

미국의 금융개혁과 기업지배구조: 임원보상 관련 논의를 중심으로

연구논단III

성태윤 | 연세대학교 경제학부 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 도드-프랭크 금융개혁법과 기업지배구조

2008년 글로벌 금융위기 이후 추진된 미국 금융개혁의 핵심은 2010년 발효된 ‘도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)’으로 요약될 수 있다. 물론 ‘도드-프랭크 금융개혁법’으로 지칭되는 이 법안은 2017년 미국 트럼프 대통령이 취임하면서 타당성을 재평가해야 한다고 밝힌 것처럼, 입장에 따라 논란이 있는 것도 사실이다. 또한 워낙 광범위하게 금융개혁을 추진하는 내용이고, 본 논단에서 주제로 삼는 기업지배구조 같은 특정 사안에 초점을 둔 개혁도 아니다(참고: [표 1: ‘도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법’의 구성]).

그럼에도 기업지배구조와 관련된 논란과 핵심적인 내용들이 포함되어 있어, 그 내용을 살펴보면 글로벌 금융위기를 통해 금융개혁 과정에서 당시 미국 사회와 정책당국이 기업지배구조에 대해 어떤 문제의식을 지니고 있었는지 파악할 수 있다. 또한 이러한 문제를 어떻게 해결하려고 노력했는지 당시의 정책 지향점도 살펴볼 수 있다.

일단 ‘도드-프랭크 금융개혁법’은 모두 16개 장으로 구성되는데, 그중에서 기업지배구조와 가장 관련이 높다고 볼 수 있는 부분은 [표 1]에서 음영으로 표시된 ‘투자자 보호와 증권규제 개선’에 대한 제9장이다: ‘Title IX - Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities’

‘도드-프랭크 금융개혁법’의 배경이 된 글로벌 금융위기 당시 상황은 ‘월스트리트를 점령하라(Occupy Wall Street)’라는 구호가 상징하듯이 대형금융기관에 대한 비판이 높았기에 대형 금융기관에 대한 감독을 강화하도록 금융감독체제를 개편하는 금융개혁이 추진된 것은 놀라운 일은 아니다. 그리고 이와 동시에 대형금융기관에 의해 피해를 볼 수 있는 금융소비자를 보호해야 한다는 관점 역시 금융개혁의 중요한 기조였다.¹⁾

그런데 금융상품의 특성상 금융상품을 보유한 경제주체는 금융 소비자로 간주할 수 있는 동시에 투자자로 간주할 수 있는 부분도 존재한다. 따라서 일반적인 소비자 보호라는 관점을 넘어서, 투자자를 어떻게 보호할지에 대한 측면 역시 금융개혁에 포함되는 것은 자연스러웠다. 그런데 금융 투자자 보호는 기업지배구조가 중요한 축이었기 때문에, 기업지배구조 관련 개혁이 반영되거나 포함되는 것도 불가피했다.

따라서 이러한 관점에서 살펴본 미국 금융개혁의 맥락은 본 논단에서 제시하는 바와 같이 기업지배구조와 관련된 변화를 통해 주주의 이해를 보다 적절히 반영할 수 있도록 추진된 것으로 보인다. 즉, 주주 통제의 수준을 높이고 사실상 주주자본주의를 강화하는 성격으로 나타나는 것이다. 특히 경영진을 포함해 다른 이해관계자가 주주의 권리를 침해하지 않도록 만드는 지배구조를 설계하는 방향이었던 것으로 평가할 수 있고, 이러한 측면이 전반적인 금융개혁의 일부로 포함된 것이다. 따라서 ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서는 기업지배구조 논의가 중요한 의제 가운데 하나로 등장하게 되는 것은 자연스러운 일이다.

[그림 1]은 이해관계자 자본주의 구조와 주주자본주의 구조를 간단히 나타내고 있다. [그림 1]에서 보이는 바와 같이, 주주가 기업의 의사결정에 핵심적인 영향을 미친다는 점은 기본적으로 두 구조 모두가 동일하다.²⁾ 그러나 이해관계자 자본주의와 주주 자본주의 논의에는 중요한 차이가 있는데, 그 핵심에는 주로 채권자와 근로자를 어떻게 고려할 것인가에 있다. 물론 주주자본주의 구조에서도 이러한 이해관계자들이 영향을 미치는 것은 사실이다.³⁾ 하지만 대개는 [그림 1]에서 점선으로 표현한 바와 같이, 다른

1) 성태윤·박기영·박단비(2012)은 미국의 경우 2008년 금융위기를 통해서 미국 중앙은행, 연방준비제도에 대해 특히 거시건전성 감독을 중심으로 금융감독자로서의 역할을 강화하는 한편 금융안정감시위원회(FSOC)와 같은 보다 포괄적이며 체계화된 금융감독시스템의 마련을 위해 노력했음을 지적하고 있다. 이와 동시에 또 하나의 개혁의 축으로 금융소비자보호국의 설립을 포함해 금융소비자를 보호한다는 관점에서의 접근 역시 중요했음을 지적하고 있다.

2) [그림 2]에서 표현된 바와 같이, 주주의 이해관계는 채권자의 이해관계와도 다르게 나타나고 기본적으로 잔여재산분배청구권자(residual claimants)라는 개념에 입각하여 다른 (채권자를 포함해) 이해관계자보다 의사결정에 최우선적으로 참여하도록 하는 논거를 갖고 있다.

이해관계자들이 참여하더라도 간접적인 영향력에 그친다. 즉, 제도적으로 명시화되거나 보편적으로 나타난다기보다는 사례에 따라 참여하거나 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다. 그러나 이해관계자 자본주의 구조에서는 물론 여전히 주주의 일반적인 권리에 미치지 못하는 못하지만, 다른 이해관계자(특히, 채권자나 근로자)가 보다 명시적인 구조로 참여한다고 볼 수 있다.

그런데 본 논단에서 살펴보는 바와 같이 ‘도드-프랭크 금융개혁법’을 통해서 본 기업 지배구조의 변화는 다른 이해관계자의 참여를 보다 명시적으로 허용하고 있는 것으로 판단되지는 않는다. 특히, 이해관계자 자본주의에서 중요한 참가자로 이해할 수 있는 채권자와 근로자에 대한 부분이 ‘도드-프랭크 금융개혁법’상의 기업지배구조 논의와 관련해 반영되었다고 보기는 어렵다.

‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 기업지배구조 관련 핵심으로 볼 수 있는 것은 제9장 ‘투자자 보호와 증권규제 개선’ 부분이다. 그런데 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 제9장 자체는 본 논단의 [표 2: 투자자 보호와 증권규제 개선]에 보이는 바와 같이, ‘투자자 보호 증대,’ ‘규제 집행 및 구제방안 증대,’ ‘신용평가기관 규제 개선,’ ‘자산유동화증권화 절차 개선,’ ‘책임성(Accountability) 및 임원 보상,’ ‘증권감독위원회(SEC) 관리 개선,’ ‘기업지배구조 강화,’ ‘지방증권(Municipal Securities),’ ‘상장회사사회계감독위원회(PCAOB), Portfolio Margining 등,’ 그리고 ‘증권감독위원회 Match Funding,’ 등 다양한 영역이 들어있다.

