

거버넌스 포커스 · Vol.28

# 경영진 보상과 주주 가치

성과 연계 보상의 역할

연세대학교 경영대학 이지윤 교수





## 들어가며



외부 기고문은 각 필자 개인의 의견으로서 삼일PwC의 공식적 견해와 다를 수 있으며, 기고자의 의견을 최대한 존중해 원문 그대로 게재함을 양지하시기 바랍니다.

테슬라(Tesla) CEO 일론 머스크(Elon Musk)의 천문학적 보수가 큰 주목을 받고 있다. 흥미로운 점은 머스크의 보상이 테슬라의 성공에 100% 연계되어 있다는 것이다. 2018년 테슬라 이사회는 10년에 걸친 성과 연계 보상안을 승인했는데, 이에 따르면 머스크는 어떠한 형태의 보장된 보상도 받지 않는다. 기본 급여나 단순히 시간이 지남에 따라 부여되는 주식이 없는 것이다. 대신 그의 보상은 전적으로 테슬라의 시가총액과 운영 목표 달성 여부와 연계되어 있다. 머스크가 이 보상안을 온전히 받기 위해서는 테슬라의 시가총액이 6,500억 달러까지 성장(약 6,000억 달러의 증가)해야 하며, 매출이나 수익성과 같은 핵심 재무지표 목표도 충족해야 한다. 그가 회사를 성공적으로 이끌지 못하면 아무런 보상을 받을 수 없다.<sup>1</sup>

경영진의 성과에 따라 보수를 지급하는 것은 오랜 기간 이어져 온 방식이다. 1979년, 리 아이아코카(Lee Iacocca)는 파산 위기에 처한 크라이슬러(Chrysler)의 CEO로 근무하며 기본 연봉으로 1 달러를 받기로 하는 계약을 체결했다. 하지만 1986년 아이아코카의 총 보수는 2,000만 달러를 넘어섰는데, 이 중 대부분은 주식 기반 보상으로 이루어져 있었다. 1983년 크라이슬러 이사회는 3년간 회사의 주가가 두 배로 상승할 경우 아이아코카에게 일정 수량의 크라이슬러 주식을 지급하기로 했는데, 주가가 크게 상승하면서 이 조건이 충족되었을 뿐만 아니라 아이아코카에게 부여했던 스톡옵션(stock option, 주식매수선택권)의 가치 역시 크게 상승했던 것이다.

2022년 기준으로 미국 시가총액 상위 250개 기업의 94%가 이러한 성과연동형 주식 보상을 활용하고 있으며<sup>2</sup> 우리나라에서 역시 성과와 연계된 주식 보상이 증가하는 추세를 보이고 있다.<sup>3</sup> 그 이유는 무엇일까? 본고에서는 주식 기반 보상, 또는 성과와 연동된 보상이 증가한 배경과 그 필요성을 살펴보고, 이러한 보상이 실제로 주주 가치를 제고하는 데 도움이 되는지 고찰한다. 그리고 이러한 보상체계를 효과적으로 운영하기 위해 필요한 요건에 대해 제언한다.

1 Tesla, (2018, January 23), Tesla announces new long-term performance award for Elon Musk.

2 Frederic W. Cook & Co. (2022), Executive compensation report: Trends in equity-based compensation, Retrieved from <https://www.fwcook.com>

3 한국자본시장연구원, (2022), 주식기준보상제도의 현황과 정책적 시사점.

## 주주 부(富)의 극대화와 대리인 문제



현대 기업의 소유권은 대체로 수많은 주주에게 분산되어 있으며, 주주들은 자신의 대리인으로 경영진을 고용한다. 그러나 계약이 체결된 후, 경영진은 주주의 이익보다 자신의 이익을 우선시할 가능성이 있다. 경영진이 개인적인 목적을 위해 기업 자원을 사용할 경우 그 이익은 경영진 개인이 누리지만, 이에 따른 가치 손실의 대부분은 주주들이 부담하기 때문이다. 특히 소액주주나 일반주주는 경영진을 효과적으로 감시할 자원이나 동기가 부족하다. 이로 인해 현대 기업에서는 기업가치 극대화를 목표로 하는 주주와 개인적 이익을 추구하는 경영진 간에 이해관계의 불일치, 소위 대리인 문제가 발생할 가능성이 있다.

대리인 문제의 예로는 경영진이 자신에게 과도한 보너스를 지급하거나 불필요한 출장 등으로 회사 자원을 낭비하는 경우가 있다. 이러한 대리인 비용은 주주 가치를 훼손하지만, 대기업에서는 이 비용이 기업 전체 가치에 비해 상대적으로 작은 편으로 알려져 있다. 대기업에서 더 심각한 대리인 비용은 비효율적인 경영 의사결정으로 인해 발생한다. 대표적인 예로 이익이 나지 않음에도 불구하고 회사 자원을 투자해 기업 규모를 확대하려는 경영진의 행위를 일컫는 엠파이어빌딩(empire building)을 들 수 있다. 이러한 행위의 이유로는 경영진이 대체로 작은 기업보다 큰 기업을 운영하는 것을 선호한다는 점이 꼽히는데, 그 배경에는 대기업 경영진이 소기업 경영진보다 높은 급여를 받을 뿐만 아니라 높은 명성과 인지도를 얻을 수 있다는 점이 작용한다.

최근에는 적극적인 의사결정을 회피하며 해야 할 일을 하지 않는 조용한 삶(quiet life)이 또 다른 대리인 문제의 예로 지적된다. 경영진이 노조와의 갈등을 피하기 위해 구조조정을 미루는 경우나, 위험이 수반되는 R&D 투자나 혁신적인 프로젝트를 회피하는 경우 등을 예로 들 수 있다. 이는 기업의 경영 효율성을 높이기 위해 반드시 필요한 조치임에도 불구하고 경영진이 본인의 임기 동안 위험을 감내해야 하거나 논란이 될 수 있는 의사결정을 회피하면서 기업의 장기적 경쟁력을 약화시키는 결과를 초래한다.

