
 - 관련 산업, 기술, 법률 및 경영 전반에 대한 전문성
 - 이사회 활동에 충분한 시간을 할애할 수 있는 시간활용 가능성
 - 이해관계자와 얼라인된 충분한 보상 가능성
 - 이사회 균형적인 시각

- 그런데 금융기관의 지배구조의 문제는 금융기관이 일반 기업들과 다음과 같은 점들에서 차이가 존재하기 때문에 일반 기업들의 지배구조 이슈와는 차별화하여 금융기관의 지배구조 이슈에 접근할 필요성이 있음.

- 금융회사는 외부에서 들여다보기 어려운 불투명 (Opaqueness)성을 가지고 있음.
 - 높은 정보비대칭성으로 주주와 채권자가 경영진을 모니터링하는 것이 상대적으로 어려움.
 - 자산의 위험구조를 쉽게 시장을 통해서 변경하는 것이 가능함.
 - 이익과 손해의 발생시점을 시장을 통해서 변경하는 것이 가능하며 특히 장기적인 손실을 감수하면서 단기적인 이익을 추구하는 의사결정이 나타날 개연성이 높음.

- 또한 금융기관의 지배구조에서는 주주와 채권자 이외에 예금자와 규제당국 등 다양한 이해관계자가 존재하고 있으므로 지배구조의 설계가 더욱 복잡한 모습을 보임.
 - 정부는 금융시스템에 금융안정망을 제공하고 있기 때문에 정부와 국

민들이 잠재적 이해관계자의 위치에 있음.

- 일부 금융회사는 소유구조에 대한 규제가 적용되고 있음.
- 진입장벽, 가격규제, 자산운용의 제한, 경영활동에 대한 규제 등을 적용하고 있기 때문에 시장에서의 경쟁이 상대적으로 낮은 편임.

○ 금융회사는 높은 레버리지를 활용하고 있기 때문에 주주와 경영진 사이의 대리인문제와 더불어 주주와 채권자 사이의 이해상충의 문제도 심각함.

- 비금융기관에서는 주주와 경영진의 이해관계를 일치시켜주고 채권자들을 보호해줄 수 있는 장점을 보유하고 있는 스톡옵션이 금융기관에서는 예금자나 세금을 부담하고 있는 국민들과 같은 이해관계자를 보호하고자 하는 정책 당국의 목표와 충돌할 수도 있음.
- 금융지주사의 경우에는 주주들이 이중의 레버리지를 활용하고 있기 때문에 레버리지의 활용의 문제가 더 심각할 수도 있음.

○ 또한 예금을 받는 금융회사는 자산과 부채의 만기 미스매치 문제가 존재하기 때문에 예금보험제도를 통해서뱅크런의 문제를 해결하고 있는데 예금보험제도가 존재하기 때문에 예금자들이 금융기관의 경영을 감독하고자 하는 인센티브가 약함.

○ 금융회사의 경영자는 risk의 구조를 쉽게 변경하는 것이 가능하며 장기이익을 희생하면서 단기이익을 추구하는 것이 비금융회사과 비교해서 더욱 용이함.

2. 금융회사 보상체계의 현황

- IIF (Institute of International Finance)가 글로벌 금융회사의 CEO들을 대상으로 한 2009년도 설문조사에 의하면 98%의 응답자가 금융회사의 보상구조가 현재 진행되고 있는 글로벌 금융위기의 원인 중의 하나라고 답하였음.

- 정보의 비대칭성이 심각한 금융회사의 경영자는 일반 기업들에 비해서 위험과 수익률의 trade off관계를 변경하는 것이 매우 용이함.
 - 또한 위험과 수익률의 교환을 다기간에 걸쳐서 실행하는 것이 가능하기 때문에 성과와 보상을 연결하는데 있어서 추가적인 고려가 필요함.

- IIF는 2008년 7월 7개의 Compensation Principles를 발표하였음.
 - 보상인센티브는 성과에 기초해야 하며 위험과 자본비용을 고려하면서 주주의 이익과 장기적인 기업전체의 이익에 얼라인되어야 함.
 - 보상인센티브는 금융회사의 risk appetite를 초과하는 과도한 위험추구를 유발해서는 안됨.
 - 보상인센티브의 지급은 위험과 자본비용을 조정한 이익에 기초하여야 하고 가능하면 그 이익의 위험이 발생하는 기간에 걸쳐서 지급되어야 함.
 - 보상인센티브는 비즈니스 단위의 리턴이 관련된 비즈니스를 포함한 전체기업의 가치에 미치는 영향을 고려해야 함.
 - 보상인센티브는 기업의 전체 성과와 위험관리의 달성도를 반영하여 결정되어야 함.
 - 퇴직수당은 장기간에 걸친 주주의 실현된 성과를 고려해야 함.
 - 보상인센티브의 목표, 원칙 및 접근방법은 이해관계자들에게 투명하게 공개되어야 함.

- 글로벌 금융회사들은 현재 이와 같은 7가지 원칙들에 대하여 대부분

상당부분 따르고 있거나 부분적으로 따르고 있다고 자평하고 있으나 3번째 원칙에 대해서는 현실적으로 깎이 존재한다고 판단하고 있음.

3. 금융회사 CEO 보상의 성과 민감도

- 기업지배구조 설계에 있어서 CEO의 인센티브와 주주의 이해관계를 일치시키는 것이 매우 중요한 부분으로 인식되었음.
 - 경영진의 보상(성과에 연계된 보너스 지급과 승진 및 해고)과 경영진의 주식과 옵션의 소유 등이 경영진의 인센티브와 주주의 이해관계를 일라인 시켜주는 장점이 있다고 평가되고 있음.

- 실증분석에서는 성과와 보상의 민감도로 측정되는 성과와 보상의 연계를 강조하고 있음.
 - Jensen and Murphy (1990)에서는 대형 제조업의 성과와 보상의 민감도가 \$1,000의 주주가치 증가에 대하여 단지 \$3.25의 보상증가가 이루어진다고 보고하였음.
 - Murphy(1999)는 이러한 민감도가 옵션이나 주식의 보유로 인하여 시간이 갈수록 증가하고 있다고 분석하였음.

- 앞에서 언급된 금융회사 지배구조의 특수성 때문에 은행과 같은 금융회사에서 보상의 성과 민감도가 높으면 경영자는 과도한 위험을 추구하게 되어서 금융시스템의 안정성을 해칠 수 있다는 주장이 있음. (John and John(1993))
 - Saunders and Senbet (2000)은 CEO 보상의 성과에 대한 민감도를 예금보험의 보험료를 산출하는 데 있어서 중요하게 고려되어야 한다고 주장하였음.

○ John and Qian(2003)은 1992년-2000년의 자료를 이용하여 은행과 일반 제조업의 CEO 보상의 성과 민감도를 실증분석 하였음.

— 제조업 CEO 보상의 성과 민감도는 주주가치 \$1,000 증가에 대하여 \$17.5로 분석되었음.

— 은행 CEO 보상의 성과 민감도는 주주가치 \$1,000 증가에 대하여 \$4.7의 보상의 증가가 발생하는 것으로 분석되었는데 이러한 민감도의 대부분은 주식과 옵션의 보유를 통해서 발생한다고 보고하였음.

— 제조업 CEO 보상의 성과 민감도는 선행연구들과 마찬가지로 레버리지가 높은 은행 CEO 보상의 성과 민감도보다 높게 나타나고 있음.

— 모든 산업에서 CEO 보상의 성과 민감도는 부채비율과 기업규모에 반비례하고 있음.

※ 보상-성과 민감도(pay-performance sensitivity: PPS)는 주가가치가 \$1,000 증가할 때마다 CEO 보상의 달러가치 증가로 측정

○ 은행의 기업지배구조와 경영자 이해 일치 정도를 이해하는데 있어 은행이 제조기업과 다른 몇 가지 차이점을 이해할 필요

○ 첫째, 은행은 제조기업보다 더 높은 규제를 받음.

— 만일 매우 높은 레버리지를 가지는 은행에서 최고경영자가 주주와 매우 밀접하게 이해가 일치해 있다면, 높은 위험을 가진 투자를 하려는 강한 인센티브를 가짐.

— 규제 감독은 이러한 인센티브 왜곡을 고려해야 함.

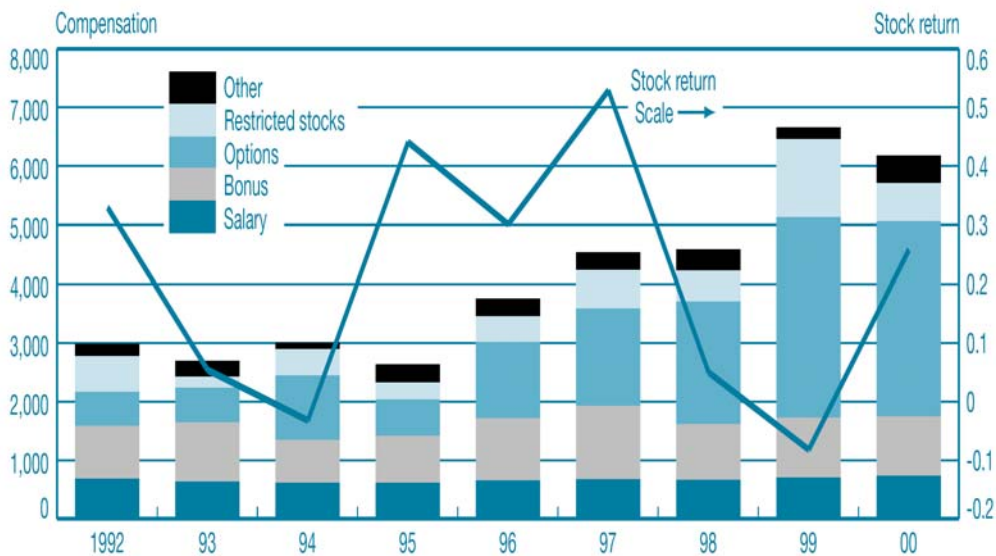
— John, Saunders, and Senbet(2000)은 은행의 과도한 위험추구 행동을 개선하는데 있어 최고경영자의 인센티브 규제가 자본규제보다 더 효과적일 수 있음을 주장

- 제조기업과 은행을 구별 짓는 또 다른 특징은 은행의 높은 레버리지
 - 전통적인 대리인 문제에서, 높은 레버리지를 가진 금융기관은 높은 위험을 추구하는 대리인 문제에 민감
 - 금융기관에서 기업지배구조의 목적은 최고경영자를 주주와 일치시키는 것이 아님.
 - 따라서 채권보유자를 위하여 행동하도록 인센티브가 주어져야 할 필요
 - 그러한 경우 낮은 보상-성과 민감도를 가진 보상구조를 경영자에게 제공하는 것이 최적일 수 있음.

○ 시간의 경과에 따른 CEO의 보상패턴의 변화

- CEO의 보상-성과 민감도의 증가는 주식과 옵션 보유의 증가에 기인
 - ※ 총보상은 시간이 지남에 따라 증가
 - ※ 옵션부여는 1990년대에 상당한 증가를 보인 반면 임금(Salary)은 거의 변하지 않음. 옵션부여 비중 추이 : 20%('92)→54%('00)
 - ※ 총보상 증가와 옵션부여의 증가는 주식성과와는 관계가 거의 없음

[그림 1] 연도별 직접보상(Direct Compensation) 분포



* 주 : 1992-2000 동안의 607개의 상업은행 자료

○ 이 논문을 통해서 도출할 수 있는 정책적 시사점은 은행의 CEO에 대한 보상구조에 대한 이해가 효과적인 규제를 설계할 때 중요한 도구가 될 수 있다는 점임.

— 은행의 최고경영자가 주주와 매우 밀접하게 이해가 일치해 있다면, 높은 위험을 가진 투자를 하려는 강한 인센티브를 가짐.

— 규제감독은 규제절차를 설정할 때, 이러한 인센티브 왜곡을 고려해야 함.

— 은행의 과도한 위험추구 행동을 개선하는데 있어 최고경영자의 인센티브 규제가 자본규제보다 더 효과적일 수 있음. (John, Saunders, and Senbet(2000))

— 또한 은행의 최고경영자의 보상-성과 민감도는 미 예금보험공사 (FDIC) 보험료 산정과 은행산업에서 규제절차를 설계하는데 있어 매우 유용한 input 정보가 될 수 있음.

4. 금융회사 임원의 보상수준과 이에 대한 규제

○ 글로벌 기업들의 보상은 최근의 스톡옵션 등의 지급의 증가와 함께 급격하게 증가하여 왔음.

— S&P 500 기업의 평균 CEO 전체보상은 1970년에 약 \$850,000이었는데 2000년에는 \$14 Million으로 증가하였고 2002년에는 \$9.4 Million으로 하락한 후에 2005년부터 2007년까지 약 \$13.5 Million으로 회복한 후에 글로벌 금융위기가 영향을 준 2008년에는 \$10.5 Million으로 감소함.

