

# 기업수명주기와 경영자 보상

김지혜\*, 김진배\*\*, 최정미\*\*\*

고려대학교 경영대학 박사과정\*, 고려대학교 경영대학\*\*, 청주대학교 회계학과\*\*\*

## The Corporate Life Cycle and Management Compensation

Ji-Hye Kim\*, Jin-bae Kim\*\*, Jeong-mi Choi\*\*\*

Ph. D. Student, Business School, Korea University\*

Business School, Korea University\*\*

Dept. of Accounting, Cheongju University\*

요 약 본 연구의 목적은 기업수명주기와 경영자 보상의 관계를 분석하는데 있다. 이를 위해 기업수명주기에 따른 경영자 보상 수준을 살펴보고, 수명주기별 경영자보상의 성과보상민감도를 살펴보고자 한다. 이와 같은 연구목적을 수행하기 위해, 2003년부터 2014년까지 유가증권시장 및 코스닥시장의 상장기업들을 이용하여 회귀분석을 수행하였다. 분석 결과, 경영자의 보상수준은 도입기에서 가장 낮으며, 성숙기까지 증가하여 성숙기에서 가장 높으며, 쇠퇴기에서 급격하게 감소하는 것으로 나타났다. 성숙기를 제외한 도입기, 성장기, 쇠퇴기에서 성과보상민감도는 회계성과보다 추가성과에 더 연동되는 것으로 나타났으며, 성숙기에서는 회계성과와 추가성과에 강력하게 연동되는 것으로 나타났다. 추가분석을 통해 성장률이 높은 집단에서 회계성과와 추가성과에 연동되는 것으로 나타나 수명주기 결과가 성장률에 의해 나타난 결과가 아님을 확인하였다. 대규모기업집단을 별도로 분석하여 수명주기별 성과보상민감도가 일반적인 결과와 확연하게 다르게 나타남을 확인하였다. 이러한 결과는 기업의 수명주기에 따라 경영자 보상이 영향을 받는다는 결론을 나타낸다는 점에서 기존연구와 차별성을 갖으며 관련 연구에 보탬이 된다.

주제어 : 경영자 보상, 수명주기, 성과보상민감도, 회계 성과, 주식 성과

**Abstract** The purpose of this study investigates the relation between corporate life cycle and management compensation. The analysis is performed by comparing the compensation level and pay-performance-sensitivity (PPS) at each life cycle based on Korean data from 2003 to 2014. The results show that regarding compensation level, mature stage has the highest mean value of compensation and compensation level drops after mature stage. In introduction stage, growth and decline stages, compensation is not sensitive to accounting performance. In a while, in mature stage, management compensation varies with accounting performance more significantly than stock performance. In additional analysis, the results indicate that the finding is not designated from growth opportunities and the relation differs when the firm is included in a conglomerate. These findings contribute to the literature by providing additional evidence to understand for compensation and the corporate life cycle studies.

**Key Words** : Management compensation, Corporate life cycle, Pay performance sensitivity, Accounting performance, Stock performance

Received 30 November 2016, Revised 1 January 2017  
Accepted 20 January 2017, Published 28 January 2017  
Corresponding Author: Jinbae Kim (Korea University)  
Email: jinbae@korea.ac.kr

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ISSN: 1738-1916

## 1. 서론

본 연구의 목적은 기업의 수명주기와 경영자 보상의 관계를 분석하는데 있다. 구체적으로 기업의 수명주기별로 경영자 보상수준을 살펴보고, 수명주기별 성과보상민감도를 분석하고자 한다.

Wang and Singh (2014)에 따르면, 수명주기는 기업의 생애에 따라 기업이 처한 내적, 외적 상황을 복합적으로 보여주는 지표이다. 수명주기에 따라 기업들은 내적, 외적으로 공통적인 특성을 가지며, 수명주기 단계에서 기업의 상황에 맞는 최적의 의사결정을 한다. Anthony and Ramesh (1992)의 수명주기별 회계정보의 특성에 대한 연구를 필두로 회계학에서도 수명주기에 따라 회계정보의 특성이나 기업의 특성이 달라질 수 있음을 많은 연구에서 실증하였다[3,4].

Holstrom(1979)의 대리인이론에 따르면 경영자 보상은 회사나 주주(principal)을 위하여 투입한 노력에 대한 대가로 대리인(agency)인 경영자에게 지급하는 메커니즘이다. 회사는 경영자의 직접적인 노력을 확인할 수 없기 때문에 노력의 결과물인 성과에 연동하여 보상을 지급한다. 또한 경영자가 열심히 노력한 결과가 잘 나타는 성과에 보상이 연동되어야 경영자가 적극적으로 노력을 투입하도록 동기 부여할 수 있다. 따라서 회사가 상황을 포괄적으로 나타내는 수명주기에 따라 경영자 보상계약 구조는 달라질 것이다. 하지만 수명주기에 대한 경영자 보상에 대하여 직접적으로 살펴본 연구는 많지 않다. Wang and Singh (2014)는 경영자 보상과 기업수명주기에 대하여 직접적으로 분석적 검토를 하였으며, Drake and Martin (2015)는 Wang and Singh (2014)를 토대로 미국의 데이터를 사용하여 경영자 보상과 수명주기에 대하여 분석하였다. 이외에 포괄적으로 수명주기와 경영자 보상을 실증적으로 분석한 연구는 찾기 어려운 실정이다. 본 연구에서는 회사가 처한 상황을 복합적으로 보여주는 수명주기에 따라 경영자보상이 달라지는지 한국의 데이터를 사용하여 살펴보았다.

수명주기는 Dickinson(2011)와 동일하게 영업, 투자, 재무 현금흐름의 부호에 따라 구분하였으며, 도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기의 4단계로 구분하였다.

2003년부터 2014년까지의 경영자 현금보상 자료를 이용하여 총 11,601개의 기업-연도 표본을 통해 수명주기

별 경영자 보상수준을 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 경영자 보상수준은 도입기에서 가장 낮은 수준을 보이는 것으로 나타났으며, 성장기, 성숙기로 갈수록 계속 증가하여 성숙기에서 가장 높은 수준의 현금보상을 지급하는 것으로 나타나 가설을 지지하였다. 쇠퇴기의 경영자 보상수준은 도입기보다 높지만 성장기보다 낮은 것으로 나타났다.

둘째, 도입기의 경영자 보상은 회계성과에 유의하게 연동되지 않고 추가성과에 약하게 유의하게 연동되는 것으로 나타났다. 도입기의 회사는 회계성과와 추가성과가 가장 낮은 시기이기 때문에 경영자 보상이 회계성과나 추가성과에 강하게 연동되지 않는 것으로 보인다. 하지만, 추가성과에 더 연동된다는 가설은 지지하는 결과이다. 성장기에서 회계성과와 추가성과 모두 경영자 보상과 양(+)의 방향으로 연동되는 것으로 나타났으며, 회계성과에서 유의성은 10% 수준인데 반하여 추가 성과는 5% 수준에서 유의한 것으로 나타나 평균적으로 회계성과보다 추가성과에 더 강하게 연동되는 것을 알 수 있다. 성숙기에서는 회계성과에 매우 1% 수준에서 강하게 연동되는 것으로 나타났으며, 추가 성과에는 5% 수준으로 연동되는 것으로 나타나 회계성과에 추가성과보다 더 연동된다는 가설을 지지하였다. 특히 성숙기에서의 경영자 보상변화에 대한 회계성과변화의 계수값은 0.35로 다른 수명주기보다 높은 값을 가져 성숙기에 회계성과가 경영자 보상지급에 중요한 지표임을 알 수 있다. 반면, 쇠퇴기에서는 추가성과에만 경영자보상이 강하게 연동되는 것으로 나타나 수익성이 악화되는 쇠퇴기에서는 회계성과보다 추가성과에 더 연동하여 경영자보상을 지급한다는 가설을 지지하였다.

