

## 경영자 보상의 하방경직성에 영향을 미치는 요인

지성권\*

### <요 약>

본 연구에서는 국내 상장 제조기업을 대상으로 경영성과에 대해 경영자 보상이 하방경직적으로 반응하는지를 분석하고, 이런 경영성과에 대한 하방경직적 보상민감도가 기업 내 경영자의 역할비중에 따라 어떻게 달라지는지를 분석하는데 있다.

2006년부터 2009년까지 250개 상장제조기업, 1,000개 기업-연도 자료를 바탕으로 이 상에서 제시한 연구목적을 실증분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 우리나라 상장제조기업의 경우 경영성과(ROA)에 증감에 대해 경영자 보상이 하방경직적으로 반응하는 것으로 나타났다. 구체적으로 경영성과의 증가에 대해 경영자 보상의 증가보다, 경영성과의 감소에 대한 경영자 보상의 감소폭이 작은 것으로 나타났다. 둘째, 기업 내 경영자 역할비중에 따라 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 존재하는지를 분석한 결과 이들 요인들이 경영자 보상의 하방경직성에 보다 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 구체적으로 기업 내 경영자 역할비중 및 영향력이 보다 클 것으로 기대되는 기업특성으로 투자기회집합의 크기, 무형자산 가치, 경영환경의 불확실성, 기업규모, 조직구조의 복잡성을 고려하였는데, 기업규모를 제외한 나머지 특성들을 가지는 기업에서 경영자 보상의 하방경직성이 더욱 커지는 것으로 나타났다. 그러나 기업규모의 경우 기대와 달리 하방경직성이 완화되는 것으로 나타났는데, 이는 기업규모가 큰 기업의 경우 경영성과와 연계된 경영자 보상제도가 더욱 잘 구축되어 있기 때문일 것으로 판단된다.

이상의 연구결과는 경영자 보상이 성과의 증감에 따라 차별적으로 반응한다는 기존의 선행연구의 결과를 확인한 것이고, 나아가 이런 비대칭적 성과-보상 민감도가 왜 발생하는지에 대한 이유를 기업 내 경영자의 역할비중 및 영향력에서 찾아 보았다는데 연구의 의의를 찾을 수 있다.

핵심주제어 : 경영자 보상의 하방경직성, 경영성과, 투자기회집합

논문접수일: 2010년 12월 03일    수정일: 2010년 12월 22일    게재확정일: 2010년 12월 22일

\* 부산대학교 경영학부 교수, chisk@pusan.ac.kr

† 이 논문은 2009년도 부산대학교 인문사회연구기금의 지원을 받아 연구되었음.

## I. 서 론

기업 내 주주와 경영자간의 대리문제가 존재하는 상황에서, 주주는 경영자 보상계약을 통해 경영자 보상을 성과와 연계시킴으로써 주주-경영자 간 대리문제를 완화시키고자 한다. 즉, 경영자 보상계약은 경영자의 대리문제를 완화시킬 수 있는 효과적인 통제수단이 될 수 있다(Lambert and Larcker, 1987 등).

기업이 경영자에게 성과와 연계하여 보상을 지급한다면, 경영자 보상은 성과의 증가 혹은 감소에 따라 영향을 받는다. 성과가 증가한 기업 혹은 성과목표를 달성한 기업의 경우 그에 맞게 보상도 증가하게 될 것이고, 반대로 성과가 감소한 기업의 경우 그에 대한 보상도 줄어들어야 한다. 일반적으로 경영자 보상이 성과의 증감에 대해 민감하다는 것은 성과의 증감에 대해 대칭적으로 움직여야 한다는 것을 의미한다. 그러나 성과의 증가에 따른 보상의 증가 정도와 성과의 감소에 따른 보상의 감소 정도는 기업마다 상이할 수 있다. 즉, 일부 기업은 성과의 증가에 따른 보상의 증가 정도와 성과의 감소에 따른 보상의 감소 정도가 비슷할 수 있으나, 성과의 증가에 따른 보상의 증가 정도와 성과의 감소에 따른 보상의 감소가 비대칭적(stickiness)일 수도 있다. 성과의 증감에 대한 보상의 비대칭적 움직임은 기업마다 상이할 것으로 판단되고, 이는 기업의 특성, 기업 내에서의 경영자의 영향력, 지배구조 형태, 금전적 보상이외의 다른 동기부여도 구 등에 영향을 받을 것으로 기대된다.

경영성과의 변화에 따른 보상의 비대칭적 증감이 존재하는지를 규명한 연구는 국내외를 막론하고 거의 진행되지 못했다. 이는 우리나라의 경우 경영자 보상자료에 대한 전자공시가 1998년 이후에나 이루어졌고, 최고경영자 1인에 대한 보상, 혹은 경영진에 속한 임원에 대한 보상자료가 개인별로 이루어지지 않고 있기 때문이다. 이런 열악한 연구환경에도 불구하고 안태식과 이용규(2003)의 연구에서는 실제 우리나라 상장기업 경영자를 대상으로 경영자 보상의 하방경직성(경영성과 변화에 대한 비대칭적 민감도)이 존재하는지를 분석하였는데, 이들 연구에서는 실제 경영자 보상이 경영성과의 증감에 따라 대칭적으로 변화하지 않고, 비대칭적 민감도가 존재한다는 사실을 실증적으로 규명하였다. 그러나 이들 연구의 결과는 단순히 우리나라의 상장기업에서 경영자 보상에 비대칭적 민감도가 존재한다는 사실만을 확인했을 뿐 이들 비대칭적 민감도에 영향을 미치는 요인이 무엇인지를 살펴보지 못했다는 한계가 존재한다. 따라서 본 연구에서는 안태식과 이용규(2003)의 연구결과와 경영자 보상과 관련된 다양한 선행연

구들의 결과를 바탕으로 경영성과에 대한 경영자 보상의 비대칭적 민감도가 존재하는지를 규명하고, 이들 비대칭적 민감도의 크기에 영향을 미치는 요인이 무엇인지를 밝혀보고자 한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 관련선행연구를 검토하고 이를 바탕으로 가설을 설정하였다. 제 III장에서는 연구가설 검증을 위한 연구모형, 변수에 대한 조작적 정의, 표본에 대해 설명하고, 제 IV장에서는 실증분석결과를, 마지막 V장에서는 연구의 결론에 대해 기술하였다.

## II. 선행연구 및 연구가설

### 1. 경영성과에 경영자 보상의 하방경직적 민감도

관리회계 관점에서의 경영자 보상에 관한 지금까지의 연구는 기업특성 및 계약환경을 고려한 경영자 보상의 적정수준이 어느 정도인지에 관한 연구, 경영자 보상의 형태(경영자 총 보상 중 변동보상과 고정보상이 차지하는 상대적 비중, 경영자 총 보상 중 주식관련보상과 현금보상 사이의 적절한 배합)에 관한 연구 (Stroh et al., 1996; Anderson et al., 1999 등), 경영자 보상의 결정에 이용될 경영성과와 경영자 보상 사이의 민감도 결정에 관한 연구 등으로 요약할 수 있다 (Lambert and Larcker, 1987; Sloan, 1993 등).

