

지배주주의 소유지배괴리도가 경영자 보상에 미치는 영향

조영곤^{1*}

¹상명대학교 국제통상학과

Control-Ownership Disparity and Executive Compensation

Young-Gon Cho^{1*}

¹Department of International Trade and Business, Sangmyung University

요 약 본 연구는 지배주주의 소유지배괴리도가 경영자 보수에 미치는 영향을 규명하기 위해 2001년부터 2008까지 공정위가 상호출자제한 기업집단으로 발표한 기업집단 소속 122개 기업 575건을 대상으로 실증분석을 시하였다. 실증 분석 결과, 첫째, 지배주주의 소유지배괴리도와 경영자 보상 (등기임원 1인당 현금보상) 간에는 부(-)의 유의적인 관계가 존재하였다. 둘째, 지배주주의 소유지배괴리도는 경영성과와 경영자 보상 간의 민감도에 부(-)의 유의적인 영향을 미쳤다. 본 결과는 지배주주가 소유지분을 초과하여 지배권을 가질수록 지배주주의 대리인 비용에 대한 이해관계자의 우려를 완화시키기 위해 경영자 보상 수준을 낮추는 반면 경영성과에 대한 경영자 보상의 민감도를 약화시키는 것으로 나타났다.

Abstract Using longitudinal data of 575 sample from 122 firms in large business conglomerates from 2001 to 2008, this study examines the impact of controlling shareholders' control-ownership disparity on executive compensation. The empirical study finds that controlling shareholders' control-ownership disparity is negatively related to the level of executive compensation and moderate negatively the relation between firm performance and executive compensation. This finding suggests that controlling shareholders' control rights in excess of ownership rights lead to decreased executive compensation in order to relieve the concerns of stakeholder about the potential agency costs of controlling shareholder, and have, on the other hand, entrenchment effects on the decision of executive compensation by decreasing its sensitivity on firm performance.

Key Words : Control-Ownership Disparity, Controlling Shareholder, Executive Compensation

1. 서 론

“대기업 총수를 비롯한 등기 임원의 개별 연봉 공개 기준이 ‘5억 원 이상’으로 확정됐다. 금융위원회는 이 같은 내용을 담은 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령’ 개정안을 14일자로 입법예고한다고 13일 발표했다.”[1]. 대기업 등기임원의 개별 연봉 공개 기준의 입법화는 기업의 경영투명성 강화, 주주에 의한 경영자 감시 확대 등 경제 민주화의 일환으로 추진되고 있다. 이러한 고액 연봉 임원의 개별 공개 요구는 이른바 대규모기업 집단의 총수 일가와 전문경영자들이 과연 합리적인 보

을 받고 있는가? 라는 근본적인 의문에서 출발하고 있다. 대규모기업집단의 최고경영진 보상의 적정성에 대한 평가는 비단 학문적인 관심에서 뿐만 아니라 오늘날 한국 경제를 과점하고 있는 대규모기업집단의 총수일가의 과도한 사적 이익 추구 관행에 대한 국민의 우려를 해소하는 차원에서도 중요한 사회적 현안이 되고 있다.

경영자 보상의 결정 요인에 관한 선행연구는 경영자 보상을 결정하는 경영성과 변수의 규명과 함께 대리인 이론의 관점에서 경영자 보상에 영향을 미치는 기업지배 구조 요인이 중심이 되어왔다[2-4]. 대리인 이론에 의하면 소유가 분산된 공개 기업에서 경영자의 이해는 주주

본 논문은 2013년도 상명대학교 교내연구비 지원을 받아 수행되었음.

*Corresponding Author : Young-Gon Cho(Sangmyung Univ.)

Tel: +82-10-9254-6914 email: ygcho@smu.ac.kr

Received July 30, 2013

Revised (1st September 24, 2013, 2nd October 10, 2013)

Accepted November 7, 2013

의 이해와 항상 일치하는 것이 아니므로 경영자와 주주 간의 이해상충은 불가피하다[5]. 경영자는 개인의 부를 극대화하는 유인을 가지므로 주주 가치에 반하는 과도한 보상을 추구할 수 있다[6]. 경영자 보상에 영향을 미치는 기업지배구조 요인으로 이사회 구조[3,7,8], 소유구조 [4,9] 그리고 부채에 의한 통제[10] 등이 논의되어 왔다. 본 연구에서는 경영자의 보상에 영향을 미치는 기업지배구조 요인의 하나로 지배주주의 소유지배과리도가 경영자 보상에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고자 한다.