경영진과 주주 간 대리인 문제의 원인으로는 다음과 같은 것들이 있다. 첫째, 경영진의 낮은 소유지분이다. 앞서 언급했듯, 기업가치 손실의 대부분은 주주에게 전가되나 사적 이익 추구의 혜택은 온전히 경영진이 누린다. 만약 경영진에게 기본 연봉과 같이 미리 확정된 보상을 보장한다면 사적 유인을 추구할 가능성은 더욱 높아진다. 둘째, 경영진의 위험 회피 성향(risk aversion)이다. 경영진의 물적·인적 자산의 대부분이 자신이 몸담은 회사에 집중되어 있기 때문에 위험에 대해 보수적으로 행동할 가능성이 높다. 반면 주주들은 자산을 다양한 포트폴리오에 분산 투자할 수 있기 때문에 위험에 대해 비교적 중립적인 태도를 가진다. 셋째, 경영진의 단기적 시각(shortsightedness)이다. 경영진들의 시계(time horizon)가 남은 임기에 한정될 가능성이 높기 때문에 장기적으로 손실이 되더라도 단기적인 수익성을 높이거나 어려움을 회피할 수 있는 의사결정을 할 수 있다.<sup>4</sup>

경영진과 주주 간 대리인 문제를 완화하는데 가장 효과적인 메커니즘은 보상안을 통해 경영진과 주주의 유인을 일치시키는 것이다.<sup>5</sup> 대표적인 예로 경영진에게 고정된 보수 대신에 주식을 지급함으로써 주주와 동일한 입장에 서게 만드는 것을 들 수 있다. 경영진이 회사의 주식으로 보상받게 되면 기업가치가 상승할 때 그들의 부 역시 증가하게 되기 때문에 경영진이 주주와 동일하게 기업가치 극대화를 목표로 의사결정을 할 것이다. 따라서 첫 번째 대리인 문제의 원인이 약화된다. 하지만 보상을 주식으로만 제공하는 것에도 문제가 있다. 대부분의 물적·인적 자산이 특정 기업에 집중되어 있는 경영진에게 주식으로만 보상을 하면 기업 성과에 대한 위험을 훨씬 더 크게 부담하게 된다. 따라서 경영 의사결정을 할 때 위험을 과도하게 낮추려는 성향을 보일 수 있다.<sup>6</sup> 이는 두 번째 대리인 문제의 원인을 악화시킬 수 있다. 또한, 보수로 지급된 주식을 단기간 내에 처분할 수 있게 한다면 장기가치보다 단기적 주가 상승에 유리한 의사결정을 할 수 있다. 이는 세 번째 대리인 문제의 원인을 완화하지 못한다. 따라서 경영진이 적극적으로 업무에 임하고 합리적인 수준의 위험을 감수하며 장기적 관점을 가지도록 유도하는 보상안을 설계하고 효과적으로 운영하는 것이 중요하다.

4 Antia, Murad, Christos Pantzalis, and Jung Chul Park, "CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation," *Journal of corporate finance* 16, no. 3 (2010): 288–301.

5 대리인 문제를 완화하는 다른 메커니즘으로는 기업 지배구조 개선이나 적대적 인수합병의 위협 등이 있다.

6 May, Don O, "Do managerial motives influence firm risk reduction strategies?," *The journal of finance* 50, no. 4 (1995): 1291–1308.

## 성과 연계 보상



앞서 언급했듯 경영진이 주주와 동일한 입장에 서도록 하기 위해서는 미리 정해진 기본 연봉을 지급하는 것보다 주식을 제공하는 것이 효과적이다. 하지만 주식을 제공하는 방식에는 여러 가지가 있다. 또한, 주식 대신 현금을 제공하되 그 금액을 기업가치 등의 성과지표와 연계하는 방법도 비슷한 목적을 달성할 수 있다.

### 1 스톡그랜트(Stock Grant)

가장 기본적인 방법은 경영진에게 주식을 지급하는 것이다. 스톡그랜트는 기업이 경영진 및 임직원에게 주식을 무상으로 즉시 지급하는 보상 방식으로,<sup>7</sup> 지급 시점에 주식의 소유권이 바로 이전되며, 대체로 추가적인 조건 없이 곧바로 거래가 가능하다. 주로 단기적 성과 보상, 보상 경쟁력 강화를 통한 신임 경영진 유치, 또는 특별 보너스 형태로 활용되며, 대체로 지급 받은 즉시 해당 주식의 배당과 의결권을 소유하게 된다. 일정 기간(예: 재직기간 중 혹은 3년간) 양도를 제한하거나 회사에 의해 박탈될 수 있는 제한이 부여되는 경우도 있는데, 이를 제한주식(Restricted Stock Awards, RSA)이라고 한다. 이러한 제한은 경영진이 해당 기간 동안 기업 가치를 높이기 위한 유인을 강화하기 위해 부가된다.

7 RSU를 광의의 스톡그랜트에 포함되는 개념으로 설명하기도 하나, 본고에서는 RSU, PSU와 같이 조건이 부여된 경우를 따로 구분한다.



## 2 스톡옵션과 RSU(Restricted Stock Unit, 양도제한 조건부 주식)

주식을 즉시 지급하는 대신, 미래 시점에 지급하기로 약속하거나 주식을 구입할 수 있는 권리를 부여하는 방식도 있다. 대표적인 예는 스톡옵션과 RSU이다.