○ 1975년 CEO의 보상은 다른 임원들의 보상보다 34%가 높은 수준이었는데 2007년에는 이 수치가 두배로 증가한 것으로 보아서 CEO 보상

증가가 다른 임원들의 보상 증가와 비교해 볼 때 예외적으로 빠른 속도로 증가하였음을 알 수 있음.

○ 1975년 CEO 보상은 일반 직원들 평균 보상의 40배 수준이었는데 이 수치가 2000년에는 400배로 증가하였고 2008년에는 32배 수준을 유지하였다고 함.

○ 위와 같은 수치들을 대규모기업과 금융회사에 한정해서 분석해보면 그 괴리도는 더 커진다고 분석되고 있음.

○ 선행연구들에서는 지배구조 시스템이 제대로 작동하지 않는 기업에서 경영자들이 자신들의 보상설계에 영향력을 행사할 수 있어서 과도하게 높은 보상을 지급할 가능성이 높아진다고 설명하고 있음.

— 글로벌 금융위기의 과정에서 부실이 노출된 금융기관의 임원들이 과도하게 높은 보상을 받고 있는 것이 주목을 받으면서 보상 수준에 대한 규제가 필요하다는 주장이 일반 대중의 지지를 받고 있음.

○ 금융회사의 임원들의 보상에 대한 규제를 적용할 수 있는 현재 논의되고 있는 방안에는 다음과 같은 것들이 있음.

— Pay cap

— 보상을 무효화할 수 있는 권한을 가진 보상감시인 혹은 보상감시기구의 선임 (예:미국의 "Pay Czar" 영국: Asset Protection Agency)

— capital, liquidity, leverage에 대한 제약을 통한 간접적 규제

— clawback provisions

— shareholder voice(예: say on pay, two strikes rule)

— 이해상충을 해결하기 위하여 이사회와 보상결정 절차에 대한 구조개혁 (Walker Review, AICD proposals)

- 임원의 보상에 대한 구조와 설계 개혁 (Bebchuk and Fried(2009), Bhagat and Romano(2009))
- 공시의 투명성 확보 (Walker Review proposal for banded disclosure)
- 세금 (Henry Review, Australia May 2010)
- 보상 컨설턴트들에 대한 강력한 규제

○ 미국 재무성은 2009년 6월 10일에 **Troubled Asset Relief Program (TARP)**의 지원을 받은 금융회사 임원들의 보상에 대하여 다음과 같은 규제를 적용하기로 결정하였음.

- 보상에 대한 규제는 적용하지 않지만 \$500,000을 초과하는 금액은 매도제한이 적용되는 vested stock으로 지급
- 보너스는 전체보상의 1/3을 넘지 못하며 반드시 restricted stock의 형태로 지급해야 함.
- 정확하지 않은 재무제표나 성과에 기초한 보너스에 대해서는 clawback provisions를 적용함.
- 가장 많은 보상을 지급받고 있는 임원에 대해서는 severance payment의 지급을 금지함.
- 퍼크에 대한 공시 강화
- 어떤 형태의 보상에 대해서든지 세금을 보전해주는 것을 금지
- 바인딩하지 않은 “say on pay” 주주 표결을 허용함.
- 보상위원회는 사외이사로만 구성함.
- risk taking과 earnings management 인센티브에 대한 주기적 평가를 실시함.
- TARP로부터의 exceptional financial assistance를 받은 금융회사의 연봉순위 100명에 대하여 보상을 관리/감독의 책임자를 임명

○ 어떤 형태의 보상에 대한 규제가 적용된다고 할 때 경영자들이 이러한 변화에 대하여 어떻게 행동할 것인가를 고려할 필요성이 있음.

- 금융회사의 경영자는 cap이나 collars등과 같은 파생상품을 활용하여 기업에게는 불필요하지만 자신의 포트폴리오 위험관리 차원에서 필요한 헤징을 수행할 인센티브를 가질 수도 있음.
- 보상의 구조 때문에 경영진은 earnings management를 수행할 인센티브가 커질 수도 있음.
- 임원보상을 결정할 때 사용되는 비교 기업을 선정할 때 자의적으로 보상수준이 높은 기업을 선정하는 행동이 나타날 수도 있음.
- 공시의 타이밍을 경영자 자신의 오션이나 주식을 지급하는 기준일을 중심으로 자의적으로 선정할 수도 있음.

5. 보상관련 컨설턴트의 활용과 비교기업의 선정

- 대부분의 대기업은 임원의 적정 보상수준을 결정하기 위하여 보상 컨설턴트에 의존하고 있음.
- 보상컨설턴트들은 두 가지 이해상충에 직면("repeat business" and "other services")
 - 첫째, 보상컨설턴트들은 그들을 고용한 경영진들의 보상에 대한 설계를 하기 때문에 명백한 이해상충이 발생
 - 둘째, 다른 서비스(other service)에 대하여 컨설턴트들에게 지급되는 수수료는 종종 임원보상으로부터 발생하는 수수료보다 더 큰 경우가 있음.
 - 좀 더 수익이 되는 기업전반의 컨설팅에 대한 의사결정은 임원보상과 관련한 동일한 최고 경영자에 의해 결정되거나 영향을 받기 때문에 또 다른 이해상충의 문제 발생
- 보상컨설턴트의 역할은 미 증권거래위원회(SEC)의 공시요구에 의해

관심을 불러일으킴.

- 2006년 SEC는 임원진의 보상에 관한 어드바이스를 제공한 모든 컨설턴트의 역할과 보상위원회에 의해 고용되었는지의 여부를 공시 하도록 요구
- 2009년 12월 컨설턴트와 그들의 계열회사에 의해 해당 기업에 제공된 추가적 서비스에 대한 대가로 지불된 수수료를 공시하도록 의무화

○ **Murphy and Sandino (2009)**는 2006 회계연도 동안 보상컨설턴트를 고용한 1,046개 미국기업과 124개의 캐나다 기업의 표본을 이용하여 보상총들과 CEO 보상사이의 관계를 분석

- 컨설턴트가 다른 서비스(other services)를 제공한 기업에서 CEO보상이 더 높았음. (미국과 캐나다 모두)
- 컨설턴트가 이사회 혹은 보상위원회를 위해 일하는 기업에서 CEO보상이 더 높았음. (미국)
- 컨설턴트가 계리서비스(actuarial services)를 제공할 때 CEO보상이 더 높았음. (캐나다)
- 비임원 보상서비스를 제공하는 컨설턴트에게 지불되는 수수료의 차이는 높은 CEO 보상수준과 관련이 있음을 발견 (캐나다)

<표 1> 미국과 캐나다에서의 보상 컨설턴트가 제공한 서비스

		다른 서비스 제공	이사회와 위원회를 위해 일함	계리서비스 제공	비임원 보상서비스에 대한 컨설팅 수수료
CEO 보상	미국	+	+		
	캐나다	+		+	+

○ 미국자료에서는 보상컨설턴트가 다른 서비스(other services)를 제공할

때 CEO 보상이 더 높았음을 발견하였음에도 불구하고 컨설턴트가 기업의 제리서비스를 제공할 때 CEO 보상이 더 높다는 증거는 발견하지 못함.

○ 결과가 예측한 것과는 다소 약한 증거(weak evidence)를 보이는 원인은 다음과 같음.

- 컨설턴트가 경영진에 의해 고용되던 것이 위원회에 의해 고용되는 등 최근의 많은 변화들로 인하여 과거에 문제로 인식되었던 점들이 상당 부분 해소
- 임원보상컨설턴트가 고객 RM(relationship manager)으로서 역할을 할 수 없게 되었고, 컨설팅회사 내부에서도 이해상충 문제를 인식하고 조정 노력 중

○ Cadman, Carter, and Hillegeist (2010)에 의하면 보상 컨설턴트들은 기업들의 보상위원회에 고용되어 CEO 및 여타 임원진들의 보상 패키지를 설계

- 상당한 상장기업들이 보상 컨설턴트를 이용함에도 불구하고 임원진들의 보상패키지에 대한 컨설턴트들의 영향에 대해 연구가 일천

○ 컨설턴트들은 CEO 보상 패키지 외의 비임원진(non-executive)에 대한 컨설팅 서비스를 제공함으로써 추가적인 수익을 얻을 수 있기 때문에 고객 기업의 주요 의사결정권자인 CEO의 보상패키지를 후하게 설계할 유인 존재

- 즉, 교차판매 인센티브(cross-selling incentive)는 추가적인 수익 확보를 위해 보상컨설턴트가 왜곡된 어드바이스를 제공할 가능성
- 따라서 컨설턴트는 높은 성과수준 뿐만 아니라 성과와 상관없이 높은 보상을 제공하는 보상체계(낮은 보상-성과 민감도)를 설계할 수 있음.

- 컨설턴트의 이해 상충은 높은 보상과 낮은 보상-성과 민감도(PPS)를 통해 주주들의 부를 이전시키는데 일조한다고 볼 수 있음.
- 잠재적인 교차판매 인센티브가 큰 컨설턴트들일수록 고객 기업들의 보상수준이 더 높은지, 또는 보상-성과 민감도(PPS)의 정도가 더 낮은지에 대해 조사한 결과는 다음과 같음.
- 교차판매 인센티브와 연계된 컨설턴트의 잠재적인 이해 상충이 과도한 CEO 보상 혹은 낮은 보상-성과민감도의 주요 원인이라는 것에 대한 어떠한 증거도 발견하지 못함.
 - 컨설턴트들의 평판과 신뢰성에 대한 강한 추구가 교차판매를 통한 수익 확보의 인센티브를 억누르는 역할로 작용함을 시사
- Cadman and Carter (2009)는 CEO의 보상을 증가시키기 위하여 기업들이 보상 비교기업을 기회주의적으로 선택하는지에 대하여 연구하였음.
- 최근까지 보상에 대한 벤치마킹으로 이용되는 기업을 공시하도록 요구되지 않았기 때문에 임원보상을 결정하는데 있어 비교기업의 역할은 그 연구가 일천
- 기업들은 최근 보상비교 그룹(compensation peer group)에 대한 세부 정보를 주주위임장 권유신고서(proxy statement)에 제공하도록 공시 의무화
- 2006년말 S&P 1500개 기업중 608개의 표본기업을 이용하여, 높은 CEO 보상을 위하여 비교기업이 기회주의적으로 선택되는지를 조사
 - 분석을 위해 표본기업에 공시관계를 가지는 잠재적인 비교기업군을 고려

- 잠재적인 비교기업군에서 실제 비교기업의 선택을 조사해본 결과, 기업들이 비교기업을 기회주의적으로 선택한다는 증거를 발견하지 못함.
 - 기업들은 동일한 산업내에서 유사성이 높은 기업을 비교기업으로 선택할 가능성이 높았음.
 - 선택된 비교기업들은 다른 잠재적 비교기업들에 비해 규모가 더 크고 더 나은 성과를 가짐.
 - 단지 규모의 차이만이 표본기업의 더 높은 CEO 보상과 관련이 됨.
 - 다른 잠재적 비교기업들에 비해 더 나은 성과를 가진 기업의 선택은 표본기업 CEO의 더 높은 성과를 위한 기회주의적인 선택으로 해석할 수 없음.

- 금융회사의 보상에 대한 컨설팅이 제대로 이루어지기 위해서는 금융회사의 risk taking 수준에 대한 이해와 이를 계량화할 수 있는 능력이 요구됨.
 - 따라서 금융회사 경영의 핵심인 risk에 대한 이해능력을 보유하고 있는 컨설턴트의 역할을 확대할 필요성이 있음.

6. 보상에 대한 공시

- Andrews, Linn, and Yi (2009)는 S&P 1,500 기업중 608개 기업의 CEO 특전(perquisite) 정보를 이용하여 임원의 특전이 대리인문제를 반영하는지 혹은 정당한 목적에 부합하는지를 분석
 - 미 증권거래위원회(SEC)는 2006년에 특전과 연금 등 임원의 보상내용과 관련하여 투자자들에게 좀더 투명한 공시를 주주위임장권유신고서(proxy statement)에 제공하도록 의무화
 - ※ 특전(perquisite)이란 정규적인 급여나 임금을 넘어서는 부수적인 지급, 급부금, 특권, 이점 등을 총칭

- 분석결과, 약한 기업지배구조를 가진 기업은 임원에게 특전을 보상할 가능성이 높았음.
 - 특히 약한 기업지배구조, 낮은 상품시장 경쟁, 낮은 경영자의 소유권, 독립성이 낮은 이사회 등의 특징을 가진 기업들은 보다 많은 수의, 보다 많은 달러 가치의 특전을 임원들에게 보상할 가능성이 높았음.
 - 이러한 효과는 특전의 수에 있어서 보다 명백하였음.

- 새로운 미 증권거래위원회(SEC)의 공시를 이전에 많은 양의 CEO 특전을 숨겼던 지배구조가 약한 기업은 주주위임장권유신고서(proxy statement)가 공시된 이후 부정적인 시장의 반응을 경험

- 새로운 공시를 이전에 비정상적으로 높은 CEO의 보상을 가진 표본 기업들의 약 3%가 새로운 공시 를 이후 특전 프로그램을 줄이거나 폐지하였음.

