

# 보험회사 경영자에 대한 보상체계 연구

2020. 10

한상용·문혜정



## 머 리 말

최근의 저금리 기조와 IFRS 17 및 K-ICS와 같은 새로운 회계 및 지급여력제도의 도입과 같은 경영환경의 변화는 성장의 정체와 수익성 악화를 경험하고 있는 국내 보험회사의 경영자들이 중·장기적 관점에서 기업의 수익성과 가치증대를 위해 노력해야 할 필요성을 제기하고 있다. 보험업에서 경영성과는 장기에 걸쳐 나타나는 특성을 감안할 때 장기손익 중심의 경영목표의 달성과 긴밀하게 연계된 효율적인 경영자 보상 체계의 구축은 보험회사의 장기적 가치향상을 위한 중요한 수단이 될 수 있다.

본 연구는 이러한 문제의식에서 출발하여 국내 보험회사들의 경영자 보상체계의 현황과 해외 주요국의 경영자 보상체계와 규제에 관한 사례를 분석하여 국내 보험회사의 가치경영 실현을 위한 효율적 보상체계의 수립과 이를 위한 정책적인 측면에서 규제 개선을 위한 방안을 제시하고자 한다. 아울러 본 연구는 국내 보험회사의 임원과 최고 경영자(CEO)의 보상에 관한 데이터를 활용하여 경영자 보상과 수익성 및 기업가치 간에는 어떠한 관계가 있는지, 경영자 보상이 경영성과와 연계되어 효율적으로 이루어지고 있는지의 여부에 대한 실증분석을 수행한다. 본 보고서가 국내 보험회사에서 경영자들이 장기적 보유가치를 중심으로 리스크를 관리하고 수익성을 제고하도록 유도할 수 있는 보상체계의 마련을 위한 논의의 자료로 활용되기를 기대해 본다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며 우리원의 공식적인 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2020년 10월

보 험 연 구 원  
원장 안 철 경



# ■ 목차

---

요약 / 1

I. 서론 / 2

1. 연구배경 및 목적 / 2
2. 선행연구 / 5
3. 연구범위와 방법 및 구성 / 12

II. 국내 보험회사 보수체계 현황 / 14

1. 규제체계 / 14
2. 보상체계 / 18

III. 주요국의 경영자 보상 관련 규제 및 현황 / 34

1. 미국 / 34
2. 영국 / 58
3. 일본 / 70
4. 소결 / 83

IV. 보험회사 경영자 보상의 효율성 분석 / 86

1. 임원 보상체계와 수익성 및 기업가치에 관한 분석 / 86
2. 임원 보상체계에서 이연과 수익성 및 기업가치에 관한 분석 / 105
3. CEO의 보상체계와 수익성 및 기업가치에 관한 분석 / 112
4. 소결 / 117

V. 보상체계를 위한 제언 / 118

1. 보상체계 설계 / 118
2. 보상체계 규제 / 124

| 참고문헌 | / 129

## ■ 표 차례

---

- 〈표 II-1〉 국내 상장회사(금융회사 제외) CEO 보상 현황 / 19
- 〈표 II-2〉 국내 보험회사 임원 보상 현황 / 21
- 〈표 II-3〉 생명보험회사 임원 보상 현황 / 22
- 〈표 II-4〉 손해보험회사 임원 보상 현황 / 23
- 〈표 II-5〉 국내 보험회사 임원 성과보수 형태 / 25
- 〈표 II-6〉 생명보험회사 임원 성과보수 형태 / 26
- 〈표 II-7〉 손해보험회사 임원 성과보수 형태 / 27
- 〈표 II-8〉 국내 보험회사 CEO 보상체계 / 28
- 〈표 II-9〉 생명보험회사 CEO 보상체계 / 28
- 〈표 II-10〉 손해보험회사 CEO 보상체계 / 29
- 〈표 III-1〉 미국의 경영자 보상에 대한 요약보수표(Summary Compensation Table) / 39
- 〈표 III-2〉 미국 상장 보험회사 임원 평균 보상 / 45
- 〈표 III-3〉 미국 상장 생명보험회사(Life & Health) 임원 평균 보상 / 46
- 〈표 III-4〉 미국 상장 손해보험회사(Property & Liability) 임원 평균 보상 / 47
- 〈표 III-5〉 미국 상장 보험회사 CEO 평균 보상 / 48
- 〈표 III-6〉 미국 상장 생명보험회사(Life & Health) CEO 평균 보상 / 49
- 〈표 III-7〉 미국 상장 손해보험회사(Property & Liability) CEO 평균 보상 / 50
- 〈표 III-8〉 CEO 보상 프로세스 / 54
- 〈표 III-9〉 보상-성과의 구조 / 55
- 〈표 III-10〉 재무성과에 대한 주요 지표와 목표달성 정도 / 57
- 〈표 III-11〉 요약보수표 / 58
- 〈표 III-12〉 영국의 경영자 보상에 대한 보수 표(Single Total Figure Table) / 64
- 〈표 III-13〉 영국 Aviva plc 집행임원에 대한 요약보수표(2019년) / 68
- 〈표 III-14〉 영국 Aviva plc 연간보너스 산정절차(2) / 69
- 〈표 III-15〉 영국 Aviva plc 장기인센티브 성과급 산정지표와 지급금액 / 70
- 〈표 III-16〉 일본의 임원 보수 공시제도 개정 전·후의 비교: 주요 차이 / 76
- 〈표 III-17〉 일본 손보 홀딩스 임원 보수 구성 / 82
- 〈표 III-18〉 일본 손보 홀딩스 CEO 보수 구성 / 82

## ■ 표 차례

---

- 〈표 III-19〉 한국과 해외 주요국 상장회사의 경영자 보상에 대한 규제 비교 / 85
- 〈표 IV-1〉 변수의 정의 / 89
- 〈표 IV-2〉 전체 보험회사 기술통계표 / 90
- 〈표 IV-3〉 생명보험회사 기술통계표 / 91
- 〈표 IV-4〉 손해보험회사 기술통계표 / 92
- 〈표 IV-5〉 보상체계의 경영성과(t+3)의 영향에 대한 회귀분석 / 97
- 〈표 IV-6〉 보험회사 형태별 보상체계의 경영성과(t+3)의 영향에 대한 회귀분석 / 98
- 〈표 IV-7〉 보상체계의 기업가치의 영향에 대한 회귀분석 / 100
- 〈표 IV-8〉 보상-성과 민감도에 대한 회귀분석 / 103
- 〈표 IV-9〉 보험회사 형태별 보상-성과 민감도에 대한 회귀분석 / 104
- 〈표 IV-10〉 이연된 보상의 경영성과(t+3)의 영향에 대한 회귀분석 / 108
- 〈표 IV-11〉 보험회사 형태별 이연된 보상의 경영성과(t+3)의 영향에 대한 회귀분석 / 109
- 〈표 IV-12〉 이연된 보상의 기업가치의 영향에 대한 회귀분석 / 110
- 〈표 IV-13〉 이연된 보상이 보험회사의 단기 성과에 미치는 영향에 대한 회귀분석 / 111
- 〈표 IV-14〉 CEO 보상체계의 수익성(t+3)에의 영향에 대한 회귀분석 / 114
- 〈표 IV-15〉 CEO 보상체계의 기업가치의 영향에 대한 회귀분석 / 115
- 〈표 IV-16〉 CEO 보상-성과 민감도에 대한 회귀분석 / 116

## ■ 그림 차례

---

- 〈그림 II-1〉 사업보고서에서 임원보수 공시 예시 / 32
- 〈그림 II-2〉 지배구조 및 보수체계 연차보고서에서 임원보수 공시 예시 / 33
- 〈그림 III-1〉 미국 S&P 500 기업의 CEO 보상체계 구성 변화 / 43
- 〈그림 III-2〉 미국 상위 50개 상장 보험회사의 인센티브 보상지표 / 51
- 〈그림 III-3〉 재무성과의 절대평가와 전략적 목표달성도 평가 / 55
- 〈그림 III-4〉 CEO 보상체계 / 56
- 〈그림 III-5〉 상대평가를 위한 동료그룹 / 56
- 〈그림 III-6〉 CEO 보상의 산정 공식 서술 / 57
- 〈그림 III-7〉 영국 FTSE 100대 기업 CEO 보수구성 / 66
- 〈그림 III-8〉 영국 Aviva plc 연간보너스 산정절차(1) / 69
- 〈그림 III-9〉 일본 상장회사 임원의 보수 구성 현황 / 79
- 〈그림 III-10〉 일본 시가총액 기준 상위 100개 회사 CEO 보수 구성 / 79
- 〈그림 III-11〉 일본 손보 홀딩스 임원 성과평가 지표 및 산정기준 / 81
- 〈그림 III-12〉 일본 손보 홀딩스의 임원 성과급 산정공식 / 81
- 〈그림 III-13〉 한국과 주요국 상장회사 CEO 보상체계 구조 비교(2017년 기준) / 84

## **A Study on Executive Compensation in Korean Insurance Companies**

The current low interest rate environment and the introduction of new insurance accounting standard and solvency system, such as IFRS 17 and K-ICS have demanded that Korean insurance company executives enhance firm value by taking a long-term perspective in business. The purpose of executive compensation is to retain competent executives and motivate them to exert their best efforts to improve a value of firm. Therefore, the properly designed executive compensation package can play an important role in long-term growth and development of insurance companies.

Unlike other developed countries, executive compensation in Korean insurance firms is mainly comprised of fixed salary that is not directly tied to performance, thereby resulting in weak relationship between executive pay and performance. In contrast, developed countries have offered executives performance-based incentive pay by using stocks and stock options in order to incentivize them to improve a firm's long-term value. While there has been no disclosure of detailed information on the process and method for determining executive compensation for Korean firms, developed countries have strengthened the disclosure of executive compensation and extended shareholders' participation in executive pay to increase effective shareholder monitoring on executive compensation.

Based on our empirical results and analyses, this study suggests that Korean insurers should consider increasing the proportion of variable pay closely linked to performance and the portion of deferred variable pay in

executive compensation in order to motivate executives to improve financial performance and firm value. In addition, it is essential to increase tenure of CEO in Korean insurance companies (currently less than 3 years) to effectively align their tenure with CEO compensation plans designed for enhancing firm's long-term value. With respect to regulatory aspects of executive compensation, financial authorities should require Korean insurers to publicly disclose detailed information about the process and formula for determining executive pay, and they need to seek ways to extend shareholders' participation in the setting of executive compensation.

## 요약

최근 저금리의 장기화와 새로운 회계 및 지급여력제도의 도입은 보험회사 경영자들이 장기손익 관점에서 가치경영의 실현을 위해 노력할 것을 요구하고 있다. 경영자 보상체계는 능력 있는 경영자를 확보하고 그들이 중·장기적 관점에서 경영전략을 수립하고 이를 효과적으로 실행하도록 유도하여 궁극적으로 기업가치를 제고하는 데 그 목적이 있다. 경영자 보상의 중요성은 보험업에서도 예외가 아니다. 보험회사 경영자들이 중·장기적으로 수익을 창출하고 기업가치 향상에 기여할 수 있도록 역량과 노력을 효과적으로 이끌어낼 수 있는 적절한 보상체계의 설계는 보험회사의 장기적인 성장과 발전을 위한 중요한 요소로 작용할 수 있다.

현재 국내 보험회사의 경영자 보상체계는 해외 주요 국가들과 비교해서 성과에 직접적으로 연동된 보상보다는 고정보수의 비중이 높아 보상과 기업의 성과 간의 연계성이 낮으며, 경영자 보수의 산정기준과 절차에 대한 상세한 정보의 공시가 제대로 이루어지지 않고 있다. 이에 반해 해외 주요 국가들은 경영자 보상체계에서 주식과 스톡 옵션 등을 사용한 주식기반의 성과연동 보상을 적절히 활용하여 경영자에게 중·장기적 실적 향상을 위한 인센티브를 제공해 왔다. 또한 경영자 보상의 산정기준 및 절차에 대한 투명한 공개를 증시하고 보상의 결정에 있어 주주참여 제도의 도입을 통해 경영자 보상에 대한 주주의 감시 및 통제기능을 강화해 왔다.

향후 국내 보험회사의 경영자들이 장기적 보유가치 중심으로 경영활동을 수행하도록 유도하기 위해서는 경영자 보상체계에서 성과연동 보상과 성과급에서 이연지급이 차지하는 비중을 더욱 증가시키고, 중·장기적 기업가치의 향상을 목표로 설계된 경영자 보상체계가 효과적으로 실행될 수 있도록 보험회사 최고경영자인 CEO의 장기적 책임 기회를 증가시켜야 할 필요가 있다. 또한 규제 측면에 있어서는 경영자 보수의 투명성과 객관성의 제고를 위해 보험회사들이 보수의 구체적 결정정책과 산정기준 및 공식을 공시하도록 해야 하며 경영자 보수의 결정에 대한 주주의 참여기회를 확대하는 방안을 모색해야 할 것으로 판단된다.

---

# I. 서론

---

## 1. 연구배경 및 목적

최근 저성장·저금리 구조의 심화와 IFRS 17 및 K-ICS와 같은 새로운 회계 및 지급여력제도의 도입은 보험회사가 회사의 생존과 지속적인 성장을 위해 보다 장기적인 관점에서 리스크를 관리하고 수익성을 제고해야 할 필요성을 제기하고 있다. 현재 국내 보험시장은 포화상태에 도달하여 시장에서 출혈경쟁이 심화되고 손해를 상승과 투자수익률의 하락이 이어지고 있다. 이러한 상황은 보험회사의 경영자들이 중·장기적 관점에서 경영활동을 수행하고 기업가치 제고를 위해 노력할 것을 요구하고 있다. 기업지배구조와 경영자 보상에 관한 선행연구들에 따르면, 경영자 보상체계는 주주와 경영자의 이해관계를 일치시키는 규율적 메커니즘으로 작용할 수 있으며 경영자의 보수와 기업의 성과를 연계하는 효율적 보상체계의 구축은 경영자의 단기 성과주의와 과도한 리스크 추구를 통제하기 위한 기업지배구조 구축에 있어 중요한 요소라고 주장하였다(Jensen and Meckling 1976; Holmström 1979; Jensen and Murphy 1990).

보험산업은 불특정 다수 계약자를 대상으로 장기상품을 판매하는 구조로 되어 있어 단기보다는 장기에 경영활동의 성과가 나타나는 특성을 가지고 있다. 따라서 보험회사의 경영자가 단기업적의 증대를 위해 과도하게 리스크를 부담하는 것을 지양하고 장기 손익 관점에서 경영활동을 수행하도록 유도하기 위해서는 이를 위한 적절한 경영자 보상체계를 구축하는 것이 무엇보다 중요한 과제라고 할 수 있다. 보험회사의 경영자들이 중·장기적 안목에서 수익성 확보를 위해 경영효율을 개선하고 회사의 미래가치 증대를 위해 노력하도록 이끌 수 있는 보상체계의 구축은 보험회사의 재무건전성 제고와

지속적인 성장을 가능하게 하여 궁극적으로는 소비자 보호에 기여할 것으로 기대된다. 국제보험감독자협의회(International Association of Insurance Supervisors, 이하, 'IAIS'라 함)가 제정한 보험핵심원칙(ICPs) 중 보상정책과 실행에 대한 원칙(7.0.10)에 따르면, 보험회사에서 경영자 보상체계는 기업의 장기적 이익의 관점에서 과도한 리스크의 추구를 피하고 고객의 공정한 처우와 기업의 건전한 지배구조를 장려하는 것을 목적으로 설계되어야 한다고 밝히고 있다.<sup>1)</sup> 또한 동 원칙의 변동 성과보상(Variable Remuneration)에 대한 규정들(7.6.8 및 7.6.9)은 변동 성과보상이 부적절한 위험 부담에 대한 인센티브를 포함해서는 안 되며 장기간의 성과를 바탕으로 다양한 시간적 리스크를 고려하여 책정되어야 한다고 명시하고 있다. 그러나 현행 국내 보험회사들의 경영자 보상체계를 살펴보면 전체 보상에서 성과에 직접적으로 연동되어 지급되는 변동 성과급의 비중이 낮고 성과급 체계에서 경영자가 장기손익 위주로 경영을 수행하도록 이끌 수 있는 인센티브의 비율이 매우 낮은 실정이다. 경영자 보상체계에서 성과와 무관하게 지급되는 고정보수의 비중이 과도하게 높고 단기 성과에 대한 보상이 지나치게 강조되면 경영자들이 중·장기적인 관점에서 기업의 가치증대를 위해 노력할 유인이 감소하는 문제가 발생할 수 있다. 그러므로 국내 보험회사의 경영자들이 장기손익 관점에서 회사의 수익성 및 가치 제고를 위해 노력하도록 유도할 수 있는 보상체계의 구축이 절실하게 필요한 시점이다.

또한 보험회사를 비롯한 금융회사는 외부에서 관찰하기 어려운 불투명성(Opaqueness)<sup>2)</sup>으로 인해 경영자들이 장기적 이익을 희생하고 단기실적을 추구하기가 용이하여 소비자들에게 막대한 피해를 초래할 수 있다. 따라서 금융회사의 경영자들이 자본시장에서 투자자의 신뢰를 확보하고 금융소비자의 보호를 위해 경영활동을 수행하도록 이끌기 위해서는 비금융회사보다 더욱 투명하게 경영자의 성과에 대한 평가와 보상 등에 대한 정보를 공개하고 경

1) 보험핵심원칙(Insurance Core Principles, 이하, "ICPs"라 함)은 보험산업의 건전성을 제고하고 보험계약자의 보호를 위해 국제보험감독자협의회(IAIS)가 2011년에 제정한 보험업 감독기준으로 보험감독체계, 인허가, 기업지배구조, 리스크관리, 자산 및 부채 가치평가, 자본적정성, 영업행위 등 보험산업 감독에 대한 총 26개의 원칙으로 구성되어 있음

2) 금융회사들은 높은 정보의 비대칭성(Information Asymmetry)으로 인해 주주와 채권자가 경영자의 행위를 모니터링하는 것이 어려워 경영자가 회사의 장기적인 손실을 감수하면서 단기적인 이익을 추구하는 의사결정을 내릴 가능성이 크게 존재함(박영석 2010)

영자의 보상계획에 대한 주주의 참여를 강화하는 것을 필요로 한다. 현재 국내 보험회사의 경영자 보상에 대한 산정기준 및 방법에 대한 불투명성은 주주를 비롯한 이해관계자와 경영자 사이의 정보 비대칭성의 문제를 심화시켜 경영자 보상체계가 장기적 수익보다는 단기실적 추구를 유인하고 있는지의 여부와 보상이 성과를 정확하게 반영하여 적절한 수준으로 지급되고 있는가에 대한 의문을 불러일으키고 있다.<sup>3)</sup> 이러한 상황에서 주주가 경영자의 사적이익 추구로부터 받을 수 있는 불이익(주인-대리인 문제, Principal-Agent Problem or Agency Problem)을 줄이고 보험회사의 경영자가 회사의 장기가치 창출을 위해 노력하도록 유인하기 위해서는 경영자의 보상에 대한 정보가 객관적이고 투명하게 공개되도록 하고, 경영자 보상의 결정과정에서 주주의 참여권을 강화하기 위한 제도적 개선 방안을 마련하는 것이 무엇보다 중요하다고 할 수 있다.

본 연구는 이러한 문제의식을 바탕으로 먼저 국내 보험회사들의 경영자 보상체계의 현황과 문제점을 살펴본 후, 미국·영국·일본과 같은 해외 주요국의 경영자 보상체계와 경영자 보상에 대한 규제와 현황에 관한 사례분석을 통해 향후 국내 보험회사의 가치경영 실현을 위한 효율적 보상체계 수립과 이를 위한 규제 개선을 위한 방안을 모색하고자 한다. 아울러 본 연구는 국내 보험회사의 임원과 최고경영자(CEO)의 보상에 관한 데이터를 활용하여 보험회사의 경영자 보상체계와 성과 및 기업가치 간의 관계에 대한 실증분석을 수행한다. 그리고 이에 대한 결과를 근거로 국내 보험회사의 경영자들이 장기적 보유가치 중심으로 리스크를 관리하고 수익성을 제고하도록 유도할 수 있는 보상체계의 마련을 위해 보험회사와 정책당국자에게 주는 시사점을 도출하고자 한다.

---

3) 보험매일(2019. 12. 13), “보험사 CEO 단기실적 급급…‘보수체계 투명화 필요’”

## 2. 선행연구

### 가. 경영자 보상 결정이론

경영자 보상에 대한 선행연구들은 보상의 결정에 대해 대체로 다음의 3가지 이론(주주가치 관점, 경영자 지대추구 관점, 법·제도적 접근방법)을 제시하고 있다. 첫째로, 주주가치 관점(Shareholder Value View)에서 보상은 경영자에게 적절한 인센티브를 제공함으로써 경영자로 하여금 주주를 위한 의사결정을 하도록 유도하여 주주와 경영자 간의 이해상충에서 발생하는 대리인 문제(Agency Problem)를 완화시킬 수 있다고 주장한다(Jensen and Meckling 1976; Holmström 1979; Fama and Jensen 1983; Hall and Liebman 1998). 주주가치 관점은 경영자 보상계약은 소유와 경영이 분리된 상황에서 주주와 경영자 사이에 이루어지는 쌍무적 계약으로, 경영자 보상은 회사들이 역량(Managerial Talent)을 갖춘 경영자의 확보를 두고 서로 경쟁하는 효율적 노동시장에서 결정되는 최적의 계약이라는 믿음에 근거를 두고 있어 최적계약 접근방법(Optimal Contracting Approach)으로도 불린다. 동 관점에 따르면 주주와 경영자는 공정거래(Arm's Length Transaction)하에서 최적의 인센티브 계약에 대한 의견 일치에 도달하게 되고, 보상은 경영자로 하여금 기업가치의 제고를 위해 노력하도록 하는 적절한 동기부여 요인(Performance Motivator)이 될 수 있다고 주장한다(Sloan 1993). 주주가치 관점에서 경영자의 보수는 주주 또는 주주를 대표하여 경영자에 대한 감시의무를 가진 이사회에 의해 직접적으로 결정되며 경영자의 보상을 결정하는 이사회나 보상위원회는 경영자와 최적의 보상계약을 체결하여 경영자가 주주의 가치증대를 위한 의사결정을 하도록 유도함으로써 주주와 경영자 사이의 대리인 문제를 효율적으로 해결할 수 있다고 보고 있다.

주주가치 이론에 관한 선행연구들은 CEO 보상의 상승은 회사의 규모 증가, 기술의 변화, 경쟁의 심화와 경영환경의 불확실성의 증대로 인해 증가한 CEO의 역량과 노력에 대한 수요, 경영자에게 요구되는 자질이 기업특수적 자질(Firm-specific Skill)에서 일반적 자질(General Skill)로 변화함에 따른 CEO의 교섭력(Bargaining Power)

증가 등의 요인들을 적절하게 반영하여 도출된 최적의 계약으로 설명될 수 있다고 주장하였다(Himmelberg and Hubbard 2000; Dow and Raposo 2005; Gabaix and Landier 2008; Cuñat and Guadalupe 2009; Gayle and Miller 2009). 이러한 주주가치 관점에 근거하여 Murphy(1999)와 Core et al.(2003)은 경영자 보상은 기업가치의 극대화를 위해 도출된 최적 계약이므로 경영자의 통제의 범위를 벗어난 운(Luck)과 같은 외부요인은 경영자 보수의 결정에서 어떤 영향도 미칠 수 없다고 주장하였다.

다음으로, 경영자 지대추구 관점(Managerial Rent Seeking View) 또는 경영자 권력 이론(Managerial Power Theory)은 경영자 보상의 결정과정에서 경영자는 이익을 추구할 목적으로 자신의 영향력을 이용하여 보상의 수준과 보상과 성과의 연계성 등을 자신에게 유리하게 설계할 수 있으므로 경영자 보상은 대리인 문제의 해결책이 아니라 오히려 대리인 문제를 일으키는 다른 요소가 될 수 있다고 주장하였다(Bertrand and Mullainathan 2001; Bebchuk et al. 2002; Bebchuk and Fried 2003; Weisbach 2007). 동 이론은 경영자의 권한강화로 인한 지대추구행위를 강조하며 CEO는 스스로 이사회의 구성원으로서 이사회 의사결정 과정에 직·간접적으로 영향을 미쳐 성과와 보상간의 연계성을 약화시키는 의사결정을 할 수도 있으며 이사회 구성원의 (재)선임과 해임, 그리고 그들의 보수결정에 영향을 미칠 수 있는 지위에 있기 때문에 독립성을 가져야 할 이사회가 CEO 이익에 반하여 보수에 관한 의사결정을 내리지 못할 가능성이 크게 존재한다고 보고 있다. 경영자 지대추구 관점에 의하면 경영자의 강력한 권력은 이사회의 경영자 보상에 대한 모니터링 기능의 약화를 초래하고 이로 인해 경영자는 최적 보상 수준 이상의 과도한 지대(Rent)를 요구할 수 있다고 주장한다.

경영자 지대추구이론에 대한 선행연구들은 CEO의 경영 권력이 강할수록 보수와 성과 간의 민감도가 낮고 보수의 수준 자체가 높은 경향이 있으며, 이사회가 비독립적 이사회들로 구성되어 있는 경우, 외부 대주주가 없는 경우, 기관투자자가 지분율이 낮은 경우, 경영권 방어(Anti-takeover) 조항이 있는 CEO일 경우에 경영 권력이 더 커짐으로 인해 경영자의 지대추구 현상(Rent extraction)이 더 크게 나타난다는 사실을

발견하였다(Cyert et al. 2002; Armstrong et al. 2014; Müller and Wärneryd 2001; Hartzell and Starks 2003; Bebchuk et al. 2002). Bertrand and Mullainathan(2001)은 경영자 지대추구이론의 관점에서 경영자는 자신의 보수결정에 영향력을 행사할 수 있어 경영자의 통제력하에 있지 않은 운(Luck)과 같은 외부적 요인도 경영자의 보상에 크게 영향을 미칠 수 있다는 사실을 보여주었다. 이와 관련하여 Garvey and Milbourn(2006)은 CEO 보상의 수준은 불운(Bad Luck)의 발생에 대해서는 영향을 거의 받지 않는 경향이 있는 반면 행운(Good Luck)의 발생에 의해서는 현저하게 증가한다는 사실을 보여주며 CEO의 운에 의한 보상에는 비대칭적(Asymmetrically)인 성격이 존재한다는 사실을 밝혀내었다.

마지막으로, 규제, 세금, 회계정책 등 법·제도적 영향(Legal and Institutional Influences) 또한 경영자 보상의 중요한 결정요소 중 하나이다. 법·제도적 요소들은 독립적으로 CEO의 보수에 영향을 미치는 것이 아니라 위에 설명한 다른 이론들과 함께 보상의 결정에 상당한 영향을 미칠 수 있다. 예를 들면, 경영자 지대추구 관점에서 새로운 회계 및 공시 제도의 도입은 경영자들이 기존의 지대추구 방식에서 벗어나 주주들의 눈에 띄지 않는 방식으로 사익을 추구하도록 하는 동인으로 작용할 수 있다고 여긴다. 또한 주주가치 관점에 따르면 회사들은 보상의 형태마다 상이한 세금 처리 등의 법·제도적 요소를 고려하여 주주 가치를 극대화하는 최적의 보상체계를 설계할 수 있다. 법·제도적 영향이 경영자 보상의 결정에 미치는 영향에 대해 구체적으로 살펴보면, 첫째로, 정부는 입법 및 과세(Legislation and Taxation)를 통해 경영자 보상에 직접적으로 영향을 줄 수 있다. 예를 들어, 1993년 클린턴 행정부는 내국세법(Internal Revenue Code)에 의거하여 공기업의 상위 5위 임원에 대한 세금 공제를 경영자 1인당 연간 100만 달러로 제한했지만 주가와 연동된 성과보수에 대해서는 이러한 제한이 적용되지 않아 많은 회사들에서 경영자 보상이 세금의 영향을 받지 않는 성과보수로 대체되었다. 둘째로, 회계 규칙(Accounting Rules)은 회사들이 회계적 비용을 최소화하는 방식으로 보상체계를 설계하도록 유도하여 경영자 보상체계에 영향을 미칠 수 있다. 이에 대한 예로, 2004년 이전에 미국은 양도제한 조건부주식(Restricted Stock)의 경우 부여일의 가치로, 옵션의 경우 공정가치(Fair Value)가

아닌 내재가치(Intrinsic Value)를 기준으로 권리부여 기간 동안 상각하도록 하여 등가격옵션(At-the-money)과 외가격옵션(Out-of-the-money)에 대해 회계적 비용이 발생하지 않았다. 그러나 2004년 12월부터 시행된 주식 기준 보상 회계기준(FAS 123R)에서는 옵션 부여일의 공정가치를 권리부여 기간 동안 비용으로 처리하도록 하여 양도제한조건부주식과 등가격 옵션 간에 회계처리 방법에 있어 차이가 생기게 되었다. 이에 따라 S&P500 기업의 CEO 보상에서 옵션이 차지하는 비중이 FAS 123R 시행 이전(2002~2004년) 39%에서 시행 이후(2005~2008년) 22%로 감소하였다(Edmans et al. 2017).

이상의 경영자 보상의 결정에 대한 이론들을 정리하면, 주주가치 관점은 경영자의 보상은 주주와 경영자 간의 이해관계의 일치를 추구하기 위해 도출된 최적계약으로 보고 있는 반면 경영자 지대추구관점에서는 경영자가 사익추구를 위해 자신의 권한과 영향력을 사용하여 최적계약을 벗어난 과도한 보상을 요구할 수 있다고 주장한다. 또한 규제, 세금과 같은 법·제도적 요소들도 경영자 보상의 결정에 중요한 영향을 미칠 수 있다고 알려져 왔다. 이러한 경영자 보상의 결정을 둘러싼 다양한 관점들의 존재는 현실 세계에서 경영자 보상의 결정과 관련된 현상은 단순히 하나의 특정한 이론을 통해서 완전하게 설명될 수 없으며 위의 세 가지 접근법이 동시에 적용될 가능성이 크다는 사실을 의미한다.

#### 나. 경영자 보상 관련 국내외 선행연구

경영자 보상에 대한 국내의 선행연구들은 주로 보상의 구성과 공시의 개선에 대한 제안과 보상체계가 회사의 재무성과와 기업가치에 미칠 수 있는 영향에 대한 실증분석을 중심으로 이루어져 왔다. 박영석(2010)은 금융회사의 경영자 보상에 대한 선행연구와 해외사례를 분석하고 국내 금융회사 경영자 보상체계의 효율적 설계를 위해서는 독립적인 보상위원회의 활동, 기본급과 성과연동보수의 비율 선정에 대한 신중한 접근, 개별 임원의 보수에 대한 공시의 의무화 등이 이루어져야 할 것이라고 주장하였다. 김우찬(2014)은 국내 기업의 임원 보수 공시제도의 현황과 문제점을 진단하고 그

해결책으로서 미등기 임원의 보수에 대한 공시, 보수 산정기준 및 절차에 대한 구체적 기재, 임원보수에 대한 공시기준 금액의 하향조정 등을 제시하였다. 이다원(2015)은 주주 및 다른 이해관계자들에게 경영자 보상에 대한 더 충실한 정보를 제공할 수 있도록 공시 서식의 서술 방법과 구조 등을 보완해야 할 것이라고 주장하였다.

경영자 보수와 관련된 국내 실증연구를 살펴보면, 강선우 외(2007)는 국내 상장기업의 경영자에 대한 주식증여와 스톡옵션부여가 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 주식의 증여는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하였다. 우광호(2010)의 연구는 국내 상장기업을 대상으로 임원 보상과 재무적 성과와의 관계를 분석하여 경영자 보상의 수준은 자기자본이익률(ROE)과 주당순이익(EPS)에 양(+)의 영향을 미치는 것을 발견하였다. 이경태 외(2005)는 국내 상장회사에서 경영자 보상에서 스톡옵션이 기업가치에 미치는 영향을 연구한 결과 경영자 보수에서 스톡옵션의 비중이 높아질수록 기업가치가 증가하고 소유경영자 기업보다는 전문경영자 기업에서 스톡옵션 보상이 기업가치에 더 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 밝혀내었다. 윤용석 외(2015)는 대규모 기업 집단에 소속된 회사일수록 개별 임원의 보수를 더 구체적으로 공시하는 경향이 있고 대기업 소속 회사 중에서도 이사회 독립성이 높을수록 개별 임원 보수 공시의 가능성이 증가한다는 것을 보여주었다. 권세원 외(2017) 연구는 CEO의 보상에서 주식보상과 부채 성격의 보상이 증가할수록 회사들이 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: CSR)에 대한 공시를 더 빈번하게 하는 경향을 발견하였다. 모예린·서윤석(2017)은 보상위원회를 도입한 기업이 도입하지 않은 기업에 비해 성과와 연동된 보상을 지급하고 있는지를 분석하였다. 그들의 연구결과는 소유 경영 기업의 경우에는 두 기업 집단 간의 차이가 유의미하지 않지만 전문경영인이 기업을 경영하는 경우 보상위원회를 도입한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 성과와 연동된 보상구조를 가지고 있다는 사실을 밝혀냈다. 송동엽 외(2017)는 경영자의 사적이익을 추구하기 위한 의사결정은 기업지배 구조 수준에 따라 달라지며 적절한 경영자 보상은 경영자의 사익 추구 행위를 완화시킬 수 있음을 보여주었다. 임정대·김석진(2018)은 경영진과 종업원 간의 보상격차의 확대는 기업성과에 부정적 영향을 미치며 이러한 부정적 영향은 경영진의 능력이 낮

은 그룹에서 주로 나타난다는 사실을 발견하였다.

경영자 보상과 관련하여 미국에서 이루어진 선행연구들을 살펴보면 Jensen and Murphy(1990)는 경영자 보수에서 주식기반 보수(Stock-based Compensation)의 비중이 높은 회사가 현금보상의 비중이 높은 회사보다 높은 경영성과를 올리는 것을 발견하였다. Mehran(1995)는 경영자의 총 보수에서 주식기반 보수의 비중의 증가는 Tobin's Q와 ROA로 측정된 기업가치와 수익성의 증가를 가져온다는 결과를 보여주었다. Hall and Liebman(1998)과 Chen and Ma(2011)는 미국의 대기업을 대상으로 한 연구에서 CEO 보상과 경영성과 사이에 강한 양의 상관관계가 존재하며 CEO 보수체계에서 주식과 스톡옵션 등 주식기반 보수의 비중이 커질수록 성과와 보상 간의 민감도(Pay-for-performance Sensitivity)가 증가한다는 사실을 밝혀내었다. Jensen and Murphy(2010)는 경영자 보상의 설계에서 변동보수(Variable Compensation)는 회사의 성과와 직접적으로 연동되도록 하는 것이 중요하며 만약 연계가 제대로 이루어지지 않는다면 성과보수는 주주가치의 증가에 기여하지 못할 것이라고 주장하였다. Sigler(2011)는 미국 상장회사들에 대해 기본급과 성과급을 포함한 CEO의 보수의 규모와 수익성(ROE) 사이에 양(+의 관계가 존재한다는 사실을 발견하였다. 한편 몇 가지 선행연구들(Morck et al. 1988; McConnell and Servaes 1990; Holderness et al. 1999, Habib and Ljungqvist 2005, Kim and Lu 2011)은 경영자의 주식기반 보수와 기업가치 간에 역 U자형의 비선형 관계를 발견하였다. 이러한 연구들에 따르면 주식기반 보상의 증가는 처음에는 경영자와 주주의 이해관계를 일치시켜 대리인 문제를 완화시켜 주는 효과를 가져와 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 나중에는 경영자의 참호구축(Managerial Entrenchment) 문제를 초래하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 사실을 보여주었다.

미국 이외의 나라들에서 경영자 보상에 관한 연구를 살펴보면 La Porta et al. (1998)은 미국, 영국, 캐나다와 같은 판례법 중심의 관습법(Common Law)을 채택하고 있는 나라들이 성문법(Civil Law)을 채택하고 있는 나라들에 비해 경영자 보상체계에서 주식기반 보수의 비중과 총 보수액이 높다는 사실을 보여주었다. Botero et al.(2004)은 프랑스와 독일처럼 노동조합이 강력한 권력을 가진 국가들일수록 경영자

보상에서 주식기반 보수의 비중이 낮은 경향이 있다는 사실을 발견하였고 Djankov et al.(2008)은 주주권의 보호(Shareholder Protection)가 강하게 적용되는 나라일 수록 경영자 보수의 수준이 더 높다는 결과를 보고하였다. Fernandes et al.(2013)은 2000년대 중반 이후 글로벌 경쟁의 심화는 세계 여러 국가들이 미국과 같은 주식기반의 변동 성과급 중심의 보수체계를 채택하도록 유도함으로써 전 세계적으로 경영자 보상체계에서의 차이가 줄어들고 있다는 사실을 보여주었다. Pan and Zhou(2018)의 연구는 일본 상장회사의 경영자 보상체계에서 고정급인 기본급의 비중이 약 71%로 매우 높고 성과보상에서 주식이나 스톡옵션이 거의 사용되지 않고 있음을 보여 주었다. 그들은 일본에서 CEO의 채용이 외부노동시장을 통해서 보다는 내부승진을 통해 이루어지고 있어 경영자에게 경쟁력 있는 보수 제공과 주식기반 성과보수제도의 채택을 어렵게 하는 요인으로 작용하고 있다고 주장하였다.

보험회사를 대상으로 한 경영자 보상에 대한 연구를 살펴보면 Mayers and Smith(1992)는 미국 생명보험 산업에서 상호보험회사(Mutual Insurers)와 주식보험회사(Stock Insurers) 사이의 경영자 보상수준의 차이에 대해 연구하였다. 그들은 주식보험회사의 경영자 보상이 상호보험회사에 비해 높고, 상호보험회사의 자회사 경영자의 보상은 주식보험회사 자회사 경영자의 보상보다 낮은 경향을 보였으며, 상호보험회사의 경영자 보상은 주식보험회사의 경영자 보상보다 기업의 성과에 덜 영향을 받는다는 사실을 밝혀내었다. Eckles et al.(2011)은 미국 손해보험 시장에서 경영자 보상체계와 지급준비금조정(Reserve Management) 사이의 관계에 대해 연구하여 보험회사에서 경영자 보상체계는 지급준비금의 과소 또는 과대계상(Under or Over-reserving)을 통한 이익조정에 영향을 미치고 있음을 실증적으로 제시하였다. Sun et al.(2013)은 미국 손해보험회사에서 CEO 보상이 어떻게 자료포락 분석법(DEA: Data Envelopment Analysis)을 사용해 측정된 보험회사의 효율성에 영향을 미치는가를 연구하여 보험회사의 효율성은 CEO의 총 보상의 수준과 양(+)의 관계가 있음을 밝혀내었다. 구체적으로 그들의 연구결과는 수익효율성(Revenue Efficiency)은 CEO의 현금보상과 비용 효율성(Cost Efficiency)은 인센티브 보상과 각각 유의한 양의 관계가 있음을 보여주었다. Ma and Wang(2014)은 미국 손해보험산업에서 경영자의 보상이 어떻게 보험회사의

위험추구(Risk-taking)에 영향을 끼치는지를 연구하여 주가가격의 변동에 민감한 경영자 보상체계를 가지고 있는 보험회사들은 더 큰 비체계적 위험(Unsystematic Risks)을 가지고 있으며 이러한 경영자의 보상과 비체계적 위험 사이의 양(+)의 관계는 경영자의 부(Wealth)가 회사의 위험에 더 많이 노출되어 있을수록 약화된다는 사실을 발견하였다. Bhuyan et al.(2020)의 연구결과는 보험회사 경영자의 자사주 보유가 증가할수록 기업가치가 증가한다는 사실을 보여주며 보험회사들이 주주와 경영자 사이의 대리인 문제를 해결하기 위해서는 경영자 보상에서 주식기반 보수의 비중을 증가시켜야 한다고 주장하였다.

본 연구와 선행연구의 차이점을 살펴보면 선행연구들은 주로 금융회사를 제외한 상장기업이나 금융산업 중에서도 은행업을 대상으로 하여 경영자 보상과 관련된 다양한 주제에 대해 논의하고 있으나 보험산업을 대상으로 한 연구는 현재 찾아보기 힘든 실정이다. 따라서 본 연구의 의의는 국내 보험산업의 경영자 보상에 관한 현행 체계를 살펴본 후 해외사례와 비교·분석하고 국내 보험회사의 경영자 보상체계가 수익성과 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석을 통해 이를 개선하기 위한 방안들을 제시한 점에 있다.

### 3. 연구범위와 방법 및 구성

본 연구는 먼저 국내 보험회사의 경영자 보상에 대한 규제와 보상체계의 현황을 살펴본 후 해외 주요국의 경영자 보상 관련 제도와 보상체계를 조사하고 이를 참고하여 향후 국내 보험회사 경영자 보상체계의 효율적 설계를 위한 개선 방향을 제시한다. 아울러 본 연구는 국내 보험회사의 임원과 최고경영자(CEO)의 보상에 대한 데이터를 수집하여 보험회사 경영자 보상체계가 보험회사의 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향, 보상-성과 간의 민감도, 성과급의 이연지급이 수익성과 기업가치에 미치는 영향에 대한 통계분석을 수행하고 이를 바탕으로 보험회사의 경영자가 중·장기적 관점에서 수익성 증대와 기업가치의 향상을 위해 경영활동을 수행하도록 이끌 수 있는 보

상체계의 구축을 위한 시사점을 도출하고자 한다.

이를 위해 본 보고서는 다음과 같은 형식으로 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 국내 보험회사의 경영자 보수체계의 현황과 문제점을 살펴보았다. 제Ⅲ장에서는 해외 주요 국인 미국·영국·일본의 경영자 보상에 대한 규제와 보상체계의 현황과 특징을 조사하고 정리하였다. 제Ⅳ장은 국내 보험회사의 경영자 보상체계가 보험회사의 수익성과 기업가치에 미치는 영향을 계량경제학적 방법론을 이용하여 분석하였다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 위의 분석결과들을 토대로 국내 보험회사의 경영자 보상체계의 개선 방안을 보험회사의 경영자 보수설계 측면과 금융당국의 규제 측면으로 나누어 시사점을 도출하고 제시하였다.

---

## II. 국내 보험회사 보수체계 현황

---

### 1. 규제체계

우리나라의 경영자의 보수에 대한 규제는 크게 상법상 보수금액 결정의 절차에 관한 규제, 금융회사 지배구조법에 의한 보수의 구성 측면에서의 규제, 자본시장법상 보수공시에 관한 규제로 나눌 수 있다. 경영자 보수의 절차상의 규제에 관해서는 상법 제388조에서 임원<sup>4)</sup>의 보수는 정관에 그 총액을 정하지 아니한 때<sup>5)</sup>에는 주주총회의 결의로 이를 정하도록 하여 이에 따라 국내 대부분의 기업들은 주주총회에서의 결의를 통해 사외이사와 경영자를 포함한 모든 임원에 대한 보수총액에 대해 승인을 받도록 하고 있다. 그리고 상법 제408조의2 제3항은 집행임원의 보수에 대한 규정이 정관에 없거나 주주총회의 승인이 없는 경우 집행임원 설치회사의 이사회에서 임원의 보수를 결정한다고 규정하고 있다. 상법 제388조는 임원 보수에 대한 주주총회의 결의 대상을 보수의 총액에 한해서만 정하고 있어 실제적으로 회사의 이사회 내 보수위원회에서 주주총회에서 승인받은 한도 내에서 각 임원의 개별적 보수액 및 구체적 지급방법을 정하고 있다.<sup>6)</sup> 상법 제393조 제2항과 금융회사의 지배구조에 관한 법률(이하, '금융회사 지배구조법'이라 함) 제16조의 이사회 내 위원회의에 설치 및 구성에 관한 규정

---

4) 우리나라에서 임원은 회사로부터 업무의 전부 또는 일부의 처리를 포괄적으로 위임받아 이를 처리하는 자로 정의되고 있음(대법원 1992. 12. 22. 선고 92다28228 판결)

5) 정관에 임원보수를 정하는 경우 보수 변경 시마다 주주총회의 특별결의를 통해 정관을 변경해야 하는 문제가 있어 대부분의 회사에서 임원의 보수는 주주총회의 의결을 통해 결정되고 있음(김현중·김수연 2014)

6) 현재 주주총회의 결의 사항은 개별 임원이 아닌 전체 임원에 대한 보수총액으로 한정되어 주주들이 경영자 보수의 산정 및 결정과정에 직접적으로 관여할 기회가 제한되고 있음(방문욱 2017)

은 회사가 이사회에 보수위원회를 설치하여 보수의 산정 및 결정에 관한 사항과 보수 지급에 대한 연차보고서의 작성 및 공시 등의 사항을 위임하도록 하고 있다.

2008년에 시작된 글로벌 금융위기 이후 금융회사들의 단기 성과 위주의 경영자 보상체계가 경영자가 과도한 위험을 추구를 이끈 주요 원인으로 주목을 받게 되었다. 이러한 문제를 해결하기 위해 2009년 4월에 런던에서 개최된 G20 정상회담의 합의로 설립된 금융안정위원회(Financial Stability Board, 이하, 'FSB'라 함)는 2009년 4월과 9월에 건전한 보상관행에 대한 원칙(Principles for Sound Compensation Practices)<sup>7)</sup>과 보상원칙 이행기준(Implementation Standards)에 관한 국제기준을 각각 수립하여 회원국들에게 준수하도록 촉구하였다. 이에 대응하여 국내에서도 2010년 1월 FSB의 보상원칙 및 이행기준을 반영한 금융업권별 성과보상체계 모범규준을 마련하였는데, 보험회사의 경우 사업연도 말 자산총액이 10조 원 이상에 해당되는 6개 회사가 당시 적용대상에 포함되었다. 금융회사 지배구조 모범규준 제45~47조는 경영자에 대한 성과보수의 원칙을 정하면서 변동보수의 설계 및 조정, 이연지급, 변동보상의 지급형태 및 방식 등을 정하고 있다. 구체적으로 동 모범규준 제47조 제3항은 금융회사는 주식매수 선택권(Stock Option) 외에 양도제한 조건부 주식(Restricted Stock), 성과 연동형 주식(Performance Share) 등의 주식연계상품을 포함하여 회사의 장기 성과와 연동될 수 있는 다양한 보상형태를 검토하여 장기 성과급으로 활용할 수 있어야 한다고 규정하였다.

2015년 7월 제정된 금융회사 지배구조법 제22조는 보수위원회에서 임원의 보수를 결정하도록 하고 과도한 위험부담 회피와 성과연동보상과 이연보수지급에 관한 원칙들을 제시하였다. 동 규정은 보수의 구성에 있어 기본급과 성과보상의 비율에 대해서는 책임의 정도, 직무의 특성, 담당업무의 투자성에 따라 회사마다 다르게 정할 수 있도록 하고 있으며 성과급의 이연지급 비율과 기간에 대해서는 구체적 기준은 존재하지 않지만 국제 기준에 따라 적어도 3년의 이연 기간을 가질 것을 요구하였다.<sup>8)</sup> 보

7) FSB의 건전한 보상관행에 대한 원칙은 보상에 대한 효과적 지배구조(Effective Governance of Compensation), 리스크와 보상의 효과적 연계(Effective Alignment of Compensation with Prudent Risk Taking), 이해관계에 의한 효과적 감독(Effective Supervisory Oversight and Engagement by Stakeholders)으로 이루어져 있음

수위원회의 구성 및 업무에 대해서는 금융회사 지배구조법 제16조에서 보수위원회의 과반은 사외이사로 임명하여야 하며 위원회의 대표는 사외이사로 임명하여야 한다고 정하고 있다. 또한 동 법 제22조는 보수위원회의 역할에 대해 규정하고 있는데, 보수위원회는 보수의 결정 및 지급방식에 대한 사항과 보수지급에 관한 연차보고서의 작성 및 공시에 관한 사항을 심의·의결하는 역할을 담당하며 회사는 지배구조 및 보수체계 연차보고서에 보수위원회의 구성, 권한 및 책임에 대한 사항을 기재하도록 하고 있다.