스톡옵션은 회사가 임직원이나 경영진에게 행사 가능 시점(Vesting Period) 이후 미리 정해진 가격(행사가격)으로 회사 주식을 매수할 수 있는 권리를 부여하는 보상 방식이다. 행사 가능 시점에 회사의 주가가 행사가격보다 높아지면 수혜자는 주식을 저렴하게 매수한 뒤 시장에서 매도해 차익을 얻을 수 있다. 그러나 주가가 행사가격보다 낮아질 경우 스톡옵션은 가치가 없어진다. 경영진이 옵션을 행사하여 주식을 매수하기 전까지는 주주로서의 권리는 갖지 않는다.

RSU는 일정 조건이 충족될 경우 지급되는 주식으로, 본고에서는 시간 기반(time-based) 조건을 충족할 때 성과 조건 없이 지급되는 주식으로 한정한다.<sup>8</sup> 예를 들어 일정 기간 근무 조건(예: 3년간 재직)을 충족하면 경영진에게 주식이 지급되는 것이다. RSU를 주식과 현금을 혼합하여 지급하도록 정하기도 한다. RSU를 부여받은 경우 실제로 주식을 지급받을 때까지 주주로서의 권리를 가지지 않는다.

스톡옵션과 RSU는 주주와 경영진의 이해를 일치시키는 데 도움이 된다. 주어진 기간 동안 주가가 상승해야 경영진의 보수도 증가하기 때문이다. 따라서 첫 번째 대리인 문제의 원인을 약화시켜, 경영진의 사익추구 유인을 줄인다. 또한 스톡옵션과 RSU는 경영진이 장기적인 관점에서 의사결정을 내리도록 유도한다는 공통점을 지니고 있다. 일정 기간 이후 주식 또는 주식을 구입할 수 있는 권리를 제공하므로 미래 시점의 주가가 보상의 가치를 결정하기 때문이다. 따라서 세 번째 대리인 문제의 원인을 완화시킬 수 있다.

8 일정 성과가 충족되어야 지급되는 주식을 RSU에 포함시키는 경우도 있으나 본고에서는 이를 PSU(Performance Share Units, 성과연동 주식)로 구분한다.

하지만 스톡옵션과 RSU 간에는 차이점도 존재한다. 스톡옵션은 특정 행사가격으로 주식을 매입할 수 있는 권리를 부여하므로 주가가 행사가격보다 낮으면 가치가 없지만, RSU는 시간 기반 조건만 충족되면 무상으로 주식이 지급된다는 점에서 경영진에게 보다 안정적인 보상을 제공한다. 한편 RSU는 성과와 무관하게 제공되므로 주가상승의 유인을 제공하는 효과는 스톡옵션에 비해 낮다.

위험추구 유인 제공 측면에도 차이가 존재한다. 일반적으로 스톡옵션은 경영진의 위험회피성향을 완화할 수 있는 반면 RSU는 이런 역할이 제한적이다. 다음의 예를 통해 살펴보자. 현재 주식의 주당 가격이 10만 원인 기업에서 10,000주의 RSU(3년 재직 요건)로 보상을 받는 경영진의 경우를 살펴보자. RSU의 현재가치는 10억 원이다. 3년 뒤 주가가 50% 상승하여 15만 원이 되면 RSU의 총 가치는 15억 원으로 증가한다. 반대로, 주가가 50% 하락하여 5만 원이 될 경우 RSU의 가치는 5억 원으로 감소한다. RSU는 주가의 상승과 하락에 따라 보상의 크기가 변동되지만, 주가가 하락하더라도 CEO는 일정 수준의 가치를 보장받는다.

이번에는 행사가가 10만 원인 41,311개의 스톡옵션으로 보상을 받는 경영진의 경우를 살펴보자. 일정 가정하에서 이 스톡옵션의 현재가치는 약 10억 원이다.<sup>9</sup> 3년 후 주가가 50% 상승해 15만 원이 될 경우, CEO는 옵션을 행사하여 주당 5만 원의 이익(15만 원-10만 원)을 얻을 수 있으므로 총 20억 6,555만 원(=5만 원×41,311주)의 수익을 얻게 된다. 반면, 주가가 하락하여 행사가격보다 낮아지거나 10만 원으로 유지되는 경우 스톡옵션의 가치는 0원이다. 이처럼 스톡옵션은 주가가 상승할 경우 그 가치가 크게 상승하는 반면, 주가가 행사가격 이하로 떨어질 경우 그 가치가 0이 되기 때문에 경영진은 주가 상승에 대한 강한 동기를 가지고 더 공격적이고 위험을 감수하는 의사결정을 할 가능성이 크다. 반면 RSU는 주가가 하락하더라도 일정 수준의 보상을 보장하기 때문에 경영진에게 안정성을 제공하며, 상대적으로 보수적인 의사결정을 유도할 가능성이 높다.

이처럼 RSU와 스톡옵션은 주가와 연계된 보상이라는 공통점을 가지고 있지만, 주가 상승의 유인이나 위험에 대한 경영진의 태도에 서로 다른 영향을 미친다. 이러한 차이를 고려할 때 RSU는 안정적인 성과를 중시하는 기업에 적합한 반면, 스톡옵션은 고위험·고성과를 목표로 하는 환경에서 효과적으로 활용될 수 있을 것으로 보인다.

9 변동성을 30%, 무위험 이자율을 3%, 만기를 3년으로 가정할 때 블랙-숄즈 모델을 통해 계산된 스톡옵션 1주의 가치는 약 24,207 원이다. 이를 바탕으로 10억 원의 가치를 제공하려면 약 41,311주의 스톡옵션이 필요하다.



## 스톡옵션에서 RSU로의 전환

미국에서 주식 기반 보상의 비중은 2000년대 초 약 50%에서 2018년에는 거의 70%로 점차 증가하였다. 흥미로운 현상은 스톡옵션의 감소와 RSU의 증가이다. 스톡옵션은 2001년에 경영진 보상의 약 50%를 차지하며 정점에 도달했지만, 2007년경부터 RSU의 가치가 스톡옵션의 가치를 초과하기 시작했다.