- 본 연구의 결과는 미 증권거래위원회(SEC)의 확장된 공시요구가 자본 시장 투자자들에게 유용함을 시사
 - 투자자들이 약한 기업지배구조 기업에 의한 기업자원의 부당한 이용을 감지할 수 있도록 정보를 제공
 - 그러나 어떤 기업들에게는 확장된 미 증권거래위원회(SEC)의 요구가 정치적으로 이용될 수 있는 소지의 가능성도 있음.

Ⅲ. 글로벌 금융위기와 금융회사의 보상체계

1. 글로벌 금융회사의 보상체계와 위험추구

- 금융회사의 보상체계가 금융회사 경영자로 하여금 과도한 위험을 추구했을 가능성에 대하여 다양한 실증분석 연구가 제시되었음.

- Erkens, Hung and Matos (2009)는 금융위기시 세계 30개국의 296개 대형 금융기관에서의 기업지배구조의 역할을 살펴봄.

- 좀 더 독립적인 이사회와 기관투자자의 소유권이 많은 기업들은 금융위기시 부진한 경영성과에 대해 CEO를 교체할 확률이 높았으며 또한 상당한 손실을 경험하였음을 주장
 - 이사회와 주주가 성과가 부진한 CEO를 교체함으로써 그들의 모니터링 역할을 충실히 하였음에도 불구하고, 이것이 금융위기 이전 서브프라임 모기지와 관련한 자산에 투자를 유인한 것으로 나타남.
 - 이는 금융위기 이전 이사회와 주주의 강한 모니터링이 더 많은 리스크를 부담함으로써 주주가치를 극대화하도록 경영자를 유인하였기 때문
 - 특히 금융위기 이전에 risk-taking은 기관투자자의 지분과 대주주의 지분과는 양의 관계를 가졌으나 이사회와 독립성과는 그러한 관계를 발견하지 못함.

- 즉 기관투자자 지분이 높은 기업의 경우 금융위기 시 큰 손실의 원인이 금융위기 이전의 높은 risk-taking인 반면 이사회와 독립성이 강한 기업의 경우 금융위기 동안의 큰 손실의 원인은 금융위기 이전의 risk-taking과는 관련이 없었음.
 - 이사회와 독립성과 주주손실의 관계는 독립적인 이사회 멤버가 경영

자로 하여금 주식수익률을 악화시키는 행동을 취하도록 유도하였기 때문

- 좀 더 독립적인 이사회를 가진 기업일수록 금융위기 동안 추가적인 자본을 조달할 가능성이 높았고 더 자주 상각을 공시하였음.
- 평판에 대한 관심사에 기인한 이사회 멤버들의 이러한 행동들은 기존 주주에게 상당한 비용을 초래

○ 금융위기가 외부 이사회 멤버에 대해 부정적인 영향을 미침.

- 외부 이사회 멤버들(주로 리스크 위원회 멤버)은 만일 그들의 기업이 큰 상각으로 어려움을 겪을 경우 교체될 가능성이 높았음.
- 혹은 그들 기업은 CEO의 교체를 경험

○ 결론적으로 금융위기 동안의 손실은 이사회와 주주들의 느슨한 감독의 결과가 아니라 주주와 이사회에 의해 유인된 risk-taking의 결과에 기인한다고 할 수 있음.

○ 정부와 정책입안자들은 은행 임원들의 보상을 제한하는 일련의 조치 시행

- 2차 부실자산구제프로그램(TARP)에서는 금융기관 임원들의 보상제한을 조건부로 구제금융을 투입
- 2009년 10월에는 7개의 대형 TARP 수혜금융기관의 상위 25명의 높은 보상을 받는 고용자에 대해 임금삭감, 장기의 주식 부여 등으로 보상체계 조정 등

○ 은행의 과도한 risk-taking에 대해 임원보상의 관점에서 정부의 역할도 중요하지만, 기존 보상체계의 인센티브가 직·간접적으로 리스크관리의 오류를 야기하였으며, 또한 은행 이사회가 인센티브의 문제를 바로잡

기 위해 충분한 조치를 취하지 않았기 때문일 수도 있음.

○ 이에 따라 DeYoung, Peng, and Yan(2010)은 CEO 보상계약이 은행의 비즈니스 정책에 미치는 영향과 은행의 이사회가 비즈니스 정책에 따라 CEO 보상을 어떻게 설계하는지를 살펴봄.

○ 1990년대 중반에서 2000년대 중반까지 대형은행의 사업모델의 변화

— 전통적인 대출채권보유 모델("originate-and-hold" lending model)에서 대출채권 유동화 모델("originate-and-securitize" lending model)로 변화

— 새로운 모델은 은행에 엄청난 이익을 가져다 줬지만, 주택가격의 거품이 터지면서 서브프라임 모기지로 인한 최악의 결과로 나타남.

— 사업모델이 변화되면서 대형 상업은행과 대형 산업기업 CEO 간의 총 보상액 차이는 크지 않았으나([그림 2]의 Figure 1 참조), 보상패키지에 포함된 인센티브는 현격한 차이를 보임([그림 2]의 Figure 2 참조).

— 인센티브의 대응변수로 vega와 delta를 사용

※ Vega & Delta : pay-risk sensitivity (vega)는 주식 수익률 변동성의 변화에 대한 CEO 부의 변화(Figure 2)로, pay-performance sensitivity (delta)는 주식가격의 변화에 대한 CEO 부의 변화(Figure 3)로 측정. CEO 보상 패키지에서 스톡옵션 비중이 크면 high vega, 주식비중이 크면 high delta의 특징을 보임. high vega는 risk-taking, high delta는 risk-averse하게 됨.

— Figure 2에서 보는 바와 같이, 2000년 이후 은행 CEO의 risk-taking 인센티브가 비은행 CEO보다 현격한 차이를 보이는 것은 1999 GLB법 (Gramm-Leach-Bliley Act)의 규제완화에 기인. GLB법에서는 은행의 주택모기지 유동화 및 기타 비전통적 은행영업활동 허용

○ 1994-2006년 사이에 미국은행의 **business policy decision**과 **vega & delta** 가 어떤 영향을 주고받았는지 살펴본 결과 다음과 같음.

- 은행 비즈니스 정책은 CEO의 보상계약에 포함된 인센티브에 의해 영향을 받음.
- high-vega 은행은 비전통적인 은행 영업활동으로부터 발생하는 이익의 비중이 더 높았음. 또한 그들의 자산에서 개인모기지(즉, 서브프라임) 유동화 증권의 투자비중은 더 높았으며, 부내자산(on-balance sheet asset)에서 부동산대출자산의 비중은 더 낮았음.
- 이와 같이 상대적으로 위험한 비즈니스 정책은 high-vega은행으로 하여금 과도한 체계적 리스크에 노출시켰으며, 금융위기 동안에 재무적 어려움을 더욱 악화시킴.
- GLB법으로 인한 상업은행의 투자기회의 확장은 비즈니스정책이 vega에 더 민감하게 반응
- 은행 이사회는 CEO 보상에서 risk-taking 인센티브를 설계할 때 기존의 은행비즈니스 정책에 의해 영향을 받으며 이러한 결과들은 규제완화 이후 더욱 뚜렷해짐.
- 즉, 리스크가 낮은 은행의 보상위원회는 risk-taking을 촉진하거나 CEO가 새로운 성장기회들(private MBS, 비전통적인 수수료수입 영업)을 이용하도록 인센티브를 증가시키기 시작. 반면, 리스크가 높은 은행의 보상위원회는 risk-taking을 제한하기 시작

[그림 2] 연도별 CEO Compensation, Vega, Delta

Figure 1 CEO Total Annual Compensation

This figure reports the dollar value (in thousands of 2006 dollars) of total annual compensation (including salary, bonus, stock option grants, restricted stock grants, long-term incentive payouts, and other compensation) for CEOs in banks (881 observations) versus industrial firms (19,447 observations) from 1994 to 2006.

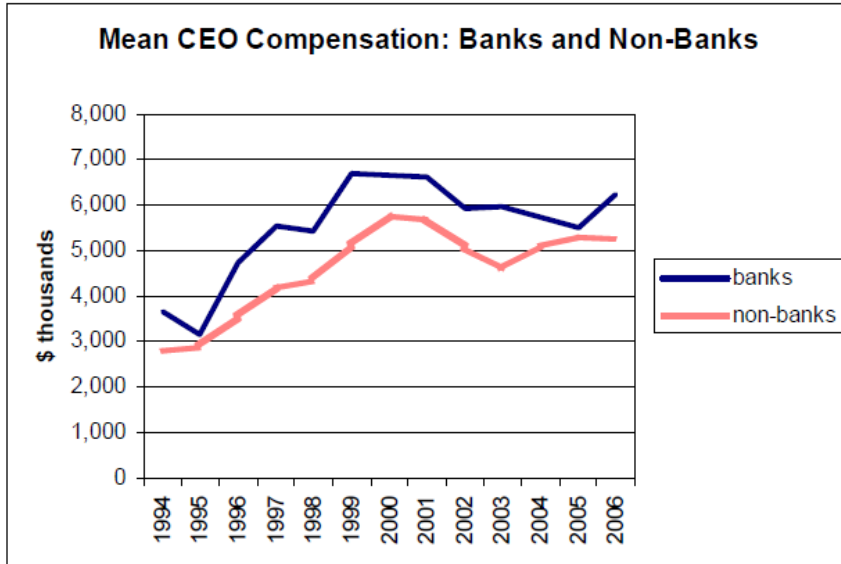


Figure 2 CEO Vega

This figure reports the dollar value (in thousands of 2006 dollars) of vega (the dollar change in the CEO's wealth for a 0.01 change in standard deviation of returns) for CEOs in banks (881 observations) versus industrial firms (19,447 observations) from 1994 to 2006.

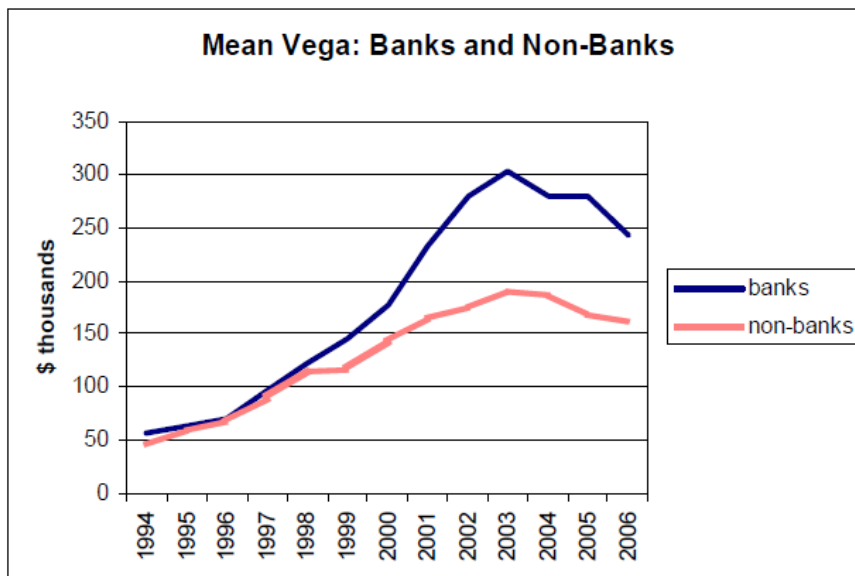
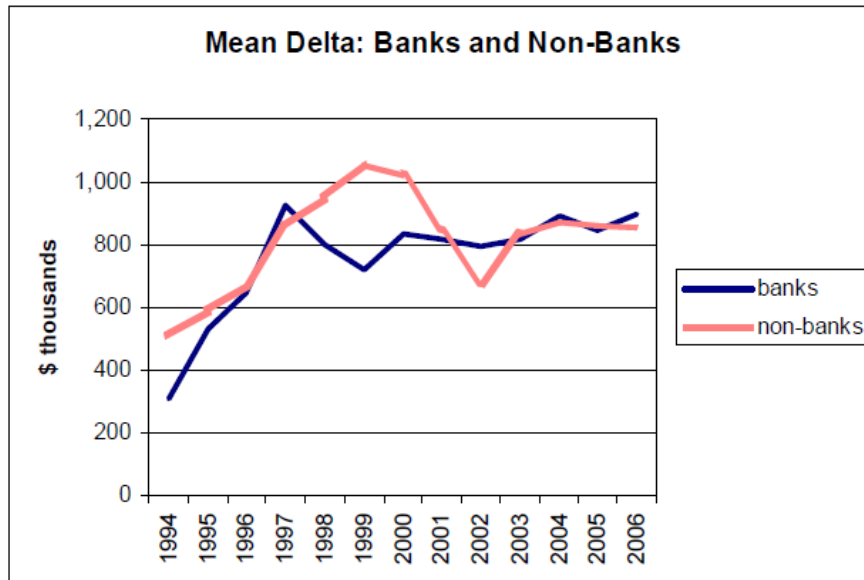


Figure 3 CEO Delta

This figure reports the dollar value (in thousands of 2006 dollars) of delta (the dollar change in the CEO's wealth for a 1% change in stock price) for CEOs in banks (881 observations) versus industrial firms (19,447 observations) from 1994 to 2006.