지배주주가 소수의 지분으로 절대적인 경영권을 행사하는 기업에서 대리인 문제의 본질은 지배주주에 의한 소액주주의 이익 침해에 있다[11-13]. 기업자산의 사적 소비에 있어서 자신이 부담하는 비용이 소유지분에 한정되는 지배주주는 지배권이 소유권을 초과할수록 기업 자산을 유용할 유인을 가진다[12,14-16]. 지배주주와 소액주주간의 발생하는 대리인 비용의 대리 변수로서 지배주주의 소유지배과리도는 기업 가치와 주요 의사결정에 부정적 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다[14-16]. 지배주주는 자신이 누릴 수 있는 사적이익의 하나로 경영성과에 비해 과도한 보상을 추구할 유인을 가질 수 있다. 경영자의 경영성과에 대한 책임을 담보하기 위해서는 경영자의 보상이 경영성과에 기초하여 결정되고 경영성과가 부진할 경우 경영자의 교체가 이루어져야 한다. 기업 지배구조의 핵심이 경영자에게 경영성과에 대한 책임을 묻는데 있다고 할 때 경영자 보상의 결정에 있어서 지배주주의 소유지배과리도가 미치는 영향을 실증적 규명하는 것은 기업지배구조 연구에 있어서 중요한 의미를 가진다. 이를 위해 본 연구에서는 2001년에서 2008년 사이에 공정거래위원회에서 상호출자제한 기업집단(기업집단 자산 총액이 5조 이상)으로 지정된 기업집단 소속 기업을 대상으로 지배주주의 소유지배과리도가 경영자 보상에 미치는 영향을 실증 분석하였다[14,17].

2. 이론적 배경 및 연구 가설

2.1 기업지배구조와 경영자 보상

이사회는 기업의 최고의사결정기구인 동시에 경영성과를 평가하고 이에 대한 책임을 묻는 내부통제기구로서 경영자의 보상 결정에 직접적인 영향을 미친다. 이사회가 경영자로부터 독립적일수록 경영자에 대한 견제와 감시가 가능하다. 이사회 독립성을 나타내는 구조적 요인으로서 이사회 사외이사비율, 최고경영자와 이사회 의장의 분리가 대표적이다[3,7]. 경영자의 보상 결정은 이사

회의 주요 업무의 하나이다. 이사회는 업무수행을 효율적으로 전문적으로 수행하기 위해 산하에 전문위원회를 설치할 수 있으며 보상위원회는 경영자의 보상 산정을 전문적으로 수행하는 전문위원회이다. 실증연구에 따라 다소간의 차이는 있으나 전반적으로 사외이사 비율[3], 최고경영자와 이사회 의장의 분리[7], 그리고 보상위원회 설치[8]는 경영자 보상 수준을 유의적으로 낮추는 것으로 보고되고 있다.

기업의 소유구조는 주주와 경영자 간에 발생하는 대리인 비용과 경영자에 대한 외부 주주의 감시 유인을 결정함으로써 경영자 보상에 영향을 미칠 수 있다[5]. Jensen and Meckling(1976)은 기업 가치와 경영자 지분과의 모형에서 대리인에 대한 통제는 감시와 위험분담을 통해 해결할 수 있음을 제시하였다. 경영자와 주주가 위험을 공유하는 경우 이들 간 목표가 일치되기 때문에 감시는 불필요할 수 있다. 경영자의 지분이 증가할수록 경영자는 기업가치 극대화에서 이탈하는 비용 중 자신의 부담부분이 증가하기 때문에 기업자산을 낭비할 가능성이 감소하기 때문이다. 일부 실증연구에서 경영자 지분이 증가할수록 경영자 보상이 감소하는 결과를 보고하고 있다[4]. 이에 반해 Holderness and Sheehan(1988)의 연구에서는 지배주주 경영자의 현금 보상 수준이 전문경영자의 보상 수준보다 오히려 높게 결정됨을 제시하고 경영자가 주요 주주인 경우 경영자는 자신의 영향력을 이용하여 보상 수준을 높인다고 주장하였다. 유사한 맥락에서 Shleifer and Vishny(1997)는 지배주주가 경영에 참여하는 경우 지배주주는 과도한 보상과 특별 배당 등을 요구하여 기업 가치에 부정적인 영향을 미침을 주장하였다. 이러한 실증결과의 차이는 경영자 지분과 기업가치의 비선형 관계에서 논의된 바와 같이 경영자의 지분수준과 이에 따른 지배력에 따라 상이한 효과가 나타날 수 있음을 시사하고 있다[18]. 기업의 외부 주요주주로서 기관투자자와 외국인투자자는 소액주주에 비해 감시유인이 크고 감시 능력이 우수하므로 감시 활동을 통해 경영자 보상 수준을 낮추고 있음이 보고되고 있다[4,19].

