

최고경영자의 임금 (CEO Compensation)

정동관 (한국노동연구원 부연구위원)

Kevin Murphy(1985)의 혁신적인 연구 이후, 가용한 데이터의 확장과 더불어 최고경영자(CEO)의 임금 연구 분야는 양적인 면에서만 아니라 질적인 면에서도 급속도로 확장하였다. 아마도 경영학뿐만 아니라 다른 사회과학 분야를 통틀어서도 'CEO 임금'이란 변수보다 더 많은 주목을 받은 변수는 없을 것이다(Gomez-Mejia & Wiseman, 1997).

얼마 전까지만 해도 우리나라에서는 등기임원 전체에 지급되는 보수 총액과 1인당 평균 보수만 공개돼 개인별 몫이 얼마인지 알 수 없었다. 하지만, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장통합법) 개정안의 시행으로 2013년 11월 29일부터 사업보고서 제출 대상법인(상장기업과 증권 공모 실적이 있는 법인 등)은 보수 총액이 5억 원을 넘는 등기임원의 연봉을 공개해야 한다. 경제민주화의 일환으로 경영진 임금의 투명성을 높이는 취지에서 이루어진 변화라고 하겠다. 이를 계기로 앞으로 국내에서도 경영진 임금에 대한 전문가들의 관심이 커질 것이며 아울러 학계의 연구도 더



확산될 것으로 기대한다.

본고는 앞으로 있을 이러한 연구에 조금나마 이바지하고자 하는 취지에서 구상되었다. 이미 CEO 임금에 관한 뛰어난 문헌연구 논문들이 발표되어 있어서(Aggarwal, 2008; Bertrand, 2009; Core, Guay, & Larcker, 2003; Devers, Cannella, Reilly, & Yoder, 2007; Edmans & Gabaix, 2009; Frydman & Jenter, 2010; Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Murphy, 1999), 여기서는 CEO 임금에 관한 두 가지 이론적 관점과 CEO 임금수준 결정요인 중에서 ‘기관투자자의 모니터링’과 ‘CEO의 사회적 네트워크에 의한 영향’이 두 가지 결정요인에 관한 기존 논의에 대해서만 간략히 정리하겠다.

■ CEO 임금에 대한 두 가지 관점

최적계약이론(Optimal Contracting Perspective)

대부분의 금융경제학자들에 의해서 지지를 받고 있는 최적의 계약이론은 CEO 임금수준이 ‘효율적’이라고 주장하는데, 이는 기업들이 경영자 노동시장에서 경영 역량(managerial talent)을 두고 경쟁하는 과정에서 그들의 임금수준이 최적의 상태에 이른다는 믿음에 기초한다(Frydman & Jenter, 2010). 임금결정 과정이 공정거래(arm's length transaction)라는 가정하에서 가능한 주장으로, 쉽게 말해 CEO는 자신들의 가치에 합당한 수준의 연봉을 받고 있다는 의미이다. 이 이론이 성립한다면, 임금수준을 설명하는 기본적인 경제적 요인들이 - 우수한 CEO를 원하는 수요에 관한 대리변수(proxies), 기업 규모, 성과, 그리고 위험도 등 - CEO 임금수준의 횡단면적 차이를 완벽하게 설명할 수 있어야 한다(Core, Holthausen, & Larcker, 1999).

이러한 관점에 근거하여 쓰여진 기존의 논문들 중에서 다음과 같은 원인으로 CEO 임금 상승을 설명하려 했던 논문들이 대표적이라 하겠다: 기술 변화(Kaplan & Rauh, 2010), 기업 규모나 스케일 효과(Gabaix & Landier, 2008), 치열해진 해외 경쟁(Cuñat & Guadalupe, 2009), 기업지배 구조 개선으로 인하여 증가한 CEO 교체(고용 위험도 증가)(Hermalin, 2005), CEO 직무의 표준화로 인한 외부 고용기회 증가(Murphy & Zbojník, 2004; Rajgopal, Shevlin, & Zamora, 2006).

