

CSR과 경영자성과보상민감도 사이의 관계에 기업지배구조가 미치는 영향

황성준, 류수전*
부산대학교 경영학부 박사

The Impact of Corporate Governance on the Relationship between CSR and Managers' Compensation-Performance Sensitivity

Seong-Jun Hwang, Su-Jeon Ryu*
Ph.D., Dept. of Business Administration, Pusan National University

요약 본 연구의 목적은 CSR이 경영자성과보상민감도에 미치는 영향을 확인하고, 지배구조가 효율적으로 운영되는지의 여부에 이러한 관련성에 차이가 나타나는지를 확인하는 것이다. 분석을 위한 표본은 2011-2017년 KOSPI상장기업을 대상으로 하였으며, 회귀분석을 수행하여 관련성을 확인하였다. 연구결과는 첫째, CSR을 수행하는 기업에서 회계성과보상민감도는 음(-)의 관계, 주식성과보상민감도는 양(+)의 관계가 나타났다. 둘째, CSR과 경영자성과보상민감도는 지배구조의 형태에 따라 달라지는데, CSR을 수행하는 기업에서는 지배구조가 효율적일 때 경영자보상제도와 대체적으로 상호 보완하는 역할을 하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 CSR을 수행하는 기업에서 경영자의 의사결정을 장기적인 관점에서 주주 이익을 높이는 방향으로 유인하기 위해서는 기업 내 효과적인 경영자유인보상제도를 설계할 필요성이 있음을 시사한다. 또한, 지배구조와의 관계를 파악하여 서로 중복되는 장치들을 줄이거나 개선한다면 기업 가치를 높이는 데 기여할 수 있을 것이며, 이와 관련한 후속연구가 진행될 필요성이 있다고 판단된다.

주제어 : 기업의 사회적 책임, 주식성과보상민감도, 회계성과보상민감도, 지배구조, 보완관계

Abstract The purpose of this study is to analyze the impact of CSR on the managers' compensation-performance sensitivity, and to determine whether there are differences in this relationship as the governance structure is more efficient. The sample for analysis was from KOSPI-listed companies in 2011-2017, and regression analysis was performed to confirm the relevance. The results are as follows: First, in CSR company, there was a negative relationship for managers' compensation-accounting performance sensitivity and a positive relationship for managers' compensation-stock performance sensitivity. Second, CSR and the managers' compensation-performance sensitivity vary depending on the type of corporate governance. In CSR companies, when the corporate governance is effective, the managerial compensation system generally complements each other. These results suggest that there is a need to design an effective manager's compensation system within the company in order to induce managers' decision-making in the direction of increasing shareholder profits in a long-term perspective in CSR companies. In addition, if we identify the relationship with the governance structure and reduce or improve the devices that overlap each other, it is believed that it will contribute to enhancing corporate value.

Key Words : CSR, compensation-accounting(stock) performance sensitivity, governance structure, complement relationship

*Corresponding Author : Su-Jeon Ryu(soojeon@pusan.ac.kr)

Received November 16, 2020

Accepted March 20, 2021

Revised February 17, 2021

Published March 28, 2021

1. 서론

오늘날 기업의 성장발전은 해당 기업을 비롯하여 그 기업이 속해있는 사회 또는 국가 경제를 발전시키고 경제사회구조를 규정할 수 있을 정도로 대규모화되어가고 있다. 기업에서 수행하는 다양한 활동이 사회적으로 미치는 파급효과가 커짐에 따라 기업의 사회적 위치는 높아지고 기업과 관련하여 요구되는 사회적 책임도 커지고 있는 것이 현실이다. 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility_CSR)은 기업이 본연의 목적인 이윤을 추구하는 활동 외에 법령·윤리를 준수하고 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자의 요구에도 적절히 대응하면서 사회에 긍정적인 영향을 미치게 되는 책임 있는 활동을 의미하는데[1], 과거에는 CSR을 단순하게 윤리나 법을 지키면서 이익을 창출하는 수동적인 개념으로 여겨졌지만, 현재는 기업 전략을 실행하기 위한 중요한 도구로 간주하며 장기적인 관점에서 지속적으로 수행하고자 하는 기업들이 늘어가고 있다[2]. 다시 말해 CSR은 기업에 선택권이 주어져 있는 권장사항이 아닌, 기업의 지속가능 경영을 위한 필수전략이며 사회적 요구로 자리매김하고 있다. 그러나 CSR에 대한 중요성은 나날이 증가함에도 불구하고, CSR은 기업이 이루려고 하는 주요목표는 아니며, 적극적으로 수행할수록 오히려 비용만 커지게 되어 경영자의 입장에서는 CSR 투자에 대한 합리적인 의사결정이 이루어지지 않을 수 있다. 따라서 경영자에게 주주 이익을 위한 올바른 의사결정을 하도록 유인을 제공할 필요가 있는데, 경영자에게 기업 가치를 위한 선택을 하도록 동기를 부여하는 중요한 역할을 하는 것이 경영자 보상 정책이다. CSR 활동이 기업의 전략으로 자리매김 하는 중요한 시점에서 경영자보상과의 관련성을 연구하는 것은 경영자의 기회주의적인 행위를 배제하고 주주와의 이해관계를 일치하도록 유도한다는 측면에서 시의적절하다고 할 것이다.

CSR 관련 연구는 다방면으로 이루어지고 있으나 경영자보상과 관련한 연구는 상대적으로 부족한 상황이며, 현재까지 국내외에서 수행된 연구에서는 경영자보상수준과의 관련성만을 고려하고 있다. 따라서 본 연구에서는 CSR과 경영자성과보상민감도 사이의 관련성을 확인하여, 경영자로 하여금 CSR을 수행하는 의사결정을 효율적으로 유도하기 위한 방안을 마련하고자 한다.

