

## 경영성과와 경영자 현금보상 민감도<sup>†</sup>

신성욱\*

### 〈요 약〉

본 연구에서는 경영자 현금보상의 보수성에 대한 실증분석을 수행하였다. 구체적으로 경영자에 대한 현금보상이 회계이익을 근거로 하는 성과측정치의 증감 및 주식수익률의 증감에 대해 비대칭적인 민감도를 지니는지를 실증분석 하였다.

2000년부터 2011년까지 상장된 5,815개 기업-연도 자료를 바탕으로 다중회귀분석을 통하여 실증 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 기업의 보수주의 수준이 반영된 회계성과측정치(총자산 순이익률)의 변화에 대한 경영자 현금보상 변화의 차별적 민감도는 존재하지 않는 것으로 나타났다. 즉 회계이익이 증가할 경우 경영자 현금보상의 증가와 회계이익이 감소할 경우 경영자 현금보상의 감소에 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

둘째, 미실현 이익과 미실현 손실에 대한 정보를 모두 포함하는 주식성과측정치의 경우 경영자 현금보상의 사후정산문제를 완화시키기 위해 호재(양(+))의 주식수익률, 악재(음(-))의 주식수익률에 따라 경영자 현금보상이 차별적으로 대응하는 것으로 나타났다. 즉, 주식수익률의 증가에 비해 주식수익률이 감소할 경우 경영자 현금보상이 더욱 민감하게 반응하는 것으로 나타났다.

이상의 분석결과는 미실현 이익이 보다 많이 포함된 주식수익률이 증가한 경우에 대응하여 경영자 현금보상 민감도를 감소시킴으로써 사후정산문제를 완화시킨다는 것을 의미하는 결과라 할 수 있다.

핵심주제어: 경영자 현금보상, 사후정산문제, 주식성과측정치, 회계성과측정치

논문접수일: 2013년 03월 01일 수정일: 2013년 03월 20일 게재확정일: 2013년 03월 26일

† 본 연구는 2011년도 부산가톨릭대학교 교내학술연구비 지원에 의하여 수행된 것임

\* 부산가톨릭대학교 사회과학대학 경영학과 조교수, shinsw@cup.ac.kr

## I. 서론

소유와 경영이 분리된 기업은 전문 경영자를 통해 기업의 자원과 기술을 더욱 효율적으로 운영할 수 있으나 주주와 경영자 사이에 목표가 일치하지 않는 경우 발생할 수 있는 대리인 문제로 인해 경영효율성이 저하될 수 있다(이지현, 2007). Jensen and Murphy(1990)는 이러한 대리인 문제를 해결하는 방안으로 경영자의 행동을 통제하여 경영자와 주주 사이의 목표를 일치시킬 수 있도록 하는 성과 근거한 보상계약의 체결을 주장하였다. 즉 주주는 경영자의 보상을 기업의 성과와 연계시킴으로써 자신이 원하는 방향으로 경영 의사결정이 수행될 수 있도록 하여 경영자 대리문제를 통제할 수 있게 되는 것이다.

경영자의 보상계약에 사용될 수 있는 가장 대표적인 성과측정치는 주식 성과측정치이다(지성권, 2010). 주가가격의 상승은 결국 기업의 소유주인 주주들의 부를 증가시키게 되므로 경영자들이 기업가치 증가를 위해 노력을 투입할 수 있도록 동기부여 할 수 있다. 그러나 주가가격은 경영자가 통제할 수 없는 대외적인 환경요인에 영향을 받을 수 있고 경영자의 보상 위험을 가중시키게 된다. 또한 주식 성과측정치는 미실현 이익과 손실이 즉각적으로 인식된 성과이므로 미실현 이익에 따라 경영자에게 보상을 지급

한 경우 추후 해당이익이 실제 실현되지 못하더라도 경영자에게 지급한 보상을 돌려받을 수 없는 사후정산(ex post settling)문제를 야기시키게 된다. 즉, 사후정산문제는 가시화되지 않은 기대 미래 현금흐름에 대하여 경영자에게 보상을 하는 경우에 발생하며 스톡옵션과 같은 주식보상 보다는 현금보상을 하는 경우에 더욱 더 커지게 된다(Watts, 2003a; Barclay et al., 2005).

