

임원보수와 기업성과

이미주(주저자)

한국은행
(mjoolee@bok.or.kr)

유해양(교신저자)

SL (YANTAI) AUTO LIGHTTING CO., LTD.
(haey15@hotmail.com)

황인태(공저자)

중앙대학교
(ithwang@cau.ac.kr)

대리인 이론은 경영자와 주주 사이의 대리인문제를 완화하는 수단으로 성과와 연동하는 보수를 제시한다. 이에 따라 선행 연구는 경영자보수와 기업성과 사이에 유의한 양(+)의 관계가 존재함을 확인하였다. 이와 관련하여 한국 기업을 대상으로 수행된 기존 연구는 자료수집의 한계로 임원별 보수 대신 임원 보수총액을 임원 수로 나눈 평균보수를 사용해왔다. 그러나 2013년 자본시장법이 개정되어 상장법인은 5억원 이상의 보수를 받는 등기임원에 대하여 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법을 사업보고서에 기재하게 되었다. 이에 본 연구는 한국 상장기업을 대상으로 임원 개인별 보수와 기업성과의 관계를 검증하고, 임원 개인별 직책과 소유권이 보수-성과 민감도에 미치는 영향을 분석하였다.

분석 결과, 한국 상장기업 임원 개인별 보수는 기업의 주식수익률 및 매출액 변화율과 양(+)의 상관관계가 있었다. 그러나 총자산영업이익률의 변화 및 자기자본영업이익률의 변화 등 수익성 지표와 임원보수 사이에서는 유의한 관계를 찾을 수 없었다. 임원의 직책과 소유권 유무에 따라 표본을 나누어 분석한 결과, 전문경영인의 보수와 기업성과 사이에는 유의한 양(+)의 관계가 나타나지 않았으나, 소유경영인의 보수에는 매출액 변화율이 중요한 영향을 미쳤다.

본 연구는 소유경영자 중심의 오너(owner) 경영 선호 경향이 강한 한국 기업에 중요한 시사점을 제공한다. 임원보수가 주로 매출액에 연동되어 결정되면 경영자에게 기업의 지속가능한 성장보다는 단기적인 성과, 기업규모의 확장 등을 추구할 동기를 부여할 수 있다. 성과를 반영하지 않는 전문경영인의 보상체계도 기업가치 제고에 부합하지 않을 수 있다. 임원보수의 적정성은 절대금액보다는 보수와 성과의 연관성을 기준으로 판단되어야 한다. 본 연구 결과는 한국 기업이 지배구조를 강화하고 임원의 경영활동을 감시하는 장치를 강화하며 임원의 보수체계를 보완할 필요가 있음을 시사한다.

주제어: 기업성과, 보수-성과 민감도, 임원 개인별 보수, 임원보수

1. 서론

경영자보수와 기업성과의 연계는 기업지배구조를 강화하여 기업가치를 제고하는데 중요한 역할을 한

다. 성과에 연동하지 않는 경영자보수는 주주의 이익에 배치될 수 있다. 이러한 이유로 임원보수를 공시하여 과도한 보수를 억제하고, 경영자보수에 대한 주주의 감독권을 강화하려는 노력이 지속되고 있다.¹⁾ 한국에서도 2013년 11월 '자본시장과 금융투자업

최초투고일: 2020. 1. 11 수정일: (1차: 2020. 3. 17) 게재확정일: 2020. 3. 19

1) 1992년 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)는 임원보수 공시에 관한 규정인 Regulations S-K Item 402에서 임원보수 결정에 관한 회사의 보수정책을 주주에게 공시하도록 요구하는 한편, 표준화된 도표를 이용하여 최고경영자(CEO)와, 최근 보수액이 10만 달러를 초과하는 보수 상위 임원 4인의 개인별 보수를 공시하게 하였다. 독일은 2005년부터 상장회사 이사 개인별 보수를 공시하도록 하였고, 일본의 경우 한국과 마찬가지로 상장회사의 임원보수에 대하여 보수총액만 공시하였으나 2010년부터 1억원 이상의 보수를 받는 상장회사 임원의 보수를 개인별로 공개하도록 기업내용 등의 공시에 관한 내각부령을 개정하였다(염미경, 2015).

에 관한 법률(이하 자본시장법)²⁾ 개정안이 시행됨에 따라 연간 보수총액이 5억원 이상인 등기임원의 개인별 보수 및 구체적 산정기준과 방법이 사업보고서에 공시되고 있다. 2016년에는 등기임원 여부를 불문하고 보수총액 5억원 이상인 상위 5명의 개인별 보수를 공시하도록 자본시장법이 재개정(2018.3월 시행)되었다.²⁾ 이러한 임원보수 공시의 주요 목적은 시장의 감시를 통하여 기업 경영자의 사적이익 추구를 방지하고, 경영자의 보수가 성과에 기반을 두게 함으로써 보수의 투명성을 높이는 데 있다(윤용석 등, 2015). 보수와 성과의 연관성을 판단할 정보를 제공하는 것은 합리적 보상시스템 구축에 기여함으로써 경영의 투명성을 제고하고 기업의 가치를 증가시킬 수 있다.

금융위원회는 자본시장법 개정안 세부시행방안(2013.11월)에서 임원보수 공시의 도입초기임을 감안하여 보수산정 세부기준 및 방법을 자율기재사항으로 구분하였으며 이에 따라 사실상 보수총액만 알 수 있을 뿐 성과와 보상의 관계를 확인하기 어려울 것이라는 시장의 우려가 있었다. 임원 개인별 보수 공시가 실제로 이루어진 이후, 공시된 보수 수준의 적정성, 성과와 보수의 연관성, 공시제도의 실효성 등의 문제가 제기되었다. 이런 현상의 원인 중 하나는 고액의 보수를 받는 미등기임원이 공시대상에서 제외되어 보수공시 대상이 되는 임원의 범위가 지나치게 좁고, 특히 보수산정 방식에 대한 공시가 형식적으로 이루어져 주주와 투자자에게 필요한 정보를 제공하지 못하기 때문이다(염미경, 2015). 이에 따라 시행령이 일부 개정되었으나 임원보수와 관련된 사회적 비판과 논의는 아직도 진행 중이다.

보상체계는 소유와 경영의 분리에서 야기된 대리

인문제를 해결하기 위한 중요한 수단이다(황인태, 1994). 주식보상계약이나 성과급은 주주와 경영자의 이해를 일치시킴으로써 경영자가 기업가치를 극대화할 의사결정을 하도록 유도한다(Balsam, 2002; Jensen and Meckling, 1976). 따라서 보수와 성과의 연동 내용을 공개하는 것은 성과에 따른 보상체계가 구축되도록 함으로써 대리인문제를 완화하는데 기여한다. 이에 따라 미국을 비롯한 전문경영인체제가 발달한 국가에서는 경영자보수와 성과와 관련된 다양한 연구가 수행되어왔다. 반면 한국 기업을 대상으로 한 관련 연구는 자료수집의 한계로 제한적인 범위에서 이루어졌다. 금융시장법 개정 이전인 2013년까지는 임원 전체에게 지급된 보수총액만 공개되어 보수총액을 임원 수로 나눈 평균 임원급여를 사용하여 분석할 수밖에 없었기 때문이다. 즉 기존연구에서는 경영성과 지표들이 모든 임원의 보수에 동일한 영향을 미친다는 가정 하에 분석이 진행되었다. 그러나 2013년 자본시장법 개정 이후에는 임원 개인별 보수자료를 이용하여 연구의 타당성과 신뢰성을 제고할 수 있게 되었다.

따라서 본 논문에서는 임원보수에 관련한 기초연구로 한국 유가증권시장에 상장된 비금융기업의 임원 개인별 보수자료를 이용하여 임원보수가 성과에 연동되어 있는지 검증하고자 한다. 이에 추가하여 임원 직위 및 소유권 유무가 보수와 성과의 관계에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 본 연구는 기존 연구보다 풍부하고 정확한 보상 자료를 사용하여 선행 연구를 보완하는 한편, 임원 직위와 소유권 유무 및 소유 정도에 따른 경영자보수와 기업성과의 관계를 분석함으로써 이들 요인이 보상체계에 미치는 영향을 파악한다. 이는 한국 기업의 지배구조가 경영의

2) 임원 개인별 보수공시 규제의 변천과정은 부록을 참고

사결정에 미치는 영향을 분석하는데 기여하여 궁극적으로 기업가치 제고를 위한 보상구조 설계 방향을 제시할 수 있다.

전체 표본을 사용한 분석 결과, 임원 개인별 보수는 주식수익률 및 매출액 변화율과 양(+)의 상관관계가 있었다. 그러나 기존 선행연구와 달리 총자산영업이익률의 변화 및 자기자본영업이익률의 변화와는 유의한 관계가 나타나지 않았다. 또한 임원의 직책과 소유권 유무에 따라 표본을 구분하여 임원보수와 성과의 관계를 분석했을 때, 전문경영인의 보수는 산업별 주식수익률과 양(+)의 관계가, 소유경영인의 보수는 기업 매출액 변화율과 양(+)의 관계가 나타났다. 그러나 임원의 직책이 높아지고 지분이 증가할수록 소유경영인의 성과와 보상 간의 관계는 약화되었다. 즉 최대주주거나 소유권을 보유한 대표이사의 보수는 수익성과 상관관계가 없는 것으로 나타났다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제1장 서론에서는 연구배경과 목적에 대해 제시하였다. 제2장에서는 선행연구를 검토하고 가설을 설정하였다. 제3장에서는 표본의 선정과정과 구성, 연구모형, 변수에 대해 설명하였다. 제4장에서는 실증분석결과를 제시하였고, 제5장에서는 본 연구의 결론을 기술하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

경영자보수에 관한 연구는 대리인문제(Agency problem)에서 시작된다. 소유와 경영이 분리된 기업 지배구조에서 기업의 주인인 주주(principal)는 경영자(agent)에게 자신을 대신하여 일정한 범위에서 의사결정을 할 수 있도록 경영권을 부여한다. 그

러나 정보 비대칭 하의 경영자는 사적 이익을 위해 주주의 이해와 상충되는 의사결정을 할 수 있다. 주주는 경영자가 자신의 이해, 즉 기업가치 극대화에 부합하는 의사결정을 하도록 유인하기 위하여 경영자의 보수가 기업성과와 연동되도록 보상체계를 설계한다. 이러한 이론적 배경을 토대로 경영자의 보수-성과 민감도(payment-performance sensitivity)에 관한 여러 연구들이 이루어졌다.

2.1 경영자보수와 기업성과

선행연구는 경영자보수와 기업성과의 연계성을 검증하고, 기업성과에 대한 보수의 민감도를 분석하며, 보수결정에 영향을 미치는 성과지표를 식별하였다.

Murphy(1985)는 1964년부터 1981년까지 미국 73개의 제조업을 대상으로 경영자보수와 기업성과 간의 관계를 실증분석하였다. 분석 결과 경영자보수의 측정방법에 따라 차이는 있으나 스톡옵션을 제외한 모든 보수 구성요소가 기업의 주식수익률과 유의한 양(+)의 상관관계가 있었다. 추가적으로 산업수익률과 비정상수익률을 기업성과의 측정치로 사용하여 분석한 결과도 동일했으며, 기업의 규모 및 성장성을 나타내는 매출액 또한 경영자보수와 관련이 있는 것으로 나타났다. Murphy(1985)는 선행연구들이 횡단면 분석에서 기업성과와 임원 보상 간의 유의한 관계를 찾는데 실패한 것은, 기업 고유효과(corporate and individual-specific variables)를 통제하지 않았기 때문이라고 지적하였다. Coughlan and Schmidt(1985)도 기업 주식수익률이 높을수록 경영자보수가 증가함을 보여주었다.

Jensen and Murphy(1990)는 미국 1049개 기업을 대상으로 경영자 현금보상의 주식수익률에 대한 민감도를 분석하여 유의한 양(+)의 상관관계를

찾았으나 그 크기는 작았다. 분석 결과, 주주 부(wealth)의 1000달러 증가는 경영자 현금보상의 2센트 증가에 해당하며, 비현금보상을 포함하여 경영자의 보수를 측정해도 0.75달러에 불과했다. 미국 29개 대기업을 대상으로 분석한 Benston(1985)의 연구 결과에서도 기업의 주식수익률과 경영자 현금보상의 관계는 매우 작은 것으로 나타났다. 저자는 주식수익률과 경영자 현금보상의 관계가 강하지 않으며, 경영자 개인의 부는 일반적으로 기업 주식 보유량에 크게 의존한다고 설명하였다.

Lambert and Larcker(1987)는 370개 미국 기업을 대상으로 주식수익률과 자기자본경상이익률을 기업성과의 측정치로 사용하여 경영자 현금보상과 성과의 관계를 실증분석하였다. 분석 결과, 경영자보수와 성과 사이에는 유의한 양(+)의 상관관계가 있으며, 현금보상은 주식수익률보다 자기자본경상이익률에 더 민감하게 연동되어 있음을 발견하였다. 그러나 성장기업의 경우 경영자의 노력이 회계성가로 나타나기까지 상대적으로 장기간의 시차가 존재해 회계성과보다는 시장성과에 중점을 두고 경영자 보상체계를 설계하는 경향이 있다고 주장하였다.