2.2 소유-지배 과리도와 경영자 보상

지배주주인 경영자가 경영성과를 넘어서는 과도한 보상을 요구하는 경우 지배주주의 소유지배과리도는 안주주의 관점에서 사적 이익을 강화시키는 방향으로 작용할 수 있다. 그러나 경영자 지분율과 경영자 보상 간의 혼재된 실증결과를 전제로 할 때 소유지배과리도와 경영자 보상의 관계를 단정하기는 어렵다. 또한 이러한 논리는 지배주주가 경영에 참여하지 않은 전문경영기업을 대상으로 일반화하기 어렵다.

지배주주의 소유지배과리도와 경영자 보상의 관계는 지배주주의 대리인 문제가 기업지배구조에 미치는 영향에 관한 논의에서 간접적으로 도출할 수 있다. 지배주주와 소액주주간의 대리인 문제가 기업지배구조에 미치는 영향에 대해서는 두 가지 상반된 견해가 대립하고 있다. 첫 번째 입장은 지배주주는 사적 이익을 극대화하는 의사결정을 관철시키기 위해 이사회에 감시 기능을 약화시킨다는 관점이다[20-22]. 한국의 대규모기업집단을 대상으로 한 권대현 외(2012)의 연구에서는 지배주주의 소유지배과리도가 큰 계열사일수록 사적이익을 극대화하기 위해 이사회와 감사위원회의 규모를 줄이고 이사회와 독립성과 활동성을 약화시킴을 보고하고 있다. 그 결과 지배주주의 소유지배과리도가 클수록 정보공개가 감소하고 이익예측치의 오차가 커지며 경영투명성이 감소할 수 있다[23,24]. 본 주장을 따를 경우 지배주주의 소유지배과리도가 클수록 이사회에 경영자에 대한 감시 기능이 약화되어 경영자에게 과도한 보상이 지급될 수 있다.

이에 반해 지배주주의 대리인 문제가 기업지배구조에 미치는 긍정적 효과에 대한 논의에 따르면 소유지배과리도로 인해 지배주주의 대리인 문제가 심각할수록 이에 대한 기업의 주요 이해관계자들의 우려를 완화시키고 신뢰를 확보하기 위해 기업은 경영자에 대한 내부감시체계를 오히려 강화한다는 주장이다[25-28]. 일례로 지배주주에 의한 대리인 문제가 클수록 자발적으로 감사위원회를 설치하며 대형 외부감사인을 선임한다는 것이다. 이러한 주장을 따를 경우 지배주주의 소유지배과리도가 클수록 기업은 경영자 보수 수준을 자발적으로 낮춘다는 것이다.

이상의 논의를 종합하면, 지배주주와 소액주주 간에 대리인 문제가 발생할 경우 내부감시 체계가 강화되어 기업 경영에 대한 감시 효과가 제고될 수 있는지, 내부감시 체계가 약화되어 기업 경영에 대한 감시 효과가 감소될 지에 대해서는 함의를 도출하기 어렵다. 따라서 소유지배과리도와 경영자 보상 간의 관계는 실증적 이슈로 간주할 수 있으나 본 연구에서는 소유지배과리도가 기업의 주요 의사결정에 부정적 영향을 미쳐 기업 가치를 감소시킨다는 안주주의 관점에서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설1. 지배주주의 소유지배과리도가 증가할수록 경영자 보상은 증가할 것이다

지배권에 의한 안주주의 관점에서 볼 때 지배주주의 소유지배과리도는 경영자 보상 수준뿐만 아니라 경영성과와 경영자 보상 간 관계의 민감도에도 영향을 미칠 수 있다. 경영자 보상이 경영자와 주주 간의 대리인 비용을

완화시키는 인센티브로서 역할을 하기 위해서는 경영자 보상이 경영성과에 연계하여 결정되어야한다. 그러나 지배주주가 과도한 보상을 요구하거나 이사회에 감시 기능이 약화될수록 경영자 보상은 경영성과로부터 유리될 가능성이 증가할 것이다. 따라서 앞서 논의에서와 같이 지배주주의 소유지배과리도가 클수록 경영자는 경영성과로부터 유리된 보상을 추구할 수 있으므로 경영자 보상과 경영성과 간 관계의 민감도가 감소할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설2. 소유지배과리도가 증가할수록 경영자 보상과 경영성과 간 관계의 민감도는 감소할 것이다.