한편 실무적·이론적으로 경영자에게 보상을 제공할 때는 지배구조가 크게 관여한다. 지배구조 특성은 기업의 소유구조나 이사회 구조 등 기업 환경에 따라 다양하게

나타난다. 다수의 선행연구에서는 지배구조와 경영자보상과의 관련성을 개별적으로 분석해왔으며 각 지배구조의 특성에 따라 상이한 결과를 제시하고 있다. 이에 따라 선행연구를 확장하여 본 연구에서는 CSR과 경영자성과 보상민감도에 지배구조가 미치는 개별적인 영향력을 추가적으로 고려하였다.

본 연구를 통해 CSR을 수행하는 기업에서 내부통제장치가 효율적으로 운영되기 위한 방안을 모색한다면, 기업의 자원이 불필요하게 낭비되거나 유출되는 것을 방지하며, 궁극적으로 기업가치를 높이는데 기여할 것으로 기대된다.

2. 이론적배경 및 선행연구

2.1 CSR

CSR은 기업이 경제적으로 이익을 실현하면서 윤리적으로 법을 지키며, 사회·환경에 공헌함을 의미한다[3]. CSR은 1990년대부터 기업의 새로운 경영패러다임으로 자리 잡기 시작하여 현재는 장기적인 관점에서 지속가능 경영을 위한 대책으로 거론되고 있는 만큼 필수적인 생존전략으로 중요성이 주목받고 있다.

CSR관련 선행연구에서는 CSR이 기업의 경영성과에 다양한 방향으로 영향을 미치게 됨을 보고하고 있는데, 이러한 연구에서는 CSR이 기업의 자본조달비용을 감소시키고[4], 경영자의 이익관리행위를 제한하여[5], 궁극적으로는 재무적 성과를 향상시킴을 제시하고 있다. 그러나 일각에서는 CSR이 경영자의 이익조정을 증가시키고, 비용을 발생시켜 오히려 재무성과에 부정적인 영향을 미침을 보고하기도 하며[6], CSR의 긍정적인 효과와 부정적인 효과가 상쇄되어 유의적인 효과가 나타나지 않음을 제시하기도 한다[7]. 이처럼 CSR은 그 가치나 의미에 대해 명확한 효과를 제시하지 못한 채 여전히 논쟁이 되고 있으며, 이러한 상황을 반영하여 CSR에 대한 개념뿐만 아니라 기업에서 CSR을 지속해서 수행하는 근본적인 이유, 이를 통해 얻을 수 있는 효익에 대한 연구가 꾸준히 이어지고 있다. 이와 같은 맥락에서 선행연구에서는 CSR이 기업경영의 주된 목표도 아니고 뚜렷한 효과도 나타나지 않음에도 불구하고 경영자가 이에 참여하는 의도가 무엇인지에 대해 의문점을 가져왔으며, 이를 측정하기 위한 지표로 경영자 보상을 사용하여 두 가지 대립가설인 이해관계자가설과 기회주의가설에 근거하여 설명하고 있다. 먼저 이해관계자가설은 경영자의 CSR활동이

자신의 이해관계를 주주와 일치 시켜 기업가치를 높이기 위한 경영전략으로 여기므로[8], CSR성고가 좋다고 하더라도 경영자는 자신이 모범적인 경영자로 옳은 일을 한 것에 대한 내적보상을 받으므로 경영자보상은 감소함을 주장한다[9]. 반면, 기회주의가설은 대리이론에 따라 경영자의 CSR활동이 경영자의 명성을 높이거나 부정행위를 은폐함으로써 주주의 이익이 아닌 자신의 이익을 높이기 위한 것이라고 판단하므로 경영자 보상은 증가함을 제시한다[10].

상기에 언급된 바와 같이 경영자보상은 경영자에게 CSR에 참여하는 동기를 제공해줄 수 있다는 측면에서 서로 밀접한 관련성이 있으며 경영자의 노력을 주주의 이익을 높이기 위한 방향으로 올바르게 유인하기 위해서는 경영자보상과 관련한 많은 연구가 수행될 필요가 있다.

2.2 경영자 성과보상민감도

소유·경영이 분리되는 형태의 기업에서 소유자인 주주는 대리인인 경영자에게 기업운영과 관련된 모든 권한을 위임하며, 경영자는 주주로부터 위임받은 권한을 이용하여 기업운영을 책임지고 꾸려나간다. 이러한 경우, 위임자인 주주는 대리인인 경영자의 노력투입과 의사결정 과정을 직접적으로 관찰할 수 없고, 경영자만이 알고 있는 사적정보를 모두 파악할 수 없기에 경영자는 주주의 이익을 높이는 방향이 아닌 개인의 이익을 높일 유인을 가지는 대리문제가 나타나게 된다[10]. 기업에서 경영자가 수행하는 의사결정은 효과적인 전략을 수립하고 자원을 효율적으로 배분하여 기업가치를 향상시키는데 미치는 영향이 크기 때문에 이러한 대리문제를 감소시키는 것은 아주 중요한 문제이다.

Jensen & Meckling(1976)은 주주-경영자 사이의 대리문제를 해결하기 위한 방안으로 경영자를 효율적으로 감시할 수 있는 통제장치와 경영자보상 제도의 필요성을 제기하였으며[10], Jensen (1983)은 경영자 유인보상을 설계할 때 그들의 의사결정과 노력투입 정도가 반영되는 정보력이 있는 성과측정치를 이용하면, 경영자가 자신을 위한 의사결정이 아닌 기업가치를 위한 의사결정을 하도록 유인할 수 있다고 주장하였다[11]. 이는 경영자의 행동을 일일이 관찰할 수 없는 주주가 경영자로 하여금 자발적으로 자신의 이익이 아닌 주주의 이익을 극대화하는 의사결정을 수행하도록 하기 위해서는 이들의 노력투입이 반영되는 성과측정치와 연계된 유인보상계약을 확립해야 함을 의미한다.