각 수명주기별로 내적, 외적 공통의 특징을 가지는데 수명주기 연구의 결과가 그러한 특징으로 인하여 유도된 결과로 해석될 여지가 있다. 따라서 수명주기별 대표적인 특징 중 하나인 성장률과 경영자 성과보상민감도 분석을 통해 수명주기 분석결과와 유사한 패턴인지 살펴보았다. 수명주기별 성장률을 살펴본 결과, 성장기의 성장률이 높은 것으로 나타났으며, 도입기, 성숙기, 쇠퇴기 순으로 성장률의 크기가 작아짐을 알 수 있었다. 만약 성장률이 수명주기분석에 주요한 영향을 주었다면, 성장률이 높은 집단에서는 성장률이 높은 축에 속하는 도입기나 성장기와 유사한 결과가 나타나야 하며, 성장률이 낮은

집단에서는 성숙기나 쇠퇴기와 유사한 결과가 나타나야 한다. 분석결과, 경영자의 보상이 성장률이 높은 집단에서는 회계성과와 주식성과에 모두 연동되는 것으로 나타났으며, 성장률이 낮은 집단에서는 주식성과에만 연동되는 것으로 나타났다. 따라서 수명주기 분석결과는 성장률에 의해 나타난 결과라기보다는 수명주기별로 기업이 가지는 총체적 특징에 의해 나타났다는 결과에 힘을 실어준다.

추가적으로 한국은 대규모기업집단의 기업 수는 적지만, 규모와 경제적 측면에서 많은 영향을 미치며, 지분구조나 내부거래로 인한 특수성 때문에 전체적인 기업 특성과 다른 연구결과를 보이기도 한다. 따라서 대규모기업집단과 그렇지 않은 그룹으로 나누어 수명주기별 성과 보상민감도를 분석하였다. 전체표본 중 대규모기업집단에 속하는 표본은 1,121개로 수적인 측면에서 적은 것으로 나타났다. 수명주기별 성과보상민감도는 쇠퇴기에서만 주식성과에 강하게 연동되는 것으로 나타났으며, 다른 수명주기에서는 회계성과나 주식성과에 유의하게 연동되지 않은 것으로 나타났다. 대규모기업집단은 전체적인 수명주기별 경영자보상의 연구결과를 적용하기보다는 대규모기업집단 특유의 요소를 적용하여 경영자 보상에 대한 별도의 분석이 필요함을 알 수 있었다.

본 연구는 한국에서 기업수명주기에 따라 경영자 보상 계약의 구조가 다를 수 있음을 보여주었다. 또한 성장률에 의하여 기인한 것이 아닌 수명주기 고유의 영향에 의해 나타난 결과라는 점을 보여주고 대규모기업집단은 수명주기에 대한 연구시 별도의 연구 설계가 필요함을 보여주었다는 점에서 기존의 연구에 비하여 차별점이 있다. 향후, 대규모기업집단은 수명주기별로 어떠한 형태의 보상계약이 이루어지는지 분석하는 추가적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 2절에서는 선행연구를 살펴보고 가설을 수립하고 3절에서는 연구설계와 표본선정을 설명한다. 4절과 5절에서는 실증분석결과와 추가분석결과를 제시하고 마지막으로 6절에서는 연구의 주요 결과를 요약하고 결론을 맺는다.

## 2. 선행연구 및 가설설정

### 2.1 선행연구

수명 주기의 개념은 1960년대에 Boston Consulting Group에서 보여준 성장률과 시장점유율에 따른 제품 단계를 바탕으로 형성되었다. 기업수명주기는 성장률, 연령, 규모, 성과 등을 바탕으로 도입기, 성숙기, 쇠퇴기 등 3단계에서 5단계로 구분지어 각 단계별로 기업이 일관된 특성을 갖는다.

회계학에서 수명주기에 대한 초기 연구로 Anthony and Ramesh (1992)는 배당금 지급, 매출액 성장률, 회사의 연령에 따라 수명주기를 구분하여 수명주기 단계에 따라 회계 정보에 따른 시장의 반응이 다르게 나타남을 보였다. Black (1998)은 수명주기의 각 단계별로 회계정보인 이익과 현금흐름 측정치에 대한 가치 관련성(Value-relevance)을 살펴본다 수명주기가 가치관련성에 대하여 추가적인 영향을 주는 것을 밝혔다. 이후 많은 회계학 분야의 연구들에서 수명주기가 기준에 밝혀졌던 요소들 이외에 추가적인 영향을 주는 것으로 나타났다[10].

기존의 경영자 보상 연구는 수명주기를 결정하는 개별적인 특성들인 회사의 규모, 연령, 성장률 등 기업의 단편적 특성들과 경영자 보상의 관계를 살펴본 연구들이 주를 이룬다[11,12,13,14,15,16]. 규모, 연령, 성장률과 같은 여러 개별 요소들은 경영자 보상과 밀접한 관계를 갖지만, 각 요소들간의 상관관계가 높기 때문에 다중공선성의 문제가 있다. 따라서 어떠한 요소와 경영자 보상이 직접적으로 관련이 있는지 명확한 결론을 내리는 것은 쉽지 않다. 수명주기분석은 기업의 내적·외적 특성을 모두 고려하여 각 단계에 따른 회사의 특징을 파악하기 연구이기 때문에 기업의 단편적인 특성들의 영향을 보는 연구와 다르다[1]. 상황이론(Contingency theory)에 따르면 기업은 의사 결정시에 하나의 특성만을 고려하여 결정하는 것이 아니라 기업의 내적인 요소들과 기업이 처한 외적인 상황들에 따라 기업이 판단하기에 최적의 대안을 선택한다. Miller and Friesen(1984)는 조직의 내적·외적 특성들은 수명주기 단계에서 안정적이라는 결과를 보여주었다. Wang and Singh(2014)는 수명주기를 “내생적으로 연결되어 있는 조직적인 상황(연령, 규모, 다각화, 혁신, 성과)”로 정의하였다. 수명주기는 생애주기 중 기업이 직면한 단계에서 회사의 총체적인 특징을 보여주는 하나의 특성이다. 따라서 수명주기에 따른 경영자 보상에 대한 분석은 개별적인 요소들을 통하여 파악할 수 없었던 기업의 포괄적인 특징을 아우르는 수명주기에 따른

경영자 보상에 대하여 알아보는 연구이다.