Sloan(1993)은 경영자 보상계약에서 회계성과의 역할을 분석하면서, 회계이익이 경영자의 노력에 관한 정보를 제공하는데 추가보다 우월함을 강조하였다. 추가는 경영자가 통제할 수 없는 시장 요인의 영향을 받기 때문에 경영자의 노력과 무관한 잡음(noise)이 개입되지만, 상대적으로 시장요인에 덜 민감한 회계이익은 경영자의 노력에 따른 기업의 가치 변화가 효과적으로 반영된다. 분석 결과, 회계정보를 사용하는 주당순이익(Earnings Per Share)과 자산이익률(Return On Assets)은 경영자 보상에 대한 유용한 정보를 제공했다. 특히, 주식수익률이 시장 전체의 추가변동과 상관관계가 높은 경우, 회

계성과가 기업 특유의 가치 변화와 상관관계가 높은 경우, 회계성과가 시장 전체의 추가변동과 관련이 작은 경우 경영자의 보수가 회계성과의 영향을 더 많이 받았다. Banker et al.(2013)의 연구도 회계성과인 자기자본경상이익률 및 주식수익률이 경영자 급여와 유의한 양(+)의 관계가 있음을 보여주었다.

경영자보수와 기업성과의 관계에 관한 한국 연구로는 황인태(1995), 김태수 등(1999), 지성권 등(2003), 이용훈과 홍철규(2014) 등이 있다.

황인태(1995)는 한국 상장기업을 대상으로 기업의 성과와 경영자보수의 관련성을 검증하였다. 실증 분석 결과 자기자본경상이익률과 매출액으로 측정된 기업의 성과는 경영자보수의 크기와 유의한 양(+)의 상관관계가 있으며 기업이 속한 산업의 평균 경영자 보상도 개별 기업의 경영자보수에 영향을 미쳤다. 경영자보수의 증가율도 자기자본경상이익률의 변화, 매출액 증가율, 동일산업의 경영자보수 증가율과 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

김태수 등(1999)은 한국 증권거래소에 상장되어 있는 제조업을 대상으로 경영자보수와 경영성과 간의 관계를 분석하였다. 분석 결과 경영자의 현금보상은 경영성과와 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 보상은 당기의 성과뿐만 아니라 전기의 성과도 영향을 미쳤고, 자기자본경상이익률, 주식수익률, 매출액 증가율 등 경영성과 지표에 대한 현금보상의 민감도는 산업 간 차이가 있는 것으로 나타났다.

지성권 등(2003)은 1996년부터 2000년까지 코스닥에 등록된 기업 중 벤처업종으로 분류된 64개의 제조업을 대상으로 경영자보수와 경영성과 사이의 관계를 규명하고, 미래 성장 가능성과 벤처캐피탈의 투자 여부 등 벤처기업의 특성에 따라 보수와 성과의 연관성이 어떻게 달라지는지 실증분석 하였다. 분석 결과 벤처기업 경영자의 현금보수액은 자기자

본경상이익률, 자기자본순이익률 및 매출액 증가율과는 관계가 없고, 주식수익률만이 보상규모에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이용훈과 홍철규(2014)는 한국 상장기업을 대상으로 매출액 변화율, 자기자본순이익률 및 주식수익률이 상근이사 평균 현금보상에 미치는 영향을 분석하면서, 경로분석을 통해 직접효과와 변수간의 상호작용을 통해 매개되는 간접효과를 구분하였다. 분석 결과 매출액 변화율은 경영자의 보수 변화에 직접 및 간접적으로 유의한 양(+)의 영향을 미쳤으며, 이는 자기자본순이익률이 경영자의 보수에 미치는 직접적인 영향보다 큰 것으로 나타났다.

경영자보수는 개별 기업의 회계성과 및 시장성과 뿐만 아니라 동일산업(peer group)의 성과측정치 또한 영향을 미친다. Holmstrom(1982)이 상대성과평가(Relative Performance Evaluation)이론을 제기한 이후, 동일산업의 성과가 경영자보수 결정에 미치는 영향에 대한 다양한 연구가 수행되었다(Albuquerque, 2009; Antle and Smith, 1986; Gibbons and Murphy, 1990).

Antle and Smith(1986)는 미국의 화학, 항공, 전자산업에 속한 총 39개 기업을 대상으로 상대성과평가 여부를 실증분석 하였다. 분석 결과, 경영자의 총보상에서는 상대성과평가가 이루어지고 있지만 현금보상에서는 상대성과평가가 이루어지지 않는 것으로 나타났다.

Gibbons and Murphy(1990)는 1974년부터 1986년까지 1049개 기업의 1668명의 최고경영자를 대상으로 경영자 보상계약에서 상대성과평가가 이루어지는 지 검증하였다. 분석 결과 시장수익률과 산업수익률은 최고경영자의 보수와 유의한 음(-)의 관계가 있어, 최고경영자의 보상 계약에서 상대성과평가의 존재를 확인하였다.

Albuquerque(2009)는 상대성과평가에서 비교대상기업(peer firm)의 중요성을 강조하였다. 산업과 기업규모에 따라 비교대상기업을 정의하여 분석한 결과, 비교대상기업의 주식수익률과 총자산이익률은 경영자보수에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

선행연구를 종합하여 보면 대체적으로 경영자보수와 기업성과 사이에는 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 하지만 분석대상, 변수의 측정방법 등에 따라 다소 상이한 결과도 나타났다.

2.2 가설설정

미국 등의 기업을 대상으로는 경영자보수에 대한 다양한 연구가 체계적으로 수행되어 왔다. 반면 한국 기업을 대상으로 진행된 연구는 많지 않은데, 그 원인 중 하나는 자료수집의 한계라고 할 수 있다. 2013년 자본시장법 개정 이전에는 전체 임원에게 지급하는 보수총액만 사업보고서에 공시되었다. 이러한 제도의 한계로 대부분의 기존 한국 연구에서는 임원의 보수총액 혹은 보수총액을 임원 수로 나눈 임원 평균급여를 사용할 수밖에 없었다. 따라서 본 논문에서는 기존 선행연구의 한계점을 보완하기 위해 먼저 임원 개인별 보수 자료를 이용하여 보수와 기업성과의 연관성을 검증한다. 유가증권시장 상장기업의 임원보수, 즉 보수총액 혹은 평균 임원보수가 성과에 연동되어 있다면 임원 개인별 보수와 기업성과 사이에도 관련성이 존재할 것이다. 이를 검증하고자 아래와 같이 가설을 설정한다.

가설 1: 임원 개인별 보수와 기업성과 사이에는 유의한 양(+)의 관계가 있다.

직급과 업무에 따라 각 임원은 권한과 책임이 다르다. 임원 보상계약에는 이러한 차이가 반영되어 있을 것이다. 임원보수에 영향을 미치는 성과지표는 임원의 노력에 대한 정보를 담고 있어야 하며, 성과지표가 보수에 영향을 미치는 정도는 임원의 노력이 성과에 영향을 미치는 정도를 반영해야 한다. 즉 보상은 성과 중 임원의 노력에 기인하는 부분과 외부요인에 기인한 부분의 비율(신호-잡음 비율)에 따라 설정되어야 한다(Holmstrom, 1979; Banker and Datar, 1989). 따라서 자기자본영업이익률이나 매출액 등 기업의 성과는 경영자의 노력이나 생산성 수준에 관한 정보 범위 내에서 경영자보수에 영향을 미쳐야 한다. 그러나 자료수집 등의 제한으로 기존 연구에서는 모든 임원에 대하여 자기자본영업이익률을 비롯한 성과지표들이 보수에 미치는 영향이 같다는 가정 하에 분석이 이루어졌다(황인태, 1995). 직급이 낮은 임원은 최고경영자에 비해 기업 경영 전반에 관한 결정 권한이 작기 때문에 기업 전체의 수익성을 성과 측정치로 사용하는 것은 비효율적이며, 기업 전체 성과에서 개별 임원의 기여도를 분리하기도 어렵다. 그러므로 상대적으로 직급이 낮은 임원의 성과를 측정하는데 기업 전체의 수익성 등은 중요도가 떨어질 것이다. 즉, 기업 전체의 재무성과 지표는 신호-잡음 비율이 낮아 보수 결정에 반영되는 정도가 작을 것이다.

경영자에게 동기를 부여하는 보상 수단으로는 승진과 보너스가 있다(InTae Hwang, 1993). Baker et al.(1988)은 직급이 높은 임원일수록 승진 가능성이 낮거나 없기 때문에 보너스를 이용한 동기부여가 더 중요할 것이라고 주장하였다. 기업의 최고경영자는 승진의 여지가 없어 이들의 보상체계는 보너스에 중점을 둘 가능성이 크다. 반면 승진 기회가 있는 낮은 직급의 임원의 경우 승진이 동기부여 수단

으로 작용하므로 금전보상의 중요도가 상대적으로 낮을 것이다.

소유와 경영이 분리된 경우 경영자는 주주의 이해관계와 일치하지 않는 결정을 할 여지가 있다. 이러한 이유로 전문경영자 지배기업이 이익조정을 더 많이 하는 것으로 알려져 있다(Dhaliwal et al., 1982; Fama and Jensen, 1983). 광영민과 김현진(2017)은 코스피 상장기업을 대상으로 최고경영자에게 경영권한이 집중될수록 과잉투자자와 같은 비효율적 의사결정을 하는 경향이 나타나며 이는 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 보여주었다. 소유와 경영의 분리에서 야기된 대리인문제를 해결하기 위해서는 보상체계가 활용된다(황인태, 1994). 기업성과에 연동된 보상은 주주와 경영자간의 이해를 일치시킴으로써 경영자가 기업가치를 극대화할 의사결정을 하도록 유도한다(Balsam, 2002; Jensen and Meckling, 1976). 반면 소유경영인은 기업의 최대주주 혹은 그 특수관계인(친족)으로서 경영권뿐만 아니라 소유권도 보유하고 있어 대리인비용에 대한 우려가 작다. 따라서 기업성과에 의존하는 보상계약을 체결할 필요성이 전문경영인보다 작을 것으로 예상된다.

위의 내용을 종합하면, 경영자는 직책에 따라 성과에 대한 책임이 다르고 동기부여 수단에도 차이가 있으므로 직책이 낮을수록 기업 전반의 성과가 보수에 미치는 영향은 감소할 것으로 예상된다. 또한 소유경영인의 대리인비용은 전문경영인과 다를 것으로 예상되므로 성과에 연동한 보수계약의 요구 수준도 다를 것이다. 따라서 본 논문에서는 임원의 직책 및 소유권 유무에 따라 보수와 성과 사이의 관계가 다를 것이라는 예상 하에 아래와 같이 가설을 설정한다.

가설 2: 임원의 직책 및 소유권 유무에 따라 보수와 성과의 관계가 다르다.

- 임원 기준: 1)~3)을 충족하는 기업의 임원으로서
 4) 감사, 사외이사 및 비상근이사가 아닌 임원
 5) 보수를 적어도 2년 연속 공시한 임원
 6) 기업성과를 측정할 수 있는 임원

III. 표본 및 연구방법

3.1 표본

분석에 사용한 임원 개인별 보수 자료는 한국 상장회사협의회에서 제공하는 TS2000에서 수집하였고 기업별 및 산업별 재무자료와 주가자료는 KIS-VALUE와 에프엔가이드(FnGuide)에서 제공하는 DataGuide에서 수집하였다.

본 연구는 표본기간은 2013년부터 2017년까지로, 다음과 같은 조건을 만족하는 기업 및 임원을 표본으로 선정하였다.

- 기업 기준: 1) 관리대상이 아닌 기업
 2) 결산일이 12월 31일인 기업
 3) 은행, 증권, 보험업이 아닌 기업

이러한 표본 선정기준과 구체적인 표본 수는 <표 1>과 같다.

표본의 동질성을 확보하기 위하여 결산일이 12월 31일인 기업으로 표본을 제한하였다. 금융업의 경우 영업 환경 및 재무자료가 여타 기업과는 다르기 때문에 표본에서 제외하였다. 감사 등의 보수도 일반적으로 기업의 사내이사 보수산정 기준과 다르므로 분석에서 제외하였다. 또한 분석에서 임원 개인별 보수의 변화율을 사용하고 있으므로 최소한 2년 연속 보수가 공시된 임원만 표본에 포함하였다. 임원의 성과 측정에 필요한 재무자료를 구할 수 없는 경우도 표본에서 제외되었다. 최종 표본은 2013년부터 2017년까지 1558 임원-연도가 선정되었다. 이들 표본으로 산출된 1235 임원보수 변화율이 실증분석에 사용된다.

<표 1> 표본 선정

표본 선정 절차	2013-2017년	
	임원-연도	기업-연도
개별 보수를 공시한 거래소 상장기업의 임원	2507	1481
1) 관리대상기업	(15)	1470
2) 결산일이 12월 31일이 아닌 기업	(17)	1457
3) 금융업 기업(은행, 증권, 보험)	(210)	1324
4) 감사, 사외이사, 비상근이사	(62)	1318
5) 보수를 연속공시하지 않은 임원	(632)	1045
6) 데이터 누락	(13)	1033
최종표본	1558	1033

자본시장법은 보수총액이 5억원 이상인 등기임원만 공시대상으로 규정한다. 그러나 의무가 없음에도 불구하고 보수총액 5억원 미만인 임원의 보수를 자발적으로 공시한 기업도 있다.³⁾ 5억원 미만 표본이 전체 표본에서 차지하는 비중이 1.3%로 매우 작은 데다 본 연구는 임원 개인별 보수의 크기가 아닌 변화율을 사용하기 때문에 5억원 이하인 임원도 표본에 포함하였다.