경영자 보수의 공시에 관한 규제의 변천에 대해 살펴보면 2003년 개정된 증권거래법은 제186조에서 상장회사의 사업보고서에 회사의 임원 전체에게 지급한 보수총액과 1인당 평균 보수액만을 공시하도록 하였다. 그러나 경영자 보수의 적정성과 투명성 확보에 대한 요구가 점차 증대됨에 따라 전체 임원이 아닌 개별 임원보수의 지급내역에 대한 공시를 법으로 명문화하게 되었다. 2013년 5월 개정된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하, '자본시장법'이라 함) 제159조 제2항과 그 시행령 제168조의 제2항은 상장회사에 대해 등기임원 및 보수총액 5억 원 이상인 기준 상위 5인의 개별적 보수의 내역 및 산정 방법을 사업보고서에 공시하도록 의무화하였다.<sup>9)</sup> 그러나 보수의 산정기준 및 방법에 대해서는 별도의 구체적인 공시에 대한 가이드라인이 존재하지 않고 기업이 자율적으로 정하도록 하고 있어 현재 대부분의 회사들은 단순히 보수의 총 금액만을 공시할 뿐 실제로 보수의 구체적인 산출 공식이나 근거는 공시하지 않고 있다. 2013년의 자본시장법하에서 일부 상장회사들의 경영진들이 보수 공시를 피하기 위해 등기임원에서 미등기 임원으로 전환하는 문제점이 발생하자 이러한 문제를 해결하기 위해 2016년 3월 임원의 등기 여부와는 상관없이 보수총액이 5억 원이 이상인 상위 5명의 임직원의 개인별 보수와 산정기준에 대한 공시가 가능하도록 자본시장법이 개정되었다. 그러나 아직도 비상장회사의 임원의 보수내역은 제대로 공시되

8) 2017년 9월 개정된 금융지배구조법 시행령 17조 제3항 제2조는 임원 및 금융투자업무담당자에 대해서는 해당 업무의 투자성과 그 존속기간 등을 고려하여 성과보수의 100분의 40 이상에 대하여 이연기간을 3년 이상으로 할 것을 규정하고 있음

9) 자본시장법 제159조 제2항에서는 보수의 공시대상을 임원으로 규정하고 있으며 임원보수는 '상법, 그 밖의 법률에 따른 주식매수선택권을 포함하되, 대통령령으로 정하는 것에 한한다.'라고 정하고 있음

지 않고 있으며 사업보고서 제출대상인 상장회사의 경우에도 보수가 5억 원 미만의 임원에 대한 보상내역은 공시되지 않고 있는 실정이다.

최근 2020년 6월에 국무회의를 통과하고 금융위원회가 발표한 금융회사 지배구조법 일부 개정안은 보수총액이 5억 원 이상인 임직원뿐 아니라 성과보수 총액이 2억 원 이상인 임원도 보수의 공시에 포함되도록 규정하였고 자산총액이 2조 원 이상인 대형 상장금융회사의 경우 임원에 대한 보수지급 계획을 임기 중 1회 이상 주주총회에 설명(주주총회의 의결을 요하는 사항은 아님)을 의무화하였다. 이는 경영자 보수에 대한 주주의 권고결의(Say-on-pay)를 비구속적 형태로나마 최초로 도입하여 경영자 보상의 결정에서 주주의 참여와 감시를 강화하였다는 점에서 그 의의가 있다.

현재 보험회사를 비롯한 금융회사들은 자본시장법 제159조에 따라 임원의 보수금액과 보수 산정기준 및 방법을 포함한 내용을 사업보고서에 기재하여 사업연도 경과 후 90일 내에 금융위원회와 한국거래소에 제출하고 있다. 또한 금융회사 지배구조법 제22조 제1항은 금융회사들이 임직원의 보수에 대한 연차보고서를 작성하고 결산 후 3개월 이내에 금융위원회가 정하는 바에 따라 인터넷 홈페이지 등에 그 내용을 공시하도록 하고 있다. 동 법률 제22조 제5항은 지배구조 및 보수체계 연차보고서는 보수위원회의 구성, 권한과 책임 등 보수에 대한 의사결정 절차와 성과와 보수 간의 연계성, 이연 및 지급확정 기준, 임직원의 보상금액, 변동 성과급의 금액 및 형태, 퇴직 관련 보상금액 등의 정보들을 포함하도록 규정하고 있다.<sup>10)</sup> 현재 보험회사들은 사업보고서를 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에 공시하고 있으며 지배구조 및 보수체계 연차보고서는 생명보험협회와 손해보험협회 홈페이지 등에서 게시하고 있다.

국내 보험회사들의 경영자 보상에 대한 축소나 환수(Malus or Clawback)에 관한 규정에 대해 살펴보면, 2010년 1월에 제정된 보험회사 성과보상체계 모범기준 제14조(총 변동보상액의 축소)에서는 보험회사는 해당 회사 전체, 담당부서 또는 해당업무

10) 보험회사의 지배구조 및 보수체계 연차보고서의 '임원 및 금융투자업무담당자 보상 세부 사항'은 회사의 전체 임원에 전년도와 당해 연도에 지급한 보상금액(기본급, 성과보수액, 이연지급 대상), 변동 성과급의 금액과 형태(현금, 주식, 주식연계 상품, 기타), 이연 지급 성과급 금액(지급확정 및 지급미확정), 이연 보수의 금액과 형태(현금, 주식, 주식연계 상품, 기타) 등에 대한 정보를 공시하고 있음

의 재무성과가 목표에 미달하거나 손실이 발생할 경우 성과별 책임범위에 상응하여 당기 현재 보상액과 과거발생분에 대한 미래 이연지급액의 축소를 통해 총 변동 보상액을 조정하도록 권고하였다. 2014년 12월에 시행된 금융회사 지배구조 모범기준 제48조 제2항은 보험회사 및 금융투자회사에서 부정적 영향이 발생한 경우 경영진이나 특정직원<sup>11)</sup>의 보수 중 지급 미확정 부분은 실현된 부정적 성과를 반영하여 환수해야 한다고 규정하였다. 2016년 8월에 시행된 금융회사 지배구조법 제22조는 성과보수의 이연지급에 대한 의무사항을 정하였을 뿐 경영자 보수의 축소나 환수에 대한 규정은 따로 명시하지는 않았다. 이와 관련하여 금융회사 지배구조 감독규정(제9조 제3항 제2호, 제9조 제5항 제2호)에서는 경영자 성과보수의 이연지급 기간 중 담당 업무와 관련하여 금융회사에 손실이 발생한 경우에 이연지급 예정인 성과보수를 실현된 손실규모를 반영하여 재산정하도록 하고 금융회사가 보수체계 연차보고서를 작성할 때 성과보수 환수기준 및 보수 간의 배분을 결정하는 기준을 포함하도록 하고 있다. 그러나 현재 우리나라에는 법적 구속력을 가진 축소나 환수에 대한 규정이 구체적으로 존재하지 않아, 보험회사를 비롯한 금융회사 경영자의 과도한 위험추구나 지배권의 남용을 견제할 수 있는 경영자 보수에 대한 축소나 환수제도의 실효성은 거의 없는 실정이다.

## 2. 보상체계

국내 기업들의 경영자 보수체계 현황을 살펴보면, 국내 상장 기업(금융회사 제외)의 2013~2017년 CEO 보상체계에서 총 보수 중에서 현금으로 지급되는 기본급과 단기 보너스의 비중은 약 80%를 차지할 정도로 매우 높다. 반면 전체 보상 중 중·장기 성과급이나 옵션의 형태로 지급되는 변동 성과급은 10% 이하로 매우 낮은 모습을 보이고 있다(〈표 II-1〉 참조). 이는 국내 상장회사의 경영자 보상에서 성과와 연동되지 않고 지급되는 고정급이 차지하는 비중이 과도하게 높아 경영자 보상체계가 주주

11) 주식, 채권, 파생상품 등의 거래를 담당하는 금융회사의 리스크 관리활동에 큰 영향을 미치는 직원임

와 경영자의 이해관계를 일치시키기 위한 규율 메커니즘으로 제대로 작동하지 못하고 있다는 사실을 시사하고 있다.

〈표 II-1〉 국내 상장회사(금융회사 제외) CEO 보상 현황

(단위: %, 백만 원)

구성요소	연도				
	2013	2014	2015	2016	2017
기본급	62.2	61.1	56.4	56.7	55.0
보너스	15.5	19.5	17.6	21.3	24.8
장기 성과급	9.6	3.0	1.7	1.1	1.3
주식매수선택권 행사이익	4.3	4.3	0.9	2.2	6.1
퇴직소득	2.7	9.1	18.0	16.6	9.2
기타 근로소득	5.5	2.9	4.6	1.8	3.4
기타 소득	0.2	0.0	0.8	0.5	0.3
총 보수	427,865	468,121	522,151	552,638	633,716
#(관측치)	357	401	451	475	496

자료: 권재현·문병순(2019)

다음으로 국내 보험회사의 경영자 보상체계의 현황을 살펴보기 위해 본 연구는 국내 상장기업의 경영자 보수의 공시가 시작된 2013년부터 2018년까지 사업보고서와 보수체계 연차보고서에 경영자의 보수를 공개한 총 34개 보험회사(생명보험 23개, 손해보험 11개)의 임원의 보수에 대한 데이터를 수집하고 정리하였다. 동 기간 동안 국내 보험회사의 임원 보상에서 1인당 평균 임원보수는 3.27억 원이었으며 총 보수에서 기본급과 성과급의 비중은 각각 64.2%, 35.8%로 나타났다(〈표 II-2〉 참조). 이는 국내 보험회사의 임원 보상체계에서 회사의 실적과 관계없이 안정적으로 결정되는 고정보수인 기본급의 구조가 지나치게 높고 성과와 직접적으로 연동된 보수의 수준이 낮다는 사실을 보여주고 있다. 이와 같은 결과는 다음 장에서 설명할 미국·영국과 같은 해외 주요국의 사례에서 성과와 직접적으로 연동되는 변동 성과급의 비중이 총 보상에서 대부분을 차지하고 있는 것과는 매우 다른 모습을 보이고 있다. 또한 총 보수 대비 성과보수 비율이 70% 이상으로 높은 회사가 있는 반면 성과급을 전혀 지급하지

않은 회사들도 다수 존재하는 것으로 나타나 보험회사들 간에서도 경영자 보상체계에 큰 차이가 있는 것으로 나타났다. 성과보수의 이연<sup>12)</sup>에 대해서는 임원의 보수에서 총 보수 대비 이연지급 비율은 22.2%로 나타나 보험회사 임원의 보수체계에서 경영자가 중·장기적 관점에서 기업의 가치창출을 위해 노력하도록 유도하는 성과급의 이연이 활발하게 이루어지지 않고 있다는 사실을 보여 주고 있다. 보험회사의 임원 보상체계를 보험회사 형태별로 나누어 살펴보면 임원의 총 보수에서 성과급의 비중은 생명보험회사 34.6%, 손해보험회사 37.4%로 거의 비슷하게 나타났으며 총 보수 대비 이연지급 비율은 손해보험회사가 26.3%, 생명보험 회사가 19.1%로 손해보험회사가 생명보험회사에 비해 성과급에서 더 많은 부분을 이연하여 지급하고 있다는 사실을 확인할 수 있었다(〈표 II-3〉, 〈표 II-4〉 참조).

---

12) 국내 보험회사의 경영자 보상체계에서 성과보수의 이연은 보통 회사가 성과평가에 따라 산출된 성과보수 금액 중 일부는 현금으로 일시 지급하고 나머지는 주식과 연계하여 미래에 지급(보통 3년)에 걸쳐 지급하는 구조로 되어 있음

〈표 II-2〉 국내 보험회사 임원 보상 현황

(단위: 명, 억 원)

연도	구분	수급자 수	임원 전체				임원 1인당				총 보수 대비 성과보수 비율	성과보수 대비 이연지급 비율	총 보수 대비 이연지급 비율
			총 보수	기본급	성과 보수	이연지급 대상	총 보수	기본급	성과 보수	이연지급 대상			
2018	평균	23.5	70.08	47.72	22.36	11.22	2.91	1.94	0.97	0.45	0.32	0.50	0.16
	최대값	65.0	271.00	169.00	197.00	154.60	7.13	4.07	5.18	4.07	0.73	0.78	0.57
	최소값	3.0	10.10	5.10	0.00	0.00	0.92	0.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2017	평균	22.9	86.92	46.81	40.10	29.16	3.32	1.93	1.39	0.85	0.46	0.73	0.34
	최대값	65.0	392.00	182.00	245.00	245.00	9.69	4.18	7.76	6.25	0.73	0.78	0.57
	최소값	3.0	9.50	5.94	0.00	0.00	1.07	0.83	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2016	평균	18.9	59.24	41.09	18.15	10.06	3.55	2.43	1.12	0.62	0.31	0.55	0.17
	최대값	65.0	222.70	204.00	168.70	122.80	14.00	10.17	6.49	4.72	0.76	1.00	0.55
	최소값	2.0	7.30	5.46	0.00	0.00	1.10	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2015	평균	15.9	49.27	34.69	14.58	6.94	3.60	2.38	1.21	0.59	0.30	0.48	0.14
	최대값	65.0	197.00	197.00	95.00	61.00	11.67	7.90	3.77	2.27	0.60	1.00	0.37
	최소값	2.0	5.40	3.95	0.00	0.00	1.29	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2014	평균	15.7	46.89	35.60	11.29	4.13	3.67	2.53	1.13	0.52	0.24	0.37	0.09
	최대값	69.0	233.00	233.00	49.00	20.20	11.20	7.50	4.00	2.43	0.60	0.86	0.38
	최소값	1.0	2.40	2.40	0.00	0.00	1.26	0.93	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2013	평균	14.4	51.92	27.82	24.10	19.71	3.41	2.41	0.99	0.54	0.46	0.82	0.38
	최대값	80.0	517.00	188.00	329.00	329.00	11.83	9.20	4.11	4.11	0.64	1.00	0.64
	최소값	1.0	2.40	2.40	0.00	0.00	1.37	0.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
전체		3275.0	10719.94	6879.85	3840.09	2382.92	3.27	2.10	1.17	0.73	0.36	0.62	0.22

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서; 지배구조 및 보수체계 연차보고서

〈표 II-3〉생명보험회사 임원 보상 현황

(단위: 명, 억 원)

연도	구분	수급자 수	임원 전체				임원 1인당			총 보수 대비 성과보수 비율	성과보수 대비 이연지급 비율	총 보수 대비 이연지급 비율
			총 보수	기본급	성과 보수	이연지급 대상	총 보수	기본급	성과 보수			
2018	평균	21.1	59.52	40.88	18.63	7.07	2.81	1.81	1.00	0.39	0.31	0.38
	최대값	65.0	172.60	169.00	63.40	16.00	4.37	2.82	2.67	1.27	0.61	0.61
	최소값	3.0	10.10	5.10	1.20	0.00	0.92	0.67	0.06	0.00	0.02	0.00
2017	평균	20.7	66.86	40.05	26.81	17.38	2.90	1.80	1.10	0.57	0.40	0.65
	최대값	65.0	390.00	182.00	208.00	208.00	6.00	3.14	3.30	3.20	0.61	1.00
	최소값	3.0	9.50	6.20	0.00	0.00	1.07	0.83	0.00	0.00	0.00	0.00
2016	평균	19.0	53.37	40.07	13.30	6.35	2.93	2.02	0.92	0.47	0.25	0.48
	최대값	65.0	204.00	204.00	42.00	24.00	5.27	3.65	2.53	1.37	0.58	1.00
	최소값	2.0	7.30	7.20	0.00	0.00	1.10	1.05	0.00	0.00	0.00	0.19
2015	평균	15.2	45.17	31.63	13.54	5.61	3.36	2.13	1.23	0.55	0.30	0.41
	최대값	65.0	197.00	197.00	41.60	18.00	7.28	5.00	2.88	1.63	0.60	1.00
	최소값	2.0	5.40	5.40	0.00	0.00	1.29	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00
2014	평균	15.7	46.61	32.63	13.98	4.75	3.47	2.14	1.34	0.59	0.30	0.34
	최대값	69.0	233.00	233.00	49.00	20.20	6.88	5.58	4.00	2.43	0.60	0.86
	최소값	2.0	4.70	4.70	0.00	0.00	1.26	0.93	0.00	0.00	0.00	0.00
2013	평균	14.7	53.64	27.24	26.39	21.25	3.36	2.24	1.12	0.54	0.49	0.81
	최대값	80.0	517.00	188.00	329.00	329.00	11.83	9.20	4.11	4.11	0.64	1.00
	최소값	2.0	4.10	4.10	0.00	0.00	1.37	1.07	0.00	0.00	0.00	0.00
전체		1988.0	6071.11	3970.46	2100.65	1158.27	3.05	2.00	1.05	0.58	0.35	0.55

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서; 지배구조 및 보수체계 연차보고서

〈표 II-4〉 손해보험회사 임원 보상 현황

(단위: 명, 억 원)

연도	구분	수급자 수	임원 전체				임원 1인당				총 보수 대비 성과보수 비율	성과보수 대비 이연지급 비율	총 보수 대비 이연지급 비율
			총 보수	기본급	성과 보수	이연지급 대상	총 보수	기본급	성과 보수	이연지급 대상			
2018	평균	27.7	88.33	59.52	28.81	18.38	3.08	2.16	0.92	0.54	0.33	0.64	0.21
	최대값	51.0	271.00	141.50	197.00	154.60	7.13	4.07	5.18	4.07	0.73	0.78	0.57
	최소값	5.0	11.55	5.57	0.00	0.00	1.30	1.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2017	평균	26.7	121.57	58.49	63.08	49.49	4.03	2.15	1.88	1.35	0.52	0.78	0.41
	최대값	59.0	392.00	147.00	245.00	245.00	9.69	4.18	7.76	6.25	0.80	1.00	0.65
	최소값	5.0	12.47	5.94	1.80	0.00	1.31	1.19	0.07	0.00	0.05	0.00	0.00
2016	평균	18.6	68.85	42.75	26.10	16.14	4.56	3.11	1.45	0.86	0.38	0.62	0.23
	최대값	57.0	222.70	154.00	168.70	122.80	14.00	10.17	6.49	4.72	0.76	0.73	0.55
	최소값	2.0	7.82	5.46	0.00	0.00	1.31	1.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2015	평균	17.2	56.36	39.97	16.39	9.25	4.01	2.83	1.18	0.66	0.29	0.56	0.16
	최대값	56.0	164.00	156.00	95.00	61.00	11.67	7.90	3.77	2.27	0.58	0.64	0.37
	최소값	2.0	7.65	3.95	0.00	0.00	1.38	1.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2014	평균	15.6	47.43	41.25	6.17	2.94	4.03	3.28	0.75	0.40	0.13	0.48	0.06
	최대값	61.0	177.00	177.00	30.00	16.00	11.20	7.50	3.70	2.23	0.50	0.61	0.27
	최소값	1.0	2.40	2.40	0.00	0.00	1.73	1.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2013	평균	13.8	48.84	28.87	19.97	16.94	3.50	2.73	0.76	0.52	0.41	0.85	0.35
	최대값	51.0	258.00	120.00	138.00	138.00	6.70	6.10	2.71	2.71	0.53	1.00	0.53
	최소값	1.0	2.40	2.40	0.00	0.00	1.45	0.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
전체		1287.0	4648.83	2909.39	1739.44	1224.65	3.61	2.26	1.35	0.95	0.37	0.70	0.26

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서; 지배구조 및 보수체계 연차보고서

〈표 II-5〉~〈표 II-7〉은 2013년에서 2018년까지 국내 보험회사들의 임원보수체계에서 성과급의 구성요소들을 보여주고 있다. 국내 보험회사 임원의 성과보수는 크게 현금, 주식, 주식연계상품,<sup>13)</sup> 기타보수<sup>14)</sup> 등으로 이루어져 있다. 현재 국내 보험회사들의 임원 보수체계에서 성과보수는 주로 현금보상의 형태(54.6%)로 지급되고 있으며 손해보험회사(41.1%)에 비해 생명보험회사(65.7%)에서 성과보수의 현금지급 비중이 높은 모습을 보이고 있다. 또한 성과급에서 10.1%(생명보험 13.6%, 손해보험 5.8%)만이 주식의 형태로 지급되고 있는 것으로 나타나 현재 국내 보험회사 경영자 보상에서 주식을 기반으로 한 보상은 거의 활용되지 않고 있는 실정이다. 이러한 국내 보험회사 경영자 보상체계에서 주식기반 보상의 낮은 활용은 다음 장에서 설명할 해외 주요국의 사례에서 스톡옵션이나 양도 제한부 주식의 사용을 통한 중·장기 인센티브의 제공이 성과급의 구성에서 대부분을 차지하고 있는 것과 대조적인 모습을 보이고 있다. 또한 국내 보험회사들은 성과보수의 35.3%(생명보험 20.6%, 손해보험 53.1%)에 대해 주식의 가치만큼 나중에 현금으로 지급하는 주식연계형식으로 3년에 걸쳐 이연 지급하고 있다. 그러나 이와 같은 주식연계보상은 3년 이후의 성과와는 연동이 되지 않는 문제점을 가지고 있어 현재 보험회사의 경영자 보상체계에서 경영자가 장기손익 위주로 경영을 수행하도록 이끌 수 있는 중·장기적 성과에 대한 인센티브의 비율이 매우 낮은 상황이다.

13) 주식연계상품은 성과보수를 주가가격에 연계하여 주식의 수량을 계산하고 실제 지급 시 주식 가격에 주식의 수량을 다시 연계시키는 방식으로 미국의 주식평가 보상권(Stock Appreciation Rights: SARs)과 비슷한 형태의 보상형태임

14) 상품권, 콘도이용권 등 현금, 주식, 주식연계상품 등을 제외한 다른 모든 형태의 보수를 의미함

〈표 II-5〉 국내 보험회사 임원 성과보수 형태

(단위: 억 원)

연도	구분	총 성과 보수	현금	주식	주식연계 상품	기타	현금지급 비율	주식지급 비율	주식연계 지급 비율
2018	평균	22.36	12.95	2.76	6.65	0.01	0.58	0.12	0.30
	최댓값	197.00	50.90	23.30	146.10	0.40	1.00	0.66	1.00
	최솟값	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2017	평균	40.10	18.89	4.35	16.85	0.02	0.47	0.11	0.42
	최댓값	245.00	98.00	79.20	170.50	0.50	1.00	0.77	0.76
	최솟값	1.80	1.70	0.00	0.00	0.00	0.23	0.00	0.00
2016	평균	18.15	9.75	1.79	6.61	0.01	0.54	0.10	0.36
	최댓값	168.70	51.20	24.00	117.50	0.30	1.00	0.57	0.71
	최솟값	2.36	2.36	0.00	0.00	0.00	0.29	0.00	0.00
2015	평균	14.58	8.83	1.50	4.26	0.00	0.61	0.10	0.29
	최댓값	95.00	34.00	18.00	61.00	0.00	1.00	0.57	0.64
	최솟값	3.70	3.40	0.00	0.00	0.00	0.36	0.00	0.00
2014	평균	11.29	7.85	1.76	1.68	0.00	0.70	0.15	0.15
	최댓값	49.00	39.00	18.10	16.00	0.00	1.00	0.61	0.60
	최솟값	1.60	1.60	0.00	0.00	0.00	0.39	0.00	0.00
2013	평균	24.10	13.04	0.94	10.12	0.00	0.54	0.04	0.42
	최댓값	329.00	164.50	10.40	164.50	0.00	1.00	0.54	0.61
	최솟값	1.30	1.30	0.00	0.00	0.00	0.15	0.00	0.00
전체		3840.09	2092.94	387.20	1355.40	1.20	0.55	0.10	0.35

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서

〈표 II-6〉 생명보험회사 임원 성과보수 형태

(단위: 억 원)

연도	구분	총 성과 보수	현금	주식	주식연계 상품	기타	현금지급 비율	주식지급 비율	주식연계 지급 비율
2018	평균	18.63	14.06	3.45	1.09	0.02	0.75	0.19	0.06
	최댓값	63.40	40.10	23.30	9.60	0.40	1.00	0.66	0.61
	최솟값	1.20	1.20	0.00	0.00	0.00	0.34	0.00	0.00
2017	평균	26.81	16.31	2.71	7.78	0.03	0.61	0.10	0.29
	최댓값	208.00	83.20	24.00	124.80	0.50	1.00	0.55	0.60
	최솟값	5.70	4.20	0.00	0.00	0.00	0.40	0.00	0.00
2016	평균	13.30	9.13	2.90	1.26	0.02	0.69	0.22	0.09
	최댓값	42.00	38.70	24.00	10.60	0.30	1.00	0.57	0.67
	최솟값	2.64	2.64	0.00	0.00	0.00	0.33	0.00	0.00
2015	평균	13.54	9.58	2.36	1.59	0.00	0.71	0.17	0.12
	최댓값	41.60	30.70	18.00	11.10	0.00	1.00	0.57	0.58
	최솟값	4.40	3.40	0.00	0.00	0.00	0.42	0.00	0.00
2014	평균	13.98	10.17	2.44	1.37	0.00	0.73	0.17	0.10
	최댓값	49.00	39.00	18.10	10.00	0.00	1.00	0.52	0.42
	최솟값	1.60	1.60	0.00	0.00	0.00	0.48	0.00	0.00
2013	평균	26.39	14.67	1.46	10.26	0.00	0.56	0.06	0.39
	최댓값	329.00	164.50	10.40	164.50	0.00	1.00	0.54	0.50
	최솟값	1.30	1.30	0.00	0.00	0.00	0.15	0.00	0.00
전체		2100.65	1380.68	286.55	432.42	1.20	0.66	0.14	0.21

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서

〈표 II-7〉 손해보험회사 임원 성과보수 형태

(단위: 억 원)

연도	구분	총 성과 보수	현금	주식	주식연계 상품	기타	현금지급 비율	주식지급 비율	주식연계 지급 비율
2018	평균	28.81	10.93	1.56	16.22	0.00	0.38	0.05	0.56
	최댓값	197.00	50.90	17.20	146.10	0.00	1.00	0.43	1.00
	최솟값	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2017	평균	63.08	23.35	7.20	32.53	0.00	0.37	0.11	0.52
	최댓값	245.00	98.00	79.20	170.50	0.00	1.00	0.77	0.76
	최솟값	1.80	1.70	0.00	0.00	0.00	0.23	0.00	0.00
2016	평균	26.10	10.80	0.00	15.30	0.00	0.41	0.00	0.59
	최댓값	168.70	51.20	0.00	117.50	0.00	1.00	0.00	0.71
	최솟값	2.36	2.36	0.00	0.00	0.00	0.29	0.00	0.00
2015	평균	16.14	7.40	0.00	8.74	0.00	0.46	0.00	0.54
	최댓값	95.00	34.00	0.00	61.00	0.00	1.00	0.00	0.64
	최솟값	3.70	3.70	0.00	0.00	0.00	0.36	0.00	0.00
2014	평균	6.17	3.44	0.46	2.27	0.00	0.56	0.07	0.37
	최댓값	30.00	14.00	4.60	16.00	0.00	1.00	0.61	0.60
	최솟값	2.13	2.13	0.00	0.00	0.00	0.39	0.00	0.00
2013	평균	19.97	10.10	0.00	9.87	0.00	0.51	0.00	0.49
	최댓값	138.00	69.00	0.00	69.00	0.00	1.00	0.00	0.61
	최솟값	1.47	1.47	0.00	0.00	0.00	0.39	0.00	0.00
전체		1739.44	714.35	101.06	924.03	0.00	0.41	0.06	0.53

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서

〈표 II-8〉~〈표 II-10〉은 2013~2018년 국내 보험회사 최고경영자(CEO) 보상체계의 현황을 보여주고 있다.<sup>15)</sup> 동 기간 동안 보험회사 CEO의 보상에서 총 보수 대비 성과급의 비율은 40.5%(생명보험 39.1%, 손해보험 41.8%)로 임원보수의 사례에서와 같이 전체 보상에서 성과와 연동되는 보수의 비율이 고정보수인 기본급에 비해 낮

15) 2013년부터 2018년까지 사업보고서에 연간 보수액이 5억 원 이상인 CEO의 보수를 공개한 총 15개 보험회사(생명보험 7개, 손해보험 8개)의 CEO 보수에 대한 현황임

은 수준인 것으로 나타났다. CEO 성과급의 구성요소에 대해서는 현재 보험회사의 지배구조 및 보수체계 연차보고서는 개별 임원이 아닌 임원 전체에 대한 보수액과 그 구성요소만을 공시하고 있고 사업보고서는 CEO의 성과급의 총액만을 기재하고 있어 CEO의 성과급이 어떻게 구성되어 있는지 정확하게 파악할 수 없는 상황이다.

〈표 II-8〉 국내 보험회사 CEO 보상체계

(단위: %)

연도	기본급/ 총 보수	성과급(상여) /총 보수	주식매수 선택권 행사이익/총 보수	기타 근로소득/ 총 보수	퇴직소득/ 총 보수	기타소득 /총 보수
2018	0.55	0.41	0	0.04	0	0
2017	0.42	0.56	0	0.02	0	0
2016	0.60	0.37	0	0.03	0	0
2015	0.48	0.29	0	0.01	0.22	0
2014	0.57	0.37	0	0.04	0	0
2013	0.45	0.44	0	0.11	0	0
평균	0.50	0.41	0	0.05	0.04	0

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서

〈표 II-9〉 생명보험회사 CEO 보상체계

(단위: %)

연도	기본급/ 총 보수	성과급(상여) /총 보수	주식매수 선택권 행사이익/총 보수	기타 근로소득/ 총 보수	퇴직소득/ 총 보수	기타소득 /총 보수
2018	0.56	0.39	0	0.05	0	0
2017	0.52	0.21	0	0.27	0	0
2016	0.67	0.33	0	0.00	0	0
2015	0.43	0.56	0	0.01	0	0
2014	0.60	0.37	0	0.03	0	0
2013	0.49	0.47	0	0.04	0	0
평균	0.54	0.39	0	0.07	0	0

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서

〈표 II-10〉 손해보험회사 CEO 보상체계

(단위: %)

연도	기본급/ 총 보수	성과급(상여) /총 보수	주식매수 선택권 행사이익/총 보수	기타 근로소득/ 총 보수	퇴직소득/ 총 보수	기타소득 /총 보수
2018	0.52	0.44	0	0.04	0	0
2017	0.39	0.59	0	0.02	0	0
2016	0.57	0.40	0	0.03	0	0
2015	0.38	0.23	0	0.01	0.38	0
2014	0.65	0.33	0	0.02	0	0
2013	0.41	0.43	0	0.16	0	0
평균	0.46	0.42	0	0.03	0.09	0

자료: 각 연도 보험회사별 사업보고서

앞서 설명한 바와 같이 2013년 5월 자본시장법 개정은 연간 보수액이 5억 원 이상인 상장회사의 임원에 대해서 개인별 보수액과 그 구체적인 내용을 사업보고서에 공시하는 것을 의무화하고 있다. 이러한 개별 임원의 보수에 대한 공시는 경영자 보수체계의 투명성 강화를 통해 경영자 보상이 기업의 성과와 제대로 연동되어 결정되고 있는지를 주주들이 판단할 수 있게 함으로써 주주와 경영자 사이의 정보 비대칭성에서 발생하는 대리인 문제를 해결하는데 그 목적을 두고 있다. 또한 자본시장법 제159조 제2항과 시행령 제168조 제2항은 사업보고서에 보수가 5억 원 이상인 임원의 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법을 공시하도록 하고 있다. 그러나 보수의 산정기준과 방법에 대해서는 회사의 자율로 정하도록 하고 있어 회사에 따라 공시 수준은 차이를 보이고 있다. 현재 다수의 보험회사들은 단순히 보수의 총 금액만을 공시할 뿐 실제로 보수의 구체적인 산출 공식이나 근거는 공시하지 않고 있다. 이에 대한 구체적인 예로서 2018년 국내 한 보험회사의 사업보고서의 임원 보수공시를 통해 대표이사(CEO)의 보수의 산정기준 및 방법을 살펴보면(〈그림 II-1〉 참조), 먼저 고정급인 CEO의 기본 급여는 임원처우 규정에 대한 이사회결의에 따라 직급, 업무의 성격, 업무의 수행 결과를 고려하여 결정된다고 서술되어 있다. 그러나 국내 보험회사 CEO의 보상체계에서 기본급의 비율이 대부분(약 60%)을 차지하는 것을 고려할 때 이렇게 간

략하고 모호한 정보만을 가지고는 주주나 이해관계자들이 어떤 산출기준과 방법을 통해 임원의 기본급 수준과 비율이 결정되고 있는지 이해하기가 매우 어렵다.

다음으로 성과에 연동하는 보수(Incentive Plans)를 의미하는 상여금에 대해서는 해당 회사 CEO의 연간 총 급여가 8억 4천만 원이므로 월 급여는 7천만 원으로 계산되고 설 상여 및 추석상여가 각각 월 급여의 100%이므로 이를 제외한 나머지 모든 상여금의 합은 20억 8천 8백만 원으로 추정된다(22억 2천 8백만 원-1억 4천만 원). 또한 CEO의 목표인센티브는 부서별 목표 달성도에 따라 최대 월 급여의 200%(1억 4천만 원)를 받을 수 있도록 하고 있는데 이는 CEO 본인이 결정하도록 하고 있다. 성과인센티브 역시 CEO 본인의 결정으로 회사가 목표이익을 초과할 경우 초과이익의 20%를 재원으로 하여 기준 연봉의 50% 내(최대 4억 2천만 원)에서 연 1회 지급하도록 하고 있다. 이와 같은 정보를 근거로 만약 해당회사 CEO가 성과목표를 최대치로 달성하였다고 가정하면 5억 6천만 원을 받게 되어 이를 제외한 나머지 상여의 합은 15억 2천 8백만 원일 것으로 추정된다. 그러나 목표와 성과 인센티브의 지급기준인 부서의 목표달성도와 회사 목표이익을 명확히 공개하지 않는 모호한 정보공시는 경영자들이 구체적으로 어떻게 목표와 성과를 달성하여 성과급을 지급받게 되었는지를 전혀 알 수 없는 구조로 되어 있다. 특별히 가장 큰 문제점은 이사회가 아닌 CEO 자신이 본인의 성과보수를 직접 결정하도록 하는 구조에 있는데, 이는 주주와 경영자 사이의 이해상충에서 오는 대리인 문제를 더욱 심화시킬 수 있다.

마지막으로 장기 성과 인센티브의 공시에 있어서는 수익성 지표인 자기자본수익률(ROE), 주당수익률, 세전이익률 등을 평가하여 3년간 분할 지급하는 것으로 기재하고 있는데 구체적으로 위의 성과 평가지표들을 가지고 어떤 구체적인 산정공식을 사용하여 장기 성과급이 결정되었는지에 대한 설명이 없다. 또한 질(質) 중심 경영을 지속적으로 추구하고 변화와 혁신의 리더십을 추구하여 경영체질을 개선한 점 등과 같은 비계량적 지표들도 함께 성과평가에 고려하였다고 언급하고 있는데, 이러한 지표들을 어떻게 사용하여 성과평가에 반영하였는지에 대한 내역들도 공시하고 있지 않다. 결국 이러한 공시정보를 가지고는 전체 상여금 액수 22억 2천 8백만 원 중 약 69%에 해당하는 15억 2천 8백만 원에 대한 구체적인 지급근거를 파악할 수 없다. 이러한 사실을

종합해 볼 때 보수의 산정기준과 방법의 공개에 대한 명확한 규제와 가이드라인 없이 보수의 산정 기준 및 방법의 공시를 기업의 자율에 맡기고 있는 현행 경영자 보수 공시 제도는 경영자의 보수가 회사의 성과와 어떻게 연동되고 있는지를 주주나 이해관계자들이 명확하게 파악할 수 없게 하고 있다.

한편 매년 사업연도 종료 후 3개월 이내에 공시되는 보험회사를 비롯한 금융회사의 지배구조 및 보수체계 연차보고서는 회사의 전체 임원에 대해 전년도와 당해 연도에 지급된 보상액, 성과급의 금액과 형태, 이연 보수의 금액과 형태 등에 대한 정보를 제공하고 있다(〈그림 II-2〉 참조). 그러나 동 보고서는 등기 및 미등기 임원 모두에게 지급된 보수총액과 임원 전체에 대한 1인당 평균금액에 대한 정보만을 공시하고 있을 뿐 개별 임원의 보수에 대한 변동 성과급의 형태나 이연보수의 비율 등에 대한 정보는 제공하지 않고 있다. 이러한 이유로 현행 경영자 보수공시를 통해서는 CEO와 같은 주요 정책 결정권자의 보상체계에서 성과보수의 구성과 성과급에서 이연보수의 비율 등에 대해서는 알 수가 없는 실정이다.

〈그림 II-1〉 사업보고서에서 임원보수 공시 예시

1. 개인별 보수지급금액

(단위 : 백만원)

이름	직위	보수총액	보수총액에 포함되지 않는 보수
김	대표이사	3,158	-
김	이사	722	-

2. 산정기준 및 방법

이름	보수의 종류		총액	산정기준 및 방법
김 대표이사	근 로 소 득	급여	8억4천만원	·임원처우규정(이사회 결의)에 따라 직급(사장), 위임업무의 성격, 위임업무 수행결과 등을 고려하여 보수를 결정하고 8억4천만원을 매월 균등분할지급
		상여	22억2천8백만원	·설/추석상여 : 各 月급여 100% 지급
				·목표인센티브 : 부서별 목표 달성도에 따라 대표이사가 결정하며, 月급여의 0 ~ 200%內에서 年 2회 분할지급 (조직별 성과에 따라 가감지급)
				·성과인센티브 : 회사손익목표 초과時 이익의 20%를 재원으로 대표이사가 결정하며, 기준연봉의 0 ~ 50%內에서 年 1회 지급 (개인별 성과에 따라 가감지급)
	·장기성과인센티브 : ROE, 주당수익률, 세전이익률 등을 평가하여 3年 평균연봉을 기초로 주주총회에서 정한 이사보수한도內에서 산정하여 3年間 분할지급			
	*質중심의 경영을 지속 추구함으로써 손익 기반을 지속적으로 견고화하였고 실행력과 역량 발휘를 통해 경영성과를 창출하였으며, 리더십을 바탕으로 변화·혁신을 선도하여 보람있게 최초			
6年 연속 다우존스지속가능경영지수(DJSI) 최고 등급 '월드'로 선정되는데 기여함				
	주식매수 선택권 행사이익	-	-	
	기타 근로소득	9천만원	·복리후생 : 임원처우규정(이사회 결의)에 따라 처우를 제공	
	퇴직소득	-	-	
	기타소득	-	-	

〈그림 II-2〉 지배구조 및 보수체계 연차보고서에서 임원보수 공시 예시

1) 보수의 구분 (해당년도 발생액 기준)

(단위 : 명, 억원)

구분	수급자수 <sup>주1)</sup>	기본급 <sup>주2)</sup>	성과보수액 <sup>주3)</sup>		
			이연지급 대상		
전년도 (2017年)	임원	65	182	208	208
	금융투자업무 담당자	-	-	-	-
당해년도 (2018年)	임원	65	169	3.6	2.2
	금융투자업무 담당자	-	-	-	-

2) 성과보수의 형태 (해당년도 발생액 기준)

(단위 : 억원)

구분	성과보수액	현금	성과보수액			
			주식 <sup>주1)</sup>	주식연계 상품 <sup>주2)</sup>	기타 <sup>주3)</sup>	
전년도 (2017年)	임원	208	83.2	-	124.8	-
	금융투자업무 담당자	-	-	-	-	-
당해년도 (2018年)	임원	3.6	1.4	-	2.2	-
	금융투자업무 담당자	-	-	-	-	-

5) 이연보수액의 보수의 구분 (해당년도말 누적액 기준을 발생년도별로 구분)

(단위 : 억원)

구분	이연보수액	이연보수액					이전
		t기	t-1기	t-2기	t-3기		
전년도 (2017年)	임원	124.8	124.8	-	-	-	-
	금융투자업무 담당자	-	-	-	-	-	-
당해년도 (2018年)	임원	20.6	2.2	18.4	-	-	-
	금융투자업무 담당자	-	-	-	-	-	-

6) 이연보수의 조정

(단위 : 억원)

구분	이연보수액 축소액 <sup>주1)</sup>	이연보수액		직·간접적 조정에 노출된 금액 <sup>주4)</sup>
		직접적 조정 <sup>주2)</sup>	간접적 조정 <sup>주3)</sup>	
전년도 (2017年)	임원	-	-	53.4
	금융투자업무 담당자	-	-	-
당해년도 (2018年)	임원	-7.3	-	25.7
	금융투자업무 담당자	-	-	-

---

## Ⅲ. 주요국의 경영자 보상 관련 규제 및 현황

---

미국·영국과 같은 서구 국가들에서 경영자 보상에 대한 규제는 오랜 역사를 가지고 있으며 주로 기업가치의 향상을 위한 효율적 보상체계의 설계 및 보상정책에 대한 투명성을 강화하는 방향으로 발전되어 왔다. 우리나라와 비슷한 경영자 보상체계를 가지고 있는 일본의 경우에도 최근에 임원보수 공시에 대한 규정을 변경하여 경영자 보상에 대한 투명성과 객관성을 국제적 수준으로 끌어올리려 노력하고 있다. 본 장에서는 미국, 영국, 일본 등 해외 주요국의 경영자보상에 관련된 규제의 변화 및 보상체계의 현황을 살펴본다. 그리고 여기서 논의된 내용을 바탕으로 향후 V장에서 국내 보험회사 경영자 보상체계의 개선과 발전을 위한 방안을 모색하고자 한다.

### 1. 미국

#### 가. 미국 경영자 보상 관련 규제

본 절은 미국의 경영자 보상에 대한 규제를 보수의 공시에 관한 규정과 보상의 결정과정에 대한 규정으로 나누어 살펴본다. 미국에서 경영자 보수의 공시에 대한 규제는 1933년 증권법(Securities Act of 1933)으로부터 시작되어 80년이 넘는 긴 역사를 가지고 있으며 주로 경영자 보수에 대한 문제점들이 먼저 발생하고 이에 대한 대응 방안으로 단계적으로 이에 대한 규제가 발전해 왔다.<sup>16)</sup> 경영자 보수의 공개 대상자는

---

16) 미국에서 1930년 경영자 보수에 대한 공시규제의 도입은 1929년의 주가폭락을 계기로 임원 보수를 둘러싼 많은 소송의 제기와 고액 보수에 대한 세간의 비판으로 인해 시작되었음. 1990년대에 주식 기반 보상의 활성화에 따른 경영자 보수액의 과도한 증가는 경영

1934년에 이사와 집행임원에서 1983년 집행임원만으로 바뀌었다가 1992년 이후 집행임원과 이사로 변천하여 왔지만, 규제의 주요 대상은 이사의 보수가 아니라 CEO와 같은 최고 집행임원(Executive Officer)의 보수였다. 1930년 보수 공시규제의 도입 이전에 미국은 전통적으로 기업의 자발적인 노력을 존중하고 정부의 개입을 최소화하는 입장에 있었지만 1929년의 주가폭락을 계기로 정부가 주식시장에 개입할 필요성이 인식되어 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권 거래법(Securities Exchange Act of 1934)이 제정되었다. 1933년 증권법은 상장기업에 의해 증권거래위원회(Securities Exchange Commission, 이하, 'SEC'라 함)에 보고되는 제출서류들에 대한 서식규정(Regulation S-K)을 제정하였고 1934년 증권거래법은 연례 주주총회를 위해 회사들이 위임장 설명서(Proxy Statement)를 제출하도록 법제화 하였다. 이후 미국 증권거래위원회는 1938년 8월부터 회사들이 위임장 설명서에 경영자 보수에 대한 정보를 공시하도록 의무화하였다. 1934년 증권거래법의 Schedule 14A는 위임장 설명서에 기재할 정보를 자세하게 규정하고 있어 위임장 설명서는 일반적으로 Schedule 14A<sup>17)</sup>로 알려져 있다. 위임장 설명서는 크게 표 형식(Tabular Form)으로 공개되는 보수액의 공개와 서술 형식(Narrative Form)으로 공개되는 보상의 원칙에 대한 공개로 구성되어 있다. 미국의 경영자 보수의 공시에 있어 핵심은 Jensen and Murphy(1990)가 강조한 바와 같이 보수의 액수가 아니라 구체적인 지불방식("It's not how much you pay, but how")에 있으며, 주주를 비롯한 기업의 이해관계자들은 회사의 보수체계의 설계 및 운용과 결정정책에 관한 사항을 기업 가치평가와 투자가치 판단을 위한 중요한 정보로 여기고 이를 매우 중시하여 왔다. 미국 상장회사들에 대한 공시규정에 대한 시대적 추이를 살펴보면, 1933년 증

---

자 보상과 성과 간의 연동성에 대한 의문을 불러 일으켰음. 2000년대에는 CEO와 직원 간의 보수격차에 관한 논의가 시작되었고 경영자의 고위험 투자와 감독 당국의 적절한 감독 및 규제의 부재로 발생한 2008년의 글로벌 금융위기는 금융회사의 보상체계에 대한 투명한 공시를 가속화하였음

17) Schedule 14A는 Regulation S-K에 의해 요구되는 경영자 보상에 대한 정보를 포함하고 있으며 SEC는 경영자 보수의 공개에 대한 규정에 대해 1978년, 1992년, 2006년에 주요 개정(Major Amendments)을 2002년과 2009년에 소폭개정(Minor Amendments)을 단행하였음

권법과 1934년 증권 거래법은 각각 경영자 보수의 총액과 개별 경영자의 보수에 대한 공시를 의무화하였으며, 미국 증권거래위원회(SEC)는 1934년부터 1978년까지 상장회사들이 연례 위임장 설명서에 가장 높은 보상을 받는 상위 3명의 경영자의 보상체계(기본급, 보너스, 주식, 옵션 등)에 대한 정보를 공개하도록 의무화하였다. 보수의 개인별 공개의 원래 대상은 총 2만 달러 이상의 보수를 수령하는 이사 및 임원의 보수였으나 보수의 규모는 1978년 5만 달러, 1983년에 6만 달러, 1992년에 10만 달러로 꾸준히 인상되어 왔다. 또한 SEC는 1942년부터 상장 회사들이 단순히 서술 형식으로 경영자의 보수를 보고하기 보다는 구체적인 수치를 포함한 요약보수표(Summary Compensation Table)를 사용하여 경영자 보수와 관련된 자세한 정보를 공개하도록 하였으며 1952년에 이러한 공개가 확대 시행되었다.