보상과 수명주기에 대한 연구는 종업원 보상 연구들은 상당하지만 경영자 보상과 수명주기를 본 연구는 많지 않다[25,27]. Kanagaretnam et al. (2009)는 성장하는 회사들이 정제되는 회사보다 더 많은 스톡옵션을 제공하며, 성과보상민감도 또한 더 높다는 결과를 보였다. Hirschey and Pappas(1981)는 규모가 큰 산업의 회사들이 수명주기에서 이익 극대화 단계에서 이익 극대화에 대한 인센티브를 제공하는 반면, 작은 산업의 회사들은 성장 극대화 단계에서 매출액 극대화에 대한 인센티브를 제공한다는 결과를 발견하였다. Wang and Singh (2014)은 환경이나 상황에 따라 조직의 최선의 방안은 달라진다는 상황이론(Contingency theory)에 기초하여 경영자 보상과 기업수명주기의 관계에 대한 검토를 하였다. Drake and Martin (2015)는 Wang and Singh(2014)를 토대로 미국의 회사들이 수명주기에 따라 경영자보상이 어떻게 달라지는지를 분석하고, 초과보상에 대한 분석 시 수명주기를 고려하여야 한다는 것을 발견하였다. 본 연구는 한국에서 수명주기에 따른 경영자 보상의 수준 및 성과보상민감도가 어떻게 달라지는지 검토하고자 한다.

## 2.2 가설설정

도입기의 기업은 설립 연혁이 오래되지 않고, 규모가 작으며, 재정적 여력 또한 부족하여 회사의 다각화와 혁신을 통한 제품 차별화 수준이 낮다 [22,23,24]. 회계적 성과 또한 일정하지 않고 손실을 보기도 하며, 다른 수명주기 단계들과 비교했을 때 상대적으로 낮은 회계적 성과를 보인다[9,7]. 따라서 도입기의 회사는 자금이 부족하고 회계적 성과 또한 좋지 않으므로 현금지불 능력 또한 충분하지 않을 것이다. 재정적 여력과 회계적 성과가 좋지 않기 때문에 경영자 보상 수준은 수명주기의 모든 단계 중 가장 낮게 나타날 것이다. Balkin and Swift (2006)에 따르면 도입부의 최고 경영진들은 금전적 보상보다는 좀 더 도전적이고, 자신의 능력이나 재량을 발휘할 수 있는 환경에 매력을 느껴 동기부여 된다는 결과를 보였다. Singh and Agarwal (2003)에 의하면 도입기 기업들은 장기적인 성과에 대한 보상을 강조한다. 도입기 기업들은 성장속도가 빠르기 때문에 주시 보상을 부여하면 경영자와 회사의 인센티브가 일치될 것이다[1]. 도입기에 속한 기업들의 내적, 외적 특성으로 인하여 도입기에 있

는 회사의 경영자들은 높은 회계적 성과를 보이기가 어렵다. 따라서 회계적 성과에 연동하여 경영자에게 보상을 지급한다면 경영자에게 동기부여를 하기가 어려울 것이다. 반면, 미래 예상 수익률이나 성장률이 반영되는 주식성과를 기초로 보상을 부여한다면 충분한 동기부여가 될 수 있을 것이다. 따라서 다음과 도입기의 경영자 보상 수준과 성과보상민감도에 대하여 다음과 가설을 세웠다.

가설1-1. 경영자의 총 보상수준은 수명주기 중 도입기에서 가장 낮을 것이다.

가설2-1. 도입기의 경영자의 보상은 회계성과보다 주식성과에 더 연동될 것이다.

도입기에서 성장기로 진입한 회사들은 초기의 틈새시장에 진출에 성공한 회사들이기 때문에 매출액과 종업원의 수가 도입기에 비하여 증가되며, 생산 공정의 다각화와 제품 혁신이 시작된다[17,22,1]. 따라서 성장기의 회사는 순이익, 수익률 등 회계적 성과가 도입기에 비하여 증가하며, 높은 매출액 성장률을 보이기 때문에 주가 또한 상당히 오른다[9,7]. 따라서 성장기에 속한 회사들의 경영자 보상 수준은 도입기에 비하여 증가할 것이다.

성장기의 회사들은 규모와 생산공정, 제품의 수가 증가하는 시기이기 때문에 조직을 더 효율적인 구조로 만들어야 하며, 통제시스템을 공식화하고 생산을 안정화해야한다[1]. Koberg et al. (1996)는 성장기에 계속적인 성장을 뒷받침하기 위하여 충분한 매출을 발생시키도록 수익성 증가가 필요하다는 결과를 보이기도 하였다. 즉, 성장기의 회사들은 도입기의 회사들에 비하여 매출액과 수익성 및 성과 측면에서 나아졌지만 지속적인 성장과 충분히 안정적인 수익률을 위하여 여전히 많은 투자 자금이 필요하며 여러 중요한 의사 결정을 통해 당면한 과제를 해결해나가야 하는 상황이다. 따라서 경영자에게 주어질 다양한 임무를 잘 수행하도록 충분히 동기부여해야한다. Singh and Agarwal (2003)는 도입기부터 성장기의 회사는 장기 성과평가에 초점을 두고 경영자 보상을 지급한다는 결과를 보였다. 성장기의 회계 성과는 도입기에 비하여 나아졌지만, 회사가 당면한 과제를 잘 해결하도록 경영자에게 충분한 동기부여가 될 정도는 아니며, 장기적 관점에서의 문제들을 해결하기 위해서는 보수적으로 반영되는 회계성과보다는 주식 성과가 더 적절하기

때문에 경영자의 보상은 주식성과에 더 많이 연동될 것이다.

가설1-2. 경영자의 총 보상수준은 도입기에 비하여 성장기에 높을 것이다.

가설2-2. 성장기의 경영자의 보상은 회계성과보다 주식성과에 더 연동될 것이다.

성숙기의 기업은 다른 수명주기들에 속한 기업들에 비하여 규모가 가장 크며, 매출액이 안정화되고 현재의 변형을 지속하기 위해 노력한다[22,26,30]. 높은 매출을 달성하기 위하여 축적된 기술과 지식을 통해 규모의 경제를 이루고 이에 따라 효율성과 생산성이 또한 높아지는 시기이기 때문에 회사의 수익성은 모든 수명주기를 통틀어 가장 높다[16,17,9,7]. 따라서 더욱 커진 기업을 관리하기 위해 경영자는 더 많은 노력을 투입해야 하며, 수익성 또한 좋기 때문에 경영자의 보상 수준 또한 기업의 수명주기 중 가장 높을 것이다.

성숙기의 기업은 현재의 높은 매출 수준을 유지하고, 수익성을 높이기 위해서 원가 절감을 시도할 것이며, 치열해진 시장 경쟁에서 혁신과 다각화를 통해 지속적인 우위를 점하려 노력할 것이다[22,9,1]. 기업은 규모가 커지고 조직구조가 복잡해진 성숙기 기업의 목표들을 이루기 위해 경영자가 노력하도록 보상을 지급할 것이다[1]. 성숙기는 수익력이 가장 높은 시기이므로 회계 성과 역시 가장 높은 시기이지만, 성장률이 둔화되는 시기이므로 매출액 성장률이나 주가 성장률은 성장기에 비하여 저하될 가능성이 있는 시기이다 [26,1]. Jawahar and McLaughlin (2001)는 저하된 성장률에 따라 주가의 하락 가능성을 언급하였으며, Miller and Friesen (1984)는 강한 수익력을 가지고 있으므로 주식시장의 반응은 여전히 긍정적일 것이라고 보았다. 이를 종합하면 성숙기 기업의 주가는 여전히 증가할 것이지만, 증가폭은 성장기에 비하여 적다고 볼 수 있다[1]. 따라서 경영자의 보상을 주식 성과를 포함하여 회계 성과에 연동시키는 보상구조 경영자에게 더 매력적일 것이며, 효과적으로 동기 부여할 수 있을 것이다.