먼저 경영자 보상 수준을 결정하는 결정요인이 무엇인지에 관한 연구에서는 다양한 기업특성 및 계약환경에 따라 경영자 보상 수준이 달라질 수 있음을 제시하면서 경영자 보상수준에 영향을 미치는 요인으로 기업규모, 경영성과, 투자기회집합, 기업위험, 기업지배구조 등을 제시하였다((Jensen and Murphy, 1990; 황인태, 1995; 김태수 등, 1999 등). 이들 연구결과를 종합하면 일반적으로 기업규모가 크고, 경영성과가 양호하며, 투자기회집합(성장 가능성)의 크기가 큰 기업에서 경영자에게 보다 높은 수준의 보상이 지급되고, 아울러 기업위험이 보다 큰 기업에서 경영자에게 위험부담에 대한 보상으로 보다 높은 수준의 보상이 지급되며, 기업지배구조가 취약하여 경영자를 적절히 견제하지 못하는 기업의 경우 적정수준의 보상을 넘어선 초과보상이 지급된다는 것이다.

경영자에게 지급하는 보상의 형태 및 적정 배합비율에 대해 분석한 선행연구들 또한 기업의 특성 및 계약환경, 경영자 특성에 따라 경영자에게 지급되는 보

상을 다양하게 가져갈 필요가 있다고 제시하였다(Stroh et al., 1996; Anderson et al., 1999 등). 이들 연구들은 경영자에게 보다 장기적인 기업가치 향상을 유도하기 위해, 경영자의 부를 주주 부와 연계시키기 위해 스톡옵션과 같은 주식 관련 보상을 경영자에게 적절히 지급해야 함을 강조하였고, 효율적 유인제공은 이들 보상형태가 기업특성 및 계약환경 등에 따라 적절히 조절되는 것이라고 주장하고 있다.

한편 경영자 보상에 관한 연구 중 본 연구의 주제와 보다 밀접한 관련성이 있는 것이 경영자 보상과 기업성과 사이의 민감도와 관련된 주제이다. 일반적으로 주주는 경영자의 사적효익 추구에 기인된 대리문제를 보다 완화시키고, 경영자의 이해관계를 주주와 일치시키기 위해 경영자 보상을 기업의 성과와 연계시키게 된다. 일반적으로 주주가 경영자 보상계약에 사용될 수 있는 성과는 크게 회계성과(회계이익, 매출액, 현금흐름)와 시장성과(주식관련성과)로 요약할 수 있는데, 대표적으로 Lambert and Larcker(1987)의 연구는 경영자보상에서 회계성과측정치와 주식관련 성과측정치가 어떻게 사용되는지에 대한 가장 기본적인 연구로 경영자보상에 사용되는 회계성과측정치와 주식관련 성과측정치의 민감도는 경영자의 투입노력에 대한 신호-잡음 비율(signal-to-noise ratio)의 상대적 크기에 의존한다고 주장하였다. 즉, 경영자의 투입노력에 대한 잡음(noise)이 많은 성과변수는 경영자 보상 결정에서의 가중치는 작아지는 반면, 경영자의 투입노력에 대한 잡음이 적은 성과변수의 가중치는 증가한다는 것이다. Sloan(1993)은 주식관련 성과측정치와 더불어 회계성과측정치가 추가적으로 경영자보상에 사용되는 원인을 분석하였는데, 분석결과 경영자보상에 사용되는 회계성과측정치는 주식관련 성과측정치(주식수익률)가 가지고 있는 통제할 수 없는 체계적 위험의 보완적 역할을 수행할 수 있으며, 경영자의 노력투입에 대한 증분정보력을 제공할 수 있으므로 경영자 보상계약에 널리 활용된다는 것이다. 결국 이들 연구들의 결론은 회계성과측정치, 주식성과측정치가 보상 계약에 사용되는 가중치는 기업마다 상이할 수 있으나 많은 기업에서 경영자의 대리문제 완화를 위해 보상을 성과와 연계시킨다는 것이다.

그러나 성과-보상 민감도를 연구한 대부분의 연구들의 단점은 경영성과의 증감이 경영자 보상의 증감에 영향을 미친다는 것은 규명하였으나, 경영자 보상의 변화정도가 경영성과의 변화 방향에 따라 차이를 보이는지, 만약 비대칭적 민감도를 보인다면 이런 비대칭적 민감도를 야기시키는 원인이 무엇인지에 대해서는 규명하지 못하였다(안태식과 이용규, 2003).

경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 존재하는지에 대한 최

초의 연구인 안태식과 이용규(2003)의 연구에서는 경영자 보상이 직접재료, 직접노무원가와 같은 공학적 원가로서의 성격이 약하고, 오히려 임의적 또는 재량적 지출의 성격이 강하여 활동수준과 특정한 함수관계를 가질 수 없고, 경영자 보상은 발생주체와 관리주체의 구분이 쉽지 않아 긴밀한 관리가 쉽지 않은 원가항목이므로 성과가 향상될 경우 경영자 보상은 쉽게 향상되나 성과가 하락할 경우 성과에 비례하여 감소하지는 않는다고 주장하였다. 실증분석 결과에서도 다양한 회계성과측정치와 경영자 현금보상 사이에 하방경직적 민감도를 가지는 것으로 분석되었다.

이들 연구는 경영자 보상을 원가 측면에서 분석하였다. 만약 경영자 총 보상 중 성과에 근거해서 지급하는 보너스 부분이 상당히 적다면(반대로 총 보상의 대부분을 고정비 형태의 급여 등이 차지한다면) 성과가 향상될 때 보너스 부분이 늘어날 수 있지만, 성과가 줄어들더라도 고정비 형태로 미리 받기로 되어 있는 부분 이하로는 줄어들지 않을 것이므로 경영자 보상이 경영성과 증감에 대해 하방경직적 민감도를 보일 것으로 예상할 수 있다.

그러나 경영자 보상 중 성과에 근거한 변동보상 부분이 많다고 가정하면, 오히려 경영자 보상은 경영성과의 증감에 비례하여 증감하게 될 것이고, 하방경직적 민감도가 완화될 수 있다. 주식관련 보상 등 변동보상의 크기가 경영자 총 보상에서 차지하는 비중이 크지 않다는 국내 연구결과(유상렬, 1999; 안태식과 이용규, 2003; 신성욱, 2007 등)를 고려하면 국내 상장제조기업의 경영자 보상은 대부분 고정비 형태의 보상 부분이 큰 비중을 차지할 것이고, 이럴 경우 경영성과 증감에 대해 경영자 보상의 하방경직적 민감도를 가질 것으로 예상할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설설정이 가능하다.

**[가설 1] 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 존재할 것이다.**

## 2. 경영자 영향력과 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도

만약 변동보상 부분이 많음에도 불구하고 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 존재한다면 이는 원가측면에서 살펴본 안태식과 이용규(2003)의 연구와는 다른 이론적 접근이 필요할 것으로 판단된다.

기업특성 및 계약환경에 따라 경영성과의 변화에 따른 경영자 보상의 비대칭

적 증감이 존재하는지를 규명한 연구는 국내외를 막론하고 거의 진행되지 못했다. 단편적이기는 하나 안태식과 이용규(2003)의 연구에서는 실제 우리나라 상장기업 경영자를 대상으로 경영자 보상의 하방경직성(경영성과 변화에 대한 비대칭적 민감도)이 존재하는지를 분석하였는데, 이들 연구에서는 실제 경영자 보상이 경영성과의 증감에 따라 대칭적으로 변화하지 않고, 비대칭적 민감도가 존재한다는 사실을 실증적으로 규명하였다. 그러나 이들 연구의 결과는 단순히 우리나라의 상장기업에서 경영자 보상에 비대칭적 민감도가 존재한다는 사실만을 확인했을 뿐 이들 비대칭적 민감도에 영향을 미치는 요인이 무엇인지를 살펴볼 수 없었다는 한계가 존재한다.

경영성과가 향상될 때는 경영자 보상이 증가하면서, 경영성과가 감소할 경우에는 증가할 때에 비해 비대칭적으로 움직이는 이유는 무엇인가? 본 연구에서는 하방경직적 성과-보상 민감도의 원인으로 기업 내 경영자의 상대적 중요성 및 영향력의 크기에 초점을 맞추어 보았다.

