

## 코스닥 벤처기업의 임원 보상

강진수\*

### 〈요약〉

본 연구는 코스닥 등록 벤처기업들이 일반 기업들과 비교하여 임원들의 보상수준에 어떠한 차이를 보이는지를 실증분석 하고자 하였다. 구체적으로 본 연구에서는 코스닥 등록 벤처기업이 일반기업에 비해 임원들의 1인당 보상수준이 어떠한 차이를 보이는지를 검증하고, 회계성과 및 주식성과에 대한 상대적 보상민감도가 일반기업에 비해 어떠한 차이가 있는지를 규명해 보고자 한다.

코스닥 시장에 등록되어 있는 제조기업 중 벤처기업과 일반 기업을 대상으로 표본을 추출하였고, 다중회귀분석을 통해 임원들의 1인당 평균보상이 코스닥 등록 벤처기업과 일반기업 사이에 어떠한 차이를 보이는지를 실증검증한 결과를 요약하면 다음과 같다.

먼저 코스닥 등록 벤처기업과 일반기업 사이에 임원 1인당 평균 보상 수준에 차이가 있는지를 분석한 결과, 일반기업에 비해 벤처기업 임원들의 1인당 보상수준이 더 높은 것으로 나타났다. 둘째, 벤처기업의 경우 일반기업에 비해 회계성과-보상 민감도 보다 주식성과-보상 민감도가 더욱 높은 것으로 나타났다.

이상의 연구결과는 벤처기업의 경우 현금보상 보다는 스톡옵션과 같은 주식보상을 이용하여 임원들에게 보상을 많이 지급함으로써 총 보상 수준이 일반기업에 비해 높고, 단기적인 회계이익과 같은 성과보다는 주식성과와 같은 장기적인 시장성과에 보다 비중을 두어 임원들의 보상과 연계시킴으로써, 벤처기업가가 기업의 장기적인 성장을 위해 보다 많은 노력을 투입할 수 있도록 동기부여 시킨다는 것을 의미하는 결과라 할 수 있다.

핵심주제어 : 임원 보상, 성과-보상 민감도, 스톡옵션

## I. 서 론

벤처기업은 우리나라 산업기술 경쟁력을 높이고 경제를 활성화시킬 수 있는 필수 요소로 인식되어 왔으며, 지금도 그 중요성에는 변함이 없다. 국내 벤처기업 수는 벤처붐이 불었던 2001년에 1만1392개를 기록한 이후 IMF 사태와 IT제품 붕괴로 2003년에 7700여개까지 떨어졌다가 2006년도에 1만2,218개, 2009년 1만8,893개로 늘어 2010년 사상 처음으로 2만개를 돌파했다.\* 이는 정책자금 확대와 창업기업 육성, 녹색성장산업 육성 등 창업환경 개선을 위한 정부의 다각적인 노력과 함께 벤처기업 창업, 벤처기업에 대한 투자 등 벤처기업을 바라보는 사회적 시각이 많이 변화했기 때문으로 판단된다.

벤처기업 육성이 지속적인 경제발전과 청년실업 해소를 위해 필수적이라는 사회적 인식이 확대되면서 정부는 2009년 말 제2 벤처붐 조성을 위한 '제2기 벤처기업 육성대책'을 발표하며 벤처창업을 지원하고 있다.\*\* 그러나 벤처기업에 대한 정부의 다각적인 지원제도는 벤처창업에 대한 지원 및 활성화에 긍정적인 영향을 미침에 틀림이 없으나, 벤처기업 스스로가 지속적인 아이디어 개발과 경영혁신, 체계적인 경영관리기법들의 도입을 통한 경영관리시스템의 효율적 운영 등이 이루어지지 않는다면 과거 경험을 통해 확인한 것처럼 일종의 붐으로 끝날 개연성이 적지 않다. 이러한 점에 비추어 볼 때 벤처기업에 대한 정부 및 민간 투자자들의 지속적인 관심과 투자, 벤처기업 스스로의 자발적인 경영혁신이 함께 이루어질 때 벤처기업은 성공하게 되고, 지역 및 국가의 경제발전 및 일자리 창출에 이바지하게 되는 것이다.

벤처기업의 경쟁력 강화는 단순히 정부기관의 적극적인 지원만으로 이루어지지 않는다. 벤처기업 스스로가 기술 및 지식자산에 대한 끊임없는 연구와 개발을 통해 혁신적 아이디어를 실행에 옮길 때 가능하다. 결국 기술 및 지식자산에 대한 가치창출의 핵심주체가 기업 내부의 인적자산을 고려한다면 벤처기업의 성공과 관련된 열쇠는 결국 기업 내부 이해관계자들의 행위를 어떻게 변화시키고, 이런 변화를 어떻게 기업 경쟁력 및 가치창출에 연결시키는지와 관련된 유인보상제도의 효율적 설계와 밀접한 관련성을 가진다(지성권 등 2003). 특히 벤처기업에 대한 핵심 지식자산을 보유하고 있는 벤처기업가에 대한 효율적 유인

\* 기술보증기금 2010년 보도자료(www.kibo.or.kr)

\*\* 정부는 녹색기술을 벤처의 새로운 성장동력으로 활용해 벤처투자를 확대하고, 기술집약형 벤처기업의 창업과 성장을 촉진시키며, 대기업이나 성공 벤처기업의 사내 창업, 분사 창업 등을 지원해 기술창업 저변을 확대한다는 내용이다(중소기업청, '제2기 벤처기업 육성대책' 2009).

보상제도의 설계는 벤처기업가의 아이디어를 기업가치 증가에 올바르게 이바지 하는데 큰 역할을 할 것으로 기대된다.