주식성과측정치가 가지고 있는 다양한 문제점을 보완하기 위해 기업은 회계성과를 보상계약에 사용하게 되는데 특히 회계성과측정치에는 주식성과측정치와는 달리 회계 보수주의에 의해 미실현 이익이 거의 포함되어 있지 않으므로 차후에 사라질지도 모르는 미실현 이익에 대한 경영자 보상을 제한할 수 있어 사후정산문제를 완화시킬 수 있다. 보수적으로 측정된 회계성과를 경영자 보상계약에 사용하는 경우 경영자의 기회주의적 행동을 제한하여 경영자 보상계약의 효율성을 제고할 수 있게 되는 것이다(Watts, 2003a).

사후정산문제는 경영자에게 주식보상이 아닌 현금보상을 지급할 경우 더욱 커지게 된다. 경영자에게 미실현된 이익에 근거해서 현금보상을 지급하고, 그 이익이 실현되지 못할 경우 경영자에게 지급한 현금보상을 회수할 수 없기 때문이다(지성권 등, 2012).

만약 주식성과에 근거해서 경영자에게 현금보상이 지급된다면 주주들은 사후정산문제를 완화시키기 위해 주식성과가 좋을 경우와 좋지 않을 경우 경영자 현금보상 민감도를 차별적으로 설계할 가능성이 높다. 반면 회계성과에 근거해서 경영자에게 현금보상을 지급한다면, 이미 보수주의에 의해 성과에 미실현 이익이 포함될 가능성이 상대적으로 낮으므로 회계성과가 좋을 경우와 좋지 않을 경우 경영자 현금보상 민감도는 무차별할 것이다.

따라서 본 연구에서는 기업이 사후정산문제를 고려하여 주식성과측정치와 회계성과측정치의 현금보상 민감도를 차별적으로 설계하는지를 분석해 보고자 한다. 구체적으로 주식성과측정치의 경우 성과가 좋을 경우에 비해 성과가 좋지 않을 경우에 현금보상과 더욱 민감하게 반응시키는지 분석해보고, 회계성과측정치의 경우 성과가 좋을 경우와 좋지 않을 경우 현금보상과 무차별 민감도를 가지는지를 분석해 보고자 한다.

이하 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 본 연구와 관련있는 선행연구를 살펴보고 이를 바탕으로 연구가설을 설정하였다. 3장에서는 연구가설을 분석하기 위한 모형과 표본에 대해 설명하고, 4장에서는 실증분석결과를 제시하였고, 마지막 5장에서는 연구의 결과 및 한계점에 대해 기술하

였다.

## II. 선행연구 및 연구가설

기업의 소유와 경영의 분리 형태는 주주들과 경영자의 이해 상충으로 인하여 대리인 문제(agency problem)가 발생하게 된다. 주주들은 주주의 부의 극대화(기업가치의 극대화)라는 자신들의 목표를 달성하기 위하여 경영에 보다 정통한 전문경영자에게 모든 경영권을 위임하였으나, 경영자들은 기업가치의 극대화가 아닌 자신들의 사적효익 극대화를 위해 노력할 유인이 존재하므로 이로 인해 대리인 문제가 발생하게 되는 것이다(Jensen and Meckling, 1976). 이러한 대리인 문제를 완화시키기 위해서는 경영자에게 기업 가치를 극대화를 위해 노력을 투입할 수 있도록 유도할 수 있는 적절한 유인보상제도가 운영되어야 하고, 그 중의 한 방안이 경영자의 보상을 성과와 연계시켜 지급함으로써 기업가치의 증대가 경영자 자신의 부의 증대로 이어질 수 있도록 하는 것이다.

경영자 보상을 성과와 연계시킬 때 주로 사용하는 대표적인 성과측정치 중의 하나가 기업가치를 나타내는 주식관련 성과측정치(주식수익률 등)이다(Jensen and Murphy, 1990; Sloan 1993). 그러나 주식성과에는 기업이

실현하지 않은 미실현 이익이 포함되어 있어 주식성과에 근거하여 경영자에게 보상이 지급되면 실현되지 않은 이익에 대해 경영자에게 보상을 지급하게 되는 결과가 되므로, 만약 경영자가 이익이 실현되기 이전에 이직을 하거나 미실현 이익이 차후에 실현되지 않는 경우에는 과거에 지급된 경영자 보상을 회수하지 못하는 사후정산문제를 야기 시키게 된다(Watts, 2003a; Barclay et al., 2005).