일반적으로 기업 내 경영자의 상대적 중요성 및 영향력이 크다면, 해당 기업의 경영자는 자신의 보상 계약에도 영향력을 행사할 가능성이 크다. 경영자는 주주 가치 극대화를 위한 의사결정을 하기 보다는 자신의 효익 극대화를 위한 의사결정을 하기 원한다. 만약 보상 설계에서도 자신의 영향력을 행사할 수 있다면 자신에게 유리한 보상계약을 유도할 것이고, 그럴 경우 경영성과의 향상에 대해서는 자신의 보상을 증가시키는 반면, 경영성과의 감소에 있어서는 그 만큼 보상을 줄이지 않을 가능성이 높다.

경영자 보상의 하방경직성에 영향을 미치는 요인이 무엇인지에 대한 직접적인 선행연구는 국내외를 불문하고 전무하다. 다만 경영자 보상과 관련된 기존의 다양한 선행연구들을 바탕으로 경영자 역할비중 측면에서 하방경직적 경영자 보상 행태에 영향을 미칠 것으로 예상되는 다양한 변수들을 바탕으로 가설을 설정하면 다음과 같다.

## 2.1 투자기회집합의 크기

기업경영에 있어 경영자역할은 전략을 수립, 실행하며, 혁신기술과 설비자산에 투자하는 역할을 수행한다. 그리고 경영자가 수립한 전략에 따라 인적, 물적 자산에 대한 투자 즉, 기업의 투자기회집합(investment opportunity set)이 결정된다. 투자기회집합은 기업의 미래 성장기회를 제공하기 때문에 투자기회집합의 크기가 큰 기업의 경우 미래 높은 수준의 성장을 기대할 수 있는 기업이다 (Smith and Watts, 1992; Gaver and Gaver, 1993 등).

투자기회집합이 클수록 경영자의 의사결정범위가 확대되고, 경영자의 의사결정이 기업의 미래를 결정하게 되므로 경영자의 역할비중이 증가하게 된다. 또한 투자기회집합의 크기가 큰 기업의 경우 미래 성장에 대한 많은 아이디어를 경영자가 보유하고 있고, 경영자의 업무량, 기업의 위험, 정보비대칭이 증가하므로 경영자 보상 설계에 있어서 경영자의 영향력이 높을 수 있다(지성권 등, 2004). 또한 이들 기업은 미래 성장을 위한 과감한 투자를 많이 하는 기업이므로 투자 증가에 따른 회계성과가 감소하더라도 그 책임을 경영자에게 전가시켜 경영자 보상을 줄일 유인이 적다. 따라서 경영성과의 증가에 대한 경영자 보상의 증가보다 경영성과의 감소에 대한 경영자 보상의 감소가 더 경직적일 것으로 기대할 수 있다.

**[가설 2-1] 투자기회집합이 클수록 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방 경직적 민감도가 더 클 것이다.**

## 2.2 무형자산비중

정보화, 지식사회에서 기업의 주된 가치동인은 화폐자산과 유형자산이 아니라, 이를 결합하여 기업 전체의 시너지 효과를 높이는 무형자산이다. 최근 기업 가치 중에서 무형자산이 차지하는 비중이 점차 높아지고 있는 것은 이를 뒷받침하는 간접적 증거라 할 수 있다(Lev 2001; Low and Kalafut 2002 등).

조직구조가 기업전략과 적합할수록, 경영통제시스템이 제조전략과 적합할수록, 제조전략과 조직구조의 적합성 및 제조전략과 성과측정치와의 적합성이 높을수록 무형자산 가치가 높고 경영성과가 향상된다(Chenhall and Morris 1986; Daniel and Reitsperger 1991; Abernethy and Lillis 1995 등). 이런 적합성을 높이는 의사결정은 경영자에 의해 수행된다. 경영자는 신규투자와 무형자산 가치를 높이는 경영시스템의 수립에 공헌도가 높다고 볼 수 있다. 즉, 기업이 투자한 자본으로부터 무형자산 가치를 창출하는 데에는 경영자의 공헌도가 상대적으로 크다고 할 수 있다. 따라서 기업의 무형자산가치가 큰 기업의 경영자는 해당 기업에서의 상대적 영향력이 클 것이라 예상할 수 있고, 이럴 경우 그렇지 않은 기업에 비해 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 클 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 가설설정이 가능하다.

**[가설 2-2] 무형자산가치가 클수록 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방 경직적 민감도가 더 클 것이다.**

### 2.3 경영환경의 불확실성

Stroh et al.(1996)의 연구결과에 의하면, 직무정형화수준이 높을수록 변동보상이 차지하는 비중이 낮아진다. 이는 직무정형화수준이 높을수록 직무수행자의 투입노력, 직무결과에 대한 정보비대칭(대리비용)이 작다는 것을 의미한다. 경영불확실성이 높을수록 직무정형화 수준이 낮아진다는 것을 감안하면 직무수행자의 투입노력, 직무결과에 대한 정보비대칭은 경영불확실성이 높은 기업일수록 높아진다.

일반적으로 경영자의 직무는 상대적으로 정형화되어 있지 않다. 따라서 경영자와 관련된 대리비용이 상대적으로 높을 수 있다. 만약, 다른 조건이 동일하다면 경영환경의 불확실성이 높을수록 이에 대처하기 위한 경영자의 투입노력, 의사결정결과에 대한 예상이 어렵게 된다. 또한 기업가치는 경영자의 경영능력에 더 많이 의존하게 될 것이지만, 반대로 안정적 경영환경에 속한 기업의 경우 상대적으로 경영자 의사결정의 중요성이 낮아질 것으로 판단된다. 결국 경영환경의 불확실성이 높은 기업의 경우 기업가치 창출은 경영자의 경영능력에 더 많이 의존하게 될 것이며, 기업 내 경영자의 역할비중 및 영향력이 더욱 높을 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 경영환경의 불확실성과 경영자 보상의 하방경직적 민감도 사이에 다음과 같은 가설 설정이 가능하다.

**[가설 2-3] 경영환경의 불확실성이 높을수록 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 더 클 것이다.**

### 2.4 기업규모

일반적으로 기업 규모가 상대적으로 큰 기업의 경우 능력있는 경영자에 대한 기업의 수요가 증가한다. 이는 규모가 큰 기업을 다루기 위해서는 경영자로서의 경험과 노하우가 절실히 요구되며, 이런 기업일수록 경영자의 기업 내 중요성 및 영향력이 증가할 수 있다.

기업규모와 경영자 보상 사이의 관련성에 대해 연구한 Resen(1982), Nowlin(1999)의 연구에서는 기업규모가 크면 경영자의 업무범위의 확대, 경영자의 통제범위의 증가 등으로 경영자에게 보다 높은 수준의 보상이 주어질 것이라고 밝히고 있다. 이는 능력있는 경영자에 대한 기업의 수요가 높기 때문에 경영자에게 주어지는 보상 또한 높을 수 있다는 것을 실증적으로 규명한 것이다. 달리 설명하면 기업규모가 큰 기업의 경우 기업 내에서 경영자의 중요성 및 영향력



또한 증가하게 될 것이고, 스스로 자신의 보상계약에 영향력을 행사하여 자신에게 유리한 보상계약을 유도할 수 있다. 따라서 기업규모와 경영자 보상의 하방경직적 민감도 사이에 다음과 같은 가설설정이 가능하다.