1979년 경영자 보상공시에 대한 규정의 개정은 개별 공시의 대상을 총 보수액 기준 상위 3명의 경영자에서 상위 5명(CEO와 다른 소득 상위 4명의 경영자들)으로 확대하였고 요약보수표에 포함되는 정보를 확충하였다. 1990년대 들어서면서 경영자 보상에 스톡옵션 같은 주식기반 보상(Stock-based Compensation)이 활성화되어 경영자 보수의 수준이 급격하게 증가함에 따라 보수와 성과와의 연동성 사이의 관계에 대한 의문이 일어나게 되었다. 이에 대한 대응으로 1992년에 개정된 공시 규정(1992 SEC Compensation Disclosure Rules)은 경영자 보상에 대해 이사회와 보상위원회의 주주에 대한 설명책임 강화를 목적으로 회사들로 하여금 소득 상위 5명의 경영자(CEO, CFO, 다른 소득 상위 3명의 경영자들)<sup>18)</sup>에 대해 과거 3년 동안 지급된 보수의 구성요소에 대한 광범위한 정보를 요약보수표에 기재하도록 하였다. 그리고 회사의 5년치 추가수익과 전체 주식시장과 산업 또는 동료 그룹(Peer Groups)의 추가수익을 비교하는 그래프도 공시하도록 하였다. 또한 1992년 공시개정은 경영자에게 지급된 스톡옵션과 주식평가 보상권(Stock Appreciation Rights, 이하 'SARs'라 함)<sup>19)</sup>의 수량, 옵션과 주식평가보상권의 행사와 기말 보유량에 대한 정보, 장기 성과급 지급계

18) 10만 달러 이하의 임원은 비공개로 할 수 있으나 CEO와 CFO의 경우 보수액이 10만 달러 미만인 경우에도 공개 대상임

19) 주식평가 보상권은 회사가 경영자에게 권리행사일의 주가와 미리 정한 가격과의 차이만큼 현금이나 자사의 주식으로 보상받을 수 있는 권리를 제공하는 형태의 보상을 의미함

획에 대한 정보들을 개별적인 표를 사용하여 공시하도록 하였다. 그러나 이러한 경영자 보수에 대한 공시의 표준화는 연도 간, 회사 간의 경영자 보수에 대한 비교를 가능하게 하였지만 지급된 주식과 옵션의 수량에 대한 정보만 공개할 뿐 그들의 가치에 대한 공개는 아직 의무화되지 않아 경영자가 받는 총 보수의 금액에 대해서는 정확하게 알 수는 없었다.

2002년 미국 기업이사협회(National Association of Corporate Directors: NACD) 등 여러 단체들은 경영자 보수에 관한 모범규준(Best Practices)을 제안하였다. 여기에는 경영자 보상의 공시형태, 보수의 결정과정에 대한 정보공개, 경영자 보수가 회사나 주주에게 미치는 경제적 영향, 경영자가 보유 중인 자사 주식을 처분할 의사 의 사전공표 등의 내용이 포함되어 있었다. 2006년 11월 발효된 경영자 보상 공시에 대한 규정(The 2006 Rules)은 이러한 내용들을 반영하여 요약보수표에 새롭게 부여된 주식과 옵션의 가치를 기재하도록 의무화하여 처음으로 회사들이 경영자의 총 보수액에 대한 정확한 정보를 공개하도록 하였다.<sup>20)</sup> 또한 동 개정은 회사가 스톡옵션을 지급한 경우 지급시점, 수량, 만기일 등과 관련된 정보뿐 아니라 행사가격(Exercise Price)을 결정하게 된 이유와 배경 등을 자세하게 기재하도록 하였다. 2006년 이전에 회사들은 성과급을 단기 성과급(현금 보너스)과 장기 성과급으로만 구분하여 보고했지만 2006년 개정에서는 만약 장단기 성과급이 이미 설정된 성과목표와 연동한다면 이를 비주식 인센티브 보상(Non-equity Incentive Compensation)으로 보고하고 만약 이들이 설정된 목표와 연동하지 않는다면 재량보너스(Discretionary Bonuses)로 공시하도록 규정하였다. 연금(Pension)의 공시에 있어서는 확정급여형(Defined Benefit)과 확정기여형(Defined Contribution) 퇴직연금에 대해 요약보수표에 이전에 공개되지 않았던 연금의 현재가치의 연간 변화금액을 기재하도록 하였다. 그리고 이전에 기타 연간 보상(Other Annual Compensation)에 포함되어 있던 비과세 이연보상(Non-qualified Deferred Compensation)과 10,000달러를 초과하는 경영자의 비금전적 혜택(Perks)의 금액을 요약보수표에 보고하도록 요구하였다. 또한

20) 요약보수표의 Column (e)와 (f)는 새롭게 부여된 주식과 옵션의 공정 가치(Fair Value)에 대한 정보를 제공하면서 총 보수액 항목(Column (j))의 공시를 가능하게 하였음

2006년 공시 개정은 보상의 결정에서 사용한 동료 그룹들에 대한 정보와 구체적으로 보상의 산정에서 어떻게 동료 그룹들을 벤치마킹하였는지에 대한 내용을 공개하도록 하였다. 2006년 보상공시의 개정에 포함된 가장 중요한 사항은 위임장 설명서에 새롭게 추가된 보상에 대한 논의와 분석(Compensation Discussion and Analysis, 이하, 'CD&A'라 함) 항목으로 여기에 회사의 보상정책과 이에 대한분석 및 향후 전망 등을 서술적 방식(Narrative Form)으로 상세하게 설명하도록 하였다. CD&A에 기재되어야 할 내용은 보상체계의 목적, 보상체계의 설계, 보수를 구성하는 개별요소, 보수의 개별 구성요소를 선택한 이유, 개별 구성요소의 산정 방법의 결정절차(가능하다면 구체적인 공식을 기재), 개별 구성요소가 어떻게 보수의 기본 목적에 어떻게 부합하고 다른 요소의 결정에 주는 영향을 주는가에 대한 설명, 주주총회의 권고적 결의를 어떻게 보상정책에 반영하고 있는지에 대한 설명 등이다. 만약 회사가 CD&A를 부정확하게 기재한 것이 밝혀지면 증권거래법상 허위진술에 의한 손해배상 책임의 대상이 되며 이에 대해 사기적인 누락행위가 발생할 경우 회사는 무거운 책임을 지게 되어 있다. <표 III-1>은 2006년 공시 규정의 개정으로 인한 경영자 보상에 대한 요약보수표의 구성을 보여주고 있다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 미국 대형금융회사들에 대한 감독강화와 소비자 보호를 목적으로 2010년 7월에 제정된 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 이하, 'DFA'라 함)<sup>21)</sup>은 경영자 보수의 공시에 관한 중요한 규정을 포함하고 있다. DFA 제953조는 성과와 보수 간의 상관관계의 공시를 의무화하기 위한 규정을 증권거래법에 추가하였으며 CEO의 총 보수 대비 다른 모든 임직원의 총 보수의 중간 값의 비율인 보수격차(Pay Ratio)를 산출하고 이를 위임장 설명서에 기재하도록 하였다.<sup>22)</sup> 또한 DFA와는 별도로 2009년에 개정

21) DFA는 총 16장으로 구성되어 있으며 그 중 제9장 Subtitle E-Accountability and Executive Compensation의 제951~제957조는 임원의 보수에 관한 규정을 설명하고 있음

22) 1990년에 약 108배였던 CEO와 다른 임직원 사이의 보수격차는 2000년에 약 525배로 확대되어 2000년대 들어 경영자와 직원과의 보수대비에 대한 관심이 더욱 증가하였음. 미국 증권거래위원회는 보수격차(Pay Ratio)의 보고대상을 금융회사(2010년), 대기업(2015년), 상장기업(2017년)으로 점차 확대하였음

된 경영자 보수 공시규정은 경영자 보상정책이 회사의 리스크관리에 부정적으로 영향을 미칠 가능성이 존재하는 경우에 이에 대한 정보를 공개하도록 하였다.

〈표 III-1〉 미국의 경영자 보상에 대한 요약보수표(Summary Compensation Table)

Name and Principal Position (a)	Year (b)	Salary (\$) (c)	Bonus (d)	Stock Award (\$) (e)	Option Award (\$) (f)	Non-equity Incentive Plan Compensation (\$) (g)	Change in Pension Value and Nonqualified Deferred Compensation Earnings (\$) (h)	All Other Compensation (\$) (i)	Total (\$) (j)
성명 및 직위	연도	기본급	보너스	주식 교부	스톡옵션 교부	비주식 인센티브 보상	연금가치의 변동 및 이연된 보수 소득	기타 보상	총 보수
CEO									
CFO									
Executive 1									
Executive 2									
Executive 3									

다음으로 미국에서 경영자 보수의 결정과정에 관한 규제는 주주의 이익을 보호하고 기업의 가치를 제고하기 위한 보수체계의 구축을 목적으로 발전해 왔다. 구체적으로 이에 대한 규제는 독립적인 사외이사에 의해 구성되는 보상위원회를 통해 경영자의 보수에 대한 감독을 강화하고, 주주들이 경영자 보상의 결정과정에 참여할 수 있도록 하여 주주의 감시 및 통제기능을 제고하기 위한 방향으로 이루어져 왔다. 미국의 각 주의 회사법은 일반적으로 경영자 보수의 결정권한을 이사회에 부여하고 있다. 한 예로 델라웨어 주 회사법(Delaware General Corporation Law)에서는 이사회가 경영자 보상을 결정할 권한을 가지고 있으며 성과보수에서 스톡옵션과 주식의 부여조건도 이사회 결의로 정할 수 있도록 하고 있다. 그러나 주별 회사법은 보상위원회나 주주의 보상결정의 참여에 대한 구체적인 규정을 두고 있지 않아 이에 대한 규정은 주로 증권법과 증권거래소의 규칙에 의해 규제되고 있다. 1990년대 들어 미국 상장 회

사들은 경영자의 보상정책을 수립하고 보상결정의 객관성과 공정성을 확보하기 위한 목적으로 이사회 내에 보상위원회(Compensation Committee)를 설치하기 시작하였다. 보상위원회는 경영자의 성과를 평가하여 보상의 수준을 결정하거나 보상에 대해 이사회에 권고하는 권한을 이사회로부터 위임받게 되었다. 1992년 보수 공시에 관한 규정의 개정은 보상위원회가 경영자의 보상을 심사하고 결정하는 역할을 제대로 수행하고 있는지의 여부를 평가하기 위해 보상위원회의 구체적인 활동내용을 보상위원회 보고서에 기재하여 공시하도록 하였다. 그러나 보상위원회는 경영자와 우호적인 관계가 있는 사람이나 다른 회사의 CEO가 보상위원회의 위원으로 임명되는 등 독립성에 있어 문제점을 드러내었다. 이와 같은 문제를 해결하기 위해 2002년 7월에 시행된 사베인스-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act, 이하, 'SOX'라 함)의 제301조는 상장회사에 대해 경영진 및 지배주주로부터 독립적인 감사위원회(Audit Committee)의 설치를 의무화하였다. 이에 따라 미국 증권거래위원회(SEC)는 증권거래소에 대해서 독립이사만으로 구성되는 감사위원회를 설치하지 않은 회사에 대해서는 상장을 허용하지 않도록 하는 규칙(SEC Rule 10A-3)을 제정하였다. 2003년 11월에 개정된 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange, 이하, 'NYSE'라 함)의 상장규정<sup>23)</sup>은 감사위원회뿐 아니라 보상위원회의 구성에 있어서도 회사들이 전원 독립된 사외이사들만으로 구성된 보상위원회를 가질 것을 처음으로 의무화하였다. 또한 개정된 뉴욕증권거래소의 상장규칙은 회사가 보상위원회의 설치목적과 책임을 규칙으로 정하도록 하였다.<sup>24)</sup> 2006년 경영자 보수 공시의 개정은 보상위원회에 대한 규칙의 존재 여부, 보상위원회의 권한의 범위, 경영자 보수결정에서 보상자문역이 수행한 역할 등을 공개하도록 하였다. 2010년 제정된 DEA 제952조는 기존 규정들을 강화하여 보상위원회

23) 뉴욕증권거래소 상장규정은 최근 3년 이내에 회사의 직원이었던 자, 최근 3년 중 12개월 동안 보상위원회 위원으로 일하면서 받은 보상 이외에 회사에서 10만 달러 이상을 받은 자, 회사의 외부 감사인 등은 독립적 사외이사에서 제외하도록 하였음

24) 회사의 보상위원회에 대한 규칙은 최소한 다음의 세 가지 사항을 포함하도록 하였음.  
1) 보상위원회는 CEO의 성과목표 달성정도를 근거로 하여 적절한 보상수준을 결정해야 함  
2) CEO가 아닌 경영자의 보수에 대해서는 이사회에 권고하고 인센티브 보상과 주식 보상에 대해서는 이사회 승인을 받아야 함 3) 각 사업연도의 보상위원회 활동에 대한 보상위원회 보고서를 작성하고 공개해야 함

의 독립성 확대를 위해 보상위원회에 보상 자문역(Compensation Consultants)<sup>25)</sup>들에 대한 임명권 및 보상과 감독에 대한 책임을 부여하였으며 보상 자문역의 회사와의 관계에서 잠재적 이해충돌과 관련된 사항들을 위임장 설명서에 구체적으로 공개할 것을 의무화하였다.<sup>26)</sup> 2012년 9월 미국 SEC는 뉴욕증권거래소(NYSE)와 나스닥(NASDAQ)이 보수위원회의 구성과 기능에 관한 위와 같은 사항들을 상장규정에 반영하여 2013년 1월부터 시행하도록 하였다.

경영자 보상의 결정에 대해 주주의 권리를 확대하기 위한 주주의 권고투표(Say-on-Pay)에 대해서는 각 주별 회사법은 이에 대한 구체적 규정을 두지 않고 있다. 1992년 이전에 미국 증권거래위원회(SEC)는 경영자 보수는 회사의 통상적 사업의 부분(Firm's Ordinary Business)이라는 판단 아래 경영자 보수에 대한 주주의 제안이 회사의 위임장 설명서에 포함되는 것을 금지하였다. 그러나 이러한 통상적 사업에 대한 정의는 시간이 지남에 따라 변화되어 1992년에 SEC는 주주가 경영자 보수에 대해 의견을 활발하게 표출할 수 있도록 하기 위해 위임장 규칙을 수정하였다. 이에 따라 1992년부터 주주들은 경영자 보수에 대해서 비구속적 권고적 결의를 제안할 수 있게 되었고 위임장 서류에 주주에 의해 제출된 제안들의 포함이 의무화 되었다. 2003년 6월에 SEC에 의해 승인된 뉴욕증권거래소와 나스닥의 상장규칙 개정은 경영자의 성과보수체계에서 주식보상 계획의 설정 및 변경에 대해 원칙적으로 주주의 승인을 필요로 하도록 하였으나, 주주의 승인은 주식 보상계획의 설정 및 개정에 대해서만 한정되어 있었다. 2010년 발효된 DFA 제951조에 의해 신설된 증권거래법 제14조는 상장 회사에 대해 개별 임원보수에 대한 주주 승인권(Say-on-Pay) 규정을 도입하여 처음으로 경영자의 보상에 대해 주주의 승인이 필요하도록 하였다. 따라서 회사들은 2011년 1월 21일과 이 이후에 열리는 첫 번째 연례 주주총회를 시작으로 적어도 매 3년에 한 번은 경영자 보수에 대한 비구속적 주주권고 투표(Non-binding Say-on-Pay)를

25) 보상자문역들은 보상위원회를 도와 경영자의 적절한 보상수준을 결정하고 보상체계를 설계하는 역할을 수행함. Murphy and Sandino(2010)의 연구는 보상 자문역은 경영자 보상과 성과 사이의 민감도에 영향을 미칠 수 있다는 사실을 보여주었음

26) 동 규정은 회사들이 보상 자문역과 관련된 이해상충의 본질(예를 들어, 보상 자문역의 독립성 여부와 보상 자문역이 보상 외에 회사에 다른 컨설팅 서비스들을 제공하는 경우 등)과 회사가 어떻게 이러한 이해상충 문제를 해결해 왔는지를 자세하게 기재하도록 하였음

실시하고 주주권고 투표가 1년, 2년, 또는 3년 주기로 가질 것인가를 결정하기 위한 추가적인 비구속적 주기에 대한 투표(Non-binding Say-on-Frequency)를 적어도 6년에 한 번 시행하도록 의무화되었다. 또한 SEC는 회사들이 경영자 보수의 결정 과정에서 가장 최근의 주주권고 투표의 결과들을 어떻게 반영하였는지의 여부를 공시하도록 의무화하는 규정을 시행하였다. 현재 미국에서 경영자 보상에 대한 주주 권고투표(Say-on-Pay)는 주주총회에서 주주에 의한 승인이 통과하지 않더라도 이사회에서 결의된 보수지급에는 영향을 미치지 않는다는 권고적 결의(Non-binding Advisory Resolution)로 되어 있다. 그러나 이러한 비구속적 결의는 이사회 결정을 번복하거나 임원을 구속하는 효력을 갖고 있지는 않지만 주주들이 경영자의 보수에 대한 주주의 의견을 표출할 수 있으므로 미래의 보상결정에 압력으로 작용할 수 있다.<sup>27)</sup>

마지막으로 미국에서 경영자의 단기이익과 과도한 위험추구를 방지하기 위한 경영자 성과보수에 대한 이연과 환수조항(Deferral & Clawback)에 대해 살펴보면, DFA 제956조는 금융기관의 과도한 위험 추구를 방지하기 위해 경영자의 성과급 중 50% 이상에 대해 3년 이상의 기간 동안 이연하여 지급하고 이연된 성과급은 지급기간 동안 실제성과에 따라 조정되도록 규정하였다. 구체적으로 이연기간이 3년인 경우 3년 후에 이연된 성과급을 일괄하여 지급하거나 3년 동안 매년 이연금액을 분할 지급할 수 있는데 이 경우 분할균등 지급액은 이연 총액의 1/3을 초과할 수 없도록 정하였다. 2002년 SOX의 제304조는 회사가 부적절 행위(Misconduct)로 인해 재무제표의 수정이 요구될 경우 이전 보고서 작성일 이후 12개월 동안의 CEO와 CFO의 보너스와 주식기반 보수를 통해 얻은 수익을 환수할 수 있도록 하였다. 2010년 DFA는 환수에 대한 규정을 더욱 강화하여 보상에 대한 환수를 CEO와 CFO뿐만 아니라 정책 결정에 참여한 모든 전·현직 임원들에 확대하고 환수제도의 조건과 금액을 구체적으로 법제화하였다. DFA 제954조는 중대한 과실로 인해 재무제표의 수정이 필요한 경우 수정된 재무제표를 기준으로 받지 않았어야 할 성과급의 과대 계상에 대해 3년 동안에 받은 보상의 부분을 환수할 수 있도록 하였다.<sup>28)</sup> 이를 시행하기 위해 SEC는 환

27) Cai and Walking(2011)은 미국에서 Say On Pay의 도입은 CEO의 과도한 보수 수준을 낮추고 보상의 성과에 대한 민감성을 증가시킨다는 사실을 발견하였음

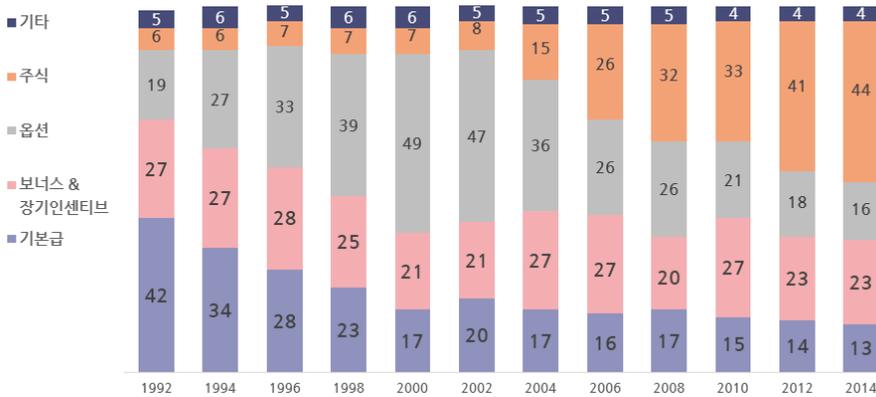
수정책을 채택·실행하고 공개할 것을 상장요건으로 의무화하였다. 2016년 발의된 DFA 제954조에 대한 개정안은 경영자의 성과급 체계에서 과도한 위험을 초래할 보상을 금지하였으며 경영자 보수의 축소 및 환수에 대한 국제적 추세를 반영하여 환수 가능기간을 3년에서 7년으로 연장할 것을 제안하였다.

### 나. 미국 경영자 보상체계 현황

미국의 경우 경영자 보상체계는 고정급인 기본급 중심에서 성과에 따른 변동보수 중심인 주식 기반보상(Stock-based Pay)으로 변화하여 왔다. 아래 <그림 III-1>을 보면 1992년 S&P500 회사들에서 CEO의 기본급 비중은 총 보수 대비 42%였으나 2014년에는 13%로 크게 감소하였으며 주식, 스톡옵션, 장기인센티브 등 변동 성과급의 비중은 52%에서 83%로 증가하였다.

<그림 III-1> 미국 S&P 500 기업의 CEO 보상체계 구성 변화

(단위: %)



자료: Edmans et al.(2017)

28) 환수의 집행은 무과실 원칙이 적용되어 경영자가 재무제표의 수정에 책임이 있는가의 여부와 무관하게 부정행위에 대한 직접적 잘못이 없더라도 적용됨

〈표 III-1〉~〈표 III-7〉은 미국 상장 보험회사의 임원과 CEO의 평균 보상에 대한 요약보수표를 보여주고 있다. 미국 상장 보험회사 보수체계는 크게 기본급, 현금보너스, 스톡옵션, 양도제한부 주식, 성과연동형 비주식 보상, 연금 및 기타 비금전적보상으로 이루어져 있다. 2008~2018년 미국 상장 보험회사<sup>29)</sup>들의 경우 임원의 총 보상에서 성과보수(스톡옵션, 주식 보상, 성과연동형 비주식 보상의 합)가 차지하는 비중은 68%(생명보험 70%, 손해보험 63%)인 반면 기본급은 16%(생명보험 15%, 손해보험 19%)에 불과한 것으로 나타났다. 이는 미국 보험회사의 경영자 보상체계가 주로 성과와 직접적으로 연계된 보상으로 설계되어 있다는 사실을 보여주고 있다. 동 기간 동안 미국 상장 보험회사 CEO의 총 보수를 살펴보면 기본급이 11%(생명보험 10%, 손해보험 15%)로 낮은 비중을 차지하고 있으나 성과급의 비율은 75%(생명보험 77%, 손해보험 69%)로 매우 높은 모습을 보이고 있다. 또한 2008년 글로벌 금융위기 이후 경영자 보상에서 스톡옵션의 비중이 감소하고 양도제한 조건부 주식 등 주식의 비중이 증가하는 경향을 보이는데 이는 금융위기를 겪으면서 스톡옵션의 부작용에 대한 인식에 기인한 결과로 볼 수 있다. 위의 결과들은 미국 보험회사들이 CEO에 대한 보상체계의 설계에 있어 성과와 연계되지 않는 고정보수보다는 스톡옵션과 양도제한부 주식 등을 성과급으로 지급하여 보상이 경영성과와 잘 연동되도록 하고 있다는 사실을 보여주고 있다. 〈그림 III-2〉는 미국 상위 50개 대형 보험회사 경영자의 성과급의 산정에 사용되고 있는 측정지표들을 보여주고 있다. 2018년 Mercer사의 조사에 따르면 미국의 대형 보험회사들은 성과급 산정을 위한 지표로 자기자본 이익률(ROE), 총 주주 수익률(TSR), 주당순이익(EPS), 장부가치(Book Value), 원수보험료(Direct Premium Written), 합산비율(Combined Ratio) 등을 사용하고 있는 것으로 나타났다.

29) 미국 상장회사의 경영자 보상에 대한 자료는 ExecuComp Database를 통해 수집하였으며 생명보험회사는 SIC code에 의한 분류로 6311 Life Insurance, 6321 Accident and Health Insurance, 6324 Hospital and Medical Service Plans를 포함하며, 손해보험회사는 6331 Property and Casualty Insurance, 6351 Surety Insurance, 6361 Title Insurance를 포함하고 있음. 연도별 회사의 수는 생명보험 22~27개, 손해보험회사 45~55개임

〈표 III-2〉 미국 상장 보험회사 임원 평균 보상

(단위: \$1000)

연도	기본금	보너스	주식교부	음선교부	비주식 인센티브 보상	연금가치의 변동 및 이연된 보수의 소득	기타 보상	총보수	기본금 /총 보수	보너스 /총 보수	주식 /총 보수	음선 /총 보수	비주식 인센티브 보상 /총 보수	연금가치 변동 및 이연된 보수 소득 /총 보수	기타 보상 /총 보수
2008	2598.4	861.2	4478.9	3020.4	1744.3	878.4	1476.2	15057.9	0.17	0.05	0.28	0.23	0.11	0.06	0.09
2009	2628.8	1215.3	3372.9	1678.4	2751.0	867.6	1000.9	13513.9	0.19	0.08	0.25	0.14	0.20	0.06	0.07
2010	2637.5	1103.1	4967.2	1405.1	2864.7	804.2	916.8	14698.0	0.17	0.07	0.34	0.11	0.20	0.06	0.06
2011	2607.6	713.5	4727.4	1338.0	2776.0	1118.3	831.7	14111.0	0.18	0.05	0.33	0.10	0.20	0.08	0.06
2012	2626.8	803.7	5492.5	1483.9	3130.3	1212.3	1061.7	15791.9	0.16	0.05	0.35	0.10	0.20	0.08	0.06
2013	2775.4	800.3	5209.5	1249.2	4590.6	360.9	946.0	15931.1	0.17	0.05	0.34	0.09	0.26	0.02	0.06
2014	2771.9	757.8	6514.5	1420.1	4626.2	1274.5	787.2	18149.8	0.15	0.04	0.36	0.09	0.25	0.08	0.04
2015	2632.0	713.4	4945.0	1486.6	3869.2	444.8	657.2	14748.2	0.17	0.04	0.34	0.11	0.26	0.03	0.04
2016	2668.0	810.5	5868.1	1446.5	3717.1	606.9	1286.6	16403.8	0.16	0.04	0.36	0.10	0.23	0.04	0.07
2017	2595.3	646.8	6025.6	1420.6	4467.8	656.0	1260.3	17072.3	0.14	0.03	0.35	0.09	0.27	0.04	0.07
2018	2538.2	510.5	5508.0	1054.7	4322.3	356.8	983.3	15273.8	0.15	0.02	0.37	0.07	0.28	0.03	0.07
전체	59593.6	17294.5	122453.2	40478.2	81870.7	19439.6	22550.0	363659.7	0.16	0.05	0.34	0.11	0.23	0.05	0.06

자료: ExecuComp Database

〈표 III-3〉 미국 상장 생명보험회사(Life &amp; Health) 임원 평균 보상

(단위: \$1000)

연도	기본금	보너스	주식교부	음선교부	비주식 인센티브 보상	연금가치의 변동 및 이연된 보수의 소득	기타 보상	총 보수	기본금 /총 보수	보너스 /총 보수	주식 /총 보수	음선 /총 보수	비주식 인센티브 보상 /총 보수	연금가치 변동 및 이연된 보수 소득 /총 보수	기타 보상 /총 보수
2008	2774.7	709.8	4111.9	5124.2	1776.1	1086.8	1199.2	16782.8	0.17	0.04	0.25	0.31	0.11	0.06	0.07
2009	2998.7	1222.2	4415.4	3392.9	3243.5	1080.5	1364.6	17717.8	0.17	0.07	0.25	0.19	0.18	0.06	0.08
2010	2877.4	1127.4	6191.5	2682.0	3628.2	1034.1	841.1	18381.7	0.16	0.06	0.34	0.15	0.20	0.06	0.05
2011	2892.3	933.8	6020.3	2343.9	3911.8	1538.3	1060.1	18700.5	0.15	0.05	0.32	0.13	0.21	0.08	0.06
2012	2820.8	682.4	6775.9	2457.2	3639.1	1833.4	910.5	19110.6	0.15	0.04	0.35	0.13	0.19	0.10	0.05
2013	3020.7	1010.5	7403.0	2101.9	3987.1	540.7	1233.4	19297.2	0.16	0.05	0.38	0.11	0.21	0.03	0.06
2014	3038.2	478.5	7518.5	2338.6	4659.3	1817.2	602.1	20452.3	0.15	0.02	0.37	0.11	0.23	0.09	0.03
2015	2914.7	435.3	7031.6	2680.0	4583.0	881.7	692.9	19219.2	0.15	0.02	0.37	0.14	0.24	0.05	0.04
2016	3027.1	653.3	8022.7	2700.8	5042.9	1195.7	840.9	21483.5	0.14	0.03	0.37	0.13	0.23	0.06	0.04
2017	2846.1	385.4	7977.4	2473.9	6618.2	1251.5	1104.8	22657.1	0.13	0.02	0.35	0.11	0.29	0.06	0.05
2018	2736.7	141.8	8109.3	1649.8	6073.2	877.9	1586.4	21175.1	0.13	0.01	0.38	0.08	0.29	0.04	0.07
전체	31947.3	7780.3	73577.3	29945.2	47162.5	13137.8	11435.9	214977.8	0.15	0.04	0.34	0.14	0.22	0.06	0.05

자료: ExecuComp Database

〈표 III-4〉 미국 상장 손해보험회사(Property &amp; Liability) 임원 평균 보상

(단위: \$1000)

연도	기본금	보너스	주식교부	음선교부	비주식 인센티브 보상	연금가치의 변동 및 이연된 보수의 소득	기타 보상	총 보수	기본금 /총 보수	보너스 /총 보수	주식 /총 보수	음선 /총 보수	비주식 인센티브 보상 /총 보수	연금가치 변동 및 이연된 보수 소득 /총 보수	기타 보상 /총 보수
2008	2510.3	936.9	4662.4	1968.5	1728.4	774.2	1614.7	14195.5	0.18	0.07	0.33	0.14	0.12	0.05	0.11
2009	2443.9	1211.9	2851.7	821.2	2504.7	761.1	819.1	11412.0	0.21	0.11	0.25	0.07	0.22	0.07	0.07
2010	2517.6	1090.9	4355.1	766.7	2483.0	689.2	954.7	12856.1	0.20	0.08	0.34	0.06	0.19	0.05	0.07
2011	2465.2	603.4	4081.0	835.1	2208.1	908.3	717.5	11816.2	0.21	0.05	0.35	0.07	0.19	0.08	0.06
2012	2529.8	864.3	4850.8	997.3	2875.9	901.7	1137.3	14132.6	0.18	0.06	0.34	0.07	0.20	0.06	0.08
2013	2652.7	695.2	4112.8	822.9	4892.4	271.0	802.3	14248.0	0.19	0.05	0.29	0.06	0.34	0.02	0.06
2014	2638.7	897.5	6012.5	960.8	4609.6	1003.1	879.8	16998.5	0.16	0.05	0.35	0.06	0.27	0.06	0.05
2015	2490.7	852.4	3901.7	889.9	3512.3	226.4	639.3	12512.7	0.20	0.07	0.31	0.07	0.28	0.02	0.05
2016	2488.5	889.1	4790.8	819.3	3054.2	312.5	1509.5	13864.0	0.18	0.06	0.35	0.06	0.22	0.02	0.11
2017	2469.9	777.5	5049.7	893.9	3392.6	358.3	1338.1	14279.9	0.17	0.05	0.35	0.06	0.24	0.03	0.09
2018	2438.9	694.9	4207.4	757.2	3446.8	96.2	681.8	12323.2	0.20	0.06	0.34	0.06	0.28	0.01	0.06
전체	27646.3	9514.1	48875.9	10533.0	34708.2	6301.8	11094.0	148638.8	0.19	0.06	0.33	0.07	0.23	0.04	0.07

자료: ExecuComp Database

〈표 III-5〉 미국 상장 보험회사 CEO 평균 보상

(단위: \$1000)

연도	기본급	보너스	주식교부	음선교부	비주식 인센티브 보상	연금가치의 변동 및 이연된 보수의 소득	기타 보상	총 보수	기본급 /총 보수	보너스 /총 보수	주식 /총 보수	음선 /총 보수	비주식 인센티브 보상 /총 보수	연금가치 변동 및 이연된 보수 소득 /총 보수	기타 보상 /총 보수
2008	702.8	315.5	1168.6	1052.6	608.5	374.6	211.4	4434.0	0.15	0.06	0.25	0.28	0.13	0.09	0.04
2009	741.1	521.7	1165.4	667.6	930.7	312.2	207.8	4546.6	0.15	0.12	0.25	0.17	0.20	0.06	0.04
2010	764.6	455.8	1776.5	646.1	1057.0	452.9	182.7	5335.6	0.13	0.08	0.33	0.13	0.20	0.09	0.03
2011	777.0	449.7	2110.2	661.6	1123.5	490.5	200.6	5813.1	0.12	0.07	0.37	0.12	0.20	0.09	0.03
2012	845.9	372.0	2770.7	628.8	1314.5	680.9	215.5	6828.2	0.12	0.05	0.41	0.09	0.19	0.12	0.03
2013	876.2	470.8	3157.4	1105.4	1601.7	188.7	269.8	7670.0	0.11	0.06	0.41	0.16	0.20	0.03	0.04
2014	897.7	378.1	2604.0	667.7	1705.9	971.5	256.7	7481.5	0.11	0.04	0.35	0.10	0.22	0.15	0.03
2015	901.0	321.3	2779.7	885.3	1788.6	191.1	221.6	7088.8	0.12	0.04	0.40	0.14	0.25	0.03	0.03
2016	937.3	340.9	3391.5	879.8	1895.3	298.3	242.0	7984.8	0.11	0.03	0.44	0.12	0.24	0.04	0.03
2017	966.9	452.2	3622.7	1422.9	2228.5	471.4	248.1	9412.6	0.09	0.04	0.39	0.16	0.24	0.06	0.02
2018	1042.4	185.0	4606.1	976.5	2507.8	134.3	299.3	9751.3	0.10	0.01	0.49	0.10	0.26	0.02	0.03
전체	19319.3	8234.1	65045.5	22864.1	36698.5	11193.8	5089.6	168445.0	0.11	0.05	0.39	0.14	0.22	0.07	0.03

자료: ExecuComp Database

〈표 III-6〉 미국 상장 생명보험회사(Life &amp; Health) CEO 평균 보상

(단위: \$1000)

연도	기본금	보너스	주식교부	음선교부	비주식 인센티브 보상	연금가치의 변동 및 이연된 보수의 소득	기타 보상	총 보수	기본금 /총 보수	보너스 /총 보수	주식 /총 보수	음선 /총 보수	비주식 인센티브 보상 /총 보수	연금가치 변동 및 이연된 보수 소득 /총 보수	기타 보상 /총 보수
2008	756.0	264.5	1424.5	2221.7	714.0	639.1	198.1	6217.9	0.12	0.04	0.23	0.36	0.11	0.10	0.03
2009	760.5	750.7	1459.4	1338.5	1059.4	330.0	231.3	5930.0	0.13	0.13	0.25	0.23	0.18	0.06	0.04
2010	809.7	605.2	2433.2	1122.8	1559.8	667.4	114.6	7312.6	0.11	0.08	0.33	0.15	0.21	0.09	0.02
2011	805.3	476.9	3277.4	1275.3	1843.8	891.9	155.1	8725.7	0.09	0.05	0.38	0.15	0.21	0.10	0.02
2012	919.6	218.9	3651.6	813.4	1718.6	1455.4	211.8	8989.3	0.10	0.02	0.41	0.09	0.19	0.16	0.02
2013	973.3	521.5	4442.1	2084.7	1933.4	393.4	374.7	10723.1	0.09	0.05	0.41	0.19	0.18	0.04	0.03
2014	977.9	223.0	3943.5	1273.5	2160.2	2169.7	265.8	11013.6	0.09	0.02	0.36	0.12	0.20	0.20	0.02
2015	1038.5	159.2	4182.4	1606.0	2600.7	389.2	205.8	10181.9	0.10	0.02	0.41	0.16	0.26	0.04	0.02
2016	1052.3	141.2	5545.6	1631.4	2788.0	547.6	248.9	11954.9	0.09	0.01	0.46	0.14	0.23	0.05	0.02
2017	1019.1	318.9	5275.4	2296.4	3230.1	920.6	244.3	13304.8	0.08	0.02	0.40	0.17	0.24	0.07	0.02
2018	1167.6	0.0	6997.6	1281.4	3503.1	284.8	262.5	13497.0	0.09	0.00	0.52	0.09	0.26	0.02	0.02
전체	10280.0	3680.0	42632.6	16945.1	23111.1	8689.0	2512.9	107850.7	0.10	0.03	0.40	0.16	0.21	0.08	0.02

자료: ExecuComp Database

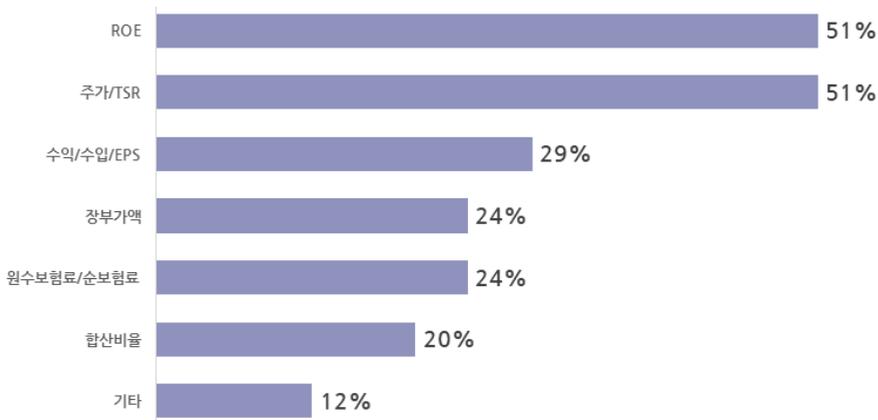
〈표 III-7〉 미국 상장 손해보험회사(Property &amp; Liability) CEO 평균 보상

(단위: \$1000)

연도	기본금	보너스	주식교부	음선교부	비주식 인센티브 보상	연금가치의 변동 및 이연된 보수의 소득	기타 보상	총보수	기본금 /총 보수	보너스 /총 보수	주식 /총 보수	음선 /총 보수	비주식 인센티브 보상 /총 보수	연금가치 변동 및 이연된 보수 소득 /총 보수	기타 보상 /총 보수
2008	676.2	341.0	1040.7	468.1	555.7	242.3	218.0	3542.1	0.19	0.10	0.29	0.13	0.16	0.07	0.06
2009	731.4	407.2	1018.4	332.2	866.3	303.3	196.1	3854.9	0.19	0.11	0.26	0.09	0.22	0.08	0.05
2010	742.1	381.1	1448.2	407.7	805.6	345.6	216.8	4347.1	0.17	0.09	0.33	0.09	0.19	0.08	0.05
2011	762.8	436.1	1526.6	354.7	763.4	289.8	223.4	4356.8	0.18	0.10	0.35	0.08	0.18	0.07	0.05
2012	809.0	448.5	2330.3	536.5	1112.4	293.6	217.3	5747.6	0.14	0.08	0.41	0.09	0.19	0.05	0.04
2013	827.6	445.4	2515.1	615.8	1435.9	86.3	217.3	6143.4	0.13	0.07	0.41	0.10	0.23	0.01	0.04
2014	857.6	455.6	1934.2	364.8	1478.7	372.4	252.1	5715.4	0.15	0.08	0.34	0.06	0.26	0.07	0.04
2015	832.3	402.3	2078.4	525.0	1382.6	92.1	229.5	5542.2	0.15	0.07	0.38	0.09	0.25	0.02	0.04
2016	879.8	440.7	2314.4	504.0	1448.9	173.6	238.5	5999.8	0.15	0.07	0.39	0.08	0.24	0.03	0.04
2017	940.8	518.8	2796.3	986.1	1727.7	246.8	250.0	7466.5	0.13	0.07	0.37	0.13	0.23	0.03	0.03
2018	979.8	277.5	3410.3	824.0	2010.2	59.1	317.7	7878.5	0.12	0.04	0.43	0.10	0.26	0.01	0.04
전체	9039.4	4554.1	22412.9	5919.1	13587.4	2504.8	2576.7	60594.3	0.15	0.08	0.37	0.10	0.22	0.04	0.04

자료: ExecuComp Database

〈그림 III-2〉 미국 상위 50개 상장 보험회사의 인센티브 보상지표



자료: Mercer(2018)

미국의 CEO 보상 공시의 예를 미국 손해보험회사인 Chubb. Ltd의 2018년 위임장 설명서(Proxy Statement)를 통해 살펴보면 위임장 설명서에서 CEO 보상에 대한 공시는 보상에 대한 논의와 분석(Compensation Discussion and Analysis, 이하, 'CD&A'라 함) 파트에서 보수의 결정절차에 대한 설명으로부터 시작한다. 〈표 III-8〉에서와 같이 CD&A는 회사의 경영자 보수산정에 대한 구체적인 프로세스에 대한 설명을 제공한다. 여기서 회사는 장단기 성과의 전략적 평가를 위한 보수의 범위 설정, 재무적·전략적 성과목표 설정, 성과목표 달성도 평가(절대 및 상대평가), 최종 CEO 보상금액 결정 등 4가지 프로세스에 대한 구체적 설명을 통해 최고경영자인 CEO의 보수가 어떤 기준과 방법을 통해 산정되고 있는지를 주주들과 이해관계자들이 명확하게 파악할 수 있도록 하고 있다. 다음으로 〈표 III-9〉는 장단기 인센티브 성과급에 대한 보상의 구조를 보여주고 있다. 이에 따르면 Chubb. Ltd의 CEO는 성과달성 여부에 근거하여 현금으로 지급되는 단기 성과급과 주식으로 지급되는 장기 성과급은 최소 \$0에서부터 최대 기본급의 5배(단기 성과급)와 9배(장기 성과급)에 해당하는 금액을 받을 수 있다. 또한 CEO가 최대 수준의 보상을 받기 위해서는 동료회사 그룹과 비교해 상위 25% 내의 실적을 달성해야 하고 이전 연도보다 높은 실적을 달성해야 한다는 것을 조건으로 하고 있다. 〈그림 III-3〉은 CEO의 재무성과에 대한 평가와 전략적 목표달성도 평가에 대한

정보를 상세하게 서술하고 있다. 절대적 재무성과에 대해서는 2017년 전 세계적인 거대재해(Catastrophe)의 발생으로 인한 손해액 증가의 영향에도 불구하고 2018년에 Chubb. Ltd는 작년에 비해 높은 재무성과를 달성하였으며 새로운 판매 채널 구축, 환경·사회·지배구조(ESG) 개발, 성장 동력 실행 등 전략적 목표도 성공적으로 달성했다는 사실을 보여주고 있다.

다음으로 CD&A는 CEO와 경영자들(Other Named Executives Officers)의 보상체계의 구성요소를 보여주고 있다(〈그림 III-4〉 참조). Chubb. Ltd의 CEO의 보상체계에서 기본급(7%)보다는 성과급(93%)이 거의 대부분의 비중을 차지하고 있으며 성과급은 현금으로 지급되는 단기 성과급(31%)과 스톡옵션, 양도제한부 주식, 성과연동 주식 등 주식의 형태로 지급되는 장기인센티브 성과급(62%)으로 구성되어 있다. 〈그림 III-5〉는 성과목표 달성도의 재무적 상대평가와 보수 수준의 결정을 위해 벤치마킹에 사용될 두 가지 동료그룹(Peer Groups)의 목록과 선정에 대한 이유를 설명하고 있다. Chubb. Ltd는 현재 재무성과의 상대평가를 위해서 5개 동료 손해보험회사들을 사용하고 있으며, 경쟁력 있는 CEO를 채용하고 보유하기 위한 보수 수준의 결정을 위해 회사규모와 사업 영역이 유사한 15개의 금융회사들을 동료그룹으로 사용하고 있다. 또한 CD&A는 당해 연도의 재무성과에 대해 주당 유형가치(Tangible Book Value Per Share Growth), 자기자본 이익률(Core Operating Return on Equity), 영업이익(Core Operating Income), 합산손해율(P&C Combined Ratio), 총 주주 수익률(Total Shareholder Return) 등을 다른 경쟁회사들의 동일 성과지표와 비교한 표를 제공함으로써 경영자의 보수의 적절성을 판단할 수 있도록 도움을 주고 있다(〈표 III-10〉 참조). 2018년도 Chubb. Ltd의 동료그룹 대비 상대적 재무성과를 살펴보면 주당 유형가치와 합산손해율에서 동료회사들에 비해 높은 실적을 달성하였고 전체적으로 동료회사들 대비 상위 34%(66th Percentile) 내에 드는 재무성과를 달성하였다는 사실을 알 수 있다.