○ DeYoung, Peng, and Yan(2010)의 시사점은 다음과 같음.

- 첫째, 은행의 임원은 private MBS의 투자와 관련한 위험을 어느 정도 인지하고 있었으며, 보상계약에 포함된 인센티브에 경제적으로 의미있는 방식으로 반응
- 둘째, 임원보상계약에서 risk-taking 인센티브를 제한하기 위한 정부의 간섭은 은행 이사회에 의해 제시된 보상에 기초한 리스크 완화 행동을 강화시킬 수도 방해할 수도 있음.
 - ※ 다만, 정부의 규제는 회사마다의 최적 인센티브가 다름에도 불구하고 이러한 차이를 인정하지 않는 일괄적인 규제 방식
 - ※ 또한 인센티브 계약에 대한 정부의 규제는 공공재(금융 시장의 안정성, 공정성)의 제공에 목표를 맞추어 따라 주주관점에서 대리인문제 완화와는 다르게 작용할 수도 있음.
- 셋째, CEO에 대한 절대적으로 높은 보상수준과 GLB법의 정책오류 등

을 논외로 하면, 은행보상위원회는 규제완화에 효율적으로, 효과적으로 반응했음.

※ 은행 이사회는 규제완화에 의한 새로운 성장기회의 이점을 취하기 위해 보상 인센티브를 high-vega로 변경하였으며 CEO들은 수수료 이익을 증가시킴으로서 성장기회들을 이용

※ 또한 은행이사회는 high-vega 보상에 내재된 risk-taking 인센티브를 완화하려는 시도로 high-delta 보상을 포함시킴.

○ Cheng, Hong and Scheinkman (2009)는 1992년부터 2008년까지의 기간 동안 금융회사들의 보상과 위험추구 간의 연관성을 실증 분석하였음.

— 보상 관습이 회사별로 이질성이 존재하며, 그것이 위험추구의 차이와 상관관계를 가지는가를 조사함.

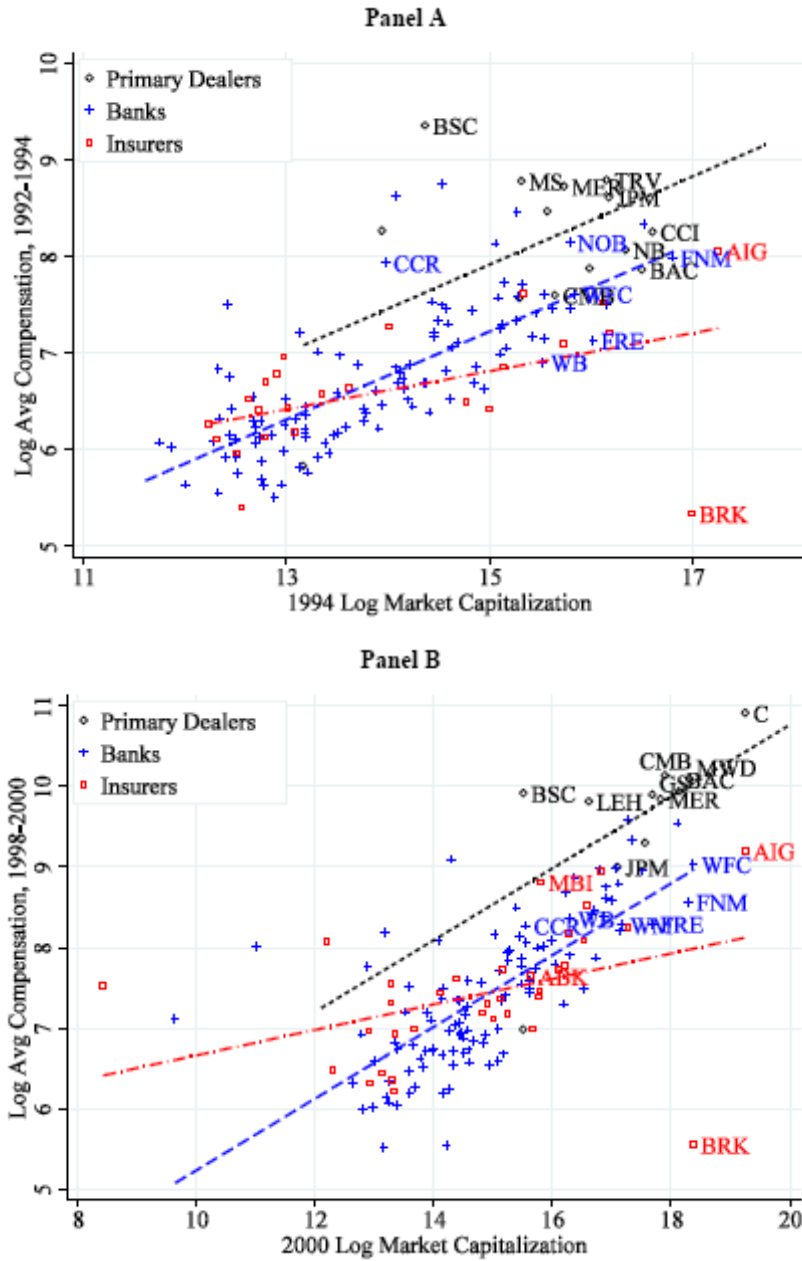
— 보상과 위험추구 간의 상관관계가 경영진과 주주 간의 이해 상충에 기인하는가를 조사함.

○ 기업규모와 임원보상은 상당한 유의성을 보임.

— CEO 변경과 주가 실적이 기업의 규모로 설명하지 못하는 보상의 잔차에 해당되는 잔여보상에 미치는 영향은 크지 않음.

— [그림 3]은 기업규모와 임원보상 간의 상관관계를 보여줌.

[그림 3] Log Average Executive Compensation and Market Capitalization



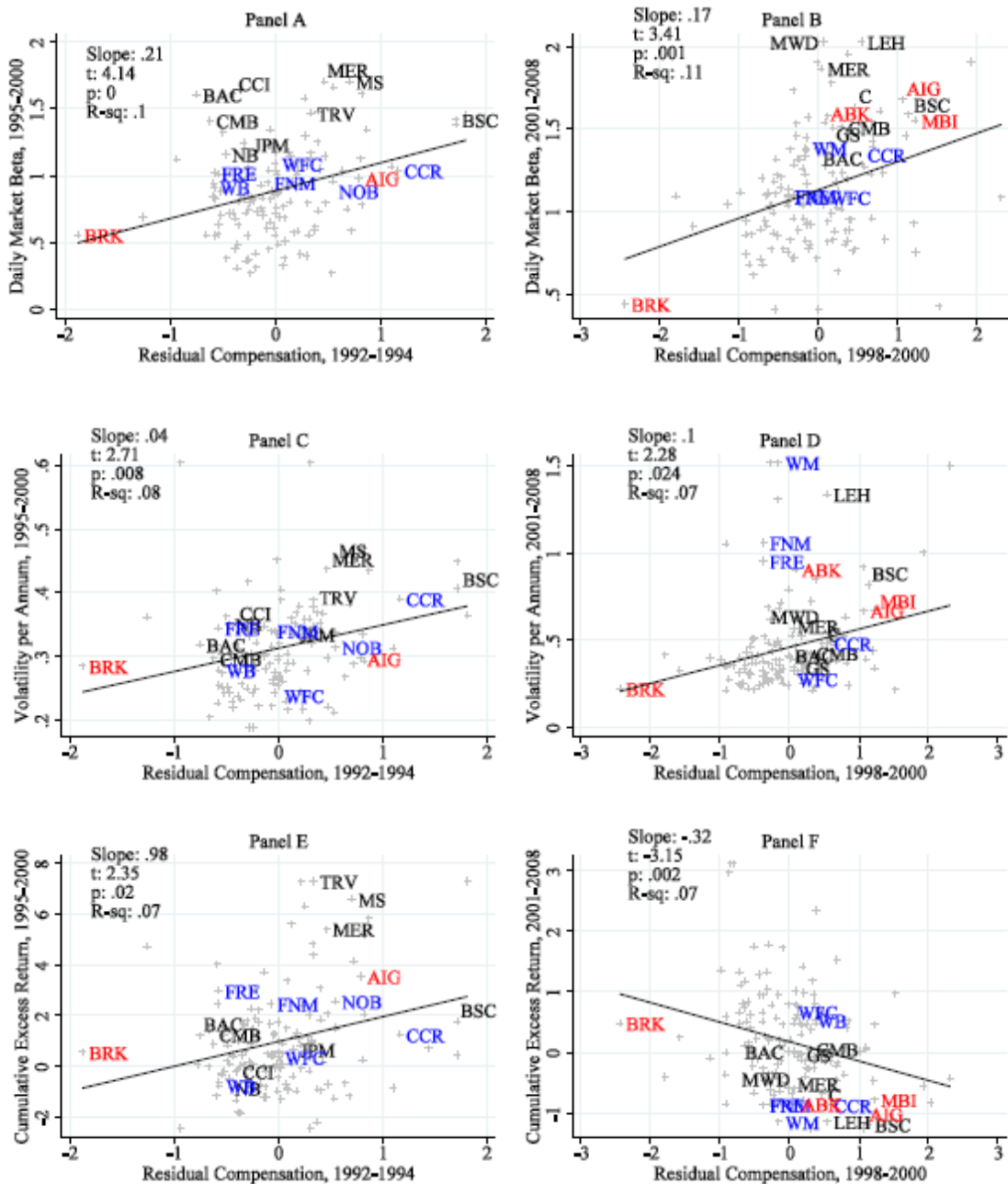
○ 잔여보상은 위험 추구 측정치와 연관성을 지님.

— 임원 보상이 큰 기업은 베타가 크고, 주가수익 변동성이 크며, 경기가 좋은 경제위기 전에는 좋은 실적을 보였으며 경제위기 기간에는 극도

로 좋지 못한 실적을 보였음.

— [그림 4]는 베타, 변동성, 누적초과수익과 잔여보상과의 상관관계를 보여줌.

[그림 4] Residual Executive Compensation and Risk-Taking



○ 잔여 보상은 non-GSE(Government Sponsored Entities) MBS holdings

의 소유와 장부 레버리지와 양의 상관관계를 보임.

— 보상과 non-GSE holdings에 의해 측정된 위험추구는 경제위기 기간에 보다 강한 상관관계를 보임.

○ 임원들이 내부자 소유에 의해 인센티브가 높더라도 위험추구 측정치는 잔여 보수와 상관관계를 보임.

— 내부자 지분 소유는 위험추구와 음의 상관관계를 보임.

○ 보상과 위험추구는 지배구조 변수와 상관관계를 보이지 않고 단기수익을 추구하면서 기업경영정책에 영향을 주는 권력을 지닌 기관투자자의 지분율과 유의한 관계를 지님.

○ 금융시장의 세금과 규제는 체계적 위험을 증가시키는 활동들을 억제시키는 데에 초점을 맞춰야 하나, 이러한 규제의 형태는 다음의 이유로 충분하지는 않음.

— 개별 기업의 행위의 체계적 영향을 명확하게 측정하는 것이 어려움.

— 규제를 받는 기업은 규제의 영향을 최소화할 수 있는 혁신적 대응책을 마련할 것임.

○ 임원 보상의 기간을 연장하는 오바마 정부의 보상 개혁은 분명 이성적이나 과연 효과적인 개혁인가?

— 기업이 단기수익에 치중하고 위험을 추구하는 것이 지배구조의 잘못에 기인하는 것이라면 효과적이겠지만 주주의 선호에 의한 것이라면 효과적이지 않을 것임.

○ 주주와 기관투자자들이 단기이익에 치중하는 것이 문제라면 장기보유

자에게 0%의 자본이득에 대한 세금을 부과하고 단기보유자에게 정상적인 세금을 부과하는 극단적인 방법도 고려해야 할 것임.

— 미국의 세금 부과 방식은 오래도록 단기투자자와 장기투자를 구분하지 않고 있음.

2. Inside Debt와 보상체계

○ 2007-2008년의 금융위기 이후 많은 전문가와 규제당국은 최고 경영자에 대한 이연보상(deferred compensation)에 대해 많은 지지를 보냄.

— 금융산업에서 주식옵션과 주식 인센티브는 최고 경영자에 의한 과도한 risk-taking의 한 원인으로 작용했다는 인식이 널리 퍼짐.