〈표 2〉에는 기업규모⁴⁾에 따라 구분한 임원 개인별 보수의 기초통계를 제시하였다. 기업규모가 클수록 조직의 구조가 크고 복잡하여 경영자가 수행해야 하는 업무가 증가하고 이에 따른 책임도 커지므로, 경영자의 보수도 높을 것이다. 〈표 2〉에 나타난 바와 같이 표본에 포함된 대기업은 2416 기업-연도인 반면 중소기업은 82 기업-연도로 보수가 5억이상인 임원의 경우 대기업이 압도적임을 알 수 있다. 또한 대기업 임원의 평균 개인별 보수액(A)은 1,103,774

천원으로 중소기업(652,004천원)보다 2배 정도 많고, 기타기업(244,544천원)의 임원에 비하면 5배 정도 많은 것을 알 수 있다.

본 연구에서 사용되고 있는 표본은 모두 등기임원으로, 임원의 직책과 소유권 유무에 따라 구분하면 다음 〈표 3〉과 같다.

소유경영인은 최대주주 혹은 그 특수관계인(친족)을 가리키며 전문경영인은 그 외의 등기임원을 뜻한다. 전문경영인은 577 임원-연도로 전체 표본의 47%이고, 소유경영인은 658 임원-연도로 53%를 차지한다. 전문경영인 중 대표이사(이하 전문경영인-대표이사)는 431 임원-연도로 전체 표본의 35%이며, 전문경영인의 75%를 차지한다. 전문경영인이면서 대표이사가 아닌 임원(이하 전문경영인-사내이사)은 146 임원-연도로 전체 표본의 12%, 전문경영인의 25%이다. 마찬가지로 소유경영인이면서 대표이사(이하 소유경영인-대표이사)는 466으로 전체 표본

〈표 2〉 기업규모에 따른 임원보수

기업규모	임원-연도	보수구분	평균	중위수	최솟값	최댓값
대기업	2416	A	1,103,774	812,313	0 ⁺⁺	24,381,000
		B	1,285,356	905,190	3,600	24,381,000
중소기업	82	A	652,004	560,000	6,000	4,268,984
		B	819,834	632,332	6,000	4,627,000
기타	9	A	244,544	78,000	4,138	1,242,000
		B	573,824	312,560	7,656	1,470,000
전체	2507	A	1,085,913	802,000	0 ⁺⁺	24,381,000
		B	1,267,575	900,000	3,600	24,381,000

- 1) 단위: 1,000원
- 2) 기업규모는 KIS-VALUE에서 제공되는 자료를 사용하였다.
- 3) A: 임원 개인별 보수총액에서 퇴직소득을 차감한 값
B: 임원 개인별 보수총액
- 4) ++: 해당 임원이 해당 연도에 퇴직소득만 받았기 때문

3) 전체 표본 1235(임원-연도)에서 보수총액이 5억원 미만인 표본은 16개, 퇴직소득을 차감한 후 보수가 5억원 미만인 표본은 2개이다.
4) 기업규모는 KIS-VALUE의 구분 결과를 사용하였다.

〈표 3〉 그룹별 임원 분포(임원-연도 수)

소유권 \ 직책	대표이사(CEO)	사내이사	합계
전문경영인	431 (35%)	146 (12%)	577 (47%)
소유경영인	466 (38%)	192 (16%)	658 (53%)
최대주주	287 (23%)	97 (8%)	384 (31%)
특수관계인	179 (14%)	95 (8%)	274 (22%)
전체	897 (73%)	338 (27%)	1,235 (100%)

- 1) () 안 비율은 전체표본(1235)에서 차지하는 비율을 의미한다.
- 2) 전문경영인: 최대주주 및 특수관계인(친족)이 아닌 임원
- 3) 소유경영인: 최대주주 및 특수관계인(친족)인 임원
- 4) 대표이사: 직책상 대표이사인 임원
- 5) 사내이사: 직책상 대표이사가 아닌 임원
- 6) 최대주주와 특수관계는 소유경영인을 세분화한 것임.

의 38%를 차지하고 소유경영인의 69%이며 소유경영인이면서 대표이사가 아닌 임원(이하 소유경영인-사내이사)은 192로 전체의 16%, 소유경영인의 31%이다. 1235 임원-연도에서 대표이사는 897건으로 전체 표본의 73%를 차지하고 사내이사는 338건으로 27%이다.

소유경영인을 최대주주와 최대주주의 특수관계인(친족)으로 나누어 보면, 최대주주인 소유경영자는 384 임원-연도로 전체 표본의 31%를 차지하고 특수관계인인 소유경영자는 274 임원-연도로 22%를 차지한다. 최대주주인 대표이사(이하 최대주주-대표이사)는 287 임원-연도로 표본의 23%를, 최대주주이면서 대표이사가 아닌 임원(최대주주-사내이사)은 97 임원-연도로 8%를 차지한다. 특수관계인이면서 대표이사(이하 특수관계인-대표이사)인 임원은 179로 전체 표본의 14%이며, 특수관계인이면서 대표이사가 아닌 임원(이하 특수관계인-사내이사)은 95로 8%를 차지한다.

한편, 본 연구의 대상은 '등기임원'으로, 일반적인 임원과는 정의와 범위에 차이가 있다. 상법 제382조 제2항에 따르면 '임원'이란 주식회사에서 업무를 집행, 감시, 감독하는 이사회를 구성하는 이사와 감사를 지칭하며, 이사와 감사는 회사와 위임관계에 있는 것으로 해석된다. 즉 주식회사의 이사는 회사로부터 법률행위 기타 사무를 위임받은 자로 이사와 회사와의 관계는 위임이며, 민법의 위임에 관한 규정이 준용된다. 이사는 상법이 정한 규정에 의하여 주주총회에서 선임된 자이며, 감사 또한 주주총회에서 선임된다. 상법상 임원은 등기를 해야 한다. 따라서 등기여부에 따라 등기임원(상법상 임원)과 미등기임원으로 구분되는데, 현재 한국 기업은 상위직급 임원 일부만 등기임원인 경우가 많다.

임원은 기업에서의 역할과 책임에 따른 '직책' 또는 신분 및 처우를 기준으로 하는 '직위'를 기준으로 구분할 수 있다. 상법은 임원의 역할을 이사(사내이사와 사외이사), 대표이사와 감사 등으로 구분

하며, 실무적으로는 회장, 부회장, 사장, 부사장 등 직위에 따라 구분한다. 이와 같이 실제 기업에서 임원에 대한 호칭은 회장, 사장 등으로 다양하지만 등 기임원을 제외하면 법적으로 통일된 정의는 없다(정종태, 2018).

3.2 연구방법

가설1, 즉 임원 개인별 보수와 기업성과 간의 관계를 검증하기 위하여 경영자 보상에 관한 선행연구(홍철규, 2012; 황인태, 1995; Murphy, 1999)에서 제시한 다음의 모형(1)을 사용한다. 이들 선행연구는 경영자보상 변화를 종속변수로, 경영성과 변화를 독립변수로 회귀분석하여 보상과 성과의 연계를 검증하였다. 당기와 전기의 차이를 종속변수로 사용하는 경우는 절대수준을 사용하는 경우에 비해 다 기간에 걸친 패널데이터 이용시 발생할 수 있는 자기상관 문제가 완화될 수 있다. 따라서 보상에 영향을 미치나 누락된 개별 기업 및 임원에 대한 변수들의 연도별 변화가 크지 않다면 변수들의 1차적 차이를 분석함으로써 임원보상과 기업성과의 관련성을 효과적으로 평가할 수 있다(황인태, 1995). 경영성과 변수로는 선행연구에서 제시된 주가수익률(홍철규, 2012), 자기자본영업이익률(황인태, 1995; Lambert and Larcker, 1987), 총자산영업이익률(이창민과 이충희, 2019)과 매출액(Coughlan and Schmidt, 1985; Murphy, 1985)을 사용하였다. 보수에 영향을 미치는 기간별 고유 영향을 통제하기 위하여 연도더미를 추가하여 분석한 결과도 앞으로 제시하는 분석 결과와 유사했다.⁵⁾

$$\Delta Comp_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Return_{i,t} + \alpha_2 \Delta ROA_{i,t} (\text{or } \Delta ROE_{i,t}) + \alpha_3 \Delta Sales_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

- $\Delta Comp_{i,t}$ = t 기간 중 임원 i의 보수 변화율;
- $Return_{i,t}$ = t 기간 중 i가 속한 기업의 주식수익률;
- $\Delta ROA_{i,t}$ = t 기간 중 i가 속한 기업의 총자산영업이익률의 변동;
- $\Delta ROE_{i,t}$ = t 기간 중 i가 속한 기업의 자기자본영업이익률의 변동;
- $\Delta Sales_{i,t}$ = t 기간 중 i가 속한 기업의 매출액 변화율.

임원보수에는 개별 기업의 성과측정치 뿐만 아니라 동일 산업의 경영성과도 영향을 미친다(Holmstrom, 1982). 임원의 보수는 임원의 노력에 대한 적절한 보상이어야 한다. 그러나 임원의 노력은 추상적인 개념으로 관측이 어렵다. 또한 기업의 성과는 경영자가 통제할 수 없는 외부 환경의 영향을 받기 때문에 성과 중 경영자의 노력에 기인한 부분을 측정하는 것도 쉽지 않다. 따라서 외부 영향을 통제하고 경영자의 상대적 노력을 측정하기 위해 상대성과평가가 이용된다. Albuquerque(2009) 연구에 따르면 동일 산업의 성과(주식수익률, 총자산이익률의 변화)는 외부충격(external shocks)의 영향을 통제함으로써 경영자보수 결정에 유용한 정보를 제공한다. 따라서 본 연구도 아래 모형(2)를 이용해 산업성과와 임원의 개인별 보수의 관계를 검증하고자 한다.

$$\Delta Comp_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ReturnInd_{i,t} + \alpha_2 \Delta ROAInd_{i,t} (\text{or } \Delta ROEInd_{i,t}) + \alpha_3 \Delta SalesInd_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

5) 해당 내용은 별도의 표로 보고하지는 않는다.

$ReturnInd_{i,t}$ = t 기간 중 i가 속한 산업의 주식수익률;
 $\Delta ROAInd_{i,t}$ = t 기간 중 i가 속한 산업의 총자산영업
 이익율의 변동;
 $\Delta ROEInd_{i,t}$ = t 기간 중 i가 속한 산업의 자기자본영
 업이익율의 변동;
 $\Delta SalesInd_{i,t}$ = t 기간 중 i가 속한 산업의 매출액 변화율;
 다른 변수의 정의는 모형(1)과 같음.

마지막으로 아래 모형(3)과 같이 기업성과와 산업
 성과를 동시에 고려하여 임원 개인별 보수와 성과의
 관계를 검증하고자 한다.

$$\begin{aligned} \Delta Comp_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Return_{i,t} \\ & + \alpha_2 \Delta ROA_{i,t} \text{ (or } \Delta ROE_{i,t} \text{)} \\ & + \alpha_3 \Delta Sales_{i,t} + \alpha_4 ReturnInd_{i,t} \\ & + \alpha_5 \Delta ROAInd_{i,t} \text{ (or } \Delta ROEInd_{i,t} \text{)} \\ & + \alpha_6 \Delta SalesInd_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots (3) \end{aligned}$$

변수의 정의는 모형(1) 및 모형(2)와 같음.

가설2를 검증하기 위하여 전체 표본을 임원의 직
 책과 소유권 유무에 따라 구분하고 모형(3)을 사용
 하여 그룹별 임원의 개인별 보수와 성과의 관계를
 분석한다. 구체적으로 <표 3>에 나타난 바와 같이
 임원을 소유권 유무에 따라 2개 그룹으로, 직책에
 따라 2개 그룹으로 구분하며 소유경영인을 세분하여
 최대주주와 특수관계인으로 분류한다. 그리고 소유
 권 유무와 직책을 동시에 고려하여 8개⁶⁾ 그룹으로
 분류한다.

3.3 변수에 대한 정의

변수에 대한 정의에 앞서, 임원보수의 구성에 대
 하여 설명한다. 2013년 자본시장법 개정 이후 사업
 보고서에 공시되고 있는 임원 개인별 보수는 근로소
 득, 기타소득과 퇴직소득으로 구분되어 있다. 근로
 소득은 급여, 상여, 주식매수선택권 행사이익과 기
 타 근로소득으로 나누어 공시된다. 임원보수 산정기
 준 및 방법은 기업마다 다르나 일반적으로 기본급은
 주주총회에서 정한 한도 내에서 기업 내부 임원보수
 규정(의사회 결의에 따름)에 따라 매월 지급되고 상
 여는 단기성과와 장기성과 인센티브로 구분하여 기
 업의 내부 계량적 지표와 리더쉽, 윤리경영 등 비계
 량적 지표를 종합적으로 고려하여 지급한다. 주식매
 수선택권은 행사이익이 발생할 때 반영되며 기타 근
 로소득에는 휴가비, 의료비, 임직원 자녀장학금 등
 복리후생비가 포함되어 있다. 기타소득은 주로 임원
 의 퇴직금 중 소득세법 22조에 의한 임원 퇴직소득
 한도액을 초과한 부분이다. 임원보수는 기본 급여보
 다 장단기 인센티브의 비중이 높다는 특징이 있다.
 2011년 Willis Towers Watson이 2008년부터
 2010년까지 미국기업의 임원을 대상으로 보수 구성
 을 분석한 자료에 따르면, 2000년대 초반에 비해
 2000년대 후반 들어 기본급여 비중은 줄어들고 현
 금 보너스, 장기 인센티브 비중은 증가하였다(정중
 태, 2018).⁷⁾ 반면, 한국 기업의 임원 보수는 기본급
 비중이 미국에 비해 높다. <표 4>는 2013년부터
 2017년까지 개인별 보수를 공시한 코스피 상장기업

6) 전문경영인-대표이사, 소유경영인-대표이사, 최대주주-대표이사, 특수관계인-대표이사, 전문경영인-사내이사, 소유경영인-사내이사, 최대주주-사내이사, 특수관계인-사내이사

7) Intel Corporation, Home Depot Inc., Procter & Gamble Co., Pfizer Inc., The Coca-Cola Co., Boeing Co., Apple Inc., General Motors, Walmart Inc. 등 미국 주요 기업 9개의 최고경영자보수 구성을 분석한 결과도 급여 평균 14.08%, 상여는 25.89%, 제한부주식 38.89%, 기타 21.14%로 나타나, 주로 장기 인센티브인 제한부주식(restricted stock) 비중이 높았다(자료: Thomson Reuters Advanced Analytics).