이처럼 지난 20년 동안 스톡옵션에 대한 관심이 줄어든 이유는 스톡옵션 보상이 의도치 않은 결과를 초래했기 때문으로 분석된다. 첫째, 경영진이 대량의 행사가 불가능한(underwater) 옵션을 보유하고 있을 경우, 이익 조작에 관여할 가능성이 높아진다. 반면, 경영진이 주식을 보유할 경우에는 이익 조작이 감소하는 것으로 나타났다.<sup>10</sup> 둘째, 경영진이 스톡옵션 부여 직전에 자발적인 정보 공개를 지연시키거나 부정적인 정보를 발표하여 주가를 낮추는 경향이 있음이 발견되었다. 이는 낮은 주가에서 낮은 행사가격으로 스톡옵션을 부여받아 향후 이익을 극대화하려는 의도로 해석된다.<sup>11</sup> 또한, 주가 하락 시 경영진에게 부여된 스톡옵션의 행사가격을 낮추는 재가격(repricing)을 통해 경영진 보상을 증가시키는 관행이 발견되었다.<sup>12</sup> 한 연구는 경영진에게 스톡옵션을 부여하기 직전에는 주가 수익률이 음수이며, 이후에는 양수로 변하는 비정상적인 주가 패턴을 보고했다.<sup>13</sup> 경영진이 미래의 시장 움직임을 정확히 예측할 수 있는 비범한 능력을 가지고 있지 않는 이상, 이러한 결과는 최소한 일부 옵션에서 백데이팅(backdating), 즉 기업이 옵션 부여 날짜를 실제 날짜가 아닌 주가가 낮았던 날짜로 소급 조정하여 경영진에게 더 큰 이익을 제공하는 관행이 있었음을 시사한다.<sup>14</sup> 마지막으로, 스톡옵션이 경영진으로 하여금 더 많은 위험을 감수하도록 유도하기 위한 목적을 지니고 있지만 그 위험이 항상 주주 가치를 증대시키는 방향으로 작동하지는 않는 것으로 밝혀졌다. 스톡옵션 보상은 경영진이 무모한 의사결정을 내리도록 유도할 수 있으며,<sup>15</sup> 이는 주주 가치를 훼손한다.

10 Zhang, X., Bartol, K. M., Smith, K. G., Pfarrer, M. D., & Khanin, D. M. (2008). CEOs on the edge: Earnings manipulation and stock-based incentive misalignment, *Academy of Management Journal*, 51(2), 241–258.

11 Aboody, D., & Kasznik, R. (2000). "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures," *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 73–100.

12 Brenner, M., Sundaram, R. K., & Yermack, D. (2000). "Altering the terms of executive stock options," *Journal of Financial Economics*, 57(1), 103–128.

13 Lie, E. (2005). On the timing of CEO stock option awards, *Management Science*, 51(5), 802–812.

14 Yermack, D. (1997). Good timing: CEO stock option awards and company news announcements, *Journal of Finance*, 52(2), 449–476. 본 연구 결과는 미국에서 스톡옵션 백데이팅 스캔들을 촉발하는 데 중요한 역할을 했다.

15 Sanders, W. M. G., & Hambrick, D. C. (2007). Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance, *Academy of Management Journal*, 50(5), 1055–1078.

### 3 PSU(Performance Share Units, 성과연동 주식)

앞서 언급했듯 미국에서 스톡옵션 부여 비중은 줄고 RSU는 늘고 있는데, 그 뒤 RSU 설계에서 가장 눈에 띄는 변화는 부여되는 주식(혹은 주식+현금)의 가득 조건 강화다. 미국 경영진 보상 전문 컨설팅 회사인 '프레더릭 쿡'이 발표한 2022년 보고서에 따르면, 미국 시가총액 상위 250개 기업 중 94%가 PSU를, 68%가 RSU를, 그리고 54%가 스톡옵션을 부여하는 것으로 나타났다. PSU, 즉 성과연동형 RSU가 대다수 기업에서 사용되는 것이다. PSU는 기업이 사전에 설정한 성과 목표를 달성했을 때만 지급되는 RSU이다. PSU의 성과 조건은 매출 성장, 주당 순이익(EPS), 총주주수익률(TSR), ESG 목표 등 다양한 지표를 포함할 수 있다. 지급 시점은 대개 3~5년의 성과 평가 기간이 종료된 후이며, 이 기간 동안 성과 조건이 충족되지 않으면 주식은 지급되지 않는다. 또한, 성과 수준에 따라 지급되는 주식 수량이 달라지도록 설계할 수 있어 경영진에게 효과적인 성과 동기를 부여한다. 시간 기반 조건을 충족하면 지급되는 RSU와 달리, PSU는 기업 성과와 보상을 긴밀히 연결함으로써 주주 가치 극대화를 유도한다.

대표적인 예로 애플의 CEO 팀 쿡의 보상안을 들 수 있다. 애플은 미리 설정한 비교군(S&P 500)과의 총주주수익률 비교를 통해 지급액을 결정한다. 아래의 표에서 볼 수 있듯 S&P 500에 속한 기업에 비해 상대적으로 총주주수익률이 높을수록 지급액이 커지는 구조다. 애플이 2021년에 부여한 PSU는 2022~2024년 성과를 측정해 확정하는데 2024년 10월 1일 애플의 상대적 총주주수익률 백분위가 S&P 500 기업 중 85% 이상이라면 최대 200% 수준에서 RSU를 지급하는 반면, 애플의 상대적 총주주수익률 백분위가 25% 미만이라면 RSU를 지급하지 않는다.