3. 연구방법

3.1 표본 및 자료

본 연구는 공정거래위원회가 지정하는 상호출자제한 기업집단에 소속된 상장기업 중 12월 결산 비금융기업을 대상으로 하였다. 분석기간은 2001년부터 2008년까지 총 8년 동안으로 총 표본은 122개 기업의 575개의 관측치를 이용하였다. 연구에서 사용한 지배주주의 소유지분율 및 의결지분율 등 소유구조와 관련된 데이터는 기업별-연도별 사업보고서를 통해 수집하였고, 그 밖의 재무자료는 한국상장회사협의회 데이터베이스 TS-2000을 이용하여 수집하였다.

3.2 실증 모형 및 변수 정의

기업집단의 소속 기업을 대상으로 소유지배과리도가 경영자 보상, 경영성과와 경영자 보수 간 관계의 민감도에 미치는 영향을 분석하기 위해 본 연구에서는 경영자 보상을 종속변수로 하여 다중회귀분석을 실시하였다.

$$\text{Compensation}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Disparity}_i + \beta_2 \text{For_ownership}_i + \beta_3 \text{Size}_i + \beta_4 \text{Debt}_i + \beta_5 \text{Performance}_i + \beta_6 \text{Owner_control}_i + \beta_7 \text{Industry_dum}_i + \beta_8 \text{Yearly_dum}_i + \nu_{it}$$

- 단, Compensation_i = t기 경영자 보상
- Disparity_i = t기 소유지배과리도
- For_ownership_i = t기 외국인주주 지분율
- Size_i = t기 총 자산의 자연로그 값
- Debt_i = t기 부채비율
- Performance_i = t기 경영성과

Owner_control_t = t기 소유경영 더미

Industry_dum_t = t기 산업 더미

Yearly_dum_t = t기 연도 더미

종속변수로서 경영자 보상은 경영자 1인당 현금보상액으로 성과급을 포함한 급여 총액으로 등기임원 1인당 현금보상액에 자연로그를 취한 값으로 측정하였다[4]. 독립변수로서 소유지배과리도는 지배주주가 직접 보유하고 있는 소유지분율과, 지배주주가 영향력을 행사하는 의결지분율의 차이로 측정하였다. 그밖에 통제변수로 외국인지분율, 기업규모, 부채비율, 경영성과를 도입하였다. 외국인주주의 지분율은 지분보유수준에 따른 감시유인의 차이를 고려하여 5%이상 지분을 보유한 외국인주주의 지분 합으로 정의하였다. 경영자 보상은 기업 규모와 정(+)의 관계를 가지는 것으로 논의되어 왔다[4]. 부채에 의한 감시 기능에 의해 경영자의 보상이 제한될 수 있으므로 이를 반영하기 위해 부채비율을 도입하였다[7].

[Table 1] Definition of variables

Variable	Definition
Compensation	The natural logarithm of compensation in cash of registered executives on average
Disparity	The difference between control rights and cash flow rights held by the controlling shareholder
For_ownership	Percentage of foreign block ownership with 5% or more equity in a firm
Size	The natural logarithm of total assets
Debt	The ratio of total debt to total equity
Perform	The percentage of net income to total equity
Owner_control	A dummy variable that equals to one if the controlling shareholders are CEOs of the firm
Industry_dum	Industrial dummy variable to SIC
Yearly_dum	Yearly dummy variable

경영자 보상에 영향을 미치는 경영성과는 자기자본순이익률로 측정하였다. 자기자본순이익률은 주주지분의 운용 효율을 나타내는 지표로서 경영자가 주주의 부를 증가시키기 위해 노력한 정도를 나타내므로 주주의 입장에서 가장 중요시되는 경영성과 지표의 하나이다[29]. 자기자본은 기초와 기말의 단순평균을 사용하였다. 지배주주가 계열사의 최고경영자로 경영에 직접 참여하는 경우 높은 보상을 요구할 가능성을 통제하기 위해 소유경영 더미 변수를 도입하였다[4]. 산업별 차이를 통제하기 위하여 한국표준산업분류 중분류에 따른 산업더미를 추가하였다. 이와 함께 연도별 차이를 통제하기 위하여 연도

별 더미를 도입하였다. 각 변수의 정의는 Table 1에 정리하였다.

4. 실증분석

4.1 기초 분석

Table 2는 실증분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 보여준다. 소유지배과리도의 평균은 36%로 나타나, 지배주주가 가지고 있는 소유권보다 평균 36% 더 높은 지배력을 행사하고 있음을 알 수 있다. 지배주주가 직접 계열사 경영에 참여하는 비중은 36% 수준으로 나타났다.