이런 맥락에서 벤처기업의 임원들을 대상으로 한 유인보상제도가 어떻게 운영되고 있으며, 이론적인 측면에서 어떠한 보상제도를 운영하는 것이 경영자의 동기부여 측면에서 바람직한지에 대해 관리회계 분야의 많은 연구들이 진행되어 왔다. 그러나 이들 연구들은 벤처기업이 다른 기업들과 비교할 때 가지는 특성요인들은 감안하지 않고, 단순히 벤처기업을 일반기업과 동일선상에 놓고 비교하여 벤처기업이 다른 기업들에 비해 가지는 특성요인들을 무시하였다.\*

본 연구는 기존의 선행연구의 단점들을 보완하여 코스닥 상장기업 중 일반기업과 벤처기업을 비교하여, 실제 코스닥 상장 벤처기업의 경우 일반기업에 비해 임원 대상 유인보상제도를 어떻게 운영하고 있는지를 임원진들의 보상수준, 성과-보상 민감도 측면에서 살펴보고자 한다. 구체적으로 기존의 선행연구에서 밝혀진 보상수준에 영향을 미치는 경제적 결정요인들을 통제변수로 고려한 후 코스닥 등록 벤처기업과 일반기업 사이에 보상수준에 차이가 있는지를 규명하고, 벤처기업의 임원보상에 보다 많은 영향을 미치는 성과변수가 무엇인지를 성과-보상 민감도를 측정하여 규명하고자한다.

이하 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구 및 이를 바탕으로 연구가설을 설정하고, 3장에서는 설정한 연구가설을 검증하기 위한 연구모형, 변수의 조작적 정의, 표본에 대해 기술하였다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 마지막 5장에서는 연구결과 및 본 연구의 한계점 및 미래 연구방향에 대해 제시하였다.

## II. 선행연구 및 연구가설

### 1. 선행연구

기업의 소유와 경영이 분리가 더욱 가속화 되면서 기업경영의 위임자인 주주

\* 가령 벤처기업은 다른 일반기업에 비해 기업의 위험이 높고, 안정적인 회계이익과 현금흐름이 확보되지 못하기 때문에 임원들에게 현금보상 보다는 스톡옵션과 같은 주식 관련 보상을 보다 많이 사용한다. 그러나 이런 요인들이 기존의 선행연구에서는 전혀 고려되지 못하였다.

와 주주를 대신해서 기업을 경영하는 경영진들 사이의 이해관계 불일치에서 대리문제가 주요 이슈로 부각되고 있다. 경영진들은 희소자원의 최적배분, 효율적이고 효과적인 경영전략의 설정 및 실행, 통제를 통해 기업의 성장과 발전에 중요한 역할을 수행한다. 그러나 대부분의 경영진들은 위임자인 주주가 바라는 기업가치 극대화가 자신의 사적효익과 배치될 때, 위임자 효익을 우선하기 보다 대리인인 자신의 효익을 우선시하게 됨으로써 기업가치를 저해시키는 대리문제가 발생할 수 있다(Jensen and Meckling 1976)

기존의 많은 관리회계 연구들은 이런 대리문제를 해결하기 위한 방안으로 대리인에 대한 직접적인 감시통제(monitoring)와 대리인의 이해관계를 위임자의 이해관계와 일치시키기 위한 효율적인 보상제도의 운영을 제시하고 있다(Jensen and Meckling 1976; Levinthal 1988; Eisehardt 1989 등). 대리인에 대한 직접적인 감시통제는 대리인 스스로가 자신의 효익만을 추구하지 못하도록 경영진반에 걸쳐 위임자 스스로가 직접적으로 경영진을 감시하는 것으로 감시통제에 들어가는 시간적 혹은 비용적 제약이 있으며, 사후적 통제의 성격이 강하기 때문에 사전적으로 경영진들의 행동을 통제하지 못한다는 측면에서 널리 활용되지 못하고 있다. 반면에 경영진을 대상으로 하는 효율적 보상제도는 자신의 효익 추구가 기업가치의 증가로 이어질 수 있도록 경영진들의 보상을 설계하는 것으로 사전에 경영진들의 이해관계를 위임자인 주주들의 이해관계와 일치시킬 수 있고, 경영진들이 가지고 있는 기업경영과 관련된 우월한 사적정보를 기업가치 증가를 위해 투입할 수 있도록 동기부여 한다는 측면에서 널리 활용되는 대리문제 통제제도이다.

이렇듯 최고경영자 혹은 경영진들이 기업가치 증가를 위해 노력할 수 있도록 동기부여 하는 보상제도의 효율적 설계는 현대 기업경영의 특성 상 매우 중요한 요소이며, 경영진들의 역할이 더욱 중요시 되는 최근의 기업환경을 고려할 때 그 중요성은 더욱 절실하다 할 수 있다. 최근 관리회계 많은 문헌과 연구들이 성과평가와 보상 등에 초점을 맞추고 있는 것도 이런 맥락에서 이해할 수 있다(Abowd 1990; Core et al. 1999; 황인태 1995; 지성권 등 2004).

지금까지 경영자 보상의 효율적 설계와 관련된 기존의 선행연구들은 첫째, 경영진들에게 지급해야 할 적정 보상수준은 얼마인가? 둘째, 경영진들의 보상 지급 시 고려해야 할 성과측정치는 무엇이며, 기업특성을 감안하여 어떤 성과측정치에 보다 높은 가중치를 주어야 하는가? 셋째, 기업특성을 감안 할 경우 경영진들에게 지급하는 보상형태는 어떠한가? 등으로 요약할 수 있다.

먼저 보상수준과 관련된 연구들은 기업 경영자들의 보상수준을 결정하는 요

인들이 무엇인지를 규명하는데 초점을 맞추어 진행되었는데, 보상수준에 영향을 미칠 수 있는 요인으로 기업성과, 성장가능성, 기업규모, 기업위험 등이 제시되었다(Jensen and Murphy 1990; 황인태 1995; 김태수 등 1999; Bebchuk et al. 2002; 지성권 등 2004).

우선 경영진들의 보상수준과 기업성과에 사이의 관계를 분석한 선행연구들은 기업성과(대표적으로 회계이익 및 주식수익률)가 좋을 경우 해당 기업 경영진들의 보상수준이 높다는 것을 실증적으로 규명하였다(Jensen and Murphy 1990; 황인태 1995; Bushman et al. 1996). 다른 조건이 일정할 경우 직전년도 혹은 당해년도 경영성과가 양호할 경우 경영자 보상수준이 높다는 것으로 경영진들의 보상이 기업의 성과와 무관하지 않음을 실증적으로 규명한 결과라 할 수 있다.