물론 제 9장의 이러한 세부 내용은 법률 여러 곳에서 간접적으로 기업지배구조 논의와 연결될 수는 있다. 그러나 ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 가장 핵심적이면서 금융기관에 국한되지 않고 보다 포괄적으로 주목할 수 있는 기업지배구조 관련 주제는 [표 2: 투자자 보호와 증권규제 개선]가 나타내고 있는 제 9장에서 음영으로 표시된 ‘책임성 및 임원 보상’ 관련 내용이다. 특히, [표 2]의 구성에서 볼 수 있듯이, 이 부분은 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 내에서 상당한 내용과 분량으로 할당된다.⁴⁾ 실제로 책임성과 임원 보상 문제는 주인-대리인 문제를 출발로 학계 내에서 다양한 이론·실증적인 분석이 진

3) Sung and Park (2014)는 이사회에 채권자가 존재하는 것이 시장경쟁상황과 거시경제 환경에 따라 다른 영향을 미칠 수 있음을 보이고 있다.

4) 제9장에는 본 논단에서 기업지배구조와 관련해서 초점을 두고 있는 ‘Subtitle E. 책임성 및 임원 보상’ 항목 이외에도 ‘Subtitle G. 기업지배구조의 강화’라는 부분이 있고, 여기에서는 ‘위임장 접근’ 및 ‘CEO 구조 공개’에 대한 부분을 다루고 있는데, 이 부분 역시 기업지배구조의 관점에서 파악할 수 있다.

행되어 온 기업지배구조 관련 주요 주제였다. 따라서 특히 이 부분을 이해하는 것은 미국 금융개혁에서 기업지배구조와 관련해 어떤 문제의식이 있었고 이를 어떻게 해결하려 노력했는지 파악하는 출발이 될 수 있다.

따라서 이러한 관점에서 본 논단은 ‘책임성 및 임원 보상’과 관련된 ‘도드-프랭크 금융개혁법’상의 논의에 초점을 두고 살펴본다. 특히, 구체적인 법리적인 내용에 대한 논의보다는 이의 배경이 된 임원보상 관련 경제적 논의와 관련된 논리를 소개하고, 이를 통해 당시 금융위기와 관련된 기업지배구조상의 문제의식을 파악하고 어떤 방향으로 미국에서 금융개혁이 진행되었으면 그 개혁의 핵심 초점이 무엇이었는지에 관심을 둔다.

II. 기업지배구조 논의의 핵심: 임원보상

‘도드-프랭크 금융개혁법’상의 기업지배구조 논의에서 중점적으로 다루어지고 있는 핵심은 임원 보상과 관련된 측면이다. 일반적으로 임원 보상과 관련된 논의는 크게 두 가지로 나누어 생각할 수 있다. 첫째는 임원 보상의 금액, 특히 금융기관의 임원 보상의 절대 금액 자체가 크다는 주장이다. 그리고 이러한 변화가 소득불평등에 크게 기여하고 있다는 주장이다. 이러한 논의는 글로벌 금융위기 이후 소득불평등 논의가 커지면서 광범위하게 제기되었다(참고: Alvaredo, Atkinson, Piketty, and Saez, 2013; Mankiw, 2013; Piketty and Saez, 2003).

일반적으로 소득불평등 자체가 기업지배구조의 특징과 연결된다고 볼 수 있는지에 대해서는 논란의 여지가 있지만, 이 논의가 실제로는 대중적으로 확산되었던 것도 사실이다. 결국 임원보수의 절대적인 금액의 증가가 소득불평등을 초래하고 있는데, 그 이유가 기업지배구조가 제대로 작동하지 못하기 때문이라는 맥락이다. 특히, 최상위 소득 계층이 대개 기업의 임원이라는 측면과 관련해서 임원 보상이 절대적으로 크고 이로 인해 소득분배가 집중적으로 불공평해지고 있다는 입장에서 보면, 절대적인 임원의 보수 금액 크기 자체를 하나의 문제로서 인식되는 경향이다.

이러한 관점에서, Fernandes, Ferreira, Matos, and Murphy (2013)는 다른 선진국에 비해 특히 미국에서 임원보상 액수 자체가 과대한 경향이 나타나는 문제가 심각하

다는 점을 제시하고, 이러한 부분이 미국의 기업지배구조가 가지는 특성과 연결될 수 있음을 지적하고 있다. 결국 기업지배구조가 임원 보상의 절대 액수에 영향을 미칠 수 있다는 주장과도 연결되는 맥락이다.

더욱 나아가, Bakija, Cole, and Heim(2010)의 연구를 통해 최상위 1% 또는 0.1%의 소득의 증가는 주로 비금융 분야의 기업 임원 또는 금융전문가들이 불균형적으로 많은 소득을 가져갔기 때문이라는 점을 지적한 자료를 토대로, Bivens and Mishel (2013)은 기업 임원 및 금융전문가들에 대한 보상을 최상위 1퍼센트 소득에서의 지대(rent)로 인식하기도 했다. 결국 이렇게 과대한 금액의 임원 보상이 이루어지는 이유는 이것이 사실상 지대이기 때문이라는 입장이다.

그런데 이러한 관점은 임원 보상을 지대로서 파악함으로써 과대한 보상 액수를 문제로 인식하는 것이기도 하고, 추가적으로는 성과와 연계되지 않은 보상체계에 대한 문제를 제기하는 논점으로도 파악할 수 있다. 한 예로, Bebchuk and Fried (2004)은 임원 보상이 성과와 괴리된 채 주로 지대추구의 결과로 얻어진다고 주장하고 있다. 결국 이러한 성과와 괴리된 지대추구가 결국 높은 보상액수로 이어졌다는 입장이다.

따라서 이러한 측면은 임원 보상과 관련된 두 번째 논의로 이어질 수 있다. 즉, 임원 보상의 금액 자체보다는 보상이 성과를 충분히 반영하는지가 실제 문제의 핵심에 있다는 인식이다. 한 예로, Mishel and Sabadish (2013) 연구에서는 주식시장이 하락하던 시기에도 임원보상은 증가했음을 보여 주고 있다. 즉, 주식시장에서 평가된 성과를 기준으로 보더라도, 주가가 하락하는 상황에서 임원보상이 전체적으로 증가했다면 이는 성과를 충분히 반영하지 못하는 보상체계를 의미한다는 것이다. 그리고 이러한 상황은 기업지배구조가 적절히 작동하지 못하고 있는 것으로 해석할 수 있다는 뜻이다.

그런데 실제로 임원 보상의 규모가 크다고 하더라도 기업의 성과와 임원의 생산성을 반영하고 있어서 합리화가 가능하다면, 그 자체가 문제라고 보기는 어렵다. 물론 전반적인 소득불평등에 따른 문제를 제기할 수는 있지만, 그 경우에도 성과를 반영한 소득 불평등까지 현실에서 관찰되는 불평등 논의의 핵심적인 문제라고 보기는 어렵기 때문이다(Mankiw, 2013). 이러한 관점에서 Mankiw (2013)은 이러한 종류의 불평등은 오히려 생산성 향상의 새로운 동력이 될 수도 있음을 지적하고 있다.