미래현금흐름에 대한 합리적인 기대를 반영하여 시장가치의 변동을 나타내는 주식수익률은 미실현 이익과 손실을 모두 포함한다. 따라서 주식수익률에 따라 경영자에게 보상을 하는 경우에는 미실현 이익이 차후에 실현되지 않을 때 사후정산문제가 발생하게 된다. 이러한 사후정산 문제는 경영자에게 현금보상을 지급할 경우 더욱 커지게 된다.

사후정산문제를 감소시키기 위해서는 주식성과에 근거하여 경영자에게 현금보상을 지급하지 않거나, 주식성과에 포함된 미실현 이익과 미실현 손실에 대해 경영자 보상을 차별적으로 반영하는 방법이 있다(지성권 등, 2012; Barclay et al., 2005). 이는 미실현 이익에 대해서는 경영자 보상 민감도를 줄이고, 미실현 손실에 대해서는 경영자 보상 민감도를 높임으로써 수익성이 없는 투자안에 대한 경영자의 무분별한 투자 의사결정을 사

전에 방지하고, 미실현 손실의 보상결과를 회피하지 못하게 하기 위함이다. 따라서 경영자의 보상을 성과와 연계시킨 보상제도를 운영함에 있어 주식성과의 경우 사후정산문제를 감소시키기 위해 주식수익률에 포함된 미실현 이익과 손실에 대해 차별적으로 반응시킬 것으로 기대할 수 있다.

[가설 1] 경영자 보상은 양(+)의 주식성과와 음(-)의 주식성과에 대해 차별적 반응을 나타낼 것이다.

Watts(2003a)에 따르면 경영자보상계약에서 보수주의를 적용한 회계이익은 경영자의 기회주의적 행동을 제한함으로써 계약의 효율성을 증가시키고 무분별한 경영자의 투자 의사결정을 방지함으로써 궁극적으로 기업의 가치하락을 막는데 기여한다고 제시하고 있다. 또한 보수주의를 기업에서 발생하는 대리인 비용과 결부하여 설명하면서 회계 보수주의가 경영자의 행동을 견제하고 감시하는 역할을 수행하여 기업의 대리인 비용을 줄이는 역할도 수행한다고 주장하였다(Watts, 2003a, 2003b). 예를 들면, 경영자는 다른 이해 관계자에 비해 더 많은 정보를 얻을 수 있는 위치에 있기 때문에 새로운 프로젝트로부터 기대되는 미래현금흐름에 관한 더 많은 정보를 가질 수 있고, 궁극적으로는 기업에 대해서는 음(-)의 순현재가치

를 갖는 투자안이지만, 투자안을 제시할 당시의 경영자 자신의 보상은 증가시키는 투자안에 투자함으로써 기업 전체의 가치를 하락시키는 의사결정을 할 가능성이 존재하게 된다는 것이다.

반면에 회계성과는 보수적인 회계처리 방식으로 인해 미실현 이익은 실현가능성이 매우 높은 경우에만 인식하고, 미실현 손실은 실현가능성이 조금이라도 발생하는 경우 인식하게 함으로써 회계성과에 미실현 이익이 포함될 가능성이 상대적으로 낮다(지성권 등, 2012). 즉, 보수주의에 근거한 회계성과에는 미실현 이익이 포함될 가능성이 상대적으로 낮으므로 이에 근거해서 경영자에게 현금보상을 지급하더라도 사후정산문제를 야기시키지 않을 수 있다(Watts, 2003; Leone 등, 2006)

Leone 등(2006)은 미실현 된 미래 현금흐름의 대가로 경영자에게 현금보상을 지급한 후 실제 실현된 현금흐름이 기대와 불일치할 때 기업이 부담하게 될 사후정산문제를 감소시키기 위해 회계 보수주의로 미실현 이익을 최소한으로 인식하는 회계성과 측정치가 선호된다고 주장하였다.

Watts(2003a)는 보수적으로 측정된 회계이익을 경영자 보상계약에 사용하는 경우 경영자의 기회주의적 행동을 제한하여 경영자 보상계약의 효율성을 제고할 수 있다고 주장하였다.

이때 보수적으로 측정된 회계이익은 차후에 사라질지도 모르는 미실현 이익에 대한 경영자 보상을 제한함으로써 사후정산문제를 완화하고 주주와 경영자 사이에 발생할 대리인문제로 해결할 수 있는 효율적인 보상계약이 된다.