또한 기업이 처한 경영환경 및 특성 등도 경영진들의 보상수준에 영향을 미칠 수 있는데 우선, Smith and Watts(1992)와 Gaver and Gaver(1993), Baber et al.(1996)의 연구에서는 기업의 성장가능성(investment opportunity set: IOS)이 높을수록 경영진들에게 보다 높은 수준의 보상이 지급되며, 보상수준이 높은 이유로 경영진들에게 스톡옵션과 같은 주식보상을 보다 많이 지급하기 때문이라고 주장하였다. Nowlin(1999)의 연구에서는 기업규모가 클수록 경영진들의 업무범위의 확대, 통제범위의 증가 등으로 보다 높은 수준의 보상이 지급되어야 한다고 주장하였고, Banker and Datar(1997), Cyert et al.(1997)의 연구에서는 기업의 영업위험이 높아지면 경영진들의 보상위험 또한 가중되므로 위험에 대한 프리미엄으로 경영진들에게 보다 높은 수준의 보상이 지급됨을 실증적으로 규명하였다.

경영진들의 보상을 결정하는 주된 요인은 아니나 경영진들의 보상수준에 영향을 미칠 수 있는 요인으로 최근에 기업 지배구조를 제시한 연구들이 증가하였다(Core et al. 1999 등). 이들 연구들은 기업 지배구조가 취약할수록 경영진들의 보상이 비효율적으로 설계되어 경영진들에게 돌아가는 초과보상 부분이 많아진다고 주장하였다.

한편 경영진들의 보상 지급 시 사용되는 성과측정치가 무엇이며, 기업특성을 감안하여 어떤 성과측정치에 보다 높은 가중치가 주어져야 하는지를 규명한 연구들도 많이 있다(Lambert and Larcker 1987; Sloan 1993; 지성권 등 2003 등). 이들 연구들은 대표적인 회계성과 측정치인 회계이익과 시장성과 측정치인 주식수익률이 경영진들의 보상계약에 사용될 대표적인 성과측정치라고 주장하면서, 이들 두 성과측정치가 보상계약에 사용되는 비중은 경영진들의 노력투입을

이들 성과측정치가 얼마만큼 포착할 수 있느냐에 달려 있다고 주장하였다. 국내 벤처기업을 대상으로 경영자 보상을 연구한 지성권 등(2003)의 연구에서는 회계이익 성과측정치 보다는 주식성과측정치(주식수익률)가 벤처기업의 경영자 보상 결정에 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

마지막으로 경영진들에게 지급하는 보상형태에 대한 연구들은 경영진들의 총 보상에서 현금보상, 주식보상 등이 차지하는 상대적 비중에 초점을 맞추어 연구를 진행하였는데, 기업의 성장가능성이 높을수록(Gaver and Gaver 1993 등), 조직구조가 복잡할수록(Stroh et al. 1996 등) 경영진들에게 지급되는 주식보상의 비중이 증가한다고 주장하였다.

이상의 선행연구들의 결과를 종합하면 적정 보상수준, 성과측정치의 선택, 보상형태에 대한 명확한 결론은 없다는 것이다. 즉, 기업이 처해 있는 상황 및 특성, 보상계약을 체결할 시점의 계약환경 등에 따라 경영진들을 대상으로 한 최적 유인보상계약이 달라질 수 있다.

본 연구의 목적은 벤처기업의 임원보상이 일반기업에 비해 어떻게 다를 수 있는지를 보상수준, 성과-보상 민감도 측면에서 살펴보는 데 있다. 벤처기업의 기업특성 및 경영환경이 일반기업 혹은 전통적인 기업과 상이하다. 벤처기업의 경우 미래 성장을 이끌 풍부한 아이디어는 있으나 그 실현가능성에 따라 높은 불확실성을 가지고 있으므로 기업의 위험 또한 높다. 따라서 벤처기업 경영진의 대리문제를 해결하기 위한 효율적인 유인보상제도도 일반기업과는 상이할 것으로 판단된다(지성권 등 2003).

벤처기업 경영자를 대상으로 이들을 대상으로 한 유인보상제도가 일반기업과 어떠한 차이가 나는지를 분석한 국내 연구로는 지성권 등(2003)의 연구를 들 수 있다. 이들 연구에서는 벤처기업 경영자 보상이 주식성과측정치와 높은 상관관계를 가지는 것으로 분석하였고, 성장성이 더욱 높은 벤처기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 주식성과측정치에 대한 보상가중치가 더욱 높은 것으로 분석되었다. 다만 이들 연구들은 코스닥 등록 벤처기업을 일반 거래소 상장기업과 대응하여 표본을 구성함으로써 표본구성에 다소 문제가 있어 보이며, 현금보상만을 대상으로 하여 그 결과를 일반화 시키기 어려운 문제점이 있다.

## 2. 연구가설

벤처기업은 기업의 성장과 발전에 대한 많은 아이디어를 경영자가 가지고 있

어, 경영진들과 주주들 사이에 정보비대칭이 크다. 벤처기업의 경영자는 이런 사적정보를 기업가치 극대화를 위해 활용할 수 있으나 반대로 자신의 사적효익 극대화를 위해 활용할 수 있다. 또한 벤처기업은 성장가능성이 일반기업에 비해 높고, 이로 인한 경영환경의 불확실성이 높아질 수 있어 경영진에게 주어지는 보상위험이 높을 수 있다. 같은 맥락으로 벤처기업은 앞으로의 성장가능성에 보다 많은 현금을 투자해야 하므로 채투자를 위해 가급적 현금유출을 줄이고자 할 유인을 가지고 있다. 기업 경영에 있어 경영진들에 대한 높은 의존도, 성장가능성, 경영환경의 불확실성, 현금에 대한 높은 수요 등 벤처기업의 특성을 감안한다면 벤처기업의 경영진을 대상으로 한 유인보상제도는 일반기업과는 다르게 설정되어야 한다(지성권 등 2003).