Frydman & Jenter(2010) 주장했듯이, 최적계약이론은 동 시기에 기업들간 CEO 임금격차를 설명하는 데는 비교적 성공적이었다고 볼 수 있으나, 1980년대 이후 관찰되는 급격한 임금 상승의 많은 부분을 설명하지는 못하고 있다. 뿐만 아니라, CEO 임금에 대한 이사회 감시를 강화하는 새로운 규정을 도입한 이후 CEO 임금이 감소하는 경우와 같이 최적계약이론의 설명에 반하는 여러 경우들에 대해서 제대로 된 답을 내놓지 못하고 있는 실정이다(Chhaochharia & Grinstein, 2009). 최적계약이론의 이론적 한계에 대한 불만은 CEO 임금결정 과정 자체에 관하여 문제 제기하는 새로운 이론에 대한 관심을 증가시켰다.

경영자 지대추구이론(Managerial Rent Seeking Perspective)

최적계약이론의 비사회적 접근(under-socialized)에 대한 비판에서 출발한 경영자 지대추구이론은 - 권력이론(executive power theory) 또는 자기본위이론(self-serving executive model) 등으로 불린다 - 이사회 독립성에 심각한 의문을 제기하며, CEO가 그들 자신의 임금을 결정하는 과정에 직간접적인 영향력을 행사하여 효율적 임금수준 이상의 연봉을 받을 수 있다고 주장한다. CEO가 임명권/해고권을 갖고 있는 이사들이 CEO의 이익에 반하는 임금결정을 내리기 힘들기 때문이다. 이러한 이론적 입장에서는 CEO 임금이 대리자 문제(agency problem)를 해결하는 수단이 아니라 오히려 대리자 문제의 한 요소로 여겨진다(Bebchuk & Fried, 2004). 이러한 경영진의 지대추구행위를 내부적으로 제약하기는 쉽지 않아서, 보상과 성과 사이의 불일치가 너무나도 지나치고 분명하여 대중들이 공분하며 사회적 반기를 드는 것 외에 이를 제어할 수 있는 마땅한 다른 수단이 없다고까지 주장한다(Bruce, Buck, & Main, 2005).

전략 경영이나 조직 연구 쪽에서 행해 왔던 CEO 임금에 관한 연구는 직접적으로든 암묵적으로든 지대추구이론과 기본적 입장을 같이한다(Finkelstein & Hambrick, 1989; Sanders, 2001; Tosi, Wemer, Katz, & Gomez-Mejia, 2000; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998; Zajac & Westphal, 1995). 특히, 이사회 독립성 등 기업지배구조의 역할을 강조하는 논문들이 대부분 이러한 이론적 입장을 취한다고 볼 수 있다(Bebchuk, Fried, & Walker, 2002; Bertrand & Mullainathan, 2001; Chhaochharia & Grinstein, 2009; Core et al., 1999; Crystal, 1991; Finkelstein & Hambrick, 1989). 하지만, 이사회 특성과 CEO 임금수준 관계에 관한 실증연



구는 그다지 일관된 분석 결과를 내놓지 못하였는데, 명목상의 사외이사와 실질적인 사외이사의 차이가 크다는 게 주요한 원인 중의 하나다(아래에서 더 자세히 논의됨). 뿐만 아니라, 지대추구행위는 관찰되기 힘들고 측정되기 어려운 임금형태에서 더 자주 일어날 수 있기 때문에, 스톡옵션(Bebchuk et al., 2002; Pollock, Fischer, & Wade, 2002; Yermack, 1997), 연금(Bebchuk & Fried, 2004; Kuhnen & Zwiebel, 2008), 또는 퇴직수당(Yermack, 2006) 등 위장임금(camouflages)을 대상으로 한 연구도 활발하다.