〈표 4〉 KOSPI 상장기업 임원 개인별 보수의 구성(%)

연도	급여	상여	주식매수 선택권 행사이익	기타 근로소득	기타소득	퇴직소득
2013	55.27	21.86	1.02	6.23	0.10	7.64
2014	58.32	21.92	0.29	2.60	0.05	12.40
2015	62.66	20.91	0.03	1.56	0.20	11.46
2016	61.98	23.37	1.18	2.40	0.07	10.22
2017	60.67	27.51	0.27	1.87	0.04	7.62
Total	59.91	23.23	0.55	2.85	0.09	9.84

표본수=2507

의 임원 2507명을 대상으로 각 보수 구성요소가 보수총액에서 차지하는 비율을 나타낸다. 한국 기업의 임원 보수는 급여 비중이 59.91%로 가장 높고, 상여 23.23%, 기타 근로소득 2.85%, 주식매수선택권 행사이익 0.55%, 기타소득 0.09% 순으로 구성되어 있다.

주요 변수에 대한 정의는 다음과 같다. 종속변수는 임원 개인별 보수총액에서 퇴직소득을 차감한 임원 개인별 보수의 변화율($\Delta Comp_{i,t}$)을 사용한다. 퇴직소득은 일정기간에 걸쳐 근로를 제공한 대가로 경영성과보다는 임원의 근속기간에 따라 달라지므로, 보수총액에서 차감하였다. 보수 변화율($\Delta Comp_{i,t}$)은 다음 식으로 측정한다.

$$\Delta Comp_{i,t} = \frac{Comp_{i,t} - Comp_{i,t-1}}{Comp_{i,t-1}}$$

독립변수는 기업성과와 산업별 성과를 사용한다. 선행연구와 같이 개별 기업성과의 측정치로는 회계성과와 시장성과를 사용하였다. 회계성과로는 총자산영업이익률의 변동($\Delta ROA_{i,t}$), 자기자본영업이익률의 변동($\Delta ROE_{i,t}$) 및 매출액 변화율($\Delta Sales_{i,t}$)을 사용하였고, 시장성과로는 주식수익률($Return_{i,t}$)을

사용하였다. 산업별 성과도 기업성과와 동일하게 산업별 주식수익률($ReturnInd_{i,t}$), 산업별 총자산영업이익률의 변동($\Delta ROAInd_{i,t}$), 산업별 자기자본영업이익률의 변동($\Delta ROEInd_{i,t}$) 및 산업별 매출액 변화율($\Delta SalesInd_{i,t}$)을 사용하였다.

기업의 주식수익률($Return_{i,t}$)은 해당 기업의 t 회계기간 중의 월별 수익률을 누계한 값이다. 즉,

$$Return_{i,t} = \prod_{t=1}^{12} (1 + m_{i,t}) - 1$$

총자산영업이익률은 영업이익을 기초 총자산과 기말 총자산의 평균으로 나눈 값이며, 총자산영업이익률의 변동은 당기 총자산영업이익률에서 전기를 차감한 값이다. 즉,

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{영업이익}}{(\text{기초총자산} + \text{기말총자산}) \div 2}$$

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

자기자본영업이익률은 영업이익을 기초 총자본과 기말 총자본의 평균으로 나눈 값이며, 자기자본영업

이익률의 변동은 당기 자기자본영업이익률에서 전기를 차감한 값이다. 즉,

$$ROE_{i,t} = \frac{\text{영업이익}}{(\text{기초총자본} + \text{기말총자본}) \div 2}$$

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

매출액 변화율은 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감한 후 전기 매출액으로 나눈 값이다.

$$\Delta Sales_{i,t} = \frac{Sales_{i,t} - Sales_{i,t-1}}{Sales_{i,t-1}}$$

산업별 주식수익률($ReturnInd_{i,t}$)은 기업의 주식수익률과 동일하게 해당 산업의 t 회계기간 중의 월별 수익률을 누계한 값으로 정의하였다. 산업별 회계성과는 DataGuide에서 수집한 산업별 총자산영업이익률의 변동($\Delta ROAInd_{i,t}$), 산업별 자기자본영업이익률의 변동($\Delta ROEInd_{i,t}$) 및 산업별 매출액 변화율($\Delta SalesInd_{i,t}$)을 사용하였다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계 및 상관관계 분석

임원 개인별 보수를 비롯한 여러 변수들에 대한 기술통계는 <표 5>에 제시하였다. 종속 변수인 개별 임원보수 변화율($\Delta Comp_{i,t}$)의 평균은 0.120이며 최솟값은 -0.929, 최댓값은 17.246으로 나타났다. 개별 임원보수 금액($Comp$)의 평균은 1,312,318천

원, 중앙값은 953,000천원으로 임원별 보수 차이가 상당히 크다는 것을 알 수 있다. 최솟값 14,000천원의 경우 자본시장법상 의무는 없지만 자발적으로 보수를 공시한 경우이다. 보수총액이 5억원 미만인 표본은 16개이며 그 중 퇴직소득을 차감한 보수가 5억원 미만인 표본은 2개에 불과하다. 따라서 5억원 미만인 표본이 전체 표본에서 차지하는 비중이 작고, 본 연구는 임원 개인별 보수 변화율을 사용하므로 5억원 이하인 임원을 표본에서 제외하지 않았다.

기업성과의 통계치를 보면, 개별 기업성과인 주식수익률의 평균은 0.091이며, 총자산영업이익률의 변화와 자기자본영업이익률의 변화의 평균은 각각 -0.002와 -0.001, 매출액 변화율 평균은 0.063이다. 산업별 주식수익률의 평균은 0.057이며, 산업별 총자산영업이익률의 변화와 자기자본영업이익률의 변화의 평균은 각각 0.004와 0.007, 산업별 매출액 변화율의 평균은 -0.025로 나타났다.

<표 6>은 임원의 직책 및 소유권 유무에 따라 분류한 보수 통계이다. 직책이 높고 소유권을 가진 임원은 상대적으로 직책이 낮은 임원에 비해 보수를 많이 받는 것으로 나타난다. 전문경영인과 소유경영인의 평균보수는 각각 1,220,590천원과 1,393,066천원으로 평균적으로 소유경영인의 보수가 전문경영인보다 높으며, 대표이사과 사내이사의 평균 보수는 각각 1,368,366천원과 1,164,182천원으로 대표이사 보수가 사내이사보다 높은 것으로 나타났다.

주요 변수의 피어슨 상관관계를 제시한 <표 7>을 보면, 임원 개인별 보수의 변화는 기업의 주식수익률($Return$) 및 매출액 변화율($\Delta Sales$)과 유의한 양(+)의 상관관계가 있다. 그러나 선행연구와 달리 총자산영업이익률의 변화(ΔROA) 및 자기자본영업이익률의 변화(ΔROE)와는 유의한 관계를 찾아볼 수 없다. 산업별 성과에서는 산업별 주식수익률

〈표 5〉 변수들의 기술통계

변수	평균	중위수	최솟값	최댓값
<i>Comp</i>	1,312,318	953,000	14,000	24,381,000
$\Delta Comp$	0.120	0.034	-0.929	17.246
<i>Return</i>	0.091	-0.016	-0.719	7.484
ΔROA	-0.002	-0.002	-0.323	0.259
ΔROE	-0.001	-0.005	-4.176	4.747
$\Delta Sales$	0.063	0.035	-0.999	2.927
<i>ReturnInd</i>	0.057	0.002	-0.285	0.881
$\Delta ROAInd$	0.004	0.003	-0.047	0.080
$\Delta ROEInd$	0.007	0.007	-0.082	0.122
$\Delta SalesInd$	-0.025	0.012	-0.934	1.413

표본수=1235

1) 단위: 1,000원

2) 변수 정의는 다음과 같다.

- Comp* = 임원 개인별 보수(임원 개인별 보수총액-퇴직소득);
- $\Delta Comp$ = 임원 개인별 보수 변화율;
- Return* = 기업별 주식수익률;
- ΔROA = 기업별 총자산영업이익률의 변동;
- ΔROE = 기업별 자기자본영업이익률의 변동;
- $\Delta Sales$ = 기업별 매출액 변화율;
- ReturnInd* = 산업별 주식수익률;
- $\Delta ROAInd$ = 산업별 총자산영업이익률의 변동;
- $\Delta ROEInd$ = 산업별 자기자본영업이익률의 변동;
- $\Delta SalesInd$ = 산업별 매출액 변화율;

〈표 6〉 임원 그룹별 보수

그룹	변수	평균	중위수	최솟값	최댓값	표본수
전문경영인	<i>Comp</i> (KRW1,000)	1,220,590	908,000	14,000	24,381,000	577
	$\Delta Comp$	0.114	0.047	-0.929	5.486	
소유경영인	<i>Comp</i> (KRW1,000)	1,393,066	990,147	142,000	13,794,000	658
	$\Delta Comp$	0.124	0.025	-0.856	17.246	
최대주주	<i>Comp</i> (KRW1,000)	1,348,170	939,252	143,010	13,794,000	384
	$\Delta Comp$	0.143	0.019	-0.829	17.246	
특수관계인	<i>Comp</i> (KRW1,000)	1,455,987	1,089,718	142,000	8,210,000	274
	$\Delta Comp$	0.096	0.040	-0.856	1.641	
대표이사	<i>Comp</i> (KRW1,000)	1,368,366	954,000	112,000	24,381,000	897
	$\Delta Comp$	0.135	0.034	-0.929	17.246	
사내이사	<i>Comp</i> (KRW1,000)	1,164,182	941,500	14,000	5,720,000	338
	$\Delta Comp$	0.076	0.034	-0.914	1.624	

- 1) 전문경영인과 소유경영인: 전체표본에서 해당 임원이 최대주주 혹은 특수관계(친족)일 경우 소유경영인이며 그 외 전문경영인
- 2) 대표이사과 사내이사: 전체표본에서 해당 임원이 대표이사일 경우 대표이사, 아닐 경우 사내이사
- 3) 최대주주와 특수관계: 최대주주와 특수관계는 소유경영인을 세분한 것
- 4) *Comp* = 임원 개인별 보수총액에서 퇴직소득을 차감한 값;
 $\Delta Comp$ = 임원 개인별 보수변화율.

〈표 7〉 변수들 간의 피어슨(Pearson) 상관관계

	$\Delta Comp$	$Return$	ΔROA	ΔROE	$\Delta Sales$	$ReturnInd$	$\Delta ROAInd$	$\Delta ROEInd$
$Return$	0.083*** (0.004)							
ΔROA	0.012 (0.663)	0.332*** ($\langle .0001$)						
ΔROE	0.018 (0.519)	0.096*** (0.001)	0.582*** ($\langle .0001$)					
$\Delta Sales$	0.094*** (0.001)	0.148*** ($\langle .0001$)	0.281*** ($\langle .0001$)	0.108*** (0.000)				
$ReturnInd$	0.089*** (0.002)	0.249*** ($\langle .0001$)	0.084*** (0.003)	-0.010 (0.737)	0.035 (0.224)			
$\Delta ROAInd$	0.029 (0.307)	0.133*** ($\langle .0001$)	0.270*** ($\langle .0001$)	0.086*** (0.002)	0.117*** ($\langle .0001$)	0.361*** ($\langle .0001$)		
$\Delta ROEInd$	0.007 (0.819)	0.139*** ($\langle .0001$)	0.271*** ($\langle .0001$)	0.095*** (0.001)	0.102*** (0.000)	0.346*** ($\langle .0001$)	0.941*** ($\langle .0001$)	
$\Delta SalesInd$	0.014 (0.625)	-0.043 (0.131)	0.098*** (0.001)	0.085*** (0.003)	0.056** (0.048)	-0.185*** ($\langle .0001$)	0.206*** ($\langle .0001$)	0.186*** ($\langle .0001$)

1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.

2) ()은 p-values.

3) 변수의 정의는 〈표 5〉를 참고.

($ReturnInd$)만 임원보수와 유의한 양(+)의 관계가 있다. 각종 성과측정치 사이에는 유의한 상관관계가 나타났다. 특히 기업 총자산영업이익률의 변화와 자기자본영업이익률의 변화의 상관계수는 0.582로 높은 양(+)의 상관관계가 있고, 산업별 총자산영업이익률의 변화와 자기자본영업이익률 변화의 상관계수도 0.941로 강한 상관관계가 있다. 따라서 다중공선성(Multicollinearity)의 문제가 심각할 가능성이 있어 기업 및 산업별 총자산영업이익률의 변화와 자기자본영업이익률의 변화를 분리하여 회귀분석을 하였다. 또한 회귀분석시 VIF(Variance inflation factor)값을 측정하여 다중공선성 문제가 있는지 확인하였다.