〈그림 III-6〉은 서술형식으로 CEO 보수의 최종 결정금액에 대한 이유를 구체적인 공식과 함께 설명하고 있다. 2018년 Chubb. Ltd의 보수위원회는 절대적·상대적 성과평가와 회사의 전략적 성과의 달성 정도에 근거하여 기본급의 4.4배와 8.8배에 해

당하는 액수의 현금 단기 성과급과 주식 장기인센티브 성과급을 CEO에게 지급하였고 단기 성과급에 있어, 작년 대비 11% 증가는 회사의 재무성과의 개선에 근거한 것이고 장기 성과급은 보상과 장기 성과와의 연동을 위해 과거 4년 동안의 추세와 앞으로의 전망을 반영하여 작년에 비해 4% 증가를 결정하였다고 서술하고 있다. 마지막으로 <표 III-11>의 요약보수표(Summary Compensation Table)는 위의 과정을 통해 산정된 CEO와 경영자들에 대한 3년 치 보수의 구성요소와 총 보수액을 보여주고 있다. 이에 따르면 2018년 Chubb Ltd의 CEO인 Evan Greenberg는 총 20,357,484달러의 보수를 받았으며 미국 상장 보험회사 CEO 중에서 AIG의 Brian Duperreault의 20,854,669달러 다음으로 많은 보수를 받는 것으로 나타났다.<sup>30)</sup>

---

30) Pallordet C.(2019)

〈표 III-8〉 CEO 보상 프로세스

<p>1. CEO 보상의 범위 설정</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>다양한 성과 시나리오 아래 총 보수 산정을 위한 지표를 결정함</li> </ul> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="background-color: #d9e1f2; text-align: center;">최고범위</td> <td style="padding: 5px;">• 예상을초과하는성과</td> <td rowspan="3" style="text-align: center; vertical-align: middle;">▶▶▶</td> <td rowspan="3" style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">장단기총주주이익률(TSR) 성과의전략적평가</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">↕</td> <td style="padding: 5px;">• 예상과일치하는성과</td> </tr> <tr> <td style="background-color: #d9e1f2; text-align: center;">최소범위</td> <td style="padding: 5px;">• 예상보다낮은성과</td> </tr> </table>	최고범위	• 예상을초과하는성과	▶▶▶	장단기총주주이익률(TSR) 성과의전략적평가	↕	• 예상과일치하는성과	최소범위	• 예상보다낮은성과										
최고범위	• 예상을초과하는성과	▶▶▶	장단기총주주이익률(TSR) 성과의전략적평가																
↕	• 예상과일치하는성과																		
최소범위	• 예상보다낮은성과																		
<p>2. CEO 목표의 설정</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>보상위원회는 2018년 1분기에 재무목표, 사업목표, 전략목표들을 승인함</li> </ul> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <th colspan="2" style="background-color: #d9e1f2;">재무,사업,전략목표성과측정표</th> <th style="background-color: #d9e1f2;">주주가치</th> </tr> <tr> <td style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;"> <b>재무적 성과(75%)</b>                      • 주당 유형가치(tangible bookvalue per share)                      • 자기자본이익률(Return On Equity)                      • 핵심영업이익(Core Operating Income)                      • 손해보험 합산비율(P&amp;C Combined Ratio)                 </td> <td style="text-align: center; vertical-align: middle;">+</td> <td style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;"> <b>사업과 전략목표(25%)</b>                      • 신규보험판매채널 도입                      • 성장정책의 효과적 실행                      • 언더라이팅부문의 전략적 관리                      • 디지털기술과데이터분석 역량제고                      • 환경사회지배구조(ESG) 경영확대                      • 핵심인재의 보유, 인재개발, 다양성추구                 </td> <td style="text-align: center; vertical-align: middle;">+/-</td> <td style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;"> <b>총주주이익률(TSR)조정</b>                      • 1년 기준 TSR                      • 3년 기준 TSR                 </td> </tr> </table>	재무,사업,전략목표성과측정표		주주가치	<b>재무적 성과(75%)</b> • 주당 유형가치(tangible bookvalue per share) • 자기자본이익률(Return On Equity) • 핵심영업이익(Core Operating Income) • 손해보험 합산비율(P&C Combined Ratio)	+	<b>사업과 전략목표(25%)</b> • 신규보험판매채널 도입 • 성장정책의 효과적 실행 • 언더라이팅부문의 전략적 관리 • 디지털기술과데이터분석 역량제고 • 환경사회지배구조(ESG) 경영확대 • 핵심인재의 보유, 인재개발, 다양성추구	+/-	<b>총주주이익률(TSR)조정</b> • 1년 기준 TSR • 3년 기준 TSR										
재무,사업,전략목표성과측정표		주주가치																	
<b>재무적 성과(75%)</b> • 주당 유형가치(tangible bookvalue per share) • 자기자본이익률(Return On Equity) • 핵심영업이익(Core Operating Income) • 손해보험 합산비율(P&C Combined Ratio)	+	<b>사업과 전략목표(25%)</b> • 신규보험판매채널 도입 • 성장정책의 효과적 실행 • 언더라이팅부문의 전략적 관리 • 디지털기술과데이터분석 역량제고 • 환경사회지배구조(ESG) 경영확대 • 핵심인재의 보유, 인재개발, 다양성추구	+/-	<b>총주주이익률(TSR)조정</b> • 1년 기준 TSR • 3년 기준 TSR															
<p>3. 목표 대비 성과 평가</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>보상위원회는 2019년 1분기에 비재무적 성과에 대해 사업목표와 전략목표의 성과달성 정도를 평가하고 재무적 성과에 대해서는 절대적 기준과 동료 그룹에 비교한 결과를 검토함</li> <li>재무적 평가지표의 평균점수는 동료그룹 대비 상위 34%에 드는 재무성과를 달성하였으며, 2018년에 발생한 대재해(Catastrophe)로 인한 손실에도 불구하고 동료그룹에 비해 낮은 손해보험 합산비율과 높은 주당 유형가치를 달성함. 또한 핵심영업이익과 자기자본이익률의 재무지표들은 동료그룹 대비 각각 하위 30%와 하위 35%를 달성함. 종합적으로 성과지표들은 전년도와 비교하여 상당히 증가함. 구체적으로, 1년 기준 총주주이익률은 상위 25%를 달성하였으며 3년 기준 총주주이익률은 동료그룹의 중앙값을 초과하는 성과를 거두었음. 또한 비재무 지표인 사업목표, 전략목표에 대해서도 목표치를 초과 달성하였으며, 이는 Chubb를 손해보험 시장의 리더로서 자리매김하도록 하고 회사의 장기적 성장과 주주가치 창출을 위한 기반을 마련하게 함</li> </ul>																		
<p>4. 최종 CEO 보상 설정</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>절대적·상대적 성과평가, 전략적 목표달성, 장기적 전략 수행을 근거로 하여 보상위원회는 기본급, 단기 현금보너스, 주식기반 장기 성과급을 포함한 최종 CEO 보상을 아래와 같이 산정함</li> </ul> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse; text-align: center;"> <tr> <td colspan="2"></td> <td colspan="2">2018 \$19.8million</td> </tr> <tr> <td style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">2017 \$18.7million</td> <td style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">6.0%</td> <td colspan="2" rowspan="2" style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">성과연동형주식보상 양도제한조건부주식 스톡옵션</td> </tr> <tr> <td style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">성과연동형주식보상 양도제한조건부주식 스톡옵션</td> <td></td> </tr> <tr> <td style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">연간현금보너스</td> <td></td> <td colspan="2" style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">연간현금보너스</td> </tr> <tr> <td style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">기본급</td> <td></td> <td colspan="2" style="background-color: #d9e1f2; padding: 5px;">기본급</td> </tr> </table>			2018 \$19.8million		2017 \$18.7million	6.0%	성과연동형주식보상 양도제한조건부주식 스톡옵션		성과연동형주식보상 양도제한조건부주식 스톡옵션		연간현금보너스		연간현금보너스		기본급		기본급	
		2018 \$19.8million																	
2017 \$18.7million	6.0%	성과연동형주식보상 양도제한조건부주식 스톡옵션																	
성과연동형주식보상 양도제한조건부주식 스톡옵션																			
연간현금보너스		연간현금보너스																	
기본급		기본급																	

자료: Chubb, Ltd(2019)

〈표 III-9〉 보상-성과의 구조

구분	연간 현금 보너스	주식기반 장기 성과급
CEO	0~5 × 기본급	0~9 × 기본급
CEO를 제외한 경영진	0~3 × 기본급	0~5 × 기본급

주: 경영자들은 표와 같은 연간 현금 보너스와 주식기반 장기 성과급의 기회를 가짐. 표에서 명시된 최고 범위의 성과를 달성하기 위해서 동료그룹 대비 상대적 성과는 상위 25%(Upper Quartile) 이내에 들어야 하며 절대성과는 전년도의 성과를 초과해야 함. 위의 범위들은 만약 상대평가가 동료그룹의 재무적 성과를 훨씬 능가하고 절대적 성과가 전년도의 성과를 크게 능가할 때 보상위원회의 판단에 의해 더 늘어날 수 있음

자료: Chubb. Ltd(2019)

〈그림 III-3〉 재무성과의 절대평가와 전략적 목표달성도 평가

지난 2년 동안 전 세계 손해보험 시장에 영향을 미친 심각한 대재해로 인한 손실 하에서 Chubb가 달성한 우수한 절대적 성과와 동료대비 상대 평가 결과는 다음과 같음

- 순이익은 2017년의 \$3.9 billion(주당 \$8.19)에서 2018년 \$4.0 billion(주당 \$8.49)으로 증가하였음. 핵심영업이익은 2017년의 \$3.8 billion(주당 \$8.03)에서 2018년 \$4.4 billion 순이익(주당 \$9.44)로 증가함
- 손해율과 사업비율을 합친 합산 비율은 2017년의 94.7%에서 90.6%로 4.1% 감소하며 손해보험 시장에서 동료 그룹대비 가장 좋은 실적을 기록함
- 주당 장부가치는 0.7% 감소하였고 주당 유행가치는 0.03% 증가하였으나, 이는 투자 포트폴리오에서의 이자율 증가와 외환거래의 변동성 증가의 부정적 영향을 받는 수치임. 이러한 경제적 영향을 제거한다면 주당 장부가치와 주당 유행가치는 각각 2.7%, 5.8% 증가함
- 자기 자본 이익률은 2017년 7.8%에서 2018년 8.7%로 11.5%를 증가를 기록하였음
- 주식평가차액과 배당채주자를 포함한 1년 기준과 3년 기준의 총주주수익률은 각각 9.6% 감소, 5.5% 증가를 기록함. 이는 2018년도 주식시장의 변동성 증가를 반영함. 누적 3년 총주주 수익률은 17.8%를 기록함

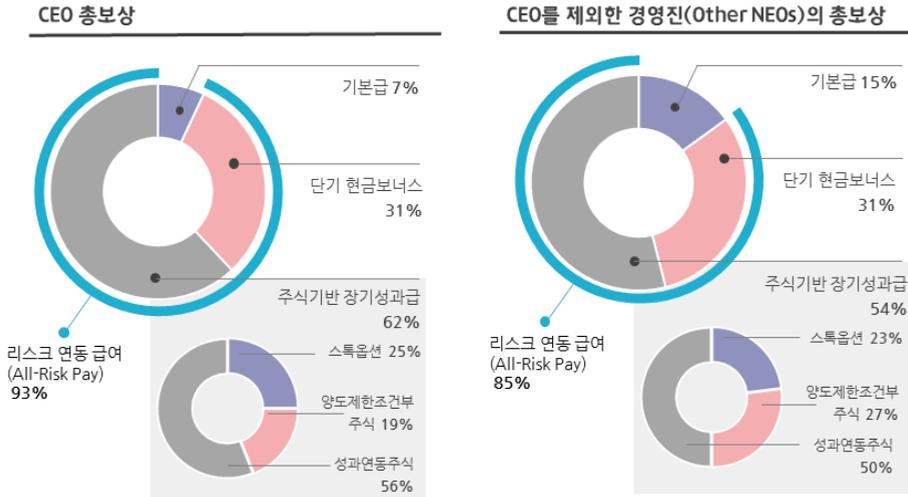
중요한 전략적, 사업적 목표와 추진목표의 성공적 달성은 다음과 같은 사항을 포함함

- 글로벌 사업역량과 성장가능성을 확대하기 위한 신규 판매채널을 구축함. 구체적으로, 멕시코의 Citibanamex 은행과의 방카슈랑스 판매채널 계약 체결과 동남아시아의 핀테크 기업인 Grab과 전략적 판매 제휴계약을 체결함
- 신규 고객을 창출하고 사업의 지역적 확장을 위한 해외 시장 진출을 성공적으로 추진함
- M&A와 관련하여 Chubb의 리스크 관리전략과 정책에 맞지 않는 사업의 분리를 완료함
- 상품과 고객을 기준으로 세분화한 사업 포트폴리오에서 지속적인 수익성 향상을 달성하였으며 언더라이팅과 고객서비스, 판매 채널 부문에서 질적 수준을 제고함. 상업보험과 개인보험에서 동료그룹 대비 가장 높은 고객유지율을 기록함
- Chubb를 디지털 시대에 선두 주자로 자리매김하려는 전략에 맞추어 디지털 판매채널, 데이터 분석, 기술사업화 역량 등을 향상시킴
- 경영진의 구성에서 성별 균형과 다양성을 증가시켜 임원 구성의 다양성과 포용적인 기업문화를 구축함
- 회사의 ESG사업을 확대하고 회사의 사회공헌활동을 증가시킴

자료: Chubb. Ltd(2019)

〈그림 III-4〉 CEO 보상체계

Chubb의 CEO 총 보상의 약 93%, CEO를 제외한 다른 경영진(Other NEOs) 총 보상의 85%는 변동 성과급인 리스크 연동급여(At-Risk Pay)로 구성되어 있음



자료: Chubb. Ltd(2019)

〈그림 III-5〉 상대평가를 위한 동료그룹

동료그룹에 대한 설명

Chubb는 (1) 손해보험시장에서 경쟁하고 있는 다른 보험회사들의 재무적 성과와 비교해서 재무적 성과를 평가하기 위해 재무적 성과 동료그룹(Financial Performance Peer Group)을 선정하여 사용하고 있으며, (2) 우수한 재능과 역량을 가진 경영자를 초빙하고 보유하기 위한 목적에서 당사의 경영자 보상의 수준을 비슷한 회사규모 및 사업적 복잡성을 가진 그룹과 비슷한 수준으로 정하기 위한 보상비교 동료그룹(Compensation Benchmarking Peer Group)의 두 종류의 동료그룹을 사용하고 있음

재무적 성과 동료그룹 (Financial Performance Peer Group)	보상비교 동료그룹 (Compensation Benchmarking Peer Group)
<ul style="list-style-type: none"> <li>American International Group, Inc</li> <li>CAN Financial Corporation</li> <li>The Hartford Financial Services Group, Inc.</li> <li>The Travelers Companies, Inc.</li> <li>Zurich Financial Services Group</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>The Allstate Corporation</li> <li>American Express Company</li> <li>American International Group, Inc</li> <li>Aon plc</li> <li>Bank of America Corporation</li> <li>The Bank of New York Mellon</li> <li>BlackRock, Inc.</li> <li>Cigna Corp.</li> <li>Citigroup Inc.</li> <li>The Goldman Sachs Group, Inc.</li> <li>Marsh&amp;McLennan Companies, Inc.</li> <li>MetLife, Inc.</li> <li>Morgan Stanley</li> <li>Prudential Financial, Inc.</li> <li>The Travelers Companies, Inc.</li> </ul>

자료: Chubb. Ltd(2019)

〈표 III-10〉 재무성과에 대한 주요 지표와 목표달성 정도

주당 유형가치	0.03%	동료그룹과 비교한 평가에서 가장 좋은 성과를 기록함(100th Percentile). 절대적 성과는 대재해로 인한 손실, 투자 포트폴리오에서의 이자율 증가, 그리고 외환거래의 변동성 증가로 인해 목표치보다 낮았으나, 이러한 경제적 영향을 제거하면 주당 장부가치와 주당 유형가치는 각각 전년 대비 2.7%, 5.8% 증가함
자기자본 이익률	8.7%	동료그룹 대비 하위 35%에 드는 재무성과를 달성하였으며, 절대적 성과는 대재해 손실로 인해 목표치보다 낮았으나 자기자본이익률은 2017년 7.8%에서 2018년 8.7%로 11.5% 증가함
핵심 영업이익	\$4.4B	동료 그룹대비 하위 30%에 드는 이익을 보였으며, 이는 대부분 동료 회사들의 핵심영업이익 증가의 연변동성에 의해 기인한 것으로 판단됨. 절대적 성과는 대재해로 인한 손실로 인해 목표보다 낮았으나 전년도에 비해서는 16.5% 증가함
합산비율	90.6%	동료그룹 대비 가장 좋은 성과를 기록함(100th Percentile). 절대적 성과는 대재해로 인한 손실의 영향으로 인해 목표치보다 낮았지만 전년도에 비해 4.1% 증가함
총주주수익률	1년 -9.6% 3년 5.6%	동료그룹에 비해 1년 기준 총주주수익률은 상위 25%를 기록하였고, 3년 기준 총주주수익률은 상위 46%를 기록함. 절대적 성과는 1년과 3년 기준 총주주수익률 모두 목표치보다는 낮았으나 누적 3년 총주주수익률은 17.8%로 동료그룹 평균인 15.4%보다 높은 수치를 기록함

자료: Chubb. Ltd(2019)

〈그림 III-6〉 CEO 보상의 산정 공식 서술

성과-보상 관계와 성과 지표에 의해 측정된 2018 재무목표와 회사의 사업 및 전략적 목표의 성과 달성정도에 근거하여 보상위원회는 당사의 CEO에게 기본급의 4.4배에 해당하는 연간 현금보너스를 지급하였으며, 기본급의 8.8배에 해당하는 주식기반 장기 인센티브를 지급하였음. CEO를 제외한 다른 경영진에 대해서는 기본급의 1.7~2.6배에 해당하는 연간 현금보너스를 지급하였으며, 기본급의 2.9~4.4배에 해당하는 주식기반 장기 인센티브를 지급하였음.

CEO의 연간 현금보너스 11% 증가는 전년도와 비교해 증가한 회사의 재무실적에 근거하고 있으며, 현금 보너스는 대재해가 2018년에 초래한 재무적 손실로 인해 2016년 보다는 8% 정도 낮게 책정되었음. 보상위원회는 CEO의 주식기반 장기 성과급에서의 4% 증가를 결정하였는데 이는 장기성과급의 미래지향적인 성격(forward-looking nature)을 감안하여 회사의 장기적 성과와 주주가치 창출과의 연동을 고려하여 결정하였음.

자료: Chubb. Ltd(2019)

〈표 III-11〉 요약보수표

(단위: 달러)

이름과 직위	연도	기본급	현금 보너스	주식교부	스톡옵션	연금가치의 변동 및 이연된 보수소득	기타보상	총 보수
<b>Evan G. Greenberg</b> Chairman, President and Chief Executive Officer	2018	1,400,000	6,100,000	8,849,981	2,761,129	-	1,246,474	20,357,484
	2017	1,400,000	5,500,000	8,849,933	2,183,422	-	1,183,046	19,116,401
	2016	1,400,000	6,600,000	12,850,051	2,406,837	-	1,162,598	24,419,486
<b>Philip V. Bancroft</b> Chief Financial Officer	2018	818,000	1,363,300	1,687,511	526,473	-	644,591	5,039,875
	2017	793,750	1,268,000	1,874,967	462,600	-	652,649	5,051,966
	2016	768,750	1,470,000	2,818,747	494,616	-	620,577	6,172,690
<b>John W. Keogh</b> Executive Vice Chairman and Chief Operating Officer	2018	963,462	2,505,000	3,001,466	936,436	-	452,934	7,859,298
	2017	919,231	2,400,000	3,262,565	804,907	-	478,261	7,864,964
	2016	896,111	2,610,000	5,174,945	836,266	-	453,691	9,971,013
<b>Paul Krump</b> President, North America Commercial and Personal Insurance	2018	859,231	1,743,000	1,690,515	527,410	1,310,110	73,054	6,203,320
	2017	840,000	1,619,200	1,837,434	453,341	2,202,478	58,432	7,010,885
	2016	840,000	1,760,000	999,946	-	2,288,521	62,206	5,950,673
<b>John J. Lupica</b> Vice Chairman, President, North America Major Accounts and Specialty Insurance	2018	854,615	1,913,400	2,297,704	716,874	-	425,751	6,208,344
	2017	815,385	1,800,000	2,497,593	616,174	-	434,731	6,163,883
	2016	793,519	1,980,000	3,962,632	642,511	-	413,348	7,792,010

자료: Chubb, Ltd(2019)

## 2. 영국

### 가. 영국 경영자 보상 관련 규제

영국에서 경영자 보상에 대한 규제는 주주와 경영자 간의 대리인비용과 시장실패를 줄이기 위한 목적으로 시작되었으며 60여 년이 넘는 긴 역사를 가지고 있다. 영국에서 보수 규제의 주된 대상자는 이사(Directors)<sup>31)</sup>이고 이사의 보수액에 대한 공개는 1967년 이후 50년 이상의 역사를 가지고 개별 이사에 대한 보수총액의 공개로부

터 이사의 보상에 대한 구체적인 보상정책의 공개를 증시하는 방향으로 발전해왔다. 미국과 같이 영국에서도 경영자의 보상과 관련된 문제의 발생에 대한 해결책을 찾는 과정에서 경영자 보상 관련 규제가 변천하여 왔다. 영국의 경영자 보상에 대한 규제의 흐름을 보면 초기에는 회사법(Companies Act of 1967)에 근거한 법적 규제가 핵심이었다. 기업지배 구조에 대한 논의가 활발해진 1990년대 이후에는 상장 규칙에 의거한 자율규제가 강조되었다가 2000년대 들어서 다시 회사법을 중심으로 한 법적 규제로 회귀하였다. 영국에서 경영자 보수의 공개는 1967년 회사법에 근거한 이사의 보수공개로부터 시작하였으며 1985년 회사법은 회사들은 가장 높은 연봉을 받는 이사의 기본급 및 보너스(신상명세는 제외), 이사들의 총 보수액, 다양한 임금구간(Pay Bands) 내에 있는 이사들의 숫자를 보고하도록 하였다.

1990년대에 민영화 기업의 이사 보수의 상승에 대한 비판이 고조되어<sup>32)</sup> 1991년에 런던증권 거래소(London Stock Exchange: LSE)와 영국 재무보고 평의회(Financial Reporting Council: FRC) 등이 참여한 지배구조 위원회(Committee on Corporate Governance)가 설립되었다. 이는 기업지배구조 모범기준의 제정과 그 준수 상황의 공개로 이어졌고 1995년 상장규정의 개정에 의해 이사 및 전 직원의 개인별 보수 공개가 처음으로 시작되었다. 1997년에는 회사법에 의해 개별 이사의 보수의 정보에 대한 공개가 의무화되었다. 1990년대에 발간된 Cadbury(1992) 보고서, Greenbury(1995) 보고서, Hampel(1998) 보고서들은 상장기업(Quoted Company)이 준수해야 할 모범행동규준(Code of Best Practices)을 제안하였다.<sup>33)</sup> 이들 보고서들은 비상임 이사

31) 영국의 상장회사에서 업무집행 권한은 이사회에 부여되어 있고 이러한 권한은 주로 업무집행 이사(Executive Director)에게 위임되고 있음

32) 1990년대의 영국 국영기업들의 민영화는 직원과 소비자의 후생 증가를 동반하지 않은 경영자 보상의 급격한 상승을 가져왔다. 대표적인 예로 1994년 British Gas의 CEO였던 Cedric Brown에 대한 과도한 보상은 영국의 투자자들과 일반 국민들에게 경영자의 성과와 보상 간의 불일치와 실패에 대한 보상(Reward for Failure)에 대한 우려를 불러일으키게 되었음

33) 1992년에 발표된 Cadbury 보고서는 이사회 내에 비상임 이사들로 구성된 보수위원회의 설치와 보수공시의 강화 등의 규정을 포함하고 있었고 1995년의 Greenbury 보고서는 이사의 보수에 대한 포괄적인 검토를 바탕으로 경영자 보수에 관한 모범관행을 제안하였음. 1998년 Hampel 보고서는 이전의 규정과 모범규준을 통합하여 보상에 관한 모범규준의 준수와 준수사항의 공시에 대한 원칙들을 제시하였음

(Non-Executive Directors)들로만 구성된 보상위원회의 설치, 이사회가 주주의 승인 투표를 결의한 경우에 주주에게 보상정책에 대해 투표할 수 있는 권리 부여, 상장회사의 이사 보수에 대한 적절한 수준 및 공정하고 투명한 결정 방법의 공시 등을 제안하였다. 이러한 보고서들이 제시한 규범과 원칙에 의거하여 1998년 6월 Hampel경을 위원장으로 한 영국 기업지배구조 위원회는 기업지배구조에 대한 통합규준(The Combined Code on Corporate Governance)을 공포하고 런던증권거래소의 상장규칙에 반영되도록 하였다.<sup>34)</sup>

동 통합규준에서 이사의 보수와 관련된 규정(Code of Best Practice B, Directors' Remuneration)을 살펴보면 이사의 보수는 회사를 성공적인 경영을 위해 필요한 이사들을 채용하고 보유하기 충분한 수준에서 결정되어야 하고 성과급은 실적과 투명하게 연동되어야 한다는 원칙을 제시하고 있다. 또한 회사는 이사의 보상을 결정하기 위한 객관적이고 투명한 절차를 수립해야 하며 어떤 이사도 자신의 보상의 결정에 관여할 수 없도록 규정하였다. 부속원칙에서는 회사는 보상위원회의 의장을 제외한 위원의 과반 이상이 독립적인 사외이사로 구성된 보상위원회를 설치해야 하며 보상위원회는 경쟁회사들의 경영자 보수에 근거하여 자사의 경영자 보수를 정할 수 있지만 이 경우 경영자의 성과에 합당하지 않는 과도한 보수를 지급하지 않도록 주의해야 한다고 명시하고 있다. 1998년 동 규준의 제정 이후 영국의 회사들은 런던증권 거래소에 상장을 위해 기업지배구조 통합규준을 준수하도록 의무화되었다. 동 규준에는 원칙준수·예외설명(Comply or Explain) 원칙이 적용되어 회사들은 어떤 조항들을 준수할지의 여부에 대한 선택권을 갖게 되지만 따르지 않을 경우 그 구체적인 이유를 연례 보고서에 공개하도록 하였다. 그러나 이러한 기업지배구조 모범규준은 구속력이 없는 연성규범(Soft Law)의 형태로 되어 있어서 현실적으로 한계점을 드러내었다. 예를 들면, 보상의 공개에서 보상과 성과 간의 명확한 연관성을 보여주는 상세한 정보의 공개가 아직 이루

34) 통합규준은 재무보고 평의회(FRC)의 감독하여 정기적으로 개정되어 왔음. 1998년 제정된 기업지배구조에 대한 통합규준(The Combined Code on Corporate Governance)은 현재 영국 지배구조 규범(The UK Corporate Governance Code)으로 불리고 있으며 지금까지 8차례의 개정(2003, 2006, 2008, 2010, 2012, 2014, 2016, 2018)을 통해 효과적인 기업지배구조 체계의 구축을 위한 규정을 강화해왔음

어지지 않았으며, 집행이사가 보상위원회의 위원을 맡는 등 보상위원회에 비독립적인 사외이사를 포함하고 있었고 대부분의 회사가 임원 보상의 적절성과 관련된 주주의 우려에도 불구하고 주주에게 보상보고서에 대한 투표권을 부여하지 않았다.

1999년 영국 통상 산업부는 임원 보수에 관한 규정의 준수 여부를 조사하고 문제점을 파악한 결과 많은 회사들이 자율규제를 제대로 준수하지 않는 사실을 발견하였다. 이러한 문제를 해결하기 위해 2002년 8월 영국 통상 산업부(Department of Trade and Industry)는 1985년의 회사법을 수정하여 상장 회사에 대해 보상위원회의 독립성의 확보, 성과와 보상의 연동성에 관한 정보의 공시, 보수정책에 주주참여 확대 등을 강화하는 이사보수 보고서 규칙(Director's Remuneration Report Regulations 2002)을 제정하고 시행하였다. 이에 따라 회사들은 이사보수 보고서에 이사에 대한 보상의 금액뿐 아니라 이사에 대한 보상정책, 보수위원회의 역할과 구성원에 대한 사항, 과거 5년간의 회사의 성과를 보여주는 그래프 등 보상의 산정 및 방법에 대한 구체적인 사항들을 공시하게 되었다. 법적 구속력을 가진 이 새로운 규정<sup>35)</sup>은 런던증권거래소의 주거래 시장<sup>36)</sup>에 상장되어 있거나 또는 EU지역, 뉴욕증권거래소, 나스닥에 상장된 모든 영국회사들에 대해 이사 보수 보고서의 작성을 의무화 하였고 해당 보고서를 주주들에게 제공하도록 하여 경영자 보상에 대한 공시규제의 강화를 도모하였다. 2006년 영국은 회사법의 개정(회사법 제420조, 제439조)을 통해 연례 주주총회에서 이사보수보고서의 승인에 관한 의사표시를 할 수 있는 기회를 주주에게 제공하도록 하였다. 따라서 이전에 이사회에 의해 자의적으로 결정되었던 경영자 보상에 대한 주주 승인투표가 비구속적인 형태로나마 주주들이 권고투표(Non-binding Say-on-Pay)를 할 수 있도록 처음으로 법제화되었다.<sup>37)</sup>

35) 영국은 이사 보수 보고서의 부정확한 기재에 대해서 민사책임을 부과하고 있음

36) 런던 증권 거래소(LSE)는 두 가지 종류의 시장을 가지고 있는데, 첫 번째는 주거래 시장(Main Market)으로 주거래 시장에 상장을 위해서는 표준상장(Standard Listing)과 프리미엄 상장(Premium Listing)의 두 가지 방법이 있음. 표준 상장에서는 회사들이 유럽연합 통일기준(EU Harmonized Standards)만을 충족하면 되고 프리미엄 상장에 대해서는 회사들은 영국 상장규정(U.K.'s Listing Rules)을 충족시켜야 함. 두 번째는 대안투자시장(Alternative Investment Market)으로 이 시장에는 간소화된 규제가 적용되며 중·소 규모의 회사들을 대상으로 하고 있음

37) 영국에서 Say-On-Pay의 도입효과와 관련된 실증연구들은 경영자 보상정책에 대한 주주

2008에 시작된 글로벌 금융위기는 영국에서 기존 경영자 보상관련 규제들의 효용성에 대한 회의적인 시각을 불러일으켰고 이에 따라 영국은 2010년 4월 금융서비스법(The Financial Services Act)을 개정하여 재무부에 임원 보수보고서의 작성, 승인 및 공시에 관한 규정을 제정할 수 있도록 하였다. 그리고 금융감독기구(Financial Supervisory Authority, 이하, 'FSA'라 함)로 하여금 금융회사가 임원 보수에 대한 방침을 정하고 이를 이행하는데 필요한 규칙을 제정할 수 있는 권한을 부여하였다. 또한 2010년대에 들어서 이사의 보수가 회사 실적과 상관없이 과도하게 상승하고 있는 것이 밝혀져 이사 보수에 대한 주주의 참여가 더욱 활성화 되었다.<sup>38)</sup> 이러한 추세를 반영하여 영국은 금융 감독 법규 및 규제체계를 개편하면서 2013년 10월 기업규제 개혁 법률(Enterprise and Regulatory Reform Act of 2013)을 제정하였다. 동 법안은 이사보수에 대한 주주 참여와 이사 보수 정책에 관한 주주총회 승인에 대한 효력을 강화하는 한편 이사 보수 보고서의 구성을 재편하고 정보의 확충을 도모하였다. 2013년 규제 개혁 법률의 주요 내용은 크게 보수와 성과 사이의 상관성 강화, 경영실패에 대한 보상 축소, 주주와 경영자 사이의 이해관계 일치, 경영자 보상에 대한 구속적인 투표를 통한 주주의 회사에 대한 영향력 증대 등의 4가지로 구성되어 있다. 2013년 규제개혁 법은 주주총회의 결의 내용은 이사의 보수정책 결정에 영향을 미치지 않는다는 기존의 원칙을 변경하여 적어도 매 3년에 한 번은 회사의 보상정책에 대한 구속적 주주 승인투표(Binding Vote)를 열도록 하여 총회에서 승인되지 않은 이사회회의 보수 정책의 결정은 유효하지 않다고 규정하였다.<sup>39)</sup> 아울러 동 법안은 회사들이 보상정책의 이행 상황에 대한 주주의 비구속적 권고투표를 매년 의무적으로 실시하도록 하였으며 만약 이사회나 집행임원이 주주에 의해 승인되지 않은 보상을 지급받

---

의 승인 거부는 과도한 경영자 보수를 지급하는 회사들에 대해 이사회가 보수를 줄이도록 하는 압력으로 작용한다는 사실을 보여주었음(Ferri and Maber 2013)

38) 영국 FTSE 100대 기업들에서 CEO 보상의 중앙값은 1998년 100만 파운드에서 2010년 420만 파운드로 증가하였고 연평균 13.6%의 성장을 보인 반면 해당기간 FTSE 100 주가지수와 CEO를 제외한 다른 임직원에 대한 평균 보수는 각각 연평균 1.7%와 4.7% 증가하였음(Petrin 2015)

39) 이에 대한 예로 2012년 영국 보험회사 AVIVA의 CEO였던 Andrew Moss는 임원보수의 증액안이 주주총회에서 부결되어 CEO직에서 사퇴하였음

은 경우에 처벌이 가능하도록 규정하였다.

또한 2013년 기업규제 개혁 법률은 이사 보수 보고서의 작성에 대한 새로운 규정을 제시하였는데 그 구체적인 내용을 살펴보면 이사 보수 보고서(Director's Remuneration Report)는 연례보고서(Annual Statement), 보수 연차보고서(Annual Report on Remuneration) 및 이사보수 정책 보고서(Director's Remuneration Policy)라는 3가지 항목으로 구성되도록 하였다.<sup>40)</sup> 첫째로 연례보고서는 보상위원회의 역할과 구성원에 대한 정보, 이사의 보수에 관한 중요 결정, 해당 년도에 만들어진 이사 보상과 관련된 중요한 변경사항, 이러한 변경이 발생된 후 결정된 사항에 대한 설명 등에 대한 요약적인 보고를 포함한다. 연례보고서를 통해 보상위원회의 의장은 보수 연차보고서와 이사보수 정책 보고서에 상세하게 설명하게 될 회사의 경영자 보상정책의 내용에 대한 기본적인 틀을 제공한다. 둘째로 보수 연차보고서는 경영자의 보상이 구체적으로 어떤 절차에 근거하여 수행되고 있는지에 대한 정보를 포함하고 있다. 앞서 설명한 바와 같이 영국에서 주주들은 보수 연차보고서에 대해 매년 비구속적 권고투표를 가져야 한다. 보수 연차보고서는 이전에 보수의 구성요소별로 개별적인 표로 구분 기재되었던 항목들을 통합하여 모든 이사들에 대해 당해 연도와 직전 연도의 보수총액표(Single Total Figure Table)를 공시하도록 하였다. 보수총액표는 기본급과 수수료 총액(Salary and Fees), 생명보험, 의료보험, 복리후생 등 부가혜택급여(All Taxable Benefits), 성과목표 달성의 결과로 지급되었거나 지급될 급여의 총액(Money or Assets received or receivable as a result of the achievement of Performance Measures or Targets), 연금 관련 급여(Pension Related Benefits), 보너스(Bonus), 장기 인센티브 성과급(Earnings from any Long-term Incentive Scheme) 등의 항목들을 포함하고 있다(〈표 III-12〉 참조). 또한 보수 연차보고서는 회사의 주가 실적을 주식시장 지표와 비교하는 그래프, 동료 집단과 회사의 성과를 비교하는 그래프, 과거 10년 치의 CEO 보수내역의 변동에 대한 표, CEO와 다른 임직원 보수의 전년도 대비 증감 비율(CEO Pay Ratio), 다음 연도의 보상정책의 실행을 위한 방안, 주주총회 결의에 대한 진행사항 등을 포함하고 있다.

40) 대·중규모 기업 및 단체(회계 및 보고서) 규정(Large and Medium Sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations)의 Schedule 8을 참조함

마지막으로 이사보수정책 보고서(Directors' Remuneration Policy)는 회사의 이사보수정책에 대한 내용을 공시하고 있으며 이사 보수정책 보고서에 기재된 경영자에 대한 보수정책은 적어도 3년에 한 번 구속적인 주주 승인투표를 갖도록 하고 있다.<sup>41)</sup> 이전에 주주총회의 결의는 권고적인 성격만을 가지고 있었지만 2013년 기업규제 개혁법 시행 이후 법적 구속력을 갖게 되었다. 이사 보수정책 보고서는 이사 보상의 개별 구성요소(Remuneration Package)에 대한 설명, 이사의 보상에서 스톡옵션 또는 장기인센티브 성과급과 관련된 성과목표와 성과평가지표, 성과평가 지표들의 선택에 대한 이유와 성과목표 설정의 근거에 대한 설명, 보상체계에서 기존의 구성요소를 변경할 경우 이에 대한 이유의 설명, 보상체계에 있어 변동 성과급의 최소 및 최대수준, 경영자들이 회사가 목표한 기대수준을 달성했을 경우 받는 보수의 금액, 퇴직금에 대한 회사의 정책 등의 내용을 포함하고 있다.

〈표 III-12〉 영국의 경영자 보상에 대한 보수 표(Single Total Figure Table)

Executive Directors	Salary / Fees	Taxable Benefits	Other Items in the nature of Remuneration	Pension or Pension Allowance	Annual Incentives	Long term Incentives	Total	All Other Compensation (\$) (i)	Total (\$) (i)
이사의 성명	기본급 /수수료	부가 혜택 급여	성과목표 달성의 결과 지급되었거나 지급될 급여 총액	연금 관련 급여	연간 보너스	장기인센티브 성과급	총 보수	기타 보상	총 보수
Director 1									
Director 2									
Director 3									
Director 4									
Director 5									

자료: The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013

41) 보상정책의 승인은 연례 주주총회에서 주주의 과반수 이상의 찬성투표(50% Plus One Vote)를 필요로 하고 있음

영국의 성과급에 대한 이연과 환수 조항을 살펴보면 2009년 영국 금융청(Financial Services Authority, 이하, 'FSA'라 함)은 금융기관에 대한 시장규율을 강화를 목적으로 금융기관의 보상제도의 설계 및 운영에 대한 원칙<sup>42)</sup>을 제시하였다. 동 원칙 제9조는 금융회사 임직원의 총 보상에서 성과급의 2/3은 일정기간<sup>43)</sup> 동안 이연지급 되어야 하며 임직원이 수행하는 업무의 성격과 이에 수반되는 리스크에 근거하여 이연기간이 결정되어야 한다고 규정하였다. 또한 동 원칙 제10조는 금융회사 임직원의 성과급에서 이연 부분은 반드시 회사의 미래 실적과 연계되어 설계되어야 함을 명시하였다. 2017년 출간된 영국 은행(Bank of England) 산하 건전성 규제부서(Prudential Regulation Authority, 이하, 'PRA'라 함)의 규정집(Rulebook, Part-Remuneration)은 임원 보수의 이연 및 축소·환수 방안을 구체적으로 제시하고 있다. 동 규정(15.18)에 의하면 500,000파운드 이상의 보수를 받거나 회사의 규모나 사업의 범위의 관점에서 상당한 수준의 보수를 받는 이사에게 지급되는 변동 성과보수의 최소 60%는 3년 동안 지급 없는 (without Vesting) 이연 후 4년차부터 비례적 지급(Pro-rata Vesting)을 하도록 하는 7년 이연을 두고 있다. 이연 보수의 축소나 환수에 관련해서는 동 규정 15.20(2),(3),(4)는 임원이 위법행위나 중대한 과실을 저질렀다는 합리적 근거가 있거나 임원의 행위로 인해 회사의 재무적 성과가 심각하게 악화되거나 리스크 관리에 중대하게 실패할 경우 회사는 이미 경영자에게 지급된 보수를 축소 또는 환수할 수 있도록 규정하고 있다. 구체적으로 영국에서 경영자 보수의 축소 및 환수는 임원에게 변동보수를 지급한 날로부터 7년 동안 변동보수를 환수할 수 있게 하고 있으며 만약 7년 만에 경영자의 과실에 대한 규제기관의 조사가 이루어지는 경우에는 이를 10년까지 연장할 수 있도록 규정하고 있다.

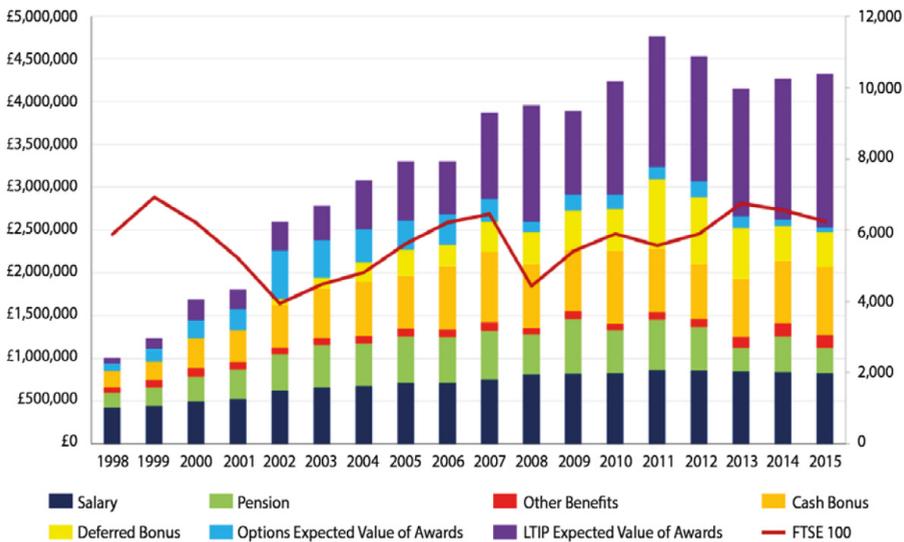
42) Financial Services Authority, 2009, Reforming Remuneration Practices in Financial Services-Feedback on CP09/10 and final rule

43) 여기서 일정기간이란 권리확정기간(Vesting Period)을 의미하며, 동 기간 동안 경영자는 성과급에 대한 권리행사를 할 수 없으며 이후 권리확정기간이 끝나는 시점에 경영자는 성과급 금액이 확정되어 지급받을 수 있음. 이러한 이연조건하에서 경영자의 성과급은 미래 경영성과에 따라 성과급의 지급이 취소되거나 축소될 수 있음

## 나. 영국 경영자 보상체계 현황

영국의 CEO 보상체계를 살펴보면 기본급, 단기 성과급인 보너스, 중·장기 성과급, 연금, 기타 혜택 등으로 나누어져 있다. 1998~2015년의 기간 동안 영국 FTSE 100대 기업의 CEO 보상체계의 변화추이를 살펴보면, 1998년에 총 보수의 약 40%를 차지했던 기본급의 비율은 지속적으로 감소하여 2015년에 15% 정도로 나타났으며 CEO의 보수에서 1년마다 성과에 근거하여 현금으로 지급되는 단기 인센티브와 3년 이상의 성과와 연동되는 중·장기 인센티브는 꾸준히 증가하여 2015년에 총 보수 대비 각각 약 22%와 약 40%를 차지하는 것으로 나타났다(〈그림 III-7〉 참조). 영국의 상장회사들은 변동 성과급의 산정을 위해 총 주주 수익률(TSR), 주당 순이익(EPS), 잉여현금흐름(Free Cash Flow, 이하, 'FCF'라 함), 투자자본수익률(Return on Capital Employed, 이하, 'ROCE'라 함), 자기자본 이익률(ROE) 등 전반적으로 주주 가치 증대를 위한 성과 연동지표들을 많이 사용하는 것으로 나타났다.

〈그림 III-7〉 영국 FTSE 100대 기업 CEO 보수구성



자료: Prem Sikka et al.(2018)

영국에서 경영자 보상에 대한 공시는 성과 보수의 산정기준과 방법을 구체적으로 설명하고 보수 금액이 도출되는 과정을 자세하게 보여주고 있다. 영국 상장회사의 보수 공시의 구체적인 예를 2019년 영국 보험회사 Aviva plc의 이사 보수보고서(Directors' Remuneration Report)를 통해 살펴보면 이사보수 보고서는 먼저 집행 이사들의 보수의 내역에 대한 요약보수표(Single Total Figures of Remuneration)로부터 시작한다(〈표 III-13〉 참조). 영국 보험그룹인 Aviva plc의 경우 2019년 집행 임원의 보상이 기본급(Basic Salary), 부가혜택 급여(Benefits), 단기인센티브(Annual Bonus), 장기인센티브(Long-term Incentive Plan, 이하, 'LTIP'이라 함), 연금(Pension)이 각각 31.9%, 9.5%, 29.8%, 22.6%, 6.1%로 구성되어 있어 보수체계에서 성과와 연동되는 보상인 변동 성과급(Annual Bonus + LTIP)의 비중(52.4%)이 높은 것으로 나타났다. Aviva plc의 CEO인 Maurice Tulloch의 보상의 경우에도 총 보수에서 기본급과 성과급의 비중이 31.5%와 49.1%(단기 보너스 29.5%, 장기인센티브 19.6%)로 총 보수에서 성과급의 비율이 높게 나타났다.

다음으로 이사 보수보고서는 단기 성과급인 연간 보너스의 산정절차를 보여주기 위한 3가지 단계를 구체적으로 설명하고 있다(〈그림 III-8〉 참조). 첫 번째 단계에서 경영자의 성과는 주당순이익(EPS), 운전자본 창출(Operating Capital Generation), 현금송금(Cash Remittances)의 3가지 재무적 지표를 70%, 순수 추천의향 지수(Relationship Net Promoter Score, 이하 'RNPS'라 함)와 다수상품 보유(Multiple Product Holdings)의 2가지 전략적 지표를 30%의 가중치로 사용하여 이미 설정된 목표치의 달성 여부에 근거하여 평가된다. 두 번째 단계에서는 직원 참여(Employee Engagement), 고객(Customer), 리스크 통제(Risk & Control)과 같은 비재무적 요인을 반영하여 첫 번째 단계에서 산정된 점수의  $\pm 15\%$  범위에서 조정하도록 하고 있으며 고객이나 리스크 통제 관련 중대한 문제가 발생할 경우 더 큰 조정범위를 적용하도록 하고 있다. 마지막 단계에서는 개인의 기여도와 성취, 회사의 전략적 목표의 달성과 가치증대에 기여 등을 바탕으로 이전 단계에서 산정된 점수의  $-17.5\%$ 와  $+22\%$ 사이의 범위에서 개별 이사의 최종 연간보너스 금액을 결정하게 된다. 〈표 III-14〉는 Aviva plc 집행이사의 2019년 연간 보너스 금액을 보여주고 있는데, CEO인 Maurice Tulloch의 경우 위의 산정절차를 통

해 결정된 최종점수를 근거로 기본급의 95.2%에 해당하는 886,315파운드를 연간보너스로 받았음을 알 수 있다.

Aviva에서 장기 인센티브성과급(LTIP)은 과거 3년 동안의 조정 자기자본이익률(Adjusted ROE)과 경쟁그룹 대비 총 주주 수익률(TSR)과 같은 재무적 지표들을 각각 50%의 가중치로 평가하여 결정되고 있으며 이러한 산정기준에 근거하여 지급한 2019년 Aviva plc의 집행임원에 대한 장기인센티브 성과급 지급액은 <표 III-15>에 정리되어 있다. 이와 같이 영국의 경영자 보상의 공시는 보수의 항목별로 상세한 설명과 보수의 산정에 대한 구체적인 방법과 산정에 사용된 공식들을 기재하고 있어 보수 공시에 대한 투명성과 객관성을 높여 주주와 경영자 사이의 정보 비대칭성으로 발생하는 대리인 문제를 완화시켜 주는 역할을 하고 있는 것으로 보인다.