○ 확정급여형연금제도(defined benefit pension plan)나 퇴직전까지 급여와 보너스의 수령을 연기하는 등의 이연보상의 형태를 내부부채(inside debt)로 정의

— 내부부채란 기업이 기업의 내부자에게 미래에 지불해야 하는 고정된 의무

— 내부부채 의무(inside debt obligation)의 특징은 신용(unsecured)이면서 자금을 수반하지 않는 미래의 지불약속(unfunded)

— 따라서 경영자들은 외부채권자들이 직면하게 되는 부도위험(default risk)과 동일한 위험에 노출

○ Jensen and Meckling(1976)에 따르면 내부부채(inside debt)는 레버리지 높은 기업에 있어서 '부채의 대리인 비용'(agency cost of debt)을 줄일 수 있는 방법으로 제시

— 부채의 대리인 비용 문제를 해결할 수 있는 최적 인센티브 구조는 기업 최고 경영자의 내부부채 대비 주식보유 비율을 기업 전체의 외부자

본구조와 동일한 비율로 유지하는 것

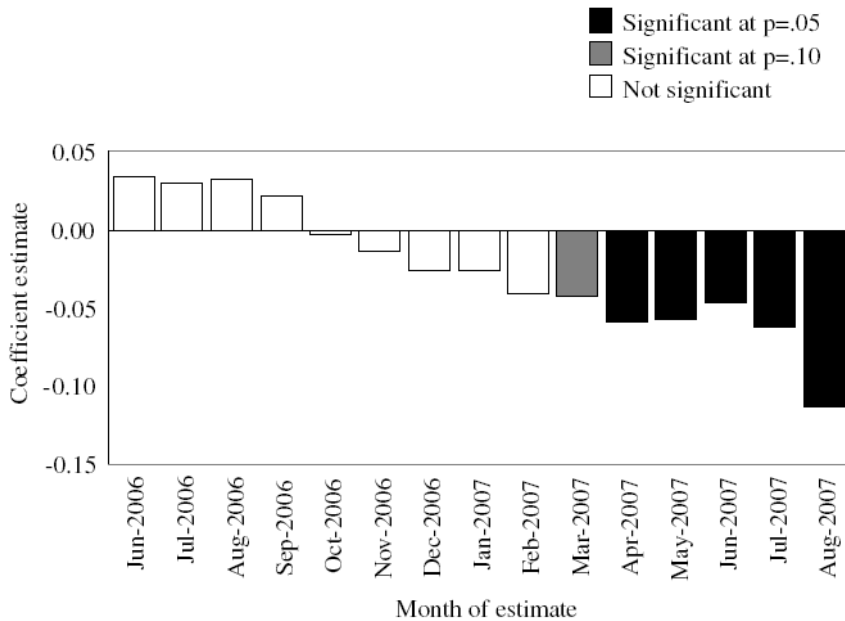
○ Wei and Yermack(2010)은 CEO가 양의 내부부채(inside debt)를 가진 244개 미국 기업을 분석

- SEC의 새로운 공시 규제(CEO보상에 대한 공시 범위 확대)에 따라 2007년초에 제출된 2006년도 주주위임장권유신고서(proxy statement)에 포함된 CEO의 보상자료에 근거

○ 2007년 3월 SEC의 새로운 공시 규제에 대한 event study ([그림 5])

- 244개 표본기업에 의해 발행된 회사채수익률스프레드에 대한 CEO의 부채-주식 비율의 영향을 월별 회귀분석(OLS)으로 추정
- 종속변수는 회사채와 T-bond사이의 수익률 스프레드, 설명변수는 CEO의 상대적 부채-주식비율
 - ※ CEO의 상대적 부채-주식비율 : $(\text{CEO의 내부부채/주식}) / (\text{기업의 외부 부채/주식})$
- 이벤트일 이후 CEO의 내부부채-주식 비율이 해당기업의 회사채수익률스프레드에 유의한 양의 관계를 보임
- 즉 CEO의 내부부채-주식 비율이 높을수록 해당 기업의 신용위험이 줄어드는 효과

[그림 5] 회사채 수익률스프레드에 대한 CEO의 부채-주식 비율의 영향



- CEO의 내부부채가 많을수록(내부부채-주식 비율 대비 기업의 외부부채-주식비율의 상대적인 비율이 클수록) 주주보다는 채권자에게 유리한 시장의 반응을 발견

- 주식가격은 하락하고 부채가치는 상승하였으며 주식과 부채의 변동성은 줄어드는 효과를 보임.

- 미국 대기업의 최고 경영자들은 연금과 이연보상 (deferred compensation)과 같은 내부부채(inside debt)를 보상의 형태 중의 하나로 상당한 비중을 차지하고 있음.

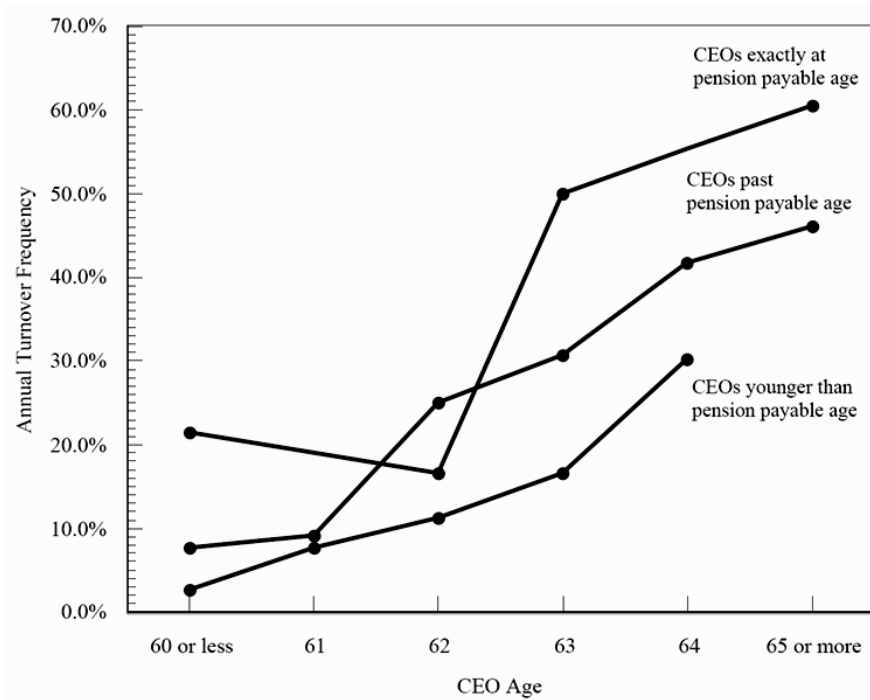
- 부채에 기초한 보상은 경영자에게 부채의 대리인 비용(the agency cost of debt)을 줄이려는 인센티브를 제공

- 예를 들어, 많은 연금을 보유한 경영자들은 총체적인 기업의 위험을 줄이려는 전략을 추구하는 경향을 기대할 수 있음.

- Sundaram and Yermack(2007)은 237개의 미국 대기업 표본을 이용하여 경영자의 보상형태로 CEO 연금을 살펴본 결과는 다음과 같음.
 - CEO들은 보상의 인센티브 형태로서 내부부채(inside debt)와 내부주식(inside equity) 포트폴리오를 보유
 - CEO의 포트폴리오에서 CEO의 나이가 많을수록 더 많은 내부부채를 보유하는 경향
 - CEO의 개인적인 부채-주식 비율(debt-to-equity ratio)이 기업의 외부 부채-주식 비율을 초과할 때, CEO는 부도확률을 줄이기 위해 좀 더 보수적으로 기업을 경영

- 연금형태의 내부부채는 CEO 교체(turnover) 및 다른 보상형태의 패턴에 상당한 영향을 미침.
 - 어떤 주어진 나이에서 CEO의 연금이 수여되고 난 후 즉시 수령이 가능하면, CEO가 자발적으로 은퇴할 확률이 더 높았음. ([그림 6])
 - 최소 은퇴 연령을 넘어서 계속해서 일하는 CEO에 대해서는 연금보상이 중단되었기 때문에 이를 보상하기 위해 현금보상이 상당히 높았음.

[그림 6] 연금수령 가능 시기에 따른 CEO 연령과 CEO 교체율



○ Tung and Wang (2010)은 금융위기 이전 은행 CEO 보상과 금융위기 동안의 은행성과간의 관계를 분석 (2006년 61개의 미국은행 CEO 관찰 자료 이용)

— 기존 연구들이 주식에 기초한 보상에 관해서 초점을 맞춘 반면 본 논문은 은행성과에 대한 CEO가 보유한 내부부채(inside debt)의 효과를 분석

○ 금융위기 이전 CEO의 내부부채 보유는 금융위기동안 은행의 성과와는 유의한 양의 관계를 보였고 은행의 risk-taking과는 유의한 음의 관계를 보임.

— CEO의 내부부채-주식 비율과 CEO의 상대적 부채-주식 비율을 CEO의 내부부채 보유의 대용변수로 사용

※ CEO의 상대적 부채-주식비율 : CEO의 내부부채-주식 비율/기업의 부채-주식 비율

- 은행 성과는 자산에 대한 주식수익과 자산에 대한 회계적 수익을 사용
- 본 연구의 횡단면 구조의 모형으로부터 강한 인과적 추론을 허용하지는 않음.
 - CEO 내부부채 보유와 은행성과 그리고 risk-taking과의 관련성에 대한 다른 설명을 배제할 수 없음.
 - CEO의 위험회피 성향이 이러한 결과를 이끌어 낼 수도 있음.
 - 위험회피적 은행CEO는 좀 덜 위험한 비즈니스 전략을 선호할 수 있음.
 - 또한 주식보상보다는 연금과 이연보상의 형태로 더 많은 보상을 요구할 수도 있음.
- 그러나 본 논문의 연구결과는 기존의 경험적 증거와 이론적 예측과 일치하는 결과를 보임.
 - 내부부채 보유는 경영자와 부채보유자의 관심사를 일치시켜 경영자의 risk-taking을 줄이는 경향
- 기업 경영자의 과도한 위험추구는 2007-2008의 금융위기에서 비롯된 것은 아님.
 - 은행 경영진은 금융위기이전에 이미 높은 위험을 추구하려는 특별한 유인을 가졌음에도 불구하고, 주식연계 성과보상의 인센티브 효과는 얼마 동안 당연시 되어 왔음.
 - 경영자에 대한 주식 성과보상은 경영자의 위험선호와 주주의 위험선호를 일치(aligning) 시킴에 따라 더 큰 risk-taking을 초래하는 경향이 있음.
 - 은행부채에 대한 정부보증(예금보험) 또한 은행 경영자의 위험추구를

강화하는 유인으로 작용

○ **Tung(2010)**은 은행 후순위채권의 일부를 은행경영자의 성과보상으로 지급하자는 새로운 대안을 제시

- 후순위채권의 시장가격은 은행의 하방리스크(downside risk)에 민감하게 반응
- 따라서 성과보상에서 후순위채권의 지급은 경영자에게 과도한 리스크를 피하려는 직접적인 유인을 제공
- 더구나 최근의 이론 및 경험적 연구들은 CEO의 해당 은행의 부채(debt)보유가 증가할수록 은행의 risk-taking은 하락하는 경향이 있음을 논증

○ **Tung(2010)**이 제시한 방법은 최근 은행경영자의 성과급 개혁방안 (**Bechuk and Spamann, Bhagat and Romano**)에 비해 보다 우수한 장점을 가짐.

- 미국의 대형은행들은 은행지주회사가 100%의 지분을 소유한 자회사 형태의 구조
- **Bechuk-Spamann**은 은행지주회사의 조달자본(우선주, 채권, 보통주) 비율만큼 각각을 은행경영자에게 지급하자고 하였으며, **Bhagat and Romano**는 은행경영자에 대해 주식과 주식옵션의 성과급 지급을 퇴직 후 2~4년 후에 행사할 수 있도록 하자고 제안
- 위의 두 방안에서 은행경영자에게 지급하는 성과보상은 은행지주회사가 발행한 증권
- 그러나 은행지주회사는 은행뿐만 아니라 여타 금융자회사를 소유하고 있기 때문에 은행지주회사의 증권은 모든 자회사의 경영상황을 반영하고 있으며, 은행의 risk-taking 관점에서도 간접적인 유인으로 작용
- **Tung(2010)**이 제시한 방법은 은행이 직접 발행한 부채증권을 경영자에게 성과보상으로 지급함으로써 이러한 문제들을 극복할 수 있음.

- 은행이 발행한 부채증권(후순위채권)은 은행지주회사가 발행한 주식 혹은 기타 증권보다 은행의 하방 리스크에 보다 직접적으로 민감하게 반응

IV. 금융회사 보상체계개선에 대한 글로벌 국가들의 접근방향

1. FSB의 Principle for Sound Compensation Practice (2009년 4월)

가. 효과적인 보상 지배구조 (effective governance of compensation)

- 주요 금융회사들의 이사회는 보상 관행에 대한 관리를 잘 수행해야 하며 균형있는 리스크 관리를 위해 보상 관행이 기타 관행과 잘 조화되어 작동될 수 있게 해야 함. 동 원칙은 전체 조직 문화에 서서히 자리잡아야 할 필요가 있음.
 - 이사회는 보상시스템 수립 및 운영을 적극적으로 감시해야 하며, 독립적인 보상위원회를 구성해야 함.
 - ※ 보상시스템이 주로 CEO와 경영진에 의해 통제되어서는 안됨.
 - ※ 관련 이사회 구성원들과 종업원들은 위험 관리와 보상에 있어서 독립성과 전문지식을 가지고 있어야 함.
 - 이사회는 보상시스템이 제대로 작동하는지 확인하기 위해 보상시스템을 모니터링하고 리뷰해야 함.
 - ※ 보상시스템에는 통제 기능(controls)이 포함되어 있어야 함.
 - ※ 정책 수립 및 절차와의 부합 여부를 살펴보기 위해 시스템의 실질적인 작동을 정기적으로 리뷰해야 함.