그러나 Murphy (1985)와 Jensen and Murphy (1990) 등에서 지적된 바와 같이, 현실에서 임원보상이 과연 성과를 실제로 충분히 반영하고 있는지에 대한 문제는 학계에서 꾸준히 제기되어 왔다(Bebchuk and Fried, 2003). 물론 Hall and Liebman (1998)의 연구와 같이 성과기반 보상이 실질적으로 증가했다는 연구도 있기는 하다. 그러나 여전히 그렇지 못하다는 측면을 보고하는 주장도 존재하고, 특히 기업지배구조가 성과기반 보상을 충분히 이끌어내지 못한다는 비난으로 인해 이를 개선하기 위한 변화가 금융개혁에 포함될 수 있는 가능성은 있어왔다.

결국 이러한 부분이 임원보상의 규모가 과다하다는 주장과 결합되면서 경제 전반에 대한 폭 넓은 문제의식으로 전환되었다(Bivens and Mishel, 2013). 따라서 이러한 맥락이 ‘도드-프랭크 금융개혁법’상 임원보수 규제에 대한 내용으로 포함된 것으로 이해할 수 있다.

Ⅲ. 임원보상 논의의 법제화⁵⁾⁶⁾

‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 임원보상과 관련된 기업지배구조에서 핵심 내용은 상장기업에 대한 ‘주주승인권(Say on Pay)’ 도입이다. 즉, 임원보수 규모와 내용을 주주총회 승인을 위한 안건으로 상정하도록 하고, 주주총회에서 주주들이 의견을 낼 수 있도록 한 점이다. 관련 내용은 다음과 같이 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 제951조에 제시되어 있다.

SEC. 951. 임원 보수 공개에 관한 주주 투표

[생략]

SEC. 14A. 임원 보수에 대한 주주 승인

5) ‘Ⅲ. 임원보상 논의를 통한 기업지배구조의 변화’에서 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 임원보상과 관련된 변화의 법리에 대한 구체적인 내용과 해석은 문상일(2010)과 Duane Morris LLP. (2018)에 기초하고 있다. 해당 법률의 문구는 ‘US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act’ 조항에 따르면 있다.

6) ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 다루고 있는 주주의 이사회보좌지명권(Proxy Access) 도입 관련 내용도 임원보상과 간접적으로 관련된다고 볼 수 있지만, 여기에서는 보다 직접적인 임원보상 문제로 집중해 의미를 살펴보기 위해 그 부분에 대한 논의는 제외한다.

(a) 개별적 의결 필요

(1) 일반

위원회의 의결권 대리행사의 권유 규정이 보수 공개를 요구하는 연례 혹은 기타 주주총회의 대리, 동의, 허가는 임원 보수를 최소 3년에 1회 이상 개별적 의결 투표로 승인하는 것을 포함해야하며 이는 미국연방규정집 title 17, section 229.402 혹은 그 뒤를 잇는 규정에 기한다.

(2) 투표의 빈도

위원회의 의결권 대리행사의 권유 규정이 보수 공개를 요구하는 연례 혹은 기타 주주총회의 대리, 동의, 허가는 6년에 1회 이상 (1)에서 제시된 임원 보수를 개별적 의결 투표를 통한 승인이 1, 2, 혹은 3년 주기로 진행되는지를 포함해야한다.

(3) 효력 발생일

[생략]

(b) 주주의 황금낙하산 보상 승인

(1) 공개

본 section이 입법되는 날로부터 6개월 이후에 진행되며, 합병, 매수, 통합, 매각, 모든 혹은 실질적으로 모든 발행자의 자산의 처분에 대해 주주의 승인이 요청되는 주주총회의 모든 대리, 동의 권유 자료 ((a)에 따른 위원회 규정에 대한 권유)에서, 대리행사를 결정한 주체는 대리, 동의 권유 자료에 명료하고 단순한 형태로 규정에 맞게 해당 주체가 발행자(발행자가 획득하는 발행자 (acquiring issuer)가 아니라면 획득하는 발행자)의 임원(named executive officers, NEO)과 합병, 매수, 통합, 매각, 모든 혹은 실질적으로 모든 발행자의 자산의 처분에 대한, 혹은 이와 관련된 보상(현재 보상, 이연보상, 성공보수), 그리고 해당 임원을 대신하여 지급될(혹은 그리될 수 있는 조건) 혹은 지급될 수 있는 모든 보상의 총합 에 대해 체결한 동의 혹은 양해를 공개하며 위원회는 이를 공표한다.

(2) 주주의 승인

(1)에서 요구된 공개사항을 포함한 대리, 동의 권유 자료와 관련된 모든 대리, 동의, 허가는, (a)에서 진행된 투표의 대상이 되지 않은 공개된 동의, 양해, 보상을 주주투표를 통해 승인하는 개별적 의결을 포함한다.

[이하 생략]

출처: US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 951조

그럼에도 불구하고 이에 대해 실질적으로 임원에 대한 보수를 정하는데 있어서 주주가 영향력을 행사할 수 있을지에 대한 의문이 제기될 수도 있다. 왜냐하면 주주승인권 이 존재하더라도 임원 보상과 관련된 논의에서 마치 관료가 성과와 괴리된 보상을 받는 것과 유사한 상황은 나타날 수 있기 때문이다. 그러나 Bizjak, Lemmon and Nguyen

(2011) 연구에서 지적된 바와 같이, 유사한 동료집단에서 성과와 괴리된 보상을 받을 수 있지만 보수에 대한 공시를 증가시킴으로써 동료집단에서 나타날 수 있는 편기(bias)를 줄일 수 있다는 주장도 있음을 고려한다면 의미 있는 변화로 볼 수 있다.

이러한 관점에서 또 하나의 변화인 보수공시 규제의 강화 역시 중요한 의미를 갖는다. 특히, 임원 보수와 기업의 업무성과 간의 연관성에 관한 사항을 공시하도록 하는 것은 ‘Ⅱ. 기업지배구조 논의의 핵심: 임원보상’에서 지적한 바와 같이, 임원보상을 기업의 업무성과와 연계하기 위해 노력한다는 관점과 이에 대한 정보를 투자자에게 제공하는 점을 함께 고려하고 있다고 볼 수 있다. 관련 내용은 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 제953조에 제시되어 있다.

SEC. 953. 임원 보수 공개

(a) 실적 대비 임금 공개

[생략]

“(i) 실적 대비 임금 공개

위원회는 규정에 의거하여 발행자가 연례 주주총회와 관련한 대리, 동의 권유 자료를 공개할 때, 미국연방규정집 title 17, section 229.402에 따라, 주식 가치의 변화와 발행자로부터의 배당금, 그리고 여타 분배금 등을 고려하여 실제 지급된 임원 보수와 발행자의 재무적 성과의 관계를 포함한 보상에 대한 명백한 설명 요구해야 한다. 이 항목에서 요구되는 공개는 공개되는 정보의 도식을 포함할 수 있다.”