**[가설 2-4] 기업규모가 클수록 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 더 클 것이다.**

## 2.5 조직구조의 복잡성

경영자의 주요 의사결정범위는 기업의 전략수립과 신규투자에 관한 것이다. 이러한 의사결정범위의 차이는 기업 내 조직구조(hierarchy)의 영향을 받는다. 즉, 다양한 사업내용 또는 제품구성을 가진 기업일수록 조직구조가 복잡해지고, 경영자의 의사결정범위가 확대된다. 이는 기업의 조직구조가 복잡할수록 경영자의 책임범위는 더 확대된다는 것을 의미한다(Weiden 2001).

복잡한 조직구조를 가진 기업일수록 경영자의 의사결정범위가 확대되고, 그 결과 경영자의 의사결정이 기업가치에 미치는 영향이 더 커지게 된다. 따라서 조직구조가 복잡할수록 경영자에 대한 감시, 통제비용이 증가하고, 경영자의 대리비용도 증가하게 된다. 이는 조직구조가 복잡할수록 경영자의 영향력이 증가할 수 있음을 의미하며 실제 자신의 보상설계에 영향력을 행사하게 자신에게 유리한 보상계약을 체결할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정한다.

**[가설 2-5] 조직구조가 복잡할수록 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 더 클 것이다.**

## Ⅲ. 연구설계

### 1. 연구모형

본 연구는 경영성과의 증감에 대해 경영자 보상이 하방경직적 민감도를 가지는지를 분석하고, 하방경직적 민감도에 기업 내 경영자의 상대적 중요성 및 영향력이 영향을 미치는지를 분석하는데 있다. 우선 경영자 보상의 하방경직적 민

감도가 존재하는지에 대한 분석모형을 <식 1>에 제시하였다.

$$\Delta \ln[Comp_{i,t}] = \beta_0 + \beta_1 * DD_{i,t} + \beta_2 * \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \langle \text{식 1} \rangle$$

여기서,  $\Delta \ln[comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,

$DD_{i,t}$  :  $ROA_{i,t} < ROA_{i,t-1}$  이면 1, 그렇지 않으면 0 인 더미변수,

$\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분

<식 1>은 경영성과 증감에 따라 경영자 보상의 차별적 민감도가 존재하는지를 검증하고자 하는 모형이다. 모형 (1)에서  $\beta_2$ 의 값은 회계성과(총자산경상이익률)의 변동에 따른 경영자 보상의 민감도를 나타낸다. 기존의 선행연구 결과를 바탕으로  $\beta_2$ 는 양(+)의 기대부호를 가질 것으로 예상할 수 있다(안태식과 이용규, 2003). 한편  $\beta_2 + \beta_3$ 는 회계성과의 감소에 대한 경영자 보상의 민감도를 나타내며, 만약 안태식과 이용규(2003)의 연구와 동일하게 경영자 보상에 하방경직성(비대칭적 성과-보상 민감도)이 존재한다면  $\beta_2 + \beta_3 < \beta_2$ 가 성립하게 되고, 따라서  $\beta_3$ 는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상할 수 있다.

이상의 <식 1>은 기존의 선행연구와 동일하게 경영자 현금보상이 회계성과 증감에 따라 차별적 민감도가 존재하는지를 검증하고자 하는 연구모형이다. 본 연구의 주된 관심사는 이런 차별적 민감도가 기업 내 경영자 영향력에 따라 달라질 수 있는지의 여부이다. 이를 분석하기 위한 연구모형을 <식 2>에서 부터 <식 6>까지 제시하였다. 연구가설에도 제시하였듯이 경영자 영향력에 대한 대리변수로 본 연구에서는 투자기회집합(성장가능성), 무형자산 비중, 기업위험, 기업규모, 조직구조의 복잡성 등을 고려하였다.

$$\begin{aligned} \Delta \log[Comp_{i,t}] = & \beta_0 + \beta_1 * DD_{i,t} + \beta_2 * \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} \\ & + \beta_4 * IOS_{i,t} + \beta_5 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * IOS_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

<식 2-1>

$$\begin{aligned} \Delta \log[Comp_{i,t}] = & \beta_0 + \beta_1 * DD_{i,t} + \beta_2 * \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} \\ & + \beta_4 * IA_{i,t} + \beta_5 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * IA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

<식 2-2>

$$\begin{aligned} \Delta \log[Comp_{i,t}] = & \beta_0 + \beta_1 * DD_{i,t} + \beta_2 * \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} \\ & + \beta_4 * FRisk_{i,t} + \beta_5 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * FRisk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

<식 2-3>

$$\begin{aligned} \Delta \log[Comp_{i,t}] = & \beta_0 + \beta_1 * DD_{i,t} + \beta_2 * \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} \\ & + \beta_4 * FSize_{i,t} + \beta_5 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * FSize_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

<식 2-4>

$$\begin{aligned} \Delta \log[Comp_{i,t}] = & \beta_0 + \beta_1 * DD_{i,t} + \beta_2 * \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} \\ & + \beta_4 * HI_{i,t} + \beta_5 * DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * HI_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

<식 2-5>

여기서,  $\Delta \ln[comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,  
 $DD_{i,t}$  :  $ROA_{i,t} < ROA_{i,t-1}$  이면 1, 그렇지 않으면 0 인 더미변수,  
 $\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분,  $IOS_{i,t}$  : 투자기회집합,  
 $IA_{i,t}$  : 무형자산가치,  $FRisk_{i,t}$  : 경영환경의 불확실성,  
 $FSize_{i,t}$  : 경영환경의 불확실성,  $HI_{i,t}$  : 조직구조의 복잡성

경영자의 영향력 혹은 경영자의 역할비중이 보다 높을 것으로 기대되는 기업의 경우 경영자의 하방경직적 보상 형태가 더욱 커질 수 있다. 따라서 <식 2-1>부터 <식 2-5>까지의 모든  $\beta_5$ 의 계수값이 음(-)의 값을 가질 것으로 기대된다.

## 2. 변수의 조작적 정의

### 2.1 종속변수

기업에서 사용할 수 있는 경영자보상의 경우 현금 및 주식상여금, 스톡옵션 등 그 지급형태가 다양한데, 본 연구에서는 경영자에게 지급된 보상 중 현금보상만을 그 대상으로 하였다. 이는 현금보상이 경영자 보상 중 대부분을 차지하고(유상렬 1999, 안태식과 이용규 2003 등), 주식관련보상을 측정하기가 매우 까다롭기 때문이다. 또한 본 연구의 주된 목적이 회계성과측정치에 대한 경영자 보상의 차별적 민감도를 연구하는 것이기 때문에 회계성과와 보다 밀접한 관련

이 있는 현금보상만을 주된 대상으로 하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$\ln[Comp_{i,t}]$  : i기업의 t연도 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값

$$\Delta \ln[Comp_{i,t}] = \ln[Comp_{i,t}] - \ln[Comp_{i,t-1}]$$

## 2.2 설명변수

### 2.2.1 경영성과

본 연구에서는 경영자 보상으로 현금보상만을 고려하였다. 따라서 기업의 경영성과도 현금보상과 보다 밀접한 관련성이 있는 것으로 밝혀진 회계성과측정치를 고려하여 분석하였다. 대표적인 회계성과측정치로 기존의 선행연구에서 가장 많이 사용한 변수는 ROI 개념인 총자산영업이익률(ROA)이다(Lambert and Lacker, 1987 등). 실증분석에 사용된 경영성과 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$ROA$  : 자기자본경상이익률 = i기업의 t연도 경상이익 / 총자산

$$\Delta ROA_{i,t} = ROA_{i,t} - ROA_{i,t-1}$$

### 2.2.2 투자기회집합

투자기회집합의 크기를 측정할 많은 선행연구들에 의하면 일반적으로 투자기회집합이 큰 기업의 경우 장부가치 대비 시장가치의 비중이 크다고 제시하고 있다(Smith and Watts, 1992; Gaver and Gaver 1993). 본 연구에서도 기존의 선행연구에서 주로 사용했던 방법을 원용하여 총자산의 장부가치 대비 시장가치의 비율을 측정하여 이를 투자기회집합에 대한 대리변수로 사용하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$IOS_{it}$  : i기업의 t연도 투자기회집합의 크기

$$\text{투자기회집합의 크기} = \text{총자산의 시장가치} / \text{총자산의 장부가치}$$

### 2.2.3 무형자산가치

일반적으로 많은 선행연구에서 인적자산, 기술력 등과 같은 무형의 자산비중이 큰 기업의 경우 1주당 장부가치에 비해 1주당 시장가격이 크게 나타난다고 제시하고 있다(Dzinkowski, 1999; Core and Guay, 2001). 재무상태표 상의 기