가설1-3. 경영자의 총 보상수준은 성숙기에 가장 높을 것이다.

가설2-3. 성장기의 경영자의 보상은 주식성과와 회계 성과에 모두 연동될 것이다.

쇠퇴기의 기업은 시장에서 추가적인 성장의 기회가 사라지고, 생산 공정은 노후화되며 수익성이 하락하고 자원 절대적 감소를 겪는다[17,3]. 도입기나 성장기에서 더 성장하지 못하고 바로 쇠퇴기로 접어드는 기업들도 있기 때문에 쇠퇴기 기업의 평균적인 연령이 성숙기의 기업보다 높지는 않으며 규모 또한 다양하다[1]. 쇠퇴기의 기업은 제품 수요 감소로 인한 가격 인하와 시장 점유율의 감소로 수익성이 악화되며, 부채의 증가와 자원의 부족으로 유동성이 떨어질 것이다[17,18]. 따라서 경영자의 보상 수준은 성숙기에 비하여 낮을 것이다.

쇠퇴기의 기업은 혁신이나 다각화를 도모하는 대신 운영비용 절감에 집중하며 합병이나 구조조정 혹은 수익이 나지 않는 공정이나 제품을 정리하는 전략을 취할 것이다[17,18]. 이를 위해 경영자를 동기부여 하는 보상을 지급해야하지만, 자원이 고갈된 상황이기 때문에 당장 지급해야하는 현금보상의 비중을 낮추고 주식 연계 보상의 비중을 높일 것이다[1]. 수익성 악화로 회계 성과와 주식 성과 모두 하락한 상황에서, 회계성과보다 주식 성과가 경영자의 노력을 더 반영할 것이다.

가설1-4. 경영자의 총 보상수준은 성숙기보다 감소할 것이다.

가설2-4. 성장기의 경영자의 보상은 회계성과보다 주식성과에 더 연동될 것이다.

### 3. 연구설계 및 표본

#### 3.1 연구설계

본 연구는 수명주기에 따라 경영자 보상의 수준과 성과의 특성에 따른 경영자 보상의 민감도가 어떻게 달라지는지 파악하고자 한다. 수명주기의 측정은 Dickinson (2011)에 따른 현금흐름의 유형에 따라 도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하였다. Dickinson(2011) 이전의 기업 수명주기의 측정은 주로 Anthony and Ramesh (1992)의 연구 방법을 따라 매출액 성장률, 배당 지급액, 자본적 지출, 그리고 기업 연령과 같은 경제적인 특성의

조합을 통하여 이루어졌다. Dickinson (2011)의 현금흐름에 따른 수명주기 측정은 유기적으로 연결된 영업, 투자, 재무 현금흐름의 패턴을 통하여 이루어지므로, 임의적으로 몇 가지의 개별적인 경제적인 특성을 조합하는 방법보다 더 객관적이고 총체적으로 수명주기를 측정할 수 있다는 장점이 있다.

Dickinson(2011)을 참고하여 영업, 투자, 재무 현금흐름의 부호에 따라 다음과 같이 수명주기를 분류하였다.

<Table 1> Cash flow pattern and life cycle

	Intro- duction	growth	mature	decline
CFO	(-)	(+)	(+)	(+/-)
CFI	(-)	(-)	(-)	(+/-)
CFF	(+)	(+)	(-)	(+/-)

- 1) CFO: Cash flow from operating activities
- CFI: Cash flow from investing activities
- CFF: Cash flow from financing activities

수명주기에 따른 경영자 보상의 수준은 t 검정을 통하여 평균의 차이를 살펴보면, 수명주기별 성과의 특성에 따른 경영자 보상의 민감도를 살펴보기 위한 연구 모형은 다음과 같다.

$$\Delta \ln(\text{Comp})_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{ROA}_{i,t} + \alpha_2 \text{RET}_{i,t} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_5 \text{MTB}_{i,t} + \alpha_6 \text{OWN}_{i,t} + \alpha_7 \text{OUT}_{i,t} + \text{Industry Dummy}_{i,t} + \text{Year Dummy}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

변수 정의:

$\Delta \ln(\text{Comp})_{i,t}$  = i기업 t년도의 경영자 보상의 변화 = [등기임원의 현금보상 합계/등기임원수]의 자연로그값의 변화

$\Delta \text{ROA}_{i,t}$  = 당기순이익 / 총자산<sub>t-1</sub> - 당기순이익<sub>t-1</sub> / 총자산<sub>t-2</sub>

$\text{RET}_{i,t}$  = i기업 t년도 연간 주식수익률

$\text{SIZE}_{i,t}$  = 총자산<sub>i,t</sub>의 로그값

$\text{LEV}_{i,t}$  = 총부채<sub>i,t</sub> / 순자산<sub>i,t</sub>

$\text{MTB}_{i,t}$  = 시가총액<sub>i,t</sub> / 자기자본총액<sub>i,t</sub>

$\text{OWN}_{i,t}$  = 경영자소유주식수<sub>i,t</sub> / 발행주식수<sub>i,t</sub>

$\text{OUT}_{i,t}$  = 사외이사수<sub>i,t</sub> / 이사회 구성원수<sub>i,t</sub>

$\text{Industry Dummy}_{i,t}$  = 산업더미

$\text{Year Dummy}_{i,t}$  = 연도더미

$\varepsilon_{i,t}$  = 오차항

만약 수명주기별로 경영자의 보상을 지급하는 기준이 되는 성과지표가 달라진다면, 수명주기에 따라  $\alpha_1$ 과  $\alpha_2$ 의 값이나 유의한 정도가 달라질 것이다. 통제변수로는 선행연구를 통해 밝혀진 자산규모, 부채 수준, 자기자본 대비 시가총액을 모형에 포함하였으며, 사외이사의 비중과 경영자 소유지분을 포함하여 기업지배구조가 경영자 보상에 영향을 주는 요소들을 통제하였다 [27]. 연도별, 산업별 특성을 통제하기 위하여 산업별 더미변수(Industry Dummy)와 연도별 더미변수(Year Dummy)를 포함하였다.

### 3.2 표본선정

TS2000에서 제공하는 경영자 보상자료를 이용하였으며, 경영자 보상의 변화를 종속변수로 하였기 때문에 표본은 2003년부터 2014년까지 금융업을 제외한 유가증권 시장 및 코스닥시장 상장법인을 대상으로 하였다. 2008년은 금융위기로 인하여 주식가치 및 재무자료가 불안정한 시기이므로 제외하였다. 재무자료는 TS2000과 KIS-VALUE에서 수집하였다. 총 11,601개의 기업-년도 표본이 가설 검증을 위해 사용되었다.<sup>1)</sup>

<Table 2> Distribution of Sample

Year	N (firm-year)	%
2003	836	7.21%
2004	925	7.97%
2005	944	8.14%
2006	1025	8.84%
2007	1035	8.92%
2009	1094	9.43%
2010	1173	10.11%
2011	1336	11.52%
2012	1041	8.97%
2013	1109	9.56%
2014	1083	9.34%
Total	11,601	100%

Industry	N (firm-year)	%
Agriculture, forestry and fishery	55	0.47
mining industry	9	0.08
Manufacturing industry	7,794	67.18
Equipment industry	75	0.65
Environment industry	38	0.33
Construction	465	4.01

1) 변수의 값이 상하위 1%미만에 해당하는 기업들의 경우에는 상하위 1% 값으로 조정(winsorization)하였다.