경영자 보상과 관련한 선행연구에서는 경영자 보상을 결정하기 위한 전형적인 성과측정치로 회계성과측정치와 주식성과측정치를 고려하고 있다[12]. 주식성과측정치는 기업가치변화를 가장 잘 나타내며, 주주-경영자 사이의 목표일치성이 유도된다는 점에서 경영자 보상을 결정하는데 널리 사용된다. 그러나 개별기업 특성에 의한 내부적인 요인보다 시장·거시경제적 요인에 의한 영향을 많이 받기 때문에 경영자의 통제력과 경영자의 노력에 대한 정보력이 낮다고 할 수 있다. 따라서 경영자 보상을 결정할 때 시장성과측정치만 고려하게 되면 경영자의 보상위험이 높아질 수 있다. 이와 달리 회계성과측정치는 주식성과측정치가 제공하지 못하는 경영자의 노력투입에 대한 정보를 추가로 제공하며, 경영자의 통제범위를 넘어서는 시장가치변동에 의한 위험으로부터 경영자를 보호하기 때문에 경영자 보상계약에 주로 이용된다[13]. 그러나 회계이익은 단기적인 지표로 경영자의 의사결정으로 인해 장기적으로 나타날 수 있는 효과를 반영하기에는 충분하지 못하므로 경영자가 단기적인 관점에서 근시안적인 의사결정을 할 유인을 제공한다[14]. 따라서 경영자 성과와 보상을 연계한 선행연구에서는 회계성과측정치와 더불어 주식성과측정치를 함께 반영하여 연구를 진행하고 있다.

2.3 CSR과 경영자보상 관련 선행연구 및 차별성

CSR 관련 선행연구에서는 주로 기업성과나 자본비용, 이익조정과의 관련성을 다루고 있으나, 경영자가 CSR을 수행하는 근본적인 동기를 제공할 수 있는 경영자 보상과의 관련성을 제시한 연구들은 저조하다.

Y. Cai, H. Jo. & C. Pan. (2011)는 CSR과 경영자 보상수준사이의 관련성을 확인한 결과, CSR을 수행하는 기업의 경영자 보상이 현저히 낮은 것을 확인하였다[3].

K. Karim, E. J. Lee. & S. H. Suh.. (2018)은 경영자 보상을 현금보상과 주식보상으로 구분하여 CSR이 경영자 보상구조에 미치는 영향을 확인한 결과, CSR을 성과가 높을수록 경영자보상에서 현금보상이 차지하는 비율은 감소하는 반면 주식보상이 차지하는 비율은 증가하는 것으로 나타났다[15].

최근 국내연구로 B. J. Park(2018)에서 경영자지분율을 3개의 구간으로 나누어 각 구간별 CSR과 경영성과의 상호작용이 경영자보상에 미치는 영향을 검증하였으며, 그 외 H. W. Cho & B. J. Park(2017), Y. S. Kang, J. H. Lee, K. Baek(2018)의 연구에서도 CSR과 경영자 보

상사이의 관련성을 다루고 있으나 B. J. Park(2018)의 연구와 같이 단순한 경영자 보상수준 변수만을 사용하고 있다[16-18].

CSR이 경영자성과보상민감도에 미치는 영향을 분석한 연구는 S. J. Hwang, & D. I. Kim. (2019)이 유일하다[19]. 그러나 경영자보상 설계에는 이사회를 비롯한 기업지배구조의 영향을 많이 받음에도 불구하고 지배구조와의 관련성을 함께 분석한 연구는 아직 수행되고 있지 않다. 이에 본 연구에서는 CSR활동이 경영자성과보상민감도에 미치는 영향이 지배구조의 효율적 운영 여부에 따라 상이하게 나타나는지를 추가로 확인하고자 한다.

3. 연구설계

3.1 연구가설

3.1.1 CSR과 경영자 성과보상민감도

경제·사회·환경적 성과를 핵심요소로 하는 CSR은 기업의 장기생존전략으로 논의되는 만큼 지속가능한 발전에 큰 영향을 미친다. 이에 따라 기업들은 비용을 수반하는 CSR을 점점 더 늘려가며 기업경영 전반에 걸쳐 다양한 형태로 존재하는 이해관계자들의 요구를 충분히 반영하여 기업뿐만 아니라 사회 전체 이익을 높이기 위해 노력하고 있다.

선행연구에서는 CSR이 직원들의 사기 및 생산성을 높여주고, 기업의 이미지 개선 및 매출 증대에 기여함을 제시하고 있으며[20] 기업을 향한 투자자의 신뢰성이 제고되어 투자위험이 낮아지고, 내재자본비용이 감소하여 기업가치가 증가함을 언급하고 있다[21]. 또한 CSR은 자산적 성격을 가지고 있는 비용으로 오랫동안 시행을 지속할 때 효과가 드러날 가망이 있으며[22], 장기적으로 기업 가치를 제고하고자 하는 기업의 자원배분활동이라는 관점에서 CSR에 대한 효과는 근접한 차기에만 국한되어 있지 않고 보다 장기간에 걸쳐서 나타남을 언급하고 있다[23]. 이러한 내용들로 비추어볼 때, CSR을 적극적으로 수행할수록 비용은 점점 증가하여 단기적인 기업의 이익은 감소함에도 불구하고 기업 내 투자자 계속 이루어지는 것은 CSR로 인해 소요되는 비용보다 창출되는 기대 효익이 더욱 크기 때문일 것이다. 이와 같이 CSR은 기업에서 장기적인 관점에서 주주이익을 높이기 위해 투자하게 되는 비용으로, 단기적인 관점에서는 CSR을 많이 수행할수록 기업의 회계적성과는 감소하게 되며, 이로

인해 경영자에게 단기성과를 높이기 위한 근시안적인 의사결정을 하도록 유인을 제공할 수 있다. 따라서 CSR을 적극적으로 전개하는 기업에서 경영자보상을 결정하기 위해 사용되는 회계성과측정치는 경영자의 장기투자를 위한 올바른 의사결정이나 투입노력에 대한 정보력이 감소하여 경영자의 회계성과에 대한 보상민감도는 낮아질 수 있다. 그러나 주식성과측정치는 기업의 미래금흐름이 반영되어 경영자의 장기적인 관점에서 시행된 투자의 사결정에 대한 기대치가 현재 가격에 반영되므로 이에 대한 경영자보상 민감도는 높아질 수 있다. 따라서 가설1을 다음과 같이 설정하였다.