(b) 추가적 공개 요건

(1) 일반

위원회는 발행자가 미국연방규정집 title 17, section 229.10에서 서술하는 발행자 서류에서 다음을 공개하도록 미국연방규정집 title 17, section 229.402을 수정한다.

- (A) CEO 혹은 그에 상응하는 직책을 제외한 발행자의 모든 직원의 연간 총 보수의 중간값
- (B) CEO 혹은 그에 상응하는 직책의 연간 총 보수
- (C) (A)와 (B)에서 서술한 총액의 비율

[이하 생략]

출처: US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 953조

특히, 제953조의 ‘(b) 추가적인 공시 필요사항’ 항목으로 CEO를 제외한 해당 기업 전체 직원의 연간 총보수의 중위값(median), CEO의 연간 총보수, 그리고 둘 사이의 비율을 공시하도록 함으로써, 임원보상과 성과와의 관계에 대한 측면뿐만 아니라, 보상

의 과다 문제에 대한 논의까지 가능하도록 하고 있는 점은 주목할 만하다. 금융개혁법에서는 임원보수를 성과와 연계하는 것을 핵심적으로 파악하고 있기는 하지만, 금액 문제도 완전히 배제된 것은 아님을 의미한다.

결국은 보수를 실제로 어떻게 결정하는지가 현실에서는 중요한 문제이기 때문에, 이 부분을 고려하기 위해 ‘도드-프랭크 금융개혁법’의 제 952조는 보수위원회의 독립성을 강화하는 부분을 다루고 있다. 특히, 이를 금융감독 측면과 연결시키는데, 보수위원회 소속 이사의 독립성을 확보할 수 있는 상장기준을 마련하도록 하고 독립성 요건을 만족하지 못하는 기업의 상장을 금지하는 내용의 규정을 미국 증권거래위원회(SEC)가 만들도록 하는 것이다. 특히, 보수위원회 소속 이사의 독립성 판단을 위한 기준과 관련해서, 여기에 보수위원회 이사의 독립성과 관련해 해당 기업이 제공한 컨설팅·자문 또는 다른 종류의 보상을 포함해 보상의 출처를 밝히도록 하고, 또한 해당 기업 및 자회사와의 관련성도 고려하도록 하고 있다. 즉, 임원 보수를 다루는 이사에 대해서는 독립성과 관련해 엄격한 기준을 마련한 것으로 볼 수 있다.

SEC. 952. 보상 위원회의 독립성

(a) 보상 위원회의 독립성

(1) 상장 기준

위원회는 규정에 의해 미국증권거래소(National Securities Exchanges)와 미국증권업협회(National Securities Associations)가 피지배회사, 유한합자회사, 파산절차 중인 회사, 1940년 투자회사법(Investment Company Act)에 의거하여 등록된 개방형 투자신탁 회사인 발행자, 혹은 주주에게 매년 정보를 공개하는 독립적인 보상 위원회가 없는 외국 개인 발행자를 제외한 본 항목을 준수하지 않는 발행자의 주식증권을 상장시키지 못하도록 지시한다.

(2) 보상 위원회의 독립성

(1)에서 서술된 위원회 규정은 발행자 이사회의 보상 위원회의 각 구성원이 다음과 같기를 규정한다.

(A) 발행자의 이사회의 구성원

(B) 독립적

(3) 독립성

(1)에서 서술한 위원회의 규정은 (2)에서 사용된 ‘독립성’을 정의하기 위해 미국증권거래소와 미국증권업협회가 다음과 같은 관련된 요소를 고려하는 것을 규정한다.

(A) 발행자가 상담, 자문, 혹은 기타 보상으로 이사회 구성원에게 지급하는 보상의 원천

(B) 이사회의 구성원이 발행자, 발행자의 자회사, 혹은 발행자의 자회사의 제휴업체와 연관되어있는지 여부

(4) 면제 권한

(1)에서 서술한 위원회의 규정은 발행자의 규모와 여타 연관 요소를 고려하여 미국증권거래소와 미국증권업협회가 (2)에서 요구하는 보상 위원회 구성원에 관한 특정 관계를 면책하도록 허가한다.

(b) 보상 자문위원의 독립성과 여타 보상 위원회 고문

(1) 일반

발행자의 보상 위원회는 (2)에서 확인한 요소에 의거하여 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문을 선택할 수 있다.

(2) 규정

위원회는 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문의 독립성에 영향을 주는 요소를 확인해야 한다. 이러한 요소는 자문의 모든 분야에 있어 경쟁 중립적이어야 하고 위원회가 각 분야의 고문의 서비스를 고용할 능력을 보호해야 하며 다음을 포함해야 한다.

- (A) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문을 고용한 사람은 발행자에게 여타 서비스를 제공함
- (B) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문을 고용한 사람이 발행자로부터 받는 금액은 각 고문을 고용한 사람의 총수입의 비율로 함
- (C) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문을 고용한 사람의 정책과 절차는 이해관계의 상충을 방지하도록 설계해야 함
- (D) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문과 보상 위원회 구성원과의 사업적 혹은 개인적 관계
- (E) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문이 보유한 발행자의 주식 여부

(c) 보상 자문위원과 관련한 보상 위원회의 권한

(1) 보상 자문위원을 고용할 권한

(A) 일반

발행자의 보상 위원회는 이사회의 위원회로서의 역량 안에서, 재량에 따라 보상 자문위원의 조언을 고용, 획득할 수 있다.

(B) 보상 위원회의 직접적 책임

발행자의 보상 위원회는 보상 자문위원의 업무일정, 보상, 감독에 대해 직접적인 책임을 진다.

(C) 법의 이해

이 문단은 다음과 같이 해석되어서는 안 된다.

- (i) 보상위원회가 보상 자문위원의 조언을 따르거나 추천에 일치하게 행동하도록 함
- (ii) 보상 위원회가 보상 위원회의 의무를 다하기 위해 자체적으로 판단할 능력이나 의무에 영향을 줌

(2) 공개

본 항목의 제정 후 1년 이후에 발생하는 연례 주주총회(혹은 이를 대신하는 특별 주주총회)를 위한 대리, 동의 권유 자료에서 각 발행자는 다음과 무관하게 위원회의 규정에 따라 대리, 동의 권유 자료를 공개해야 한다.

- (A) 발행자의 보상 위원회가 보상 자문위원을 고용했거나 조언을 구한 여부
- (B) 보상 자문위원의 일이 이해의 상충을 일으켰는지 여부, 또 만약 상충했다면 해당 갈등의 성격과 갈등의 해결 방법

(d) 독립적인 법적 고문과 여타 고문을 고용할 권한

(1) 일반

발행자의 보상 위원회는 이사회의 위원회로서의 역량 안에서, 재량에 따라 독립적 법적 고문이나 여타 고문의 조언을 고용, 획득할 수 있다.

(2) 보상 위원회의 직접적 책임

발행자의 보상 위원회는 독립적 법적 고문이나 여타 고문의 업무일정, 보상, 감독에 대해 직접적인 책임을 진다.