Wholesale and Retail Trade Industry	880	7.59
Trasportation Business	208	1.79
Lodging industry and restaurant industry	18	0.16
Publication and broadcast indutry	1082	9.33
Real estate and rent business	41	0.35
Science and technology service	677	5.84
Equipment indusry	136	1.17
Education service	64	0.55
Art, sports, and leisure	49	0.42
Other service	10	0.09
Total	11,601	100%

<Table 2>의 패널A는 표본의 연도별 분포를 나타내고 있으며, 대부분 1,000개 내외의 표본수를 가지고 있음을 알 수 있다. <Table 2>의 패널B는 표본의 산업별 분포를 제시하고 있다. 총 16개 산업 중 제조업이 67.18%로 가장 많은 비중을 차지하고 있으며, 농업, 임업 및 어업과 광업 등이 1% 미만으로 적은 비중을 차지하고 있다.

#### 4. 실증분석 결과

##### 4.1 기술통계량 및 상관관계분석

<Table 3>은 11,601개 기업-연도 표본의 주요 변수들

의 기술 통계량을 제시하고 있다. 경영자 보상의 로그값의 평균은 11.89로 약 1억 5천만원 정도이며 중위값은 11.813으로 평균과 크게 차이가 나지 않으며, 전체적으로 고르게 분포하고 있음을 알 수 있다.

<Table 3> Descriptive statistics

Variable	mean	Std.	1%	med.	99%
ln(Comp)	11.890	0.803	9.928	11.813	14.232
Δln(Comp)	0.079	0.448	-1.587	0.069	1.583
ROA	0.023	0.116	-0.526	0.035	0.282
ROA	-0.006	0.114	-0.428	-0.005	0.466
RET	0.106	0.542	-0.675	-0.018	2.587
SIZE	18.749	1.391	16.391	18.481	23.375
LEV	0.982	1.064	0.042	0.679	6.706
MTB	1.527	1.785	0.032	0.979	11.766
OWN	0.208	0.179	0.000	0.192	0.694
OUT	0.154	0.112	0.000	0.143	0.500

- 1)  $\Delta \ln(\text{Comp})_{i,t} = i$ 기업  $t$ 년도의 경영자 보상의 변화 = [등기임원의 현금보상 합계/등기임원수]의 자연로그값의 변화  
 $\Delta \text{ROA}_{i,t} = \text{당기순이익}_t / \text{총자산}_{t-1} - \text{당기순이익}_{t-1} / \text{총자산}_{t-2}$   
 $\text{RET}_{i,t} = i$ 기업  $t$ 년도 연간 주식수익률  
 $\text{SIZE}_{i,t} = \text{총자산}_{i,t}$ 의 로그값  
 $\text{LEV}_{i,t} = \text{총부채}_{i,t} / \text{순자산}_{i,t}$   
 $\text{MTB}_{i,t} = \text{시가총액}_{i,t} / \text{자기자본총액}_{i,t}$   
 $\text{OWN}_{i,t} = \text{경영자소유주식수}_{i,t} / \text{발행주식수}_{i,t}$   
 $\text{OUT}_{i,t} = \text{사외이사수}_{i,t} / \text{이사회 구성원수}_{i,t}$

<Table 4> Correlations

	ln(Comp)	ln(Comp)	ROA	ΔROA	RET	SIZE	LEV	MTB	OWN	OUT
ln(Comp)	1	0.315 (0.000)	0.254 (0.000)	-0.01 (0.306)	0.029 (0.002)	0.597 (0.000)	-0.027 (0.004)	0.023 (0.012)	-0.078 (0.000)	-0.006 (0.520)
Δln(Comp)	0.266 (0.000)	1	0.114 (0.000)	0.029 (0.002)	0.059 (0.000)	0.029 (0.002)	-0.018 (0.054)	-0.001 (0.945)	0.026 (0.005)	-0.001 (0.900)
ROAt	0.237 (0.000)	0.147 (0.000)	1	0.4 (0.000)	0.212 (0.000)	0.213 (0.000)	-0.311 (0.000)	-0.135 (0.000)	0.113 (0.000)	-0.053 (0.000)
ΔROAt	-0.006 (0.546)	0.063 (0.000)	0.324 (0.000)	1	0.187 (0.000)	0.022 (0.016)	-0.044 (0.000)	-0.003 (0.728)	-0.021 (0.023)	0.024 (0.010)
RETt	0.083 (0.000)	0.083 (0.000)	0.303 (0.000)	0.271 (0.000)	1	0.005 (0.620)	-0.061 (0.000)	0.216 (0.000)	0.026 (0.006)	-0.015 (0.115)
SIZEt	0.54 (0.000)	0.026 (0.005)	0.156 (0.000)	0.031 (0.001)	0.06 (0.000)	1	0.161 (0.000)	-0.06 (0.000)	-0.253 (0.000)	0.069 (0.000)
LEV	-0.006 (0.507)	0 (0.963)	-0.3 (0.000)	0.02 (0.030)	-0.048 (0.000)	0.196 (0.000)	1	0.168 (0.000)	-0.132 (0.000)	0.01 (0.278)
MTB	0.104 (0.000)	0.023 (0.013)	0.12 (0.000)	-0.002 (0.864)	0.2 (0.000)	-0.099 (0.000)	0.032 (0.001)	1	-0.109 (0.000)	-0.011 (0.257)
OUT	-0.045 (0.000)	0.034 (0.000)	0.112 (0.000)	-0.017 (0.068)	0.044 (0.000)	-0.215 (0.000)	-0.149 (0.000)	-0.128 (0.000)	1	-0.109 (0.000)
OWN	-0.016 (0.090)	-0.01 (0.284)	-0.07 (0.000)	0.022 (0.019)	-0.015 (0.114)	0.078 (0.000)	-0.01 (0.281)	-0.069 (0.000)	-0.105 (0.000)	1

1) 대각선 위는 피어슨, 아래는 스피어만 상관관계를 나타냄.

2) p-값은 괄호안에 제시되어 있음.

MTBt = 시가총액t/자기자본총액t; OUTt = 사외이사수t/이사구성원수t; OWNt=등기임원소유 보통주식수t/기발행보통주식수t

3) ln(Comp)= [등기임원의 현금보상(급여+상여금)(단위:천원)/등기임원수]의 자연로그 값; Δln(Comp)=ln(Comp)-ln(Comp-1); ROAt=당기순이익t/총자산t-1; RETt = t년도 연간 주식수익률; SIZEt = 총자산t의 자연로그값; LEVt = 총부채t/순자산t;

<Table 4>는 주요 변수간 상관관계를 나타내고 있다. 경영자 임금의 평균액의 변화량( $\Delta \ln \text{Comp}$ )은 순자산이익률의 변화( $\Delta \text{ROAt}$ ), 주가수익률( $\text{RETt}$ ), 자산의 규모( $\text{SIZEt}$ )와 유의한 양(+)의 상관관계를 가지며, 부채비율( $\text{LEVt}$ )과 유의한 음(-)의 상관관계를 가지고 있어 선행연구들과 일치하는 결과를 보이고 있다.