[H1] CSR을 수행하는 기업에서 경영자 회계성과-보상민감도는 낮아지며, 주식성과-보상민감도는 높아질 것이다.

3.1.2 지배구조의 영향

기업지배구조는 경영자가 사적 이익보다 주주 이익을 높이기 위한 노력투입을 하도록 감시·통제하는 중요한 기능을 수행하며, 경영자보상은 성과에 근거한 합리적인 보상을 통해 주주-경영자 사이의 대리문제를 완화하고 서로의 이해관계가 일치되게 한다. 이와 같이 지배구조와 경영자보상은 경영자에게 주주 이익을 높이기 위한 노력투입을 유도한다는 점에서 긴밀한 관계에 있다[24].

선행연구에서는 지배구조와 경영자보상사이의 관계에 대해 상호 대체관계와 보완관계로 설명하고 있다. 대체관계는 기업의 지배구조가 경영자보상제도를 대체할 수 있다는 개념으로 지배구조가 효율적인 경우 경영자보상제도를 통한 감시·통제는 약화하며, 지배구조가 효율적이지 않은 경우 경영자보상제도를 통한 감시통제는 강화된다고 보는 관점이다. 이와 다르게 보완관계는 강력한 지배구조 환경에서 성과에 근거한 강력한 보상제도가 설계될 수 있기에 지배구조가 효율적으로 운영되면 경영자보상제도 또한 합리적으로 운영되며, 지배구조가 비효율적이면 경영자보상제도도 비효율적으로 운영된다고 보는 입장이다[25].

상기와 같은 내용을 통해 CSR과 경영자 성과보상민감도사이의 관계는 경영자를 효율적으로 감시·통제하는데 중추적 기능을 담당하는 지배구조의 효율성에 따라 달라질 수 있음을 유추할 수 있다. 대체 관계에 따라 CSR을 수행하는 기업에서 지배구조가 효과적으로 운영되어 주주의 이익을 높이려는 본연의 역할을 다하고 있

다면 경영자보상제도를 통한 경영자에 대한 감시·통제가 굳이 강하게 제공될 필요성이 낮아질 수도 있고, 반대로 지배구조가 비효과적으로 운영되어 경영자에 대한 감시·통제가 비효율적이라면 경영자의 투입노력을 주주이익을 높이는 방향으로 유인하기 위한 경영자보상을 보다 강력하게 제공할 수도 있다. 그러나 보완관계에 따라 CSR을 수행하는 기업에서 지배구조가 효과적으로 운영되면 성과에 근거한 경영자보상이 보다 효과적으로 이루어질 수도 있으며, 반대로 지배구조가 비효과적이면 경영자의 권한이 강화되어 경영자보상제도도 비효과적으로 이루어질 수 있다. 이러한 내용을 반영하여 가설2를 다음과 같이 설정하였다.

[H2] 지배구조는 CSR과 경영자 성과보상민감도 사이의 관계에 영향을 미칠 것이다.

3.2 연구모형

가설을 검증하기 위한 연구모형과 변수정의는 아래와 같다.

$$\Delta COM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 \Delta ROA_{it} + \alpha_3 RET_{it} \quad \langle \text{식1} \rangle$$

$$+ \alpha_4 CSR_{it} * \Delta ROA_{it} + \alpha_5 CSR_{it} * RET_{it}$$

$$+ \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 LEV_{it}$$

$$+ ID_{it} + YD_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\Delta COM = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 \Delta ROA_{it} + \beta_3 RET_{it} \quad \langle \text{식2} \rangle$$

$$+ \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 CSR_{it} \times \Delta ROA_{it}$$

$$+ \beta_6 CSR_{it} \times RET_{it} + \beta_7 CSR_{it} \times GOV_{it}$$

$$+ \beta_8 \Delta ROA_{it} \times GOV_{it} + \beta_9 RET_{it} \times GOV_{it}$$

$$+ \beta_{10} CSR_{it} \times \Delta ROA_{it} \times GOV_{it}$$

$$+ \beta_{11} CSR_{it} \times RET_{it} \times GOV_{it} + \beta_{12} SIZE_{it}$$

$$+ \beta_{13} MTB_{it} + \beta_{14} LEV_{it} + ID_{it} + YD_{it} + \epsilon$$

ΔCOM_{it} : i기업의 t년도 경영자1인당 총보상의 변화
 = $\ln(COM_{it}) - \ln(COM_{it-1})$

ΔROA_{it} : 총자산 순이익률의 변화 = $ROA_{it} - ROA_{it-1}$

RET_{it} : 주식수익률 = $\frac{(t\text{년도 총가}) - (t-1\text{년도 총가})}{t-1\text{년도 총가}}$

CSR_{it} : 사회적 책임활동 여부 더미변수

GOV_{it} : 지배구조

- OWN : 경영자지분율=대표이사보유주식수/유통주식수

- BD : 이사회규모=LN(등기이사 수)

- OUT : 사외이사비율=사외이사 수/등기임원 수

LEV_{it} : 부채비율 (총부채/총자산)

$SIZE_{it}$: 기업규모 (Ln(총자산))

MTB_{it} : 성장성=(부채장부가치+자본시장가치)/총자산

ID : 산업더미 YD : 연도더미

<식1>은 [H1]을 검증하기 위한 모형으로 CSR이 경영자 성과보상민감도에 어떠한 영향을 미치는지를 확인한다. 종속변수는 경영자1인당 총보상의 변화이고, 독립변수는 경영성과를 나타내는 회계성과와 주식성과이다. 경영자 1인당 총보상은 등기임원 1인당 평균현금보상과 스톡옵션보상¹⁾의 합을 사용하였고, 회계성과와 주식성과는 각각 총자산순이익률의 변화와 주식수익률을 사용하였다. 경영자보상이 경영성과에 근거하여 지급된다면, 회계성과와 주식성과를 나타내는 ΔROA , RET 의 계수는 유의적인 양(+)의 값을 가지게 될 것이다.