(3) 법의 이해

이 항목은 다음과 같이 해석되어서는 안 된다.

(A) 보상위원회가 독립적 법적 고문이나 여타 고문의 조언을 따르거나 추천에 일치하게 행동하도록 함

(B) 보상 위원회가 보상 위원회의 의무를 다하기 위해 자체적으로 판단할 능력이나 의무에 영향을 줌

(e) 보상 자문위원, 독립적 법적 고문, 여타 고문의 보수

각 발행자는 보상 위원회가 이사회의 위원회로서 역량에 따라 결정한 적절한 보상을 다음의 합리적 보상으로서 제공해야 한다.

(1) 보상 자문위원

(2) 독립적 법적 고문 혹은 보상 위원회의 여타 고문

(f) 위원회 규정

(1) 일반

본 항목의 제정 후 360 이내에 규정에 따라 미국증권거래소와 미국증권업협회가 본 항목을 준수하지 않는 발행자의 증권을 상장시키지 못하도록 지시한다.

[이하 생략]

출처: US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 952조

또한 ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서는 제954조를 통해 보수에 대한 환수규정도 마련 하도록 하고 있다. 임원보수와 성과를 연계한다 하더라도 회계적인 성과가 부정확하거나 경영진이 이를 의도적으로 조작했다면 이를 성과와 연결하는 것은 의미가 없거나, 오류·조작에 의한 성과 기록으로 과도한 보상을 수령하는 것처럼 오히려 부정적인 상황을 초래할 수도 있다. 또한 회계적인 정보가 아닌 자본시장에서의 성과평가와 임원보수를 연결한다고 하더라도, 자본시장에서의 성과평가 자체가 회계적인 정보에 영향을 받기 때문에 경영진에 의해 작성된 회계정보가 부정확하다면 역시 동일한 문제에 봉착하게 된다. 여기에는 이익을 조정하는 것부터 심지어 부정한 회계처리까지 해당될 수 있지만, 회계 및 기업정보를 재작성해야 되는 상황이라면 특히 그렇다(Bergstresser and Philippon, 2006; Efendi, Srivastava, and Swanson, 2007; Harris and

Bromiley, 2007; Cornett, Marcus, and Tehranian, 2008; Benmelech, Kandel, and Veronesi, 2010 등) 따라서 이러한 문제에 대한 대응으로, 이미 지급된 보수라 하더라도 부적절한 회계적인 정보에 의해 성과가 측정되고 이를 통해 지급된 것이라면, 이를 환수할 수 있는 규정을 포함해 임원보수와 관련된 기업지배구조 요소를 강화해야 한다는 요구는 높아 왔다(Xie, Davidson III, and DaDalt, 2003; Chan, Chen, Chen, and Yu, 2012).⁷⁾ 따라서 이러한 측면을 강화함으로써 임원보상에 대한 투자자(주주) 통제를 강화하기 위해 노력한 것으로 평가할 수 있다.

SEC. 954. 잘못 지급한 보수의 환수

SEC. 952에서와 같이 1934년 증권거래법 SEC. 10C뒤에 다음의 항목을 추가한다.

SEC. 10D 잘못 지급한 보수의 환수 정책

(a) 상장 기준

위원회는 규정에 의해 미국증권거래소(National Securities Exchanges)와 미국증권업협회(National Securities Associations)가 본 항목을 준수하지 않는 발행자의 증권을 상장시키지 못하도록 지시한다.

(b) 자금의 환수

(a)의 위원회 규정은 발행자가 다음과 같은 정책을 개발하여 시행하도록 한다.

- (1) 증권법에 의거하여 재무적 성과에 기반한 발행자의 인센티브 보상 정책을 공개한다.
- (2) 증권법의 재무제표 요건을 충족하지 못하여 발행자가 재무제표를 재작성해야 하는 경우, 재무제표를 재작성해야 하는 날로부터 3년 이내 과거에 발행자로부터 잘못된 데이터를 기반으로 전, 현직 임원이 받은 인센티브 보상에서 재무제표 재작성 결과 지급되었어야 하는 금액에 비해 초과 지급된 금액을 환수한다.

출처: US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 954조

7) 그러나 Chan, Chen, Chen, and Yu (2015)와 같이, 지급보수 환수 규정의 도입 이후에 연구 및 개발(R&D) 지출을 줄이는 것과 같은 부작용을 보고하는 연구도 존재하고, Erickson, Hanlon, and Maydew (2006)처럼 임원의 보상체계와 회계문제와의 관련성을 발견하기 어렵다는 연구도 존재한다.

IV. 임원에 대한 주주 통제 및 주주자본주의 기업지배구조의 강화

앞서 논의된 바와 같이, ‘도드-프랭크 금융개혁법’의 기업지배구조 개선 논의의 핵심에는 임원 보수 문제가 있다. 그리고 그 문제는 (1) 임원보수가 과다할 수 있다는 입장; (2) 임원보수가 성과와 연계되지 않을 수 있다는 측면, 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 그러나 주주의 입장에서는 임원보수가 성과와 충분히 연계된다면, 또는 생산성을 충분히 반영한다면, 보수가 많다는 자체가 반드시 문제되는 것은 아니다.⁸⁾

이러한 관점에서 [그림 3]은 임원보수와 기업성과와의 연계가 기업의 수익을 높일 수 있는 경우와 그렇지 않은 상황을 비교하고 있다. 만약 임원보수와 기업성과와의 연계를 통해 기업의 수익을 높일 수 있는 부분이 임원보수에 대한 부담보다 크다면 임원보수의 대소 자체는 큰 문제가 아닐 수 있다는 것이다.

이러한 관점에서 [그림 3]의 [패널 A]에서는 ‘임원보수와 기업수입의 연계수준이 기업수입과 정(+)의 관계’를 보이는 경우를 제시하고 있다. 예를 들어, 그림에서 θ_2 로 제시된 경우와 같이 임원보수와 기업수입의 연계수준이 높은 경우라면, 임원에게 높은 보수인 $C_2 - R_2 (> C_1 - R_1)$ 만큼을 지급한다 하더라도 주주수익은 R_2 로 연계 되어 그렇지 않은 경우인 R_1 보다 높은 주주수익을 확보하는 것으로 나타난다. 반면에, 그림에서 θ_1 으로 제시된 경우와 같이 임원보수와 기업수입의 연계수준이 낮다면, 임원에 대한 보수를 $C_1 - R_1$ 으로 $C_2 - R_2$ 보다 적게 지급한다 하더라도 주주수익은 R_1 으로 R_2 보다 낮게 연계 된다. 결국, 임원보수의 절대액수 자체보다는 임원보수와 기업수입의 연계수준이 주주수익의 핵심적인 결정요인이 될 수 있다는 뜻이다.