경영자 보상수준의 결정요인이 무엇인지에 대해 규명한 지금까지의 선행연구에 의하면 경영환경의 불확실성이 크고, 기업의 성장가능성이 높은 기업의 경우 경영진들에게 위험감수에 대한 대가로 보다 높은 수준의 보상이 지급된다. 아울러 미래 투자를 위한 높은 현금수요로 인해 현금보상 보다는 다소 위험이 높은 주식관련 보상이 보다 많이 지급되며, 주식관련 보상이 갖은 보상위험의 가중으로 상대적으로 높은 수준의 보상이 지급되어야 한다(신성욱 2007).

이는 다른 조건이 동일하다면 일반 기업에 비해 벤처기업의 경우 경영진들에게 주식관련 보상을 보다 많이 지급하며, 주식관련보상을 포함한 총보상 수준도 일반기업에 비해 높을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설설정이 가능하다.

[가설 1] 벤처기업의 임원보상 수준은 일반기업의 임원보상 수준에 비해 높을 것이다.

벤처기업은 특징은 미래 성장가능성은 매우 높고, 기업의 성공에 대한 불확실성도 매우 높다. 무형자산의 비중 또한 높고, 미래 성장을 위한 높은 투자(연구개발투자)로 인해 단기적인 회계이익은 상대적으로 크지 않을 수 있다. 아울러 벤처기업의 경우 기업 내 정보비대칭이 상대적으로 크기 때문에 경영진들이 가지고 있는 사적정보를 기업가치 증가를 위해 사용할 수 있도록 동기부여 시키기 위해서는 경영자의 유인을 주주들과 일치시켜야 한다.

한편 벤처기업의 경우 지금 현재의 성과 보다는 앞으로의 발전가능성이 큰 기업이다. 만약 이런 기업에서 단기적인 회계이익 성과를 보다 강조할 경우 벤처기업의 경영자는 미래 성장을 위한 투자를 줄이게 될 유인이 크고 이는 장기

적인 기업가치 향상을 저해시킬 수 있다. 즉, 벤처기업의 성장단계에 따라 다소 차이가 있겠지만 단기적인 성과(회계이익 성과) 보다는 보다 장기적인 성과(시장성과)를 보다 중시할 것으로 기대할 수 있다.

지성권 등(2003)의 연구에서도 위에서 제시한 다양한 이유로 인해 단기적인 회계성과 보다는 보다 장기적인 주식성과 측정치가 벤처기업 경영자의 보상계약에 보다 비중있게 사용되어 질 수 있다고 주장하였다. 따라서 본 연구에서는 벤처기업 임원보상과 보상계약에 사용되는 성과측정치 사이에 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

[가설 2] 벤처기업의 임원보상은 회계성과 보다는 주식성과에 더욱 민감할 것이다.

### Ⅲ. 연구설계

#### 1. 연구모형

벤처기업의 경우 일반적으로 경영환경의 불확실성이 크고, 기업의 성장가능성이 높다. 아울러 기업경영에 있어 많은 아이디어를 경영진들이 가지고 있어 경영진들에 대한 의존도도 높다. 이런 특성을 감안할 때 벤처기업의 경우 주식관련보상을 포함한 총보상 수준이 일반기업에 비해 높을 것으로 예상할 수 있다.

벤처기업이 일반기업에 비해 임원들의 보상수준이 높은지를 분석하기 위한 구체적인 연구모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} Compensation_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Venture_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t-1} + \alpha_3 RET_{i,t-1} \\ & + \alpha_4 MTBR_{i,t-1} + \alpha_5 RISK_{i,t-1} + \alpha_6 SIZE_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

..... [식 1]

[식 1]을 살펴보면, 우선 종속변수로 기업의 임원들에게 주어진 총 보상(현금 보상과 스톡옵션 보상의 합)의 크기(*Compensation*)를 사용하였다. 독립변수로 먼저 코스닥 등록 벤처기업이면 1, 아니면 0의 값을 부과한 벤처기업 더미변수



(*Venture*)를 고려하여 벤처기업과 일반기업 사이에 보상수준 차이를 검증하고자 하였으며, 통제변수로 경영성과(회계성과(*ROA*), 주식성과(*RET*)), 성장가능성(*MTBR*), 기업위험(*RISK*), 기업규모(*SIZE*) 변수를 고려하였다. 통제변수의 시차를 직전년도로 가져간 이유는 임원들의 보상계약 시점의 특성을 반영하기 위함이다. 벤처기업 임원들의 총 보상이 일반기업에 비해 클 것으로 기대되므로  $\alpha_1$ 의 기대부호는 양(+)으로 예상된다.

한편 벤처기업 임원들의 보상에 회계성과측정치와 주식성과측정치 중 어느 성과측정치가 보다 비중있게 사용되는지를 분석하기 위한 모형을 아래 [식 2]에 제시하였다.

$$\begin{aligned} \Delta Compensation_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Venture_{i,t} + \beta_2 \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 RET_{i,t} + \beta_4 Venture_{i,t} \\ & \times \Delta ROA_{i,t} + \beta_5 Venture_{i,t} \times RET_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\ & \dots\dots [식 2] \end{aligned}$$

[식 2]을 살펴보면, 우선 종속변수로 기업의 임원들에게 주어진 총 보상(현금보상과 스톡옵션 보상의 합)이 직전년도에 비해 얼마만큼 증감했는지를 나타내는 임원 1인당 총보상의 변화( $\Delta Compensation$ ) 변수를 사용하였다. 독립변수로 먼저 코스닥 등록 벤처기업이면 1, 아니면 0의 값을 부과한 벤처기업 더미변수(*Venture*)를 고려하였고, 경영성과 변수로 총자산수익률의 변화( $\Delta ROA$ )과 주식수익률(*RET*)를 고려하였다. 아울러 통제변수로 기존의 선행연구와 동일하게 기업규모 변수(*SIZE*)를 고려하였다. 벤처기업 임원들의 총 보상은 두 성과측정치에 영향을 받을 것으로 예상되므로 일반기업에 비해 클 것으로 기대되므로  $\beta_2$ 와  $\beta_3$ 의 계수값은 양(+)으로 기대된다. 아울러 벤처기업의 임원보상은 주식성과에 보다 민감하게 반응할 것으로 예상하여  $\beta_5$ 의 기대부호는 양(+)으로 기대된다.