CSR은 자산적 성격을 가지는 비용으로 투자에 대한 효과가 장기에 걸쳐 나타나며, CSR을 많이 수행할수록 비용이 증가하여 단기적인 성과는 감소하므로 경영자로서 하여금 근시안적인 의사결정을 수행할 유인을 제공할 수 있다. 그러므로 CSR을 수행하는 기업에서 회계성과측정치는 경영자의 의사결정이나 투입노력에 대한 정보를 충분히 반영하지 못하므로 회계성과보상민감도는 감소할 것이며, α_4 의 계수는 음(-)의 값을 가지게 될 것이다. 그러나 주식성과측정치는 경영자의 장기투자의사결정에 대한 기대치가 현재 가격에 반영되어 결정되므로 경영자 보상에서 주식성과보상민감도는 증가하게 될 것이며, α_5 의 계수는 양(+)의 값을 가지게 될 것이다.

<식2>는 [H2]를 검증하기 위한 모형이며, CSR을 수행하는 기업에서 경영자 성과보상민감도가 기업지배구조의 효율적인 운영에 따라 달라지는지를 확인한다. 주요 변수는 β_{10} 과 β_{11} 으로, CSR활동을 수행하는 기업에서 지배구조가 효율적이어서 경영자에게 강력한 보상체제를 제공할 필요성이 약해진다면 CSR과 경영자성과보상민감도 사이의 관계는 약화할 것이며, 반대로 지배구조가 효율적이어서 경영자 보상제도도 더욱 효율적으로 제공되는 환경이 마련된다면 CSR과 경영자성과보상민감도 사이의 관계는 더욱 강화될 것이다.

3.3 표본선정 및 자료수집

1) 블랙숄츠모형을 활용하여 한 단위당 보상가치를 측정하였다 [24]. 블랙-숄츠 모형의 기본 항목은 배당수익률, 무위험수익률, 주식수익률의 기대변동성으로, 해당 내용이 스톡옵션부여 기업의 사업보고서상에 제시되어 있으면 보고자료를 활용하였고, 제시되어 있지 않으면 배당수익률은 옵션부여 연도의 현금배당/연말 주시가격, 무위험수익률은 평가시점의 5년 만기 국공채수익률, 주식수익률의 기대변동성은 옵션을 부여한 시점의 회계연도 말 이전 120일간의 일별주식수익률에 대한 표준편차로 측정하였다.

본 연구에서 CSR 자료는 경제정의실천시민연합 산하 「경제정의연구」에서 창출하는 경제정의지수(KEJI Index)를 사용하였다. 경실련에서 공식적으로 발표하는 CSR 활동 기업들은 상위 200개에 해당하는 기업이나, 보상자료와 연계된 데이터를 충분히 확보하면서 모집단의 속성을 보다 명확하게 파악하기 위해 경실련에서 공시되고 있는 CSR자료 외에 비공식적으로 보유하고 있는 데이터를 상위 400위까지 추가적으로 수집하였다. 이러한 특성을 반영하여 추출한 자료의 표본기간은 2012년-2016년까지이며, 변수측정을 위해 2011년-2017년 재무자료를 입수할 수 있는 기업을 대상으로 하였다. 자료의 동질성을 위해 금융업을 제외한 KOSPI상장기업 2,475개로 한정하였으며, 사업보고서 내 경영자 관련 보상자료가 공시되지 않는 기업들도 제외되었다. DATA Guide와 TS2000을 이용하여 재무주가지료를 추출하였고, 경영자관련보상자료는 DART에 공시되는 사업보고서를 이용하였다.

4. 실증분석결과

4.1 기술통계량 및 상관관계분석

회귀분석을 수행하기 전 연구에서 사용된 변수들의 일반적인 특성을 파악하기 위해 Table 1과 같이 기술통계량을 살펴보았다.

경영자총보상의 변화(ΔCOM)에 대한 평균은 0.027로 중위수인 0.026과 비교하여 큰 차이를 보이지 않기에 표본분포의 비대칭성이 낮아 정규성을 만족하고 있음을 알 수 있다. 회계성과측정치(ΔROA)의 평균과 중위수는 -0.005와 -0.001, 주식성과측정치(RET)의 평균과 중위수는 0.108과 0.000로 나타나 경영성과와 관련된 변수

Table 1. Descriptive statistics

<i>V</i>	<i>Mean</i>	<i>Med</i>	<i>Max</i>	<i>Min</i>
ΔCOM	0.027	0.026	16.489	-11.898
<i>CSR</i>	0.521	1.000	1.000	0.000
ΔROA	-0.005	-0.001	1.474	-2.301
<i>RET</i>	0.108	0.000	12.617	-13.523
<i>BD</i>	6.773	6.000	20.000	1.000
<i>OUT</i>	0.187	0.200	0.750	0.167
<i>OWN</i>	0.205	0.006	0.865	0.000
<i>SIZE</i>	20.425	20.162	26.292	16.300
<i>LEV</i>	0.483	0.495	0.999	0.027
<i>MTB</i>	1.121	0.940	9.299	0.274