Relative TSR Percentile v. S&P 500 Companies	Performance-Based RSUs Vesting As a Percentage of Target
85th Percentile or above	200%
55th Percentile	100%
25th Percentile	25%
Below 25th	0%

출처: Notice of 2021 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement

2023년 네이버 대표이사가 주주에게 보낸 서한에 따르면, 당시 대표이사의 보수 중 장기 주식 보상은 전체 보수의 45% 이상을 차지하는 것을 목표로 설계되었으며, 최종 지급액은 코스피 200 기업 대비 네이버의 상대적 총주주수익률에 따라 정해진다. 애플과 네이버 모두 비교군 대비 상대적인 성과에 기반한 목표를 설정하였는데, 이렇게 성과연동 시 비교군을 활용하는 것은 경영진의 노력과 무관하게 시장 상황(예: Covid 19, Oil 가격 변동)으로 인해 성과가 크게 변할 수 있다는 점을 보완하기 위함으로 볼 수 있다.

#### 4 현금 보너스

성과 연계 보상으로 현금 보너스를 지급할 수도 있다. 현금 보너스는 미리 지정된 특정 성과 목표 달성 여부에 따라 현금으로 지급하는 보상이다. 이러한 보너스는 경영진에게 설정된 목표를 달성하기 위한 동기부여를 제공한다. 그러나 보너스는 단기적 시계 문제를 악화시킬 가능성이 있다. 당해 연도 연말의 재무성과에만 집중할 가능성이 크기 때문이다. 또한, 경영진은 가치가 있지만 위험이 따르는 프로젝트(예: R&D)에 자원을 투자했다가 실패할 가능성을 우려하여 위험을 회피하는 의사결정을 내릴 수 있다. 따라서 재무적 성과에 기반한 목표 설정보다는 기업의 전략적 목표에 기반한 보너스의 설계가 효과적일 것이다. 그 성과가 주가나 재무성과에 바로 반영되지 않을 수 있으나 장기적인 기업경영에 중요한 전략적 요인으로, 신제품 개발, 고객 만족도 개선, 환경 성과 개선 등이 그 예일 것이다.



## 보수구조의 설정과 투자기회



경영진의 보상안을 설계할 때 가장 중요한 요인은 기업이 보유한 투자 기회, 즉 성장 옵션(growth option)의 정도일 것이다. 성장 옵션이 크다는 것은 위험도가 높은 투자 기회를 많이 보유하고 있음을 의미하며, 이러한 기업은 흔히 성장 기업(growth firms)으로 불린다. 이들 기업은 R&D와 같이 위험도가 높지만 가치 또한 큰 투자 기회가 많은 것이 특징이므로 경영진이 적절한 수준의 위험을 감수하는 것이 주가 극대화를 위해 필수적이다. 이러한 경우 스톡옵션 보상이 적절할 수 있다. 스톡옵션은 경영진의 위험회피도를 줄여주는데, 그 이유는 경영진이 선택한 투자에서 성공을 거두면 주가가 크게 상승하여 스톡옵션 행사 시 상당한 보상을 받을 수 있는 반면 실패를 하더라도 잃는 것이 없기 때문이다. 주가, 신제품 개발, 혁신 등과 연동한 PSU나 보너스 역시 효과적일 수 있다. 한편, RSU와 같은 보상 체계는 상대적으로 경영진이 위험을 회피하도록 유도할 가능성이 있다. 그러나 보상 패키지가 스톡옵션이나 PSU, 보너스만으로 구성되는 것은 바람직하지 않다. 경영진이 무모해져 제대로 검토되지 않은 위험한 투자 결정을 내릴 수 있기 때문이다. 따라서 기본 연봉 등과의 적절한 혼합이 필요할 것이다.

반대로, 안정된 기술과 시장을 보유한 전통적인 산업의 기업들은 새로운 투자 기회가 많지 않고, 현금흐름의 변동성도 크지 않은 경향이 있다. 이러한 상황에서는 경영진의 의사결정이 주가에 미치는 영향이 상대적으로 작다. 따라서 스톡옵션 보상이 덜 효과적일 수 있다. 또한, PSU를 사용하는 경우에는 주가를 기준으로 하기보다 다른 성과 지표를 기반으로 목표를 설정하는 것이 더 바람직할 수 있다. 설령 주가가 크게 상승하여 스톡옵션이나 PSU가 높은 보상을 제공한다고 해도, 이는 경영진의 노력과 의사결정보다는 운이나 시장 상황에 의한 결과일 가능성이 크기 때문이다. 이러한 상황에서는 경영진이 장기적인 관점에서 가치 있는 프로젝트에 투자하도록 유도할 수 있는 RSU가 적합할 수 있다. 다만, 앞서 언급했듯이 경영진의 보상을 주식으로만 구성할 경우 위험을 분산할 수 없게 되므로 기본 연봉 등 다른 형태의 보수와 함께 사용하는 것이 적절할 것으로 보인다.

## 제언



### 1 과도한 보수의 문제와 이사회 독립성

주식 기반 보상이 급격하게 확산되던 시기에 Bebchuk and Fried(2006)는 이에 반대되는 견해를 담은 논문을 발표하였다.<sup>16</sup> 경영진들이 자신의 보수를 결정하는 이사회를 상당 부분 통제하고 있으며, 이로 인해 보수 결정 과정이 왜곡될 수 있다는 것이다. 특히 순응적인 이사회는 과도한 경영진 보수를 정당화하거나 위장하는 방법을 찾게 되는데, 주식 기반 보상은 이를 위한 가장 효과적인 수단으로 꼽힌다고 했다.

이와 관련하여, 최근 델라웨어 법원이 일론 머스크의 스톡옵션이 과하며 스톡옵션 부여 당시 이사회 독립성이 의심된다는 이유로 이를 무효화한 사건이 있었다.<sup>17</sup> 델라웨어 법원이 지적한 핵심 문제는 보상 패키지가 승인되는 과정에서 경영진과 밀접한 관계를 가진 이사들이 결정에 참여했으며, 이로 인해 객관성과 공정성이 결여되었다는 점이다. 테슬라는 이 판결에 불복하여 델라웨어 대법원에 항소할 계획을 밝혔다.