## 2. 변수의 조작적 정의

벤처기업 임원들의 보상수준 및 성과-보상 민감도가 일반기업과 비교하여 차이가 있는지를 분석하기 위한 연구모형에 사용된 각 변수들에 대한 조작적 정의 및 관련선행연구를 <표 3-1>에 요약하였다.

우선 임원 1인당 총 보상의 경우 임원에게 주어진 현금보상에 스톡옵션 보상

을 더한 후 자연로그를 취하여 분석에 사용하였다. 여기서 임원은 상근-등기임원으로 한정하였으며 감사 및 사외이사는 제외하였다. 임원에게 주어진 스톡옵션 보상은 각 연도말 시점에 블랙-숄즈 모형을 이용하여 공정가치를 측정한 후 등기임원 수로 나누어 계산하였다.

한편 임원 1인당 총 보상과 기업규모는 규모에 따른 이분산성을 조정하기 위해 해당 값에 자연로그를 취하여 분석모형에 사용하였다.

<표 3-1> 변수의 조작적 정의

	변수정의	변수측정	관련선행연구
<i>Compensation</i>	임원 1인당 총 보상	ln(임원 1인당 현금보상 + 임원 1인당 스톡옵션 보상)	Jensen and Murphy(1990); Bushman et al.(1996) 등
<i>Venture</i>	벤처기업 더미변수	벤처기업이면 1, 아니면 0	지성권 등(2003) 등
<i>ROA</i>	총자산수익률	총자산 대비 당기순이익 비율	황인태(1995) 등
<i>RET</i>	주식수익률	월별 주식수익률 가중평균	지성권(2010) 등
<i>MTBR</i>	성장가능성	총자산의 장부가치 대비 시장가치 비율	Gaver and Gaver(1993); Baber et al.(1996) 등
<i>RISK</i>	기업위험	과거 1년간 일별 주식수익률의 표준편차	Bushman et al.(1996); Core et al.(1999) 등
<i>SIZE</i>	기업규모	ln(총자산)	Nowlin(1999) 등

### 3. 표본선정 및 자료수집

본 연구의 목적은 코스닥 등록 벤처기업과 일반기업 사이에 임원 보상 및 성과-민감도에 차이가 있는지를 분석하기 위한 것이다.

<표 3-2> 표본기업의 선정

	코스닥 등록 벤처기업	코스닥 등록 일반기업
2006년	54개 기업	162개 기업
2007년	61개 기업	183개 기업
2008년	62개 기업	186개 기업
2009년	65개 기업	195개 기업

	코스닥 등록 벤처기업	코스닥 등록 일반기업
총표본	242개 기업	726개 기업

이를 위해 2006년부터 2009년까지 코스닥 상장 제조기업 중 본 연구에서 사용할 변수 측정이 용이한 기업을 우선선정한 후, 동일업종, 비슷한 기업규모를 기준으로 일반기업을 3배수 선정하였다.

관리대상 기업, 본 연구에서 사용할 자료를 제시하지 않은 기업 등을 제외한 후 표본에 포함된 총 벤처기업의 수는 242개로 나타났고, 벤처기업과 비교할 일반기업으로 726개 기업이 선정되었다(Zmijewski 1984).

한편 성과-보상 민감도를 측정하기 위해서는 직전년도에 비해 임원보상이 얼마만큼 증감했는지, 경영성과가 어느 정도 증감했는지에 대한 자료가 필요하다. 따라서 성과-보상 민감도를 측정하기 위한 모형에서는 연속한 4개년도 자료를 모두 가지고 있는 48개 벤처기업과 144개 일반기업을 대상으로 분석하였으며 성과-보상 민감도 분석을 위한 최종표본은 576개(기업-연도)이다.

임원보상의 경우 금융감독원 전자공시시스템을 이용하여 수집하였고, 스톡옵션 보상을 측정하기 위해 한국은행 공시자료를 활용하였다. 이외 모든 추가자료 및 재무제표 자료는 KIS-VALUE를 활용하여 수집하였다.

## IV. 실증분석결과

### 1. 기초통계량

보상수준 및 성과-보상 민감도에 대한 가설검증에 앞서 분석모형에 포함된 각 변수에 대한 기술통계량을 <표 4-1>에 제시하였다.

먼저 임원들의 1인당 총보상은 평균적으로 약 1억2천여만원으로 나타났고, 최저값과 최고값을 비교해 보면 그 차이가 매우 큰 것을 알 수 있고, 이로 인해 평균값과 중앙값 사이에 다소 차이가 있는 것으로 나타났다. 분석모형에서는 총보상 값을 그대로 사용하지 않고 자연로그를 취하여 분석에 사용하였는데, 표에서 *Compensation* 변수값이 임원 1인당 총 보상에 자연로그를 취한 값이다. 자연로그를 취한 결과 평균값과 중앙값 차이가 크게 줄어들어 정규성 가정을 어느

정도 충족시킬 수 있고, 규모에 따른 이분산성 효과를 완화시킬 수 있을 것으로 기대할 수 있다.

한편 *ROA*의 경우 표본기간 동안 평균적으로 적자기업이 많았다는 것을 보여주고 있으나, 이 또한 중앙값과 비교해 볼 때 다소 차이가 있음을 확인할 수 있다. 평균에 비해 중앙값이 높다는 것은 당기순이익이 큰 기업 보다는 손실이 큰 기업이 표본에 다수 포함되어 있다는 것을 반증하는 것으로, 벤처기업의 특성이 어느 정도 반영된 결과라 할 수 있다.