이상의 선행연구들의 결과는 회계성과측정치를 경영자 보상계약에 사용하면 이미 회계 보수주의에 의해 미실현 이익을 최소한으로 반영하게 되므로 미실현 이익과 손실에 대해 경영자 보상을 차별적으로 반영시킬 이유가 없고, 회계성과에 근거해서 경영자에게 현금보상을 지급하면 사후정산문제를 완화시킬 수 있다는 것이다(Barclay et al., 2005; 최중서와 이승태 2006; 지성권 등, 2012). 따라서 다음과 같은 가설설정이 가능하다.

[가설 2] 경영자 현금보상은 양(+)의 회계성과와 음(-)의 회계성과에 대해 차별적 반응을 나타내지 않을 것이다.

### III. 연구설계

#### 1. 연구모형

주식성과에 포함된 미실현 이익에 대하여 경영자에게 현금보상을 지급

하는 경우 차후에 기업이 기대한 미실현 이익이 실현되지 않는 경우 경영자에게 과거에 미실현 이익에 대하여 지불한 현금보상을 회수하지 못하는 경우가 발생할 수 있다. 이러한 사후정산문제를 줄이기 위해서는 주식성과에 미실현 이익이 보다 많이 포함되어 있을 경우 이에 대응하여 현금보상을 탄력적으로 늘여서는 안된다. 그러나 미실현 손실이 보다 많이 포함되어 있을 경우에는 그에 대응하여 현금보상을 감소시키더라도 사후정산문제를 야기시키지 않는다. 따라서 주식성과의 경우에는 사후정산문제를 고려하여 주식성과가 좋을 경우(호재)에 비해 주식성과가 좋지 않을 경우(악재) 경영자 현금보상의 민감도가 차별적으로 대응될 것으로 기대할 수 있다.

그러나 회계성과의 경우 이미 회계 보수주의에 의해 미실현 이익이 보수적으로 반영되어 있어 주식성과에 비해 회계성과에 근거해서 경영자에게 현금보상을 지급하더라도 사후정산문제를 발생시키지 않을 수 있다. 따라서 회계성과와 경영자 현금보상 민감도는 회계성과가 좋을 경우와 좋지 않을 경우가 차별적이지 않을 것으로 기대할 수 있다.

본 연구에서는 이상에서 제시한 주식성과와 회계성과에 대한 경영자 현금보상의 차별적 민감도가 존재하는지를 분석하기 위해 다음과 같은 3가

지 연구모형을 고려하였다.

<식 1>

$$\Delta \ln(COMP)_{it} = \beta_0 + \beta_1 RETD_{it} + \beta_2 RET_{it} + \beta_3 RETD_{it} \times RET_{it} + \epsilon_{it}$$

<식 2>

$$\Delta \ln(COMP)_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROAD_{it} + \beta_2 \Delta ROA_{it} + \beta_3 ROAD \times \Delta ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

<식 3>

$$\Delta \ln(COMP)_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROAD_{it} + \beta_2 RETD_{it} + \beta_3 \Delta ROA_{it} + \beta_4 RET + \beta_5 ROAD \times \Delta ROA_{it} + \beta_6 RETD \times RET_{it} + \epsilon_{it}$$

여기서  $\Delta \ln(COMP)$  : 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화,  $ROAD$  : 총자산순이익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수,  $RETD$  : 시장조정주식수익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수,  $\Delta ROA$  : 총자산경상이익률,  $RET$  : 시장조정주식수익률,  $\epsilon$  : 잔차

먼저 <식 1>은 주식성과와 경영자 현금보상 사이에 성과가 좋을 경우(미실현 이익이 보다 많이 포함되어 있는 경우)와 성과가 좋지 않을 경우(미실현 손실이 보다 많이 포함되어 있는 경우) 차별적 민감도가 존재하는지를 분석하고자하는 모형이다. 주식성과와 경영자 현금보상 사이에 성

과가 좋지 않을 경우 더욱 민감하게 반응한다면  $\beta_2$ 의 계수값은 양(+)으로 기대되고,  $\beta_3$ 의 계수값 또한 양(+)의 관련성을 가질 것으로 기대된다.

한편 <식 2>는 회계성과와 경영자 현금보상 사이에 성과가 좋을 경우와 성과가 좋지 않을 경우 차별적 민감도가 존재하는지를 분석하고자 하는 모형이다. 회계성과와 경영자 현금보상 사이에 차별적 민감도가 존재하지 않는다면  $\beta_2$ 의 계수값은 양(+)으로 기대되고,  $\beta_3$ 의 계수값은 아무런 관련성을 가지지 않을 것으로 기대된다.