업의 무형자산은 대부분이 외부 취득 산업재산권, 기업결합으로 인한 영업권, 개발비 등이다. 본 연구의 주된 관심은 재무상태표에 기록되지 않은 기업 내부 역량, 인적자산, 기술력 등과 관련된 무형의 요소들이므로 단순히 재무상태표상의 무형자산 크기를 무형자산의 가치에 대한 대리변수로 정의하기에는 부적합 할 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 기존의 선행연구에서 사용한 방법을 원용하여 기업의 무형자산 가치를 다음과 같이 정의하였다.

$IA_{i,t} = \ln(MVPS_{i,t}) - \ln(BVPS_{i,t})$  : i기업의 t연도 무형자산 가치

여기서  $\ln(MVPS_{i,t})$  : i기업의 t연도말 1주당 가격의 자연대수 값

$\ln(BVPS_{i,t})$  : i기업의 t연도말 1주당 자기자본 장부가액의 자연대수 값

#### 2.2.4 경영환경의 불확실성

경영환경의 불확실성(기업의 위험)이 큰 기업의 경우 경영자가 부담하는 보상에 대한 위험 또한 커지게 된다. 따라서 경영환경의 불확실성이 큰 기업의 경우 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직성이 더욱 커질 수 있다. 경영환경의 불확실성에 대한 대리변수로 많은 선행연구들은 과거 주식수익률의 분산(또는 표준편차)을 주로 사용하고 있다(Core et al., 1999 등). 본 연구에서도 선행연구들에서 사용했던 방법을 원용하여 과거 36개월동안 월별 주식수익률의 분산을 경영환경의 불확실성에 대한 대리변수로 사용하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$FRisk_{i,t}$  : i기업의 t연도말 직전 36개월 월별 주식수익률의 분산

#### 2.2.5 기업규모

많은 선행연구들에서 기업규모에 대한 대리변수로 매출액, 총자산, 총 종업원 수 등을 사용하고 있다(Resen, 1982; Nowlin, 1999 등). 본 연구의 표본 대상인 상장 제조기업 내에서도 기업규모는 큰 차이를 보이는데 일반적으로 기업규모를 회귀모형에 포함시켜 분석할 경우 종속변수와 독립변수 간의 보다 강력한 선형관계를 유도하기 위해 이들 값들에 자연대수를 취하여 분석하고 있다. 본 연구에서도 기존의 선행연구에서 사용한 방법을 원용하여 총자산에 자연대수를 취하여 기업규모에 대한 대리변수로 사용하였다.

$FSize_{i,t}$  : i기업의 t연도 총자산의 자연대수 값

### 2.2.6 조직구조의 복잡성

Holthausen et al.(1995), Weiden(2001)의 연구에서는 일반적으로 다각화가 보다 많이 되어 있는 기업이 조직구조가 더욱 복잡할 것이라고 제시하면서, 기업의 다각화수준을 측정하는 변수로 Herfindahl index를 제시하였다. 이는 각 부문별 매출액이 기업전체매출액에서 차지하는 비율의 제곱의 합을 사용하여 산출한 값인데, 이 값이 1에 가까울수록 조직구조가 단순하다는 것을 의미하고, 반대로 0에 가까울수록 조직구조가 복잡하다는 것을 의미한다(지성권 등, 2004). 본 연구에서는 다른 변수들과의 일관성을 유지하기 위해 1에서 Herfindahl index를 차감한 값을 사용하였고, 따라서 이 값이 0에 가깝다는 것은 조직구조가 단순하다는 것을, 1에 가까우면 조직구조가 복잡하다는 것을 의미한다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$$HI_{i,t} = 1 - \sum_{k=1}^n \left( \frac{DSales_{i,k,t}}{Sales_{i,t}} \right)^2$$

여기서  $Sales_{i,t}$  : i기업, t연도 전체매출액

$DSales_{i,k,t}$  : i기업의 t연도 k사업부 매출액

### 2.3 표본

본 연구의 주된 목적은 기업특성에 따라 회계성과에 대한 경영자 현금보상의 하방경직성에 차이가 있는지를 분석하기 위한 것이다. 이를 위해 본 연구는 표본대상을 사업보고서에 경영자 1인당 보상자료를 제시한 상장 제조기업으로 한정하였으며, 회계정책의 큰 변화가 있었던 2006년 이후 기업을 대상으로 분석하였다.

실증분석을 위해 사용한 표본기업은 한국 증권 선물거래소(Korea Stock Exchange, KRX)에 2006년부터 2009년까지의 상장 제조기업 중 12월 결산법인에 한정하였으며, 자본잠식, 실증분석을 위한 자료 미제출 기업 등을 제외한 총 1,000개 기업-연도 자료를 활용하여 실증분석에 사용하였다.

기업의 주가 및 주요 재무제표 자료의 입수는 한국상장회사 협의회에서 제공하는 TS2000 및 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서를 이용하였다.

## IV. 실증분석결과

### 1. 기초통계량

경영성과에 대한 경영자 보상이 하방경직적 민감도를 가지는지를 실증 검증하기에 앞서 연구모형에서 사용한 변수들에 대한 기초통계량을 <표 1>에 제시하였다.

<표 1> 변수의 기초통계량

변수	평균값	표준편차	최소값	최대값
$\Delta \ln[comp_{i,t}]$	0.0857	0.4517	-3.8526	3.7751
$\Delta ROA_{i,t}$	0.0012	0.0494	-0.4756	0.4599
$IOS_{i,t}$	0.9354	0.4239	0.1095	4.3566
$IA_{i,t}$	-0.3962	0.8847	-4.2565	2.2643
$FRisk_{i,t}$	0.1625	0.1505	0.0408	1.7186
$FSize_{i,t}$	26.5416	1.4659	23.3241	32.0856
$HI_{i,t}$	0.1823	0.2489	0.0000	0.8191

주) 1)  $\Delta \ln[comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,  
 $\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분,  
 $IOS_{i,t}$  : 투자기회집합,  $IA_{i,t}$  : 무형자산가치,  $FRisk_{i,t}$  : 경영환경의 불확실성,  
 $FSize_{i,t}$  : 기업규모,  $HI_{i,t}$  : 조직구조의 복잡성.

우선 경영자 보상의 변화에 대한 평균값을 살펴보면 0.0857이고, 최소값과 최대값이 평균을 중심으로 비슷한 편차를 보이는 것으로 나타났다. 이는 변수값이 이상치가 존재하지 않는 것으로 해석할 수 있으며, 표본기간동안 대체로 경영자 보상이 증가했다는 것을 의미한다. 아울러 경영자 1인당 보상 변화와 동일하게 총자산영업이익률 또한 평균적으로 증가한 것으로 나타났다.