<표 III-13> 영국 Aviva plc 집행임원에 대한 요약보수표(2019년)

(단위: 천 파운드)

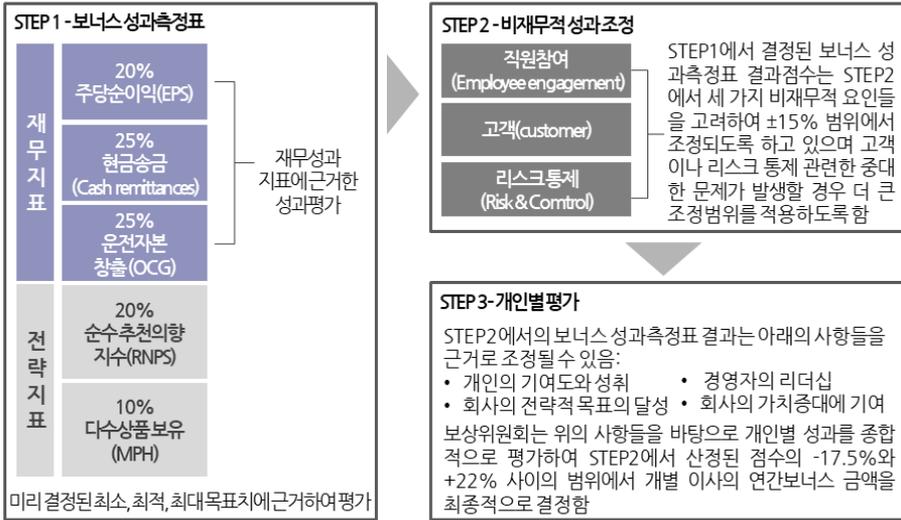
구분	Maurice Tulloch		이사 Jason Widnsor		Tom Stoddard		전(前) 이사 Andy Briggs		전체 이사의 보수	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
기본급	946	706	177	-	370	728	241	746	1,734	2,180
부가혜택 급여	443	51	10	-	47	85	19	44	519	180
연간 보너스	886	598	178	-	338	616	218	632	1,620	1,846
장기 인센티브 성과급	588	637	82	-	559	645	-	662	1,229	1,944
연금 관련 급여	138	198	22	-	104	204	67	209	331	611
총 보수	3,001	2,190	469	-	1,418	2,278	545	2,293	5,433	6,761

자료: Aviva plc(2019)

〈그림 III-8〉 영국 Aviva plc 연간보너스 산정절차(1)

2019년 연간보너스 산정 결과

아래 차트는 2019년에 대한 연간보너스 산정절차를 요약함



자료: Aviva plc(2019)

〈표 III-14〉 영국 Aviva plc 연간보너스 산정절차(2)

구분	Maurice Tulloch	Jason Widnsor	Tom Stoddard	Andy Briggs
보너스 성과측정표 (0~200%)	100.2%	101.1%	101.1%	101.1%
- 비재무 조정	(10.0%)	(10.0%)	(10.0%)	(10.0%)
- 개인별 조정	5.0%	10.0%	0.0%	0.0%
<b>최종 결과</b>	95.2%	101.1%	91.1%	91.1%
목표 달성치	기본급의 100%	기본급의 100%	기본급의 100%	기본급의 100%
2019년에 대한 최대 목표치	기본급의 192%	기본급의 150%	기본급의 150%	기본급의 150%
최종 보너스 산정 결과				
- % 기본급	95.2%	100.6%	91.1%	91.1%
- % 최대 목표치	49.7%	67.0%	60.7%	60.7%
- £ 최종보수액	£886,315	£177,698	£337,926	£218,218

자료: Aviva plc(2019)

〈표 III-15〉 영국 Aviva plc 장기인센티브 성과급 산정지표와 지급금액

2017년 장기인센티브 성과급-성과 평가 기준

구분	가중치	기준값(20% 권리확정 (Vesting))	최대치 (100% 권리확정)	실제 성과목표 달성결과	권리확정 (최대치의 %)
조정 자기자본이익률 (Adjusted ROE)	50%	28.8%	35.2%	42.9%	100%
경쟁그룹 대비 주주 수익률(TSR)	50%	중간값 (Median)	상위 20% 이상	상위 29%	0%

2019년 경영자 보수에서 주식보상가 스톡옵션 보수액

구분	보상지급일	보상형태	보수액 (기본급의 %)	보상금액
Maurice Tulloch	2019. 3. 25	장기인센티브(LTIP)	300%	£2,925,000
	2019. 3. 25	연간보너스(ABP)	41%	£398,759
	2019. 10. 1	저축연계주식옵션(SAYE)	1.85%	£18,000
Jason Windsor	2019. 3. 25	장기인센티브(LTIP)	N/A	£310,000
	2019. 3. 25	연간보너스(ABP)	N/A	£136,025
	2019. 10. 1	저축연계주식옵션(SAYE)	2.67%	£18,000

자료: Aviva plc(2019)

### 3. 일본

#### 가. 일본 경영자 보상 관련 규제

일본에서 경영자 보수에 대한 규제는 주로 상법과 회사법에 근거를 둔 보수액의 결정과 공시제도의 개선을 통해 이루어져 왔다. 2002년의 개정 상법 제269조는 이사의 보수를 고정급, 변동보수, 현금 이외의 보수로 구분하도록 하였다. 2005년 개정된 회사법 제361조 제1항은 회사가 임원보수의 총액에 대해 정관에 달리 정하지 않은 경우 주주총회의 결의로 정하도록 하고 각 임원에 대한 보수의 구체적인 배분은 이사회나 대표이사에게 그 결정을 위임하거나 보수위원회에서 결정하도록 하였다. 또한 성과지표와 연동되어 지급되는 성과보수에 대해서는 구체적인 산정 방법을 정관에 정하

거나 주주총회 결의에 의해 정하도록 하였다. 이에 따라 현재 일본의 회사들은 이사 보수의 한도 총액에 대해 사내이사와 사외이사로 각각 구분하여 주주총회에서 승인을 받고 있다. 임원 보수의 결정과 배분은 회사의 형태에 따라 그 방식이 달라질 수 있는데, 예를 들면, 감사역(監事役)을 설치하고 있는 회사는 주주총회에서 임원보수에 대한 한도를 정하고 이사회나 대표이사가 개별 임원의 보수를 정하도록 하고 있고 감사등위원회(監査等委員會) 설치회사는 감사등위원회 위원인 이사의 보수에 대해 다른 이사의 보수와는 별도로 주주총회에서 승인을 받도록 하고 있다. 위원회(委員會) 설치 회사의 경우에는 회사법 제404조 제3항에 근거하여 주주의 승인 없이 보수위원회가 정한 보상정책에 근거하여 각 임원의 보수를 결정하도록 규정하고 있다.<sup>44)</sup>

일본의 임원보수 공시제도는 미국이나 영국의 경우처럼 경영자의 보상에 대한 부적절한 사안이 발생하고 이에 대한 재발 방지를 위해서 규제가 발전되어 왔다가 보다는 해외 경영자 보수 공시제도와와의 정합성을 도모하기 위한 목적으로 보상의 공시에 대한 규정이 제정되고 운영되어 왔다. 일본의 임원 보수 공시 규정은 1948년 증권거래법에 의해 유가증권 신고서에 임원 보수에 대한 정보의 기재가 처음 의무화된 이후 논의가 주로 이사의 보수<sup>46)</sup>의 총액에 대한 공개에 집중되어 오다가 2010년 ‘기업 내용 등의 공개에 대한 내각 부령의 개정’을 통한 임원 개인별 보수 공개의 도입과 2019년부터 보상 결정정책에 대한 공개 의무화로 점차적으로 강화되어 왔다. 현재 일본에서 임원의 보수는 회사법에 근거한 사업보고서, 금융상품거래법에 의한 유가증권 보고서, 상장규정에 의한 기업지배 구조 보고서에서 각각 공시되고 있다. 경영자 보상에 대한 공시의 주요사항은 임원의 보수액 및 보상 결정 방법이며 보수액에 대한 공시는 임원의 종류를 구분하여 보수총액을 공개하는 방법(구분 총액 공개), 개별 임

44) 감사역 설치회사는 상근감사역을 두고 있는 회사이며 감사등위원회 설치회사는 감사와 감독기능을 동시 수행할 수 있는 위원회를 가진 회사를 말하며 위원회 회사는 지명위원회, 보수위원회, 감사위원회를 설치한 회사를 의미함

45) 일본의 회사법 제400조 제3항은 보수위원회를 포함한 위원회는 사외이사가 총 위원의 과반수가 되도록 규정하고 있고 동 법률 제409조 제1항과 제2항은 보수위원회는 개별 임원의 보수에 관한 기본방침을 정하고 이에 따라 임원의 보수를 결정해야 한다고 규정하고 있음

46) 일본에서 임원보수의 주요 공개 대상자는 역원(役員)이라고 불리는 이사, 감사등 위원, 감사 및 집행역, 사외이사, 외부감사 위원 등임

원의 보수액을 공개하는 방법(개인별 공개), 임원의 일부를 개인별로 공개하고 나머지는 구분 총액을 공개하는 방법(병용 공개) 등의 3가지가 존재하고 있다. 첫째로 회사법에 근거한 공개를 살펴보면 상장 회사는 사업보고서에 임원보수의 금액 및 임원보수 결정방향을 작성하여 주주총회에 보고하도록 되어 있고 보수액에 관한 공개는 구분 총액 공개, 개인별 공개, 병용공개 중에서 선택할 수 있도록 하고 있다. 다음으로 금융상품 거래법에 근거한 공개는 상장회사들이 결산일로부터 3개월 이내에 제출하는 유가증권 보고서에 임원의 보수액 및 보수의 결정정책에 사항을 기재하도록 하고 있다. 마지막으로 상장회사는 임원보수 금액 및 보수의 산정 방법, 기업지배구조 코드<sup>47)</sup>의 준수 여부를 기업지배 구조 보고서에 공개하도록 되어 있다. 기업지배 구조 보고서에서 임원 보수의 공개는 모든 개별 임원에 대한 보상의 공개 또는 임원 일부에 대한 개인별로 공개 등으로 되어 있으며 임원의 보수 결정에 있어 투명성과 공정성을 확보하기 위해 임원 보수 결정정책 및 절차에 대한 공개와 함께 기업지배 구조 코드의 준수 상황을 상세하게 기재하도록 하고 있다.

일본에서 경영자 보수 공개에 대한 규제의 변천과정을 구체적으로 살펴보면 1948년 일본 증권거래법은 회사가 유가증권의 모집, 판매를 실시할 때 제출하는 유가증권 신고서에 임원 보수의 총액 및 20만 엔 이상의 보상을 받은 임원의 성명 및 보수액을 기재하도록 하였다. 그러나 이 규정은 1953년 증권거래법 개정 시에 임원보수에 대한 정보는 투자자의 투자 가치 판단자료로 실익이 없다는 이유로 삭제되었다. 이후에 임원보수의 공개에 대한 정부와 기업 사이에 찬반 의견이 대립해오다가 2001년 미국 엔론(Enron)사의 분식회계 사건으로 기업의 지배구조와 운영 실태에 대한 투명하고 객관적인 정보의 공개가 중요해 짐에 따라 일본 정부는 2003년 내각 공개부령 개정을 통해 유가증권 신고서 및 보고서에 임원 보수 총액의 공개를 부활시켰다. 2002년 상법의 개정은 보상위원회의 결의 사항으로 '이사 및 집행 역이 받는 보상의 결정에

47) 일본은 2015년에 금융청과 동경거래소에서 기업지배구조 모범규준을 제정하여 경영자 보상체계에 관한 가이드라인을 제시하고 있음. 동 모범규준은 주주의 권리·평등성의 확보, 주주 이외의 이해관계자와 적절한 협동, 적절한 정보 공시와 투명성의 확보, 이사회 등의 책무, 주주와의 대화 등 5장으로 구성되어 있음. 동 규준은 영국의 기업지배구조 모범규준처럼 원칙 준수·예외설명(Comply or Explain)의 원칙이 적용되고 있음

관한 정책'을 사업보고서에 기재하도록 하였다. 2005년 회사법의 개정(회사법 시행규칙 제125조)에서 상장회사에 대해서 임원 전체의 보수총액을 고정보수와 성과연동보수로 나누어서 고정보수에 있어서는 보수액을 성과 연동보상에 대해서는 산정 방법을 사업보고서에 기재하도록 권고하였다. 그러나 동 법안은 임원보수의 산정절차에 대한 공시를 회사의 자율에 맡기도록 함으로써 회사들은 이에 대한 구체적인 설명을 생략할 수 있었다. 일본에서 경영자 보수 공개의 최대 전환점이 된 것은 2010년 12월에 이루어진 '기업 내용 등에 공개에 관한 내각부령' 개정으로 이로 인해 일본에서 개별 임원에 대한 보수의 공개가 처음으로 의무화되었다. 이러한 변화는 2008년 글로벌 금융위기 이후 전 세계적으로 기업경영의 투명성에 대한 수요가 높아지고 개별 임원의 보수 공개가 주주와 채권자 등 기업의 이해관계자들에게 중요한 투자 정보가 될 수 있다는 의견이 대두됨에 따라 이루어졌다. 구체적으로 동 개정안은 총 보수가 1억 엔 이상의 상장회사의 임원(이사, 감사, 집행역, 사외이사, 외부감사 위원을 포함)에 대해서 공시대상 회사 및 연결자회사로부터 받는 개인별 보수의 총액과 보상의 종류별 내역(기본급, 상여금, 스톡옵션, 퇴직위로금, 기타) 및 보수의 산출방식과 결정정책에 대한 내용을 유가증권보고서의 '기업지배구조 상황'에 포함하도록 하였다.<sup>48)</sup>

2010년 임원 보수액의 개인별 공시가 시행된 이후 일본에서는 경영자 보상 결정과정의 투명화를 요구하는 의견이 지속적으로 제기되어 왔다. 2018년 일본 닛산 자동차 회장인 카를로스 곤 회장의 부당보수 사례<sup>49)</sup>는 경영자의 보수산출 방식의 불투명성에 대한 세간의 비판을 고조시키게 되었고 이는 경영자 보수의 구체적 결정정책과 산정과정에 대한 정보공개 확대를 통해 경영자 보수공시에 대한 규제를 국제수준으로 강화하려는 움직임으로 이어졌다. 2018년 6월 일본 금융청 산하 금융심의회는 위킹그룹 보고서<sup>50)</sup>를 작성하여 임원보수의 공시 확충을 위한 방안을 제시하였는데, 동

48) 동 법안은 주주의 수가 1,000명 이상이거나 공모의 형태로 회사채를 발행하는 비상장회사에 대해서도 유가증권보고서에 임원의 보수에 대한 사항을 기재하여 제출하도록 하였음

49) 2018년 10월 닛산의 카를로스 곤 회장은 유가증권 보고서에 자신이 받은 보수의 일부를 고의적으로 누락한 혐의로 체포되었고, 이는 2010년 도입된 보수금액 공개 중심의 개별 임원보수 공시에 대한 개정을 이끌었음

50) 금융심의 위원회의 위킹그룹 보고서는 금융 정보 및 기술 정보의 충실, 건설적인 대화의 촉진을 위한 정보 제공, 정보의 신뢰성 및 적시성 확보를 위한 조치 등의 제안을 포함하고 있음

보고서의 제안 중 '건설적인 대화의 촉진을 위한 정보제공'은 임원의 보상과 성과의 실제 연동성을 확인하기 위해 성과연동 보수에 관한 구체적 결정정책과 보상실적의 기재를 의무화할 것을 제안하였다. 일본 금융청은 이러한 워킹보고서의 제안을 바탕으로 2019년 1월 임원 보상공시의 강화를 위한 기업 내용 등의 공개에 대한 내각 부령의 개정을 공포하고 시행하였다. 일본의 임원 보수 공개에 관한 내각부령 개정은 2019년 3월 31일 이후 결산하는 모든 상장기업의 유가증권 보고서에 적용되었다. 2019년 일본의 경영자 보상 공시에 대한 개정은 보수액과 보상결정 방침의 공시뿐 아니라 회사의 성과연동 보수에 대한 산정절차, 보상결정에 관여하는 개인 또는 조직체의 활동상황, 보상위원회의 활동 내용에 대해 상세하게 공개하도록 하고 있다. 개정 이전의 일본의 임원보수 공시 규제는 수십 년 동안 보수액의 공개에만 치우쳐 경영자에 대한 보상금액의 적정성을 판단할 수 있는 정보가 부족하였으나 2019년 내각부령 개정은 경영자 보상의 결정정책과 산정 프로세스에 대한 객관성과 투명성을 증진시켜 주주 등 이해관계자들이 경영자 보상의 적정성을 판단할 수 있도록 하였다. 기존의 법안과 비교해서 동 개정안의 구체적인 내용을 살펴보면 첫째, 보수 등<sup>51)</sup>의 공개항목에 대해 기존에 보수의 형태를 기본보수, 스톡옵션, 보너스로 구별하여 공시하던 것을 고정보수와 성과연동보수<sup>52)</sup>의 두 가지 형태로 나누어 공시하도록 하였다. 둘째로, 보수의 결정정책과 관련해서 기존의 법안은 보수의 금액과 산정에 대해 현재 정책과 방법을 정하지 않았을 경우 그 취지만을 공시하도록 하였으나 개정안에서는 임원 개개인의 직책별 보수 결정방침, 보수정책의 결정권한을 가진 자의 성명 또는 직위와 권한에 대한 재량의 범위, 보상의 결정을 위한 위원회가 존재하는 경우 그 결정절차의 개요를 추가로 공개하도록 하였다. 또한 이에 대해 유가증권 보고서에 허위기재가 있는 경우 회사는 형사책임을 지도록 규정하였다. 셋째로, 보상의 산정절차의 공개에 대한 내용

51) 보수 등(報酬等)은 보수, 상여금 기타 직무 집행의 대가로 기업으로부터 받는 재산상의 이익을 의미하며 최근 사업 연도에 받거나 받을 전망이 있는 보수액을 모두 포함함

52) 성과연동 보수는 제출회사 또는 계열사의 성과지표와 추가지표 등 회사의 실적을 근거로 산정되는 보수를 의미하며 단기 보너스인 업적연동보수와 장기인센티브 성과급인 업적 연동형 주식보상으로 구성됨. 업적연동보수는 실적에 근거하여 매년 지급되는 현금보상이며 업적 연동형 주식보상은 보통 3년 동안의 성과를 평가하여 목표달성도에 따라 지급하는 주식형 장기 성과급을 의미함

이 추가되어 보수가 1억 엔 이상의 임원에 대해 보수 총액의 개인별 공개와 함께 고정 보수인 기본급과 성과연동 보수의 지급 비율의 구체적 결정방침, 성과연동 보수보상의 산정에 이용되는 지표들의 명단과 해당지표의 선택이유, 임원 보수에 성과 연동부분 지급액의 결정에 이용하는 지표의 목표치와 실제 목표달성정도<sup>53)</sup>를 유가증권 보고서에 공시하도록 하였다. 또한 비재무적인 정성평가 지표가 성과급의 산정에 사용되었다면 해당 지표에 대한 상세한 설명을 기재하도록 하였고 주식 기반 보상이 실제 성과에 연동되지 않고 직책과 책임에 따라 결정되는 경우 이를 성과급에 포함시키지 않도록 하였다. 만약 사업보고에 이에 관한 필요한 사항을 기재하지 않거나 부실 또는 허위 기재가 발견되면 회사는 행정처벌(과태료)을 받도록 하였다. 마지막으로 동 개정은 과거에 정해진 임원의 보수한도가 장기간 변화 없이 계속되는 문제점을 시정하기 위한 목적으로 임원의 보수에 관한 주주총회의 결의가 있는 경우 당해 결의의 날짜와 내용, 결의에 참여한 임원의 숫자를 공개하도록 하였으며 위원회가 설치되어 있는 회사의 경우에는 임원보수의 결정과정에서 보상위원회의 구체적인 활동내용을 공개하게 하였다. <표 III-16>은 2019년 일본에서 임원보수에 관한 내각부령 개정으로 인한 공시제도의 변화사항을 개정 전·후로 나누어 비교하고 있다.

53) 회사가 성과연동 보수의 산정에 복수의 실적 지표들을 결합하여 사용한 경우 개별 핵심성과 지표(KPI)에 대한 목표치와 목표설정의 이유, 실제 목표 달성률 등을 상세하게 기재해야 함

〈표 III-16〉 일본의 임원 보수 공시제도 개정 전·후의 비교: 주요 차이

구분	개정 전	개정 후
공시의무 대상자	① 이사, ② 감사등 위원, ③ 감사, ④ 집행역, ⑤ 사외이사	동일
공개항목 (임원 구분)	① 보수 등의 총액 ② 보수 등의 형태 (기본급, 보너스, 스톡옵션, 퇴직금 등) ③ 임원의 수	① 보수 등의 총액 ② 보수 등의 형태 (고정보수, 성과연동보수, 퇴직위로금 등) ③ 임원의 수
공개항목 (보수액의 결정정책)	제출일 현재 회사의 임원의 보수의 금액 또는 그 산정 방법의 결정방침에 대해 제출일 현재의 정책내용, 결정방법을 정하지 않은 경우에는 그 이유	제출일 현재 회사의 임원의 보수의 금액 또는 그 산정 방법의 결정방침에 대해 ① 제출일 현재의 정책내용, 결정방법을 정하지 않은 경우에는 그 이유 ② 직책별로 방침을 정하고 있는 경우 그 내용 ③ 정책결정권한을 가진 자의 성명 또는 명칭, 권한의 내용과 재량의 범위 ④ 정책결정에 관여하는 위원회가 존재하는 경우에는 그 절차의 개요
공개항목 (성과연동보상)	없음	① 제출회사의 임원의 보수에 성과연동보수가 포함된 경우 ② 성과연동 보수와 기본보수의 결정방침을 정하고 있는 경우 그 정책의 내용 ③ 해당업적 연동보상에 관한 지표와 해당지표를 선택한 이유 ④ 해당 업적연동 보수액의 결정방법 ⑤ 최근 사업연도에 해당 업적 연동보상에 관한 지표의 목표실적
공개항목 (기타)	없음	① 제출회사의 임원의 보수에 관한 주주총회의 결의가 (a) 있는 경우 (i) 당해 결의 날짜 (ii) 당해 결의의 내용 (iii) 당해 결의가 둘 이상의 임원에 대한 규정인 경우 결정에 관계된 임원의 수 (b) 없는 경우 (i) 제출회사의 임원의 보수 등에 관하여 정관에 규정하고 있다는 사항에 대한 내용 ② 최근 사업연도의 제출회사의 임원의 보수금액의 결정과정에서 제출회사의 이사회 또는 보상위원회의 활동내용

자료: 日本 金融庁(2019)

현재 일본은 예금자나 보험계약자의 보호를 목적으로 경영자 보수의 공시에 있어 비금융회사보다 은행, 보험 등 금융기관에 대해 더 엄격한 규제를 시행하고 있다. 2008년 글로벌 금융위기에서 금융기관의 임원의 보상 체계가 과도한 위험추구를 촉진하도록 설계된 것이 그 주요 원인으로 지목됨에 따라 일본 금융청은 2010년 3월에 주요 은행, 금융상품 거래업자, 보험회사에 대한 종합적인 감독지침을 개정하였고 2011년 공개 부령 개정과 시기를 같이하여 주요 은행 및 보험회사의 공시 기준을 개정하였다. 금융기관의 경영자 보상 공시에 대한 엄격한 규제는 단기이익의 추구에 매몰된 주주들이 고위험 투자를 장려하는 인센티브가 강한 경영자 보상체계를 도입하여 경영자가 과도한 위험추구를 하게 되면 채권자(예금자 또는 보험계약자)의 보호에 문제를 초래할 수 있다는 점에 그 근거를 두고 있다. 금융회사의 임원보수 공시 규정에 관한 주요 내용은 보상체계에서 성과연동 부분이 금융회사의 리스크에 미치는 영향에 대한 적절성 평가, 보상과 성과 간의 연계성 공시 및 당해 연도에 지급된 특별보수 및 이연보수와 같은 보상 관련 정보의 투명한 공개, 보수체계의 설계 및 운영을 위해 설치된 보상위원회의 구체적 활동내역 등으로 이루어져 있다. 또한 동 규정은 회사의 임원뿐 아니라 회사 전체의 리스크 관리에 중요한 영향을 미치는 직원에 대한 보상을 공개 대상에 추가하고 있다.

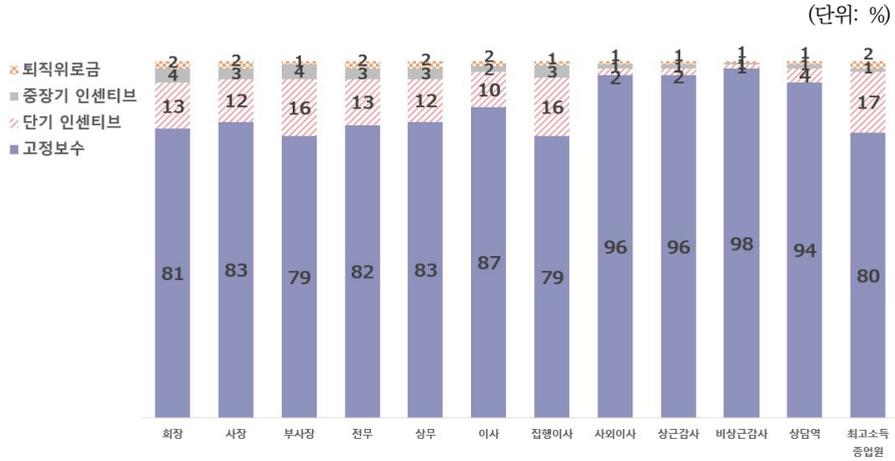
일본에서 경영자 보상의 결정에 주주의 참여를 확대하기 위한 주주권고투표제도(Say-On-Pay)의 도입은 현재 논의 단계에 있으며 일본 정부는 경영자 보상이 기업의 지속적인 성장을 위한 인센티브로 작동할 수 있도록 중·장기적인 실적과 직접적으로 연동되는 보상의 비율을 증가시키고 현금보상과 주식 보상과의 비율을 적절하게 설정하도록 권고하고 있다. 이에 대한 대응으로 일본 기업들은 경영자가 단기실적 추구보다는 기업의 중·장기적 가치의 증대를 위해 노력하도록 유도하기 위해 경영자의 자사주 보유를 의무화하고 스톡옵션이나 양도제한부 주식을 활용한 주식기반 성과연동보상을 확대하고 있는 추세에 있다. 경영자 보수의 이연 및 환수에 대해서는 일본은 2009년 이후 FSB의 권고를 따라 경영자 성과보수의 일정 부분을 3년에 걸쳐 이연하도록 하고 있으나 성과급에서 이연되어야 할 비율에 관한 구체적인 규정은 현재 존재하지 않는 실정이다. 그러나 최근 일본 금융청은 주주와 시장에 의한 규율을 중시하고

기업의 중·장기적 가치향상을 목적으로 회사들이 경영자 보수체계에서 주식을 사용한 성과연동보상의 비중과 성과급의 이연을 증가시키도록 권고하고 있다. 일본에서 경영자 보수의 축소 및 환수에 대한 법적인 규제는 현재 존재하지 않으나 상장회사들의 경우 환수를 포함한 보수의 조정에 대해 임원의 부정행위나 재무제표의 수정을 그 요건으로 두고 이에 대한 사항을 자발적으로 공시하고 있다.

#### 나. 일본 경영자 보상 현황

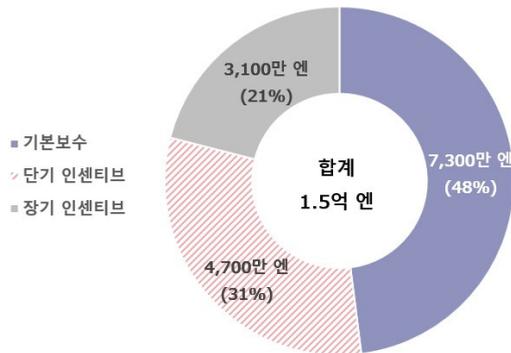
일본의 임원 보상체계를 살펴보면 기본급인 고정보수, 단기 성과 연동보수(상여금), 중·장기 성과연동보수, 퇴직위로금 등으로 구성되어 있다. 2015년 기준으로 일본의 상장회사의 임원 보상체계를 살펴보면 고정보수가 대부분(80% 이상)을 차지하고 있으며 성과급에서 단기 성과급의 비율은 10~17%, 중·장기 성과급의 비율은 2~4% 정도로 매우 낮은 상황에 있다(〈그림 III-9〉 참조). 〈그림 III-10〉은 2017년 일본의 시가총액 기준 상위 100개 회사 CEO 보수의 구성을 보여주고 있는데 총 보수 중 기본급은 48%, 단기인센티브가 31%, 중·장기 인센티브가 21%를 차지하고 있다. 이러한 결과는 일본의 경영자 보상체계에서 스톡옵션이나 양도제한부 주식 등을 사용한 중·장기 성과급의 비율이 미국·영국과 같은 서구 국가들에 비해 매우 낮다는 사실을 보여주고 있다. 일본의 상장회사들은 성과 평가에 있어 전체 회사성과, 부문 실적, 개인 실적 등 다양한 지표 등을 사용하여 경영자의 보수를 결정하고 있고, 성과연동보상의 결정을 위해서는 당기이익 또는 세전 이익, 영업이익, 경상이익, 매출액과 같은 재무지표들을 주로 사용하고 있다.

〈그림 III-9〉 일본 상장회사 임원의 보수 구성 현황



자료: 日本經濟産業省(2015)

〈그림 III-10〉 일본 시가총액 기준 상위 100개 회사 CEO 보수 구성



자료: 森田純夫(2018)

다음으로 일본 보험그룹인 손보 홀딩스의 사업보고서를 통해 일본의 경영자 보수 공시의 예를 살펴보면, 손보 홀딩스에서 임원의 보수는 경영자의 실적과 능력, 사업의 전략적 환경 등의 다양한 요소들을 반영하여 결정되고 있다(〈그림 III-11〉 참조). 손보홀딩스에서 임원에 대한 단기 성과보너스인 업적 연동보수는 주로 수정 연결 자기자본이익률(修正連結 ROE)과 같은 재무지표와 회사의 전략목표의 달성 여부를 통

해 결정되고 있다. 이를 위한 구체적 목표로서 3,000억 엔의 수정연결 이익과 10% 이상의 수정 연결 자기자본이익률을 정하고 있으며 전략적 달성목표로서는 사업구조 변혁과 기업문화 개혁 등을 제시하고 있다. 또한 장기 인센티브 성과급인 업적연동형 주식보수는 글로벌 경쟁 보험그룹 대비 자사의 순이익과 시장평균 대비 자사의 추가 수익을 사용하여 산정되고 있다. <그림 III-12>는 손보 홀딩스 경영자의 성과보수 산정에 사용된 구체적인 공식을 기재하고 있는데 업적연동 보수에 대해서는 재무지표와 전략지표의 비중을 각각 50%로 균형 있게 적용하여 목표달성의 정도에 따라 실제 지급액이 변동되도록 설계하였다. 구체적인 산정 방법을 살펴보면 각 지표에 대해 성과 달성 목표금액에 성과계수를 곱한 값을 구한 뒤 그 값들을 합하여 실제 성과급으로 정하고 있다. 성과계수는 목표성과가 달성된 경우 100%이며 실제 성과의 정도에 비례하여 0%에서 200% 범위에서 정해지도록 하고 있다.

업적연동형 주식보상은 중·장기 주식가치와 회사의 연결실적을 사용하여 평가되고 있다. 주식가치는 도쿄 증시 주가지수(TOPIX) 대비 회사의 추가 수익률 근거로 산정된 시장상관계수로 연결실적은 글로벌 경쟁 보험그룹의 과거 3년의 연결 순이익 성장률 대비 자사의 순이익 성장률을 근거로 계산된 글로벌 상관계수로 표현된다. 손보홀딩스는 위와 같이 산정된 주식가치와 연결실적에 각각 50%씩 가중치를 부여한 점수의 합에 주식보수 기준 포인트를 곱한 값을 근거로 하여 실제 지급될 주식보수 포인트를 계산하여 업적연동형 주식보상을 지급하고 있다. 이와 같은 공식을 적용하여 결정된 2018년 손보홀딩스의 임원의 보수는 <표 III-17>과 같이 공시되고 있다. 임원의 보수체계는 이사 및 감사역에 대해 기본급, 업적연동보수, 업적 연동형 주식 보상, 퇴직위로금 등으로 구성되어 있으며 이사 및 감사의 총 보수는 7억 100만 엔이고, 이중 기본보수 4억 4,300만 엔, 업적연동보수가 1억 4,100만 엔, 성과연동형 주식보수가 1억 1,600만 엔으로 각각 총 보수대비 63%, 20%, 17%를 차지하고 있다. 현재 손보 홀딩스 CEO인 사쿠라다 켄고(桜田 謙悟)의 경우 총 보수 2억 4,800만 엔 중 기본급이 44%, 단기보너스가 33%, 장기 성과급이 23%의 비중을 보이는 것으로 나타났다. 이러한 수치들은 일본의 보험회사 경영자 보상에 있어 성과와 관계없이 지급되는 기본급이 전체 보상에서 큰 비중을 차지하고 있는 사실을 보여주고 있다.

〈그림 III-11〉 일본 손보 홀딩스 임원 성과평가 지표 및 산정기준

〈성과평가 지표〉

〈중·장기 목표〉

장기인센티브 보상 (주식 보상)	시장대비 성장률연동	추가	추가	
	글로벌시장 대비 성장률 연동	순이익	수정연결이익	3,000억 엔 수준
단기인센티브 보상 (현금 보상)	재무성과 연동	수정연결 ROE 등	수정연결ROE	10% 이상
	전략성과 연동	전략목표	전략목표	사업포트폴리오 변화 기업문화의 혁신
고정보수(기본급)				

자료: Sompo ホールディングス(2018)

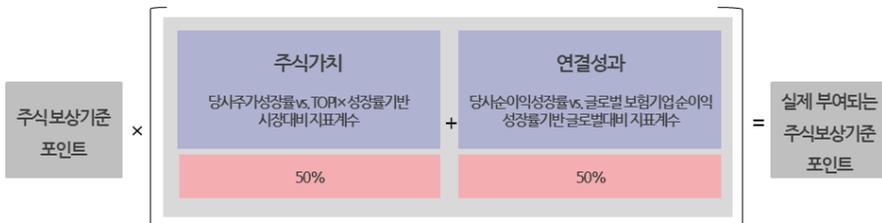
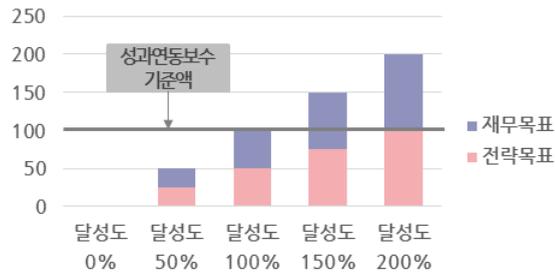
〈그림 III-12〉 일본 손보 홀딩스의 임원 성과급 산정공식



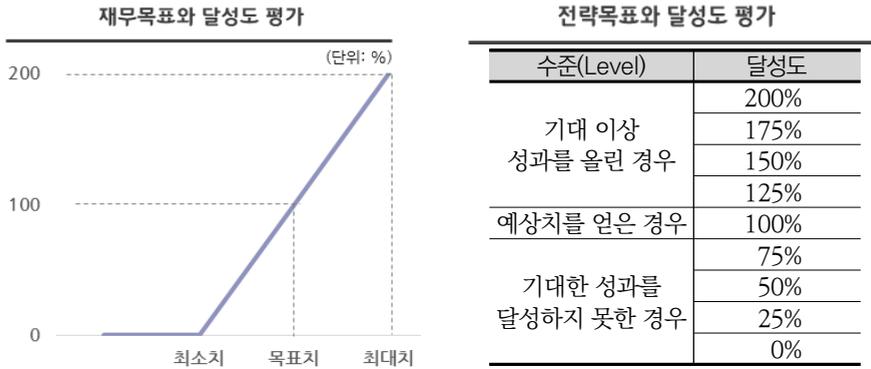
\* 재무목표와 전략목표의 가중치는 50:50을 기준으로 하고 임원의 역할에 따라 개별적인 조정이 가능함

성과달성별 실적변동 보상 수준

각 임원의 재무목표, 전략목표의 달성 정도에 따라 성과연동보상은 성과보상 기준금액의 0%에서 200% 범위에서 변동함



〈그림 III-12〉 계속



자료: Sompo 홀딩스(2018)

〈표 III-17〉 일본 손보 홀딩스 임원 보수 구성

임원 구분	보수 등 총액 (백만 엔)	보수 등의 종류별 총액(백만 엔)				대상 임원 수 (명)	
		고정보수 (기본급)	성과연동 보상	성과연동형 주식보상	퇴직위로금		
이사(사외이사 제외)	541	283	141	116	-	8	
감사(사외감사 제외)	62	62	-	-	-	3	
사외 임원	사외이사	56	56	-	-	-	4
	사외감사	42	42	-	-	-	3
합계	701	443	141	116	-	18	

주: 임원보수지급액(2018년)

자료: Sompo 홀딩스(2018)

〈표 III-18〉 일본 손보 홀딩스 CEO 보수 구성

성명	연결보수 등 총액 (백만 엔)	임원 구분	회사 구분	연결보수 등의 종류별 총액(백만 엔)			
				고정보수 (기본급)	성과연동 보상	성과연동형 주식보상	퇴직 위로금
사쿠라다 겐고	248	이사	사장(CEO)	110	82	56	-
니시자와 케이지	150	이사	손보재팬 일본총아주식 회사 (니폰코아)	78	31	40	-

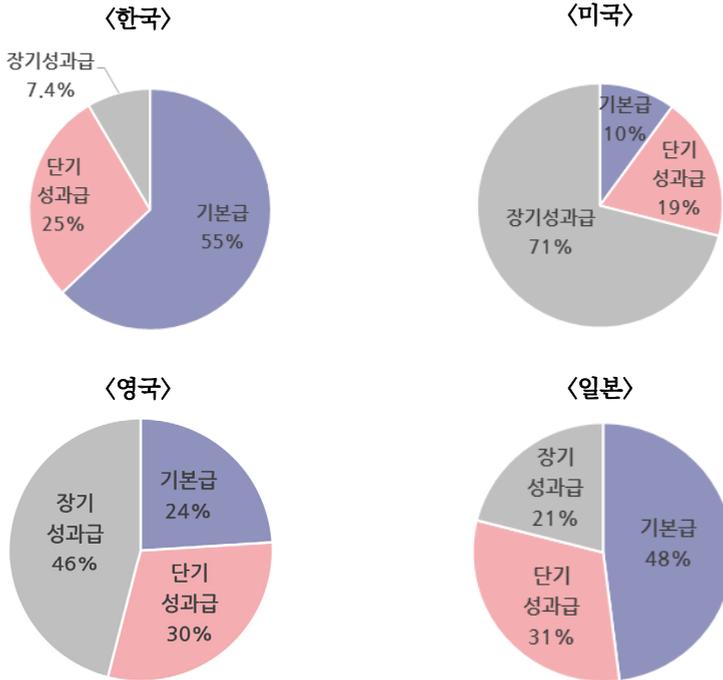
주: 임원보수지급액(2018년)

자료: Sompo 홀딩스(2018)

## 4. 소결

본 장에서는 해외 주요국의 경영자 보수에 대한 규제 및 그 변화 추이와 보상체계의 현황에 대해서 살펴보았다. 미국과 영국의 경우에는 보상의 산정기준 및 절차에 대한 투명한 공개를 중시하고 보상의 결정에 있어 Say-on-Pay의 도입을 통해 주주의 참여권을 강화하여 경영자 보상에 대한 주주의 감시·통제기능을 제고해 왔으며 보상 위원회의 독립성과 전문성을 강화하는 방향으로 보수에 관한 규제변화가 이루어져 왔다. 또한 보상체계의 구조에 있어서는 주식과 스톡옵션을 기반으로 하는 주식기반의 성과연동 보상을 적절히 활용하여 경영자에게 중·장기적 실적 향상을 위한 인센티브를 제공해 왔다. 일본의 경영자 보수에 대한 규제는 그동안 회사의 보상정책보다는 보수액의 공개에 치우쳐 왔었지만 최근 임원보수에 대한 공시의 강화를 통해 경영자 보상에 대한 정보를 국제수준으로 투명하게 공개하려는 움직임이 활발하게 일어나고 있다. 일본의 경영자 보상체계는 서구 국가들과 비교해서 고정보수의 비중이 높고 성과에 연동된 보상이 낮은 실정이지만 현재 많은 기업들이 경영자 보상에서 성과보상의 비율을 높이고 주식기반의 성과연동보상을 도입하여 보상과 중·장기적 기업실적, 주주가치의 증감을 더 강력하게 연계시키는 보상체계를 구축하기 위해 노력하고 있다. <그림 III-13>과 <표 III-19>는 본 장에서 논의된 해외 주요국의 보상체계의 구조와 경영자 보상 관련 규제에 대한 내용을 한국의 사례와 함께 비교하여 보여주고 있다.

〈그림 III-13〉 한국과 주요국 상장회사 CEO 보상체계 구조 비교(2017년 기준)



주: 한국: 상장기업, 미국: S&P 500회사, 영국: FTSE 100회사, 일본: 시가총액 상위 100개 회사  
 자료: 권재현·문병순(2019); 森田純夫(2018) 참조

〈표 III-19〉 한국과 해외 주요국 상장회사의 경영자 보상에 대한 규제 비교

구분	한국	미국	영국	일본
보상위원회	과반을 사외이사로 임명하며 위원회의 대표는 사외이사로 정해야 함	전원 독립된 사외이들로만 구성된 보상위원회를 구성	보상위원회 의장을 제외한 보상위원회 회원의 과반 이상을 독립적인 사외이사로 구성해야 함	위원회 설치회사의 경우 사외이사가 총 위원의 과반수가 되도록 규정
보수공시	보수가 5억 원 이상 상위 5인의 보수액과 구성 및 산정 방법 공시	소득 상위 5명의 경영자에 대해 과거 3년 동안 지급된 보수액과 구성 및 구체적 산정 방식 공시	모든 이사들에 대해 당해 연도와 직전 연도의 보수액과 구성 및 구체적인 산정 방식 공시	보수가 1억 엔 이상의 임원에 대해 보수액과 구성 및 구체적인 산정 방식 공시
성과보수 이연	성과급의 40~60%를 3년 이상의 기간에 걸쳐 이연 지급	성과급의 50% 이상에 대해 3년 이상의 기간 동안 이연 지급	성과급의 최소 60%는 3년 동안 지급 없는(without Vesting) 이연 후 4년차부터 비례적 지급(Pro-rata Vesting)을 하도록 하는 7년 이연	성과급의 일정부분을 3년에 걸쳐 이연 지급. 그러나 이연비율에 관한 규정은 존재하지 않음
환수 및 축소	법적 규정은 존재하지 않음	임원에게 성과금을 지급한 날로부터 3년 동안에 받은 보상의 부분을 환수	임원에게 성과금을 지급한 날로부터 7년 동안 변동보수를 환수	법적 규정은 존재하지 않음
주주의결권 (Say-on-Pay)	법적 규정은 존재하지 않음	비구속적(Non-binding) 권고	구속적(Binding) 권고	법적 규정은 존재하지 않음

---

## IV. 보험회사 경영자 보상의 효율성 분석

---

본 장에서는 국내 보험회사의 경영자 보상체계가 총자산이익률(ROA)과 자기자본 이익률(ROE)로 측정된 보험회사의 수익성과 기업의 미래가치를 의미하는 Tobin's Q로 측정된 장기 성과에 어떠한 영향을 미치는지를 계량경제학적 분석을 통해 살펴 본다. 그리고 분석결과를 검토하여 현행 보험회사의 경영자 보상체계가 회사의 장단기 성과에 어떤 방향으로 영향을 미치고 있는지를 평가해 보고 이러한 실증적 근거를 바탕으로 하여 다음 V장에서 향후 보험회사 경영자 보상의 개선 방안을 모색해 보고자 한다. 본 보고서의 분석은 그 동안 보험회사의 경영자 보상체계와 수익성 및 기업 가치 간의 관계에 대한 통계적 분석을 수행한 연구들이 존재하지 않아 이에 대한 최초의 실증분석이라는 점에서 그 의의를 가진다.

### 1. 임원 보상체계와 수익성 및 기업가치에 관한 분석

#### 가. 변수의 정의와 기술통계량

본 연구는 국내 보험회사의 경영자 보수체계가 보험회사의 수익성과 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위해 경영자 보수의 공시가 최초로 시작된 2013년부터 2018년까지를 표본기간으로 설정하여 사업보고서와 지배구조 및 보수체계 연차보고서에 임원과 CEO의 보수를 공개한 모든 보험회사(총 34개: 생명보험 23개, 손해보험 11개)를 대상으로 하여 분석을 수행하였다. 분석을 위한 데이터에 대해서는 보험회사 임원과 CEO 보수의 구성요소인 기본급, 성과급, 총 보수(Salary, Bonus, Total

Compensation),<sup>54)</sup> CEO의 연령과 재직연수, 이사회 규모(Board Size), 사외이사 비중(Outsiders), 내부자 지분율(InsiderOwn), 기관투자자 지분율(InstOwn) 등의 변수들은 보험회사의 사업보고서와 지배구조 및 보수체계 연차보고서를 이용하여 수집하였다. 개별 보험회사에 대한 수익성 변수(ROA, ROE)와 보험회사 규모, 부채비율(Leverage), 사업집중도(Product Concentration), 보험료 성장률(Premium Growth), 신계약률(New Contract), 총자산 수익 변동성(Volatility of ROA), 손해율(Loss Ratio)과 같은 설명변수들은 보험개발원 보험통계 정보서비스의 보험통계연감으로부터 데이터를 수집하였다. 기업가치 측정도구(Tobin's Q)와 주주의 부 변화( $\Delta$ Shareholder wealth)에 대한 주가 관련 데이터는 연합인포맥스 데이터 서비스로부터 수집하였다. <표 IV-1>은 본 연구의 실증분석에 사용된 변수들의 정의를 정리하여 보여주고 있다.

<표 IV-2>는 분석에 사용한 변수의 기술통계량을 보여준다. 연구 기간인 2013~2018년 동안 보험회사 임원을 대상으로 한 표본에서 총 보수의 평균은 약 57.1억 원이었으며 그 중 기본급이 약 37.5억 원, 성과급이 19.6억 원으로 각각 총 보수 대비 65.7%와 34.3%의 비중을 차지하였다. 총 보수 중 이연지급 된 보수는 약 12억 원으로 총 보수 대비 약 21%를 차지하며 국내 보험회사의 경영자 보상체계에서 중·장기에 걸쳐 성과와 연동되는 보수의 비중이 낮은 모습을 보여주었다. 또한 주식의 형태로 지급된 보수는 17.6%에 불과해 경영자 보상에서 현금 보상의 비율이 매우 높은 모습을 보여주고 있다. CEO보수에 대해서는 기본급과 성과급의 비율이 각각 5.8억 원과 5.6억 원으로 총 보수에서 고정보수의 비율이 약 51%를 차지하였다. 수익성 지표인 ROA와 ROE는 각각 0.8%와 5.7%로 나타났으며 기업의 시장가치와 장부가치의 비율을 의미하는 Tobin's Q는 0.918로 1보다 작은 것으로 나타나 국내 비금융 상장회사의 평균인 1.13(홍순욱, 2019)과 비교하여 낮은 모습을 나타내었다. 국내 보험회사의 이사회는 평균 6.6명의 구성원으로 이루어져 있고 사외이사 비율은 평균적으로 약 57%이며 등재이사 및 감사의

54) 국내 보험회사의 경영자 보수체계에서 스톡옵션이나 양도제한부 주식 같은 주식기반 보수의 총 보수 대비 비중이 매우 낮은 관계로 우리나라와 비슷한 경영자 보수체계를 가진 일본의 경영자 보상체계를 연구한 Pan and Zhou(2018)의 연구를 따라 본 연구는 보험회사 경영자의 보수체계를 기본급, 성과급, 총 보수로 나누어 분석을 수행하였음

보통주 지분율인 내부자 지분율과 기관투자자 지분율은 각각 2.3%와 16%로 나타났다. CEO의 평균 연령은 약 58세였으며 평균 재직연수는 약 35개월로 3년이 채 안 되는 것으로 나타났다.

〈표 IV-3〉과 〈표 IV-4〉는 전체 표본을 생명보험회사와 손해보험회사로 나누어 계산한 기술통계량을 보여주고 있다. 보험회사 형태별 통계량의 주요 차이를 살펴보면, 손해보험회사가 생명보험회사와 비교해 다소 높은 수익성(손보 ROA: 1.4%, ROE: 9.1%, 생보 ROA: 0.6%, ROE: 4.1%)과 기업가치(손보 0.94, 생보 0.88)를 나타내었다. 또한 생명보험회사에 비해 손해보험회사에서 이연되는 보수의 비중(생보 17.8%, 손보 26%)과 내부자 지분율이 높은 모습을 보여주었다(생보 1.6%, 손보 3.8%). 보험회사의 조직 구조 및 보수 지급형태에 대해서는 생명보험회사의 17.4%와 손해보험회사의 63.6%가 상장회사로 나타났으며, 24.6%의 생명보험회사가 성과급을 주식의 형태로 지급하고 있는 것에 비해 손해보험회사에서는 3%만이 성과보상에서 주식을 사용하는 것으로 나타났다. CEO 보수에 대해서는 생명보험회사와 손해보험회사에서 총 보수액의 평균값은 거의 비슷하였으나 보상체계에서 생명보험회사가 손해보험회사보다 기본급의 비중이 다소 높다는 사실을 발견하였다(생보 54%, 손보 48%). 마지막으로 CEO의 평균재직 기간에 대해서는 생명보험회사(37개월)가 손해보험회사(30개월)와 비교하여 약간 긴 CEO 재직연수를 가지고 있는 것으로 조사되었다.