분석에 사용된 각 변수들의 상관관계는 Table 3과 같다. 경영자 보상은 소유지배과리도과는 부(-)의 상관관계를 가지며 외국인지분율, 기업규모, 소유경영더미와는 정(+)의 상관관계가 발견되었다. 일부 독립변수 간의 유의적인 상관관계가 존재하나 VIF 분석 결과 다중공선성을 우려할 정도로 높지 않았다.

[Table 2] Descriptive statistics

Variables	Obs	Mean	S.D.	Min	Max
Compensation	575	18.57	0.82	15.11	20.90
Disparity	575	36.18	27.57	0.00	99
For_ownership	575	2.24	5.98	0.00	.43
Size	575	11.74	0.73	9.80	13.50
Debt	575	0.54	0.36	0.01	8.47
Performance	575	5.38	18.99	-274.11	95.55
Owner_control	575	0.36	0.48	0.00	1.00

[Table 3] Correlations

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1)Compensation	1					
(2)Disparity	-.404**	1				
(3)For_ownership	.226**	-.213**	1			
(4)Size	.492**	-.405**	.171**	1		
(5)Debt	.045	-.122**	-.032	.153**	1	
(6)Performance	.175**	-.062	0.93**	.148**	-.081*	1
(7)Owner_control	.129**	-.034	0.32	.001	-.120**	.070*

Notes: *p < 0.05; **p < 0.01

4.2 다중회귀분석

Table 4에서는 소유지배과리도가 경영자 보상에 미치는 영향에 대한 다중회귀분석 결과를 제시하고 있다. 모형1에서는 소유지배과리도가 경영자 보상에 미치는 효과를, 모형2에서는 소유지배과리도가 경영자 보상에 영향을 미침에 있어서 지배주주의 경영참가 여부에 의한 조절효과를, 그리고 모형3에서는 경영성과와 경영자 보상

과의 관계에 대한 소유지배과리도의 조절효과를 관찰하도록 구성하였다.

Table 4의 모형 1에서는 지배주주의 소유지배과리도가 경영자 보상에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 결과는 가설에서 제시한 소유지배과리도가 클수록 이사회 등 내부통제체제의 감시가능 약화로 경영자 보상이 증가할 것이라는 예측과는 상반된 방향으로 나타났다. 본 결과는 소유지배과리도가 클수록 지배주주의 터널링으로 인한 대리인 비용이 발생할 가능성이 증가하므로 이에 대한 이해관계자의 우려를 완화시키기 위해 경영자 보상을 자발적으로 낮추는 것으로 해석할 수 있다.

통계변수로 도입한 소유경영터미, 기업규모, 경영성과는 선행연구와 일관된 결과를 보여주고 있다. 반면 외국인지분율은 경영자 보상에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 주목된다. 본 결과는 외국인투자자가 경영자 보상 수준을 높였다고 해석하기보다는 외국인투자자가 경영자 보상 수준이 높은 대기업을 선호하는 투자 성향을 반영한 결과일 수 있다. 한편 부채비율은 경영자 보상에 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나 내부 자본시장이 존재하는 대규모기업집단에서는 투자기회에 따른 자원 배분이 개별 기업 차원보다는 그룹 차원에서 이루어질 수 있어 부채에 의한 감시기능이 제한적일 가능성을 시사하고 있다[10]. 흥미로운 결과는 지배주주가 직접 경영을 맡고 있는 기업의 경영자 보상이 전문경영 기업의 경영자 보상에 비해 높게 나타나 지배주주의 사적 이익의 하나로 높은 보상이 선호되고 있음을 시사하고 있다.

모형 2에서는 지배주주의 경영 참가 여부에 따라 소유지배과리도가 경영자 보상에 미치는 영향의 차이를 규명하기 위해 모형 1을 기초로 하여 소유지배과리도와 소유경영터미의 교차 항을 추가로 투입하였다. 교차항의 상관계수는 경영자 보상에 정(+)의 값을 가져 지배주주가 경영에 참가하는 경우 소유지배과리도가 경영자 보상에 미치는 부(-)의 영향이 감소하는 것으로 나타났다. 이에 대한 해석의 하나로 지배주주가 경영에 참가하는 경우 지배주주는 해당 기업의 경영성과에 대한 직접적인 책임이 지게 되므로 지배주주에 의한 대리인 비용이 감소하고 이에 따라 보상의 감소폭을 줄이는 것으로 설명할 수 있다.