4.2 실증분석 결과

4.2.1 임원 개인별 보수와 기업성과

전체 표본을 대상으로 임원 개인별 보수와 기업성과 간의 관계를 분석한 결과를 〈표 8〉에 제시하였다. 구체적으로 기업성과가 독립변수인 모형(1), 산업별 성과가 독립변수인 모형(2), 그리고 기업성과와 산업별 성과를 동시에 고려한 모형(3)을 사용하여 분석한 결과를 각각 열(1)-(2), (3)-(4), (5)-(6)에 제시하였다.

모형(1)을 사용한 분석 결과, 임원 개인별 보수는 주식수익률 및 매출액 변화율과 양(+)의 상관관계가 나타났다. 이들 두 변수와 임원보수의 양(+)의

〈표 8〉 보수-성과 연관성(전체표본)

	모형(1)		모형(2)		모형(3)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Intercept</i>	0.091***	0.095***	0.105***	0.107***	0.082***	0.089***
<i>Return</i>	0.119***	0.101**			0.094**	0.078*
ΔROA	-0.721				-0.721	
ΔROE		0.007				0.018
$\Delta Sales$	0.251***	0.224***			0.251***	0.229***
<i>ReturnInd</i>			0.323***	0.353***	0.275***	0.312***
$\Delta ROAInd$			-0.618		-0.737	
$\Delta ROEInd$				-0.817		-1.059
$\Delta SalesInd$			0.082	0.069	0.081	0.088
<i>Adj. R²</i>	1.26	1.12	0.67	0.78	1.64	1.66
<i>F Value</i>	6.27***	5.67***	6.75**	4.21***	4.43***	4.48***
표본수	1235					

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF 값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) 변수에 대한 정의는 〈표 5〉를 참고.

관계는 총자산영업이익률의 변화를 사용한 모형과 자기자본영업이익률의 변화를 사용한 모형 모두에서 유사하게 나타났다. 그러나 선행연구와는 다르게 총자산영업이익률의 변화 및 자기자본영업이익률의 변화와 임원 개인별 보수 사이에는 유의한 관계가 발견되지 않았다.

산업별 성과를 이용한 분석 결과인 (3)과 (4)를 보면, 산업별 주식수익률은 임원보수와 유의한 양(+)의 관계가 있으나 산업별 총자산영업이익률의 변화, 자기자본영업이익률의 변화 및 매출액 변화율은 임원 개인별 보수와 유의한 관계가 없었다.

기업성과와 산업성과를 동시에 고려한 (5)와 (6) 열을 보면, 모형(1)과 모형(2)의 결과와 같이 기업 주식수익률과 매출액 변화율, 산업별 주식수익률은 임원 개인별 보수 변화와 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 모형(1) 및 모형(2)와 비

교하면, 기업 주식수익률이 임원 개인별 보수 변화율에 미치는 영향은 감소하나 기업 매출액 변화율의 영향은 유사하게 나타났다. 즉 매출액이 증가할수록, 주가가 오를수록 임원 개인별 보수는 증가한다. 수익성을 나타내는 회계지표인 총자산영업이익률의 변화 및 자기자본영업이익률의 변화는 임원보수에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 총자산(자기자본)영업이익률 대신 총자산(자기자본)순이익률 및 순이익 변화율이나 영업이익 변화율을 사용한 분석에서도 기업성과와 보수간 유의한 관계를 발견하지 못했다. 모든 분석 결과의 VIF값은 2미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단되었다.

4.2.2 그룹별 분석 결과

본 절에서는 임원의 직책과 소유권 유무에 따라

표본을 분류하여 임원의 개인별 보수와 성과 사이의 관계를 분석한 결과를 제시한다. <표 9>와 <표 10>에는 각각 임원의 소유권 유무에 따라 전문경영인과 소유경영인으로 분류하여 분석한 결과를 제시했다.

전문경영인 분석 결과인 <표 9> Panel A에서 결과(1)~(5)는 유효한 모형이나, (6)은 모형이 통계적으로 유효하지 않다. 결과(1)의 경우 기존 선행연구와 달리 기업 총자산영업이익률의 변화가 임원 개인별 보수 변화율과 10% 수준에서 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 전문경영인 중 사내이사를 대상으로 분석한 (5)열에서도 5% 유의수준에서 동일한 결과가 나타났다. 기업의 주식수익률은 전문경영인의 보수에 영향을 주지 않는 것으로 나타났고 매출액 변화율도 결과(1)과 (5)를 제외하면 전문경영인의 보수와 관련이 없는 것으로 나타났다. 반면, 산업별 주식수익률은 전문경영인-대표이사의 보수와 유의한 양(+)의 관계가 있었다. 대체로 전문경영인의 개인별 보수와 기업의 성과 간 유의한 양(+)의 관계가 발견되지 않았으며, 경영자보수가 가장 유의한 영향을 미치는 요인은 산업별 주식수익률이었다. 이는 보수결정에는 외부영향을 통제하고 경영자의 상대적 노력을 측정하기 위해 상대성과평가가 이용된다는 이론에 부합하지 않는다. 보수의 크기가 노력에 따른 성과를 반영한다면 임원보수는 비교대상 기업의 성과와 역의 관계가 있어야 한다. 반면, 종업원 급여는 기업의 지급여력과 업황 및 경쟁업체 급여의 영향을 받을 수 있다. 산업 평균 실적 호황으로 경쟁업체의 급여가 상승하면 종업원의 급여 인상 압력이 증가하여 급여 상승률이 높아질 수

있다. 만약 임원 보상이 실질적으로는 경영성과에 직접적인 영향을 미치지 어려운 종업원의 급여와 비슷하다면, 경영자의 노력보다는 산업의 평균 성과가 중요한 영향을 미칠 수 있다. 따라서 <표 9>의 결과로부터 개별 기업의 성과보다 소속 업종이 크게 영향을 미치는 종업원 급여와 전문경영인의 보수체계가 실질적으로는 유사할 가능성이 있음을 추론할 수 있다. 즉, 전문경영인의 보수는 임원 개인의 노력과 연동된 기업성과를 반영하기보다는 동종업계의 추세에 동조하는 경향이 있음을 의미한다.

표본의 전문경영인 보수는 급여 56.3%, 상여 등 성과급 27.8%, 주식매수선택권 행사이익 0.3% 등으로 이루어져 있고 소유경영인은 급여 73.7%, 상여 등 18.5%, 주식매수선택권 행사이익 0.1% 등으로 구성되어, 전문경영인이 소유경영인보다 성과에 연동된 보수 비중이 높다. 그러나 실제 지급된 보수를 분석한 결과 전문경영인의 보수-성과 민감도는 매우 낮았다. 이는 계량지표의 성과 기준을 낮게 설정하거나 비계량지표의 편차를 줄이는 등 성과급의 본래 취지에 반하는 방식으로 성과평가제도가 운영된 결과일 수 있다.⁸⁾

전문경영인 보수가 이론과 달리 산업별 주식수익률과는 양(+)의 관계가 있지만 기업의 주식수익률과는 유의한 관계가 나타나지 않은 것은 개별기업 수익률과 산업 수익률 간 높은 상관관계 때문일 수 있다. Panel A의 VIF값은 최대 1.34~1.28로 변수간의 높은 상관관계로 인한 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 판단되지만, 추가적으로 산업별 성과를 조정한 주식수익률 및 총자산(자기자본)영업이

8) 금융감독원은 65개 금융회사를 대상으로 성과보수와 영업실적 간 연계성 등 성과보수현황을 점검한 결과, 총자산순이익률(ROA), 주당순이익(EPS) 등 계량지표의 성과목표를 전년도 실적보다 낮게 설정하여 영업실적이 떨어지더라도 70~80% 수준의 성과보수가 보장될 수 있도록 하거나 주관적 평가가 가능한 비계량지표에서 거의 만점을 부여하는 등 성과평가방식을 자의적으로 운영하는 경향이 있다고 보고하였다(「금융회사의 성과보수체계 점검 결과」, (2013.11.14, 금융감독원).

〈표 9〉 전문경영인 분석 결과

Panel A

	전문경영인		전문경영인-대표이사		전문경영인-사내이사	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Intercept</i>	0.074***	0.085***	0.099***	0.108***	-0.008	0.011
<i>Return</i>	0.102	0.072	0.097	0.069	0.092	0.078
ΔROA	-1.089*		-0.902		-1.541**	
ΔROE		0.021		0.012		0.063
$\Delta Sales$	0.193*	0.145	0.151	0.127	0.354**	0.214
<i>ReturnInd</i>	0.271**	0.315**	0.262*	0.313**	0.262	0.302
$\Delta ROAInd$	1.705		2.037		0.752	
$\Delta ROEInd$		0.084		0.169		-0.537
$\Delta SalesInd$	0.129	0.126	0.156	0.167	0.017	-0.015
<i>Adj. R²</i>	2.59	1.99	1.92	1.49	3.96	1.38
<i>F Value</i>	3.56***	2.95***	2.40**	2.08*	2.00*	1.34
표본수	577		431		146	

Panel B

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	0.075***	0.086***	0.107***	0.113***
<i>Return.adj</i>	0.099	0.069	0.074	0.048
$\Delta ROA.adj$	-1.021*		-0.731	
$\Delta ROE.adj$		0.021		0.028
$\Delta Sales.adj$	0.14	0.106	0.014	0.007
<i>ReturnInd</i>	0.378***	0.39***		
$\Delta ROAInd$	0.767			
$\Delta ROEInd$		0.137		
$\Delta SalesInd$	0.283**	0.244**		
<i>Adj. R²</i>	2.6	1.96	-0.08	-0.36
<i>F Value</i>	3.57***	2.92***	0.84	0.31
표본수	577			

Panel C

	(5)	(6)
<i>Intercept</i>	0.074***	0.086***
<i>Return</i>	0.12*	0.09
ΔROA	-1.047*	
ΔROE		0.019
$\Delta Sales$	0.223**	0.169
<i>ReturnInd.excl</i>	0.265**	0.307**
$\Delta ROAInd.excl$	1.59	
$\Delta ROEInd.excl$		0.072
$\Delta SalesInd.excl$	0.144*	0.135*
<i>Adj. R²</i>	2.82	2.12
<i>F Value</i>	3.78***	3.08***
표본수	577	

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) 전문경영인: 최대주주 혹은 특수관계인이 아닌 임원
- 4) 전문경영인-대표이사: 대표이사인 전문경영인
- 5) 전문경영인-사내이사: 대표이사가 아닌 전문경영인
- 6) $Return.adj(\Delta ROA.adj, \Delta ROE.adj, \Delta Sales.adj) = Return(\Delta ROA, \Delta ROE, \Delta Sales) - ReturnInd(\Delta ROAInd, \Delta ROEInd, \Delta SalesInd)$
- 7) $ReturnInd.excl(\Delta ROAInd.excl, \Delta ROEInd.excl, \Delta SalesInd.excl) =$ 해당 기업의 주식수익률(총자산영업이익률, 자기자본영업이익률, 매출액 변화율)을 제외하고 산출한 산업별 주식수익률(총자산영업이익률, 자기자본영업이익률, 매출액 변화율)
- 8) 다른 변수에 대한 정의는 〈표 5〉를 참고.

익률을 사용하여 보수-성과 민감도를 검증하였다. <표 9> Panel B의 산업성과 조정변수를 사용한 경우에도 기업의 주식수익률은 임원보수에 유의한 영향을 미치지 못했으나, 산업별 주식수익률은 보수와 양(+)의 관계(p-value < 0.01)가 있었다. 산업별 변수를 제외하고 기업별 변수만 포함한 모형으로 추정된 결과도 개별기업 성과가 임원보수에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 산업별 변수에 개별기업 자신이 포함되어 있어 산업별 주식수익률이 보수에 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났을 가능성도 있다. 규모가 큰 기업은 소속 산업에서 높은 비중을 차지하므로 해당 기업과 산업평균의 관계가 특히 클 것이다. 따라서 해당 기업의 성과를 제외한 산업별 변수를 이용하여 위의 분석을 수행했다.

Panel C의 분석 결과, 산업별 주식수익률이 여전히 보수에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 임원보수와 기업 수익성이 음(-)의 관계에 있고, 경쟁기업 수익성과의 관계는 유의하지 않은 결과에 대해서는 다음 장에서 추가분석을 수행하였다.