정리하면, CEO 임금을 둘러싼 논쟁은 CEO 임금이 최적으로 결정된 계약이라며 ‘경제적 효율성’을 강조하는 이론과, 비독립적인 이사회와 자기 잇속만 차리는 CEO의해서 CEO 임금이 도를 벗어날 정도로 상승했다며 CEO 임금의 ‘정치적인 실체’를 강조하는 이론의 대립으로 볼 수 있다(Zajac & Westphal, 1995). 물론 어떠한 이론 하나로 실증적 결과 전부를 설명할 수는 없다. 경영자 지대추구이론이 CEO 임금 제도의 중요한 발전 과정을 설명하지 못한다는 주장도 있는데, 예를 들어 1990년대 이후, 이사회 독립성이 향상됐음에도 CEO 임금 또한 함께 급상승했다. 이는 지대추구이론의 설명에 반하는 현상이다(Holmstrom, 2005). 물론 지대추구이론이 최적계약이론을 완전히 대체하는 것은 불가능한 것이고, 최악의 경우 CEO 임금들 가운데 매우 특이하게 부정적인 경우(outliers)에 대해서만 설명력을 갖는 반쪽짜리 이론으로 보여질 수도 있다. 하지만, CEO 임금 제도에 대한 우리의 이해의 폭을 넓힌 것은 분명하고, 또한 최근 수십 년간 CEO 임금의 급격한 상승은 지대추구이론에 기대지 않으면 설명할 방법이 없다. 앞으로 두 이론 중 어떤 이론의 상대적 중요성이 더 커질지 지켜볼 문제다.

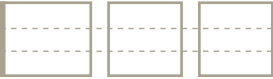
■ CEO 임금수준 결정요인

기관투자자의 모니터링

최근에 CEO 임금결정 과정에서 기관투자자의 모니터링 역할에 초점을 맞춘 연구들이 많이 등장했다(e.g., Almazan, Hartzell, & Starks, 2005; David, Kochhar, & Levitas, 1998; Dharwadkar, Goranova, Brandes, & Khan, 2008; Dikolli, Kulp, & Sedatole, 2009; Ertimur, Muslu, & Ferri,

2011; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, & Makri, 2003; Hartzell & Starks, 2003; Shin & Seo, 2010). 이들 논문들은 대개 기관투자자들이 CEO의 해이한 행동을 막기 위해서 효과적으로 임금결정 과정을 모니터링한다고 가정한다. 투자자의 입장에서 자신들이 투자한 기업의 CEO에게 시장에서 결정된 경쟁적인 임금 이상의 연봉을 지불하는 경우는 피하고 싶을 것이다. 지나친 임금은 이윤에서 자신들이 차지하는 몫을 줄이고, 미래 CEO의 임금수준을 높일 뿐만 아니라, 최악의 경우 다른 임원진들의 임금에 대한 기대치를 높이는 부작용을 낳기 때문이다(Hambrick & Finkelstein, 1995). 실질적으로 많은 실증 연구들이 기관투자자의 소유지분 집중도와 CEO 임금수준 사이에 부정적인 상관관계가 있다고 밝혔다(Bertrand & Mullainathan, 2001; Hartzell & Starks, 2003; Khan, Dharwadkar, & Brandes, 2005). 한 가지 논문만 소개하면, Bertrand & Mullainathan(2001)는 석유 산업에서 CEO들이 그들이 통제할 수 없는 이유로 - 저자들이 행운에 의한 임금(pay for luck)이라고 개념 규정한 - 임금이 상승하는지 여부를 살펴 보았다. 세계적인 오일 가격 상승으로 인한 CEO 임금 상승이 대표적인 경우이다. 그러한 상황이 발생했을 때, 기관투자자가 이사회 멤버인 경우 그렇지 않은 경우보다 CEO 임금 상승의 폭이 더 적었다. 뿐만 아니라, 행운에 의한 임금상승이 근속연수가 긴 CEO일수록 더 심하게 나타났는데, 기관투자자가 이사회에 있으면 그러한 현상이 발생하지 않았다. 기관투자자가 CEO의 능력이나 노력과 무관하게 그들의 임금이 상승하지 않도록 적절히 모니터링한 셈이다. 뿐만 아니라, 최근에 기관투자자들이 주주총회에서 주주 제안(shareholder proposal)을 통하여 CEO 임금의 투명성을 높이고 적정 수준에서 임금을 책정하려는 노력을 경주하고 있다(Ertimur et al., 2011).

최근 들어서는 기관투자자들의 모니터링과 CEO 임금의 관계는 기관투자자의 특성에 따라 달라진다고 주장하는 연구 논문들이 많이 발표됐다(Almazan et al., 2005; David et al., 1998; Shin & Seo, 2010). 예를 들어 David et al.(1998)은 자신들의 주식투자 외에 다른 거래관계가 없는 기업에 투자한 기관투자자들만이 CEO 임금에 유의미한 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다. Almazan et al.(2005)은 기관투자자를 뮤추얼펀드, 헤지펀드, 그리고 사모펀드 등 활발히 모니터링할 가능성이 높은 집단과 그렇지 않은 집단(예를 들어, 은행, 보험회사, 연금 등)으로 나눠서 분석을 하였는데, 전자의 경우만이 CEO 임금에 유의미한 영향을 미친다는 분석 결과를 도출하였다.