성장성은 총자산의 장부가치 대비 시장가치 비율로 측정하였는데, 평균값이 1보다 적게 나와 많은 기업들이 장부가치에 비해 실제 시장가치가 저평가 되어 있는 것으로 보이며, 1부 상장기업만을 대상으로 하여 기업규모도 큰 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다.

조직구조의 복잡성의 경우 평균값이 0.1823으로 0에 가까운 값을 보여, 많은 기업들이 사업부를 다양하게 나누고 있지 않다는 것을 알 수 있다.

## 2. 상관관계분석

<표 2> 상관관계 분석

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
①	1						
②	0.112**	1					
③	0.027	0.009	1				
④	0.017	-0.014	0.808**	1			
⑤	-0.013	0.055	0.069*	0.058	1		
⑥	0.017	-0.055	0.311**	0.304**	-0.127**	1	
⑦	0.027	-0.018	0.121**	0.084**	0.063*	0.227**	1

- 주) 1) ①  $\Delta \ln[\text{comp}_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,  
 ②  $\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분, ③  $IOS_{i,t}$  : 투자기회집합,  
 ④  $IA_{i,t}$  : 무형자산가치, ⑤  $FRisk_{i,t}$  : 경영환경의 불확실성,  
 ⑥  $FSize_{i,t}$  : 기업규모, ⑦  $HI_{i,t}$  : 조직구조의 복잡성.  
 2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.

회귀모형에서 사용한 변수들의 상관관계를 <표 2>에 제시하였다. 우선 경영자 보상의 변화와 경영성과 변화 사이에 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타나, 경영성과의 증감이 경영자 보상의 변화에 영향을 미치고 있음을 대략적으로 파악할 수 있다. 본 연구에서 차별적 민감도에 영향을 미칠 것이라고 기대하고 분석모형에 고려한 투자기회집합, 무형자산 가치, 경영환경의 불확실성, 기업규모, 조직구조의 복잡성은 실제 경영자 보상 변화와 크게 관련이 없는 것으로 분석되었다.

한편 투자기회집합과 무형자산 가치 사이에 매우 높은 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나왔으나(0.808) 이들 변수는 회귀모형을 달리하여 각각 분석할 것이므로 다중공선성은 크게 문제되지 않을 것으로 판단된다.

## 3. 가설분석결과

### 3.1 경영자 보상의 하방경직성

경영성과(총자산영업이익률)에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 존재하는지에 대한 분석결과를 <표 3>에 제시하였다.



<표 3> 경영자 보상의 하방경직성 분석결과

독립변수	종속변수	
	기대부호	$\Delta \ln [Comp_{i,t}]$
상수		0.088(3.776) <sup>***</sup>
$DD_{i,t}$	-	-0.084(-2.316) <sup>**</sup>
$\Delta ROA_{i,t}$	+	1.263(3.343) <sup>***</sup>
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t}$	-	-2.709(-4.638) <sup>***</sup>
F-값		12.109 <sup>***</sup>
결정계수		0.032

주) 1)  $\Delta \ln [comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,  
 $DD_{i,t}$  :  $ROA_{i,t} < ROA_{i,t-1}$  이면 1, 그렇지 않으면 0 인 더미변수,  
 $\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분  
 2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ( )안의 값은 t 통계량.

<표 3>을 살펴보면 먼저 경영성과의 변화와 경영자 보상 변화 사이에 양(+)의 관련성이 있음이 확인되었는데, 이는 대표적 회계성과인 기업의 영업이익이 증감에 따라 경영자 보상도 양(+)의 관련성을 가지며 변화한다는 것을 의미하며, 국내 상장기업의 경우에도 경영성과가 경영자 보상의 변화를 야기시키는 중요한 경제적 결정요인임을 보여주는 결과라 할 수 있다. 본 연구의 주된 관심이 되는 기업성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 존재하는지를 분석한 결과  $DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t}$  변수의 계수값이 기대한 바와 동일하게 음(-)으로 나타났다. 이는 경영성과의 감소에 따른 경영자 보상의 감소가 경영성과의 증가에 따른 경영자 보상의 증가와 비대칭적으로 움직인다는 것을 의미하는 것으로 국내 상장기업의 경우 경영성과에 대한 경영자 보상이 하방경직적 민감도를 가진다는 기존의 선행연구와 일치하는 결과이다(가설 1 채택).

### 3.2 기업특성에 따른 경영자 보상의 하방경직성

본 연구는 경영성과의 증감에 대해 경영자 보상이 하방경직적 민감도를 보이는 이유를 경영자 영향력 및 중요도 측면에서 분석하였고, 그 결과를 <표 4>에서부터 <표 8>까지에 제시하였다.

먼저 기업의 투자기회집합 크기가 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과를 <표 4>에 제시하였다. 앞서서도 제시한 바와 같이 일반적으로 투자기회집합의 크기가 큰 기업의 경우 기업 내 경영자의 역할비중이 중요하고, 경영자 영향력이 상대적으로 높을 것이기 때문에 보상의 하방경직성이 더욱 크게 나타날 것이라 예상할 수 있다(해당 변수의 계

수값이 음(-)으로 기대됨).

<표 4> 투자기회집합의 크기에 따른 경영자 보상의 하방경직성 분석결과

독립변수	종속변수	
	기대부호	$\Delta \ln[Comp_{i,t}]$
상수		0.067(1.713)*
$DD_{i,t}$	-	-0.098(-2.673)***
$\Delta ROA_{i,t}$	+	1.331(3.524)***
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t}$	-	-2.402(-4.032)***
$IOS_{i,t}$	?	0.021(0.635)
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * IOS_{i,t}$	-	-0.926(-2.493)**
F-값		8.672***
결정계수		0.037

주) 1)  $\Delta \ln[comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,

$DD_{i,t}$  :  $ROA_{i,t} < ROA_{i,t-1}$  이면 1, 그렇지 않으면 0 인 터미변수,

$\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분,  $IOS_{i,t}$  : 투자기회집합

2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ( )안의 값은 t 통계량.

<표 4>에 제시된 바와 같이 투자기회집합이 큰 기업의 경우 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 더욱 커지는 것으로 나타났다(계수값 : -0.926, p값 <0.05). 이는 투자기회집합의 크기가 큰 기업의 경우 경영성과 향상에 대해 경영자 보상은 비례하여 증가하나, 경영성과가 감소하더라도 경영자 보상이 민감하게 감소되지 않음을 의미하며 경영자의 역할비중 및 영향력이 보다 높을 것으로 예상되는 기업일수록 경영자 보상의 하방경직성이 보다 커질 수 있음을 간접적으로 보여주는 결과라 할 수 있다.

다음으로 기업의 무형자산 가치가 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과를 <표 5>에 제시하였다.

<표 5> 무형자산 가치에 따른 경영자 보상의 하방경직성 분석결과

독립변수	종속변수	
	기대부호	$\Delta \ln[Comp_{i,t}]$
상수		0.082(3.290)***
$DD_{i,t}$	-	-0.071(-1.912)*
$\Delta ROA_{i,t}$	+	1.381(3.624)***
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t}$	-	-2.890(-4.903)***
$IA_{i,t}$	?	-0.006(-0.373)

$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * IA_{i,t}$	-	-1.302(-2.200)**
F-값		8.313***
결정계수		0.035

주) 1)  $\Delta \ln[comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,  
 $DD_{i,t}$  :  $ROA_{i,t} < ROA_{i,t-1}$  이면 1, 그렇지 않으면 0 인 더미변수,  
 $\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분,  $IA_{i,t}$  : 무형자산 가치.  
 2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ( )안의 값은 t 통계량.