들 역시 정규성에 문제가 없음을 확인할 수 있다. CSR활동여부는 더미변수를 사용함에 따라 최대값이 1, 최소값은 0이며, 평균이 0.521로 나타나 CSR을 수행하는 기업과 그렇지 않은 기업의 표본수가 비슷하게 사용되었다. 지배구조관련 변수 중 이사회규모(*BD*)는 클수록 지배구조가 건전함을 의미하는 데, 표본기업의 등기이사 수가 많게는 20명 적게는 1명이 존재하는 것으로 나타났다. 사외이사비율(*OUT*)은 이사회 독립성을 나타내며 가장 높은 비율은 75%, 가장 낮은 비율은 0.16%이며, 경영자지분율(*OWN*)은 경영자가 많게는 86.5%까지 보유하고 있으며 아주 미미한 양을 보유하고 있는 기업도 있는 것으로 확인된다.

Table 2는 변수들 사이의 상관관계를 나타낸 것이다. 경영자총보상의 변화는 CSR과 양의 방향을 나타내고 있으나 유의적이지는 않았다. 또한 경영성과변수 중 회계성과측정치(ΔROA)와는 양의 방향이긴 하나 비유의적이며, 주식성과측정치(*RET*)와는 유의적인 양의 관련성을 나타내고 있다. 이는 경영자 보상의 변화가 주식성과와 밀접하게 관련될 수 있음을 암시한다. 지배구조변수와의

Table 2. Correlation

	ΔCOM	<i>CSR</i>	ΔROA	<i>RET</i>	<i>BD</i>	<i>OUT</i>	<i>OWN</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>MTB</i>
ΔCOM	1.000									
<i>CSR</i>	0.014	1.000								
ΔROA	0.013	0.025	1.000							
<i>RET</i>	0.091**	0.055**	-0.099**	1.000						
<i>BD</i>	-0.049*	-0.037	0.002	-0.021	1.000					
<i>OUT</i>	-0.019	-0.012	-0.001	0.004	0.090**	1.000				
<i>OWN</i>	-0.005	0.082**	0.008	0.001	-0.150**	-0.001	1.000			
<i>SIZE</i>	-0.030	-0.138**	-0.014	-0.057**	0.348**	-0.100**	-0.209**	1.000		
<i>LEV</i>	-0.027	-0.212**	-0.018	-0.033	0.036	0.006	-0.158**	0.265**	1.000	
<i>MTB</i>	0.069**	-0.032	0.027	0.098**	0.123**	-0.015	-0.093**	-0.062**	-0.055**	1.000

관련성을 살펴보면, 이사회규모를 나타내는 *BD*만이 유의적인 음의 관계를 나타내고 있으며 나머지는 비유의적인 것으로 나타났다.

4.2 CSR과 경영자성과보상민감도

Table 3은 [H1]에 대한 회귀분석결과로, CSR이 경영자성과보상민감도에 미치는 영향을 확인한다.

경영성과관련 변수인 ΔROA 와 RET 에 대한 계수는 각각 0.490, 0.043으로 5%수준에서 유의적인 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나, 경영자보상의 변화는 경영성과와 연계되어있음을 알 수 있다. 또한 주된 관심변수인 $CSR \times \Delta ROA$ 의 계수는 -0.530로 5%수준에서 유의적인 음(-)의 값을, $CSR \times RET$ 의 계수는 0.061로 5%수준에서 유의적인 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 CSR을 수행하는 기업에서는 경영자에게 보상을 지급할 때, 경영자가 주주이익을 높이기 위한 장기적인 의사결정을 하도록 유인하기 위해 회계성과측정치에 대한 보상가중치를 낮추고 주식성과측정치에 대한 보상가중치를 높임으로써 단기적성과를 반영하는 회계성과측정치보다 장기적성과를 반영하는 주식성과에 더 큰 가중

치를 부여하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

Table 3. Regression Analysis for testing H1

V	Model1	
	Coef	t
<i>Const</i>	-0.187	0.707
<i>CSR</i>	0.007	0.197
ΔROA	0.490	2.543**
RET	0.043	1.997**
$CSR \times \Delta ROA$	-0.530	-2.054**
$CSR \times RET$	0.061	1.995**
<i>SIZE</i>	-0.012	-1.153
<i>LEV</i>	-0.048	-0.546
<i>MTB</i>	0.064	2.713***
<i>F</i>	3.268***	
<i>R</i> ²	0.019	

4.3 지배구조의 영향

Table 4는 [H2]에 대한 회귀분석결과로, CSR을 수행하는 기업에서 지배구조의 효율성에 따라 경영자성과보상민감도가 달라지는지를 확인한다.

Table 4. Regression Analysis for testing H2

V	[H2]					
	Coef	t	Coef	t	Coef	t
<i>Const</i>	0.268	0.992	0.276	1.029	0.244	0.911
<i>CSR</i>	-0.049	-1.216	-0.059	-0.998	-0.228	-2.107
ΔROA	0.520	2.489**	0.332	0.801	0.899	1.670
RET	0.046	1.885**	0.072	2.153**	0.161	2.596***
<i>OWN, OUT, BD</i>	-0.211	-2.386**	-0.332	-1.777	-0.035	-3.195***
$CSR \times \Delta ROA$	-0.496	-1.743	-0.484	-0.994	1.053	1.293
$CSR \times RET$	0.103	2.883***	0.025	0.531	-0.042	-0.667
$CSR \times OWN$	0.272	2.374**				
$\Delta ROA \times OWN$	-0.309	-0.357				
$RET \times OWN$	-0.004	-0.046				
$CSR \times \Delta ROA \times OWN$	-0.064	-0.058				
$CSR \times RET \times OWN$	-0.184	-1.762 ²				
$CSR \times OUT$			0.346	1.330		
$\Delta ROA \times OUT$			0.679	0.357		
$RET \times OUT$			-0.193	-1.150		
$CSR \times \Delta ROA \times OUT$			-0.073	-0.032		
$CSR \times RET \times OUT$			0.221	1.011		
$CSR \times BD$					0.035	2.301**
$\Delta ROA \times BD$					-0.070	-0.880
$RET \times BD$					-0.019	-2.059*
$CSR \times \Delta ROA \times BD$					-0.284	-2.167**
$CSR \times RET \times BD$					0.017	1.793
<i>SIZE</i>	-0.013	-1.269	-0.014	-1.318	-0.004	-0.344
<i>LEV</i>	-0.066	-0.736	-0.044	-0.497	-0.061	-0.688
<i>MTB</i>	0.061	2.560*	0.065	2.760***	0.073	3.043***
<i>F</i>	3.081***		2.731***		3.552***	
<i>R</i> ²	0.022		0.019		0.027	