<표 10>에는 소유경영인 그룹의 분석 결과를 제시하였다. (1)열에 제시된 바와 같이 기업 매출액 변화율은 소유경영인의 보수와 유의한 양(+)의 관계가 있다. (2)열에서 임원보수는 기업 매출액 변화율과 유의한 양(+)의 상관관계를, 산업별 자기자본영업이익률 변화와는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 직책에 따라 구분한 (3)과 (4)에서는 각각 기업 주식수익율과 매출액 변화율이 보수

<표 10> 소유경영인 분석 결과

	소유경영인		소유경영인-대표이사		소유경영인-사내이사		최대주주		특수관계인	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>Intercept</i>	0.094***	0.095***	0.088*	0.091**	0.090***	0.092***	0.104*	0.107*	0.074***	0.077***
<i>Return</i>	0.081	0.080	0.181*	0.178*	-0.008	-0.003	0.114	0.111	-0.001	-0.026
ΔROA	-0.480		-0.711		0.279	-0.889			0.540	
ΔROE		-0.165		-0.201		0.004		-0.385		0.584
$\Delta Sales$	0.298***	0.293**	0.276*	0.268*	0.408***	0.405***	0.277*	0.269*	0.417***	0.416***
<i>ReturnInd</i>	0.292*	0.306*	0.285	0.294	0.183	0.222	0.377	0.388	0.226*	0.262**
$\Delta ROAInd$	-3.473		-3.351		-3.240*	-3.889			-3.346**	
$\Delta ROEInd$		-1.97**		-1.915		-1.952**		-2.087		-2.109***
$\Delta SalesInd$	0.054	0.057	0.023	0.025	0.086	0.097	0.052	0.054	0.098	0.103
<i>Adj. R²</i>	1.19	1.39	0.80	0.90	6.09	7.49	0.35	0.52	4.92	6.46
<i>F Value</i>	2.32**	2.54**	1.63	1.70	3.06***	3.58***	1.22	1.33	3.36***	4.14***
표본수	658		466		192		384		274	

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) 소유경영인: 최대주주 혹은 특수관계인
- 4) 소유경영인-대표이사: 대표이사인 소유경영인
- 5) 소유경영인-사내이사: 대표이사가 아닌 소유경영인
- 6) 변수에 대한 정의는 <표 5>를 참고.

와 10% 수준에서 유의한 관계를 보이거나 모형의 F값이 유의하지 않다. 소유경영인-사내이사의 보수는 기업 매출액 변화율과 1% 유의수준에서 양(+)의 관계가 있으며 산업별 총자산영업이익률 변화 및 산업별 자기자본영업이익률 변화와 각각 10%와 5% 유의수준에서 음(-)의 상관관계가 있었다. 소유경영인을 최대주주와 특수관계인으로 세분하여 분석한 결과를 보면, 특수관계인의 보수는 매출액 변화율과 1% 유의수준에서 양(+)의 관계가 있고 산업별 총자산영업이익률의 변화 및 산업별 자기자본영업이익률의 변화와는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 따라서 사내이사인 소유경영인이나 특수관계자인 소유경영인의 보수는 경쟁업체 대비 상대평가한 수익성이 반영됨을 알 수 있다. 최대주주의 보수와 매출액은 양(+)의 관계가 나타났지만 모형의 F값이 유의하지 않다.

이상의 결과를 종합하면, 기업의 매출액 변화율이 클수록 소유경영인의 보수가 크게 증가했다. 또한 산업별 총자산영업이익률 변화와 자기자본영업이익률 변화도 소유경영인 보수결정에 유용한 정보를 제공했다. 그러나 상위 직급일수록, 소유경영인일수록 기업성과가 보수에 미치는 영향이 감소하거나 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 직책과 소유정도(최대주주 혹은 특수관계인)에 불문하고 모든 소유경영인 그룹에서 보수 변화율과 매출액 변화율은 양(+)의 상관관계가 나타난 반면, 기업의 수익성 지표는 보수에 영향을 미치지 않았다. 수익성을 고려하지 않은 매출 확대가 보수를 증가시킨다면, 엠포이어빌딩(Empire-Building) 성향 등에 의한 과잉투자를 부추길 여지가 있다. 따라서 위의 분석 결과는 소유자가 경영에 참여하는 이른바 '소유 경영'이 일반화되어 있는 한국 기업의 보상구조 적정성에 의문을 제기한다.

〈표 11〉과 〈표 12〉는 임원의 직책에 따라 대표이사과 사내이사로 구분해 분석한 결과이다. 〈표 11〉의 전문경영인-대표이사과 소유경영인-대표이사과는 〈표 9〉와 〈표 10〉에서 이미 제시하였지만 비교의 편리를 위해 병기하였다.

먼저 〈표 11〉의 (1)과 (2)를 보면, 주식수익률과 매출액 변화율은 모두 5% 수준에서 대표이사의 보수 변화율에 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 산업별 주식수익률도 임원보수와 유의한 양(+)의 관계가 있다. 최대주주-대표이사 그룹의 분석 결과는 모형의 F값이 유의하지 않다. 특수관계인-대표이사의 보수는 기업 매출액 변화율과 10% 유의수준에서 양(+)의 관계가 있으며 산업별 총자산영업이익률의 변화 및 산업별 자기자본영업이익률의 변화와는 음(-)의 상관관계가 나타났다. 동종 산업 평균 회계성과와 경영자보수 간 역의 관계는 상대성과평가의 결과로 추정된다.

종합하면, 대표이사의 보수는 주식수익률 및 매출액 변화율과 유의한 양(+)의 관계가 있으며 전문경영인-대표이사과 특수관계인-대표이사의 보수는 동종 산업 성과의 영향을 받는 것으로 나타났다. 또한 〈표 10〉의 분석 결과와 동일하게 높은 직책의 임원일수록, 소유권이 있을수록 기업성과가 보수에 미치는 영향은 감소한다.

〈표 12〉는 사내이사를 소유권 유무와 최대주주 여부에 따라 구분하여 분석한 결과이다. 〈표 12〉의 전문경영인-사내이사과 소유경영인-사내이사 분석 결과는 〈표 9〉와 〈표 10〉에서 이미 제시하였지만 비교의 편리를 위해 병기하였다.

사내이사 보수는 기업 매출액 변화율과 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계가 있다. 즉 매출액이 크게 증가할수록 사내이사가 받을 수 있는 보수도 증가한다. 반면, 산업별 자기자본영업이익률의 변화와

〈표 11〉 대표이사 분석 결과

	대표이사		전문경영인-대표이사		소유경영인-대표이사		최대주주-대표이사		특수관계인-대표이사	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercept	0.093***	0.100**	0.099***	0.108***	0.088*	0.091**	0.092	0.097	0.078***	0.081***
Return	0.148**	0.131**	0.097	0.069	0.181*	0.178*	0.232	0.228	0.062	0.023
△ROA	-0.787		-0.902		-0.711		-1.131		0.502	
△ROE		0.002		0.012		-0.201		-0.413		0.778
△Sales	0.221**	0.204**	0.151	0.127	0.276*	0.268*	0.284	0.274	0.257*	0.252*
ReturnInd	0.257**	0.295**	0.262*	0.313**	0.285	0.294	0.358	0.373	0.223	0.252*
△ROAInd	-0.242		2.037		-3.351		-3.316		-3.843*	
△ROEInd		-0.920		0.169		-1.915		-1.976		-2.359**
△SalesInd	0.080	0.093	0.156	0.167	0.023	0.025	-0.000	0.004	0.229	0.238*
Adj. R ²	1.30	1.28	1.92	1.49	0.80	0.90	-0.07	0.03	4.32	6.05
F Value	2.96***	2.94***	2.40**	2.08*	1.63	1.70	0.97	1.02	2.34**	2.91***
표본수	897		431		466		287		179	

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) 전문경영인-대표이사: 대표이사인 전문경영인
- 4) 소유경영인-대표이사: 대표이사인 소유경영인
- 5) 최대주주-대표이사: 대표이사인 최대주주
- 6) 특수관계인-대표이사: 대표이사인 특수관계인
- 7) 변수에 대한 정의는 〈표 5〉를 참고.

〈표 12〉 사내이사 분석 결과

	사내이사		전문경영인-사내이사		소유경영인-사내이사		최대주주-사내이사		특수관계인-사내이사	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(10)	(11)
Intercept	0.048**	0.055***	-0.008	0.011	0.090***	0.092***	0.114***	0.113***	0.062*	0.066*
Return	0.034	0.018	0.092	0.078	-0.008	-0.003	0.008	0.020	-0.075	-0.081
△ROA	-0.783		-1.541**		0.279		0.319		0.557	
△ROE		0.046		0.063		0.004		-0.118		0.225
△Sales	0.368***	0.322***	0.354**	0.214	0.408***	0.405***	0.253*	0.254*	0.985***	0.994***
ReturnInd	0.198	0.247*	0.262	0.302	0.183	0.222	0.342	0.381*	0.133	0.188
△ROAInd	-1.343		0.752		-3.240*		-4.984*		-3.148	
△ROEInd		-1.253*		-0.537		-1.952**		-2.484**		-2.069*
△SalesInd	0.043	0.041	0.017	-0.015	0.086	0.097	0.203	0.217*	-0.038	-0.026
Adj. R ²	4.58	4.59	3.96	1.38	6.09	7.49	5.83	7.64	7.79	9.42
F Value	3.70***	3.70***	2.00*	1.34	3.06***	3.58***	1.99*	2.32**	2.32**	2.63**
표본수	338		146		192		97		95	

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) 전문경영인-사내이사: 대표이사 아닌 전문경영인
- 4) 소유경영인-사내이사: 대표이사 아닌 소유경영인
- 5) 최대주주-사내이사: 대표이사 아닌 최대주주
- 6) 특수관계인-사내이사: 대표이사 아닌 특수관계인
- 7) 변수에 대한 정의는 〈표 5〉를 참고.

는 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 사내이사를 소유권 유무에 따라 구분해 분석해도 기업 매출액 변화율이 높을수록 임원보수 증가율도 커졌다. 소유경영인-사내이사 및 이를 세분한 최대주주-사내이사, 특수관계인-사내이사 그룹의 산업별 총자산영업이익률 변화 및 자기자본영업이익률의 변화와 보수 변화율은 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

사내이사의 보수는 매출액 변화율이 클수록 큰 폭으로 증가한다. 반면, 산업별 총자산영업이익률의 변화와 자기자본이익률의 변화는 보수 변화율에 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 사내이사의 보수에 동종 산업과 비교한 상대평가 결과가 반영된 것으로 해석할 수 있다. 대표이사지만 최대주주가 아닌 특수관계인(특수관계인-대표이사)과 소유권이 있으나 대표이사가 아닌 임원(최대주주-사내이사, 특수관계인-사내이사)은 최대주주인 대표이사에 비해 감시와 견제를 받을 가능성이 높다. 이러한 이유로 이들 그룹에서 상대성과평가가 빈번할 것으로 추정된다.

4.3 추가분석

4.3.1 평균보수를 이용한 분석

본 연구는 임원보수와 기업성과의 관계를 분석하는데 임원 개인별 보수를 사용한다는 점에서 선행연구와 차별화된다. 그런데 자본시장법에 따른 임원 개인별 보수 공시의무는 연간 보수총액이 5억원 이상인 등기임원으로 한정되므로 본 연구의 표본은 선행연구와 차이가 있다. 본 연구와 평균보수를 사용할 경우의 차이를 파악하기 위하여 기업의 연도별 사업 보고서에 공시된 평균 임원보수 자료를 TS2000에서 수집하여 모형(1)~(3)으로 앞과 동일한 분석을

수행하였다. 표본은 앞의 분석과 동일하게 비금융기업의 감사나 사외이사가 아닌 등기임원으로 제한하였으며 분석대상 기간도 2013~2017년으로 앞과 동일하게 설정하였다.

〈표 13〉에 추가분석에 사용된 표본의 기초통계량을 제시하였다. 평균 임원보수 금액($Comp_{av}$)의 평균은 465,715천원으로 개인별 임원보수의 평균(1,312,318천원)에 비해 크게 작은 것으로 나타났다. 평균 임원보수 자료는 퇴직소득을 구분하지 않기 때문에 $Comp_{av}$ 에는 퇴직소득도 포함된다. 따라서 두 표본의 실제 보수금액 차이는 더 클 것으로 추정된다. 평균 임원보수 변화율($\Delta Comp_{av}$)의 평균은 0.146으로 개인별 임원보수 변화율 평균(0.120)보다 높고, 주가수익률($Return$)과 매출액 변화율($\Delta Sales$)도 〈표 5〉에 비해 큰 것으로 나타났다. 개인별 보수총액 5억원 이상으로 표본을 구성하면 상대적으로 규모가 작은 기업이 표본에서 제외될 가능성이 높다. 또한 5억원 이상의 보수를 받는 임원이 다수인 기업-연도는 해당 임원의 수만큼 표본에 포함되므로 이들 기업이 표본에서 차지하는 비중이 상장기업 평균보다 높을 것이다. 반면 평균 임원보수를 사용한 표본은 모든 기업-연도가 한 번씩만 표본에 포함되며, 상대적으로 규모가 작고 성장성이 높은 기업 비중이 보수 5억원 이상인 표본보다 더 높을 것이다.

이들 표본을 사용한 분석 결과는 〈표 14〉에 제시하였다. 평균 임원보수와 기업 및 산업 성과 사이에는 통계적으로 유의한 결과가 나타나지 않았다. 이는 선행연구(김태수 등, 1999; 이용훈과 홍철규, 2014; 황인태, 1995 등)와 다른 결과로, 주로 표본의 차이에 기인한 것으로 추정된다. 2013년 이전에는 임원의 보수가 감사(감사위원회 위원), 사외이사, 등기이사로 구분하여 공시되지 않아, 선행연구

〈표 13〉 임원 평균보수 분석 시 사용된 변수들의 기술통계

변수	평균	중위수	최솟값	최댓값
$Comp_{av}$	465,715	277,000	0 ⁺⁺	11,200,000
$\Delta Comp_{av}$	0.146	0.025	-1	15.811
$Return$	0.144	-0.003	-0.949	13.367
ΔROA	-0.001	-0.001	-0.323	0.301
ΔROE	-0.001	-0.005	-4.716	4.747
$\Delta Sales$	0.088	0.022	-0.999	56.044
$ReturnInd$	0.058	-0.010	-0.285	0.881
$\Delta ROAInd$	0.003	0.003	-0.047	0.080
$\Delta ROEInd$	0.007	0.007	-0.082	0.122
$\Delta SalesInd$	-0.013	0.012	-0.934	1.413

표본수=2067

- 1) 단위: 1,000원
- 2) 변수 정의는 다음과 같다.
 $Comp_{av}$ = 임원 평균보수;
 $\Delta Comp_{av}$ = 임원 평균보수 변화율;
 다른 변수의 정의는 〈표 5〉와 같음.
- 3) ++ : 무보수로 근무.