#### 4.2 수명주기별 경영자 보상 수준

<Table 5>는 수명주기별 경영자보상의 수준을 보여 주고 있다. 경영자의 보상수준( $\ln \text{Comp}$ )은 도입기에 가장 낮은 수준을 보이고 있으며 성숙기까지 계속 증가하다가 쇠퇴기에 크게 감소함을 알 수 있으며, 쇠퇴기의 보상수준의 평균은 도입기보다 높고 성장기보다 낮게 나타났다.

수명주기별 보상수준의 평균의 차이에 대하여 분산분석(Anova test)를 통해 수명주기별로 경영자 보상수준의 평균이 유의한 차이가 있음을 확인하였으며, 분석결과가 가설1을 지지하고 있음을 알 수 있다.

순자산이익률( $\text{ROAt}$ )과 자산의 규모( $\text{SIZEt}$ )도 경영자의 보상과 유사한 패턴을 보이고 있으며, 부채비율( $\text{LEVt}$ )과 장부가대비 시가비율( $\text{MTBt}$ )은 반대방향의 패턴을 보이고 있다. 주가수익률( $\text{RET}$ )의 평균은 성장기에서 가장 높은 값을 가지며, 성장기 다음으로 성숙기에서 높은 값을 나타내고 있다. 경영자 소유지분( $\text{OWN}$ )이나 사외이사 비중( $\text{OUT}$ )은 수명주기별 평균의 비교에서 뚜렷한 패턴을 찾을 수 없었다.

<Table 5> compensation and main vriable by life cycle

	Intro-duction	growth	mature	decline
$\ln(\text{Compt})$	11.666	11.93	12.049	11.737
ROA	-0.063	0.039	0.063	-0.001
RET	0.056	0.151	0.131	0.046
SIZE	18.453	18.794	18.977	18.527
LEV	1.371	1.009	0.769	1.023
MTB	1.925	1.541	1.417	1.409
OWN	0.196	0.224	0.206	0.197
OUT	0.157	0.144	0.156	0.163

1) 변수의 정의는 <표 4> 참고

#### 4.3 수명주기별 경영자의 성과보상민감도 (Pay-Performance-Sensitivity)

본 연구의 가설2 입증하기 위하여 수명주기별로 경영자의 성과보상민감도를 실증 분석하였다. <Table 6>은

실증분석 결과를 나타내고 있다.

도입기에서 경영자 보상의 변화에 대한 주가수익률의 계수값은 약하게 유의한 양(+)의 값을 보이며, 순자산이익률의 변화에 대한 계수값은 유의한 값을 가지지 않는다. 성장기에서는 주가수익률의 계수값은 5% 수준에서 유의한 양의 값을 가지는 반면, 순자산이익률의 변화의 계수값은 10% 수준에서 유의한 양의 값을 가진다. 이러한 결과를 통해 도입기와 성장기에서 경영자의 보상이 회계 성과보다 주식 성과에 더 연동될 것이라는 가설 2-1과 2-2가 지지되고 있음을 알 수 있다.

반면, 성숙기에서는 주가수익률의 계수값이 5% 수준에서 유의한 양의 값을 가지고, 순자산이익률의 변화에 대한 계수값이 1% 수준에서 유의한 양의 값을 가져 성숙기에서 경영자 보상이 회계 성과에 더 연동된다는 결과를 제시하고 있다. 쇠퇴기에서는 도입기와 성숙기와 유사하게 주가수익률의 계수값이 유의한 양의 값을 가지고 순자산 수익률의 변화의 계수값은 유의한 값으로 나타나지 않았다.

따라서 수명주기별 경영자의 성과보상민감도를 살펴봄으로써 주명주기에 따라 경영자의 성과를 관찰할 수 있고 동기부여 할 수 있는 수단이 다를 수 있음을 보여주고 있다.

<Table 6> Pay-Performance-Sensitivity by life cycle

	Intro		Growth		Mature		Decline	
	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value
intercept	-0.32	-1.15	-0.18	-0.56	0.05	0.29	-0.05	-0.26
$\Delta \text{ROA}$	-0.03	-0.37	0.14*	1.92	0.35**	4.19	-0.01	-0.13
RET	0.04*	1.80	0.03**	2.28	0.04**	2.46	0.05***	2.86
SIZE	0.01	1.22	0.01	1.61	0.01	1.76	0.01	0.82
LEV	-0.01	-0.79	0.00	-0.26	0.00	-0.40	-0.01	-1.53
MTB	0.00	-0.33	0.00	0.90	0.01	2.55	-0.01	-1.35
OWN	0.16	2.19	0.02	0.54	0.04	0.97	0.09	1.56
OUT	0.1	0.93	0.10	1.52	-0.07	-1.14	0.08	0.95
$\Sigma \text{ind}$	included							
$\Sigma \text{year}$	included							
R2(%)	2.68%		1.91%		3.02%		3.17%	
adj-R2(%)	0.95%		0.94%		2.26%		1.96%	
N	1,777		3,168		4,133		2,523	

1) 변수의 정의는 <표 4> 참고

### 5. 추가 분석

#### 5.1 성장률에 따른 경영자의 성과보상민감도



기업의 수명주기는 규모, 연령, 성장률을 포괄하는 기업의 생애에 따라 기업이 처한 종합적인 상황을 나타내는 하나의 지표라고 볼 수 있다[1]. 따라서 개별적인 특성들을 살펴보는 연구들과 다르지만 수명주기 연구 결과와 개별적인 특성에서 나타났을 가능성도 있다. 개별적인 특성 중에 하나인 성장률에 대한 분석을 통해 수명주기 연구와 개별적 특성의 차이에 대하여 분석하였다.

성장률을 측정하기 위하여 선행연구를 따라 매출액 성장률과 총자산 성장률을 사용하였다. <Table 7>은 수명주기별 매출액 성장률과 총자산 성장률의 평균값이다. 매출액 성장률과 총자산 성장률 모두 도입기에서 성장기까지 증가하고, 성숙기부터 크게 감소하는 추세를 가진다.

<Table 7> Growth by life cycle

	Introduction	growth	mature	decline
SalesG	0.241	0.494	0.193	0.203
SizeG	0.227	0.232	0.076	0.037

1)  $SalesG_t = (\text{매출액}_t - \text{매출액}_{t-1}) / \text{매출액}_{t-1}$ ;  $SizeG_t = (\text{총자산}_t - \text{총자산}_{t-1}) / \text{총자산}_{t-1}$

<Table 8>은 성장률을 이분위로 나누어 성장률 그룹별 성과보상민감도 실증 결과이다. 매출액 성장률과 총자산 성장률 모두 고성성장률 그룹은 경영자보상이 회계성과와 주가 성과 모두에 연동되게 나타났지만, 저성장 그룹에서는 주가 성과만 연동되는 것으로 나타났다. 성장률이 높은 편인 도입기와 성장기에서의 결과와 다르게 나타나 수명주기에 따른 경영자 연구결과는 단편적인 요소들에 의해 나타나기보다는 수명주기라는 하나의 포괄적인 특성에 따른 결과라는 실증적인 증거를 더해준다.