본 판결은 기업 지배구조에서 독립적 이사회 중요성을 재조명하는 계기가 되었다. 경영진의 행동을 감독하고 견제하는 역할을 수행해야 하는 이사회가 경영진으로부터 독립적이지 못할 경우, 경영진의 과도한 보상을 초래할 위험이 있는 것이다. 이를 방지하기 위해 이사회 독립성을 강화하는 것이 필수적이다. 또한, 보상위원회의 투명성 제고가 필요하며, 보상안 설계 시 외부 자문기관의 지원을 받을 수 있도록 하는 것도 도움이 될 것으로 보인다.

16 Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2006). "Pay Without Performance: Overview of the Issues," *Academy of Management Perspectives*, 20(1), 5-24.

17 Associated Press. (2024, December 20). Delaware judge reaffirms ruling that invalidated massive Tesla pay package for Elon Musk, AP News.

## 2 보상위원회(Compensation committee)

보상위원회는 기업 내에서 임원 및 주요 경영진의 보상정책을 결정하고 관리하는 기구이다. 하지만 국내 대기업 중 이사회 산하에 보상위원회를 마련한 기업의 비율은 아직 높지 않다. 국내 매출액 상위 500대 기업 중 유가증권시장에 상장된 287개 기업 가운데 보상위원회를 운영하는 곳은 125개로, 전체의 43.6%에 불과하다. 여전히 상당수의 기업이 체계적인 보상 정책 관리를 위한 별도의 기구를 두지 않고 있음을 시사한다.<sup>18</sup>

보상위원회는 경영진에게 적절한 유인을 제공함으로써 기업가치와 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있으므로 그 구성과 운영이 매우 중요하다. 앞서 설명했듯, 경영진의 동기부여를 극대화하기 위해 보수와 성과를 적절히 연동시키는 것이 관건이다. 하지만, 과도하게 성과와 연계된 보수구조는 경영진으로 하여금 단기적 성과에 치우치게 하거나 위험 회피적인 행동을 유발할 가능성이 있다. 따라서 이러한 부작용을 완화할 수 있도록 균형 잡힌 보수구조를 설계하는 것이 필수적이다. 이를 위해 보상위원회에는 보상체계를 깊이 이해하고 적절한 보수구조를 설계할 수 있는 독립적인 구성원이 포함되어야 한다.

기업의 특수성도 고려되어야 한다. 기업마다 주요 성과지표가 다를 수 있으므로 보수구조는 기업의 상황에 맞춰 구체적으로 설계될 필요가 있다. 또한, 대표이사와 각 부서 임원들의 보수체계는 각기 다른 기준과 원칙을 기반으로 설계되어야 할 것이다. 따라서 해당 기업의 특성을 잘 이해하는 구성원이 보상위원회에 참여하거나 자문 역할을 수행하는 것이 필요하다.

보상위원회는 경영진 보수의 규모 및 구조를 투명하게 공개해야 한다. 또한, 주주 및 이해관계자를 대상으로 한 보수 관련 질의응답에 보상위원회 구성원이 함께 대응하도록 함으로써 책임감을 부여할 수 있을 것이다. 이를 통해 보수체계 마련에 있어서 공정성을 유지하려는 노력이 자연스럽게 동반될 것으로 기대된다.

---

18 한겨레. (2024년 4월 5일). 매출 상위 500대 기업 중 보상위원회 설치율 43.6%. 한겨레신문.



### 3 주주 참여 강화

효과적인 보상 체계의 마련과 운영에 있어 주주의 역할을 강화할 수 있을 것이다. 주주들에게 경영진 보상에 대한 충분한 정보를 제공하고, 주주총회 등에서 이에 대한 의견을 표명할 기회를 부여하는 방안을 고려할 수 있다.

이와 관련하여 미국의 "Say on Pay" 또는 유사한 제도를 고려할 수 있다. Say on Pay는 주주들이 경영진 보상 정책에 대해 찬반 의견을 표명할 수 있는 권리를 부여하는 제도이다. 이는 주로 자문 투표(advisory vote) 형태로 이루어지며, 투표 결과는 법적 구속력은 없지만 이사회와 경영진에게 강력한 신호를 전달할 수 있다. 이를 통해 주주들은 경영진의 보상안이 부적절하다고 판단될 경우 이를 공개적으로 지적할 기회를 가지며, 이사회는 이를 반영하여 보상 체계를 개선해야 할 압박을 받게 된다. 따라서 보상 체계를 처음 설계할 때부터 주주의 입장을 고려할 것이며, 이는 보상 체계가 경영진의 자의적인 결정에 의해 왜곡되는 것을 방지하는 데 효과적일 것으로 기대된다.

### 4 투명성 있는 공시

앞서 언급된 보상위원회의 투명성 제고 및 주주 참여 강화를 위해서는 경영진 보상과 관련된 정보의 투명한 공시가 반드시 선행되어야 한다. 이는 주주가 경영진 보상이 합리적이고 적절하게 설계되었는지 평가할 수 있도록 하는 중요한 전제 조건이다.

경영진 보수로 얼마가 지불되었는지에 대한 단순한 총액 공시만으로는 충분하지 않다. 지급 내역을 세부 항목별로 명확히 구분하여 공시해야 하며, 여기에는 기본급, 보너스, 주식 기반 보상(스톡옵션, RSU, PSU 등), 그리고 기타 복리후생 혜택 등이 포함되어야 한다. 이러한 항목별 구분은 경영진 보상의 구성 요소를 보다 명확히 이해하고, 각 항목이 어떤 목적을 위해 설계되었는지 파악하는 데 필수적이다. 특히, 보상이 성과와 연계되어 있는 경우에는 해당 성과 기준에 대해 구체적으로 공시해야 한다. 예를 들어, 성과 연계 보상의 기준이 되는 성과 지표가 무엇인지, 해당 지표의 성과 임계치(threshold)는 무엇인지 명확히 공개할 필요가 있다.