CEO의 사회적 네트워크에 의한 영향

경영자 지대추구이론에서 주장하는 것처럼 CEO는 다양한 네트워크를 통하여 자신들의 이사회 멤버들과 사회적 관계를 맺고 있으며, 또한 그것을 활용하여 자신의 임금에 영향력을 행사하곤 한다. 그 대표적인 연구로서 Westphal & Zajac(1995)의 연구를 꼽을 수 있는데, 이들은 CEO와 이사회들 사이에 인구통계학적 유사성이 - 나이, 직무경로, 또는 교육배경 등 - 높을수록 CEO의 임금수준이 높다는 사실을 밝혔다. 또한 미국에서는 CEO들이 다른 회사의 이사회를 겸직함으로써 형성되는 네트워크(interlocking directorship)가 그들의 임금에 미치는 영향에 관한 연구가 활발히 있어 왔다. 예를 들어 CEO가 자신의 회사 이사회 멤버가 CEO로 있는 다른 회사에서 사외이사로 겸직하고 있다면 자신의 임금을 높일 유인이나 기회가 더 클 것이다(Hallock, 1997). 그러한 CEO는 회사에 특별히 기여한 것이 없으면서도 자신을 감시해야 할 감시자와의 개인적인 친분으로 지대추구를 하는 셈이다. 최근에는 이사회 겸임뿐만 아니라, 군복무, 클럽 멤버십, 그리고 학교 동문 등 좀 더 포괄적인 사회관계 자료를 활용하는 연구가 진행 중이다(Hwang & Kim, 2009; Larcker, Richardson, Searly, & Tuna, 2006).

이상의 논문에서는 주로 부정적인 이유로 CEO의 사회적 관계가 그들의 임금을 상승시킨다고 주장하지만, 이와는 반대로 긍정적인 면에서 그러한 관계를 상정하는 논문들도 많이 있다(Brown, Lee, Ning, & Stathopoulos, 2009; Engelberg, Gao, & Parsons, 2009; Horton, Millo, & Serafeim, 2009). 우선, 고전적인 사회적 네트워크 이론은 외부적 사회 관계망이 좋은 CEO들이 그렇지 않은 CEO에 비해서 더 많은 외부 고용기회를 갖기 때문에 자신들의 임금수준을 높일 수 있다고 주장한다(Granovetter, 1973). 경영진 노동시장이 완벽히 경쟁적이지 않다면 외부 선택기회는 곧 CEO의 임금 프리미엄으로 이어질 수 있다는 얘기이다(Engelberg et al., 2009). 뿐만 아니라, CEO의 사회적 관계망은 최신 정보나 지식의 흡수를 원활히 하여 외부 환경의 불안전성을 떨어뜨릴 뿐만 아니라 기업의 경쟁적 우위 선점에 유리한 전략을 수립할 수 있도록 도움을 준다. 그러한 이점 때문에 좋은 네트워크를 형성한 CEO가 더 높은 임금을 받을 수도 있다(Brown et al., 2009; Engelberg et al., 2009; Horton et al., 2009). 즉, CEO의 사회적 관계망이란 자원(resources)이 기업의 가치를 증가시킬 수 있다. 예를 들어 Horton et al.(2009)는 CEO의 사회적 관계의 정도는 그의 임금수준과 긍정적인 관련성이 있을 뿐만 아니라 그 자신이 경영

하는 기업의 미래 성과와도 정(+)의 관계가 있음을 밝혔다.

■ 맺음말

본고에서는 최고경영자(CEO)의 임금에 관한 대립적인 두 이론과 최근 들어 주목 받고 있는 두 가지 결정요인에 관하여 설명하였다. 지면 관계상 임금의 구성방식(i.e., 고정임금과 변동임금의 비율)에 대해서는 논의하지 못하였고 CEO 임금수준에 관해서만 설명하였음을 밝혀둔다.