[그림 3]의 [패널 B]는 임원보수와 기업수입의 연계수준이 기업수입과 무관한 경우를 나타내고 있다. 따라서 이러한 경우에는 동일한 기업수입에 대해서 기업수입과 주주수익의 차이로 표시된 임원보수를 최소화하는지가 주주수익을 높이는 결정적인 요인이 된다. 그런데 기업수입이 고정되었다면, 정해진 기업수입에 대해 주주수익을 높이는 방법은 임원보수를 최소화하는 방법밖에는 없다. 따라서 임원이 다른 대안으로 일할 수 있는 외부노동시장이 존재한다면, 외부노동시장에서 결정된 임원에 대한 최소한의 대가만큼만 지불하는 것이 주주 입장에서는 최적이 된다.

8) 다만, ‘도드-프랭크 금융개혁법’의 제953조의 ‘(b) 추가적인 공시 필요사항’ 항목에서 보수의 과다문제도 다루고 있다고 평가할 수 있기 때문에, 임원 보수의 액수 문제가 금융개혁법에서 완전히 배제되었다고 볼 수는 없다.

근로자가 노동시장에 참여하도록 만들기 위해 지불해야 하는 최소한의 대가를 ‘유보 임금(reservation wage, 의증임금)’으로 표현한다. 본 논단에서는 주로 임원보수에 대해 논의하고 있으므로, 노동시장에서 임원이 최소한의 대가로 받을 수 있는 ‘임원의 유보보수(reservation executive compensation)’ 개념을 의미한다. 만약 전반적으로 다른 기업에서 임원으로 일함으로써 받을 수 있는 보상이 높은 경제라면 기업성과와 관계없이 높은 임원보상을 받을 수 있다. 특히 그러한 상황에서 임원으로 일할 수 있는 인력공급이 제한적이라면 일종의 지대가 발생한다고 볼 수 있다. 즉, 기업성과와 관련 없이도 높은 임원보상이 가능하고 따라서 높은 임원보상 자체가 주주의 이해관계와 상충하는 문제를 만들 수도 있다. 결국 이런 경우에 노동시장에서 임원인력의 공급이 원활히 이루어질 수 있도록 하는 중요하고, 그것이 문제 해결의 핵심이 된다. 따라서 그러한 경우에는 어떻게 하면 기업지배구조가 다양한 임원인력을 발굴해낼지가 중요한 과제로 등장하게 된다.

결국 이러한 관점을 종합해 보면, 미국의 금융개혁은 임원보수와 기업수입의 연계수준이 관계를 가질 수 있다고 보고 어떻게 하면 임원보수와 기업의 성과를 연계시킬 수 있는 효과적인 방안을 모색할지가 기업지배구조에서 임원보수와 관련된 논의의 핵심이라고 볼 수 있다. 그런데 ‘도드-프랭크 금융개혁법’의 구체적인 조항을 살펴보면, 이러한 문제를 해결하기 위한 접근방법으로 (1) 임원에 대한 주주 통제를 강화하고; (2) 주주자본주의적인 기업지배구조를 강화하는 것이 기본적인 방향이었다는 점에 주목할 필요가 있다.

[그림 4]에서는 이러한 구조 변화를 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 이전과 이후로 나누어 간략하게 평가하고 있다. [그림 4]의 상단부는 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 이전의 일반적인 주주자본주의 구조 하에서 나타나는 기업의 지배구조 관계를 표현하고 있다. 주주를 기업의 주인으로 정의하지만, 주인이라 하더라도 실제 기업에 영향을 미치는 방식은 이사회 결정과 임원선임을 통해 이루어지게 된다. 즉, 기업의 주인이라고 간주하는 주주가 의사결정에 영향을 미치는 경로는 현실에서는 직접적이라기보다는 보다 제한적이며 간접적이다. 대부분 그 경로는 이사회를 통해서 이루어지는데, 실제로 이사회가 주주의 이해관계를 반영하고 있는지가 문제로 제기될 수 있다. 그리고 이러한 구조가 주인-대리인 문제의 근본적인 출발점이기도 하다. 따라서 주주-대리인 문제를 해결하기 위한 다양한 논의가 이사회를 중심으로 한 기업지배구조 관점에서 이루어지고 있는 것이다.⁹⁾

물론 글로벌 금융위기 이후의 사회적 분위기는 오히려 이러한 주주자본주의 구조 자체에 대해 문제를 제기하는 측면이 있었던 것도 사실이다. 특히 임원보상 문제와 연관된 소득불평등 논의는 특히 이러한 관점을 제공했다. 따라서 주주자본주의 자체에 대한 비판적인 입장으로 나타나기도 했다. 하지만 [그림 4]의 하단부는 ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 이루어진 변화를 요약해서 보여주고 있다. 구체적인 내용은 제3장에서 이미 논의되어 있지만, 이를 축약하면 기본적으로는 ‘주주 참여 확대’와 ‘보수 규제 강화’의 두 가지 축으로 상징된다고 볼 수 있다. 따라서 실제로는 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 이후의 기업지배구조 논의는 주주 통제와 주주자본주의 강화라는 입장에 입각해서 해석할 수 있다.

9) 물론 이러한 논의가 이사회구조와 관련된 논의로 국한되는 것은 아니다. 기업의 경영권시장 관련 논의, 주주행동주의를 비롯해 다양한 관점이 존재할 수 있지만, 이사회와 관련된 논의가 기업지배구조 상에서 중점적으로 이루어진 것도 사실이다.

〈참고문헌〉

- 문상일, 2010. “도드-프랭크법상 보수규제법리와 우리 법에의 시사점” *경제법연구*, 제 9권 2호, pp. 185-209.
- 성태윤·박기영·박단비, 2012. “글로벌 금융위기 이후 영미 금융 감독체제의 변화” *한국 경제의 분석*, 제 18권 1호, pp. 1-39.
- Alvaredo, Facundo, Anthony B. Atkinson, Thomas Piketty, and Emmanuel Saez, 2013. ‘The Top 1 Percent in International and Historical Perspective’ *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, no. 3, pp. 3-20.
- Bakija, Jon, Adam Cole, and Bradley T. Heim, 2012. ‘Jobs and Income Growth of Top Earners and the Causes of Changing Income Inequality: Evidence from U.S. Tax Return Data’ working paper.
- Bebchuk, Lucian and Jesse Fried, 2003. ‘Executive Compensation as an Agency Problem,’ *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 3, pp. 71-92.
- Bebchuk, Lucian and Jesse Fried, 2010. ‘How to Tie Equity Compensation to Long-term Results,’ *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22, no. 1, pp. 99-106.
- Benmelech, Efraim, Eugene Kandel, and Pietro Veronesi, ‘Stock-based Compensation and CEO (Dis)Incentives,’ *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, no. 4, pp. 1769-1820.
- Bergstresser, Daniel and Thomas Philippon, 2006. ‘CEO Incentives and Earnings Management,’ *Journal of Financial Economics*, vol. 80, no. 3, pp. 511-529.
- Bivens, Josh and Lawrence Mishel, 2013. ‘The Pay of Corporate Executives and Financial Professionals as Evidence of Rents in Top 1 Percent Incomes’ *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, no. 3, pp. 57-78.
- Bizjak, John, Michael Lemmon and Thanh Nguyen, 2011. ‘Are All CEOs above Average? An Empirical Analysis of Compensation Peer Groups and Pay Design,’ *Journal of Financial Economics*, vol. 100, no. 3, pp. 538-555.