- ※ 보상시스템의 의도와 일치하는가를 살펴보기 위해 보상 결과, 위험 측정, 위험 결과에 대한 정기적인 리뷰 필요
- 재무 및 리스크 관리 부서 직원은 독립적이어야 하며, 적절한 권한을 보유해야 함. 그리고 타 영업 부서에 대해 독립적일 수 있도록 보상받아야 하며, 회사 내에서의 핵심 역할에 상응하는 보상을 받아야 함.
 - ※ 인센티브 보상에 재무 및 리스크 관리가 미치는 영향의 순수성(integrity)을 보전하기 위해서 해당 부서 직원들의 효과적인 독립성과 적절한 권한이 필요함.

나. 보상과 risk taking 간의 효과적인 연결(alignment)

- 종업원에 대한 보상은 그들이 회사를 대신해서 감수하는 위험을 고려해야 하며, 미래의 위험과 이미 실현된 과거 위험의 결과를 고려해야 함.
 - 보상은 모든 종류의 위험을 고려하여 조정되어야 함.
 - ※ 종업원들이 동일한 수익을 창출하더라도 회사를 대신해 떠안는 위험의 크기가 상이하다면 동일하게 대우받지 않아야 함.
 - ※ 보통 정량적 측정치(quantitative measures)와 정성적(human judgement)인 부분을 고려함.
 - ※ 위험 조정치는 유동성 위험, reputation 위험, 자본 비용 등과 같이 측정하기 어려운 위험들을 포함하는 모든 종류의 위험을 고려해야 함.
 - 보상 결과는 위험 결과와 대칭적이어야 함.
 - ※ 보상시스템은 회사 전체의 보너스 지급액 크기를 회사 전체 성과에 연동시켜야 함.
 - ※ 종업원들의 인센티브 지급액은 그러한 성과에 대한 개인의 기여에 연결되어야 함.
 - ※ 회사, 부서의 성과가 나쁠 경우에는 보너스를 지급하지 않아야 함.
 - 보상 지급 기간은 리스크가 존재하는 기간에 따라 달라져야 함.

- ※ 금융 회사의 이익과 손실은 상이한 기간에 걸쳐 실현되므로 그에 따라 다른 보상 지급이 이루어져야 함.
- 현금, 주식 등이 보상 형태가 혼합된 보상체계는 위험과 연결되어야 함.
 - ※ 그러한 혼합된 형태의 보상은 종업원의 위치와 역할에 따라 다양한데, 회사는 그러한 형태에 대한 합리적인 설명을 할 수 있어야 함.

다. 이해관계자의 효과적인 감독과 참여 (engagement)

- 금융회사는 규제기관 및 기타 이해관계자가 건전한 보상정책을 인정하고 있음을 설명해야 하며, 리스크 관리 및 지배구조 측면과 마찬가지로 결함이 발견될 시에는 감독기관의 엄격한 조치가 취해져야 함.
 - 감독기관은 보상 관행에 대한 엄격한 검토를 지속적으로 검토하여야 하며, 문제점이 발견될 시에는 이에 대한 조치를 즉각 실시해야 함.
 - ※ 감독 당국은 금융회사의 위험 평가 시 보상 관행을 포함시켜야 하며, 금융회사는 자신의 관행이 Principles에 부합함을 입증하기 위해 당국과 긴밀히 협조해야 함.
 - 금융회사는 모든 이해관계자의 건설적인 참여를 촉진하기 위해 보상 관행에 대한 정보를 명확하고 포괄적이면서 적시성 있게 공시하여야 함.
 - ※ 위험 관리와 기타 통제 시스템과 관련된 적절한 공시를 통해 이해관계자들은 다양한 정보에 근거한 의사결정을 내릴 수 있음.
 - ※ 감독당국은 금융회사의 관행이 Principles을 잘 따르고 있는지 평가할 수 있게 모든 정보에 접근 가능해야 함.

2. EBS의 High Level Principle for Remuneration Policies(2009년 4월)

가. 일반원칙

- 원칙1 : 금융회사는 회사의 영업전략, 리스크허용치, 목표, 가치 및 장기이익과 관계되는 보상정책을 채택해야 하며, 과도한 리스크를 추구해서는 안 됨. 보상정책은 회사 전체에 적용되고 경영진, 영업라인 및 통제부서에 대한 보상은 각각의 역할을 고려하여 설정되어야 함. 또한 통제부서는 유능한 인재를 끌어들이기 위한 적절한 보상을 받아야 함.
 - 개인과 기업의 목표가 장기적인 관점에서 일치하도록 하는 것이 목적이며, 전체 사업전략, 준수 문화, 윤리, 대고객 행위, 이해 상충 완화 등의 기업 가치를 담고 있어야 함.
 - 또한 동 원칙은 보상원칙이 과도한 리스크 테이킹을 못하도록 해야 함을 뜻함.
 - 회사는 개인이 회사의 위험허용치를 넘어서는 리스크 테이킹에 대해 보상을 해서는 안 되며 항상 장기적으로 고려해야 함.
 - 통제부서(위험통제, 컴플라이언스, 내부 감사)는 고유의 목적에 따른 적절한 보상을 받아야 하며, 보상이 통제 대상 사업부서의 성과에 연동되어서는 안됨.
 - 인수합병 등으로 인한 퇴직금은 성과와 연동되어야 하며, 나쁜 성과에도 불구하고 보상이 이루어지는 설계가 되어서는 안됨.

- 원칙2 : 보상정책은 내부적으로 투명해야 하며 대외적으로 적정하게 공시가 이루어져야 함.
 - 보상 정책은 모든 종업원들에게 접근 가능해야 하며, 종업원들은 자신들의 보상 결정에 이용되는 기준을 알고 있어야 함. 평가 프로세스는 적절히 문서화되고 관련 종업원들에게 투명해야 함.
 - 보상 정책 관련 정보는 외부 이해관계자들에게 명확하고 쉽게 이해될

수 있는 방식으로 공시되어야 함.

- 감독 당국의 요청이 있을 경우, 금융회사는 보상정책을 명확하게 설명할 수 있어야 하며, 이는 정기적인 검토를 받아야 하는 보상정책보고서의 형태를 가져야 함.

나. 지배구조

- 원칙3 : 감독이사회는 경영이사회에 보상을 결정해야 함. 감독이사회는 금융회사의 전반적인 보상정책을 승인해야 하며 보상정책 적용에 대한 꾸준한 감시를 해야 함. 보상정책 활용은 중앙 집중적이고 독립적인 검토를 받아야 함.

- 금융회사의 pay와 보너스에 대한 감독과 의사결정
- 보상정책에 대한 최종적인 감독은 감독이사회가 수행. 감독이사회에 보고하게 되는 독립적인 보상위원회 또는 관련 위원회를 설치함으로써 실현 가능
- 중앙집중화된 의사결정은 개인 보상 패키지와 회사의 전체성과를 더욱 잘 연결시킬 수 있음.
- 모든 보상정책은 정기적(최소 1년 1회)이고 독립적인 내부 리뷰가 필요하며, 과도한 위험 추구 및 부적절한 행위를 야기하는 인센티브를 막는데 특히 주의를 기울여야 함.
- 또한 통제부서(리스크관리부서, 컴플라이언스, 내부 감사부서), 인적자원, 주주에 관한 사항도 적절히 고려하여야 함.
- 경영이사회가 통제부서의 보수를 결정하게 되면, 잠재적 이해상충 발생 가능성 생기게 됨.

다. 보상을 위한 성과 측정

○ 원칙4 : 성과 연동 보상은 개인 및 집단의 성과가 조화되어야 함. 개인 성과의 경우 비재무적 요소도 고려되어야 함. 보너스 부여를 위한 성과 측정 시에는 위험과 자본비용을 고려해야 함.

— 동 원칙은 급료와 보너스 지급의 근거로서 성과 측정을 목표로 함. 모든 종업원에게 적용되지는 않을 수 있음. 종업원들의 성과 측정은 좋은 보상정책의 핵심임. 급료 지급을 정의하는 것은 측정가능한 성과 기준에 근거한 단순한 기계적인 과정이 되어서는 안되며, 판단 수행 능력을 포함해야 함.

— 성과측정은 개인과 집단의 성과(사업부서, 회사와 그룹의 성과)를 연동시키는 변수를 포함해야 하지만 보상 정책이 본질적으로 특정 분야의 목표를 반영하기 위해 사업 부서에 따라 달라질 수 있다는 것을 뜻하는 것은 아님.

— 개인의 성과 측정을 위해 재무적 기준 뿐만 아니라 스킬, 자기 계발, 회사 시스템 준수 및 통제, 사업 전략과 핵심 정책에 대한 헌신, 팀 성과에 대한 공헌 등의 비재무적 요소도 고려해야 함.

— 보너스는 위험(유동성 위험 포함)과 자본비용을 고려하여 조정된 성과 측정을 이용하여 계산되어야 하며, 이는 회사의 경제적 자본 모형의 기초가 되어야 함. 이러한 조정의 목적은 지속가능 성장과 수익성 전망 등과 같은 회사의 장기적인 이익이 충분히 고려되고 있다는 것을 확인하는 것이 목적임.

— 사외이사 보상은 금융회사의 단기성과에 연동되어서는 안 되며, 시간 투입 및 개개인의 책무와 같은 요소들이 고려되어야 함.

라. 보상 형태

○ 원칙5 : 기본급과 성과급은 적절한 비율로 구성해야 함. 성과급이 상당 부분을 차지할 경우에는 탄력적이고 이연되는 요소가 포함되어야 함; 성과 측정 시 위험이 드러나는 기간도 고려해야 함.

- 기본급과 성과급은 합리적인 비율로 구성되어야 함. 종업원은 성과급에 지나치게 의존해서는 안 됨.
- 성과급의 비중이 클 경우 이연되는 요소(주식, 옵션 등)가 반드시 포함되어야 하며, 이연 보상 지급액은 적절한 기간 내의 미래성과의 측정치와 연동되어야 함.
- 선급(up-front) 성격의 성과 연동 보상액이 지급되었더라도 부정한 활동으로 인한 것임이 밝혀진다면 이를 환수(claw back)할 수 있는 구조가 되어야 함.

3. EU Commission의 Recommendation on Remuneration Policies in the Financial Service Sector (2009년 4월)

가. 보상정책

○ 일반원칙

- 보상정책은 건전하고 효과적인 위험관리를 촉진하고, 이와 부합해야 함. 과도한 리스크테이킹을 유발하지 않아야 함.
- 보상정책은 사업전략, 목표, 가치, 장기적인 이익과 부합해야 함.

○ 보상정책의 구조

- 보상이 고정급과 성과급으로 이루어질 경우, 이들 간의 적절한 균형을 유지한 구조, 부서의 구성원, 시장 환경, 영업 특수성 등을 고려한 균형이 이루어져야 함, 성과급의 최대한도가 정해져 있어야 함.
- 총 보상액 중 고정급의 비중은 충분히 높아야 하며, 특히 성과 기준에 못 미치거나 사업 영위에 심각한 손상을 입힌 경우 보너스를 환수할 수 있게 만들어야 함.

- 상당한 금액의 보너스가 부여되었을 경우, 대부분의 보너스는 이연지급 되어야 하며, 이연 지급되는 금액은 총 보상 지급액과 비교하여 총 보너스 금액에 관련되어 결정되어야 함.
- 보너스 중 이연되는 부분은 보너스와 관계된 성과와 연계된 위험을 고려하여야 하며, 주식, 옵션, 현금 등으로 구성되어야 함.
- 잘못된 데이터에 의해 지급된 성과급에 대해 이사회는 반환을 요구할 수 있어야 함.
- 보상정책의 구조는 금융 사업 환경의 변화에 발맞추기 위해 꾸준히 업데이트되어야 함.

○ 성과 측정

- 보상이 성과와 연동될 경우, 총 지급액은 개인, 사업부, 전체 회사의 성과의 조화로운 평가에 근거해야 함.
- 성과의 측정은 성과 평가가 장기에 근거하여 이루어지며, 사업주기에 걸쳐 보너스가 지급되도록 하기 위해 다기간 구조로 이루어져야 함.
- 성과 측정은 성과와 관계된 현재와 미래의 위험을 고려하여 이루어져야 하며, 자본비용과 유동성 등이 고려되어야 함.
- 개인의 성과를 결정할 경우, 비재무적 기준(내규 준수, 고객 및 투자자 관계 관련 기준 준수 등)이 고려되어야 함.