〈표 IV-1〉 변수의 정의

구분	변수	정의
경영자 보상 변수	기본급(Salary)	보험회사 임원의 평균 기본급 액수
	성과급(Bonus)	보험회사 임원이 성과급 총액
	총 보수(Total Compensation)	보험회사 임원의 평균 총 보수액
	이연보수(Deferred Variable Pay)	보험회사 임원 보수의 이연지급액
수익성 및 기업가치변수	총자산수익률(ROA)	자산총액에 대한 당기순이익의 비율
	자기자본수익률(ROE)	자기자본액에 대한 당기순이익의 비율
	기업가치(Tobin's Q)	보험회사의 시장 가치 / 장부 가치
기업특성변수	회사 규모(Firm Size)	보험회사의 총자산의 로그값
	부채비율(Debt Ratio)	보유보험료 / 자본합계
	사업집중도(ProdHHI)	각 보험상품의 원수보험료를 사용한 HHI(허핀달-허쉬만 지표)
	보험료 성장률(Premium Growth)	보유보험료의 전년 대비 성장률
	신계약률(New Contract)	당해 연도 신계약액 / 연초 보유계약액
	총자산수익 변동성 (Volatility of ROA)	ROA의 5년 평균 표준편차
	손해율(Loss Ratio)	수입보험료 대비 지급보험금(생명보험), 손해율(손해보험)
	상장회사 더미(Stock Company)	회사가 상장회사인가의 여부
	주식 보상지급(Stock Award)	주식으로 성과급을 지급하는지의 여부
기업지배구조 변수	이사회 규모(Board Size)	이사회 구성원의 총 숫자
	사외이사 비중(Outsiders)	이사회에서 사외이사의 비율
	내부자 지분율(InsiderOwn)	등재이사 및 감사의 회사의 보통주 지분율
	기관투자자 지분율(InstOwn)	증권, 보험, 투자신탁 및 기타 금융기관이 보유한 회사의 보통주 지분율
CEO 인적 특성변수	CEO 연령(CEO Age)	CEO의 연령
	CEO 재직연수(CEO Tenure)	CEO가 회사에 재직한 기간

〈표 IV-2〉 전체 보험회사 기술통계표

변수	관측치	평균	최솟값	중앙값	최댓값	표준편차
Salary	204	37.552	2.400	28.750	233.000	40.856
Bonus	204	19.591	0.000	7.600	329.000	41.466
Total Compensation	204	57.143	2.400	34.250	517.000	69.779
CEO Salary	63	5.809	3.080	5.470	9.000	1.628
CEO Bonus	63	5.626	0.000	4.120	28.030	5.604
CEO Total Compensation	63	11.435	5.200	9.020	34.010	6.226
Deferred Variable Pay	204	12.038	0.000	2.815	329.000	37.921
ROA	204	0.008	-0.018	0.005	0.087	0.015
ROE	204	0.057	-0.453	0.064	0.237	0.077
Tobin's Q	72	0.918	0.534	0.967	1.097	0.126
Firm Size	204	16.536	14.276	16.490	19.370	1.023
Debt Ratio	204	2.598	0.208	2.110	10.131	1.787
ProdHHI	204	0.418	0.195	0.359	1.000	0.212
Premium Growth	204	0.043	-0.764	0.008	1.003	0.273
Volatility	204	0.003	0.0001	0.002	0.032	0.004
Stock Firm	204	0.323	0.000	0.000	1.000	0.469
Stock Award	204	0.176	0.000	0.000	1.000	0.382
Board Size	204	6.643	1.000	7.000	12.000	1.950
Outsider	204	0.569	0.000	0.571	0.800	0.128
InsideOwn	204	0.023	0.000	0.000	0.338	0.075
Instown	204	0.160	0.000	0.000	1.000	0.272
CEO Age	204	57.942	42.000	59.000	67.500	5.057
CEO Tenure	204	34.798	1.000	23.000	224.000	35.593

〈표 IV-3〉 생명보험회사 기술통계표

변수	관측치	평균	최솟값	중앙값	최댓값	표준편차
Salary	138	33.950	0.000	25.900	233.000	39.494
Bonus	138	16.356	0.000	8.200	329.000	33.935
Total Compensation	138	50.306	0.000	32.950	517.000	63.392
CEO Salary	30	6.206	3.080	5.990	9.000	1.830
CEO Bonus	30	5.330	0.000	4.250	23.180	4.806
CEO Total Compensation	30	11.536	5.860	9.060	31.580	5.757
Deferred Variable Pay	138	8.920	0.000	3.150	329.000	32.888
ROA	138	0.006	-0.018	0.004	0.074	0.013
ROE	138	0.041	-0.453	0.055	0.237	0.084
Tobin's Q	24	0.881	0.600	0.958	0.994	0.131
Firm Size	138	16.545	14.276	16.563	19.370	1.132
Debt Ratio	138	2.019	0.208	1.780	7.243	1.287
ProdHHI	138	0.332	0.195	0.273	0.938	0.171
Premium Growth	138	0.031	-0.764	-0.008	1.003	0.302
New Contract	138	0.198	0.008	0.173	0.669	0.111
Volatility	138	0.003	0.000	0.002	0.017	0.002
Loss Ratio	138	0.564	0.224	0.526	3.126	0.318
Stock Firm	138	0.174	0.000	0.000	1.000	0.380
Stock Award	138	0.246	0.000	0.000	1.000	0.432
Board Size	138	6.537	1.000	7.000	11.000	1.877
Outsider	138	0.560	0.000	0.571	0.800	0.152
InsideOwn	138	0.016	0.000	0.000	0.338	0.073
InstOwn	138	0.179	0.000	0.000	1.000	0.316
CEO Age	138	57.220	42.000	58.000	66.000	5.517
CEO Tenure	138	37.015	1.000	24.000	224.000	40.197

〈표 IV-4〉 손해보험회사 기술통계표

변수	관측치	평균	최솟값	중앙값	최댓값	표준편차
Salary	66	45.082	2.400	33.000	177.000	42.900
Bonus	66	26.355	0.000	5.990	245.000	53.611
Total Compensation	66	71.437	2.400	36.350	392.000	80.188
CEO Salary	33	5.448	3.080	5.180	7.580	1.348
CEO Bonus	33	5.895	0.020	3.910	28.030	6.305
CEO Total Compensation	33	11.343	5.200	8.630	34.010	6.713
Deferred Variable Pay	66	18.555	0.000	2.005	245.000	46.341
ROA	66	0.014	-0.005	0.010	0.088	0.018
ROE	66	0.091	-0.080	0.088	0.199	0.044
Tobin's Q	48	0.939	0.534	0.980	1.097	0.128
Size	66	16.519	15.152	16.278	18.184	0.754
Debt Ratio	66	0.860	0.441	0.912	0.957	0.134
ProdHHI	66	0.597	0.374	0.569	1.000	0.176
Premium Growth	66	0.070	-0.278	0.044	0.707	0.201
Volatility	66	0.004	0.000	0.002	0.032	0.006
Loss Ratio	66	0.810	0.469	0.851	0.911	0.107
Stock Firm	66	0.636	0.000	1.000	1.000	0.485
Stock Award	66	0.030	0.000	0.000	1.000	0.173
Board Size	66	6.864	4.000	7.000	12.000	2.089
Outsider	66	0.588	0.500	0.583	0.750	0.050
InsideOwn	66	0.038	0.000	0.001	0.246	0.079
InstOwn	66	0.111	0.000	0.097	0.308	0.086
CEO Age	66	59.439	53.000	59.000	67.500	3.524
CEO Tenure	66	30.197	1.000	22.500	104.000	22.901

#### 나. 보상체계가 수익성과 기업가치에 미치는 영향에 관한 분석

본 절에서는 국내 보험회사의 임원 보상체계가 회사의 수익성과 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 향후 보험회사의 경영자들이 중·장기적인 관점에서 수익을 창출하고 기업가치를 증대시키도록 유도하기 위한 보상체계의 설계를 위한 시사점을 찾

아보고자 한다. 앞 절에서 살펴보았듯이 국내 보험회사의 경영자 보상체계는 주로 고정급인 기본급 중심(60% 이상)으로 구성되어 있어 경영성과와 보상의 효과적 연동성이 미흡한 실정이다. 성과와는 무관하게 직급에 따라 결정되는 기본급과는 달리 성과와 연동된 보상은 경영성과의 변화에 따라 경영자가 얻을 수 있는 경제적 이익이 결정되기 때문에 기업의 수익성과 가치 향상에 대한 동기부여를 할 수 있다는 장점을 가지고 있다. 따라서 경영자들이 회사의 수익성과 가치의 향상을 위해 노력하도록 할 적절한 유인을 제공하기 위해서는 보상이 회사의 성과와 긴밀히 연동되도록 하는 것이 필요하다고 할 수 있다. Jensen and Murphy(2010)는 주주가치와 밀접하게 연계되도록 구성된 성과보수 지급체계는 주주와 경영자 사이의 이해관계를 일치시켜 주는 효율적인 장치가 될 수 있다고 주장했다. Pan and Zhou(2018)의 연구는 우리와 비슷하게 경영자 보수의 대부분이 고정급인 기본급으로 구성되어 있는 일본의 경우 기본급은 기업가치의 증가와 통계적으로 유의미한 상관관계를 나타내지 않는 반면 성과급은 유의한 양(+)의 관계를 갖는다는 사실을 보여주었다. 이러한 결과는 경영자가 회사의 중·장기적 수익성과 기업가치의 제고를 위해 노력하도록 유도하기 위해서는 기본급보다는 성과급이 더 효과적인 인센티브로 사용될 수 있음을 의미한다.

이에 본 절에서는 국내 보험회사에서 경영자 보상체계의 구성이 어떻게 수익성과 기업가치에 영향을 미치는가에 대한 분석을 통해 경영자의 전체 보상에서 성과급 비중의 증가가 기업가치의 제고를 위한 방안이 될 수 있는지의 여부를 살펴본다. 구체적으로 만약 기본급(성과급)의 비중이 높은(낮은) 회사일수록 ROA와 ROE로 측정된 기업의 수익성과 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 결과가 나타난다면 이는 향후 보험회사들은 경영자 보수체계를 설계하는 데 있어 성과와는 상관없이 고정적으로 지급되는 기본급의 비중을 줄이고 성과와 직접적으로 연동되는 변동 성과보수의 비중을 보다 증가시켜야 할 것임을 시사한다. 본 분석은 기존의 경영자 보수의 결정요인에 대한 선행연구들을 근거로 하여 회사의 규모, 수익성, 부채비율, 상품다각화, 보험회사의 조직구조와 같은 기업특성변수들(Deckop 1988; John and John 1993; Reeb and Duru 2002; Duru and Reeb 2002; Pukthuanthong et al. 2004; Mayers and Smith 1992)과 이사회 규모, 사외이사 비중, 내부자 지분율,

기관투자자 지분율 등의 기업지배구조 관련 변수들(Core et al. 1999; Bertrand and Mullainathan 2001; Fernandes et al. 2013)을 통제변수로 사용하여 임원 보상체계가 보험회사의 수익성과 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석을 수행하였다. 본 회귀분석은 횡단면 자료와 시계열 자료가 통합된 패널 데이터(Panel Data)를 사용하였으며 회사 및 시간의 관찰 불가능한 이질적 특성(Unobserved Heterogeneity)을 통제하기 위해 개별회사 효과와 연도별 이질적 시간효과를 반영한 이원 고정효과 모형(Two Way Fixed-effects Model)을 분석모델로 사용하였다.<sup>55)</sup>

본 연구의 초기 표본은 2013~2018년의 기간 동안 경영자 보상에 대한 정보를 공시한 34개 보험회사(생명보험 23개, 손해보험 11개)에 대한 총 204개 기업-연도 관측치를 포함하였다. 본 회귀분석에서 핵심 설명변수는 임원의 총 보수 대비 기본급의 비율(기본급/총 보수)이며 장기사업의 특징을 갖는 보험업의 특성상 경영자의 의사결정이 기업의 성과와 실제로 연결되는 데 시차가 필요하다는 사실을 고려하여 후행 시차변수  $t+3$ 년도 ROA와 ROE를 종속변수로 이용하였다.<sup>56)</sup> 이와 같은 이유로 본 연구는 경영자 보상과 수익성 간의 관계에 대한 분석을 위해 2013~2015년 동안의 총 102개의 기업-연도 관측치를 최종 표본으로 이용하여 회귀분석을 수행하였다. 지금까지 설명한 경영자 보상체계와 재무성과 간의 관계를 추정할 회귀모형을 식으로 나타내면 다음과 같다. 아래 회귀식에서  $i$ 는 기업,  $t$ 는 연도,  $d_t$ 는 연도고정효과  $f_i$ 는 기업고정효과,  $\epsilon_{i,t}$ 는 오차항을 각각 의미한다.

55) 각 회귀분석 모형에서 고정효과(Fixed Effect) 또는 확률효과(Random Effect)의 사용을 판단하기 위해 하우스만 검정(Hausman Test for Random Effect)을 실시하였으며 하우스만 검정의 귀무가설인 “개체효과와 설명변수 간에 상관관계가 없다”는 모든 모형에서 검정결과  $p$ 값이 유의수준 0.05보다 작아서 귀무가설이 기각되어 고정효과 모델이 선택되었음

56) 추가분석에서  $t$ ,  $t+1$ 과  $t+2$ 의 ROE와 ROA를 종속변수로 사용하였을 때 주요 결과가 유지되어 강건성(Robustness)을 확인할 수 있었으며 변수가  $t+3$ 년 이상의 후행 시차변수에 대해서는 관측치의 수가 너무 작아지는 이유로 분석을 수행할 수 없었음

$$\begin{aligned}
 ROA \text{ or } ROE_{i,t+3} = & \alpha_0 + \alpha_1 \% Salary_{i,t} + \alpha_2 Firm Size_{i,t} + \alpha_3 Debt Ratio_{i,t} \\
 & + \alpha_4 Product HHI_{i,t} + \alpha_5 Premium Growth_{i,t} + \alpha_6 Volatility_{i,t} \\
 & + \alpha_7 Stock Company_{i,t} + \alpha_8 Stock Award_{i,t} + \alpha_9 Bsize_{i,t} \\
 & + \alpha_{10} Outsiders_{i,t} + \alpha_{11} Insider Own_{i,t} + \alpha_{12} Inst Own_{i,t} + d_t + f_i + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

〈표 IV-5〉는 전체 보험회사 표본에 대한 수익성의 지표로서 총자산수익률(ROA)과 자기자본수익률(ROE)을 종속변수로 사용한 회귀분석 결과를 보여준다. 분석결과를 살펴보면 전체보험회사 표본에 대해서 주요 설명변수인 총 보수 대비 기본급 비율의 추정계수는 ROE와 ROA로 측정된 수익성 모두에 대해서 음(-)의 통계적 유의성을 가지는 것으로 분석되었다. 이는 보험회사들이 경영자 보상의 구성에서 기본급의 비중을 증가시킬수록 경영자의 보수와 성과 간의 연동성이 약해지게 되어 기업의 수익성에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 의미하고 있다. 성과급에서 주식지급 터미변수의 추정계수들은 모든 수익성 지표에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 성과급의 주식지급과 보험회사의 수익성 간의 양(+)의 관계는 경영자 보상에서 주식기반 보수가 증가할수록 주주와 경영자의 이해관계가 일치하여 기업의 수익성을 증가시킬 수 있다는 점을 시사한다. 이는 경영자 보상에서 주식기반 보수의 비중이 높은 회사일수록 더 높은 경영성고가 나타난다는 선행연구에서의 결과들(Jensen and Murphy 1990; Mehran 1995; Hall and Liebman 1998)과 일치한다.

다른 설명변수에 대해서는 회사의 규모와 사업집중도는 보험회사의 수익성에 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가지는 반면 부채비율과 자산수익변동성은 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 기업지배구조 관련 변수에 대해서는 이사회 규모의 추정계수는 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 기관투자자 지분율은 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 Jensen(1993)이 주장한 바와 같이 이사회 규모의 규모가 큰 경우 모든 이사들이 적극적으로 의사결정에 참여하지 않고 의사소통의 어려움으로 기업 경영의 효율성이 저하되는 문제점(Coordination Problem)과 무임승차에서 발생하는 문제(Free Riding Problem)가 발생할 수 있어 기업의 수익성에 부정적 영향을 미치

는 것으로 해석될 수 있다. 기관투자자의 지분의 증가가 기업에 수익성에 긍정적인 영향을 미치는 이유에 대해서는 기관투자자가 기업에 대한 효과적인 모니터링을 수행하고 적극적 주주활동을 통해 대리인 문제의 해결에 도움을 주기 때문으로 판단된다 (Chaganti and Damanpour 1991).

〈표 IV-6〉은 전체 보험회사 표본을 생명보험회사와 손해보험회사의 형태별로 구분하여 경영자 보상체계에서 기본급의 비율이 수익성에 미치는 영향을 분석한 결과를 보여준다. t+3 후행 시차 수익성 변수들에 대해 생명보험과 손해보험회사 모두에서 총 보수 대비 기본급의 비율은 수익성과 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보여주었다. 이러한 결과들은 보험회사의 형태와는 관계없이 회사의 수익성을 제고하기 위해서는 보상체계의 구성에서 기본급의 비중을 줄이고 성과급의 비중을 보다 증가시키는 것이 필요하다는 사실을 시사하고 있다.<sup>57)58)</sup> 한편 성과급에서 주식의 지급 여부는 생명보험회사의 ROA와 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났지만 손해보험회사의 주식 지급 여부는 수익성 변수들과 통계적으로 유의한 상관관계를 보이지 않았다. 이와 같은 결과는 생명보험회사들은 성과급을 주식의 형태로 지급함으로써 경영자와 주주의 이해관계를 일치시켜 수익성을 증대시키는 효과를 거두고 있다는 사실을 보여준다. 기존 선행연구(Daily and Dalton 1993; Cornett et al. 2008; Palmberg 2015)와는 달리 사외이사 비율의 증가는 손해보험회사의 수익성에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 가지는 것으로 나타났다. 이는 사외이사가 경영진에 우호적인 인사로 구성되는 경우 경영진과의 친밀한 관계로 인해 적극적인 경영 감시기능을 수행할 수 없어 기업의 수익성 저하로 이어진 것으로 보인다(강윤식·국찬표

57) 본 연구결과의 강건성을 확인하기 위해 금리 등 시장변화가 보험회사의 수익성에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위해 생명보험회사의 경우 부채부담비율인 금리역마진율(자산운용 이익률-보험료 적립금의 평균금리)을 추가적인 설명변수로 사용하였음(결과는 제시하지 않음). 강건성 분석을 수행한 결과 기본급 비율과 수익성 간의 음(-)의 관계는 여전히 유의한 것으로 나타났다

58) 재무지표들은 시계열적인 특성을 가지는 경우가 많아 향후 재무비율은 당해 연도 재무비율과의 높은 계열 상관에 의해 구조적으로 %Salary와 음의 상관관계가 나타날 수 있음. 이러한 가능성을 확인하기 위해 종속변수의 선행변수(ROAt-1, ROEt-1)를 설명변수로 사용하는 동태적 패널 GMM 모형을 사용하여 분석한 결과 본 보고서의 고정효과 모형을 사용한 분석결과는 동태적 패널 모형을 사용한 결과와 질적으로 큰 변화가 없음을 발견하였음(결과는 제시하지 않음)

2012). 이러한 결과는 국내 보험회사의 이사회가 독립적인 위치에서 경영자나 지배 주주에 대한 감시와 견제 기능을 제대로 수행하고 있는지에 대한 의문을 제기하고 있다. 위의 결과들을 종합해보면 보험회사들은 성과와 보상 간의 연계성의 강화를 통한 중·장기적 수익성 증대를 위해 향후 경영자 보상체계의 설계에 있어 성과급의 비중을 더욱 높이고 현재 주로 현금으로 지급되고 있는 성과보수를 주식의 형태로 지급하는 방안을 마련하는 것이 필요할 것으로 판단된다.

〈표 IV-5〉 보상체계의 경영성과(t+3)의 영향에 대한 회귀분석

종속변수	ROA <sub>t+3</sub>	ROE <sub>t+3</sub>
Intercept	-0.080*** (0.020)	-0.286* (0.153)
% Salary	-0.013*** (0.004)	-0.047* (0.025)
Firm Size	0.004*** (0.001)	0.019** (0.009)
Debt Ratio	-0.010** (0.005)	-0.002 (0.004)
ProdHHI	0.034*** (0.005)	0.171*** (0.040)
Premium Growth	0.003 (0.002)	0.029 (0.018)
Volatility	-2.541*** (0.349)	-5.113* (2.637)
Stock Firm	0.001 (0.002)	0.012 (0.015)
Stock Award	0.011*** (0.003)	0.047** (0.020)
Board Size	-0.011** (0.005)	-0.007* (0.004)
Outsider	-0.010 (0.009)	-0.090 (0.064)
InsiderOwn	0.009 (0.011)	0.090 (0.083)
InstOwn	0.007** (0.003)	0.048** (0.023)
Year fixed	Yes	Yes
Firm fixed	Yes	Yes
Observations	102	102
Adjusted R-squared	0.667	0.365

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

〈표 IV-6〉 보험회사 형태별 보상체계의 경영성과(t+3)의 영향에 대한 회귀분석

종속변수	ROA <sub>t+3</sub>	ROE <sub>t+3</sub>	ROA <sub>t+3</sub>	ROE <sub>t+3</sub>
	생명보험회사		손해보험회사	
Intercept	-0.173 (0.217)	-0.224 (0.217)	-0.013 (0.060)	-0.385*** (0.850)
% Salary	-0.087* (0.048)	-0.073** (0.035)	-0.007** (0.003)	-0.013* (0.007)
Firm Size	0.009** (0.004)	0.013 (0.011)	0.004 (0.027)	0.027 (0.038)
Debt Ratio	-0.007 (0.006)	-0.004 (0.005)	-0.001 (0.010)	-0.002 (0.014)
ProdHHI	0.041*** (0.008)	0.065*** (0.008)	0.008 (0.009)	0.151 (0.122)
Premium Growth	0.023 (0.027)	0.039 (0.025)	0.004** (0.002)	0.049 (0.032)
Volatility	-2.267*** (0.723)	-4.032 (3.817)	-0.291 (0.460)	-7.355 (6.529)
Loss Ratio	-0.006 (0.008)	-0.221*** (0.052)	-0.002 (0.017)	-0.133 (0.239)
Stock Firm	0.015 (0.026)	0.075*** (0.026)	0.001 (0.003)	0.027 (0.041)
Stock Award	0.029*** (0.003)	0.012 (0.025)	0.003 (0.005)	0.019 (0.030)
Board Size	-0.007 (0.006)	-0.003 (0.007)	-0.001 (0.005)	-0.004 (0.007)
Outsider	-0.012 (0.009)	-0.012 (0.093)	-0.032** (0.012)	-0.268 (0.167)
InsiderOwn	-0.005 (0.013)	-0.032 (0.125)	-0.004 (0.013)	-0.183 (0.192)
InstOwn	0.038 (0.027)	0.028 (0.027)	0.024** (0.010)	0.169 (0.138)
Year fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	69	69	33	33
Adjusted R2	0.523	0.587	0.728	0.530

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

다음으로 <표 IV-7>은 보험회사 경영자 보상체계의 구성이 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석결과를 보여주고 있다. 보험회사의 장기적 기업가치를 측정하는 지표로 Tobin's Q를 사용하였으며 Tobin's Q는 보험회사의 시장 가치를 장부 가치로 나눈 값((발행주식 수 × 주가) + 총부채의 장부가치) / 총자산의 장부가치)으로 정의하였다.<sup>59)</sup> 상장 보험회사들만이 회사의 시장가치를 계산할 수 있는 데이터를 제공하고 있기 때문에 이에 대한 분석은 2013~2018년의 기간 동안 총 72개의 기업-연도 관측치를 가지고 분석을 수행하였다. 분석 결과를 살펴보면 전체 보험회사 표본에 대해서는 총 보수에서 기본급의 비율은 기업의 가치와 10% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 나타냈고, 보험회사 형태별 구분에서 손해보험회사 경우에서만 기본급 비율의 추정계수가 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 다른 설명변수들에 대한 결과를 살펴보면, 부채비율과 자산수익의 변동성의 추정계수는 Tobin's Q와 통계적으로 유의미한 음(-)의 관계를 보여 주었다. 이는 높은 부채비율과 자산수익의 변동성은 보험회사의 재무적 곤경(Financial Distress)과 채무불이행의 위험을 증가시켜 기업의 가치에 부정적인 영향을 미친다는 사실을 제시하고 있으며 기존의 실증분석 연구결과와도 일치한다(Cheng and Tzeng 2011).

위의 결과들은 국내 보험회사(특히 손해보험회사) 경영진의 보수에서 기본급의 비중이 높을수록 해당 기업의 가치가 낮은 것으로 나타나 경영자 보상체계에서 높은 기본급의 비중은 주식시장에서 투자자들에게 부정적으로 평가되고 있다는 사실을 보여 주고 있다. 따라서 보험회사들은 경영자와 주주 간의 대리인 문제를 해결하고 장기적으로 기업가치를 증대시키기 위해 보상체계의 설계에서 총 보수 대비 성과급의 비중을 더욱 증가시키는 방안을 고려해야 할 것으로 사료된다. 통제변수 중에서 사외이사의 비율은 기업가치에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 한국의 투자자들이 학연과 지연 등으로 얽힌 사외이사들의 진정한 독립성에 의문을 가지기 때문이라는 이창민·석우남(2017)의 연구 결과와도 일치한다.

59) 기업가치를 측정하는 Tobin's Q는 회사의 총 시장가치를 회사의 자산을 대체하기 위한 대체원가(Replace Costs)로 나눈 값을 의미하지만 이에 대한 데이터를 구하기 어렵기 때문에 일반적으로 선행연구들에서는 회사의 시장가치를 장부가치로 나눈 값을 가지고 Tobin's Q를 계산하고 있음(Chung and Pruitt 1994)

〈표 IV-7〉 보상체계의 기업가치의 영향에 대한 회귀분석

종속변수	Tobin's Q		
	전체 보험회사	생명보험회사	손해보험회사
Intercept	0.483 (0.642)	0.769** (0.370)	4.243*** (0.710)
% Salary	-0.087* (0.045)	-0.078 (0.074)	-0.082** (0.038)
Firm Size	0.032 (0.031)	0.011 (0.020)	0.178*** (0.034)
Debt Ratio	-0.028** (0.012)	-0.224*** (0.064)	-0.015*** (0.004)
ProdHHI	0.190 (0.118)	0.677 (0.935)	0.235 (0.512)
Premium Growth	0.122 (0.077)	0.312** (0.147)	0.043 (0.032)
Volatility	-18.625* (11.145)	-32.841 (39.527)	-7.259 (5.959)
Loss Ratio		-0.408 (0.321)	-0.107 (0.219)
Stock Award	0.001 (0.003)	0.003 (0.005)	0.002 (0.004)
Board Size	-0.014 (0.009)	-0.047 (0.045)	-0.010 (0.008)
Outsider	-0.228 (0.239)	-0.717 (0.669)	-0.082 (0.166)
InsiderOwn	-0.260 (0.151)	-0.483 (0.530)	-0.891 (1.049)
InstOwn	0.077 (0.080)	0.071 (0.123)	0.010 (0.012)
Year fixed	Yes	Yes	Yes
Firm fixed	Yes	Yes	Yes
Observations	72	24	48
Adjusted R-squared	0.415	0.758	0.761

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

다. 보험회사 보상체계에서 보상과 성과 간의 민감도에 관한 분석

Jensen and Murphy(1990)는 보상체계가 경영자에게 적절한 인센티브를 제공하고 있는지의 여부는 보상과 성과 간의 민감도(Pay-performance Sensitivity)를 분석함으로써 확인할 수 있다고 주장하였다. 보상-성과민감도는 주주의 부의 증가가 경영자 보상의 증가에 미치는 영향의 정도를 측정하는 것으로 이를 통해 경영자 보상의 각 구성요소가 어떻게 주주가치 증가와 직접적이고 효과적으로 연결되는지를 살펴볼 수 있다. 따라서 본 연구는 국내 보험회사의 보상-성과 간의 관계를 구체적으로 살펴 보기 위해 Jensen and Murphy(1990)의 논문에서 사용된 회귀식을 참고로 하여 다음과 같은 분석을 수행하였다.

$$\begin{aligned} \Delta Pay_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \Delta SW_{i,t} + \alpha_2 Firm\ Size_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 Debt\ Ratio_{i,t} \\ & + \alpha_5 Product\ HHI_{i,t} + \alpha_6 P\ rmium\ Growth_{i,t} + \alpha_7 Volatility_{i,t} \\ & + \alpha_8 Stock\ Award_{i,t} + \alpha_9 Bsize_{i,t} + \alpha_{10} Outsider_{i,t} \\ & + \alpha_{11} Insiderown_{i,t} + \alpha_{12} Inst\ Own_{i,t} + d_t + f_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

위의 식에서 종속변수  $\Delta Pay$ 는 임원 보수액의 연간 변화분을 의미하며 주요 독립변수인  $\Delta SW$ 는 회사의 주주의 부(Shareholder Wealth)의 연간 변화분으로 회사의 기초 시장가격에 연간 주가수익을 곱한 값으로 계산된다. 여기서 추정된 주주의 부의 증가분에 대한 회귀계수  $\alpha_1$ 은 보상-성과 간의 민감도(Pay-Performance Sensitivity)를 측정하는 지표를 의미한다. <표 IV-8>은 전체 보험회사 표본의 임원에 대한 기본급(Salary), 성과급(Bonus), 총 보수액(Total)의 연간 변화를 종속변수로 사용하고 주주 부의 연간변화( $\Delta SW$ )를 주요 독립변수로 사용한 분석결과를 보여준다. 주주의 부를 계산하기 위한 데이터는 상장회사들에서만 이용가능하기 때문에 보상-성과의 민감도 분석은 상장 보험회사만을 대상으로 하여 분석을 수행하였다. <표 IV-8>의 결과는 보상-성과 간의 민감도에 있어 기본급과 성과급 사이에 명확한 차이가 있는 것을 보여주고

있는데, 먼저 보상과 성과의 민감도를 나타내는 추정계수( $\alpha_1$ )는 기본급에 대해서는 통계적으로 유의하지 않았으나 성과급과 총 보수액에 대한 추정계수들은 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자의 보상에서 성과급과 총 보수는 주주의 부 증가에 민감하게 연동되어 있다는 사실을 보여주며, 경영자 보상에 있어 고정보수인 기본급보다는 성과급이 주식의 시장가치 변화로 측정된 회사성과와 보다 밀접하게 연관되어 있다는 사실을 시사한다. 이는 일본 상장회사에 대해 보상-성과와의 관계를 분석한 Pan and Zhou(2018)의 연구결과와도 일치한다.

〈표 IV-9〉는 전체 표본을 생명보험회사와 손해보험회사로 나눈 부분표본에 대한 보상-성과 민감도의 분석결과를 보여주고 있다. 전체 표본에서 나타난 결과와 유사하게 생명보험회사와 손해보험회사에서 기본급에 대한 보상-성과의 추정계수는 통계적으로 유의하지 않았으나 성과급에 대해서는 생명보험과 손해보험회사 모두에서 주주의 부와 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 발견했다. 또한 총 보수와의 관계에서는 생명보험회사에서만 보상-성과의 추정계수가 양(+)의 방향으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 생명보험회사들은 시장의 경쟁에서 우위를 점하기 위한 유능한 경영자 확보를 위해 성과급을 주식의 형태로 지급하는 등의 노력을 통해 경영자가 주주의 부(기업가치)를 증가시키도록 유도하여 성과와 보상 간의 연계를 잘 이루고 있는 것으로 해석할 수 있다. 이는 생명보험 시장이 손해보험 시장에 비해 시장의 성숙도가 비교적 높아 시장점유율에 대한 경쟁이 치열하고 사업이 장기상품 위주로 구성되어 있어 저금리와 IFRS 17 및 K-ICS의 도입 등 외부 경영환경의 변화에 크게 영향을 받을 수 있으므로 경영자의 전문성과 능력이 더욱 중요할 수 있다는 사실에서 비롯되는 것으로 해석된다.<sup>60)</sup> 다른 설명변수에 대해서는 기업 지배구조 관련 변수인 이사회의 규모와 사외이사의 비율이 생명보험회사에 대해서 성과급과 총 보수의 증가와 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 가진 것으로 나타났다. 이러한 결과는 생명보험회사에서 이사회의 규모가 클 경우 이사들의 의견 조정과 무임

60) 2018 금융산업 경쟁도 평가위원회의 보험업 경쟁도 평가보고서에 따르면 시장성과, 채널 경쟁 진입장벽, 시장성숙도 등을 고려했을 때 생명보험시장은 경쟁시장으로 손해보험 시장은 집중시장으로 평가하고 있음

승차로 인한 문제가 발생하고 이사회 내에서 사외이사들이 경영자에 대한 효과적인 감시기능을 제대로 수행하지 못하게 되면 보험회사의 경영성과에 부정적인 영향을 끼치게 되고 이는 결과적으로 경영자 보상의 감소로 이어진 것으로 판단된다.

〈표 IV-8〉 보상-성과 민감도에 대한 회귀분석

종속변수	△Salary	△Bonus	△Total
Intercept	-8.021 (11.117)	-2.339 (4.180)	-1.919 (3.418)
△SW	0.001 (0.002)	0.013** (0.006)	0.011* (0.006)
Firm Size	0.731 (5.755)	6.771** (2.326)	1.719 (1.769)
ROA	5.868 (8.512)	1.481 (3.003)	1.754 (2.617)
Debt Ratio	-1.129 (0.905)	-5.375 (7.403)	-2.669 (7.158)
ProdHHI	2.096 (2.328)	2.603 (9.354)	1.003 (8.610)
Premium Growth	1.781 (1.430)	4.930 (4.476)	2.379 (4.397)
Volatility	-3.669 (2.780)	-5.232 (9.361)	-7.279 (8.545)
Stock Award	1.411 (1.364)	3.475 (4.824)	2.873 (4.192)
Board Size	-0.352 (2.483)	-0.487 (0.712)	-0.539 (0.763)
Outsider	1.847 (6.990)	1.601 (2.367)	0.280 (0.215)
InsiderOwn	1.349 (0.981)	0.453 (1.524)	1.989 (1.509)
InstOwn	0.523 (1.790)	0.294 (0.560)	0.305 (0.550)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes
Observations	72	72	72
Adjusted R-squared	0.175	0.202	0.179

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

〈표 IV-9〉 보험회사 형태별 보상-성과 민감도에 대한 회귀분석

종속변수	△Salary	△Bonus	△Total	△Salary	△Bonus	△Total
	생명보험회사			손해보험회사		
Intercept	1.629 (3.702)	-4.852** (2.143)	-2.637 (2.129)	0.991** (0.409)	7.699 (11.963)	1.760 (1.452)
△SW	0.003 (0.002)	0.012** (0.006)	0.017** (0.007)	0.007 (0.005)	0.016* (0.009)	0.002 (0.007)
Firm Size	2.540 (3.329)	8.894 (7.263)	1.387 (6.880)	5.021** (1.970)	4.089 (5.585)	9.110 (6.689)
ROA	8.274 (10.328)	6.551** (2.235)	3.664 (2.301)	4.920 (4.477)	1.116 (1.121)	1.067 (1.074)
Debt Ratio	-7.897 (7.181)	-2.784 (3.424)	-1.888 (2.872)	-9.691** (4.492)	-5.319 (9.515)	-1.501 (1.453)
ProdHHI	3.104 (5.269)	9.317 (23.028)	9.414 (25.516)	1.512 (6.648)	1.453 (1.718)	2.966 (2.119)
Premium Growth	1.603 (2.559)	1.528 (1.181)	1.604 (1.120)	0.788 (1.005)	0.568 (0.387)	1.356 (3.535)
Volatility	-3.147 (2.186)	-4.546 (9.552)	-1.622 (9.037)	-1.217 (2.782)	-7.482 (6.412)	-8.699 (7.648)
Loss Ratio	-0.345 (0.842)	-0.695 (0.491)	-0.741 (0.442)	-0.681 (0.609)	-0.283 (0.275)	-0.398 (0.231)
Stock Award	0.002 (0.005)	0.001 (0.005)	0.001 (0.003)	3.023 (1.967)	2.779 (6.414)	0.580 (0.662)
Board Size	-8.715 (5.876)	-10.772** (4.043)	-7.459** (3.506)	-1.845 (1.542)	-6.125 (9.851)	-7.970 (9.347)
Outsider	-2.040 (1.454)	-2.031*** (0.361)	-1.821*** (0.394)	-5.009 (19.982)	-13.922 (19.270)	8.913 (17.012)
InsiderOwn	4.898 (3.315)	2.665 (1.934)	1.568 (1.524)	2.079 (5.031)	0.913 (1.543)	2.992* (1.557)
InstOwn	0.082 (0.413)	0.299 (0.206)	0.250 (0.193)	0.406 (0.822)	0.157 (0.114)	0.197 (0.133)
Year fixed	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	24	24	24	48	48	48
Adjusted R2	0.460	0.782	0.763	0.537	0.329	0.418

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

## 2. 임원 보상체계에서 이연과 수익성 및 기업가치에 관한 분석

금융회사에서 성과보수에 대한 이연지급은 경영자의 단기이익 달성을 위한 과도한 위험추구와 부적절한 행위가 실제 성과에 반영되기까지 수 년이 걸리는데 따르는 리스크를 줄이는 것을 목적으로 하고 있다. 특히 보험회사들에게 당기매출의 성과는 중·장기에 걸쳐 나타나는 특성이 있다. 따라서 성과평가에 대한 보상을 평가시점에서 모두 현금으로 지급하는 것이 아니라 리스크와 연계하여 성과의 일부를 수 년간 나누어서 지급하는 성과보수의 이연은 보험회사의 경영자들이 단기적으로는 실적이 발생하나 장기적으로는 과도한 위험에 노출될 수 있는 경영활동을 추구하는 행위를 방지하고 중·장기적 관점에서 경영활동을 수행하도록 유도하는 중요한 수단으로 활용될 수 있다. Edmans and Liu(2011)는 경영자 보수의 이연지급은 부채의 대리인 비용(Agency Cost of Debts)에 대한 효과적인 해결책으로 작용하여 기업가치의 제고에 기여할 수 있다고 주장하였다.<sup>61)</sup> 미국 상장회사의 CEO를 대상으로 이연보상과 기업가치(Tobin's Q) 간의 관계를 살펴 본 Ki and Mukherjee(2016)의 연구는 CEO 보수의 이연지급과 기업가치 사이에 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 존재함을 보여주었다.

앞서 살펴본 바와 같이 국내 보험회사들은 보수의 이연지급에 있어 상당한 차이를 보이고 있는데 총 보수 대비 64.5%를 3년에 걸쳐 이연하여 지급하는 회사가 있는 반면 보수에 대한 이연지급을 전혀 하지 않고 있는 회사도 다수 존재하고 있다. 따라서 보험회사 경영자 보수에서 성과급의 이연지급이 어떻게 경영성과와 기업가치에 영향을 미치고 있는가는 중요한 실증분석의 주제라고 할 수 있다. 이에 본 절은 국내 보험회사에서 경영자 보상의 이연지급이 수익성과 장기가치에 미치는 영향을 분석한다. 만약 성과급의 이연지급 비중이 높은 보험회사일수록 ROA와 ROE로 측정된 기업의

61) 부채의 대리인 비용(Agency Cost of Debts)은 기업이 높은 수준의 부채를 보유하고 있을 때 주주와 채권자 사이의 이해관계의 충돌이 발생하여 주주가 기업가치보다 자기자본의 가치를 극대화하는 방향으로 의사결정을 하여 기업의 가치하락을 초래하는 문제를 의미함(Jensen and Meckling 1976). 경영자 보수의 이연지급은 회사가 경영자에게 미래에 지불해야 할 고정된 의무를 가짐으로써 채권자와 경영자 간의 이해관계를 일치시켜 이러한 부채의 대리인 문제를 완화시키는 효과를 가질 수 있음

수익성과 Tobin's Q로 측정된 기업가치가 높게 나타난다면 이는 보험회사의 경영자 보상체계 설계에 있어 성과보수의 이연을 더욱 증가시켜야 할 것임을 시사한다.

〈표 IV-10〉은 성과보수 중 이연된 보상의 비율(이연보수액 / 총 보수액)과 보험회사의 수익성 간의 관계에 대한 회귀분석의 결과를 보여준다. 전체 보험회사 표본에서 총 보수 대비 이연지급 비율의 추정계수는 ROE에 대해서는 통계적으로 유의하게 나타나지 않았지만 ROA에 대해서는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 경영자의 성과 보수체계에서 이연지급의 비중이 더 높은 보험회사일수록 경영진들이 회사의 자산을 보다 효율적으로 이용하여 수익을 창출하고 있음을 의미한다. 〈표 IV-11〉은 보험회사를 유형별로 나눈 부분 표본의 분석결과를 보여주는데, 손해보험회사와 생명보험회사 모두에서 성과급의 이연지급은 수익성의 후행 시차 종속변수와 유의미한 양(+)의 상관관계(생명보험회사는 ROA에 대해서만 유의)를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 성과보수에서 이연지급의 비중이 큰 보험회사일수록 더 높은 수준의 수익성을 달성하고 있다는 사실을 보여준다. 〈표 IV-12〉는 총 보상에서 이연된 보상의 비중이 Tobin's Q로 측정된 기업의 장기가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 보여주고 있다. 이연된 보수의 비율의 추정계수들은 생명보험회사에 대해서는 통계적 유의성을 보이지 않았지만 전체 보험회사와 손해보험회사에 대해서는 각각 5%와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내었다. 이러한 결과는 보험회사에서 경영자의 단기이익의 추구를 방지하기 위한 노력의 일환으로 경영자의 성과급을 이연하여 지급하는 것에 대해 주식시장에서 투자자들은 긍정적인 평가를 내리고 있다는 사실을 의미한다. 위의 결과들은 경영자 보수의 이연지급은 보험회사의 수익성 제고와 장기적 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사하고 있다.

보험회사의 경영자 보상에서 성과보수의 이연지급이 경영성과에 미치는 영향에 대한 추가적인 분석으로 성과급의 이연이 보험회사의 단기적 성과에 미치는 영향을 조사하였다. 본 분석에서는 보험회사에서 매출액 성장률에 해당하는 보유보험료의 전년 대비 증가율(Premium Growth)과 생명보험회사에서 당 회계연도의 신계약액과 연초 보유계약액의 비율인 신계약률(New Contract)을 단기적 성과의 대용변수로 사용

하였다. <표 IV-13>에서 전체 보험회사에 대한 분석결과는 이연된 보수의 비중의 추정계수들은 보험료 성장률에 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지고 있음을 보여주고 있다. 보험회사의 형태별로 나누어 분석한 결과를 살펴보면 경영자 보수의 이연과 보험료 성장률이 손해보험회사에 대해서만 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 가진다는 사실을 발견하였다. <표 IV-13>의 마지막 열은 생명보험회사에 대해서 이연된 보수의 비중과 신계약률의 관계를 분석한 결과를 나타내고 있다. 보험료 성장률을 사용한 이전 결과와 마찬가지로 총 보수 중 이연된 보상의 비율의 계수값은 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났고 이는 보험회사에서 성과급의 이연의 비중이 낮을수록 보험료 성장률과 신계약률로 측정된 보험회사의 단기적 성과가 증가하는 경향이 있다는 것을 보여준다.

보험회사 경영자 보상에서 성과급의 이연지급이 보험회사의 장·단기 성과에 미치는 영향을 분석한 위의 결과들을 종합해 보면, 보상체계에서 성과급의 이연지급 비율이 낮은(높은) 보험회사일수록 높은(낮은) 단기실적을 보이지만 반대로 낮은(높은) 수익성과 장기적 기업가치를 나타낸다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 보험회사들이 경영자 보상체계를 설계할 때 성과보수에 대한 이연지급의 비율을 증가시키므로써 경영자들이 단기 성과 추구에서 벗어나 보다 장기손익 관점에서 기업의 수익성과 가치 증가를 위해 노력하도록 이끌 수 있을 것이라는 점을 제시하고 있다.