분석결과 투자기회집합과 동일하게 무형자산 가치가 큰 기업의 경우 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 더욱 커지는 것으로 나타났다 (계수값 : -1.302, p값 <0.05). 실제 투자기회집합의 크기와 무형자산 가치는 상관관계 분석에서도 매우 높은 양(+)의 관련성이 발견되어 실제 이들 변수간에 차이가 크게 없는 것으로 보이며 분석결과에서도 비슷한 양상을 보였다. 일반적으로 무형자산 가치가 큰 기업은 기업성공에 대한 많은 아이디어를 경영자가 보유하고 있는 경우가 많고, 이런 기업일수록 경영자의 역할비중 및 영향력이 보다 큰 기업임을 고려할 때 하방경직적 성과-보상 민감도가 더욱 커질 수 있다는 것을 보여주는 결과이다(가설 2-2 채택).

경영환경이 불확실한 기업의 경우 경영성과의 변화에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 더욱 커지는지를 분석한 결과를 <표 6>에 제시하였다.

<표 6> 경영환경의 불확실성에 따른 경영자 보상의 하방경직성 분석결과

독립변수	종속변수	
	기대부호	$\Delta \ln[Comp_{i,t}]$
상수		0.110(3.926)
$DD_{i,t}$	-	-0.088(-2.426)**
$\Delta ROA_{i,t}$	+	1.381(3.617)***
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t}$	-	-2.451(-4.045)***
$FRisk_{i,t}$	?	-0.150(-1.500)
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * FRisk_{i,t}$	-	-3.195(-1.833)*
F-값		8.116***
결정계수		0.034

주) 1)  $\Delta \ln[comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,  
 $DD_{i,t}$  :  $ROA_{i,t} < ROA_{i,t-1}$  이면 1, 그렇지 않으면 0 인 더미변수,  
 $\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분,  $FRisk_{i,t}$  : 경영환경의 불확실성.  
 2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ( )안의 값은 t 통계량.

분석결과 경영환경의 불확실성이 큰 기업에서 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 더욱 커지는 것으로 나타났다(계수값 : -3.195, p값 < 0.1). 이는 기업가치 창출에 있어 경영자의 경영능력에 더 많이 의존하게 될 것으로 판단되는 경영환경의 불확실성이 큰 기업의 경우 경영자의 상대적 역할비중 및 영향력이 더욱 높을 것이고, 경영자가 자신의 보상계약에 미치는 영향력 또한 증대하게 되므로 하방경직적 성과-보상 민감도가 더욱 커진다는 것을 보여주는 결과라 할 수 있다.

기업규모가 하방경직적 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과를 <표 7>에 제시하였다. 일반적으로 기업규모가 큰 기업의 경우 경영자의 능력 및 역할비중, 상대적 중요성 또한 증가할 수 있고, 이럴 경우 오히려 경영성과가 감소하더라도 경영자 보상은 민감하게 줄어들지 않을 수 있다. 그러나 분석결과 기대부호와 달리 매우 유의적인 양(+)의 관련성을 보였는데, 이는 기업규모가 큰 기업의 경우 경영자 보상이 성과의 증감에 비대칭적으로 반응하지 않는다는 것을 의미하며, 대기업일수록 성과와 연계된 보상체계가 잘 구축되어 있음을 유추할 수 있는 결과라 할 수 있다.

<표 7> 기업규모에 따른 경영자 보상의 하방경직성 분석결과

독립변수	종속변수	
	기대부호	$\Delta \ln[Comp_{i,t}]$
상수		-0.136(-0.530)
$DD_{i,t}$	-	-0.087(-2.387)**
$\Delta ROA_{i,t}$	+	0.550(1.167)
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t}$	-	-3.314(-5.299)***
$FSize_{i,t}$	?	0.009(0.967)
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * FSize_{i,t}$	-	0.074(2.582)***
F-값		8.889***
결정계수		0.038

주) 1)  $\Delta \ln[comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,  
 $DD_{i,t}$  :  $ROA_{i,t} < ROA_{i,t-1}$  이면 1, 그렇지 않으면 0 인 더미변수,  
 $\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분,  $FSize_{i,t}$  : 경영환경의 불확실성.  
 2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ( )안의 값은 t 통계량.

마지막으로 조직구조의 복잡성이 경영자의 하방경직적 성과-보상 민감도에 미치는 영향을 분석하였고 그 결과를 <표 8>에 제시하였다.

<표 8> 조직구조의 복잡성에 따른 경영자 보상의 하방경직성 분석결과

독립변수	종속변수	
	기대부호	$\Delta \ln [Comp_{i,t}]$
상수		0.087(3.323)
$DD_{i,t}$	-	-0.094(-2.564)**
$\Delta ROA_{i,t}$	+	1.282(3.399)***
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t}$	-	-2.183(-3.537)***
$HI_{i,t}$	?	0.003(0.047)
$DD_{i,t} * \Delta ROA_{i,t} * HI_{i,t}$	-	-5.414(-2.695)***
F-값		9.004***
결정계수		0.039

주) 1)  $\Delta \ln [comp_{i,t}]$  : 경영자 1인당 현금보상 증가분,  
 $DD_{i,t} : ROA_{i,t} < ROA_{i,t-1}$  이면 1, 그렇지 않으면 0 인 더미변수,  
 $\Delta ROA_{i,t}$  : 총자산경상이익률 증가분,  $HI_{i,t}$  : 조직구조의 복잡성  
 2) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ( )안의 값은 t 통계량.

분석결과 기대부호와 동일하게 조직구조가 더욱 복잡한 기업일수록 하방경직적 성과-보상 민감도가 더욱 커지는 것으로 나타났다(계수값 : -5.414, p값 < 0.01).

## V. 결 론

본 연구에서는 국내 상장 제조기업을 대상으로 경영자 보상이 비대칭적 성과-보상 민감도를 가지는지를 분석하고, 경영자의 상대적 역할비중 및 영향력이 이런 비대칭적 성과-보상 민감도에 영향을 미치는 지를 규명해 보고자 하였다.

2006년부터 2009년까지 250개 상장제조기업, 1,000개 기업-연도 자료를 바탕으로 이상에서 제시한 연구목적을 실증분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 우리나라 상장제조기업의 경우 경영성과(ROA)에 대한 경영자 보상의 비대칭적 민감도가 존재하는지를 분석한 결과 경영성과의 증감에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도가 존재하는 것으로 나타났다. 구체적으로 경영성과의 증가에 대해 경영자 보상의 증가보다, 경영성과의 감소에 대한 경영자 보상의 감소폭이 작은 것으로 나타나 비대칭적 민감도를 보이는 것으로 나타났다. 이는 경영자 보상의 비대칭적 민감도에 대한 유일한 연구인 안태식과 이용규(2003)의

연구와 동일한 연구결과이다.

둘째, 기업 내에서 경영자의 상대적 중요성 및 영향력이 경영성과에 대한 경영자 보상의 하방경직적 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과, 투자기회집합이 큰 기업, 무형자산 가치가 큰 기업, 경영환경의 불확실성이 큰 기업, 조직구조가 복잡한 기업의 경우 경영자 보상의 하방경직적 성과-보상 민감도가 더욱 커지는 것으로 나타났다. 이는 투자기회집합, 무형자산가치, 경영환경의 불확실성이 크고 조직구조가 복잡한 기업일수록 경영자의 역할비중 및 영향력이 높을 것이고, 경영자의 자신의 보상설계에 자신의 영향력을 행사하여 성과가 감소하더라도 오히려 보상을 이에 맞게 줄이지 않을 수 있다는 것을 의미한다. 한편 기업 규모가 큰 기업의 경우 기대와 달리 하방경직적 성과-보상 민감도가 완화되는 것으로 나타났는데 국내 상장제조기업 중 기업규모가 큰 기업일수록 성과에 근거한 경영자 보상이 잘 설계되어 있다는 것을 반증하는 결과라 할 수 있다.