만약 성과 지표가 기업의 영업비밀에 해당하여 구체적인 공개가 어려운 경우, 익명 처리나 대체 지표를 활용하더라도 이를 공시해야 한다. 이를 통해 주주들은 성과 기준의 존재 여부와 그 합리성을 간접적이거나 확인할 수 있을 것이다. 또한, 성과 기준과 관련하여 단순히 결과만을 공시하는 것이 아니라, 특정 기준이 선정된 이유와 해당 수치가 산정된 근거를 함께 제공하는 것이 바람직하다. 이러한 공시는 경영진 보상이 얼마나 객관적이고 공정한 방식으로 설계되었는지를 판단할 수 있는 기회를 제공하며, 기업 간 비교 가능성을 높일 것이다.

## 5 대주주의 주식기반 보수에 대한 비판<sup>19</sup>

우리나라 상법 제340조의2에 따르면, 스톡옵션은 회사의 설립, 경영 및 기술혁신 등에 기여하거나 기여할 수 있는 회사의 이사, 집행임원, 감사 또는 직원에게 부여할 수 있다. 그러나 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 10% 이상을 보유한 주주나 회사의 주요 경영사항에 사실상 영향력을 행사하는 자 등에게는 스톡옵션 부여가 제한된다. 이러한 규정은 대주주가 스톡옵션을 통해 지배권을 강화하거나 남용하는 것을 방지하여, 기존 주주의 권익을 보호하고 기업 지배구조의 공정성을 유지하기 위한 취지로 알려져 있다. 반면 RSU는 대주주에게도 부여가 가능하다.

최근 상속세 등의 영향으로 대주주의 주가 부양 유인이 낮다는 일각의 의견이 존재한다. 이런 대주주에게 주가 부양 유인을 제공하기 위해 RSU와 같은 주식 보상을 확대하는 것을 고려할 수 있다. 하지만 이들이 경제적 가치보다 통제권 행사에서 오는 가치에 우선순위를 둔다면, 주식으로 보수를 지급받더라도 여전히 주가를 높이려는 유인이 작을 수 있다. 특히 기간만 경과하면 주식을 부여하는 RSU의 경우 경영진이 주주의 부를 극대화하려는 유인을 강화시키기 어려울 수 있다. 이는 성과와 무관하게 지배력 강화로 이어질 수 있기 때문이다. 한편, 동일한 금액을 현금으로 보상하는 경우와 RSU로 보상하는 경우를 비교하면, RSU가 현금보다 주가 상승을 위한 유인을 더 강하게 제공할 가능성이 크며, 최소한 현금과 동등한 수준일 것이다. 따라서, 금액이 적절하게 설정된 경우 RSU의 부여를 단순히 지배력 강화를 위한 수단으로 간주하기는 어려울 것이다.

대주주에게 주가 상승의 유인을 제공하기 위해서는 성과에 따라 제공되는 RSU, 즉 PSU가 더 합리적일 것으로 보인다. 성과 지표로는 주가 연동이 합리적일 것으로 보인다. 재무성과의 경우 일시적인 조정이 가능하며 오랜 기간 본인 또는 가족이 기업에 종사한 경우 이런 것에 더 능통할 수 있다. 반면 주가는 장기간 조작이 어려우며, 주가가 올라야만 주식을 받을 수 있게 되면 지배력 강화가 우선순위이더라도 주가 제고의 유인이 생기기 때문이다. 이를 통해 경영진과 이사회가 주가 상승을 위해 노력하고 있다는 신호를 주주들에게 전달할 수 있을 것으로 기대된다.

19 본고에서는 법적 제약 사항 등은 논의 대상에서 제외한다. 특히, 스톡옵션, RSU, PSU, SARs 등의 부여를 위한 조건(예: 주주총회 특별결의나 이사회 결의 등)은 본고의 논의 범위에 포함하지 않는다. 회계 처리나 세법 관련 구체적인 사항도 논의 대상에서 제외한다.

또 다른 방법으로 SARs(주가차익보상권)을 고려할 수 있다. SARs은 부여할 때 가상의 주식 수와 기준 주가를 정해놓고 지급 시기가 도래하면 현재 주가와 기준 주가를 비교해 차액을 현금으로 지급하는 보상 체계이다. 만약 기준 주가가 10만 원이고 행사 시점의 주가가 15만 원이라면, 주당 5만 원의 보수를 받는다.<sup>20</sup> 따라서 SARs을 부여받은 경영진은 주가 상승을 위해 노력할 강력한 유인을 가지게 되지만, 직접적으로 주식을 소유하게 되는 것은 아니다.

스톡옵션은 정해진 행사 가격으로 회사 주식을 실제로 구매하는 권리이기 때문에 주식 구입 후 매도해서 이익을 실현해야 하는 반면, SARs은 주식을 직접 구매하지 않고 주가 상승분만 받는 구조이다. 또한 주식을 발행하지 않아 기존 주주의 지분이 희석되지 않는다는 장점이 있다. 반면 주가가 크게 상승할 경우 회사의 현금 유출 부담이 커질 수 있다. 우리나라 기업 중 경영진에게 SARs을 지급하는 대표적인 기업은 SK하이닉스다. SK하이닉스는 2022년에 등기임원뿐만 아니라 미등기임원에게도 SARs를 부여했다.<sup>21</sup>

## 6 보상 동종 그룹(Compensation Peers)

미국 기업들은 경영진 보상 설계 시 보상 동종 그룹을 널리 활용하고 있다. 보상 동종 그룹은 경영진의 보상 수준과 구조를 비교하고 벤치마킹하기 위해 선정된 기업들의 집합이다. 경영진 보수 책정에서 보상 동종 그룹을 사용함으로써 유사한 규모, 산업, 지역에 속한 경쟁 기업들의 보상 수준을 참고하여 합리적인 보수 수준을 설정하는 데 유용하다. 장점으로, 경영진 보수를 시장 경쟁력에 맞게 책정할 수 있어 우수한 경영 인재를 유치하는 데 도움이 된다는 것을 들 수 있다. 또한, 비교 가능한 기업의 데이터를 기반으로 보수를 책정하기 때문에 주주 및 이해관계자들에게 합리성을 제공하며, 공정성과 투명성을 강화하는 효과도 있다.