〈표 IV-10〉 이연된 보상의 경영성과(t+3)의 영향에 대한 회귀분석

종속변수	ROA <sub>t+3</sub>	ROE <sub>t+3</sub>
Intercept	-0.081*** (0.020)	-0.294* (0.154)
% Deferred Variable Pay	0.016** (0.007)	0.067 (0.049)
Firm Size	0.005*** (0.001)	0.021** (0.009)
Debt Ratio	-0.009* (0.005)	-0.002 (0.004)
ProdHHI	0.036*** (0.005)	0.181*** (0.039)
Premium Growth	0.003 (0.002)	0.027 (0.018)
Volatility	-2.457*** (0.355)	-4.805* (2.633)
Stock Firm	0.001 (0.002)	0.012 (0.015)
Stock Award	0.010*** (0.003)	0.044** (0.019)
Board Size	-0.011** (0.005)	-0.007* (0.004)
Outsider	-0.004 (0.009)	-0.069 (0.065)
InsiderOwn	-0.003 (0.011)	-0.072 (0.082)
InstOwn	0.007** (0.003)	0.046** (0.023)
Year fixed effects	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes
Observations	102	102
Adjusted R-squared	0.634	0.364

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

〈표 IV-11〉 보험회사 형태별 이연된 보상의 경영성과(t+3)의 영향에 대한 회귀분석

종속변수	ROA <sub>t+3</sub>	ROE <sub>t+3</sub>	ROA <sub>t+3</sub>	ROE <sub>t+3</sub>
	생명보험회사		손해보험회사	
Intercept	-0.105*** (0.025)	-0.139 (0.165)	-0.019 (0.048)	-0.525 (0.864)
% Deferred Variable Pay	0.023*** (0.008)	0.072 (0.054)	0.006*** (0.002)	0.087** (0.040)
Firm Size	0.005*** (0.001)	0.015 (0.009)	0.002 (0.005)	0.011 (0.037)
Debt Ratio	-0.005 (0.008)	-0.002 (0.006)	-0.016** (0.008)	-0.020 (0.015)
ProdHHI	0.058*** (0.009)	0.181*** (0.059)	0.013 (0.008)	0.023 (0.014)
Premium Growth	0.002 (0.003)	0.023 (0.017)	0.003 (0.002)	0.022 (0.041)
Volatility	-2.004*** (0.413)	-2.878 (2.767)	-0.277 (0.390)	-2.287 (6.193)
Loss ratio	-0.005 (0.008)	0.223*** (0.056)	-0.514 (0.411)	-0.207 (0.226)
Stock Firm	0.006 (0.034)	0.012 (0.023)	0.003 (0.003)	0.008 (0.046)
Stock Award	0.009*** (0.003)	0.016 (0.019)	0.005 (0.004)	0.004 (0.003)
Board Size	-0.005 (0.009)	-0.005 (0.006)	-0.007 (0.005)	-0.015** (0.007)
Outsider	-0.013 (0.010)	-0.029 (0.070)	-0.009 (0.012)	-0.173 (0.188)
InsiderOwn	-0.002 (0.014)	-0.092 (0.097)	-0.004 (0.008)	-0.282** (0.127)
InstOwn	0.006** (0.003)	0.042* (0.022)	0.008 (0.009)	0.131 (0.096)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	69	69	33	33
Adjusted R-squared	0.769	0.565	0.758	0.457

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

〈표 IV-12〉 이연된 보상의 기업가치의 영향에 대한 회귀분석

종속변수	Tobin's Q		
	전체 보험회사	생명보험회사	손해보험회사
Intercept	4.372*** (0.908)	1.356 (0.840)	4.099*** (0.678)
% Deferred Variable Pay	0.121** (0.059)	0.220 (0.278)	0.099*** (0.031)
Firm Size	0.168*** (0.042)	0.682 (0.399)	0.174*** (0.033)
Debt Ratio	-0.035* (0.019)	-0.060 (0.083)	-0.017 (0.012)
ProdHHI	0.173 (0.291)	2.581 (2.473)	0.175 (0.505)
Premium Growth	0.098** (0.045)	0.207 (0.118)	0.047 (0.032)
Volatility	-2.467 (9.829)	-2.944 (6.530)	-7.532 (5.849)
Loss ratio		-0.876* (0.465)	0.116 (0.215)
Stock Award	0.004 (0.003)	0.005 (0.007)	0.002 (0.005)
Board Size	-0.032*** (0.010)	-0.054 (0.045)	-0.010 (0.008)
Outsider	-0.031 (0.227)	-0.351 (1.418)	-0.070 (0.163)
InsiderOwn	-0.314* (0.175)	-0.716 (0.998)	-0.877 (1.030)
InstOwn	0.002 (0.073)	0.126 (0.300)	0.017 (0.126)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes
Observations	72	24	48
Adjusted R-squared	0.833	0.778	0.763

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

〈표 IV-13〉 이연된 보상이 보험회사의 단기 성과에 미치는 영향에 대한 회귀분석

종속변수	Premium Growth			New Contract
	전체	생명보험회사	손해보험회사	생명보험회사
Intercept	-7.545 (7.423)	-0.364 (0.851)	-0.396 (4.998)	0.075 (0.247)
% Deferred Variable Pay	-0.271* (0.153)	-0.157 (0.189)	-0.336** (0.132)	-0.056** (0.026)
Firm Size	0.162 (0.217)	0.002 (0.045)	0.122 (0.138)	0.025* (0.014)
Debt Ratio	-0.049 (0.039)	-0.503** (0.218)	-0.254 (2.417)	-0.041 (0.056)
ProdHHI	1.383 (1.128)	0.030 (0.338)	0.141 (0.726)	0.111 (0.098)
Volatility	-1.153** (0.607)	-2.533 (7.645)	-1.190** (0.446)	-0.188 (0.193)
Loss ratio		-0.350 (0.426)	-0.167 (0.113)	-0.447*** (0.108)
Stock Firm	0.622* (0.325)	0.008 (0.099)	0.277 (0.207)	0.037 (0.028)
Stock Award	-0.011 (0.012)	-0.161* (0.089)	-0.002 (0.005)	-0.033 (0.021)
Board Size	-0.024 (0.031)	-0.013 (0.025)	-0.014 (0.029)	-0.035*** (0.006)
Outsider	0.010 (0.082)	0.061* (0.034)	0.021 (0.069)	0.208** (0.083)
InsiderOwn	-0.581 (0.682)	-0.526 (0.483)	-0.318 (0.549)	-0.570 (0.371)
InstOwn	0.096 (0.062)	0.023 (0.104)	0.172 (0.515)	0.055* (0.032)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	204	138	66	138
Adjusted R-squared	0.328	0.085	0.434	0.602

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

### 3. CEO의 보상체계와 수익성 및 기업가치에 관한 분석

지금까지 보험회사의 임원의 보수와 성과 간의 관계에 대해서 살펴보았는데, 본 절에서는 회사의 최고 의사결정권자인 CEO의 보상체계가 보험회사의 수익성과 기업가치에 어떻게 영향을 미치고 있는지를 살펴본다. 이를 위해 본 회귀분석에서는 앞서 기업특성변수들과 기업지배구조 관련변수들을 통제변수로 사용한 임원에 대한 회귀모델에 CEO의 연령과 재직연수와 같은 CEO의 인적 특성변수를 추가적 설명변수로 사용하여 CEO의 경영자 보상체계가 보험회사의 수익성과 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 본 연구의 초기 표본은 2013~2018년의 기간 동안 CEO 보상에 대한 정보를 공시한 보험회사에 대한 총 63개 기업-연도 관측치를 포함하였으나 t+3년도 수익성 변수들을 종속변수로 사용한 관계로 2013~2015년 동안의 총 31개의 기업-연도 관측치를 표본으로 하여 분석을 수행하였다.<sup>62)63)</sup> 먼저 <표 IV-14>는 전체 보험회사 표본에 대해 보험회사의 CEO 보상체계가 t+3년도 ROA와 ROE를 종속변수로 하는 후행 시차변수를 사용한 수익성에 미치는 영향을 분석한 결과를 나타내고 있다. 분석 결과 CEO 보상에서 총 보수 대비 기본급 비율의 추정계수는 ROA와 ROE 모두에 대해 음(-)의 방향으로 통계적 유의성을 가진 것으로 나타났다. 이는 보험회사 CEO 보상체계에서 기본급(성과급)의 비율이 낮을수록(높을수록) 회사는 더 높은 수익성을 달성하고 있다는 사실을 보여주고 있다. 또한 이러한 결과는 보험회사들이 CEO 보상체계의 설계에서 성과와 직접적으로 연계되는 성과보상의 비율을 증가시킴으로써 경영성과를 개선할 수 있음을 시사하고 있다. 다른 설명변수에 대해서는 CEO 연령 변수는 ROE의 t+3년도 후행시차변수에 대해 통계적으로 양(+)의 방향으로 유의미한 추정계수를 갖는 것으로 나타났다. 이는 연령이 높은 CEO일수록 연령이 낮은 CEO

62) CEO의 교체로 인해 사업보고서 및 보수체계 연차보고서에 2명의 CEO에 대한 정보가 공시되는 경우 CEO의 보수는 재임기간이 가장 긴 CEO를 기준으로 하여 데이터를 수집하고 분석을 수행하였음

63) CEO 보상이 수익성에 미치는 영향에 대해서는 종속변수가 t+3년의 후행 변수인 이유로 Tobin's Q와  $\Delta$ SW를 종속변수로 사용할 경우에는 상장 보험회사만을 분석대상으로 하여 보험회사의 형태별로 나눈 부분 표본은 관측치가 너무 작은 관계로 이에 대한 회귀분석은 수행할 수 없었음

에 비해 위험한 의사결정을 피하게 되어 회사의 경영성과에 긍정적인 영향을 가져올 수 있다는 선행연구(Brockmann and Simmonds 1997)와 일치하는 결과이다. CEO의 재직연수는 모든 수익성 변수들에 대해 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 CEO의 장기재임 기회가 늘어날수록 보험회사의 수익성이 더 높게 나타나는 경향이 있다는 사실을 보여주었다. 이는 기존의 선행연구들(Dikolli et al. 2014; 이석훈·조성훈 2018)을 지지하는 결과로 보험회사의 CEO가 장기 재임을 통해 회사의 업무와 구성원의 역량을 충분히 파악하여 일관적이고 효과적인 경영활동을 수행함으로써 기업의 수익성의 향상을 가져올 수 있었기 때문으로 해석된다.

〈표 IV-15〉는 CEO 보상체계가 기업의 가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 보여주고 있다. CEO의 기본급 비율의 추정계수는 5% 수준에서 Tobin's Q에 대해 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타나 CEO 보상에서 기본급의 비율이 증가할수록 기업의 장기적 가치가 감소한다는 사실을 보여준다. 이러한 분석결과는 주주들이 보상체계에서 성과와 직접 연동되지 않는 고정보수인 기본급의 비중을 늘리는 것이 주주와 경영자 간의 이해관계의 일치를 가져오는데 도움이 되지 않는다고 부정적으로 평가하기 때문인 것으로 해석된다. 또한 CEO의 재임기간은 Tobin's Q와 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타나 회사에 장기로 재직하는 CEO일수록 주식시장에서 높은 평가를 받아 궁극적으로 회사의 가치증가에 기여하고 있는 것으로 해석된다. 마지막으로 〈표 IV-16〉는 보험회사 CEO에 대한 보상-성과 간의 민감도 분석의 결과를 보여주고 있는데 주주의 부의 변화분( $\Delta SW$ )의 추정계수는 성과급 모델에서만 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. CEO 보상체계가 기업가치에 미치는 영향과 보상-성과 간의 민감도에 대한 위와 같은 결과들은 보험회사의 CEO 보상체계에서 성과보수의 증가는 기업가치의 증가를 가져오고, 성과보수만이 주주의 부의 증가(회사의 가치증가)와 유의미한 인과관계를 가지고 있으므로 CEO의 총 보수에서 성과와 직접적으로 연동되는 성과보수의 비중을 증가시킴으로써 주주와 경영자 간에 발생할 수 있는 대리인 문제를 효과적으로 해결하고 장기적으로 수익성 및 기업가치의 제고를 이룰 수 있을 것이라는 점을 시사하고 있다.

〈표 IV-14〉 CEO 보상체계의 수익성(t+3)에의 영향에 대한 회귀분석

종속변수	ROA <sub>t+3</sub>	ROE <sub>t+3</sub>
Intercept	0.030 (0.029)	0.068 (0.216)
% Salary	-0.006** (0.003)	-0.051** (0.023)
Firm Size	0.019** (0.009)	0.016* (0.009)
Debt Ratio	-0.010** (0.005)	-0.025*** (0.005)
ProdHHI	0.011 (0.018)	0.121 (0.131)
Premium Growth	0.002 (0.002)	0.009 (0.016)
Volatility	-0.095 (0.065)	-0.982 (2.107)
Stock Firm	0.005 (0.004)	0.021 (0.034)
Stock Award	0.009 (0.008)	0.066 (0.058)
Board Size	-0.005 (0.006)	-0.013** (0.006)
Outsider	-0.004 (0.006)	-0.081 (0.052)
InsiderOwn	0.047*** (0.014)	0.029** (0.011)
InstOwn	0.009 (0.007)	0.031 (0.049)
CEO Age	0.003 (0.002)	0.002** (0.001)
CEO Tenure	0.004** (0.002)	0.008*** (0.002)
Year fixed	Yes	Yes
Firm fixed	Yes	Yes
Observations	31	31
Adjusted R-squared	0.674	0.716

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

〈표 IV-15〉 CEO 보상체계의 기업가치의 영향에 대한 회귀분석

종속변수	Tobin's Q
Intercept	1.460 (1.645)
% Salary	-0.320** (0.125)
Firm Size	0.008 (0.089)
Debt Ratio	-0.018 (0.012)
ProdHHI	0.326 (0.621)
Premium Growth	0.256*** (0.083)
Volatility	-4.503** (1.908)
Stock Award	0.009 (0.006)
Board Size	-0.012 (0.039)
Outsider	-0.167 (0.412)
InsiderOwn	-0.323 (0.547)
InstOwn	0.020 (0.027)
CEO Age	0.002 (0.006)
CEO Tenure	0.016** (0.007)
Year fixed	Yes
Firm fixed	Yes
Observations	24
Adjusted R-squared	0.415

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

〈표 IV-16〉 CEO 보상-성과 민감도에 대한 회귀분석

Dependent Variable	△Salary	△Bonus	△Total
Intercept	-1.594 (2.079)	-5.096 (4.988)	-6.690 (5.665)
△SW	0.003 (0.012)	0.006** (0.003)	0.004 (0.003)
Firm Size	0.385 (1.101)	2.495 (2.642)	2.879 (3.528)
ROA	0.376 (1.385)	0.364 (0.332)	0.401 (0.434)
Debt Ratio	-6.174 (10.434)	-6.165 (5.030)	-5.548 (6.717)
ProdHHI	7.183 (7.822)	2.081 (1.877)	2.799 (2.507)
Premium Growth	0.280 (5.863)	0.319** (0.141)	3.165 (0.188)
Volatility	-4.118 (7.720)	-2.583 (4.251)	-2.995 (5.677)
Stock Award	0.245 (0.193)	0.986 (1.155)	0.152 (0.344)
Board Size	-0.361 (0.305)	-0.641 (0.732)	-1.002 (0.978)
Outsider	1.640 (4.408)	1.187 (1.058)	1.351 (1.412)
InsiderOwn	0.300 (0.447)	0.145 (0.110)	0.115 (0.147)
InstOwn	1.535 (2.209)	0.226 (0.530)	0.386 (0.705)
CEO Age	0.708 (0.514)	0.173 (0.123)	0.873 (1.647)
CEO Tenure	0.167 (0.526)	0.345 (1.262)	0.512 (1.684)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes
Observations	24	24	24
Adjusted R-squared	0.474	0.573	0.431

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, Heteroskedasticity-robust Standard Error를 사용함

#### 4. 소결

본 장에서는 국내 보험회사의 경영자 보상체계가 보험회사의 수익성과 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 분석결과, 총 보수에서 기본급의 비중이 높을수록 ROA와 ROE로 측정된 수익성과 Tobin's Q로 측정된 장기 성과에는 부정적인 영향을 미치는 사실을 발견하였다. 이는 보험회사의 경영자 보상체계 설계에 있어 기본급의 비중이 클수록 경영자의 보수와 기업의 성과 간의 연계성이 약화되어 궁극적으로 기업의 장기 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 보여주고 있다. 또한 성과급의 주식 지급은 보험회사의 수익성에 긍정적인 영향을 끼치는 것으로 나타나 향후 보험회사들이 성과급체계에서 주식형 보수의 지급을 늘릴 필요가 있다는 점을 시사하고 있다. 또한 보험회사 경영자 보상체계에서 성과보수의 이연지급이 회사의 수익성과 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 총 보수에서 이연지급의 비중이 낮을수록 단기 성과인 보험회사의 매출액은 증가하는 모습을 보였지만 ROA와 ROE로 측정된 수익성과 Tobin's Q로 측정된 기업성과에는 부정적인 영향을 미치는 사실을 발견하였다. 이러한 결과는 보상을 리스크와 연계하여 중·장기에 걸쳐 지급하는 성과보수의 이연은 보험회사의 장기적 수익성과 가치 제고에 도움을 줄 수 있다는 사실을 의미한다.

경영자 보상체계가 기업가치에 미치는 영향과 보상과 성과 사이의 민감도에 대한 분석결과들은 보험회사 경영자 보상에서 성과급 비중의 증가는 기업가치의 증가로 이어지고 기본급은 주주의 부의 증가와 통계적으로 유의미한 관계를 보이지 않았지만 성과급은 주주의 부의 증가에 민감하다는 결과를 보여준다. 이는 보험회사가 경영자가 주주가치의 증가를 위해 의사결정을 내리도록 유도하기 위해서는 보상체계의 설계에서 고정보수인 기본급보다는 성과급을 더욱 활용해야 한다는 점을 제시하고 있다. 마지막으로 본 절의 분석결과는 CEO의 장기재임 기회가 늘어날수록 수익성과 기업가치에 긍정적인 영향을 가져올 수 있다는 사실을 보여준다. 이러한 결과는 현재 평균 3년 미만인 국내 보험회사 CEO의 재임 기회를 증가시켜 그들이 일관적이고 효과적인 경영활동을 수행할 수 있도록 할 필요성이 있다는 점을 시사한다.

---

## V. 보상체계를 위한 제언

---

### 1. 보상체계 설계

최근 저금리 구조의 심화와 IFRS 17 및 K-ICS 제도 도입 등의 경영환경의 변화가 일어나고 있다. 이러한 환경의 변화는 시장의 포화로 성장 정체와 수익 악화를 경험하고 있는 국내 보험회사의 경영자들이 중·장기적 관점에서 수익성과 기업 가치를 제고하기 위해 노력할 것을 요구하고 있다. 특히 장기사업의 특징을 갖는 보험업의 특성을 고려할 때 보험회사의 경영자들이 단기실적 추구보다는 장기손익 관점에서 경영활동을 하도록 이끌 수 있는 보상체계를 구축해야 할 필요성이 있다. 이러한 상황에서 장기손익 중심의 경영목표와 긴밀하게 연계된 경영자 보상체계의 구축은 회사의 경영전략과 리스크 특성(Risk-profile)에 일치하는 방향에서 보험회사의 경영자들이 행동하도록 유도하고 경영자가 사적 이익을 추구하는 것을 통제할 수 있어 기업의 중·장기적 가치향상을 위해 중요한 수단이 될 수 있다. 본 장은 앞 장들에서 언급한 해외 주요국의 현황 조사와 실증분석을 바탕으로 향후 보험회사 경영자들이 장기적 보유가치 중심으로 경영활동을 수행하도록 유도할 수 있는 보상체계의 설계를 위한 방안들을 다음과 같이 제시한다.

국내 보험회사 경영자 보상체계의 개선을 위한 첫 번째 방안으로, 보험회사의 경영자 보상체계에서 고정보수인 기본급의 비중을 줄이고 회사의 중·장기적 성과와 직접적으로 연동되는 성과보수의 비중을 증가시켜 보수와 성과 간의 밀접한 상관성을 확보해야 할 것으로 사료된다. 국제보험감독자협의회(IAIS)의 보험핵심원칙(ICPs)에서 변동 성과급에 대한 규정(7.6.9)은 보험회사 경영자 보상에서 성과급은 성과와 연관된 현재 그리고 미래의 주요 위험을 반영해야 하며, 장기간의 성과를 바탕으로 다양한

시간적 리스크를 고려하여 책정되어야 한다고 언급하고 있다. 또한 유럽보험감독국(European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA)이 2014년 제정한 위임규정(Delegated Regulation(EU) 2015/35) 제275조(2)(a)는 보험회사 경영자 보상체계의 설계에 있어 경영자의 건전한 경영을 유도하고 과도한 리스크 추구를 방지하기 위해 고정보수와 변동보수가 1:1 정도의 비율로 균형을 이루어야 함을 강조하고 있다. 2013~2018년 국내 보험회사 경영자의 총 보수를 살펴보면 성과와 무관하게 결정되는 기본급이 차지하는 비중이 60% 이상으로 과도하게 높아 경영자들이 기업가치의 증대를 위해 경영활동을 수행하도록 이끌 인센티브를 제공하지 못하고 있는 실정이다. 효율적 경영자 보상체계 설계의 핵심은 성과와 보상의 긴밀한 연동을 통해 경영자와 주주의 이해관계를 일치시켜 궁극적으로 기업가치의 증대를 이루는 데 있다. 그러므로 보험회사의 경영자 보상체계에서 성과연동형 보상비율을 적어도 50% 수준까지 증가시키는 것은 반드시 필요할 것으로 판단된다. 구체적으로 경영자의 성과목표 달성 여부가 장기 성과급의 산정에 직접적으로 영향을 미칠 수 있는 보상체계를 설계함으로써 경영자가 중·장기적 관점에서 회사의 가치의 증대를 위해 자신의 역량을 발휘할 수 있는 유인을 제공해야 할 것으로 보인다.

앞 장의 실증분석 결과는 임원과 CEO의 총 보수에서 성과급 비율의 증가는 보험회사의 중·장기적 수익성과 기업가치의 증대에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 사실을 제시하고 있다. 따라서 보험회사들은 직책에 의해 결정되는 연공 위주의 기본급보다는 성과에 연동된 보상의 비중을 늘려 경영자로 하여금 회사의 중·장기적 성장과 가치증대에 기여하는 의사결정을 내리도록 유도해야 할 것으로 사료된다. 그러나 총 보수에서 성과급의 비율을 증가시키는 데 있어 보수 총액을 같은 수준으로 유지하고 기본급을 단기간에 과도하게 줄인다면 오히려 보험회사 경영자의 사기를 저하시켜 기업의 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로 이를 고려하여 총 보수에서 성과급 비율을 점차적으로 늘리는 것이 필요할 것으로 보인다. 아울러 경영자 보상에서 성과급 비중의 증가가 중·장기적 기업가치의 제고로 이어지도록 하기 위해서는 성과보상이 회사의 실적에 제대로 연동이 되도록 설계하고 보상과 성과의 연계 여부를 지속적으로 모니터링 하는 데 세심한 주의를 기울여야 할 것으로 판단된다.

둘째로, 보험회사들은 성과급의 지급에 있어 주식보상의 비중을 늘려 경영자들이 중·장기적 관점에서 기업가치 향상을 위한 의사결정을 할 수 있도록 유도하는 인센티브를 제공해야 할 것으로 보인다. 성과보수를 주식의 형태로 지급하면 실적과 주가의 변동에 따라 경영진이 얻을 수 있는 경제적 이익이 변화하기 때문에 보험회사 경영진에게 중·장기적 실적 개선을 위해 노력할 유인을 제공할 수 있으며 주주 및 이해관계자의 요구에 부응하는 경영활동을 수행하도록 유도할 수 있다. 선행연구(Smith and Stulz 1985; Jensen and Murphy 1990; Core and Guay 1999)들은 주식기반 보수의 지급은 주주와 경영자 간의 이해관계를 일치시키고 경영자가 장기적인 관점에서 기업가치 증대를 위해 노력하도록 유도하는 효과를 가져 올 수 있다고 주장하였다. 2013~2018년 국내 보험회사 경영자 보수에서 성과급의 구성을 살펴보면, 성과보수의 대부분이 현금(약 74%)으로 지급되고 있으며 주식지급 비율은 약 10%로 매우 낮은 상황이다. 앞 장의 분석결과는 주식으로 성과급을 지급하는 회사일수록 회사의 수익성과 기업가치가 증가하는 경향이 있다는 사실을 보여주고 있다. 그러므로 향후 보험회사 경영자의 보상체계를 설계할 때 성과급에서 스톡옵션이나 양도제한부 주식과 같은 다양한 형태의 주식기반 보수의 지급이 더욱 활발히 이루어져야 할 것으로 판단된다.<sup>64)</sup>

또한 이와 관련하여 미국의 사례에서 볼 수 있는 바와 같이 최고경영자(CEO)에 대해 자사 주식의 의무보유 조항을 둬으로써 경영자와 주주의 이해관계를 일치시켜 경영자가 회사의 가치 증대를 위해 노력하도록 유도하는 방안도 고려해 볼 수 있다. 미국 상장 보험회사 CEO의 경우 재임 기간 동안 연간 기본급의 3~5배 정도의 자사 주식을 의무적으로 보유하도록 되어 있다. 자사의 주식을 대량으로 보유하고 있는 경영자가 중·장기적으로 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 경영전략을 추구하기가 어려울 것이라는 인식하에 경영자의 자사 주식 보유정도는 투자의 중요한 판단근

64) 미국에서는 2008년 금융위기 이후 스톡옵션 부여가 경영자의 과도한 위험추구와 이익조정 등의 부작용을 야기함에 따라 스톡옵션의 비중이 줄어들고 양도제한 조건부 주식의 비중이 증가하는 추세에 있음. 퇴직여부와 관계없이 일정 시간이 흐르면 주식을 처분할 수 있는 스톡옵션과 경영자가 임기 중에 퇴사하면 주식을 처분 또는 양도하지 못하는 양도제한 조건부 주식은 각각의 장단점이 있으므로 보험회사들은 각 회사의 상황에 맞추어 스톡옵션이나 양도제한 조건부 주식을 사용하여 주식기반 보수를 지급하는 것이 필요함

거로 활용되고 있다.

그러나 주식기반 성과급의 지급이 보험회사의 중·장기적인 성장을 위한 인센티브로 제대로 작동할 수 있도록 하기 위해서는 국제보험감독자협의회(IAIS)의 보험핵심원칙(ICPs)의 변동 성과급에 대한 규정(7.6.12)에 따라 최소한의 근무기간이 지난 후에 주식의 가득이 이루어지도록 하고, 스톡옵션의 행사가 일정기간 동안 제한되도록 하며, 지급된 주식에 대한 보유기간이 일정기간 이상을 충족하도록 성과급 체계를 설계해야 할 필요가 있다. 또한 2002년 미국에서 발생한 엔론사태(Enron Scandal)와 같은 대형 회계부정 사건은 스톡옵션과 같은 주식기반 성과급의 과도한 부여가 경영자로 하여금 불법적인 수단을 사용하여 주가부양에 나서게 하는 원인으로 작용할 수 있음을 보여준다. 따라서 보험회사의 경영자 보상에서 성과급을 주가에 연동시키는 경우에 주가부양을 위한 과도한 배당과 같은 경영자의 부적절한 행위가 성과급에 연계되지 않도록 하는 통제장치를 마련할 필요가 있다.

세 번째로, 보험회사가 단기적 실적이나 과도한 위험부담을 보상하는 보수체계를 채택하지 않도록 유도하기 위한 방안으로 성과보수에서 이연지급의 부분이 차지하는 비중을 더욱 증가시키는 것을 고려해 볼 수 있다. 국제보험감독자협의회(IAIS)가 제정한 보험핵심원칙(ICPs)의 변동 성과급에 대한 규정(7.6.9)에서는 변동 성과보상은 지급의 유예기간을 가질 수 있고, 이연기간은 성과와 연관된 리스크를 고려하여 정해지며 근속수준 혹은 개인의 역할 및 리스크의 속성에 따라 기간이 결정된다고 밝히고 있다. 서구 국가들의 사례를 살펴보면 미국은 현재 경영자의 성과급에 대해 4년의 이상의 이연기간을 두고 있으며, 영국과 호주는 CEO는 7년, 리스크 관리에 중대한 영향을 미치는 직원에 대해서는 5년까지 변동 성과급을 이연시키도록 하고 있다.<sup>65)</sup> 현재 국내 금융회사의 지배구조에 관한 법률은 임원 및 금융투자업무 담당자에 대해서 해당 업무의 투자성과 그 존속기간 등을 고려하여 성과보수의 100분의 40 이상에 대하여 이연기간을 3년 이상으로 하도록 하고 있다. 그러나 보험업에서 당기매출의 성과는 장기적으로 걸쳐 나타나는 경향이 있으므로 현재 많은 국내 보험회사들이 사용하고 있는 3년의 이연기간은 장기손의 관점에서 경영자의 성과를 평가하기에는 너무 짧다. 따라

65) APRA(2019)

서 성과급에 대한 이연지급 기간을 현행 3년에서 점차적으로 확대하는 것이 필요할 것으로 보인다. 앞 장에서의 실증분석결과는 성과급에서 이연되는 부분의 비율이 증가할수록 기업의 수익성과 가치를 증가시킨다는 결과를 보여주고 있다. 그러므로 성과보수의 이연지급 확대는 경영자의 단기적 실적 추구를 방지하고 경영자가 중·장기적 관점에서 경영활동을 수행하도록 유도하는 좋은 수단으로 활용될 수 있을 것으로 보인다.

유럽보험감독국(EIOPA)의 위임규정 제275조(2)(e)는 경영자가 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 경우 경영자의 이연된 성과보수 중 지급 미확정 부분에 대해 실현된 부정적 성과를 반영하여 축소나 환수가 가능하도록 규정하고 있다. 이연된 성과보수에 대한 축소 및 환수는 이연 기간 동안 밝혀진 경영자의 과오로 인한 손실을 성과급의 지불 시점에서 보수액에 반영되도록 하여 보험회사 경영자가 중·장기적 기업가치의 증대에 더욱 관심을 가지도록 할 수 있다. 따라서 경영자 보상에서 성과보수 이연 지급의 실효성을 제고하기 위해 보험회사들은 이연된 성과급에 대한 축소 및 환수기준을 내부 규정으로 정할 필요가 있다. 미국과 영국의 경우 대부분의 상장 기업들은 자발적으로 회사의 보상정책 부분에 성과급에 대한 환수 조항을 포함하여 공시하고 있지만, 국내 대부분의 보험회사들은 이에 대한 명확한 규정을 현재 가지고 있지 않은 실정이다. 따라서 경영자 보수 이연 및 환수의 실효성을 높이기 위해서는 영국이나 호주와 같이 보수의 이연과 환수 기간을 보다 충분히 길게 설정(예를 들어, 7년 이상)하고 환수 조항 및 집행 조건을 구체적이고 명확하게 제시할 필요가 있다고 사료된다. 그러나 경영자들은 총 보수에서 고정급의 비율을 증가시킴으로써 보수에 대한 환수를 회피할 수 있는 가능성이 있으므로 이러한 문제를 방지하기 위해 규제당국은 보상위원회의 권한을 강화하여 경영자가 보수의 결정에 미칠 수 있는 영향력을 줄이고 보수와 관련된 공시를 강화할 필요가 있다.

네 번째로는, 보험회사의 경영자들이 효과적인 리스크 관리와 장기수익을 추구하도록 유도하기 위해 경영자의 성과의 평가에 있어 재무적·비재무적 지표의 균형적인 사용이 필요할 것으로 사료된다. 성과보수의 산정에서 성과급 지급규모 및 지급규모를 결정하는 기준과 관련하여 현재 국내 대부분의 보험회사들은 매출액 규모, 세전이익, 자기자본 수익률 등의 정량적인 재무적 지표와 고객만족도, 준법경영 같은 비재무

적 정성지표들을 사용하고 있다. 최근 서구 국가들의 사례를 보면 영국 금융회사의 변동 성과급 설계에서 비재무적 지표의 비중이 약 40%로 나타났고 2018년 개정된 호주의 경영자 보상에 대한 규정은 변동 성과급 산정기준에서 재무 지표들이 50%의 비중을 넘을 수 없도록 정하고 있다. 비재무적 성과지표는 재무적 지표가 측정할 수 없는 고객만족이나 조직의 혁신과 같은 회사의 미래성과에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 파악하는데 도움을 주어 기업의 장기적 목표의 달성에 더 부합하는 정보를 제공할 수 있는 장점을 가지고 있다(Kaplan and Norton 1992). 따라서 국내 보험회사들이 향후 성과급의 보상을 위한 평가체계를 수립할 때 고객 충성도, 고객 만족도, 불건전 영업행위 발견 건수와 같은 보험회사의 특성에 맞는 비재무적 지표들을 성과산정에 더욱 적극적으로 활용하여 할 것으로 판단된다. 그러나 비계량적인 평가지표들의 사용은 공정성과 객관성을 어떻게 유지할 수 있는가에 그 성패가 달려 있다. 따라서 보험회사들은 비재무적 지표들이 조작에 노출되지 않도록 측정도구의 객관성과 독립성을 확보할 수 있도록 하고, 비계량적 성과와 관련된 경영자의 활동이 회사의 성과와 밀접하게 연계되어 있음을 보상체계 보고서에서 명확하게 설명해야 할 것이다.

마지막으로 중·장기적 기업가치의 향상을 목표로 설계된 경영자 보상체계가 효과적으로 실행될 수 있도록 보험회사 최고경영자인 CEO의 장기적 재임 기회를 증가시켜야 할 필요가 있다고 판단된다. 현행 2~3년에 불과한 짧은 보험회사 CEO의 임기는 현재 경영자들이 단기간 내에 실적을 늘리기 위해 매출액 증대 위주의 경영전략을 고수하게 하는 주요 원인으로 여겨지고 있다. 현재 국내 보험회사 경영자들은 짧은 임기로 인해 자신의 경영능력이 성과에 가시적·직접적으로 반영되기 전에 자리를 떠나야 하는 실정에 있어, CEO들이 일관적이고 장기적인 안목에서 경영활동을 수행하는데 커다란 저해요인으로 작용하고 있다. 이는 경영자들이 회사의 중·장기적 성과를 고려하지 않고 단기 임기 내에 최대한의 수익을 창출하게 하는 원인이 될 뿐 아니라 중·장기적인 관점에서 회사의 가치 제고를 위해 설계된 경영자 보상체계가 제대로 작동하지 않을 수 있는 문제점을 내포하고 있다. 예를 들어, 보험회사들이 현재와 같은 2~3년의 단기 임기를 가지고 있는 CEO에게 스톡옵션이나 양도제한부 주식과 같은 성과보상체계를 제공한다면 재임시기와 옵션 행사시기 간의 시차가 발생하여 주식 기

반 성과급의 근본 목적을 달성하기가 어려울 수 있다. 그러므로 향후 보험회사들은 회사가 추구하는 가치와 부합하도록, 능력 있는 CEO를 선임하고 적절한 성과보수와 장기재임의 기회를 제공하여 이들이 중·장기적 관점에서 기업가치의 제고를 위해 노력하도록 유도해야 할 필요가 있다. 앞 장의 연구결과는 CEO가 더 긴 재직연수를 가질수록 회사의 수익성과 기업가치가 증가한다는 사실을 보여주고 있다. 따라서 보험회사들은 장기재임을 할 수 있는 유능한 CEO를 선임하고 이들에게 다년간의 경영성과에 따라 주식기반 성과보상을 제공하는 것을 고려해야 할 것으로 보인다.

## 2. 보상체계 규제

경영자 보수 공시의 객관성 및 투명성의 제고는 경영자 보수의 효율적인 규제를 위해 매우 중요한 요소이다. 경영자 지대추구 이론에 따르면, 경영자 보상체계가 성과를 적절하게 반영하지 않고 경영자의 사익추구를 위해 설계된 경우에 경영자들은 부적절한 보수의 공개가 자신과 회사의 평판에 미칠 부정적인 영향(Outrage Cost)을 피하기 위해 보수를 투명하게 공개하지 않으려는 유인이 강하다고 주장하였다(Bedchuck and Fried 2004). 경영자 보상에 있어 가장 중요한 원칙은 보상이 성과와 정확하게 연동되어야 한다는 점에 있으므로 경영자 보수와 기업 성과 사이의 상관성과 보수의 객관적인 결정 기준을 입증할 수 있는 자료 제시와 같은 보수 산정기준과 적용절차에 대한 상세한 정보의 공시가 앞으로 반드시 이루어져야 할 필요가 있다. 국제보험감독자협의회(IAIS)의 보험핵심원칙(ICPs) 중 보상공시에 대한 규정들(7.8.4, 7.8.5 및 7.10.5)에 의하면 보상에 관한 공시는 보험회사의 이해관계자가 보상시스템이 잘 운영되고 있는지와 보상의 설계에서 리스크가 적절하게 반영되고 있는지를 쉽게 파악할 수 있도록 충분한 정보를 제공<sup>66)</sup>해야 한다고 밝히고 있다. 앞 장에서 살펴본 바와 같

66) 보험핵심원칙(ICPs) 중 보상공시에 대한 규정(7.8.4 및 7.8.5)은 보상책정의 방법과 이에 관련된 원칙뿐 아니라 보상의 구체적 구성, 이연보상의 총 금액과 같은 정량적 정보를 감독자와 이해관계자에게 제공해야 할 것을 명시하고 있음. 또한 규정 7.10.5는 보험회사의 보상정책이 상대적으로 높은 수준의 리스크를 가지고 있을 경우 이에 대한 철저한 감독 및 검토가 필요하다고 밝히고 있음

이 해외의 경영자 보수에 대한 공시의 투명화는 현재 세계적인 흐름이다. 미국, 영국과 같은 국가들은 총 보수액을 공개할 뿐 아니라 고정보수와 성과보수의 구성비율 결정에 대한 근거와 보수의 결정정책과 성과평가 기준과 방법에 대한 자세한 정보의 공시를 의무화하고 있다. 그러므로 국제적 정합성의 측면에서 볼 때 감독당국은 국내 보험회사를 비롯한 금융기관들이 경영의 투명성과 투자자의 신뢰를 높일 수 있도록 경영자 보수에 대한 공시의 내용과 범위를 확대하는 방향으로 현행 공시제도를 보완해야 할 것으로 사료된다.

이를 위한 구체적인 방안으로, 첫째, 국내 경영자 보수의 투명성과 객관성의 제고를 위해서는 보수의 금액뿐 아니라 경영자 보수에 대한 결정정책과 성과연동 보수의 구체적 산정기준 및 공식을 공시하도록 해야 한다. 특히 경영자 보수공시에서 성과보수의 경우 회사들이 이를 보다 세분화하고 구체적으로 기재하도록 하는 것이 필요하다. 현재 국내 보험회사의 지배구조 및 보수체계 연차보고서는 성과보수액을 현금, 주식, 주식 연계상품, 기타의 4가지 부문으로만 나누어 기재하고 있고 사업보고서는 성과보수 산정에 이용된 지표에 대한 개략적인 내용만을 공시하고 있다. 이러한 부실한 공시는 성과보수 중에서 고정급의 성격을 가진 보수를 명확하게 구분하기 어렵게 하여 고정급의 비중을 과소추정하게 만들 가능성을 가지고 있다(석우남 외 2019). 그러나 주요국의 경우 성과급을 당해 연도 실적에 근거하여 현금으로 지급되는 단기 성과급과 3년 이상의 중·장기 목표달성에 근거하여 주식의 형태로 지급되는 장기 성과급으로 구분하고 성과급의 산정에 사용되는 지표들과 선정 이유, 각 지표들의 성과달성 목표치와 목표 달성 정도 등을 상세하게 보고하고 있다. 따라서 향후 국내 보험회사들도 보수와 성과의 연계성에 대한 정보의 공시를 강화하기 위해 성과급을 장·단기 성과급으로 구분하고 성과보수의 산정을 위해 사용된 성과측정 지표들과 그 구체적 적용 방법 및 목표 달성률 등을 공시하도록 하여 보수의 적절성과 명확성을 제고하는 것이 필요하다. 또한 미국과 영국의 경우 2008년 글로벌 금융위기 이후 경영자 보상체계가 회사의 리스크 관리에 미치는 영향에 대한 설명과 CEO와 직원 사이의 보수격차(Pay Ratio)를 공개하도록 하였는데, 우리나라도 보수 공시에 있어 이에 대한 기재사항의 확충이 필요할 것으로 보인다.

다음으로 현재 국내 보험회사의 임원보수에 관한 공개는 사업보고서와 지배구조 및 보수체계 연차보고서를 통해 이루어지고 있는데, 이들의 공개범위 및 산정기준이 달라 경영자의 보수에 대한 정보의 상호연계가 어렵다는 문제점을 가지고 있다. 사업 보고서는 총 보수액이 5억 원 이상인 개별 임원에 대한 보수액과 대략적인 산정기준 및 방법을 공시하고 있고, 지배구조 및 보수체계 연차보고서는 개별 임원이 아닌 임원 전체에 대한 보수액과 보수의 구성요소, 성과급의 구성과 이연비율 등을 공개하고 있다. 그러나 현재 경영자 보수의 공시를 가지고는 CEO와 같은 주요 의사결정권자에 대한 성과급의 구성과 산정근거를 전혀 알 수 없는 실정이다. 보상체계가 경영자에게 최적의 인센티브를 제공하고 있는지의 여부를 판단하기 위해서는 성과보수의 지급내역과 결정방법에 대해 개인별로 구체적으로 공개하는 것이 필수적이라고 할 수 있다. 따라서 향후 감독당국은 다른 해외 주요국의 사례를 참고하여 보험회사를 비롯한 금융회사들이 경영자 보상정책과 개인별 보수금액 및 산정근거 등을 보다 일관적이고 통일된 기준으로 보고서를 작성하여 보수를 공시하도록 하는 방안을 마련해야 할 것으로 보인다. 이를 위해 현재 회사의 자율에 맡기고 있는 보수 산정기준의 공개에 대해 구체적인 작성 가이드라인을 마련하여 회사의 중·장기 보수정책, 보수의 구성 및 산정기준 등에 대한 정보가 충분히 공시될 수 있도록 유도해야 할 것으로 사료된다. 특히 최고 의사결정권자인 CEO에 대해서는 총 보수 금액뿐 아니라 보수의 구성요소, 평가기준 및 적용에 대한 사항을 상세하게 기재할 것을 요구해야 할 필요가 있다.

또한 일부 보험회사의 경우 CEO 보수의 총액이 5억 원 이하인 이유로 사업보고서에 보상의 내역이 전혀 기재되지 않고 있는데, 이를 시정하기 위해 미국의 경우와 같이 보상금액의 기준과는 상관없이 CEO와 CFO를 포함한 소득 상위 5명의 경영자에 대한 보수 공개를 의무화하거나 공시 기준을 1억 원으로 낮추어 경영자 보수의 공개 대상을 확대해야 할 필요가 있다. 아울러 경영자 보수의 변동사항을 쉽게 파악하고 비교할 수 있도록 하기 위해서 현재 당해 연도의 경영자 보상만을 대상으로 하는 공시규정을 변경하여 미국의 경우와 같이 보수체계 연차보고서에 당해 연도뿐 아니라 과거 3년치의 보수를 공시하도록 하는 방안도 고려해 볼 수 있다.

경영자 보수의 불투명한 공시는 주주와 이해관계자의 회사 경영정보에 대한 접근

을 어렵게 할 뿐 아니라 임원보수 공시 강화 및 개별 임원보수 공시라는 세계적인 추세에 역행하는 것이라고 할 수 있다. 경영자 보수의 투명한 공시는 보수가 장기적 경영성과에 연동되어 있는지 주주가 감시할 수 있도록 하여 기업의 장기가치 제고에 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 경영자 보수의 공시에 대한 투명화가 이루어진다면 경영자의 보수와 성과의 연동성이 강화되고 보수의 수준이 실제로 적정한지의 여부에 대해 시장 참여자들 간에 합의가 형성되어 시장의 규율이 제대로 작동될 수 있다 (Creighead et al. 2004). 예를 들어, 임원에게 과대 또는 과소한 보수를 지급하는 기업은 시장에서 주주 등 시장참가자들에게 부정적인 평가를 받게 되므로 이를 피하기 위해 회사들은 보수체계의 개선을 통해 적절한 수준에서 경영자의 보수를 책정하려고 할 것이다. 또한 주주를 비롯한 이해관계자들이 미리 설정된 성과목표의 달성 여부에 따라 경영진의 보수가 적정하게 결정되고 있다는 사실을 명확하게 확인할 수 있다면 경영자 보상에 대한 여러 가지 비판과 논란들은 사라지고 보수정보의 투명성이 제고되어 보험회사의 중·장기적 기업가치의 제고에 기여할 것으로 보인다.

마지막으로 보험회사 경영자 보상관련 규제개선을 위해서는 임원보수에 대한 주주의 권리강화를 제도화 해온 해외 주요 국가의 사례를 참고하여 경영자 보수에 대한 주주의 감시 및 통제기능을 제고할 필요가 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 영국은 이미 경영자 보수에 대해 구속력을 가진 주주의 투표를 의무화하고 있을 뿐 아니라 전통적으로 기업 친화적인 회사법을 가진 미국에서조차 Say-on-Pay를 통해 주주의 경영자 보수의 결정에 대한 의견의 표출을 허락하고 있다. 기본적으로 경영자의 보수는 경영 실적에 대한 평가와 이에 근거한 보상이므로 보수의 적정성에 대한 최종 결정은 회사의 주인인 주주에 의해 이루어지는 것이 바람직하다고 할 수 있다. 경영자 보상정책에 대한 주주 참여기회의 확대는 이사회의 책임성을 강화하고 보수와 성과 간의 연동성을 증가시키고 보수지급의 객관성과 투명성을 제고하여 기업가치의 향상을 가져올 수 있다(Bebchuk et al. 2007; Cai and Walkling 2011). 그러므로 현행 상법 제388조에 의거하여 모든 임원의 총 보수에 대한 한도금액만을 주주총회에서 승인받고 개별 임원의 보수는 승인된 한도 내에서 이사회가 결정하는 관행에서 벗어나 보상위원회에서 정해진 개별 임원의 보상금액과 보상정책에 대한 주주총회의 승인절차를 보다

강화해야 할 필요가 있다고 판단된다. 최근 금융위원회가 발표한 금융회사 지배구조법 일부 개정안은 대형 상장금융회사에 대해 임원에 대한 보수지급 계획을 임기 중 1회 이상 주주총회에 설명하도록 하여 경영자 보수의 결정에 있어 주주의 참여 및 감시를 확대시키려는 노력을 기울이고 있다. 그러나 이러한 감독당국의 노력이 실효성을 가지기 위해서는 보험회사들이 보상정책과 산정기준을 현재와 같이 자율적으로 작성하도록 하기 보다는 감독당국이 제시한 구체적인 가이드라인을 바탕으로 작성하여 주주에게 보고하도록 해야 한다. 이와 관련하여 보수위원회가 개별 임원의 보수에 대한 구체적인 산정기준과 성과 평가 방법, 보수의 환수에 대한 규정 등에 대한 상세한 내용을 포함한 보고서를 작성하여 주주총회에 제출하는 것을 의무화 하는 방안을 고려해 볼 수 있을 것이다.