<표 4-1> 기술통계량

구 분	평 균	최 소 값	중 위 값	최 대 값
임원 1인당 총보상 (천원)	121,299	21,000	131,232	926,000
<i>Compensation</i>	18.4018	16.8600	18.6925	20.6464
<i>ROA</i>	-0.0311	-0.3256	0.0021	0.5162
<i>RET</i>	0.3656	-0.9655	0.3870	4.4756
<i>MTBR</i>	1.5761	0.2493	1.2785	35.4394
<i>RISK</i>	0.0512	0.0001	0.0812	1.4395
총자산 (천원)	78,501,220	7,894,144	87,389,300	465,106,428
<i>SIZE</i>	18.1786	15.8816	18.2859	19.9579

주) *Compensation* : 임원 1인당 총보상의 자연대수, *ROA* : 총자산수익률, *RET* : 주식 수익률, *MTBR* : 총자산의 장부가치 대비 시장가치의 비율, *RISK* : 과거 1년간 일별 주식 수익률 표준편차, *SIZE* : 총자산의 자연대수.

*RET*의 경우 평균과 중앙값에 큰 차이를 보이지 않고 있고, *MTBR*의 경우 총자산의 장부가치 대비 시장가치의 비율로 코스닥 기업의 경우 시장가치가 장부가치를 많이 초과하고 있음을 알 수 있다. 기업위험의 경우 평균값과 중앙값 사이에 큰 차이를 보이지 않고 있어 정규성에 크게 문제가 없어 보이며, 기업규모에 대한 대리변수인 총자산의 경우 화폐액으로 측정했을 경우 평균값과 중앙값 사이에 다소 차이가 있었으나 자연로그를 취한 *SIZE*의 경우 그 차이가 상당부분 줄어들었음을 확인할 수 있다.

## 2. 상관관계분석

가설검증에 앞서 각 회귀모형에 사용된 변수들 사이에 상관관계 분석을 실시하였고 그 결과를 <표 4-2>에 제시하였다. 상관관계 분석은 회귀분석에 앞서 각 변수들 사이의 대략적인 관계를 확인하기 위함이며, 독립변수들 사이의 높은 상관관계로 인해 야기되는 다중공선성 문제를 사전에 확인하기 위함이다.

<표 4-2> 상관관계 분석

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
①	1						
②	0.097 (0.003)	1					
③	0.215 (0.000)	0.067 (0.038)	1				
④	0.107 (0.001)	0.012 (0.700)	0.049 (0.131)	1			
⑤	0.024 (0.455)	0.006 (0.853)	-0.042 (0.189)	-0.009 (0.770)	1		
⑥	-0.166 (0.000)	0.007 (0.828)	-0.089 (0.006)	-0.053 (0.097)	-0.027 (0.411)	1	
⑦	0.310 (0.000)	-0.019 (0.563)	0.296 (0.000)	0.021 (0.514)	-0.132 (0.000)	-0.134 (0.000)	1

주) 1) ① *Compensation* : 임원 1인당 총보상의 자연대수, ② *Venture* : 벤처더미, ③ *ROA* : 총자산수익률, ④ *RET* : 주식수익률, ⑤ *MTBR* : 총자산의 장부 가치 대비 시장가치의 비율, ⑥ *RISK* : 과거 1년간 일별 주식수익률 표준편차, ⑦ *SIZE* : 총자산의 자연대수.

2) ( )안은 p-값.

<표 4-2>를 살펴보면 독립변수들 사이에 상관계수가 모두 0.3(절대값)이하로 나타났다. 이는 이들 변수들이 독립변수로 회귀모형에 함께 포함되었을 경우 다중공선성이 크게 문제되지 않는다는 것을 의미한다.

한편 대부분의 독립변수들이 종속변수인 임원 1인당 총보상의 자연대수 값과 양(+) 혹은 음(-)의 상관관계를 보이고 있고, 통계적인 유의성도 매우 높았다. 구체적으로 벤처더미(벤처기업이면 1, 아니면 0인 더미변수)의 경우 임원 1인당 총 보상의 자연대수 값과 양(+)의 상관관계를 보였다. 통제변수를 추가한 다중 회귀모형을 통해 실증적으로 검증하겠지만 사전적으로 벤처기업의 임원 1인당

총 보상이 일반기업에 비해 높음을 시사한다. 경영성과(총자산수익률, 주식수익률), 성장가능성(*MTBR*), 기업규모(*SIZE*)는 임원 1인당 총 보상과 양(+)의 상관관계를 보였으며, 기업위험(*RISK*)의 경우 음(-)의 상관관계를 보였다.

## 2. 가설 검증결과

본 연구의 목적은 보상수준과 성과-보상 민감도에서 코스닥 등록 벤처기업과 일반기업 사이에 차이가 존재하는지를 분석하는데 있다.

먼저 코스닥 등록 벤처기업과 일반기업 사이에 임원 1인당 보상수준에 차이가 존재하는지를 검증하였고 그 결과를 <표 4-3>에 제시하였다.

<표 4-3> 보상수준 가설검증 결과

		<i>Compensation<sub>i,t</sub></i>
독립/통제변수	기대부호	
상수		11.632 (14.466) <sup>***</sup>
<i>Venture<sub>i,t</sub></i>	+	0.150 (3.128) <sup>***</sup>
<i>ROA<sub>i,t-1</sub></i>	+	0.341 (3.760) <sup>***</sup>
<i>RET<sub>i,t-1</sub></i>	+	0.083 (2.981) <sup>***</sup>
<i>MTBR<sub>i,t-1</sub></i>	+	0.020 (2.041) <sup>**</sup>
<i>RISK<sub>i,t-1</sub></i>	+	-0.959 (-3.778) <sup>***</sup>
<i>SIZE<sub>i,t-1</sub></i>	+	0.271 (8.418) <sup>***</sup>
F-값		27.597 <sup>***</sup>
수정결정계수		0.142

주) 1) *Compensation* : 임원 1인당 총보상의 자연대수, *Venture* : 벤처더미, *ROA* : 총자산수익률, *RET* : 주식수익률, *MTBR* : 총자산의 장부가치 대비 시장가치의 비율, *RISK* : 과거 1년간 일별 주식수익률 표준편차, *SIZE* : 총자산의 자연대수.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ( )안은 t값.