〈표 14〉 임원 평균보수를 사용한 보수-성과 연관성

	모형(1)		모형(2)		모형(3)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Intercept$	0.145***	0.145***	0.146***	0.146***	0.146***	0.145***
$Return$	0.007	0.01			0.004	0.008
ΔROA	0.094				0.125	
ΔROE		-0.044				-0.043
$\Delta Sales$	-0.003	-0.003			-0.003	-0.003
$ReturnInd$			0.081	0.071	0.077	0.066
$\Delta ROAInd$			-1.184		-1.202	
$\Delta ROEInd$				-0.443		-0.427
$\Delta SalesInd$			0.052	0.047	0.052	0.048
$Adj. R^2$	0.01	0.03	0.08	0.06	-0.2	-0.21
$F Value$	0.07	0.2	0.56	0.41	0.31	0.29
표본수	2067					

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF 값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) 변수에 대한 정의는 〈표 5〉를 참고.

의 임원 포괄 범위가 연구 시기나 연구자별로 다르고 기업에 따라라도 차이가 있었으나⁹⁾ 대부분의 선행연구는 ‘임원’의 범위에 미등기임원을 포함하였다. 따라서 <표 14>에서 선행연구와 달리 보수-성과 연계성을 발견할 수 없는 것은 등기임원만을 대상으로 분석했기 때문일 수 있다. 2013년 이후 개인별 등기임원 보수 공시자료를 분석한 이창민과 이총희(2019)도 성과의 개선에도 불구하고 보수가 감소한 경우 및 성과의 감소에도 불구하고 보수가 증가한 경우가 성과지표별로 각각 11%~21% 및 16%~28%로 보수와 성과의 연관성이 낮다고 주장하였다. 일부 대기업의 경우 등기임원은 전체 임원 중 소수에 불과하며, 개별 임원보수 공시제도는 상장회사의 일부 임원에게만 적용된다. 선행연구는(강정민, 2014; 박정국, 2015) 전체 임원의 7.46%만이 위 조항의 적용을 받는다고 보고하였다. 따라서 평균보수와 개인별 보수를 사용한 표본 구성에는 상당한 차이가 있을 것이다. 이 외에도 분석대상 기간, 변수설정 차이 등이 본 연구와 선행연구의 결과가 다른 원인이 될 수 있다.

4.3.2 표본구성의 영향

개별 임원의 보수 공시자료를 이용하는 본 연구는 표본선택편의(sample selection bias)의 문제가 있을 수 있다. 자본시장법 상 개인별 보수총액이 5억원 이상인 경우에만 해당 임원의 보수를 공시할 의무가 있기 때문에, 비무작위적으로 연간 보수 5억원 미만인 임원은 분석대상에서 배제된다. 따라서 보수가 5억원 이상인 표본과 그렇지 않은 표본간의 체계적인 차이가 분석 결과에 영향을 미쳤을 가능성

을 고려하여 Heckman 2 stage 분석을 수행하였다. 1단계 분석에서는 다음의 모형(4)를 프로빗분석으로 추정하였다. 종속변수는 연간 보수 5억원 초과 여부이다. 이에 영향을 미치는 설명변수는 임원 연봉 결정요인을 분석한 선행연구(임형록과 오정일, 2007; Ciscel and Carroll, 1980; McNight et al., 2000)에 따라 기업규모, 시장점유율, 성장성, 수익성, 임원의 직책과 소유권, 연령, 기업이 속한 산업과 연도더미 등을 사용하였다. 기업의 규모는 임원 보수의 크기를 결정하는 중요한 요인이므로, 총자산의 자연로그로 측정된 절대규모와 시장점유율로 측정된 상대규모를 설명변수에 포함하였다. 매출액 변화율이 임원의 보상수준과 뚜렷한 양(+)의 상관관계가 있다는 선행연구(임형록과 오정일, 2007)에 따라 매출액 변화율을, 기업이 속한 산업 전반의 임금 수준이 임원의 보상에 미칠 수 있는 효과를 통제하기 위하여 산업더미를 변수에 포함하였다. 또한 보수에 영향을 미치는 임원 개인별 특성을 반영하기 위하여 직책과 소유권, 연령을 사용하였다. 1단계 분석에서 추정된 역밀의 비율(inverse Mills ratio)를 이용하여 2단계 OLS 추정을 수행하였다.

$$\begin{aligned}
 Comp5m_{j,t} = & \beta_0 + \beta_1 LNMV_{i,t} + \beta_2 MVratio_{i,t} \\
 & + \beta_3 \Delta Sales_{i,t} + \beta_4 LOSS_{i,t} \\
 & + \beta_5 Title_{j,t} + \beta_6 Manager_{j,t} \\
 & + \beta_7 Age_{j,t} + Industrydummy \\
 & + Yeardummy \dots\dots\dots (4)
 \end{aligned}$$

$Comp5m_{j,t}$ = 임원 j 의 t 기간 보수총액이 5억원을 초과하면 1, 아니면 0;

$LNMV_{i,t}$ = t 기말 임원 j 가 속한 i 기업 총자산의 자연

9) 상근-비상근으로 구분하는 경우, 사외이사-사내이사로 구분하는 경우, 미등기임원의 1인당 평균보수만 공시하는 경우 등 기업별로 보고 형식이 달라 비교가능성이 낮았다.

로그값:
 $MVratio_{i,t}$ = t 기말 임원 j 가 속한 기업 i 의 시가총액/ t 기말 j 가 속한 산업의 코스피 시가총액;
 $\Delta Sales_{i,t}$ = 임원 j 가 속한 기업 i 의 t 기간의 매출액변화율;
 $LOSS_{i,t}$ = 임원 j 가 속한 기업 i 가 t 기간 당기순손실을 보고하면 1, 아니면 0;
 $Title_{j,t}$ = t 기 임원 j 의 직책이 대표이사면 1, 아니면 0;
 $Manager_{j,t}$ = t 기 임원 j 가 전문경영인이면 1, 소유경영인이면 0;
 $Age_{j,t}$ = t 기 임원 j 의 연령.

〈표 15〉에 제시된 추정결과를 보면, Mill's lambda가 통계적으로 유의했으며(p-value < 0.1), 분석 결과는 〈표 8〉과 유사하게 나타났다. 즉, 기업의 주식 수익률과 산업별 주식수익률이 보수와 양(+)의 관계가 있고, 특히 기업의 매출액 증가율이 높을수록

보수 증가율이 커졌다. 본 연구는 표본의 대부분(94%)이 보수총액 5억원 이상이므로, 1단계 추정에도 표본불균형이 존재한다. 향후 보수공시 범위가 확대되면 후속 연구로 강건성을 확인할 필요가 있다.

4.3.3 성과반영 시기의 영향

국내기업의 경우 전년도 경영성과를 차년도 보상에 반영할 여지가 있다. 이는 당기의 실적을 결산 이전에 확인하기 어렵다는 이유 외에도 제도상의 원인도 있다. 이사의 보수와 관련하여 상법 제388조는 정관에 그 금액을 기재하거나 매년 주주총회에서 그 한도를 정하도록 규정한다. 이에 따라 국내기업은 통상 주주총회에서 이사보수 총액의 한도를 정하고, 구체적인 보수 결정은 이사회에 일임한다. 이사 보수의 한도는 사전적으로 정하므로 한도 결정시 반영

〈표 15〉 표본선택편의를 수정한 보수-성과 연관성

Panel A	2 nd stage		Panel B	1 st stage	
	(1)	(2)		(1)	(2)
<i>Intercept</i>	0.138***	0.14***	<i>Intercept</i>	-3.889**	-3.889**
<i>Return</i>	0.076*	0.077*	<i>LNMV</i>	0.246***	0.246***
ΔROA	0.05		<i>MVratio</i>	-1.039	-1.039
ΔROE		0.037	$\Delta Sales$	-0.059	-0.059
$\Delta Sales$	0.223***	0.224***	<i>LOSS</i>	-0.305	-0.305
<i>ReturnInd</i>	0.179*	0.209**	<i>Title</i>	0.185	0.185
$\Delta ROAInd$	-0.72		<i>Manager</i>	-1.454***	-1.454***
$\Delta ROEInd$		-0.828	<i>Age</i>	-0.008	-0.008
$\Delta SalesInd$	0.076	0.087	<i>Mills lambda</i>	-0.242*	-0.248*
<i>Wald chi²</i>	19.76***	21.26***	<i>rho</i>	-0.37	-0.38
표본수	1235		<i>sigma</i>	0.65	0.65

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF 값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) 변수에 대한 정의는 〈표 5〉와 모형(4)를 참고.

되는 기업성과는 전년도의 실적인 경우가 많다. 따라서 차기의 보수변화율의 종속변수로 보수-성과 민감도 분석을 수행했다.

〈표 16〉의 분석 결과, 전문경영인인 대표이사의 보수변화율이 기업 총자산영업이익률의 변화 및 매출액 변화율과 양(+)의 상관관계를, 산업별 총자산영업이익률의 변화와는 음(-)의 상관관계를 보였다. 소유경영인이나 사내이사 보수를 표본으로 분석한 결과는 모형의 F값이 유의하지 않아, 기업성과가 종속변수를 적절히 설명하지 못하는 것으로 나타났다. 앞에서 대표이사인 전문경영인의 당기보수 변화율은 산업별 주가수익률과만 연동되어 사실상 기업의 경영성과를 반영하지 못하는 것으로 나타났다. 그런데 차기의 보수 변화율은 기업성과와 연동되어 있으며, 산업별 총자산영업이익률 변화와 음(-)의 관계가 나타나 상대성과평가가 이루어짐을 보여준다. 보수가 성과에 연동되어 있으나, 성과가 보수에 반영되기까지 시차가 존재하는 것은 차기의 주주총회와 이사회를 거쳐 보수지급범위가 결정되기 때문일 수도 있고, 전문경영인의 경우 사전에 결정한 성과기준에 따라 성과급이 지급되기보다는 과거 실적을 반영하여 차기의 보수를 결정하는 보수계약을 체결하기 때문일 가능성도 있다. 임원보수 한도를 결정한 이후부터 회계기간 말까지 평균보수 공시대상 임원 수의 변동이 없는 643 기업-연도 표본을 대상으로 임원보수 한도 대비 실제 지급된 보수의 비율¹⁰⁾과 기업성과 변화의 상관관계를 분석한 결과, 한도소진율과 기업성과 사이에 유의한 관계가 나타나지 않았다. 임원보수 한도소진율과의 상관계수는 주가수익률이

-0.015(p-value=0.705), 총자산영업이익률 변화가 0.028(p-value=0.487), 자기자본영업이익률 변화는 0.006(p-value=0.873), 매출액 변화율은 -0.053(p-value=0.182)으로 모두 낮은 수준이고 유의하지 않았다. 이러한 분석결과는 기업은 당기에 좋은 성과를 달성한 경우에도 기초에 설정된 한도의 일정 부분¹¹⁾을 보수로 지급하고 있음을 보여준다. 차기 보수변화율의 성과 민감도를 분석하면서 총자산영업이익률을 사용한 경우에는 대체로 모형이 유의했지만, 자기자본영업이익률을 사용한 모형은 (4)와 (12)열을 제외하면 유의하지 않았다. 기업 활동에 투입된 총자원의 효율성을 나타내는 총자산영업이익률은 임원의 차기 보수와 관련이 있으나, 주주자본의 효율성을 측정할 자기자본이익률이 보수와 유의한 관련이 없는 실증결과에 대해서는 향후 추가적인 연구가 이루어질 필요가 있다.

4.3.4 기업성과 측정치

지금까지의 분석에서 임원보수는 대체로 총자산영업이익률이나 자기자본영업이익률과 뚜렷한 관계가 없었고, 전문경영인 등 일부 그룹에서는 예상과 달리 보수와 기업의 수익성 간에 음(-)의 관계가 나타났다. 보수가 성과를 반영하되 이들 재무지표와 다른 측정치를 성과평가의 기준으로 이용한다면, 보수와 성과의 연관성이 드러나지 않을 수 있다. 예를 들어 손실기업의 보수정책은 다른 기업과 다를 수 있다. 또한 연구개발투자가 활발한 기업은 당기의 회계이익보다는 미래성장성을 가늠할 수 있는 평가기

10) 임원평균보수지급금액×보수지급인원수/주주총회승인임원보수금액(총액)

11) 임원보수의 한도 대비 실제 지급된 임원보수의 비율의 평균은 51.04%로 선행연구(이수원·안유라(2019), "2019년 주주총회 리뷰 - 이사 보수 한도 승인 안전을 중심으로." 한국기업지배구조원) 및 국민연금이 제시한 투자기업의 이사보수 가이드라인(문가영, "국민연금 '임원보수, 정관 한도의 50%가 적정.'" 『매일경제』, 2020.01.30.)과 일치하는 수준임.