모형에 사용된 경영자 현금보상은 이사회 등기임원 중 감사와 사외이사를 제외한 임원을 경영자로 정의하여 등기임원 1인당 평균 현금보상의 자연대수값을 구한 후 전기와의 차이값을 측정하여 사용하였다. 또한 본 연구에서는 경영성과가 경영자보상에 미치는 영향을 분석하기 위해 대표적인 회계성과 측정치인 총자산 순이익률과 시장성과 측정치인 주식수익률을 모형에 추가하여 분석하였다. 회계성과가 좋을 경우와 좋지 않을 경우 경영자 현금보상과 차별적 민감도가 존재하는지를 분석하기 위해 총자산 순이익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수를 모형에 추가하였고, 주식성과 또한 주식수익률이 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수를 모형에 추가하여 성과가 좋을 경우와 좋지 않을 경우 경영자 현금보상이

차별적 민감도를 가지는지를 분석하고자 하였다.

## 2. 표본선정 및 자료수집

본 실증연구에 사용되는 표본은 2011년 12월 말 현재 유가증권 시장에 상장되어 있는 기업 중, 제조기업이 아닌 기업, 2000년부터 2011년까지 계속 상장된 기업, 12월 결산법인인 기업, 관리종목이 아닌 기업만을 그 대상으로 하였다. 아울러 본 연구에서 사용할 변수들에 관한 자료를 미제시한 기업의 경우도 표본에서 제외시켰다.

위와 같은 기준에 의해 본 연구에서 사용하게 될 최종 표본은 5,815개 기업-연도 자료로 집계되었다. 기업의 재무자료와 주가자료는 (주)한국신용정보에서 제공하는 KIS-VALUE에서 구하였고, 나머지 경영자보상자료 및 지배구조관련 자료는 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템의 사업보고서에서 입수하였다.

## IV. 실증분석결과

### 1. 기초통계량 및 상관관계 분석

본 연구에서 설정한 가설들의 실증검증을 위한 회귀분석에 앞서, 모형에

사용된 변수들에 대한 기술통계량을

<표 1> 기술통계량 및 상관관계분석

패널 A : 기술통계량					
	관측수	평균	표준편차	최소값	최대값
<i>COMP</i>	5815	239,000	562,000	11,000	8,970,000
$\ln(COMP)$	5815	18.777	0.847	13.816	22.917
<i>ROA</i>	5815	0.043	0.106	-1.14	0.380
$\Delta ROA$	5815	0.092	1.947	-12.230	18.460
<i>RET</i>	5815	-0.107	0.793	-2.203	8.223

  

패널 B : 상관관계분석			
	$\Delta \ln(COMP)$	$\Delta ROA$	<i>RET</i>
$\Delta \ln(COMP)$	1		
$\Delta ROA$	0.104(0.000)***	1	
<i>RET</i>	0.086(0.000)***	0.126(0.000)***	1

주) *COMP* : 경영자 1인당 현금보상(단위 : 천원),  $\ln(COMP)$  : 경영자 1인당 현금보상의 자연대수, *ROA* : 총자산경상이익률, *RET* : 시장조정 주식수익률.

<표 1>의 패널 A에 제시하였다.

우선 본 연구에서 사용한 표본기간 동안의 등기임원의 평균적인 경영자 1인 현금보상은 대략 2억3천만원으로 나타났다. 그러나 최대값(대략 89억원)과 최소값(1천1백만원)의 차이가 상당히 큰 것으로 나타나 상장 제조업에 속한 기업들 사이에도 각 기업마다 경영진의 현금보상에 큰 차이가 있음을 확인할 수 있다. 한편 경영자 1인당 현금보상의 경우 규모화 이분산성을 통제하고, 변수들 간의 보다 강력한 선형관계를 유도하기 위해 회귀분석 시 경영자 1인당 보상에 자연로그를 취하여 분석하였다. 경영자 1인당 보상의 자연대수 값의 기초통계

량을 살펴보면 표준편차가 0.847로 나타나 값의 차이가 완화되었음을 확인할 수 있다.