먼저 [가설 1]의 분석을 위해 벤처기업 더미변수를 모형에 포함시켜 분석한 결과 *Venture* 변수의 계수값이 0.150으로 양(+)의 값을 보였으며 통계적인 유의수준도 높은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 코스닥 등록 일반기업에 비해 벤처기업의 경우 기업의 핵심기술 및 미래 발전에 대한 다양한 정보를 보다 많

이 가지고 있는 벤처기업가가 기업가치 증대를 위해 일할 수 있는 충분한 유인을 제공하기 위함인 것으로 본 연구의 [가설 1]을 지지하는 결과라 할 수 있다.

통제변수로 고려한 기업성과, 성장가능성, 기업규모는 기대와 동일하게 임원 1인당 총 보상의 크기와 양(+)의 관련성을 보였으나, 기업위험의 경우 기업위험이 큰 기업에게 보다 위험프리미엄으로 보다 많은 보상이 지급될 것으로 기대했으나 기대와 달리 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 보였다.

한편 벤처기업 임원들의 보상에 보다 비중있게 사용될 성과측정치가 무엇인지를 분석한 결과를 <표 4-4>에 제시하였다. 앞의 분석들과 동일하게 임원 1인당 총 보상의 자연대수 값을 종속변수로 사용하였고, 독립변수로 벤처기업 더미변수, 경영성과 변수, 벤처기업 더미변수와 경영성과 사이의 결합변수를 사용하였고, 통제변수로 기존의 선행연구를 바탕으로 기업규모 변수를 고려하였다.

<표 4-4> 성과-보상 민감도 가설검증 결과

		$\Delta Compensation_{i,t}$
독립/통제변수	기대부호	
상수		-0.110 (-0.455)
$Venture_{i,t}$		0.040 (0.910)
$\Delta ROA_{i,t-1}$	+	2.276 (6.598)***
$RET_{i,t-1}$	+	0.073 (2.591)**
$Venture_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$	-	-0.539 (-0.774)
$Venture_{i,t} \times RET_{i,t}$	+	0.104 (1.708)*
$SIZE_{i,t}$		0.009 (0.731)
F-값		11.468***
수정결정계수		0.098

주) 1)  $\Delta Compensation$  : 전년대비 당기 임원 1인당 보상의 증감,  $Venture$  : 벤처더미,  $\Delta ROA$  : 총자산수익률의 변동,  $RET$  : 주식수익률,  $SIZE$  : 총자산의 자연대수.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임. ( )안은 t값.

<표 4-4>의 분석결과에 의하면 임원 1인당 총 보상의 변화는 경영성과의 변화와 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 기업 임원의 보상을 성과와 연계하여 지급한다는 것을 의미하는 것으로 대표적인 회계성과인 회계이익과 시장성과인 주식수익률이 임원진의 보상계약에 널리 활용되고 있음을 간접적으

로 제시하는 결과라 할 수 있다. 본 연구의 [가설 2] 검증을 위해서는  $Venture_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$  변수와  $Venture_{i,t} \times RET_{i,t}$  변수의 계수값을 확인하면 되는데 기대한바와 같이  $Venture_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$  변수의 계수값은 종속변수와 음(-)의 관련성을(통계적 유의성은 발견되지 않음),  $Venture_{i,t} \times RET_{i,t}$  변수의 계수값은 양(+)의 관련성을 보였다. 이는 벤처기업의 경우 임원보상에 회계성과 보다는 주식성과를 보다 비중있게 사용한다는 것으로 본 연구의 [가설 2] 또한 지지되는 결과라 할 수 있다. 그러나  $Venture_{i,t} \times \Delta ROA_{i,t}$  변수의 경우 기대부호와 동일하게 음(-)의 관련성을 보였으나 통계적인 유의성은 발견되지 않았는데, 이는 회계성과 측정치 또한 임원보상과 연계시키는 벤처기업도 상당 수 있다는 것으로 판단할 수 있다.

## V. 결 론

본 연구는 코스닥 벤처기업의 임원보상이 보상수준, 성과-보상 민감도 측면에서 일반기업과 차이가 있는지를 분석하는데 있다. 벤처기업의 경우 기업 성공에 대한 우월한 사적정보를 벤처 기업가가 많이 가지고 있고, 기업 경영에 있어 임원진의 역할비중이 보다 중요할 것으로 판단하여 임원들에게 주어지는 보상수준이 높을 것으로 기대하였고, 단기적인 성과 보다는 기업의 장기적인 성공에 벤처기업가가 노력을 투입할 수 있도록 유인하기 위해 단기적 회계이익 보다는 장기적 주식성과를 임원들의 보상계약에 보다 비중있게 활용될 것으로 기대하였다.

이상의 연구목적을 실증분석하기 위해 코스닥 시장에 등록되어 있는 제조업체들 중 벤처기업을 우선 선정하였고, 벤처기업과의 대응표본을 만들기 위해 벤처기업 수의 3배수 기업을 동일업종, 기업규모를 기준으로 선별하여 실증분석에 활용하였다. 다중회귀분석을 통해 상기 제시한 연구목적을 실증분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 코스닥 등록 벤처기업과 일반기업 사이에 임원 1인당 평균 보상 수준에 차이가 있는지를 분석한 결과, 일반기업에 비해 벤처기업 임원들의 1인당 보상 수준이 더 높은 것으로 나타났다.

둘째, 벤처기업의 경우 일반기업에 비해 회계성과에 대한 임원보상 민감도 보다 주식성과에 대한 임원보상 민감도가 더욱 높은 것으로 나타났다.



이상의 연구결과는 벤처기업의 경우 현금보상 보다는 스톡옵션과 같은 주식 보상을 이용하여 임원들에게 보상을 많이 지급함으로써 총 보상 수준이 일반기업에 비해 높고, 단기적인 회계이익과 같은 성과보다는 주식성과와 같은 장기적인 시장성과에 보다 비중을 두어 임원들의 보상과 연계시킴으로써, 벤처기업가가 기업의 장기적인 성장을 위해 보다 많은 노력을 투입할 수 있도록 동기부여시킨다는 것을 의미하는 결과라 할 수 있다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 이러한 한계점은 연구결과를 해석하고 응용하는데 고려해야 할 사항이면서, 미래 연구에 대한 방향이 될 것이다.