반면, 보상 동종 그룹 활용의 단점도 존재한다. 보상 동종 그룹이 부적절하게 높은 보수를 지급하는 기업들로 구성될 경우, 과도한 보수가 정당화될 위험이 있다. 이로 인해 경영진 보수가 전반적으로 상승하는 보수 상향 편향(pay inflation)이 발생할 수 있다.<sup>22</sup> 또한, 단순히 동종 그룹 평균에 맞추는 보상 정책은 해당 기업의 전략이나 경영 환경 등을 충분히 반영하지 못할 가능성이 있다. 따라서 보상 동종 그룹은 신중하게 구성되어야 하며, 이를 보완하기 위해 기업 고유의 성과와 전략적 목표를 반영한 보상 체계가 병행되어야 한다. 무엇보다 보상 동종 그룹의 보수를 척도로 사용하려면 보수 구조에 대한 충분한 정보가 필요하다. 우리나라 기업들의 보수 공시 현황을 고려할 때 보상 동종 그룹을 활용하는 것은 시기상조로 보인다.

20 이때 현금 대신 자기주식을 지급할 수도 있다.

21 SK하이닉스 2023년 사업보고서

22 Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., & Nguyen, T. L. (2009). Are All CEOs Above Average? An Empirical Analysis of Compensation Peer Groups and Pay Design, *The Review of Financial Studies*, 24(2), 399–442.

## 결론



본고에서는 성과 연계 보상 제도, 특히 주식 기반 보상 확산의 배경과 방법, 그리고 이를 효과적으로 활용할 수 있는 방안에 대해 살펴보았다. 이는 경영진에게 동기를 부여하고 대리인 문제를 완화시키는 데 유용한 수단이지만, 이사회와 독립성이 결여되거나 보수 정보의 투명성이 부족할 경우 과도한 보수와 같은 문제를 초래할 수 있다. 이런 문제를 줄이면서 경영진에게 적절한 유인을 제공할 수 있는 보상체계 설계와 관련 제도 마련이 중요한 시점이다.

먼저 **보상체계 설계**와 관련해서는 기업의 투자기회나 경영진의 특성(위험회피도, 재직기간, 대주주 여부)을 고려할 필요가 있다. 단순히 일정 기간이 지나면 주식을 지급하는 방식에서 벗어나, PSU나 SARs와 같은 성과 중심의 보상 방식을 검토할 수 있다. 이러한 접근은 경영진이 기업의 장기적 가치 창출에 집중하도록 유도함과 동시에, 이를 시장에 효과적으로 알릴 수 있을 것이다.

**제도 마련**과 관련하여, 보상 체계의 설계와 집행 과정에서 이사회와 독립성 강화와 보상위원회의 투명성 제고가 필요하다. 특히 전문성을 갖춘 구성원들로 보상위원회를 구성하는 것이 효과적일 것이다. 또한, 주주의 참여를 가능하게 하기 위해 Say on Pay와 같은 제도를 도입할 수 있을 것이다. 이러한 조치와 더불어 보상 관련 정보의 투명한 공시를 통해 주주와 이해관계자들이 경영진 보상 체계를 충분히 이해하고 평가할 수 있도록 해야 한다. 이러한 노력을 통해 공정하고 효과적인 경영진 보수 체계가 마련되어, 한국 기업의 밸류업과 글로벌 경쟁력 강화로 이어지기를 기대한다.

### 〈참고〉 보상위원회 관련 삼일PwC 거버넌스센터 자료



보상위원회 관련  
국내 법규 현황 및 동향  
삼일PwC 거버넌스센터



보상위원회  
운영 가이드  
삼일PwC 거버넌스센터



2024 이사회  
트렌드 리포트  
삼일PwC 거버넌스센터

## 삼일PwC 거버넌스센터

**장 온 균** Partner

on-gyun.chang@pwc.com

**하 미 혜** Managing Director

mihye.ha@pwc.com

**류 주 연** Senior-Manager

joo-yeon.ryu@pwc.com

**한 명 희** Manager

myunghee.han@pwc.com

**손 현 정** Senior-Associate

hyunjung.son@pwc.com

**이 솔 지** Senior-Associate

solji.lee@pwc.com

## 지배구조선진화연구회

**곽 수 근** 서울대학교 명예교수

**김 종 대** 인하대학교 명예교수

**조 명 현** 고려대학교 교수

**최 승 재** 법무법인 클라스한결 변호사

**김 의 형** PwC컨설팅 고문

**조 용 두** 삼일PwC 고문

**오 기 원** 삼일PwC 대표

**박 대 준** 삼일PwC 대표

**김 재 윤** 삼일PwC 부대표

**장 온 균** 삼일PwC 거버넌스센터 센터장

---

Contact



02-709-0709



kr\_sgc@pwc.com

sgc.samil.com

삼일회계법인의 간행물은 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 제작된 것으로, 구체적인 회계이슈나 세무이슈 등에 대한 삼일회계법인의 의견이 아님을 유념하여 주시기 바랍니다. 본 간행물의 정보를 이용하여 문제가 발생하는 경우 삼일회계법인은 어떠한 법적 책임도 지지 아니하며, 본 간행물의 정보와 관련하여 의사결정이 필요한 경우에는, 반드시 삼일회계법인 전문가의 자문 또는 조언을 받으시기 바랍니다.

S/N: 2503W-RP-030

© 2025 Samil PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.