## 참고문헌

- 강선우·박광우·이지환(2007), 「경영자에 대한 주식증여 및 스톡옵션부여와 기업가치에 관한 실증연구」, 『한국경영학회 통합학술발표 논문집』
- 강윤식·국찬표(2012), 「사외이사의 독립성과 기업가치」, 『재무연구』, 제25권, pp. 451-498
- 권세원·김범준·곽수근·신재용(2017), 「CEO의 연봉구조가 CSR공시에 미치는 영향」, 『경영학 연구』, 제46권, pp. 1-23
- 권재현·문병순(2019), “Executive Compensation in Korea: Evidence from a New Mandatory Disclosure”, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6: 91-101
- 김우찬(2014), 「우리나라 경영자 보상의 문제점과 개선 방안」, 한국금융연구원 학술대회
- 김현중·김수연(2014), 『임원보수 개별공시 논의에 대한 쟁점 및 평가』, 한국경제연구원
- 모예린·서운석(2017), 「보상위원회 도입이 경영자 보상에 미치는 영향과 소유구조에 따른 차이」, 『대한경영학회지』, 제30권, pp. 1219-1240
- 문상일(2015), 「상법상 집행임원 보수결정절차에 대한 비판적 소고」, 『법학논총』, 제33권, pp. 71-89
- 박영석(2010), 「금융회사 경영진에 대한 보상체계」, 한국금융학회 정책심포지움
- 방문옥(2017), 「유가증권시장 상장회사 최고경영자 보수 현황」, 『CGS REPORT』, 제7권 제11호, 한국지배구조연구원
- 석우남·안현미·오덕교·이윤아·임현일·정재규(2019), 『국내 상장기업의 임원보수 현황 분석 및 시사점』, 한국지배구조연구원
- 송동엽·김영환·이창대(2017), 「경영자 보상 및 기업지배구조가 경영위험에 미치는 영향」, 『국제회계연구』, 제75권, pp. 155-173
- 송화윤(2016), 「상장회사 임원의 장기 성과 보수 활성화를 위한 법적 과제: 보수 환수, 주주 승인권, 보수 공시제도를 중심으로」, 『기업법 연구』, 제30권, pp. 111-145
- 우광호(2010), 「기업성과 및 지배구조와 노동조합이 경영자 보상에 미치는 영향: 패

- 널자료분석」, 『산업관계연구』, 제20권, pp. 181-208
- 윤용석·이건·이한상·한승수(2015), 「대규모 기업 집단 소속 여부가 임원의 개인별 보수 공시에 미치는 영향」, 『경영학 연구』, 제44권, pp. 1071-1103
- 이경태·이상철·박애영(2005), 「경영자 스톡옵션 보상과 기업가치: 선형 및 비선형 관계 분석」, 『경영학연구』, 제34권, pp. 1637-1665
- 이다원(2015), 『임원보수 공시에 관한 현황분석 및 제도 점검』, 한국지배구조연구원
- 이석훈·조성훈(2018), 『국내 증권업 CEO 재임기간과 경영성과』, 자본시장연구원
- 이창민·석우남(2017), 「사외이사, 독립이사 그리고 기업가치: 한국과 미국의 비교연구」, 『비교경제연구』, 제24권, pp. 31-54
- 임정대·김석진(2018), 「보상격차와 기업성과」, 『재무연구』, 제31권, pp. 521-555
- 홍순욱(2019), 「종업원 급여와 근속연수가 기업가치에 미치는 영향」, 『회계정보연구』, 제37권, pp. 75-97

- 日本 金融庁(2019), “企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令”
- 日本経済産業省(2015), “日本{と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書”
- 森田純夫(2018), “グローバル経営者報酬の現状と今後の方向性”
- Sompo ホールディングス(2018), “Corporate Data”

- Australian Prudential Regulation Authority(APRA)(2019), *Strengthening Prudential Requirements for Remuneration*
- Armstrong, C. S., J. E. Core, and W. R. Guay(2014), “Do Independent Directors Cause Improvements in Firm Transparency?”, *Journal of Financial Economics*, 113: 383-403
- Aviva plc(2019), *Annual Report and Accounts 2019*
- Bebchuk, L. A., J. M. Fried, and D. I. Walker(2002), “Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation”, *University of Chicago Law Review*, 69: 751-846

- Bebchuk, L. A. and J. A. Fried(2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press: Cambridge
- \_\_\_\_\_ (2003), “Executive Compensation as an Agency Problem”, *Journal of Economic Perspectives*, 17: 71-92
- Bebchuk, L. A., J. A. Friedman, and W. Friedman(2007), *Empowering Shareholders on Executive Compensation: Hearing on H.R. 1257 before the H. Committee. on Financial Services*, 110th Congress, 68
- Bertrand, M., and S. Mullainathan(2001), “Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals are”, *Quarterly Journal of Economics*, 116: 901-932
- Bhuyan, R., D. Butchey, J. Haar, and B. Talukdar(2020), “CEO Compensation and Firm Performance in the Insurance Industry”, *Managerial Finance*, forthcoming
- Botero, J, S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (2004), “The Regulation of Labor”, *Quarterly Journal of Economics*, 119: 1339-1382
- Brockmann, E. N., and O. G. Simmonds(1997), “Strategic Decision Making: The Influence of CEO Experience and Use of Tacit Knowledge”, *Journal of Managerial Issues*, 9: 454-468
- Cai, J., and R. Walkling(2011), “Shareholders’ Say On Pay: Does It Create Value?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46: 299-339
- Chaganti, R., and F. Damanpour(1991), “Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance”, *Strategic Management Journal*, 12: 479-491
- Chen, Y. and Y. Ma(2011), “Revisiting the Risk-taking Effect of Executive Stock Options on Firm Performance”, *Journal Of Business*

*Research*, 64: 640-648

- Cheng, M.C. and Z.C. Tzeng(2011), “The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on This Effect”, *World Journal of Management*, 3: 30-53
- Chubb. Ltd(2019), *Proxy Statement*
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt(1994), “A simple approximation of Tobin’s q”, *Financial Management*, 23: 70-74
- 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
- Core, J., W. Guay, D. Larcker(2003), “Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey”, *Economic Policy Review*, 9: 27-50
- Cornett, M. M., A. J. Marcus, and H. Tehranian(2008), “Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management”, *Journal of Financial Economics*, 87: 357-373
- Craighead, J. A., M. L. Magnan and L. Thorne(2004), “The Impact of Mandated Disclosure on Performance-based CEO Compensation”, *Contemporary Accounting Research*, 21: 369-398
- Cuñat, Vicente, and Maria Guadalupe(2009), “Globalization and the Provision of Incentives Inside the Firm: The Effect of Foreign Competition”, *Journal of Labor Economics*, 27: 179-212
- Cyert, R., S. H. Kang, and P. Kumar(2002), “Corporate Governance, Takeovers and Top-Management Compensation, Theory and Evidence”, *Management Science*, 48: 453-469
- Daily, C. M. and D. R. Dalton(1993), “Board of Directors’ Leadership and Structure: Control and Performance Implications”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17: 65-81

- Deckop, J. R.(1988), “Determinants of Chief Executive Officer Compensation”, *Industrial and Labor Relations Review*, 41: 215-226
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.(2008), “The Law and Economics of Self-Dealing”, *Journal of Financial Economics*, 88: 430-465
- Dikolli, S. S., W. J. Mayew, and D. Nanda(2014), “CEO Tenure and the Performance-Turnover Relation”, *Review of Accounting Studies*, 19: 281-327
- Dow, J. and C. C. Raposo(2005), “CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy”, *The Journal of Finance*, 60: 2701-27
- Duru, A. I. and D. M. Reeb(2002), “Geographic and Industrial Corporate Diversification: The Level and Structure of Executive Compensation”, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 17: 1-24
- Eckles, D., M. Halek, E. He, D. Sommer, and R. Zhang(2011), “Earnings Smoothing, Executive Compensation, and Corporate Governance: Evidence From the Property-Liability Insurance Industry”, *Journal of Risk and Insurance*, 78: 761-790
- Edmans, A., X. Gabaix, D. Jenter(2017), *Executive compensation: a survey of theory and evidence*. In: *Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (Eds.), Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Elsevier, Amsterdam
- Edmans, A. and Q. Liu(2011), “Inside Debt”, *Review of Finance*, 15: 75-102
- Fama, E. F., and M. C. Jensen(1983), “Agency Problems and Residual Claims”, *Journal of Law and Economics*, 26: 327-349
- Fernandes, N., M. A. Ferreria, P. P. Matos, and K. J. Murphy(2013), “Are US CEOs Paid More? New international evidence”, *Review of Financial Studies*, 26: 323-367

- Ferri, F. and D. Maber(2013), "Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK", *Review of Finance*, 17: 527-563
- Gabaix, X. and A. Landier(2008), "Why has CEO Pay Increased So Much?", *The Quarterly Journal of Economics*, 123: 49-100
- Garvey, G., and T. Milbourn(2006), "Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives Are Rewarded for Good Luck But Not Penalized for Bad", *Journal of Financial Economics*, 82: 197-225
- Gayle G. L. and R. A. Miller(2009), "Has Moral Hazard Become a More Important Factor in Managerial Compensation?", *American Economic Review*, 99: 1740-1769
- Ghosh, C. and C.F. Sirmans(2005), "On REIT CEO Compensation: Does Board Structure Matter?", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 30: 397-428
- Habib, M. and A. Ljungqvist(2005), "Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach", *Journal of Business*, 78: 2053-2094
- Hall, B. and J. Leibman(1998), "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *Quarterly Journal of Economics*, 113: 653-691
- Hartzell, J. C. and L. T. Starks(2003), "Institutional Investors and Executive Compensation", *The Journal of Finance*, 58: 2351-2374
- Himmelberg, C. P. and R. G. Hubbard(2000), *Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity*, Columbia University, Working Paper
- Holderness, C. G., R. S. Kroszner, and D. P. Sheehan(1999), "Were the Good Old Days that Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression", *Journal of Finance*, 54: 435-469
- Holmström, B.(1979), "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of*

- Economics*, 10: 74-91
- Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360
- Jensen, M. C.(1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48: 831-880
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy(2010), "CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How", *Journal of Applied Corporate Finance*, 22: 64-76
- \_\_\_\_\_ (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 98: 255-264
- John T, and K. John(1993), "Top-Management Compensation and Capital Structure", *Journal of Finance*, 48: 949-974
- Kim E. H. and Y. Lu(2011), "CEO Ownership, External Governance, and Risk-Taking", *Journal of Financial Economics*, 102: 272-292
- Kalinina E. and Shand L.(2018), *Executive pay: Review of FTSE 100 Executive Pay*, CIPD
- Kaplan, R. S. and D. P. Norton(1992), "The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance", *Harvard Business Review*, 70: 71-79
- Khan. R., R. Dharwadkar, and P. Brandes(2005), "Institutional Ownership and CEO Compensation a Longitudinal Examination", *Journal of Business Research*, 58: 1078-1088
- Ki, Y. and T. Mukherjee(2016), *Deferred CEO Compensation and Firm Investment Decisions*, Working Paper, University of New Orleans
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny(1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106: 1113-55
- Ma, Y. L., and P. Wang(2014), "Executive Compensation and Risk Taking in the Property and Liability Insurance Industry", *Journal of*

- Insurance Issues*, 37: 187-207
- Mayers, D. and C. W. Smith(1992), “Executive Compensation in the Life Insurance Industry”, *Journal of Business*, 65: 51-74
- McConnell, J. and H. Servaes(1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 27: 595-612
- Meador, J. W., H. E. Ryan, Jr., and C. D. Schellhorn(2000), *Product Focus Versus Diversification: Estimates of X-Efficiency for the US Life Insurance Industry*, in: P.T. Harker and S.A. Zenios(eds.), *Performance of Financial Institutions: Efficiency, Innovation, Regulation*, New York: Cambridge University Press
- Mehran, H.(1995), “Executive Compensation, Ownership, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 38: 163-184
- Mercer(2018), “Aligning executive pay with performance, 2018 insurance industry trends”
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny(1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315
- Müller H. M. and K. Wärneryd(2001), “Inside versus Outside Ownership: A Political Theory of the Firm, The RAND”, *Journal of Economics*, 32: 527-541
- Murphy, K. J.(1999), *Executive compensation*, in *Ashenfelter, O. & David Card, D. (Eds.), Handbook of labor economics*, Vol. 3. New York: Elsevier
- Murphy, K. and T. Sandino(2010), “Executive Pay and Independent Compensation Consultants”, *Journal of Accounting and Economics*, 49: 247-262

- Pallordet C.(2019), “Executive compensation 2018: Duperreault, Greenberg, and Jain all make industry top five”, *Insurance Insider*, Retrieved from <https://insuranceinsider.com>
- Palmberg, J.(2015), “The Performance Effect of Corporate Board of Directors”, *European Journal of Law & Economics*, 40: 273-292
- Pan, L. and X. Zhou(2018), “CEO Compensation in Japan: Why so Different from the United States?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53: 2261-2292
- Petrin, M.(2015), “Executive Compensation in the UK: Past, Present, and Future”, *The Company Lawyer*, 36: 196-204
- Prem S. et al.(2018), *Controlling Executive Remuneration: Securing Fairer Distribution of Income*
- Pukthuanthong, K., E. Talmor, and J.S. Wallace(2004), “Corporate Governance and Theories of Executive Pay”, *Corporate Ownership and Control*, 1: 94-105
- Sigler, K. J.(2011), “CEO Compensation and Company Performance”, *Business and Economic Journal*, 2:1-31
- Sloan, R.(1993), “Accounting Earnings and Top Executive Compensation”, *Journal of Accounting and Economics*, 16: 55-100
- Sun, F., X. Wei, and X. Huang(2013), “CEO Compensation and Firm Performance: Evidence from the US Property and Liability Insurance Industry”, *Review of Accounting and Finance*, 12: 252-267
- Weisbach, M. S.(2007), “Optimal Executive Compensation versus Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried’s Pay without Performance: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation”, *Journal of Economic Literature*, 45: 419-428

## 보험연구원(KIRI) 발간물 안내

※ 2017년부터 기존의 연구보고서, 정책보고서, 경영보고서, 조사보고서가 연구보고서로 통합되었습니다.

### ■ 연구보고서

- 2017-1 보험산업 미래 / 김석영·윤성훈·이선주 2017.2
- 2017-2 자동차보험 과실상계제도 개선 방안 / 전용식·채원영 2017.2
- 2017-3 상호협정 관련 입법정책 연구 / 정호열 2017.2
- 2017-4 저소득층 노후소득 보장을 위한 공사연계연금 연구 / 정원석·강성호·마지혜 2017.3
- 2017-5 자영업자를 위한 사적소득보상체계 개선 방안 / 류건식·강성호·김동겸 2017.3
- 2017-6 우리나라 사회안전망 개선을 위한 현안 과제 / 이태열·최장훈·김유미 2017.4
- 2017-7 일본의 보험회사 도산처리제도 및 사례 / 정봉은 2017.5
- 2017-8 보험회사 업무위탁 관련 제도 개선 방안 / 이승준·정인영 2017.5
- 2017-9 부채시가평가제도와 생명보험회사의 자본관리 / 조영현·이혜은 2017.8
- 2017-10 효율적 의료비 지출을 통한 국민건강보험의 보장성 강화 방안 / 김대환 2017.8
- 2017-11 인슈어테크 혁명: 현황 점검 및 과제 고찰 / 박소정·박지윤 2017.8
- 2017-12 생산물 배상책임보험 역할 제고 방안 / 이기형·이규성 2017.9
- 2017-13 보험금청구권과 소멸시효 / 권영준 2017.9
- 2017-14 2017년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2017.10
- 2017-15 2018년도 보험산업 전망과 과제 / 동향분석실 2017.11
- 2017-16 퇴직연금 환경변화와 연금세제 개편 방향 / 강성호·류건식·김동겸 2017.12
- 2017-17 자동차보험 한방진료 현황과 개선 방안 / 송운아·이소양 2017.12
- 2017-18 베이비부머 세대의 노후소득 / 최장훈·이태열·김미화 2017.12
- 2017-19 연금세제 효과연구 / 정원석·이선주 2017.12
- 2017-20 주요국의 지진보험 운영 현황 및 시사점 / 최창희·한성원 2017.12
- 2017-21 사적연금의 장기연금수령 유도방안 / 김세중·김유미 2017.12
- 2017-22 누적전망이론을 이용한 생명보험과 연금의 유보가격 측정 연구 / 지홍민 2017.12
- 2018-1 보증연장 서비스 규제 방안 / 백영화·박정희 2018.1
- 2018-2 건강생활서비스 공·사 협력 방안 / 조용운·오승연·김동겸 2018.2
- 2018-3 퇴직연금 가입자교육 개선 방안 / 류건식·강성호·이상우 2018.2
- 2018-4 IFRS 9과 보험회사의 ALM 및 자산배분 / 조영현·이혜은 2018.2

- 2018-5 보험상품 변천과 개발 방향 / 김석영·김세영·이선주 2018.2
- 2018-6 계리적 관점에서 본 실손의료보험 개선 방안 / 조재린·정성희 2018.3
- 2018-7 국내 보험회사의 금융겸업 현황과 시사점 / 전용식·이혜은 2018.3
- 2018-8 장애인의 위험보장 강화 방안 / 오승연·김석영·이선주 2018.4
- 2018-9 주요국 공·사 건강보험 연계 체계 분석 / 정성희·이태열·김유미 2018.4
- 2018-10 정신질환 위험보장 강화 방안 / 이정택·임태준·김동겸 2018.4
- 2018-11 기초서류 준수 의무 위반 시 과징금 부과기준 개선 방안 / 황현아·백영화·권오경 2018.8
- 2018-12 2018년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2018.9
- 2018-13 상속법의 관점에서 본 생명보험 / 최준규 2018.9
- 2018-14 호주 퇴직연금제도 현황과 시사점 / 이경희 2018.9
- 2018-15 빅데이터 기반의 사이버위험 측정 방법 및 사이버사고 예측모형 연구 / 이진무 2018.9
- 2018-16 빅데이터 분석에 의한 요율산정 방법 비교: 실손의료보험 적용 사례 / 이항석 2018.9
- 2018-17 보험 모집 행위의 의미 및 범위에 대한 검토 / 백영화·손민숙 2018.10
- 2018-18 보험회사 해외채권투자와 환해지 / 황인창·임준환·채원영 2018.10
- 2018-19 베트남 생명보험산업의 현황 및 시사점 / 조용운·김동겸 2018.10
- 2018-20 여성 관련 연금정책 평가와 개선 방향 / 강성호·류건식·김동겸 2018.10
- 2018-21 디지털 경제 활성화를 위한 사이버보험 역할제고 방안 / 임준·이상우·이소양 2018.11
- 2018-22 인구 고령화와 일본 보험산업 변화 / 윤성훈·김석영·한성원·손민숙 2018.11
- 2018-23 퇴직연기금 디폴트 옵션 도입 방안 및 부채연계투자전략에 관한 연구 / 성주호 2018.11
- 2018-24 보험 산업의 블록체인 활용: 점검 및 대응 / 김현수·권혁준 2018.11
- 2018-25 생명보험산업의 금리위험 평가: 보험부채 중심으로 / 임준환·최장훈·한성원 2018.11
- 2018-26 보험회사의 장수위험에 관한 연구 / 김세중·김유미 2018.11
- 2018-27 보험산업 전망과 과제: 2019년 및 중·장기 / 동향분석실 2018.11
- 2018-28 보험산업 중·장기 전망 / 전용식·김유미·최예린 2018.12
- 2018-29 빅데이터 활용 현황과 개선 방안 / 최창희·홍민지 2018.12
- 2018-30 판매채널 변화가 보험산업에 미치는 영향 / 정원석·김석영·박정희 2018.12
- 2018-31 Solvency II 시행 전후 유럽보험시장과 시사점 / 김해식 2018.12
- 2018-32 보험회사 대출채권 운용의 특징과 시사점 / 조영현·황인창·이혜은 2018.12

- 2019-1 보험회사의 시스템리스크에 대한 고찰 / 김범 2019.1  
 2019-2 인도 보험시장 현황 및 진출 전략 / 이승준·정인영 2019.8  
 2019-3 2019년 보험소비자 설문조사 / 금융소비자연구실 2019.10  
 2019-4 암보험 관련 주요 분쟁사례 연구 / 백영화·박정희 2019.10  
 2019-5 계약자 신뢰 제고를 위한 보험마케팅 - 상품과 수수료 중심으로 - / 정세창 2019.10  
 2019-6 생명보험 전매거래에 관한 연구 / 홍지민 2019.10  
 2019-7 재보험 출재전략 연구 / 김석영·이규성 2019.11  
 2019-8 확정급여형 퇴직연금 수급권보호 방안 / 류건식·강성호·이상우 2019.11  
 2019-9 금융소비자 보호법의 도입과 정책과제 / 양승현·손민숙 2019.11  
 2019-10 2020년 보험산업 전망과 과제 / 동향분석실 2019.12  
 2019-11 노인장기요양서비스 현황과 보험회사의 역할 제고 방향 / 강성호·김혜란 2019.12  
 2019-12 보험회사의 이익조정에 관한 시사점 / 송인정 2019.12  
 2019-13 비대면채널 활용을 위한 규제 개선 방안 / 정원석·김석영·정인영 2019.12  
 2020-1 기업의 보험수요에 대한 연구 / 송윤아·한성원 2020.1  
 2020-2 원리금보장형 퇴직연금 요구자본 강화와 퇴직연금 관리 / 김세중·김혜란 2020.4  
 2020-3 의료배상책임의 현황과 과제: 보상체계 중심으로 / 정성희·황현아·홍민지 2020.6  
 2020-4 일본 생명보험설계사의 지위와 조직운영 / 정봉은·이창성 2020.8  
 2020-5 예금보험 및 정리제도 개선 방안 / 황인창·김해식·이승준·김동겸·안소영 2020.9  
 2020-6 보험영업 생태계 건전화를 위한 독립보험대리점 혁신 방안 / 정세창·김대환 2020.9

## ■ 연구보고서(구)

- 2008-1 보험회사의 리스크 중심 경영전략에 관한 연구 / 최영목·장동식·김동겸 2008.1  
 2008-2 한국 보험시장과 공정거래법 / 정호열 2008.6  
 2008-3 확정급여형 퇴직연금의 자산운용 / 류건식·이경희·김동겸 2008.3  
 2009-1 보험설계사의 특성분석과 고능률화 방안 / 안철경·권오경 2009.1  
 2009-2 자동차사고의 사회적 비용 최소화 방안 / 기승도 2009.2

- 2009-3 우리나라 가계부채 문제의 진단과 평가 / 유경원·이혜은 2009.3  
 2009-4 사적연금의 노후소득보장 기능제고 방안 / 류건식·이창우·김동겸 2009.3  
 2009-5 일반화선형모형(GLM)을 이용한 자동차보험 요율상대도 산출 방법 연구 /  
 기승도·김대환 2009.8  
 2009-6 주행거리에 연동한 자동차보험제도 연구 / 기승도·김대환·김혜란 2010.1  
 2010-1 우리나라 가계 금융자산 축적 부진의 원인과 시사점 / 유경원·이혜은 2010.4  
 2010-2 생명보험 상품별 해지율 추정 및 예측 모형 / 황진태·이경희 2010.5  
 2010-3 보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토 / 진 익·김동겸 2010.7

### ■ 정책보고서(구)

- 2008-2 환경오염리스크관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2008.3  
 2008-3 금융상품의 정의 및 분류에 관한 연구 / 유지호·최 원 2008.3  
 2008-4 2009년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면·이태열·신종협·황진태·유진아·  
 김세환·이정환·박정희·김세중·최이섭 2008.11  
 2009-1 현 금융위기 진단과 위기극복을 위한 정책제언 / 진 익·이민환·유경원·  
 최영목·최형선·최 원·이경아·이혜은 2009.2  
 2009-2 퇴직연금의 급여 지급 방식 다양화 방안 / 이경희 2009.3  
 2009-3 보험분쟁의 재판외적 해결 활성화 방안 / 오영수·김경환·이중욱 2009.3  
 2009-4 2010년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면·황진태·변혜원·이경희·이정환·  
 박정희·김세중·최이섭 2009.12  
 2009-5 금융상품판매전문회사의 도입이 보험회사에 미치는 영향 / 안철경·변혜원·  
 권오경 2010.1  
 2010-1 보험사기 영향요인과 방지방안 / 송윤아 2010.3  
 2010-2 2011년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면·김대환·이경희·이정환·최 원·  
 김세중·최이섭 2010.12  
 2011-1 금융소비자 보호 체계 개선 방안 / 오영수·안철경·변혜원·최영목·최형선·  
 김경환·이상우·박정희·김미화 2010.4  
 2011-2 일반공제사업 규제의 합리화 방안 / 오영수·김경환·박정희 2011.7  
 2011-3 퇴직연금 적립금의 연금전환 유도방안 / 이경희 2011.5  
 2011-4 저출산·고령화와 금융의 역할 / 윤성훈·류건식·오영수·조용운·진 익·유진아·  
 변혜원 2011.7  
 2011-5 소비자 보호를 위한 보험유통채널 개선 방안 / 안철경·이경희 2011.11  
 2011-6 2012년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈·황진태·이정환·최 원·김세중·  
 오병국 2011.12

- 2012-1 인적사고 보험금의 지급방식 다양화 방안 / 조재린·이기형·정인영 2012.8
- 2012-2 보험산업 진입 및 퇴출에 관한 연구 / 이기형·변혜원·정인영 2012.10
- 2012-3 금융위기 이후 보험규제 변화 및 시사점 / 임준환·유진아·이경아 2012.11
- 2012-4 소비자중심의 변액연금보험 개선 방안 연구: 공시 및 상품설계 개선을 중심으로 / 이기형·임준환·김해식·이경희·조영현·정인영 2012.12
- 2013-1 생명보험의 자살면책기간이 자살에 미치는 영향 / 이창우·윤상호 2013.1
- 2013-2 퇴직연금 지배구조체계 개선 방안 / 류건식·김대환·이상우 2013.1
- 2013-3 2013년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈·전용식·이정환·최 원·김세중·채원영 2013.2
- 2013-4 사회안전망 체제 개편과 보험산업 역할 / 진 익·오병국·이성은 2013.3
- 2013-5 보험지주회사 감독체계 개선 방안 연구 / 이승준·김해식·조재린 2013.5
- 2013-6 2014년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈·전용식·최 원·김세중·채원영 2013.12
- 2014-1 보험시장 경쟁정책 투명성 제고방안 / 이승준·강민규·이해랑 2014.3
- 2014-2 국내 보험회사 지급여력규제 평가 및 개선 방안 / 조재린·김해식·김석영 2014.3
- 2014-3 공·사 사회안전망의 효율적인 역할 제고 방안 / 이태열·강성호·김유미 2014.4
- 2014-4 2015년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈·김석영·김진익·최 원·채원영·이아름·이해랑 2014.11
- 2014-5 의료보장체계 합리화를 위한 공·사 건강보험 협력방안 / 조용운·김경환·김미화 2014.12
- 2015-1 보험회사 재무건전성 규제 - IFRS와 RBC 연계방안 / 김해식·조재린·이경아 2015.2
- 2015-2 2016년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈·김석영·김진익·최 원·채원영·이아름·이해랑 2015.11
- 2016-1 정년연장의 노후소득 개선 효과와 개인연금의 정책방향 / 강성호·정봉은·김유미 2016.2
- 2016-2 국민건강보험 보장률 인상 정책 평가: DSGE 접근법 / 임태준·이정택·김혜란 2016.11
- 2016-3 2017년도 보험산업 전망과 과제 / 동향분석실 2016.12

## ■ 경영보고서(구)

- 2009-1 기업후지보험 활성화 방안 연구 / 이기형·한상용 2009.3
- 2009-2 자산관리서비스 활성화 방안 / 진 익 2009.3
- 2009-3 탄소시장 및 녹색보험 활성화 방안 / 진 익·유시용·이경아 2009.3

- 2009-4 생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구 / 최영목·최 원 2009.6
- 2010-1 독립판매채널의 성장과 생명보험회사의 대응 / 안철경·권오경 2010.2
- 2010-2 보험회사의 윤리경영 운영실태 및 개선 방안 / 오영수·김경환 2010.2
- 2010-3 보험회사의 퇴직연금사업 운영전략 / 류건식·이창우·이상우 2010.3
- 2010-4(1) 보험환경변화에 따른 보험산업 성장방안 / 산업연구실·정책연구실·동향분석실 2010.6
- 2010-4(2) 종합금융서비스를 활용한 보험산업 성장방안 / 금융제도실·재무연구실 2010.6
- 2010-5 변액보험 보증리스크관리연구 / 권용재·장동식·서성민 2010.4
- 2010-6 RBC 내부모형 도입 방안 / 김해식·최영목·김소연·장동식·서성민 2010.10
- 2010-7 금융보증보험 가격결정모형 / 최영수 2010.7
- 2011-1 보험회사의 비대면채널 활용방안 / 안철경·변혜원·서성민 2011.1
- 2011-2 보증보험의 특성과 리스크 평가 / 최영목·김소연·김동겸 2011.2
- 2011-3 충성도를 고려한 자동차보험 마케팅전략 연구 / 기승도·황진태 2011.3
- 2011-4 보험회사의 상조서비스 기여방안 / 황진태·기승도·권오경 2011.5
- 2011-5 사기성클레임에 대한 최적조사방안 / 송윤아·정인영 2011.6
- 2011-6 민영의료보험의 보험리스크관리방안 / 조용운·황진태·김미화 2011.8
- 2011-7 보험회사의 개인형 퇴직연금 운영방안 / 류건식·김대환·이상우 2011.9
- 2011-8 퇴직연금시장의 환경변화에 따른 확정기여형 퇴직연금 운영방안 / 김대환·류건식·이상우 2011.10
- 2012-1 국내 생명보험회사의 기업공개 평가와 시사점 / 조영현·전용식·이혜은 2012.7
- 2012-2 보험산업 비전 2020 : @sure 4.0 / 진 익·김동겸·김혜란 2012.7
- 2012-3 현금흐름방식 보험료 산출의 시행과 과제 / 김해식·김석영·김세영·이혜은 2012.9
- 2012-4 보험회사의 장수리스크 발생원인과 관리방안 / 김대환·류건식·김동겸 2012.9
- 2012-5 은퇴가구의 경제형태 분석 / 유경원 2012.9
- 2012-6 보험회사의 날씨리스크 인수 활성화 방안: 지수형 날씨보험을 중심으로 / 조재린·황진태·권용재·채원영 2012.10
- 2013-1 자동차보험시장의 가격경쟁이 손해율에 미치는 영향과 시사점 / 전용식·채원영 2013.3
- 2013-2 중국 자동차보험 시장점유율 확대방안 연구 / 기승도·조용운·이소양 2013.5
- 2016-1 뉴 노멀 시대의 보험회사 경영전략 / 임준환·정봉은·황인창·이혜은·김혜란·

- 정승연 2016.4
- 2016-2 금융보증보험 잠재 시장 연구: 지방자치단체 자금조달 시장을 중심으로 / 최창희·황인창·이경아 2016.5
- 2016-3 퇴직연금시장 환경변화와 보험회사 대응방안 / 류건식·강성호·김동겸 2016.5

## ■ 조사보고서

- 2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문·김진익·지재원·박정희·김세중 2008.2
- 2008-2 노인장기요양보험 제도 도입에 대응한 장기간병보험 운영 방안 / 오영수 2008.3
- 2008-3 2008년 보험소비자 설문조사 / 안철경·기승도·이상우 2008.4
- 2008-4 주요국의 보험상품 판매권유 규제 / 이상우 2008.3
- 2009-1 2009년 보험소비자 설문조사 / 안철경·이상우·권오경 2009.3
- 2009-2 Solvency II의 리스크 평가모형 및 측정 방법 연구 / 장동식 2009.3
- 2009-3 이슬람 보험시장 진출방안 / 이진면·이정환·최이섭·정중영·최태영 2009.3
- 2009-4 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점 / 김해식 2009.3
- 2009-5 헤지펀드 운용전략 활용방안 / 진 익·김상수·김종훈·변귀영·유시용 2009.3
- 2009-6 복합금융 그룹의 리스크와 감독 / 이민환·전선애·최 원 2009.4
- 2009-7 보험산업 글로벌화를 위한 정책적 지원방안 / 서대교·오영수·김영진 2009.4
- 2009-8 구조화금융 관점에서 본 금융위기 분석 및 시사점 / 임준환·이민환·윤건용·최 원 2009.7
- 2009-9 보험리스크 측정 및 평가 방법에 관한 연구 / 조용운·김세환·김세중 2009.7
- 2009-10 생명보험계약의 효력상실·해약분석 / 류건식·장동식 2009.8
- 2010-1 과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망 / 신종협·최형선·최 원 2010.3
- 2010-2 금융산업의 영업행위 규제 개선 방안 / 서대교·김미화 2010.3
- 2010-3 주요국의 민영건강보험의 운영체제와 시사점 / 이창우·이상우 2010.4
- 2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원·박정희 2010.4
- 2010-5 산재보험의 운영체제에 대한 연구 / 송운아 2010.5
- 2010-6 보험산업 내 공정거래규제 조화방안 / 이승준·이종욱 2010.5
- 2010-7 보험종류별 진료수가 차등적용 개선 방안 / 조용운·서대교·김미화 2010.4
- 2010-8 보험회사의 금리위험 대응전략 / 진 익·김해식·유진아·김동겸 2011.1
- 2010-9 퇴직연금 규제체계 및 정책방향 / 류건식·이창우·이상우 2010.7
- 2011-1 생명보험설계사 활동실태 및 만족도 분석 / 안철경·황진태·서성민 2011.6

- 2011-2 2011년 보험소비자 설문조사 / 김대환·최 원 2011.5
- 2011-3 보험회사 녹색금융 참여방안 / 진 익·김해식·김혜란 2011.7
- 2011-4 의료시장 변화에 따른 민영실손의료보험의 대응 / 이창우·이기형 2011.8
- 2011-5 아세안 주요국의 보험시장 규제제도 연구 / 조용운·변혜원·이승준·김경환·오병국 2011.11
- 2012-1 2012년 보험소비자 설문조사 / 황진태·전용식·윤상호·기승도·이상우·최 원 2012.6
- 2012-2 일본의 퇴직연금제도 운영체계 특징과 시사점 / 이상우·오병국 2012.12
- 2012-3 솔벤시 II의 보고 및 공시 체계와 시사점 / 장동식·김경환 2012.12
- 2013-1 2013년 보험소비자 설문조사 / 전용식·황진태·변혜원·정원석·박선영·이상우·최 원 2013.8
- 2013-2 건강보험 진료비 전망 및 활용방안 / 조용운·황진태·조재린 2013.9
- 2013-3 소비자 신뢰 제고와 보험상품 정보공시 개선 방안 / 김해식·변혜원·황진태 2013.12
- 2013-4 보험회사의 사회적 책임 이행에 관한 연구 / 변혜원·조영현 2013.12
- 2014-1 주택연금 연계 간병보험제도 도입 방안 / 박선영·권오경 2014.3
- 2014-2 소득수준을 고려한 개인연금 세제 효율화방안: 보험료 납입단계의 세제방식 중심으로 / 정원석·강성호·이상우 2014.4
- 2014-3 보험규제에 관한 주요국의 법제연구: 모집채널, 행위 규제 등을 중심으로 / 한기정·최준규 2014.4
- 2014-4 보험산업 환경변화와 판매채널 전략 연구 / 황진태·박선영·권오경 2014.4
- 2014-5 거시경제 환경변화의 보험산업 파급효과 분석 / 전성주·전용식 2014.5
- 2014-6 국내경제의 일본식 장기부진 가능성 검토 / 전용식·윤성훈·채원영 2014.5
- 2014-7 건강생활관리서비스 사업모형 연구 / 조용운·오승연·김미화 2014.7
- 2014-8 보험개인정보 보호법제 개선 방안 / 김경환·강민규·이해량 2014.8
- 2014-9 2014년 보험소비자 설문조사 / 전용식·변혜원·정원석·박선영·오승연·이상우·최 원 2014.8
- 2014-10 보험회사 수익구조 진단 및 개선 방안 / 김석영·김세중·김혜란 2014.11
- 2014-11 국내 보험회사의 해외사업 평가와 제언 / 전용식·조영현·채원영 2014.12
- 2015-1 보험민원 해결 프로세스 선진화 방안 / 박선영·권오경 2015.1
- 2015-2 재무건전성 규제 강화와 생명보험회사의 자본관리 / 조영현·조재린·김혜란 2015.2
- 2015-3 국내 배상책임보험 시장 성장 저해 요인 분석 - 대인사고 손해배상액 산정 기준을 중심으로 - / 최창희·정인영 2015.3

- 2015-4 보험산업 신뢰도 제고 방안 / 이태열·황진태·이선주 2015.3
- 2015-5 2015년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2015.8
- 2015-6 인구 및 가구구조 변화가 보험 수요에 미치는 영향 / 오승연·김유미 2015.8
- 2016-1 경영환경 변화와 주요 해외 보험회사의 대응 전략 / 전용식·조영현 2016.2
- 2016-2 시스템리스크를 고려한 복합금융그룹 감독방안 / 이승준·민세진 2016.3
- 2016-3 저성장 시대 보험회사의 비용관리 / 김해식·김세중·김현경 2016.4
- 2016-4 자동차보험 해외사업 경영성과 분석과 시사점 / 전용식·송윤아·채원영  
2016.4
- 2016-5 금융·보험세제연구: 집합투자기구, 보험 그리고 연금세제를 중심으로 /  
정원석·임 준·김유미 2016.5
- 2016-6 가용자본 산출 방식에 따른국내 보험회사 지급여력 비교 / 조재린·황인창·  
이경아 2016.5
- 2016-7 해외 사례를 통해 본 중·소형 보험회사의 생존전략 / 이태열·김해식·김현경  
2016.5
- 2016-8 생명보험회사의 연금상품 다양화 방안: 종신소득 보장기능을 중심으로 /  
김세중·김혜란 2016.6
- 2016-9 2016년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2016.8
- 2016-10 자율주행자동차 보험제도 연구 / 이기형·김혜란 2016.9
- 2019-1 자동차보험 잔여시장제도 개선 방향 연구 / 기승도·홍민지 2019.5

## ■ 이슈보고서

- 2019-1 실손의료보험 현황과 개선 방안 / 정성희·문혜정 2019.10
- 2020-1 서울 지역별 아파트 가격 거품 가능성 검토 / 윤성훈 2020.1
- 2020-2 보험회사 자회사형 GA의 성과와 시사점 / 김동겸 2020.3
- 2020-3 미국 의료자문제도 현황 및 시사점 / 조용운·정성희·이아름 2020.6
- 2020-4 일본 생명보험회사의 해외진출과 시사점 / 이상우 2020.6
- 2020-5 보험산업의 일자리 창출 효과 / 강성호·정인영 2020.7
- 2020-6 잔존계약 거래와 시사점 / 김석영·이소양 2020.8
- 2020-7 온라인 보험마케팅의 모집 행위 판단기준 / 양승현 2020.9
- 2020-8 일본 생명보험회사 파산 사례 / 윤성훈 2020.9

## ■ 조사자료집

- 2014-1 보험시장 자유화에 따른 보험산업 환경변화 / 최 원·김세중 2014.6

- 2014-2 주요국 내부자본적정성 평가 및 관리 제도 연구 - Own Risk and Solvency Assessment - / 장동식·이정환 2014.8
- 2015-1 고령층 대상 보험시장 현황과 해외사례 / 강성호·정원석·김동겸 2015.1
- 2015-2 경증치매자 보호를 위한 보험사의 치매신탁 도입방안 / 정봉은·이선주 2015.2
- 2015-3 소비자 금융이해력 강화 방안: 보험 및 연금 / 변혜원·이해랑 2015.4
- 2015-4 글로벌 금융위기 이후 세계경제의 구조적 변화 / 박대근·박춘원·이항용 2015.5
- 2015-5 노후소득보장을 위한 주택연금 활성화 방안 / 전성주·박선영·김유미 2015.5
- 2015-6 고령화에 대응한 생애자산관리 서비스 활성화 방안 / 정원석·김미화 2015.5
- 2015-7 일반 손해보험 요율제도 개선 방안 연구 / 김석영·김혜란 2015.12
- 2018-1 변액연금 최저보증 및 사업비 부과 현황 조사 / 김세환 2018.2
- 2018-2 리콜 리스크관리와 보험의 역할 / 김세환 2018.12
- 2018-3 주요국 혼합형 퇴직연금제도 현황과 시사점 / 이상우 2018.12
- 2020-1 공제보험 현황 조사 / 최창희·홍민지 2020.4

## ■ 연차보고서

- 제 1 호 2008년 연차보고서 / 보험연구원 2009.4
- 제 2 호 2009년 연차보고서 / 보험연구원 2010.3
- 제 3 호 2010년 연차보고서 / 보험연구원 2011.3
- 제 4 호 2011년 연차보고서 / 보험연구원 2012.3
- 제 5 호 2012년 연차보고서 / 보험연구원 2013.3
- 제 6 호 2013년 연차보고서 / 보험연구원 2013.12
- 제 7 호 2014년 연차보고서 / 보험연구원 2014.12
- 제 8 호 2015년 연차보고서 / 보험연구원 2015.12
- 제 9 호 2016년 연차보고서 / 보험연구원 2017.1
- 제 10 호 2017년 연차보고서 / 보험연구원 2018.1
- 제 11호 2018년 연차보고서 / 보험연구원 2019.1
- 제 12호 2019년 연차보고서 / 보험연구원 2020.1

## ■ 영문발간물

- 제 7 호 Korean Insurance Industry 2008 / KIRI, 2008.9  
 제 8 호 Korean Insurance Industry 2009 / KIRI, 2009.9  
 제 9 호 Korean Insurance Industry 2010 / KIRI, 2010.8  
 제10호 Korean Insurance Industry 2011 / KIRI, 2011.10  
 제11호 Korean Insurance Industry 2012 / KIRI, 2012.11  
 제12호 Korean Insurance Industry 2013 / KIRI, 2013.12  
 제13호 Korean Insurance Industry 2014 / KIRI, 2014.8  
 제14호 Korean Insurance Industry 2015 / KIRI, 2015.8  
 제15호 Korean Insurance Industry 2016 / KIRI, 2016.8  
 제16호 Korean Insurance Industry 2017 / KIRI, 2017.8  
 제17호 Korean Insurance Industry 2018 / KIRI, 2018.8  
 제18호 Korean Insurance Industry 2019 / KIRI, 2019.8  
 제19호 Korean Insurance Industry 2020 / KIRI, 2020.8  
 제 7 호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2013 / KIRI, 2014.2  
 제 8 호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2013 / KIRI, 2014.5  
 제 9 호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2014 / KIRI, 2014.8  
 제10호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2014 / KIRI, 2014.10  
 제11호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2014 / KIRI, 2015.2  
 제12호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2014 / KIRI, 2015.4  
 제13호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2015 / KIRI, 2015.8  
 제14호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2015 / KIRI, 2015.11  
 제15호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2015 / KIRI, 2016.2  
 제16호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2015/ KIRI, 2016.6  
 제17호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2016/ KIRI, 2016.9  
 제18호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2016/ KIRI, 2016.12  
 제19호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2016/ KIRI, 2017.2  
 제20호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2016/ KIRI, 2017.5  
 제21호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2017/ KIRI, 2017.9  
 제22호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2017/ KIRI, 2017.11  
 제23호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2017/ KIRI, 2018.2  
 제24호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2017/ KIRI, 2018.5  
 제25호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2018/ KIRI, 2018.8  
 제26호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2018/ KIRI, 2018.12

- 제27호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2018/ KIRI, 2019.2  
 제28호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2018/ KIRI, 2019.4  
 제29호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2019/ KIRI, 2019.10  
 제30호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2019/ KIRI, 2019.12  
 제31호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2019/ KIRI, 2020.2  
 제32호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2019/ KIRI, 2020.5  
 제33호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2020/ KIRI, 2020.9

## ■ CEO Report

- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해를 관리 방안 / 기승도 2008.6  
 2008-2 보험산업 소액지급결제시스템 참여 관련 주요 이슈 / 이태열 2008.6  
 2008-3 FY2008 수입보험료 전망 / 동향분석실 2008.8  
 2008-4 퇴직급여보장법 개정안의 영향과 보험회사 대응과제 / 류건식·서성민 2008.12  
 2009-1 FY2009 보험산업 수정전망과 대응과제 / 동향분석실 2009.2  
 2009-2 퇴직연금 예금보험요율 적용의 타당성 검토 / 류건식·김동겸 2009.3  
 2009-3 퇴직연금 사업자 관련규제의 적정성 검토 / 류건식·이상우 2009.6  
 2009-4 퇴직연금 가입 및 인식실태 조사 / 류건식·이상우 2009.10  
 2010-1 복수사용자 퇴직연금제도의 도입 및 보험회사의 대응과제 / 김대환·이상우·김혜란 2010.4  
 2010-2 FY2010 수입보험료 전망 / 동향분석실 2010.6  
 2010-3 보험소비자 보호의 경영전략적 접근 / 오영수 2010.7  
 2010-4 장기손해보험 보험사기 방지를 위한 보험금 지급심사제도 개선 / 김대환·이기형 2010.9  
 2010-5 퇴직금 중간정산의 문제점과 개선과제 / 류건식·이상우 2010.9  
 2010-6 우리나라 신용카드시장의 특징 및 개선논의 / 최형선 2010.11  
 2011-1 G20 정상회의의 금융규제 논의 내용 및 보험산업에 대한 시사점 / 김동겸 2011.2  
 2011-2 영국의 공동계정 운영체계 / 최형선·김동겸 2011.3  
 2011-3 FY2011 수입보험료 전망 / 동향분석실 2011.7  
 2011-4 근퇴법 개정에 따른 퇴직연금 운영방안과 과제 / 김대환·류건식 2011.8  
 2012-1 FY2012 수입보험료 전망 / 동향분석실 2012.8  
 2012-2 건강생활서비스법 제정(안)에 대한 검토 / 조용운·이상우 2012.11  
 2012-3 보험연구원 명사초청 보험발전 간담회 토론 내용 / 윤성훈·전용식·전성주·채원영 2012.12

- 2012-4 새정부의 보험산업 정책(I): 정책공약집을 중심으로 / 이기형·정인영 2012.12
- 2013-1 새정부의 보험산업 정책(II): 국민건강보험 본인부담경감제 정책에 대한 평가 / 김대환·이상우 2013.1
- 2013-2 새정부의 보험산업 정책(III): 제18대 대통령직인수위원회 제안 국정과제를 중심으로 / 이승준 2013.3
- 2013-3 FY2013 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2013.7
- 2013-4 유럽 복합금융그룹의 보험사업 매각 원인과 시사점 / 전용식·윤성훈 2013.7
- 2014-1 2014년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2014.6
- 2014-2 인구구조 변화가 보험계약규모에 미치는 영향 분석 / 김석영·김세중 2014.6
- 2014-3 『보험 혁신 및 건전화 방안』의 주요 내용과 시사점 / 이태열·조재린·황진태·송윤아 2014.7
- 2014-4 아베노믹스 평가와 시사점 / 임준환·황인창·이혜은 2014.10
- 2015-1 연말정산 논란을 통해 본 소득세제 개선 방향 / 강성호·류건식·정원석 2015.2
- 2015-2 2015년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2015.6
- 2015-3 보험산업 경쟁력 제고 방안 및 이의 영향 / 김석영 2015.10
- 2016-1 금융규제 운영규정 제정 의미와 시사점 / 김석영 2016.1
- 2016-3 2016년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2016.7
- 2016-4 EU Solvency II 경과조치의 의미와 시사점 / 황인창·조재린 2016.7
- 2016-5 비급여 진료비 관련 최근 논의 동향과 시사점 / 정성희·이태열 2016.9
- 2017-1 보험부채 시가평가와 보험산업의 과제 / 김해식 2017.2
- 2017-2 2017년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2017.7
- 2017-3 1인 1 퇴직연금시대의 보험회사 IRP 전략 / 류건식·이태열 2017.7
- 2017-3 1인 1 퇴직연금시대의 보험회사 IRP 전략 / 류건식·이태열 2017.7
- 2018-1 2018년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2018.7
- 2018-2 북한 보험산업의 이해와 대응 / 안철경·정인영 2018.7
- 2019-1 기후변화 위험과 보험회사의 대응 방안 / 이승준 2019.4
- 2019-2 2019년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2019.7
- 2019-3 보험생태계 강화를 위한 과제 / 김동겸·정인영 2019.8
- 2019-4 저(무)해지 환급형 보험 현황 및 분석 / 김규동 2019.12
- 2020-1 코로나 19(Covid-19) 영향 및 보험산업 대응과제 / 김해식·조영현·김석영·노건엽·황인창·김동겸·손민숙 2020.4
- 2020-2 2020년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2020.6
- 2020-3 포스트 코로나 전망과 과제: 보험회사 CEO 설문조사 / 동향분석실 2020.7
- 2020-4 실손의료보험 청구간소화 방안 / 조용운 2020.8

- 2020-5 보험산업 진단과 과제 (I) - 재무건전성 / 김해식·노건엽·황인창 2020.9  
 2020-6 보험산업 진단과 과제 (II) - 사회안전망 / 정성희·송윤아·강성호·기승도·장윤미 2020.9  
 2020-7 보험산업 진단과 과제 (IV) - 보험분쟁과 법제 / 황현아·손민숙 2020.9  
 2020-8 보험산업 진단과 과제 (III) - 소비자 중심 경영 / 변혜원·김석영·손재희·정인영 2020.10

### ■ Insurance Business Report

---

- 26호 퇴직연금 중심의 근로자 노후소득보장 과제 / 류건식·김동겸 2008.2  
 27호 보험부채의 리스크마진 측정 및 적용 사례 / 이경희 2008.6  
 28호 일본 금융상품판매법의 주요내용과 보험산업에 대한 영향 / 이기형 2008.6  
 29호 보험회사의 노인장기요양 사업 진출 방안 / 오영수 2008.6  
 30호 교차모집제도의 활용의향 분석 / 안철경·권오경 2008.7  
 31호 퇴직연금 국제회계기준의 도입영향과 대응과제 / 류건식·김동겸 2008.7  
 32호 보험회사의 헤지펀드 활용방안 / 진 익 2008.7  
 33호 연금보험의 확대와 보험회사의 대응과제 / 이경희·서성민 2008.9

### ■ 간행물

---

- 보험동향 / 연 4회
- 해외 보험동향 / 연 4회
- 보험금융연구 / 연 4회

※ 2008년 이전 발간물은 보험연구원 홈페이지(<http://www.kiri.or.kr>)에서 확인하시기 바랍니다.

# 『 도서회원 가입안내 』

## 회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원
제공자료	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 기타보고서</li> <li>- 연속간행물                             <ul style="list-style-type: none"> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 해외 보험동향</li> <li>· KOREA INSURANCE INDUSTRY</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 기타보고서</li> <li>- 연속간행물                             <ul style="list-style-type: none"> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 해외 보험동향</li> <li>· KOREA INSURANCE INDUSTRY</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 기타보고서</li> <li>- 연속간행물                             <ul style="list-style-type: none"> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 해외 보험동향</li> <li>· KOREA INSURANCE INDUSTRY</li> </ul> </li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 영문연차보고서</li> </ul>	-	-

※ 특별회원 가입대상 : 도서관 및 독서진흥법에 의하여 설립된 공공도서관 및 대학도서관

## 가입문의

보험연구원 도서회원 담당

전화 : (02) 3775 - 9113 팩스 : (02) 3775 - 9102

## 회비납입방법

- 무통장입금 : 국민은행 (400401 - 01 - 125198)

예금주 : 보험연구원

## 가입절차

보험연구원 홈페이지(www.kiri.or.kr)에 접속 후 도서회원가입신청서를 작성·등록 후 회비입금을 하시면 확인 후 1년간 회원자격이 주어집니다.

## 자료구입처

서울 : 보험연구원 자료실 (02-3775-9113 / lsy@kiri.or.kr)



## 저 자 약 력

### 한 상 용

Washington State University 경영학 박사  
보험연구원 연구위원  
(E-mail : syhan@kiri.or.kr)

### 문 혜 정

연세대학교 경제학 석사  
보험연구원 연구원  
(E-mail : hjmun@kiri.or.kr)

연구보고서 2020-7

## 보험회사 경영자에 대한 보상체계 연구

---

발행일 2020년 10월

발행인 안 철 경

발행처 **보 험 연 구 원**

서울특별시 영등포구 국제금융로 6길 38

화재보험협회빌딩

대표전화 : (02) 3775-9000

조판및  
인 쇄 고려씨엔피

---

ISBN 979-11-89741-29-7 94320

979-11-85691-50-3 (세트)

정가 10,000원