경영성과에 대한 경영자 보상의 민감도를 연구한 선행연구들은 경영성과의 증감에 대한 경영자 보상의 증감에 큰 차이가 없을 것으로 보아왔다. 본 연구는 국내 상장제조기업의 경우 경영자 보상이 하방경직적 성과-보상 민감도를 보인다는 것에 대한 실증적 증거를 제시하였고, 추가적으로 기업 내 경영자의 역할 비중 및 영향력이 높은 기업의 경우 이런 하방경직적 성과-보상 민감도가 더욱 커질 수 있다는 단초를 제공했다는 데 연구의 의의를 찾을 수 있다.

경영성과에 대한 경영자 보상의 차별적 민감도가 존재하는 이유에 대해서는 보다 세밀한 연구가 필요하다. 특히, 기업이 이런 차별적 보상 민감도를 가져가는 이유와 목적이 다양할 수 있고, 이런 차별적 민감도가 경영자 동기부여에 미치는 영향도 상이할 수 있다. 차별적 민감도가 경영자의 동기부여에 긍정적으로 작용할 수 있고, 부정적으로도 작용할 수 있다. 대리인 문제를 완화시키기 위해 무조건 경영자 보상을 성과와 연계시키는 것으로 끝나는 것은 아니다. 효율적 보상계약을 통해 경영자에게 기업가치 극대화를 위해 더욱 노력할 수 있도록 동기부여 시키는 측면을 고려한다면 경영성과의 증감에 대한 경영자 보상을 차별적으로 대응시킴으로써 최선의 계약을 도출할 수도 있다.

경영자 보상은 기업의 처한 상황에 맞게 효율적으로 설계되어야 한다. 기업마다 성과-보상 민감도가 상이하고, 비대칭적 성과-보상 민감도도 기업마다 상이할 수 있다. 본 연구의 결과를 확대하여 하방경직적 경영자 성과-보상 민감도에 영향을 미칠 수 있는 보다 폭넓은 원인을 규명하고, 이를 경영자 보상의 설계에 충실히 반영한다면 경영자의 효율적 동기부여가 가능해지고, 기업의 대리비용 절감에 긍정적인 역할을 수행할 수 있을 것으로 기대된다.

## 참고문헌

1. 김태수·정준수·지성권(1999), “한국기업에서 경영자 보상과 경영성과간의 관계,” 회계학연구, 제24권, 제2호, pp.87-114.
2. 신성욱(2007), “기업지배구조가 경영자보상과 미래경영성과에 미치는 영향,” 부산대학교 대학원 박사학위논문
3. 안태식·이용규(2003), “경영자 보상은 하방경직적인가?,” 회계저널, 제12권, 제1호, pp.65-85.
4. 유상렬(1999), “경영자 보상과 기업성과의 관계에 대한 실증적 연구,” 고려대학교 경영학과 대학원 박사학위논문
5. 지성권·한상헌·신성욱(2004), “경영자-종업원 보상구조의 통합 결정요인에 관한 실증연구,” 회계저널, 제13권, 제3호, pp.153-185.
6. 황인태(1995), “경영자 보상과 기업성과,” 회계학연구, 제20권, 제3호, pp.107-125.
7. Abernethy, M. and A. Lillis(1995), “The Impact of Manufacturing Flexibility on Management Control System Design,” *Accounting, Organizations and Society* 20, pp.241-258.
8. Anderson, M. C., D. B. Rajiv, and S. Ravindran(1999), “Interrelations between Components of Executives’ Compensation and Market and Accounting Based Performance Measures,” *Working paper*, University of Texas.
9. Chenhall, R. and D. Morris(1986), “The Impact of Structure, Environment, and Interdependence on the Perceived Usefulness of Management Accounting Systems,” *The Accounting Review* 61, pp.16-35.
10. Core, J. E. and W. Guay(2001), “Stock Option Plans for Non-Executive Employees,” *Journal of Financial Economics* 61, pp.253-287.
11. Core, J. E., Holthausen, and D. F. Larcker(1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics* 51, pp.371-406.
12. Daniel, S. and W. Reitsperger(1991), “Linking Quality Strategy with Management Control Systems : Empirical evidence from Japanese Industry,” *Accounting, Organizations and Society* 16(7), pp.601-618.
13. Dzinkowski, R(1999), “Mining Intellectual Capital,” *Strategic Finance* (October), pp.43-46.
14. Gaver, J. J. and K. M. Gaver(1993), “Additional Evidence on the

- Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies,” *Journal of Accounting and Economics* 16, pp.125-160.
15. Holthausen, R. W., D. F. Larcker, and R. G. Sloan(1995), “Business Unit Innovation and The Structure of Executive Compensation,” *Journal of Accounting and Economics* 19, pp.279-313.
  16. Jensen, M. C. and K. L. Murphy(1990), “Performance Pay and Top Management Incentives,” *Journal of Political economy* : pp.225-264.
  17. Rosen, R. J(1991). “Research and Development with Asymmetric Firm Sizes,” *RAND Journal of Economics* 22, pp.411-429.
  18. Lambert, R. A. and D. F. Larcker(1987), “An Analysis of The Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts,” *Journal of Accounting Research* : pp.85-125.
  19. Lev, Baruch(2001), *Intangibles : Management, Measurement, and Reporting*. The Brooking Institution.
  20. Low, J. and P. C. Kalafut(2002), *Invisible Advantage*. Cap Gemini Ernst and Young.
  21. Nowlin, T. S(1999), “Executive Compensation and the Investment Opportunity Sets of Initial Public Offerings,” Ph. D. Dissertation, Louisiana State University.
  22. Short, H., and K. Keasey(1999), “Managerial Ownership and the Performance of Firms : Evidence from the UK,” *Journal of Corporate finance* 5, pp.79-101.
  23. Sloan, R. G(1993), “Accounting Earnings and Top Executive Compensation,” *Journal of Accounting and Economics* 16, pp.55-100.
  24. Smith, C. W. and R. Watts(1992), “The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies,” *Journal of Financial Economics* 32, pp.263-292.
  25. Stroh, L. K., J. P. Brett, and A. H. Riley(1996), “Agency Theory and Variable Pay Compensation Strategies,” *Academy of Management Journal* 39, pp.751-767.
  26. Weiden, K. M(2001), “Stock Option Compensation for Lower Level Employees,” *Working paper*, The City University of New York.



## Abstract

What factors influence the managers' compensation stickiness

Chi, Sung-Kwon \*

Purposes of this paper are to investigate whether managers' compensation is sticky as accounting performance(ROA) vary or not and explore further what factors influence the managers' compensation stickiness.

To empirically study the stickiness of managers' compensation, we used the financial data from manufacturing firms listed in the Korea Stock Exchange(1,000 firm-year data for 4 years). The results are as follows :

First, managers' compensation is sticky with respect to change in accounting performance. That is, the increase in managers' compensation as accounting performance increases is greater than the decrease in managers' compensation in respect to equivalent decrease in accounting performance.

Second, the degree of managers' compensation stickiness increases when managers have influence and contribution to firm value. Specifically, the degree of stickiness is positively associated with investment opportunity set, intangible assets' value, uncertainty of firms' operating environment, complexity of organizational hierarchy. But firms' size reversely impacts on the degree of managers' compensation stickiness.

Key Words : Managers' compensation stickiness, accounting performance, Investment opportunity set

---

\* Professor, Division of Business Administration, Pusan National University