<Table 8> Pay-Performance-Sensitivity by growth group

panel. A Sales Growth	Low		High	
	coeff	t-value	coeff	t-value
	inter	-0.21	-1.67	-0.23
ΔROA	0.02	0.42	0.13**	2.37
RET	0.04***	3.05	0.05***	4.52
SIZE	0.01**	2.52	0.01**	2.82
LEV	-0.01*	-1.83	0.00	-0.78
MTB	0.04	0.78	0.00	-0.03
IND	included		included	
year	included		included	
R <sup>2</sup>	1.93%		1.78%	
adj-R <sup>2</sup>	1.42%		1.27%	
N	5800		5801	

panel. B Assets Growth	Low		High	
	coeff	t-value	coeff	t-value
	inter	-0.24	-1.96	-0.20
ΔROA	0.02	0.41	0.15**	2.80
RET	0.05***	4.05	0.04***	3.64
SIZE	0.01***	3.16	0.01**	2.15
LEV	0.00	-0.77	-0.00*	-1.77
MTB	-0.04	-0.58	0.06	1.16
IND	included		included	
year	included		included	
R <sup>2</sup>	2.20%		1.64%	
adj-R <sup>2</sup>	1.69%		1.13%	
N	5800		5801	

1) 변수의 정의는 <표 4> 참고

### 5.2 대규모기업집단 여부에 따른 수명주기별 경영자의 성과보상민감도

대규모기업집단은 한국에서 경제에 중요한 영향을 미치고 있으며, 대규모기업집단의 지배구조와 특성은 다른 회사들과 다르다 [28,29,30]. 특히 대규모기업집단 소속회사들의 성과는 관계사와의 내부거래에 많은 영향을 받으며, 보상 또한 그룹 전체의 의사결정의 영향을 받기 때문에 일반적인 기업들과 다를 수 있다 [28,29]. 따라서 본 연구에서 대규모기업집단 여부에 따른 수명주기별 성과보상민감도를 분석하였다.

<Table 9> Pay-Performance-Sensitivity by conglomerate

PANEL A: Pay-Performance-Sensitivity of conglomerate	Intro		Growth		Mature		Decline	
	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value
	inter	1	1.19	0.15	0.20	-0.12	-0.28	-0.35
ΔROA	-0.38	-0.70	-0.50	-1.27	0.54	1.38	-0.22	-0.47
RET	0.11	0.99	0.12	1.61	0.07	1.21	0.20***	2.05
SIZE	-0.03	-0.68	0.01	0.36	0.01	0.61	0.02	0.58
LEV	-0.04	-1.14	0.04	1.11	0.02	0.65	-0.01	-0.22
MTB	0.00	0.00	-0.02	-0.86	0.03*	1.89	-0.01	-0.43
OWN	0.10**	0.20	0.06**	0.23	0.03	0.15	0.27	0.82
OUT	0.41	1.01	0.07	0.26	-0.22	-1.04	0.52	1.33
IND	Y		Y		Y		Y	
year	Y		Y		Y		Y	
R <sup>2</sup>	15.42%		10.74%		6.40%		23.37%	
adj-R <sup>2</sup>	-4.59%		2.10%		1.83%		12.81%	
N	116		273		560		176	

PANEL B: Pay-Performance-Sensitivity of non-conglomerate								
	Intro		Growth		Mature		Decline	
	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value
inter	-0.49	-1.53	-0.09	-0.38	0.01	0.06	-0.04	-0.20
ΔROA	-0.02	-0.30	0.16**	2.09	0.35***	4.16	0.02	0.26
RET	0.03	1.43	0.03**	1.98	0.03**	2.11	0.04**	2.30
SIZE	0.02	1.53	0.01	0.82	0.01	0.79	0.01	0.68
LEV	-0.01	-0.64	0.00	-0.51	-0.01	-0.86	-0.01	-1.21
MTB	0.00	-0.13	0.01	1.17	0.01	1.61	-0.01	-1.42
OWN	0.16**	2.14	0.02	0.49	0.04	1.07	0.08	1.36
OUT	0.04	0.40	0.12	1.61	-0.04	-0.68	0.03	0.34
IND	Y		Y		Y		Y	
year	Y		Y		Y		Y	
R <sup>2</sup>	2.05%		1.94%		2.37%		2.52%	
adj-R <sup>2</sup>	0.45%		1.00%		1.59%		1.30%	
N	1,747		2,851		3,428		2,263	

<Table 9>의 Panel A는 대규모기업집단인 기업의 성과보상민감도이다. 쇠퇴기를 제외한 다른 수명주기에서는 유의한 값이 나타나지 않았으며, 쇠퇴기의 경우에는 전체 표본 결과와 동일하게 주식 성과에 연동되는 것으로 나타났다. 대규모기업집단의 경우 선행연구와 같이 내부계열사와의 거래나, 성과 또는 대규모기업집단내의 다른 특성에 의해 경영자 보상이 지급됨을 알 수 있다.

<Table 9>의 Panel B는 대규모기업집단이 아닌 기업의 성과보상민감도로, 대부분 전체 표본의 결과와 동일한 결과가 나타났음을 알 수 있다.

## 6. 결론

본 연구는 수명주기별로 경영자의 보상 수준의 변화를 살펴보고 수명주기별 경영자보상이 회계성과와 주가 성과에 어떻게 연동되는지 분석하였다.

2003년부터 2014년까지의 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업들을 표본으로 선정하여 분석한 결과, 경영자의 보상 수준은 도입기에 가장 낮게 나타났으며, 성장기를 거쳐 성숙기까지 증가하다 쇠퇴기에 급격하게 감소함을 보여 기업의 수익성과 자금 운용의 여력에 따라 경영자 보상수준이 결정된다는 일반적인 연구들과 일치하는 결과를 보였으며, 수명주기가 그러한 부분을 통합적으로 보여주는 하나의 지표가 될 수 있음을 확인할 수 있었다. 수명주기별 경영자의 성과보상민감도를 분석한 결과, 수명주기별로 다르게 회계성과와 주가성과에 연동됨을 보였다. 경영자의 노력의 결과가 바로 실현되기보다는 투

자와 새로운 시도가 집중되는 도입기에는 그러한 노력이 반영되지 않는 회계성과보다는 주가성과에 더 연동되어 보상을 지급하는 경향을 보였으며, 성과가 조금씩 가시화되는 성장기에는 회계성과와 주가성과 모두에 연동되지만, 주가성과에 좀 더 강력하게 연동된다는 결과를 보였다. 성과가 확연히 회계 성과를 통해 알 수 있는 성숙기에는 상대적으로 주식성과보다 회계성과에 경영자 보상이 강력하게 연동되는 것으로 나타났다. 수익성이 급감하는 쇠퇴기에는 회계성과에는 연동되지 않고 주가성과에 연동되는 것을 보였다. 또한 수명주기에 따른 결과와 수명주기별 주요 특징을 나타내는 성장률에 따른 결과를 살펴보기 위하여 추가적으로 성장률 그룹별로 경영자의 성과보상민감도를 살펴본 결과, 고 성장률 그룹에서 회계성과와 주가성과에 더 강하게 연동되는 결과가 나타났다. 이러한 결과는 수명주기를 통한 경영자의 성과보상민감도 분석이 기존 선행연구를 통해 경영자 보상에 영향을 주는 요소로 밝혀진 사실을 재검증하는 결과라기보다는 수명주기가 나타내는 포괄적인 회사의 상황에 달라짐을 새로이 보여준다는 점에 뒷받침이 된다. 또한, 추가적인 분석으로 대규모기업집단에 대하여 별도로 분석한 결과, 전체적인 결과와는 다르게 쇠퇴기에서만 주가성과에 연동되는 것으로 나타나 대규모기업집단은 일반적인 결과를 적용할 수 없음을 보였다.