비록 부결됐지만 스위스 ‘1대 12발의안’의 경우나 *Journal of Economic Perspectives* 최근호에 실린 ‘탑 1%(the top 1 percent) 부자들’에 관한 논의가 전대미문의 대중적 관심을 끈다는 사실에서 소득격차로 인한 사회적 갈등이 얼마나 심각한지 짐작할 수 있다. 아마도 CEO 임금이 그 중심에 있을 것이다. CEO 임금에 대한 체계적인 연구를 기반으로 우리 사회의 정의와 공정성 관점에서 납득할 만한 CEO의 임금수준이 과연 어느 정도 되는지 공론의 장을 달궜으면 하는 바람이다. **KL**

참고문헌

- Aggarwal, R.(2008), “Executive Compensation and Incentives,” In B. Eckbo(Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier, pp.497~538.
- Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T.(2005), “Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation,” *Financial Management* 34(4), pp.5~34.
- Bebchuk, L. & Fried, J.(2004), *Pay without Performance : The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I.(2002), “Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation,” *The University of Chicago Law Review* 69(3), pp.751~846.



- Bertrand, M. & Mullainathan, S.(2001), “Are Ceos Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are,” *The Quarterly Journal of Economics* 116(3), pp.901~932.
- Bertrand, M.(2009), “CEOs”, *Annual Review of Economics* 1, pp.121~150.
- Brown, R., Lee, E., Ning, G., & Stathopoulos, K.(2009), “What Are Friends For? Ceo Networks, Pay and Corporate Governance,” Working paper: Manchester Business School.
- Bruce, A., Buck, T., & Main, B. G. M.(2005), “Top Executive Remuneration: A View from Europe,” *Journal of Management Studies* 42(7), pp.1493~1506.
- Chhaochharia, V. & Grinstein, Y.(2009), “Ceo Compensation and Board Structure,” *The Journal of Finance* 64(1), pp.231~261.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F.(1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics* 51(3), pp.371~406.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Larcker, D. F.(2003), “Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey,” *Economic Policy Review* 9(1).
- Crystal, G.(1991), *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*, New York: Norton.
- Cuñat, V. & Guadalupe, M.(2009), “Globalization and the Provision of Incentives inside the Firm: The Effect of Foreign Competition,” *Journal of Labor Economics* 27(2), pp.179~212.
- David, P., Kochhar, R., & Levitas, E.(1998), “The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of Ceo Compensation,” *The Academy of Management Journal* 41(2), pp.200~208.
- Devers, C. E., Cannella, A. A. J. R., Reilly, G. P., & Yoder, M. E.(2007), “Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments,” *Journal of Management* 33(6), pp.1016~1072.
- Dharwadkar, R., Goranova, M., Brandes, P., & Khan, R.(2008), “Institutional Ownership and Monitoring Effectiveness: It’s Not Just How Much but What Else You Own,” *Organization Science* 19(3), pp.419~440.
- Dikolli, S. S., Kulp, S. L., & Sedatole, K. L.(2009), “Transient Institutional Ownership and Ceo

- Contracting,” *Accounting Review* 84(3), pp.737~770.
- Edmans, A. & Gabaix, X.(2009), “Is Ceo Pay Really Inefficient? A Survey of New Optimal Contracting Theories,” *European Financial Management* 15(3), pp.486~496.
 - Engelberg, J., Gao, P., & Parsons, C. A.(2009), “The Price of a Ceo’s Rolodex,” Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill.
 - Ertimur, Y., Muslu, V., & Ferri, F.(2011), “Shareholder Activism and Ceo Pay,” *Review of Financial Studies* 24(2), pp.535~592.
 - Finkelstein, S. & Hambrick, D. C.(1989), “Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes,” *Strategic Management Journal* 10(2), pp.121~134.
 - Frydman, C. & Jenter, D.(2010), “Ceo Compensation,” *Annual Review of Financial Economics* 2, pp.75~102.
 - Gabaix, X. & Landier, A.(2008), “Why Has Ceo Pay Increased So Much?,” *The Quarterly Journal of Economics* 123(1), pp.49~100.
 - Gomez-Mejia, L. & Wiseman, R. M.(1997), “Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook,” *Journal of Management* 23(3), pp.291~374.
 - Gomez-Mejia, L. R., Laraza-Kintana, M., & Makri, M.(2003), “The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations,” *The Academy of Management Journal* 46(2), pp.226~237.
 - Granovetter, M. S.(1973), “The Strength of Weak Ties,” *American Journal of Sociology* 78, pp.1360~1380.
 - Hallock, K. F.(1997), “Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation,” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32(3), pp.331~344.
 - Hambrick, D. C. & Finkelstein, S.(1995), “The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of Ceo Pay Raises,” *Strategic Management Journal* 16(3), pp.175~193.
 - Hartzell, J. C. & Starks, L. T.(2003), “Institutional Investors and Executive Compensation,” *The Journal of Finance* 58, pp.2351~2374.