- Chan, Lilian H., Kevin C.W. Chen, Tai-Yuan Chen, and Yangxin Yu, 2012, 'The Effects of Firm-initiated Clawback Provisions on Earnings Quality and Auditor Behavior,' *Journal of Accounting and Economics*, vol. 54, no. 2-3, pp. 180-196.
- Chan, Lilian H., Kevin C.W. Chen, Tai-Yuan Chen, and Yangxin Yu, 2015. 'Substitution between Real and Accruals-Based Earnings Management after Voluntary Adoption of Compensation Clawback Provisions,' *The Accounting Review*, vol. 90, no. 1, pp. 147-174.
- Cornett, Marcia Millon, Alan J. Marcus, and Hassan Tehranian, 2008. 'Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management,' *Journal of Financial Economics*, vol. 87, no. 2, pp. 357-373.
- Duane and Morris LLP., 2018. 'U.S. Financial Reform: Corporate Governance and Executive Compensation Provisions for Public Companies' website. https://www.duanemorris.com/alerts/corporate_governance_executive_compensation_provisions_3767.html Accessed on February 08, 2018.
- Efendi, Jap, Anup Srivastava, and Edward Swanson, 2007. 'Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors' *Journal of Financial Economics*, vol. 85, no. 3, pp. 667-708.
- Erickson, Merle, Michelle Hanlon, and Edward L. Maydew, 2006. 'Is There a Link between Executive Equity Incentives and Accounting Fraud?' *Journal of Accounting Research*, vol. 44, no. 1, pp. 113-143.
- Fernandes, Nuno, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos, and Kevin J. Murphy, 2013. 'Are US CEOs Paid More? New International Evidence' *Review of Financial Studies*, vol. 26, no. 2, pp. 323-367.
- Hall, Brian J. and Jeffrey B. Liebman, 1998. 'Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?' *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, no. 3, pp. 653-691.
- Harris, Jared and Philip Bromiley, 2007. 'Incentives to Cheat: The Influence

- of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation,' *Organization Science*, vol. 18, no. 3, pp. 350-367.
- Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy, 1990. 'Performance Pay and Top-Management Incentives,' *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 2, pp. 225-264.
- Mankiw, N. Gregory, 2013. 'Defending the One Percent' *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, no. 3, pp. 21-34.
- Mishel, Lawrence and Natalie Sabadish, 2012. 'CEO Pay and the Top 1%: How Executive Compensation and Financial-Sector Pay Have Fueled Income Inequality,' Economic Policy Institute Issue Brief 331.
- Murphy, Kevin, 1985. 'Corporate Performance and Managerial Renumeration: An Empirical Analysis,' *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, no 1-3, pp. 11-42.
- Piketty, Thomas and Emmanuel Saez, 2003. 'Income Inequality in the United States 1913-1998' *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, no. 1, pp. 1-41.
- Sung, Taeyoon and Danbee Park, 2014. 'Bankers on the Board, Market Competition, and Conflicts of Interest' *Global Economic Review*, vol. 43, no. 2, pp. 184-206.
- Tirole, Jean, 2006. *Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.
- US Public Law 111-203, 2010, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.
- Xie, Biao, Wallace N. Davidson III, and Peter J. DaDalt, 'Earnings Management and Corporate Governance: the Role of the Board and the Audit Committee,' *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, no. 3, pp. 295-316.

[표 1] '도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법'의 구성

TITLE I	제 1장: 금융 안정성 (Financial Stability)
TITLE II	제 2장: 질서 있는 청산 권한 (Orderly Liquidation Authority)
TITLE III	제 3장: 통화 감사원장, 법인 및 이사회로의 권한 이전 (Transfer of Powers to the Comptroller of the Currency, the Corporation, and the Board of Governors)
TITLE IV	제 4장: 헤지펀드 자문업자 규제 (Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others)
TITLE V	제 5장: 보험 (Insurance)
TITLE VI	제 6장: 은행 및 저축조합 지주회사와 예금금융기관에 대한 규제 개선 (Improvements to Regulation of Bank and Savings Association Holding Companies and Depository Institutions)
TITLE VII	제 7장: 월스트리트 투명성과 책임성 (Wall Street Transparency and Accountability)
TITLE VIII	제 8장: 지급, 청산 및 결제의 감독 (Payment, Clearing, and Settlement Supervision)
TITLE IX	제 9장: 투자자 보호 및 증권 규제 개선 (Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities)
TITLE X	제 10장: 소비자금융보호국 (Bureau of Consumer Financial Protection)
TITLE XI	제 11장: 연방준비제도 (Federal Reserve System Provisions)
TITLE XII	제 12장: 주요 금융기관에 대한 접근성 개선 (Improving Access to Mainstream Financial Institutions)
TITLE XIII	제 13장: 공적 자금 회수 법률 (Pay it Back Act)
TITLE XIV	제 14장: 주택담보대출 개혁 및 악탈적 대출 금지 법률 (Mortgage Reform and Anti-predatory Lending Act)
TITLE XV	제 15장: 기타 사항 (Miscellaneous Provisions)
TITLE XVI	제 16장: 내국세법(Internal Revenue Code of 1986) 제1256조 계약 (Section 1256 Contracts)

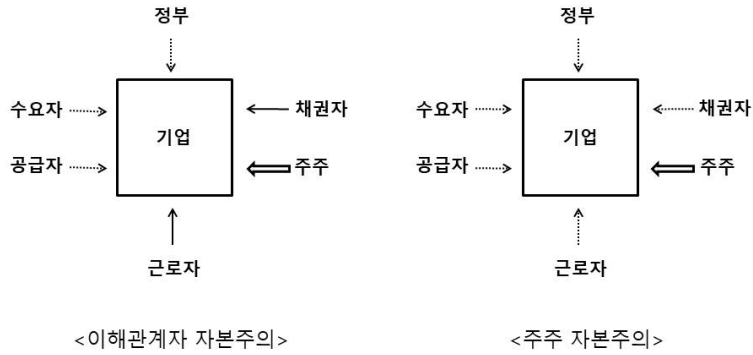
출처: US Public Law 111-203, 2010, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

[표 2] 투자자 보호 및 증권규제 개선: ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 제9장

TITLE IX	INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES
Subtitle A	Increasing Investor Protection
Subtitle B	Increasing Regulatory Enforcement and Remedies
Subtitle C	Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies
Subtitle D	Improvements to the Asset-Backed Securitization Process
Subtitle E	Accountability and Executive Compensation
Sec. 951.	Shareholder vote on executive compensation disclosures
Sec. 952.	Compensation committee independence
Sec. 953.	Executive compensation disclosures
Sec. 954.	Recovery of erroneously awarded compensation
Sec. 955.	Disclosure regarding employee and director hedging
Sec. 956.	Enhanced compensation structure reporting
Sec. 957.	Voting by brokers
Subtitle F	Improvements to the Management of the Securities and Exchange Commission
Subtitle G	Strengthening Corporate Governance
Sec. 971.	Proxy access
Sec. 972.	Disclosures regarding chairman and CEO structures
Subtitle H	Municipal Securities
Subtitle I	Public Company Accounting Oversight Board, Portfolio Margining, and Other Matters
Subtitle J	Securities and Exchange Commission Match Funding