○ 지배구조

- 보상정책은 이해 상충을 피할 수 있는 측정치를 포함해야함. 금융회사 내에서 보상을 결정하는 과정은 명료하고, 문서화되며, 내부적으로 투명해야 함.
- 이사회는 이사들의 보상을 결정해야하며, 금융회사의 보상정책에 관한 일반적인 원칙을 수립해야 하며, 그것의 적용을 책임져야 함.
- 통제부서, 인사부서, 외부전문가가 보상정책 설계에 참여해야 함.
- 보상정책을 책임지는 이사회 구성원들과 보상위원회 위원들, 보상정책

을 설계하고 적용하는 직원들은 위험 및 위험관리에 관한 전문성과 독립적 판단을 위한 독립성을 가지고 있어야 함.

- 보상정책의 적용은 정책과 절차를 준수하고 있는지에 대해 최소한 연단위로 통제부서에 의한 중앙집중적이고 독립적인 내부 검토를 받아야 하며, 통제부서는 이사회에 검토 결과를 보고해야 함.
- 통제 과정에 종사하는 직원들은 사업부서로부터 독립적이어야 하며 적절한 권한을 가져야 하며, 통제하는 사업 분야의 성과와 상관없이 목표달성에 상응하는 보상을 받아야 함.
- 보상정책의 일반원칙은 그것을 적용하는 직원들이 접근 가능해야 함. 보상을 결정하는데 사용되는 기준과 평가 절차를 사전적으로 알아야 함. 평가절차 및 보상정책은 관련 직원들에게 적절히 문서화 되어야 하며 투명해야 함.

나. 공시

- 금융회사의 보상 정책에 관한 정보와 정책 변화에 대한 업데이트된 사항은 명료하고 이해하기 쉬운 방식으로 이해관계자에게 공시되어야 하며, 그러한 공시는 독립적인 보상정책 보고서의 형태를 가져야 함.
- 구체적으로 다음의 정보가 공시되어야 함.
 - 보상 정책을 결정하는데 이용된 의사결정 프로세스에 관한 정보, 보상 위원회의 구성과 권한, 보상정책 결정에 이용된 서비스를 제공한 외부 컨설턴트, 관련 이해관계자의 역할
 - 보수와 성과 간 연계에 관한 정보
 - 성과 측정, 위험 조정에 이용된 기준에 관한 정보
 - 주식, 옵션 혹은 변동 요소의 부여의 근거가 되는 성과 기준에 관한 정보

— 연간 보너스 scheme과 기타 비현금 benefits의 주요 지표와 합리적 근거

- 정보 공시의 수준을 결정할 때, 금융 회사의 특수한 활동의 범위와 회사의 성격, 규모 등을 고려해야 함.

다. Supervision

- 관할 당국은 원칙이 준수되고 있는지 감시할 때 금융회사의 규모, 속성, 활동의 복잡성을 고려해야 함.
- 금융회사는 관할 당국에 보상정책에 관해 알려야 하며, 원칙을 준수하고 있음을 보상정책 보고서의 형태로 지속적으로 전달해야 함.
- 관할당국은 원칙들이 준수되고 있는지 평가하는데 필요한 모든 정보를 요구하고 접근할 수 있어야 함.

4. FSA의 Financial Services Compensation Scheme (2009년 8월)

- 원칙1 : 보상위원회의 역할
 - 보상위원회는 독립적으로 판단해야 하며, 독립적으로 판단할 수 있도록 구성되어야 함.
 - 보상위원회는 위원회가 내리는 의사 결정이 회사의 재무 상태 및 미래 전망에 관한 합리적 평가에 따라 이루어진다는 것을 설명할 수 있

어야 함.

- 보상위원회는 리스크 및 리스크 관리에 미치는 영향 등의 내용을 담고 있는 보상정책에 대한 적합성을 독립적으로 판단하는 능력과 경험을 보유해야 함.
- 또한 보상위원회는 보상정책 승인 및 보상정책의 적합성·효과성에 대한 정기 검토 책임을 가져야 함.

○ 원칙2 : 보상 절차, 리스크 및 준법감시(risk and compliance) 부서

- 회사 내 보상 설계를 위한 절차는 명확하고, 문서화되어야 하며, 이해상충의 문제를 다루기 위한 적절한 조치가 포함되어야 함.
- 리스크관리 준법감시부서는 적절한 자료를 바탕으로 타 사업부서의 보상정책을 수립해야 하는데, 보상 정책 절차에서 이러한 점이 보장되어 있어야 함.

○ 원칙3 : 리스크 및 준법감시(risk and compliance) 부서 직원에 대한 보상

- 리스크 준법감시 부서 직원의 보상은 다른 사업부와 독립적으로 결정되어야 함.
- 리스크 준법감시 부서는 부서 목표의 달성에 근거한 성과 메트릭스(performance metrics)를 가지고 있어야 함.

○ 원칙4 : 수익에 근거한 성과측정과 위험 조정 보상

- 상여금 규모를 산정하는데 사용되는 재무성과 평가는 원칙적으로 수익에 근거해야 함.
- 상여금 규모 계산 시 현재와 미래의 리스크를 반영하고 자본비용과 유동성을 고려해야 함.

○ 원칙5 : 장기성과 측정

- 종업원에 대한 보상 중 성과연동 보상 부분이 총 보상 중 상당한 부분을 차지하는 경우, 평가 프로세스는 장기성과에 근거해서 설계되어야 함.

○ 원칙6 : 비재무적 성과 메트릭스 (non-financial performance metrics)

- 비재무성과 기준은 성과평가 프로세스의 상당 부분을 구성해야 함.
- 비재무적 성과 기준에는 효과적인 리스크관리, 규제시스템 및 관련 해외 규제요건에 대한 준수가 포함되어야 함.

○ 원칙7 : 장기 인센티브 플랜을 위한 성과 측정

- 장기 인센티브 플랜을 위한 성과 측정은 미래의 리스크를 고려해야 함.

○ 원칙8 : 보상 구조

- 보상구조에 관한 규정 및 지침은 회사에 상당한 영향력을 행사하는 자와 회사 리스크에 중요한 영향을 미치는 영업활동을 하는 직원에 적용되는데,
- 회사는 이들에게 적용되는 보상구조가 리스크 관리에 부합하고 효과적인 리스크 관리를 촉진하게끔 해야 함.

5. 미국의 Corporate and Financial Institution

Compensation Fairness Act (미국 하원 2009년 7월 통과)

○ 임원보상에 대한 주주투표(say-on-pay)

- 상장된 금융회사를 대상으로 정기 주주총회 안건으로 공시된 임원 보상 안건에 대한 비구속적(non-binding)인 투표권을 주주에게 부여하도록 함.
- 투표는 5명(top five)의 임원 보상에 국한됨.
- 보상의 범위는 salary, bonuses, stock, option 뿐만 아니라, pension 및 non-qualified deferred compensation을 포함
- 인수합병, 자산양도 등으로 인한 주총 승인이 필요할 경우, 황금낙하산에 대한 비구속적 투표 및 이에 대한 공시를 의무화
- 이러한 조항은 이사회가 제시 안건에 덧붙여 추가적인 임원 보상 제안 가능하게 함.
- 소형사에 대해서는 주주투표적용을 면제할 수 있는 권한을 SEC에 부여
- 대형 기관 투자자의 매니저들은 "say-on-pay" 조항이 있는 회사의 안건에 어떻게 투표했는지 매년 보고하도록 함.

○ 보상위원회의 독립성

- 이사회 내 보상위원회 구성원들은 독립적이어야 함.
- 독립성이란 이사회 구성원이 회사로부터 컨설팅비, 자문비 및 기타 보상성격의 비용을 받지 않았음을 뜻함.
- 소형사에 대해서는 SEC에 면제권 부여
- 또한 보상위원회는 회사의 비용으로 독립적인 보상컨설턴트 및 법률자문을 이용할 권한을 가지도록 하며 보상컨설턴트를 활용할 경우 이를 공시도록 함.

○ Compensation Plan

- 자산 \$10억 이상인 모든 금융회사에 대한 성과보상요소 등을 포함한 보상구조 공시 의무화 (성과보상체계가 없는 회사는 공시 불필요)
- 이러한 공시를 통해 규제기관은 다음의 사항을 알 수 있음.

- ※ 금융회사의 보상 구조와 건전한 리스크 관리의 연계 여부
- ※ 보상구조가 리스크 시점 고려 여부
- ※ 보상구조가 종업원으로 하여금 전체 경제 및 회사에 심각한 영향을 미칠 수 있는 과도한 위험을 추구하도록 하지는 않는가 여부
- 공시뿐만 아니라 과도한 리스크 추구를 막기 위한 규제도 필요
 - ※ 해당 연방 감독당국(FRB, OCC, FDIC, OTS, SEC 등)에 자산규모 \$10억 이상인 모든 금융회사의 부적절하거나 위험한 보상체계에 대한 금지 권한 부여

6. FRB의 Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies (2009년 10월)

○ 원칙1 : **Balanced Risk-Taking Incentives**

- 성과 보상체계는 종업원들이 과도한 리스크를 추구할 유인을 갖지 않도록 리스크와 재무적 성과 간의 균형을 유지해야 함.
- 보상을 결정하는 기준이 단기적인 수익에만 연동되어 있다면 문제가 있기 때문에 은행 및 은행지주회사는 종업원 활동의 위험뿐만 아니라 리스크가 실현되는 기간도 고려해야 함.
- 균형 있는 보상 체계를 발전시키기 위해 위험과 위험 결과의 계량적인 측정치(예. 시나리오 분석)를 활용해야 함.
- 실현 가능성은 낮지만, 현실화될 경우 역효과가 큰 위험에 특별히 주의 기울여야 함.
- 리스크가 조정된 보상 지급, 이연지급, 장기간에 걸친 성과, 단기성과에 대한 민감도 감소 등을 통해 보상 체계를 균형화할 수 있음.
- 인센티브 보상은 종업원 간, 금융회사 간 차별화되어야 함.
- 황금낙하산 등이 은행건전성에 미치는 영향을 검토해야 함.

○ 원칙2 : **Compatibility with Effective Controls and Risk Management**

- 은행은 인센티브 보상 체계의 설계, 활용, 감시를 위한 강력한 통제장치가 있어야 함.
- 이러한 통제가 효과적으로 이루어지도록 하기 위해 감사·준법감시 부서 등에 의한 정기적인 내부 검토가 필요함.
- 효과적인 인센티브 보상 프로그램을 설계하기 위해, 은행은
 - ※ 리스크 관리, 인사 등의 적절한 인력이 관련 스킬 및 경험을 가지도록 해야 하며, 충분한 보상을 받도록 해야 함.
 - ※ 또한 이들에 대한 인센티브 보상의 성과 측정은 검토 대상이 되는 사업 부서의 재무적 성과보다는 주로 해당 부서의 목표 달성에 근거해야 함.
- 은행은 인센티브 보상 체계가 리스크를 적절히 고려했는가를 결정하기 위해 인센티브 보상 지급에 대한 사후적인 검토 필요함.

○ 원칙3 : **Strong Corporate Governance**

- 은행은 보상 관행을 감시하고 감독하기 위해 강력하고 효과적인 지배 구조를 가지고 있어야 함.
- 특히 이사회는 인센티브 보상 체계를 개선하고 승인하는데 적극적으로 참여해야 하며, 이러한 체계의 적합성을 장기적인 관점에서 검토하고 평가해야 함.
- 이사회는 사외이사 중심의 독립적인 보상위원회 또는 보상컨설턴트 등을 통해서 보상 프로그램을 효과적으로 감시해야 함.
- 보상 관행과 감독 메커니즘을 주주들에게 적절히 공시하여야 함.
- 대형은행의 경우 다양한 활동과 관계된 리스크 추구 종업원의 수가 많기 때문에 보상 관행의 개발 및 감시를 위한 체계적인 접근 방법을 따라야 하며, 은행 규모가 작을 경우에도 그에 맞는 성과 보상 체계를 갖추어야 함.

7. 우리나라의 금융회사 임원 보상 모범기준 (2010년 1월)

가. 적용대상

○ 적용대상 금융회사

— FSB 원칙은 적용 대상 기업을 중요한 금융회사(significant financial institutions)로 정하고 있으며, 이를 국내 업권별 「보상원칙 모범기준」에 적용하기 위해 은행, 금융투자회사, 보험사, 금융지주회사 등 4개 업권에 대해 자산총액 등을 기준으로 적용 대상 금융회사 결정

— 은행 : 국내은행 (18개 모두 적용)

※ 다만, 국책은행(수출입은행, 산업은행, 기업은행)의 경우 관련법령이 허용하는 범위 안에서 적용

— 금융투자회사 : 최근 사업연도 말 자산총액 5조원 이상 (10개 증권사)

— 보험사 : 최근 사업연도 말 자산총액 10조원 이상 (6개 보험사)

※ 업무의 리스크 연계성 등을 감안하여 보험사 적용대상 기준을 금융투자회사에 비해 완화 (추후 주요국 추이 및 국내 시행성과 등을 보아가며 대상 기준은 조정 검토)

— 금융지주회사: 개별업권 모범기준 적용 금융기관을 자회사 등으로 지배하는 금융지주회사 (7개사 모두 적용)

○ 적용대상 임직원

— FSB 원칙은 적용대상을 '경영진 및 금융기관의 리스크 익스포저에 중대한 영향을 미치는 직원'으로 두고 있으며, 이를 국내 모범기준에는 FSB 원칙을 그대로 반영하되, 리스크에 중대한 영향을 미치는 직원의 범위는 업권별로 구체화함.