- Hemmalin, B. E.(2005), “Trends in Corporate Governance,” *The Journal of Finance* 60(5), pp.2351~2384.
- Holmstrom, B.(2005), “Pay without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment,” *The Journal of Corporation Law* 30(4).
- Horton, J., Millo, Y., & Serafeim, G.(2009), “Paid for Connections? Social Networks, Executive and Outside Director Compensation,” Working Paper, London School of Economics.
- Hwang, B. H. & Kim, S.(2009), “It Pays to Have Friends,” *Journal of Financial Economics* 93(1), pp.138~158.
- Kaplan, S. N. & Rauh, J.(2010), “Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?,” *Review of Financial Studies* 23(3), pp.1004~1050.
- Khan, R., Dharwadkar, R., & Brandes, P.(2005), “Institutional Ownership and Ceo Compensation: A Longitudinal Examination,” *Journal of Business Research* 58(8), pp.1078~1088.
- Kuhnen, C. M. & Zwiebel, J. H.(2008), “Executive Pay, Hidden Compensation and Managerial Entrenchment,” Rock Center for Corporate Governance Working Paper Series No. 16, Stanford University.
- Larcker, D., Richardson, S., Seary, A., & Tuna, I.(2006), “Director Networks, Executive Compensation, and Firm Performance,” Working Paper, Stanford University.
- Murphy, K. J.(1985), “Corporate Performance and Managerial Remuneration : An Empirical Analysis,” *Journal of Accounting and Economics* 7(1~3), pp.11~42.
- Murphy, K. J.(1999), “Executive Compensation,” In O. Ashenfelter & D. Card(Eds.), *Handbook of Labor Economics* 3B, Oxford: Elsevier, pp.2485~2563.
- Murphy, K. J. & Zábojník, J.(2004), “Ceo Pay and Appointments: A Market–Based Explanation for Recent Trends,” *The American Economic Review* 94(2), pp.192~196.
- Pollock, T. G., Fischer, H. M., & Wade, J. B.(2002), “The Role of Power and Politics in the Repricing of Executive Options,” *The Academy of Management Journal* 45(6), pp.1172~1182.
- Rajgopal, S., Shevlin, T., & Zamora, V.(2006), “Ceos’ Outside Employment Opportunities and

- the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts,” *The Journal of Finance* 61(4), pp.1813~1844.
- Sanders, G.(2001), “Behavioral Responses of Ceos to Stock Ownership and Stock Option Pay,” *The Academy of Management Journal* 44(3), pp.477~492.
 - Shin, J. Y. & Seo, J.(2010), “Less Pay and More Sensitivity? Institutional Investor Heterogeneity and Ceo Pay,” *Journal of Management*.
 - Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R.(2000), “How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of Ceo Pay Studies,” *Journal of Management* 26(2), pp.301~339.
 - Westphal, J. D. & Zajac, E. J.(1995), “Who Shall Govern? Ceo/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection,” *Administrative Science Quarterly* 40(1), pp.60~83.
 - Wiseman, R. M. & Gomez-Mejia, L. R.(1998), “A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking,” *The Academy of Management Review* 23(1), pp.133~153.
 - Yermack, D.(1997), “Good Timing: Ceo Stock Option Awards and Company News Announcements,” *The Journal of Finance* 52(2), pp.449~476.
 - Yermack, D.(2006), “Golden Handshakes: Separation Pay for Retired and Dismissed Ceos,” *Journal of Accounting and Economics* 41(3), pp.237~256.
 - Zajac, E. J. & Westphal, J. D.(1995), “Accounting for the Explanations of Ceo Compensation: Substance and Symbolism,” *Administrative Science Quarterly* 40, pp.283~308.