본 연구는 수명주기와 경영자 보상에 대하여 추가적인 연구결과를 보탬으로 기존의 수명주기와 경영자 보상 연구를 좀 더 풍부하게 하였고, 수명주기 연구 결과가 기존에 밝혀진 변수를 통해 유도되기보다는 하나의 포괄적인 기업의 상황에 따른 결과임을 보여준다는 점에서 공헌점이 있다.

## REFERENCES

- [1] Wang, G., and P. Singh, "The evolution of CEO compensation over the organizational life cycle: A contingency explanation" *Human Resource Management Review*, Vol24, No.2, pp.144-159, 2014.
- [2] Anthony, J. H., and K. Ramesh, "Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis."

- Journal of Accounting and Economics, Vol15, pp.203-227, 1992.
- [3] Cameron, K. S., Kim, M. U., and Whetten, D. A. "Organizational effects of decline and turbulence." *Administrative Science Quarterly*, Vol.32, pp.222-240, 1987.
- [4] Kazanjian, R. K., and Drazin, R. "An empirical test of a stage of growth progression mode" *Management Science*, Vol.35, pp.1489-1504, 1989.
- [5] Holmstrom, Bengt, "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics* (Spring), pp.74-91, 1979.
- [6] Drake, Katharine D. and Martin, Melissa, "Executive Compensation: A Firm Life Cycle Analysis", Working paper, 2015.
- [7] Dickinson, V., "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle." *The Accounting Review*, Vol.86, pp.1969-1994, 2011.
- [8] Boston Consulting Group, "Perspectives on experience." Boston, M,A, 1968.
- [9] Black, L. E., "Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures." *Journal of Financial Statement Analysis*, Vol.4, pp.40-56, 1998.
- [10] Hribar, P. and N. Yehuda, "Life Cycle, Cost of Capital, Earnings Persistence and Stock Returns." Working Paper, Cornell University, 2007.
- [11] J. M. Choi. "Managerial Ownership and Debt Choice", *Journal of Digital Convergence*, vol. 11, no. 4, pp.177-188, 2013.
- [12] Y. M. Choi. "Managerial stock ownership and debt maturity", *Journal of the Korea Convergence Society* vol. 6, no.1, pp.71-76, 2015.
- [13] Devers, C., Cannella, A., Reilly, G., and Yoder, M., "Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments." *Journal of Management*, Vol. 33, pp.1016-1072, 2007.
- [14] Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., and Gomez-Mejia, L. R., "How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies." *Journal of Management*, Vol26, pp.301-339, 2000.
- [15] D. I. Kim. "Anaysis on chinese companies with introduction of the IFRS and the conservatism Features", *Journal of Digital Convergence*. vol. 14, no. 8, pp.105-113, 2016.
- [16] K. H. Kim and D. W. Yang., "A study on the effect of CEO ethics on the business performance of company: Focusing on construction companies", *Journal of Digital Convergence*. vol. 14, no. 4, pp.173-183, 2016.
- [17] Miller, D., and Friesen, P. H., "A longitudinal study of the corporate life cycle." *Management Science*, Vol.30, pp.1161-1183, 1984.
- [18] Madhani, P. M., "Optimal compensation: Rebalancing pay." *SCMS Journal of Indian Management*, Vol.9, pp.31-42, 2012.
- [19] Salimath, M, Cullen, J., and Umesh, U., "Outsourcing and performance in entrepreneurial firms: Contingent relationships with entrepreneurial configurations." *Decision Sciences*, Vol.39, pp.359-381, 2008.
- [20] Kanagaretnam, K., Lobo, G., and Mohammad, E., "Are stock options grants to CEOs of stagnant firms fair and justified?" *Journal of Business Ethics*, Vol.90, pp.137-155, 2009.
- [21] Hirschey, M., and Pappas, J. L. "Regulatory and life cycle influences on managerial incentives." *Southern Economic Journal*, Vol.48, pp.327-334, 1981.
- [22] Y. Hwang and S. H. Park. "The evolution of alliance formation in biotech firms: An organisational life cycle framework." *Management Dynamics*, Vol.15, 40-53, 2006.
- [23] Lester, D. L., Parnell, J. A., Crandall, W., and Menefee, M. "Organizational life cycle and innovation among entrepreneurial enterprises." *Journal of Small Business Strategy*, Vol.19, pp.37-49, 2008.
- [24] Lynall, M., Golden, B., and Hillman, "A. Board composition from adolescence to maturity: A multi-theoretic view." *Academy of Management Review*, Vol.28, pp.416-431, 2003.
- [25] Singh, P, and Agarwal, N C., "Executive compensation: Examining an old issue from new perspectives." *Compensation and Benefits Review*, Vol.35, pp.48-54, 2003.

- [26] Smith, K. G., Mitchell, T. R., and Summer, C. E., "Top level management priorities in different stages of the organizational life cycle." *Academy of Management Journal*, Vol.28, pp.799-820, 1985.
- [27] Smith, C. W., and R. L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Financing Policies." *Journal of Financial Economics*, Vol.32, pp.262-292, 1992.
- [28] Stephen, Cheong, and Woochan Kim, "Revisiting Executive Pay in Family-Controlled Firms: Family Premium in Large Business Groups," ECGI Working Paper No. 441., 2014.
- [29] Jin Bae Kim, Gun Lee, Min Young Lee, "CEO transfer within business group and firm performance.." Working paper, 2013.
- [30] Hyungseok Kim and Woochan Kim, "Executive compensation: When a firm is a business group member," ECGI Working paper, 2015.

최 정 미(Choi, Jeong i)



- 2003년 2월 : 숙명여자대학교 경제학부 (경제학사)
- 2005년 8월 : 고려대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2011년 2월 : 고려대학교 경영학과 (경영학박사)
- 2011년 9월 ~ 현재 : 청주대학교 회계학과 교수

- 관심분야 : 회계학, 재무관리
- E-Mail : jmchoi@cju.ac.kr

김 지 혜(Kim, Ji Hye)



- 2005년 2월 : 서강대학교 경영학과 (학사)
- 2015년 2월 : 고려대학교 경영학과 (석사)
- 2015년 3월 ~ 현재 : 고려대학교 경영학 박사과정
- 관심 분야 : 재무회계, 관리회계
- E-Mail : jihk47@gmail.com

김 진 배(Kim, Jin bae)



- 1985년 2월 : 서울대학교 경영학과 (학사)
- 1987년 6월 : The University of Chicago(MBA)
- 1996년 11월 : Carnegie Mellon University (Ph.D, MS)
- 2001년 9월 ~ 현재 : 고려대학교 경영학과 교수

- 관심분야 : 관리회계, 지배구조
- E-Mail : jinbae@korea.ac.kr