첫째, 본 연구는 코스닥 등록 벤처기업과 코스닥 등록 일반기업만을 대상으로 분석하였다. 이는 연구자료의 정확성 및 연구자료 수집의 용이함을 고려한 것으로 코스닥에 등록되지 않은 많은 벤처기업들을 분석대상에서 제외하였다. 추후 설문조사 등을 통해 코스닥에 등록되지 않은 많은 기업들을 표본에 포함시켜 분석한다면 연구결과를 일반화 시키는데 보다 용이할 것으로 판단된다.

둘째, 본 연구에서는 벤처기업의 보상정책이 일반기업과 어떻게 다른지를 보상수준과 성과-보상 민감도 측면에서만 살펴보았다. 보상형태, 보상구조 등 지급까지 일반 상장기업을 대상으로 분석하였던 연구들이 벤처기업에서는 어떻게 달라지는지에 대한 추가적인 분석이 수행되어야 할 것으로 판단된다.

셋째, 본 연구에서는 기업규모, 성장가능성 등 임원보상에 영향을 미칠 수 있는 기업특성 변수를 통제변수로 사용하였으나 본 연구에서 고려하지 못한 기업특성 및 경영자 특성과 관련된 변수들도 다양하게 존재할 것으로 판단된다. 이런 통제변수들을 추가로 고려하여 분석한다면 분석결과를 일반화시키기에 보다 용이할 것으로 판단된다.

이러한 연구의 한계에도 불구하고 본 연구는 코스닥 등록 벤처기업과 일반기업을 대상으로 임원들의 유인보상정책에 차이가 있는지를 보상수준, 성과-보상 민감도 측면에서 살펴보았다. 추후 벤처기업과 일반기업의 이런 보상정책의 차이가 실제 기업가치 증가에 어떠한 영향을 미칠 수 있는지에 대한 분석이 추가적으로 수행된다면 현재 벤처기업을 대상으로 지금까지 연구되어 온 보상정책이 최선의 대안인지에 대한 비교검토가 가능할 것으로 판단된다. 또한 앞에서 제시한 연구의 한계점을 개선하여 보다 발전시킨다면 일반기업과는 다른 벤처기업만의 효율적인 보상제도 구축에 큰 도움을 줄 것으로 기대된다.

## 참고문헌

1. 김태수, 정준수, 지성권(1999), “한국기업에서 경영자 보상과 경영성과간의 관계”, 회계학연구, 제24권, 제2호, pp.87-115.
2. 신성욱(2007), “기업지배구조가 경영자보상과 미래경영성과에 미치는 영향”, 부산대학교 박사학위논문.
3. 지성권, 주태순, 안광진(2003), “벤처기업 경영자보상에 대한 실증연구”, 회계저널, 제12권, 제4호, pp.103-133.
4. 지성권, 한상헌, 신성욱(2004), “경영자-종업원 보상구조의 통합 결정요인에 관한 실증연구”, 회계저널, 제13권, 제3호, pp.153-185.
5. 황인태. 1995. “경영자보상과 기업성과”, 회계학연구, 제20권, 제3호, pp.107-125.
6. Abowd, J.(1990), “Does Performance-based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?”, Industrial and Labor Relations Review, 43(3), pp.52-73.
7. Baber, W., Janakiraman, S., and S. Kang(1996), “Investment opportunities and the structure of executive compensation”, Journal of Accounting and Economics, 21, pp.297-318.
8. Banker, R. D., and S. M. Datar(1989), “Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. Journal of Accounting Research, 27, pp.21-39.
9. Bebchuk, L., J. Fried., and D. Walker(2002), “Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation”, University of Chicago Law Review, 69, pp.751-846.
10. Bushman, R. M., R. J. Indjejikian, and A. Smith(1996), “CEO Compensation : The Role of Individual Performance Evaluation”, Journal of Accounting and Economics, 21, pp.161-193.
11. Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker(1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, Journal of Financial Economics, 51, pp.371-406.
12. Eisebhardt, R.(1999), “Organizational Control : Organizational and Economic Approaches”, Management Science, 31, pp.134-149.

13. Gaver, J. J., K. M. Gaver(1993), "Additional Evidence on the Association between the Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp.125-160.
14. Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
15. Jensen, M. and K. Murphy(1990), "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, 98, pp.225-264.
16. Lambert, R. and D. Larcker(1987), "An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research*, 25, pp.85-125.
17. Levinthal, D.(1988), "A Survey of Agency Models of Organizations. *Journal of Economics Behavior and Organization*, 9, pp.153-185.
18. Nowlin, T. S(1999), "Executive Compensation and the Investment Opportunity Sets of Initial Public Offerings", Ph. D. Dissertation, Louisiana State University.
19. Sloan, R.(1993), "Accounting earnings and top executive compensation", *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp.55-100.
20. Smith, C. W., R. L. Watts(1992), "Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, 32, pp.263-292.
21. 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.
22. Zmijewski, M.(1984), "Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models", *Journal of Accounting Research (Supplement)*, pp.59-82.

## Abstract

### Managers' compensation of venture firms listed on KOSDAQ

Kang, Jin-Su\*

This study analyzes whether there are differences in the level of compensation and pay-performance sensitivity between venture firms and non-venture firms listed on KOSDAQ.

To test the above mentioned purpose, this study uses 726 firm-year data listed on KOSDAQ from 2006 to 2009.

The results are as follow: First, we find that managers' compensation level of venture firms are higher than non-venture firms. Second, pay-stock performance sensitivity is higher than pay-accounting performance sensitivity in venture firms.

Overall, because venture firms give a lot of stock-option to managers, compensation level of venture firms is higher than other firms. Also, venture firms set higher pay-stock performance sensitivity than pay-accounting performance sensitivity to mitigate short-sighted decision.

Key Words : Compensation, Pay-performance sensitivity, Stock-option

---

\* Associate Professor, Division of Business Administration, Yeungnam College of Science and Technology, jskang@ync.ac.kr