경영성과의 경우 본 연구에서는 대표적 회계성과인 총자산순이익률과, 시장성과인 주식수익률을 사용하였다. 주식수익률의 경우 개별 기업의 주식수익률을 그대로 사용하지 않고 개별 주식수익률에서 산업평균주식수익률을 조정한 시장조정주식수익률을 사용하였다. 총자산순이익률의 경우 평균이 0.043으로 나타나 표본기간 동안의 총자산대비 당기순이익이 차지하는 비율이 평균적으로 약 4.3%수준임을 짐작할 수 있다. 그러나 표본기업의 산업조정 주식수익률의 경우 평균



적으로 표본기간동안 음(-)의 수익률을 보이고 있는 것으로 나타났다(평균 : -0.107).

한편 각 독립변수에 대한 다중공선성의 가능성을 확인하기 위하여 상관관계 분석을 실시하였으며, 분석결과를 살펴보면 경영자 1인당 보상의 변화는 경영성과(총자산 경상이익률, 산업조정 주식수익률)와 양(+)의 관련성을 보였고 통계적으로 유의하였다. 이는 경영성과가 향상되었을 경우 이에 따라 경영자에게 주어지는 현금보상도 증가하는 것으로 해석할 수 있다. 상관관계 분석결과 변수들 사이에 상관관계가 높게(상관계수 값이 -1에 가깝거나, 1에 가까움) 나타난 변수를 찾아보기 힘들었다. 그러나 상관관계가 다소 높은 변수가 설명변수로 함께 고려될 경우 발생할 수 있는 다중공선성 문제를 확인하기 위해 회귀분석 시 분산확대인(variance inflation factor : VIF)를 조사에 추가하여 분석하였는데 본문에 제시하지는 않았으나 대부분 2이하의 값을 보여 다중공선성은 크게 의심되지 않는 것으로 나타났다.

## 2. 가설검증결과

회계성과(총자산순이익률)의 경우 회계 보수주의에 의해 미실현 이익이 포함될 가능성이 매우 낮다. 따라서 회계성과가 좋을 경우와 좋지 않을

경우 경영자 현금보상의 민감도는 차별적이지 않을 것으로 기대할 수 있다. 반면 주식성과(주식수익률)의 경우 미래 현금흐름에 대한 기대가 반영되어 있으므로 미실현 이익이 포함될 가능성이 매우 높다. 이럴 경우 사후정산문제를 완화시키기 위해 주식성과 좋을 경우와 좋지 않을 경우 경영자 현금보상을 차별적으로 대응시킬 가능성이 매우 높다.

이에 대한 [가설 1]과 [가설 2]를 검증하기 위한 회귀모형인 [식 1], [식 2], [식 3]을 실증분석한 결과를 <표 2>, <표 3>, <표 4>에 제시하였다.

먼저 주식성과와 경영자 현금보상 민감도를 분석한 결과를 <표 2>에 제시하였다. 주식성과( $RET_{it}$ )의 경우 기대부호와 동일하게 경영자 현금보상의 변동과 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 그러나 산업조정 주식수익률이 감소한 경우(악재)를 1로, 그렇지 않은 경우 0으로 둔 더미변수의 계수값은 기대부호와 동일하게 음(-)의 관련성을 보였으나 통계적인 유의성이 발견되지 않았다. 주식성과의 경우 경영자 현금보상 민감도는 호재와 악재에 대해 차별적 민감도가 존재할 것으로 기대하고 분석한 결과, 예상한 바와 같이 호재, 악재에 대한 차별적 민감도가 있는 것으로 나타나 [가설 1]이 지지되는 결과를 보여주고 있다. 이는 주식수익률이 좋지 않을

경우 경영자 현금보상이 보다 민감하게 반응한다는 것을 의미하는 결과로 사후정산문제를 완화시키기 위해 주

식성과의 경우 경영자 현금보상 민감도를 차별적으로 가져간다는 기존의 선행연구 결과들과 동일한 결과이다.

<표 2> 주식성과와 경영자 현금보상 민감도

$$\Delta \ln(COMP)_{it} = \beta_0 + \beta_1 RETD_{it} + \beta_2 RET_{it} + \beta_3 RETD_{it} \times RET_{it} + \epsilon_{it}$$

설명변수	종속변수	기대부호	$\Delta \ln(COMP)_{it}$	
			계수값	t-값
절편			0.128***	
$RETD_{it}$		-	-0.002	-0.114
$RET_{it}$		+	0.037**	2.110
$RETD_{it} \times RET_{it}$		+	0.077**	2.018
산업더미				포함
연도더미				포함
F값				12.713***
수정결정계수				0.006

주 1)  $\Delta \ln(COMP)$  : 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화,  $RETD$  : 산업조정 주식수익률이 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수,  $RET$  : 산업조정 주식수익률  
 2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.