모형 3에서는 소유지배과리도가 경영자 보상과 경영성과 간 관계에 미치는 영향을 살펴보기 위해 모형 1을 기초로 하여 경영성과와 소유지배과리도의 교차 항을 추가 투입하였다. 실증결과 소유지배과리도가 클수록 경영자 보상의 경영성과에 대한 민감도가 감소하는 것으로 나타났다. 경영자 보상을 포함한 기업이사결정에 절대적인 지배력을 갖는 지배주주는 경영성과를 초과한 과도한

보상을 요구할 수 있으므로 경영자 보상 결정에 있어서 경영성과의 설명력이 감소한다고 설명할 수 있다. 그러나 이러한 결과는 지배주주가 경영에 참여하지 않는 전문경영기업을 대상으로는 설명이 어렵다. 다른 하나의 해석으로 지배주주의 소유지배과리도가 클수록 이른바 터널링을 통해 지배주주는 사적 이익을 추구할 유인이 증가하고 그 결과 경영성과가 감소할 수 있다[6]. 지배주주의 터널링으로 인한 경영성과의 감소분에 대해서는 해당 기업의 경영자에게 그 책임을 묻기가 어려울 수 있다[34]. 이러한 맥락에서 소유지배과리도가 클수록 경영자 보상 결정에 있어서 경영성과의 민감도가 감소할 수 있다.

[Table 4] Multi-variate regression estimates of the impact of control-ownership disparity on executive compensation

Dependent Variable	Model(1)	Model(2)	Model(3)
Disparity	-.252*** (-6.776)	-.386*** (-7.248)	-.230*** (-5.916)
Owner_control	.115*** (3.293)	.031*** (-.546)	.113*** (3.252)
Disparity * Owner_control	-	.215*** (3.317)	-
For_ownership	.079** (2.092)	.076** (2.014)	.081** (2.146)
Size	.257*** (6.054)	.253*** (6.018)	.256*** (6.057)
Debt	.039 (1.049)	.044 (1.193)	.039 (1.073)
Performance	.133*** (3.780)	.132*** (3.788)	.243*** (3.758)
Performance * Disparity	-	-	-.128*** (-2.018)**
Industry_dum	included	included	included
Yearly_dum	included	included	included
Constant	15.549*** (26.898)	15.710*** (27.325)	15.520*** (26.913)
Number of observations	575	575	575
Adjusted R ²	0.386	0.397	0.389
F statistics	14.876***	14.994***	14.556***

Notes: *p < 0.10; **p < 0.05; ***p < 0.01. Numbers in parentheses are t-statistics.

횡단면 분석결과를 보완하기 위해 경영자 보상의 증감(전년대비 증가(감소)율)에 미치는 지배주주의 소유지배과리도의 영향을 분석하기 위해 추가 분석을 실시하였다. 실증결과는 Table 5에 제시하였다. Table 5의 실증모형에서는 Table 4에서 투입된 독립변수 이외 경영자 보상 증감에 영향을 미칠 수 있는 전년도 경영자 보상(보상액의 자연로그값)을 추가하였다. 모형 1에서 지배주주의 소유지배과리도는 Table 4에서와 같이 경영자 보상의 증감에

부(-)의 유의적인 영향이 확인되었다. 즉, 소유지배과리도가 클수록 지배주주의 대리인 비용에 대한 이해관계자의 우려를 불식시키기 위해 경영자 보수의 증가분을 줄일 수 있다.

[Table 5] Multi-variate regression estimates of the impact of control-ownership disparity on the ratio of increase in executive compensation

Dependent Variable	Model(1)	Model(2)	Model(3)
Disparity	-.104** (-2.198)	-.152** (-2.330)	-.089* (-1.809)
Owner_control	.115*** (2.669)	.057 (.811)	.114*** (2.650)
Disparity * Owner_control	-	.086 (1.068)	-
For_ownership	-.039 (-.410)	-.040 (-.851)	-.038 (-.790)
Size	.260*** (4.563)	.260*** (4.555)	.260*** (4.555)
Debt	.034 (.758)	.036 (.786)	.035 (.765)
Performance	.081* (2.917)	.081* (1.850)	.152* (1.900)
Performance * Disparity	-	-	-.083 (-1.058)
executive compensation in previous year	-.406*** (-7.489)	-.409*** (-7.542)	-.418*** (-7.806)
Industry_dum	투입	투입	투입
Yearly_dum	투입	투입	투입
Constant	4.476*** (4.113)	4.608*** (4.208)	15.520*** (26.913)
Number of observations	557	557	557
Adjusted R ²	0.093	0.093	0.093
F statistics	3.116***	3.046***	3.046***

Notes: *p < 0.10; **p < 0.05; ***p < 0.01. Numbers in parentheses are t-statistics.