※ 은행·보험: 투자금융, 외환딜링, 유가증권 운용, 파생상품의 설계·판매·딜링 등

- ※ 금융투자회사: 투자은행업무(IB), 트레이딩(주식·채권·파생상품 거래 등) 등

나. 모범규준 주요 내용

○ 보상위원회의 설치

- 보상체계 설계 및 운영 등을 위해 이사회 내 보상위원회 설치
- 보상위원회는 과반수 이상 사외이사로 구성하여 독립성을 높임.
- 보상체계 설계 시 리스크 관리 측면이 충분히 반영되도록 위험관리위원회 소속 이사 1인 이상 참여 의무화

○ 리스크 관리·준법감시 부서의 독립성 강화

- 리스크 관리·준법감시 담당 부서장 등에 대해 독립성과 권한을 부여하고, 독립적인 보수체계 및 성과평가 방안 마련

○ 보상과 리스크의 연계

- 경영진 및 특정직원에 대한 보상 중 상당부분을 변동보상(성과연동보상)으로 지급
- 변동보상 중 상당부분(예: 40~60%)은 리스크 존속기간을 감안하여 이연지급(업무의 성격을 감안하여 3년 이상 원칙)
 - ※ 근무년수와 책임정도 등에 따라 변동보상 비율 증가
- 변동보상 중 상당부분(예: 50% 이상)은 주식·주식연계상품 등 금융회사의 장기성과와 연동되는 형태로 지급
 - ※ 비상장금융회사 등 비현금 지급이 현실적으로 어려운 경우 비현금 지급 의무의 예외를 인정
 - ※ 주식 또는 주식연계 상품은 적절한 유보정책(retention policy, 예: 스톱업션의 경우 대기기간 2년 이상, 행사기간은 대기기간이 지난 후 3년 이내

로 제한을 하며, 이직이나 파산 시 권리행사를 제한할 수 있음)의 적용을 받음.

- 변동보상의 이연지급 기간 중 성과가 목표에 미달하거나 손실이 발생한 경우 미래 지급할 변동보상을 축소하여 지급

○ 보상관련 정보의 공개

- 각 금융회사의 보상위원회는 보상에 관한 연차보고서를 작성하여 결산 후 3개월 이내 공시

- 주요 공시내용

- ※ 보상위원회 구성, 권한, 책임 등 보상체계 의사결정 절차

- ※ 보상체계의 주요 특성 (이연지급 방법, 현금과 주식 등 기타 보상 간 배분 결정기준)

- ※ 보상에 관한 총계 정보, 경영진·특정직원 보상의 세부 정보

- ① 회계연도 중 보상액 (고정·변동보상액, 수급자 수)

- ② 변동보상 금액·형태 (현금, 주식, 주식연계상품, 기타)

- ③ 이연지급 보상액(지급확정·지급 불확정) 및 당해회계연도 지급액

- ④ 퇴직보상액, 수혜자 수, 1인 기준 최고액 등

V. 정책제언

- 앞에서 기술한 해외 선형연구와 글로벌 보상에 대한 규제 움직임에 기초하여 다음과 같은 정책제언을 할 수 있음.

- 금융회사의 지배구조 설계에 있어서 비금융회사의 접근과 차별화된 접근이 요구됨

- 사외이사의 자격에 있어서 전문성을 강조할 필요성이 있음

○ 보상위원회의 활동이 경영진으로부터 독립적으로 이루어질 수 있는 환경을 만들 필요성이 있음.

- 성과보상체계 모범규준에서 금융기관은 보상위원회 구성원의 과반수 이상을 사외이사로 하여야 함을 정하고 있으나 독립성을 유지하기 위해서 보상위원회는 전원 전문성 있는 최소 3인 이상의 사외이사만으로 구성해야 함
- 금융회사의 리스크 구조에 대한 이해를 할 수 있는 보상컨설팅 기업을 활용하도록 함
- 보상에 대한 공시 투명성을 높이고 보상위원회의 활동에 대한 보고서를 이사회에 보고하도록 하고 주총 이전에 공시하도록 함
- 보상위원회의 보상에 대한 결정에 대하여 주총에서 투표를 실시하도록 하여 그 결과를 보상위원회 의장의 임기와 연계함

○ 변동보상의 비중에 대한 신중한 접근이 요구됨 (은행 성과보상체계 모범규준 제13조)

- 모범규준에서 금융기관의 경영진 및 특정 직원에 대해서는 변동보상의 비중이 상당부분을 차지하도록 권고
- John and Quin(2003)에 밝히고 있는 것처럼 금융기관의 CEO가 보상체계에서 인센티브 비중이 지나치게 높을 경우, 높은 risk-taking을 추구할 가능성도 있음.
- 따라서 금융기관의 CEO에 대해서는 보상-성과민감도(PPS)를 낮게 가져갈 필요가 있으며 이를 위해서는 총 보상에서 변동보상이 차지하는 비중이 일반기업에 비해 낮아야 하며, 주식과 주식옵션 등의 비중도 낮아야 할 필요

○ 변동보상의 지급방법 (은행 성과보상체계 모범규준 제15조)

- 금융기관은 가능한 범위 내에서 경영진 및 특정직원의 변동보상 중

상당부분을 주식 또는 주식연계상품 등 금융기관의 장기성과와 연동할 수 있는 형태로 지급할 것을 모범규준에서 권고

— 그러나 은행의 경우 높은 레버리지로 인해 주주보다는 채권자와 예금자의 비중이 훨씬 높으므로 debt-holder에 상당히 align 되어있어야 함.

— 따라서 주식 이외에도 채권, 내부부채(inside debt) 등도 고려될 필요가 있음.

○ 변동보상의 지급방법에 있어서 후순위채 등을 고려할 필요성이 있음

— 은행 성과보상체계 모범규준 제15조에 의하면 금융기관이 상장되어 있지 않고 지주회사의 자회사일 경우 변동보상의 지급방법으로 지주사 주식관련 상품 등으로 대체하여 지급할 수 있음을 권고

— 지주회사의 주식은 다양한 자회사의 경영상황을 반영하므로 은행의 성과와는 직접적으로 연계되기 어려움.

※ Tung(2010)의 연구에 의하면 지주회사의 주식관련 상품을 성과보상 방법으로 이용할 경우 2가지 부작용을 우려

① 지주회사소속 다른 자회사의 성과가 나쁠 경우 은행이 지주회사 전체의 부를 극대화하기 위해 Risk-taking 할 가능성

② 지주회사소속 다른 자회사의 거래고객이 부실할 경우 지주회사 전체의 부를 극대화하기 위해, 지주회사가 부실고객에게 대출이나 신용공여를 하도록 부당한 압력을 은행에게 가할 가능성

— 따라서 상당부분 해당 은행이 직접 발행한 증권(은행발행 후순위채권 등)으로 지급할 수 있게 해야 할 필요

○ 공시

— 성과보상체계 모범규준에서 금융기관의 보상에 관한 연차보고서를 공시하게 함.

— 현재 금융감독원 공시서식 작성기준에 따라 작성되는 각 금융사의 사

업보고서에는 지급총액, 주총 승인금액, 주식매수선택권의 공정가치 총액을 기재하게끔 되어 있음.

- 하지만 정확한 정보전달을 통한 투명성 제고를 위해 등기임원(사내이사와 사외이사로 구분) 개개인별로 보수지급기준, 산정기간, 개인별 지급액, 누적 여부, 변동보상, 상여금의 포함 여부 등이 통일된 양식 및 기준으로 표시되어야 함.

※ 그러나 해당 기업 및 당사자들의 반발을 고려하여 최고경영자를 포함한 연간 보수 순위 상위 3인 또는 5인의 개인별 보수 정보만 공개하게 하는 방안도 고려할 수 있음.

- 또한 당해 연도 만의 정보 공개가 아닌 최근 3년간의 보상 지급액에 대한 정보도 공개하게 함.

- 이러한 사항들은 전자공시시스템의 사업보고서 및 보상관련 연차보고서 뿐만 아니라 당해 기업 홈페이지에도 공개하고 꾸준히 업데이트 하도록 함.

- 일본의 임원보수내역 공표강화 조치 (출처; 주간금융브리프, 금융연구원, 18권 37호)

※ 일본 금융청은 금융상품거래법의 개정을 통해 2010년 3월말 결산기부터 상장기업이나 회사채 공모발행 비상장기업 등이 매 결산연도 말 3개월 이내 제출하는 유가증권보고서에 현행의 임원보수 총액뿐만 아니라 현금과 스톡옵션 등 지급형태, 최종손익과 보수액과의 상관성 등 보수의 결정방식 등을 게재하도록 의무화한다는 방침임.

※ 이후 임원의 개인별보수에 대한 공표 의무화 조치 등도 검토할 방침임.

○ 변동보상의 한도를 설정하는 것도 고려할 필요성이 있음

- 과도한 리스크테이킹을 막기 위해 성과급(변동보상)의 총액 한도를 설정하도록 하거나, 성과급 총액이 일정 한도 이상 초과하는 부분에 대해서 증과세하는 것도 고려할 수 있음.

※ 영국의 SuperTax; 2009년 12월 9일 이후 2010년 4월 5일까지 한시적으로

은행 경영진의 성과보수가 1인당 25,000 파운드를 초과하는 부분에 대해 50%의 특별과세 적용 결정

※ 프랑스 사르코지 대통령은 2010년 12월 10일에 은행업계 성과보수에 대한 특별과세 방침 지지 표명

※ 독일 내 11개 금융기관(Deutsche Bank, Commerzbank 등)들은 자체적으로 성과보수 지급 상한 설정 합의

— 스톡옵션 부여는 기본적으로 주주총회 결의사항이지만 상장법인의 경우 일정 수량 범위 내에서 이사회 결의로도 가능함. 하지만 스톡옵션을 부여할 경우 스톡옵션 행사가격, 수량 등을 주주총회의 의결을 거치도록 하여 주주의 의견을 적극 반영해야 함.

— 또한 주총 안건인 연간 임원보수총액 내에서 스톡옵션을 부여할 수 있도록 관련 법규를 손질할 필요 있음.

참 고 문 헌

- Andrews, A., S.C. Linn, and H. Yi, (2009), "Corporate Governance and Executive Perquisites: Evidence from the New SEC Disclosure Rules", *AAA 2009 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper*
- Bebchuk and Freid (2009), "Paying for long-term performance", *Working paper, Harvard Law School*
- Bhagat, S., and R. Romano, (2009), "Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-term", *Yale Journal on Regulation* 26 *Yale J. on Reg.* (2009)
- Cadman, B., and M.E. Carter (2009), "Compensation Peer Groups and their Relation with CEO Pay", *AAA 2010 Management Accounting Section (MAS) Meeting Paper*
- Cadman, B., M.E. Carter, and S. Hillegeist (2010), "The incentives of compensation consultants and CEO pay", *Journal of Accounting and Economics*, 28(2): 151-184
- Cheng, I.H., H. Hong, and J. Scheinkman (2009), "Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking", *Working paper*
- DeYoung R., E.Y. Peng, and M. Yan (2010), "Executive Compensation and Business policy Choices at US Commercial Banks", *Working paper*
- Erkens, D., M. Hung and P. Matos (2009), "Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide", *ECGI - Finance Working Paper No. 249/2009 CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper*
- Jensen, M., and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3: 305-360

- John, A., and K. John (1993), "Top-Management Compensation and Capital Structure", *Journal of Finance* 1993, Vol. XLVIII, No. 3 : 939-974
- John, K., A. Saunders, and L.W. Senbet (2000), "A Theory of Bank Regulation and Management Compensation" *Review of Financial Studies* 13, no. 1: 95-125
- John, K., and Y. Qian (2003), "Incentive Features in CEO compensation in the Banking Industry", *Economic Policy Review* 2003; 9; 109-121
- Murphy, K.Y., and T. Sandino (2009), "Executive Pay and Independent compensation consultants", *Marshall School of Business Working Paper No. FBE 10-09*,
- Sundaram, R.K., and D. Yermack (2007), "Pay me later: Inside debt and its role in managerial compensation", *Journal of Finance* 62:4, 1551-1588
- Tung, F., (2010), "Pay for Banker Performance: Structuring Executive Compensation for Risk Regulation", *Emory Public Law Research Paper No. 10-93*
- Tung, F., and X. Wang (2010), "Bank CEOs, Inside Debt Compensation and the Financial Crisis", *Emory Public Law Research Paper No. 10-98*
- Wei, C., and D. Yermack (2010), "Deferred Compensation, Risk, and Company Value: Investor Reaction to CEO Incentives", *NYU Working Paper No. FIN-09-020*