지배구조변수로 먼저 경영자지분율을 고려했을 때, 가설검증을 위한 주된 변수인 $CSR \times \Delta ROA \times OWN$ 의 계수는 -0.064로 음(-)의 값을 가지나 유의적이지는 않은 것으로 나타났다. 그러나 $CSR \times RET \times OWN$ 의 계수는 -0.184로 음(-)의 값을 가지며 10%수준에서 미약하게나마 유의적인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대체관계에 따라 CSR을 수행하는 기업에서 경영자지분율이 높으면 경영자에게 굳이 강력한 보상체제를 제공할 필요성이 낮아지므로 주식성과에 대한 보상민감도를 낮추는 것으로도 해석할 수 있지만, 경영자지분율이 높은 경우 경영자의 권한이 강화되어 지배구조가 약화되는 점을 감안하면 보완관계가 성립된다고도 할 수 있다. 따라서 경영자지분율을 구간별로 나누어 추가분석을 수행한다면 보다 명확한 결과를 도출할 수 있을 것으로 판단된다. 사외이사비율의 경우 $CSR \times \Delta ROA \times OUT$ 의 계수는 -0.073으로 음(-)의 값을, $CSR \times RET \times OUT$ 의 계수는 0.221로 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났으나 유의적이지는 않았다. 그러나 이사회규모를 고려한 경우 주된 변수인 $CSR \times \Delta ROA \times BD$ 는 -0.284로 5% 수준에서 유의적인 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났으며, $CSR \times RET \times BD$ 는 0.017로 10%수준에서 유의적인 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나 보완관계를 가지는 것으로 보인다. 이러한 결과는 CSR을 수행하는 기업에서 이사회 규모가 클수록 경영자 보상제도를 강력하게 운영할 수 있는 환경이 제공될 것이므로, 경영자에게 주주의 이익을 높이는 방향으로 장기적인 시각에서 의사결정을 하도록 유인하기 위해 경영자 보상제도를 더욱 더 효율적으로 운영하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

5. 결론

본 연구에서는 기업의 CSR이 경영자성과보상민감도에 미치는 영향을 확인하고 이러한 관련성이 지배구조에 따라 다른지를 확인하고자 하였다. 연구수행을 위해 KOSPI상장기업을 대상으로 2011-2017년까지 2,475개의 firm-year 자료를 수집하였다. 연구결과는 다음과 같다.

첫째, CSR을 수행하는 기업에서 회계성과보상민감도는 감소하며 주식성과보상민감도는 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 CSR에 참여하는 기업에서는 경영자로 하여금 장기적인 의사결정을 유인하기 위해 상대적으로 주식성과에 대한 보상이증치를 증가시키는 것으로 볼 수 있다. 둘째, CSR과 경영자성과보상민감도는 지

배구조 형태에 따라 달라지는 것으로 나타났는데, 대체로 국내 CSR기업에서는 지배구조와 경영자보상을 상호보완적인 관계에서 지배구조의 기능이 강화될 때 경영자 보상제도도 더욱 효율적으로 운영하고, 반대로 지배구조의 기능이 약화할 때 경영자 보상제도도 비효율적으로 운영하는 것으로 판단된다. 다만 연구에서 지배구조의 형태로 고려한 경영자지분율과 관련해서는 경영자지분율이 높을수록 경영자에 대한 주식보상의 필요성이 감소할 수도 있다는 측면에서 보면 경영자지분율에 대한 구간을 보다 세분화하여 분석할 필요성이 있기에 향후 미래 연구를 통해 추가로 확인되어야 할 것이다.

본 연구를 통해 경영자가 CSR에 참여하는 동기가 자신의 보상과 무관하지 않음을 확인하였으며, 경영자 보상계약에서 CSR 활동에 대한 투자가 유용한 정보로 활용될 수 있기에 CSR에 대한 투자 효과를 높이기 위해서는 보상과 관련하여 학문적으로 보다 세분화된 연구가 수행될 필요성이 있음을 시사한다. 또한, 실무적으로 경영자의 노력투입이나 의사결정을 장기적인 관점에서 주주 가치를 높이는 방향으로 유도하기 위해서는 다양한 주식보상제도를 도입하여 활용도를 높이는 방향으로 경영자 인보상제도를 설계할 필요성이 있음을 시사한다. CSR에 참여하는 기업의 지배구조는 기업마다 상이하므로 경영자 보상과 대체관계에 있으면서 기능이 서로 중복되는 장치들은 줄여나감으로써 기업 내 불필요한 비용 발생을 감소시킬 수 있을 것이며, 경영자 보상과 상호보완관계에 있는 장치들은 더 효율적으로 개선하여 기업 가치를 높이는데 이바지할 수 있을 것이다. 그러나 본 연구에서는 다음과 같은 피할 수 없는 한계점을 가진다. 첫째, 경제정의지수를 활용하여 CSR에 대한 참여 여부를 확인하였기에 KEJ지수에 해당하지 않는 기업이라 하더라도 CSR을 미약하게 수행하고 있을 가능성을 배제하고 있다. 둘째, 실무적으로 경영자보상의 지급형태는 다양하나 금융감독원 전자공시시스템(DART) 내 사업보고서에서 추출가능한 경영자보상 자료는 극히 제한적이므로 본 연구에서는 현재 공시되고 있는 정보인 등기입원 1인당 평균현금보상과 주식보상에 해당하는 스톡옵션보상만을 고려하고 있다. 셋째, 보상과 연계하여 확보가능한 CSR 자료 기간이 한정되어 최근 현황을 반영하지 못했다. 넷째, 보상위원회와 같은 경영자보상에 미치는 효과적인 지배구조가 추가로 존재하지만 자료의 한계로 모두 반영하지 못했다. 이러한 점을 반영하여 CSR과 지배구조에 대한 측정이 더욱더 정교하게 이루어진다면 더욱 유의미한 결과를 나타낼 수 있을 것이다.