모형 2에서 지배주주가 경영에 참여하는 경우 소유지배과리도는 Table 4의 결과에서와 달리 경영자 보상 증감에는 추가적으로 영향을 미치지 않았다. 소유지배과리도가 경영자 보수 결정에 있어서 경영성과와의 민감도에 미치는 영향에 대한 모형 3의 분석에서는 Table 4의 결과와 달리 유의한 영향을 미치지 않았다. 통제변수로 도입한 기업규모, 소유경영터미, 경영성과는 Table 4와 일관되게 정(+)의 유의미한 영향을 보여주었다. 반면 외국인 투자자는 경영자 보상 증분에 유의적인 영향을 미치지 않았다. Table 4와 Table 5의 실증결과를 종합하면 지배주주의 소유지배과리도는 경영자 보상 수준과 보상의 증감에 부(-)의 유의미한 영향을 미치는 것으로 평가할 수 있다. 본 결과는 지배주주의 소유지배과리도가 기업의사 결정에 부정적인 영향을 제시한 선행연구의 결과와 상반

된다. 그러나 경영자 보상과 경영성과 간의 상관관계에 있어서 소유지배과리도가 그 민감도를 낮춘다는 점에서 지배권에 의한 안주주의 효과를 부분적으로 지지하고 있다고 평가된다.

V. 결론 및 시사점

지배주주가 존재하는 공개 기업의 대리인 문제는 지배주주에 의한 소액주주의 이익을 침해하는 형태로 나타나며 지배주주가 소수의 지분으로 절대적인 지배력을 갖게 되는 경우 지배주주에 의한 대리인 문제는 더욱 심화될 수 있다. 기업지배구조의 본질은 경영자에 대해 경영성과에 대한 책임을 묻는데 있으므로 경영자 보상에 있어서 지배주주의 대리인 문제에 대한 규명은 매우 중요한 연구주제이다.

이에 본 연구는 지배주주의 소유지배과리도가 경영자 보상에 미치는 영향을 규명하기 위해 2001년부터 2008년까지 공정위가 발표한 상호출자제한 기업집단 소속 기업을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 실증분석 결과 첫째, 지배주주의 소유지배과리도와 경영자 보상 간에는 부(-)의 유의적인 관계가 존재하였다. 본 결과는 소유지배과리도가 클수록 지배주주의 대리인 비용으로 인한 기업 가치 하락에 대한 이해관계자의 우려를 완화시키기 위해 경영자 보상 수준을 낮추고 있음을 시사하고 있다. 둘째, 소유지배과리도는 경영자 보상과 경영성과 간의 민감도를 감소시키는 것으로 나타났다. 소유지배과리도가 클수록 지배주주는 경영성과를 넘어서는 과도한 보상을 추구할 수 있다. 또는 지배주주는 기업자산을 유용할 유인이 증가하므로 지배주주의 터널링으로 인한 경영성과의 감소에 대한 책임을 경영자에게 묻기가 어려울 수 있다. 이로 인해 경영자 보상의 경영성과와의 민감도는 감소할 수 있다.

본 결과는 지배주주의 소유지배과리도가 경영자 보상에 미치는 영향을 실증적으로 규명하였다는 점에서 의미를 가지나 연구대상이 기업집단으로 제한되었다는 점에서 결과의 일반화에 어려움이 있다. 또한 경영자 보상을 현금 보상만으로 제한하였기 때문에 경영자 보상이 갖는 인센티브의 의미를 충분히 다루지 못하였다. 이와 함께 이사회구조와 운영 등 경영자 보상에 영향을 미칠 수 있는 내부통제제도를 포섭하지 못하였다는 점에서도 실증 모형의 한계를 가진다. 또한 경영성과 변수와 소유지배과리도간에 존재할 수 있는 내생성을 통제하지 못한 점에서도 약점이 있다. 이러한 연구방법의 한계를 보완한 후속연구가 요구된다.