<표 3> 회계성과와 경영자 현금보상 민감도

$$\Delta \ln(COMP)_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROAD_{it} + \beta_2 \Delta ROA_{it} + \beta_3 ROAD_{it} \times \Delta ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

설명변수	종속변수	기대부호	$\Delta \ln(COMP)_{it}$	
			계수값	t-값
절편			0.145***	
$ROAD_{it}$		-	-0.052***	-4.134
$\Delta ROA_{it}$		+	0.285***	6.214
$ROAD_{it} \times \Delta ROA_{it}$		?	-0.082	-1.261
산업더미				포함
연도더미				포함
F값				26.854***
수정결정계수				0.013

주 1)  $\Delta \ln(COMP)$  : 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화,  $ROAD$  : 총자산경상이익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수,  $\Delta ROA$  : 총자산경상이익률 변화  
 2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.

한편 회계성과와 경영자 현금보상 민감도를 분석한 결과를 <표 3>에 제시하였다. 기대부호와 동일하게 회계성과의 변동( $\Delta ROA_{it}$ )과 경영자 현

금보상의 변동 사이에 양(+의) 관련성이 있는 것으로 나타났고 통계적인 유의성도 매우 높았다. 또한 총자산순이익률 감소한 경우(약제)를 1로, 그렇지 않은 경우 0으로 둔 더미변수의 계수값 또한 경영자 현금보상과 음(-)의 관련성을 보이는 것으로 나타나서 회계성과가 좋지 않은 경우 경영자 현금보상 또한 줄어드는 것을 확인 할 수 있다. 한편 본 연구의 주

된 목적은 회계성과와 경영자 현금보상 민감도는 호재와 악재에 대해 차별적 민감도가 존재하지 않는지를 분석하는데 있다. 분석결과 호재, 악재에 대한 차별적 민감도는 없는 것으로 분석되어( $ROAD_{it} \times \Delta ROA_{it}$ 의 계수값은 음(-)이나 통계적인 유의성 없음) [가설 2]가 지지되는 결과를 보여주고 있다.

<표 4> 경영성과와 경영자 현금보상 민감도(통합)

$$\Delta \ln(COMP)_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROAD_{it} + \beta_2 RETD_{it} + \beta_3 \Delta ROA_{it} + \beta_4 RET_{it} + \beta_5 ROAD_{it} \times \Delta ROA_{it} + \beta_6 RETD_{it} \times RET_{it} + \epsilon_{it}$$

설명변수	종속변수	기대부호	$\Delta \ln(COMP)_{it}$	
			계수값	t-값
절편			0.150***	
$ROAD_{it}$		-	-0.039***	-3.078
$RETD_{it}$		-	0.006	0.351
$\Delta ROA_{it}$		+	0.251***	5.484
$RET_{it}$		+	0.030*	1.722
$ROAD_{it} \times \Delta ROA_{it}$		?	-0.017	-0.259
$RETD_{it} \times RET_{it}$		+	0.098***	2.609
산업더미				포함
연도더미				포함
F값				18.695***
수정결정계수				0.018

주 1)  $\Delta \ln(COMP)$  : 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화,  $ROAD$  : 총자산경상이익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수,  $RETD$  : 산업조정 주식수익률이 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수,  $\Delta ROA$  : 총자산경상이익률,  $RET$  : 산업조정 주식수익률  
 2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.

한편 회계성과와 주식성과를 모두 고려한 통합모형의 분석결과를 <표 4>에 제시하였다.

<표 4>의 분석결과를 살펴보면 앞서 제시했던 분석결과와 모두 동일하게 일관된 결과를 보여주고 있다. 특히 회계성과의 경우에는 경영자 현금보상과 호재, 악재에 대해 차별적 민감도를 보이지 않았으나 주식성과의 경우에는 호재, 악재에 대해 차별적 민감도를 보이는 것으로 분석되었다 ( $RET_{it} \times RET_{it}$ 의 계수값이 양(+))이면서 1% 수준에서 통계적 유의성이 발견됨).

## V. 결 론

본 연구에서는 경영자 현금보상의 보수성에 대한 실증분석을 수행하였다. 구체적으로 경영자에 대한 현금보상이 회계이익을 근거로 하는 성과측정치의 증감 및 주식수익률의 증감에 대해 비대칭적인 민감도를 지니는지를 실증분석 하였다.