REFERENCES

- [1] Economic Glossary. <https://termsnaver.com/entry/nhn?docId=300425&cid=43665&categoryId=43665>
- [2] C. J. Yoo. (2014). Review of an Evolutionary Process and Outcomes of Corporate Philanthropic Activities. *Korean Journal of Marketing*. 29(2). 55-79.
- [3] Y. Cai, H. Jo. & C. Pan. (2011). Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *Journal of Business Ethics*. 104. 159-173.
- [4] E. Sadok, G. Omrane & C. Y. Kwok & M. Dev. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*. 35(9). 2388-2406.
- [5] Y. Kim. M. Park & B. Wier. (2012). Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility? *The Accounting Review*. 87(3). 761-796.
- [6] M. L. Pava & J. Krausz. (1996). The association between corporate social responsibility and financial performance, The paradox of social cost. *Journal of Business Ethics*. 15. 321-357.
- [7] S. H. Teoh, I. C. Welch, P. W. Paul. (1999). The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott Source. *The Journal of Business*. 72(1). 35-89.
- [8] R. E. Freeman. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman Publishing.
- [9] M. Potts. (2006). CEO compensation and virtue ethics. *The ethics of executive compensation*. Wiley Blackwell Publishing Ltd.
- [10] M. Jensen. & W. Meckling. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3. 305-350.
- [11] M. C. Jensen. (1993). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*. 334-336.
- [12] R. A. Lambert. & D. F. Larcker. (1987). An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts. *Journal of Accounting Research*. 85-125.
- [13] R. G. Sloan. (1993). Accounting Earnings and Top Executive Compensation. *Journal of Accounting and Economics*. 16). 55-100.
- [14] T. S. Kim, J. S. Jeong & S. K. Chi. (1999). Relationship between Management Compensation and Management Performance in Korean Companies. *Korean Accounting Review*. 24(2). 87-107.
- [15] K. Karim. E. J. Lee. & S. H. Suh.. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*. 40. 27-41.
- [16] B. J. Park. (2018). The Effect of Managerial Ownership and CSR Performance on Managerial Compensation. *Korean Business Education Review*. 33(2). 113-136. DOI:10.23839/kabe.2018.33.2.113
- [17] H. W. Cho & B. J. Park. (2017) Corporate Social Responsibility and the Sensitivity of Executive Compensation to Accounting Performance. *Accounting Information Review*. 35(2). 89-113. DOI : 10.29189/KAIARIAIR.35.2.4
- [18] Y. S. Kang, J. H. Lee, K. Baek. (2018). CEO Compensation and Corporate Social Responsibility. *The Korean Journal Of Financial Management*. 35(3). 139-164. DOI : 10.22510/kjofm.2018.35.3.006
- [19] S. J. Hwang. & D. I. Kim. (2019). Corporate social responsibility and executive performance-impact on compensation sensitivity. *International Conference on Convergence Technology*. 10(9). 221-228.
- [20] S. A Waddock. & S. B. Graves. (1997). The corporate social performance link. *Strategic Management Journal*, 18 (4), 303-319.
- [21] Y. K. Lee & J. K. Ko (2013). The effect of corporate social responsibility on the cost of equity capital and information asymmetry. *Korean Accounting Journal*. 22(5).
- [22] H. J. Choi. & D. C. Moon. (2013). The Relationship between Corporate Social Responsibilities and Accounting Transparency. 38(1). 135-171.
- [23] L. Jin, D. H. Yang, Y. D. Hong. & J. H. Choi. (2016). International Comparison of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Firm Value: Korea and China. *Korean Accounting Journal*. 25(5). 67-112.
- [24] D. Y. Song & S. C. Jeong. (2014). Corporate Governance Structure and Managerial Compensation in Korea. *The Korean Journal of Financial Management*. 31(4). 179-207.
- [25] S. J. Cheng. & R. J. indjekian. (2009). The Market for Corporate Control and CEO Compensation: Complements or Substitutes? *Contemporary Accounting Research*. 26(3). 701-728. DOI : 10.1506/car.26.3.3
- [26] F. Black. & M. Scholes. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *The Journal of Political Economy*. 81(3). 637-654.

황성준(Seong-Jun Hwang)

[정회원]



- 2019년 2월 : 부산대학교 일반대학원 경영학과, 경영학박사
- 2019년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과, 강사
- 관심분야: CSR, IS Audit, Compensation
- E-Mail : sjcastle@pusan.ac.kr

류 수 전(Su-jeon Ryu)

[정회원]



- 2010년 8월 : 부산대학교 일반대학원
경영학과, 경영학석사
- 2017년 2월 : 부산대학교 일반대학원
경영학과, 경영학박사
- 관심분야 : CSR, 원가관리회계
- E-Mail : soojeon@pusan.ac.kr