References

- [1] www.donga.com, "the disclosure on the executives' compensation of 500 million or more," 2013.6.13
- [2] Antle, R. and Smith, S., "An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executive," *Journal of Accounting Research*, 23(Spring), 1~39, 1986.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2490802>
- [3] Kim, J. C., and Chang, J. H. and Shin, H. H., "The Effect of Board Structure and Group Headquarter on Executive Compensation," *Journal of Strategic Management*, 8(1), 21~38, 2005.
- [4] Kim, Y. S. and Hwang, K. J., "The Effects of Ownership Structure and Board of Directors' Characteristics on Managers' Compensation," *Accounting Research*, 16(2), 25~56, 2011.
- [5] Jensen M. C. and Meckling, W., "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305~360, 1976.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [6] Hill, C. W. and Phan, P., "CEO Tenure as A Determinant of CEO Pay," *Academy of Management Journal*, 34, 707-717, 1991.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/256413>
- [7] Core, J. E., Holthausen, R. W. and Larcker, D. F., "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 51, 371~406, 1999.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- [8] Lee, S. C., Jeong, K. S. and Yoon, J. C., "A Study on the Effect of Adopting Compensation Committee on CEO Compensation," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 12(2), 25~51, 2012.
- [9] Holderness, C. and Sheehan, D., "The Role of Majority Shareholders in Publicly-held Corporations: An Exploratory Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 317~346, 1988.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90049-9](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90049-9)
- [10] John, T. A. and John, K., "Top-management Compensation and Capital Structure," *Journal of Finance*, 48, 949-974, 1993.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04026.x>
- [11] Shleifer, A. and Vishny, R. W., "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52(2), 737~783, 1997.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- [12] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. and Shleifer, A., "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54(2), 471~517, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- [13] Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. and Jiang, Yi., "Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal and Principal Perspective," *Journal of Management Studies*, 45(1), 196~220, 2008.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>
- [14] Claessens, S. Djankov, S., Fan, J. H. and Lang, L. H. P., "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholder," *Journal of Finance*, 57(6), 2741~2771, 2002.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- [15] Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. and Shleifer, A., "Tunneling," *American Economic Review Paper and Proceeding*, 22~27, 2000.
- [16] Lemmon, M. L. and Lins, K. V., "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, 58(4), 1451~1468, 2003.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00573>
- [17] Choi, H. M. and Cho, Y. G., "Agency Problem of Control-Ownership Disparity and Fixed Asset Investment," *Journal of Strategic Management*, 15(4), 1~18, 2012.
- [18] Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W., "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293~315, 1988.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- [19] Khan, R., Dharwadkar, R. and Brandes, P., "Institutional Ownership and CEO Compensation a Longitudinal Examination," *Journal of Business Research*, 58, 1078~1088, 2005.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2004.02.002>
- [20] Pincus, K., M. Rusbarsky and J. Wong(1989), "Voluntary Formation of Corporate Audit Committees among NASDAQ Firms," *Journal of Accounting and Public Policy*, 8, 239~265.
- [21] Collier, P.(1993), "Factors Affecting the Formation of Audit Committee in Major UK Listed Companies," *Accounting and Business Research*, 23, 421~430.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/00014788.1993.9729909>
- [22] Kwon, D. H., Choi, J. H., Shin, J. Y. and Hyun, J. H., "The Effect of Agency Problem between Controlling Shareholders and Minority Shareholders on Board and

- Audit Committee Characteristics," *Korean Accounting Review*, 37(1), 121~ 155, 2012.
- [23] Shim, H. S., Lee, M. Y. and Choi, J. H., "Ownership Divergence and the Frequency of Information Disclosure," *Korean Accounting Review*, 35(4), 39~74, 2010.
- [24] Sonu, C. H. J., Choi, J. H. and Lee, Bryan B. H., "The Effect of the Wedge between Voting Right and Cash Flow Right on Error in Analysts' Earnings Forecasts," *Korean Accounting Review*, 35(2), 1~34, 2010.
- [25] Fan, J. P. H. and Wong, T. J., "Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia," *Journal of Accounting Research*, 43(1), 404~425, 2005.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679x.2004.00162.x>
- [26] Firth, M. and Rui, O., "Voluntary Audit Committee Formation and Agency Costs," *International Journal of Accounting and Performance Evaluation*, 4, 142~160, 2007.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1504/IJAPE.2007.015231>
- [27] Dey, A., "Corporate Governance and Agency Conflicts," *Journal of Accounting Research*. 46(5), 1143~1181, 2008.
- [28] Lee. S. C., Park, J. and Yoon, J. C., "Determinants of Voluntary Audit Committee Formation - Focusing on Agency Costs and Monitoring Incentives," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 48(2), 289~322, 2008.
- [29] Seo, Y.-M, Goh, J.-M. and Lee, H.-Y., "Association between Outside Directors' Characteristics and Management Compensation Based on Firm Performance," *Accounting Research*, 15(2), 1~31, 2010.
- [30] Cho, Y. G., "An Empirical Investigation of Relationships Between Firm Performance and CEO Turnover: On the Chaebol Conglomerates," *Productivity Review*, 27(2), 141~167, 2013.

조 영 곤(Young-Gon Cho)

[정회원]



- 1987년 8월 : 연세대학교 대학원 경영학과 (경영학 석사)
- 1999년 8월 : 서울대학교 대학원 경영학과 (경영학 박사)
- 2002년 9월 ~ 2011년 2월 : 동국대학교 경상학부 교수
- 2011년 3월 ~ 현재 : 상명대학교 국제통상학과 교수

<관심분야>

기업지배구조, 국제합작투자, 외국인투자