2000년부터 2011년까지 상장된 5,815개 제조기업을 대상으로 횡단면 통합자료 회귀분석을 통하여 실증 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 미실현 이익과 미실현 손실에 대한 정보를 모두 포함하는 주식수익률의 경우 경영자 현금보상의 사

후정산문제를 완화시키기 위해 호재(양(+))의 주식수익률, 악재(음(-))의 주식수익률)에 따라 경영자 현금보상이 차별적으로 대응하는 것으로 나타났다. 즉, 주식수익률의 증가에 비해 주식수익률이 감소할 경우 경영자 현금보상이 더욱 민감하게 반응하는 것으로 나타났다.

둘째, 기업의 보수주의 수준이 반영된 회계성과측정치(총자산 경상이익률)의 변화에 대한 경영자 현금보상 변화의 차별적 민감도는 존재하지 않는 것으로 나타났다. 즉 회계이익이 증가할 경우 경영자 현금보상의 증가와 회계이익이 감소할 경우 경영자 현금보상의 감소에 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

본 연구에서는 회계성과와 경영자 현금보상 민감도, 주식성과와 경영자 현금보상 민감도가 호재-악재에 대해 차별적 민감도를 가지는지를 분석하였다. 본 연구에서는 회계성과의 경우 회계 보수주의로 인해 호재-악재에 대해 차별적 민감도를 가지지 않을 것으로 보고 분석하였으나, 회계 보수주의 수준도 자금조달 문제, 세금문제 등 기업이 처한 경영환경에 영향을 받을 수 있다. 회계 보수주의 수준에 영향을 미치는 다양한 요인들을 고려한 후 회계성과와 경영자 현금보상 사이의 민감도를 분석한 연구들이 추가적으로 수행된다면 보다 의미있는 결과를 도출할 수 있을 것이다.

## 참고문헌

1. 이지현(2007). 경영자의 현금보상에 영향을 미치는 요인에 관한 연구. 중앙대학교 대학원 석사학위논문.
2. 지성권(2010). 경영자 보상의 하방 경직성에 영향을 미치는 요인. 경영정보연구. 35, 333-357.
3. 지성권 신성욱 전미진(2012). 기업의 회계 보수주의 수준이 경영자 회계성과-현금보상 민감도에 미치는 영향. 관리회계연구, 12(2), 87-117.
4. 최종서 이승태(2004). 경영자보상과 보수주의. 한국회계학회 발표논문
5. Barclay, M., D. Gode, and S. P. Kothari(2003). Measuring delivered performance. Working paper. University of Rochester and MIT.
6. Jensen, M. and K. Murphy(1990) Performance pay and top management incentives. Journal of Political Economy, 98, 225-264.
7. Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3: 305-360.
8. Leone, A., Wu, J. Zimmerman, J(2006). Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. Journal of Accounting and Economics 42: 167-192.
9. Sloan, R.(1993). Accounting earnings and top executive compensation. Journal of Accounting and Economics, 16, 55-100.
10. Watts, R. 2003a. Conservatism in accounting: Part I: Explanations and implications. Accounting Horizons, 17, 207-221.
11. Watts, R. 2003b. Conservatism in accounting: Part II: evidence and research opportunities. Accounting Horizons, 17, 287-30.

## Abstract

### Management performance and managers' cash compensation sensitivity

Shin, Sung-Wook\*

This Paper document that managers' cash compensation is more sensitive to negative stock return than positive stock return. Also, this paper analyse that managers' cash compensation react symmetrically to accounting earnings and losses. Since stock returns include both unrealized gains and unrealized losses, we expect managers' cash compensation to be less sensitive to stock returns when returns contain unrealized gains(positive returns) than when returns contain unrealized losses(negative returns). But accounting earnings exclude unrealized gains and include unrealized losses, so managers' cash compensation will react symmetrically to accounting earnings and losses.

Analyzing 5,815 firm-year data for 2000-2011, we find that managers' cash compensation reacts asymmetrically to stock retruns whereas managers' cash compensation reacts symmetrically to accounting performance. This finding is consistent with boards of directors seeking to mitigate *ex post* settling up problem that would arise of managers' cash compensation was equally sensitive to positive and negative stock return.

Key Words : Accounting performance, Ex post settling up problem, managers' cash compensation, Stock return

---

\* Assistant Professor, Dept. of Business Administration, Catholic University of Pusan, shinsw@cup.ac.kr