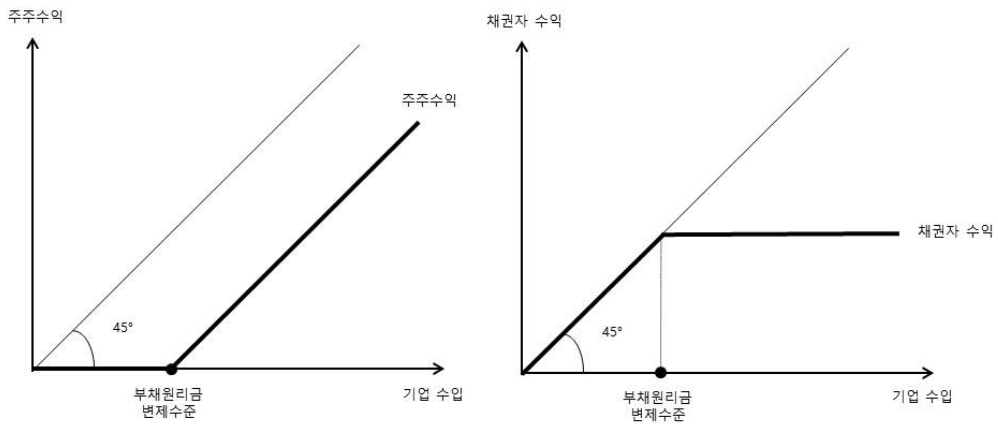
출처: US Public Law 111-203, 2010, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

[그림 1] 이해관계자 자본주의 및 주주 자본주의



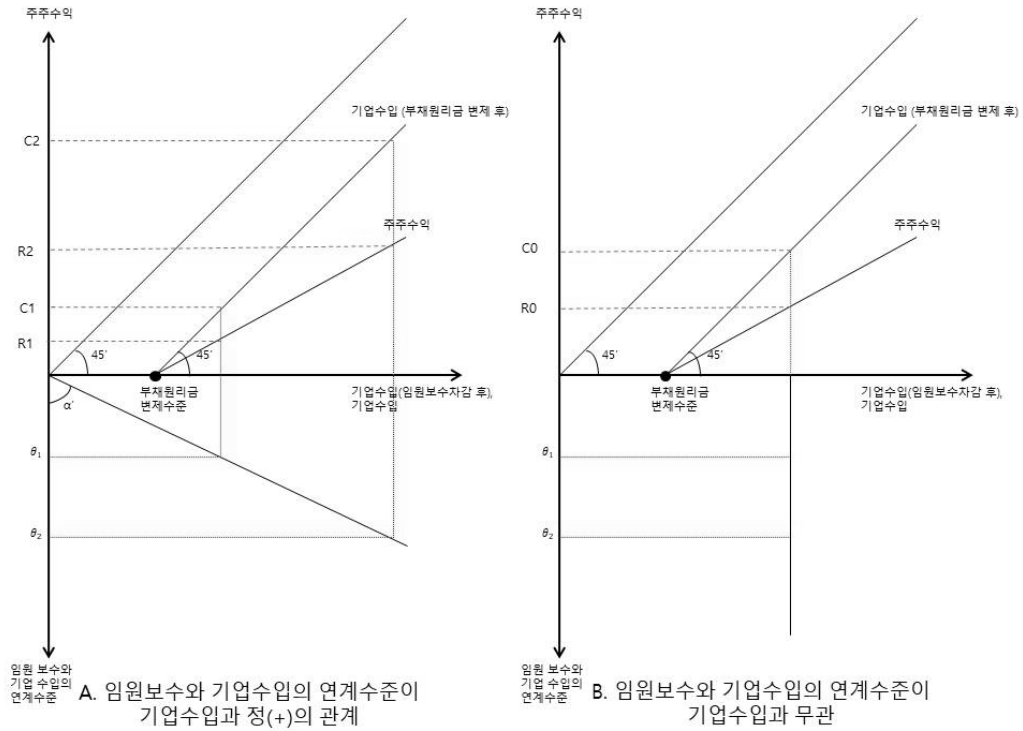
주: 실선(점선)은 직접(간접)적인 영향력을 나타낸다.

[그림 2] 주주와 채권자의 수익구조 비교

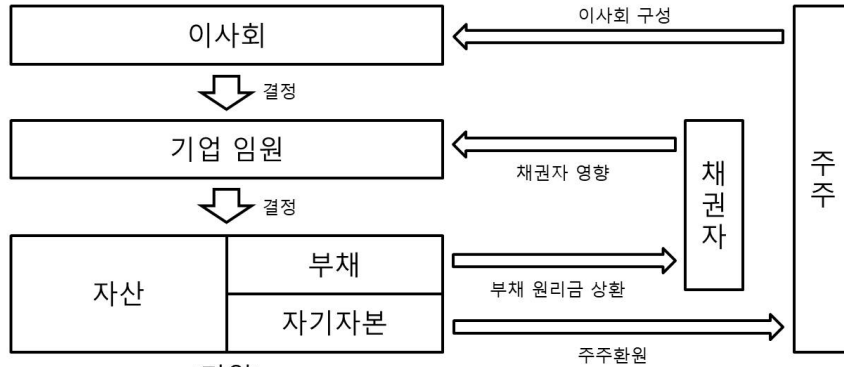


출처: Tirole (2006), Figure 2.1

[그림 3] 임원보수와 기업수입의 연계수준

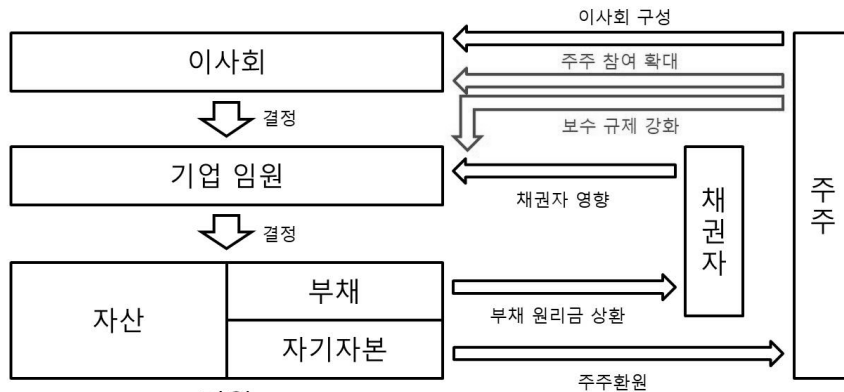


[그림 4] '도드-프랭크 금융개혁법' 전후 주주와 기업관계의 변화



[기업]

<'도드-프랭크 금융개혁법' 이전>



[기업]

<'도드-프랭크 금융개혁법' 이후>