〈표 16〉 차기보수변화율과 당기 기업성과의 관계

Dependent variable = $\Delta Comp_{t+1}$	전체표본		전문경영인		소유경영인		대표이사		사내이사		전문경영인-대표이사	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>Intercept</i>	0.072***	0.058**	0.012	0.000	0.111***	0.106***	0.085***	0.068**	0.037*	0.03	0.03	0.016
<i>Return</i>	0.002	0.05	0.075	0.118**	-0.036	-0.028	-0.017	0.038	0.056	0.078*	0.061	0.123*
ΔROA	2.213***		1.645***		2.682***		2.485***		1.18*		2.084***	
ΔROE		0.035		-0.007		1.091**		0.048		0.021		-0.013
$\Delta Sales$	0.14	0.189**	0.224**	0.278***	0.114	0.12	0.16	0.215*	0.026	0.053	0.277**	0.33***
<i>ReturnInd</i>	-0.013	-0.081	0.045	-0.002	-0.063	-0.105	-0.017	-0.085	-0.029	-0.089	0.033	-0.017
$\Delta ROAInd$	-1.238		-2.157		-0.345		-1.403		-0.591		-2.914*	
$\Delta ROEInd$		0.643		-0.221		0.666		0.802		0.258		-0.451
$\Delta SalesInd$	0.043	0.028	0.112	0.119	-0.009	-0.028	0.061	0.04	-0.007	-0.012	0.107	0.111
<i>Adj. R²</i>	1.38	0.25	4.36	2.37	0.51	0.42	1.28	0.07	0.45	-0.57	4.79	1.97
<i>F Value</i>	3.33***	1.41	4.1***	2.65**	1.5	1.41	2.6**	1.09	1.19	0.76	3.63***	2.05*
표본수	1001		409		592		744		257		314	

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF 값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) 변수에 대한 정의는 〈표 5〉를 참고.

〈표 17〉 손실여부 및 연구개발비지출을 고려한 임원보수-기업성과 연관성 검증

	(1) 당기순이익		(2) 당기순손실		(3) 연구개발지출 증가				(4) 연구개발지출 감소			
							(R&D비용 차감 전)				(R&D비용 차감 전)	
<i>Intercept</i>	0.089***	0.096***	0.013	0.015	0.066***	0.067***	0.079***	0.078***	0.092***	0.092***	0.087***	0.09***
<i>Return</i>	0.084*	0.063	0.075	0.077	0.108**	0.114**	0.091*	0.104*	0.087	0.094	0.088	0.091
ΔROA	-0.919		-0.221		-1.958***		-0.959		0.159		-0.013	
ΔROE		0.018		0.000		-0.952***		-0.607*		0.041		0.038
$\Delta Sales$	0.323***	0.299***	0.046	0.043	0.219***	0.217***	0.153*	0.16**	0.298**	0.3**	0.294**	0.295**
<i>ReturnInd</i>	0.262**	0.302***	0.418**	0.411**	0.159	0.19*	0.162	0.208	0.373**	0.389**	0.337*	0.372**
$\Delta ROAInd$	-0.486		-4.299		2.13		2.223		-3.44		-1.732	
$\Delta ROEInd$		-1.033		-1.809*		0.58		0.748		-2.018*		-1.521
$\Delta SalesInd$	0.062	0.067	0.228	0.231	-0.155**	-0.138*	-0.184**	-0.164*	0.223**	0.227**	0.205*	0.216**
<i>Adj. R²</i>	1.55	1.52	1.51	1.38	5.01	4.71	3.61	3.63	1.45	1.67	1.22	1.45
<i>F Value</i>	3.88***	3.83***	1.34	1.31	5.83***	5.52***	3.76***	3.78***	2.67**	2.93***	2.41**	2.67**
표본수	1100		135		550		444		685		685	

1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.

2) VIF 값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.

3) 연구개발지출 = (개발비취득 + 연구비 + 경상연구개발비 + 경상개발비)

4) R&D비용차감전 ROA(ROE) =
$$\frac{\text{영업이익} + (\text{연구비} + \text{경상연구개발비} + \text{경상개발비} + \text{개발비상각})}{(\text{기초총자산(총자본)} + \text{기말총자산(총자본)}) \div 2}$$

5) 변수에 대한 정의는 〈표 5〉를 참고.

준을 사용하여 임원 보수를 결정하는 것이 합리적인 것이다. 따라서 당기순손실 보고 여부와 연구개발지출 확대 여부에 따라서 표본을 나누어 성과에 대한 보수의 민감도를 분석하였다.

손실기업을 제외한 표본으로 보수-성과 연관성을 검증한 결과는 전체표본으로 검증한 <표 8>의 (5)-(6)결과 다르지 않았다. 따라서 앞의 분석 결과는 손실기업이 중요한 영향을 미치지 않았음을 알 수 있다. 연구개발지출이 증가한 경우, 임원 보수는 기업 추가수익률 및 매출액 변화율과는 양(+)의 상관관계가, 기업의 수익성과 산업평균 매출액 변화율과는 음(-)의 관계가 있었다. 연구개발투자가 활발한 기업은 임원보수 결정시 동종산업 대비 상대평가한 기업의 성장성을 반영하고, 당기의 회계이익보다는 미래의 이익예상치가 반영된 추가이익률에 높은 가중치를 부여하는 것을 알 수 있다.

연구개발활동이 이익 증가에 기여하는데 시차가 존재한다면, 연구개발비가 늘어날수록 당기 수익성은 낮아진다. 연구개발지출이 증가한 경우 기업 수익성 변수와 임원보수가 음(-)의 관계가 있는 것은

당기의 연구개발투자가 미래의 이익에 기여할 것으로 기대되지만 당기의 이익은 감소시키기 때문일 수 있다. 따라서 연구개발비 차감 전 수익성을 이용하여 보수-성과 민감도를 분석하였다. 연구개발비 차감 전 수익성은 임원보수와 상관관계의 유의성이 낮거나 유의한 관계가 없었다. 임원보수는 기업 추가수익률과 동종산업 대비 상대평가한 성장성이 반영된다는 점은 동일하게 나타났다. 전문경영인이나 대표이사 여부에 따른 연구개발지출 차이를 t-test로 검증한 결과, 직책(p-value > 0.99)과 소유권(p-value > 0.54)에 따라 연구개발지출이 다르지 않았다. 따라서 앞의 전문경영인과 사내이사의 보수를 분석한 결과에서 일부 그룹의 임원보수가 기업 수익성과 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타난 이유는, 연구개발지출 등 비재무요소를 고려한 성과평가 기준 때문으로 추정된다.

4.3.5 보수-매출 연관성이 수익성에 미치는 영향

소유경영인과 사내이사의 보수는 매출액 변화율에

<표 18> 보수-매출 연관성이 기업의 수익성에 미치는 영향

	Dependent variable = 총자산순이익률의 변화
Intercept	0.039
Corr	-0.013*
LNTA	-0.001
ΔROAInd	0.706**
Year Dummy	Included
Adj. R ²	1.38
F Value	2.41**
표본수	606

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10%의 유의수준을 의미한다.
- 2) VIF 값은 모두 2 미만으로 다중공선성 문제가 없는 것으로 판단된다.
- 3) Corr = 기업별 임원보수변화율과 매출액변화율의 상관계수;
LNTA = 기말 총자산의 자연로그값;
다른 변수에 대한 정의는 <표 5>를 참고.

연동된 것으로 나타났다. 매출에 연동된 보수가 비효율적인 기업규모 확대 유인을 제공한다면, 보수-매출 연관성이 높을수록 수익성은 낮아질 것이다. 임원 보수와 매출액의 연동이 기업성과에 미치는 영향을 보다 직접적으로 파악하기 위해 기업별 보수 변화율과 매출액 변화율의 상관계수가 수익성 변화에 미치는 영향을 회귀분석으로 검증하였다. 수익성은 기업활동에 소요된 자원의 효율성을 측정하는 총자산순이익률을 사용하였다. 분석 결과 보수-매출 연관성이 클수록 수익성은 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 매출에 연동된 보수가 비효율적 자원배분 유인을 제공할 수 있음을 의미한다.

V. 결론

본 실증연구는 한국 상장기업 임원 개인별 보수가 기업의 시장성과인 주주수익률 및 회계성과인 매출액 변화율과 양(+)의 상관관계가 있음을 확인하였다. 그러나 기존 선행연구와 달리 총자산영업이익률의 변화 및 자기자본영업이익률 변화 등의 수익성 지표와 임원보수 사이에서는 유의한 관계를 찾을 수 없었다. 임원의 직책과 소유권 유무에 따라 표본을 나누어 분석한 결과, 전문경영인의 보수와 기업성과 사이에는 유의한 양(+)의 관계가 나타나지 않았으나, 소유경영인의 보수에는 매출액 변화율이 중요한 영향을 미쳤다. 또한 산업별 성과는 소유경영인 보수에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 직책이 높아질수록, 소유권을 보유할수

록 보수와 기업성과 간의 관계는 줄어들었다. 즉 최대주주, 최대주주-대표이사 및 소유경영자-대표이사의 보수는 기업성과와 연동되어 있지 않았다.

본 연구의 분석 결과, 소유경영인의 보수는 매출액과 관련이 높지만 수익성 지표인 총자산영업이익률이나 자기자본영업이익률과는 관련이 없는 것으로 나타났다. 이는 소유경영자 중심의 기업지배구조가 일반화되어 있는 한국 기업에 중요한 시사점을 제공한다. 임원보수가 주로 매출액에 연동되어 결정되면 경영자에게 기업의 지속가능한 성장보다는 단기적인 성과, 기업규모의 확장 등을 추구할 동기를 부여할 수 있다. 수익성이 확보되지 않은 외형 확대는 기업 가치에 불리하게 작용할 것이다. 성과를 반영하지 않는 전문경영인의 보상체제도 기업가치 제고에 부합하지 않을 수 있다. 종업원보다 의사결정 권한이 큰 임원의 보상구조가 종업원과 비슷하다면 주주가치 극대화를 위해 노력할 유인을 제공하지 못할 것이다.

본 연구의 분석 대상은 개인별로 5억 이상의 보수를 받는 등기임원으로 제한된다. 대기업의 경우 등기임원은 전체 임원 중 소수에 불과한 경우가 많고, 개별 임원보수 공시제도는 상장회사의 등기임원 중에서도 일부에게만 적용되는 제한적인 규제이다. 또한 개별 임원의 보수 공시자료를 이용하는 본 연구는 표본선택편의(sample selection bias)문제의 가능성도 있으며, 중도 해임되거나 사직한 임원은 표본에서 제외되었다. 이와 같은 표본의 제한으로 연구결과의 일반화에는 한계가 있다. 2016년 관련 법률 개정¹²⁾으로 2018년부터 상장회사 임원 개인별 보수 내역 공시범위가 미등기임원으로 확대되었으므로, 향후 연구에서는 분석 범위를 넓혀 연구 결과의

12) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제159조 ① 2 개정(2016.3.29, 2019.3.30 시행)으로 2018년 이후에는 상장회사 미등기임원의 5억원 이상 보수를 공시해야 한다. 구체적인 내용은 부록을 참고.

일반화 가능성을 검증할 필요가 있다.

임원보수 공시제도 시행 이후 임원보수 수준의 적정성이나 종업원과의 격차 등이 논란이 된 바 있다. 그러나 임원보수의 적정성은 절대금액보다는 보수와 성과의 연관성을 기준으로 판단되어야 한다. 기업과 산업의 특성을 반영하고 장기적 성과에 연동된 보상 구조는 기업의 지배구조를 강화하고 권력남용을 견제함으로써 기업가치 극대화에 기여할 수 있다.

참고문헌

- 강정민(2014), “개별임원보수 공시 현황과 개선과제,” **경제개혁리포트**, 2014(4), pp.1-24.
- 곽영민·김현진(2017), “최고경영자에 대한 경영권 집중화 수준과 기업가치,” **회계학연구**, 24(1), pp.187-226.
- 금융감독원 보도자료(2013. 11. 14.), 「금융회사의 성과보수체계 점검 결과」, Available at http://www.fss.or.kr/fss/kr/promo/bodobbs_view.jsp?seqno=17305
- 김태수·정준수·지성권(1999), “한국기업에서 경영자보상과 경영성과간의 관계,” **회계학연구**, 24(2), pp.87-115.
- 문가영, “국민연금 ‘임원보수, 정관 한도의 50%가 적정,’” 매일경제, 2020.01.30., Available at <https://www.mk.co.kr/news/stock/view/2020/01/98888/>.
- 박정국(2015), “임원보수공시제도에 관한 소고: 우리나라 임원보수공시제도의 현황·문제점 및 개선방안을 중심으로,” **서울법학**, 23(1), pp.103-141.
- 염미경(2015), “임원보수 공시에 관한 쟁점의 검토,” **한국금융법학회지**, 12(2), pp.241-273.
- 윤용석·이건·이한상·한승수(2015), “대규모 기업 집단 소속 여부가 임원의 개인별 보수 공시에 미치는 영향,” **경영학연구**, 44(4), pp.1071-1103.
- 이수원·안유라(2019), “2019년 주주총회 리뷰 - 이사 보수 한도 승인 안건을 중심으로,” 한국기업지배구조원. Available at <http://www.cgs.or.kr>.
- 이용훈·홍철규(2014), “회계 성과가 경영자 보상에 미치는 영향,” **회계저널**, 23(4), pp.229-266.
- 이창민·이총희(2019), 임원보수의 성과연동 분석, **경제개혁리포트**, 2019(10), pp.1-38.
- 임형록·오정일(2007), “우리나라 주요 대기업의 임원 임금보상과 임금격차의 적정성에 관한 실증연구,” **대한경영학회지**, 20(3), pp.1193-1211.
- 정종태(2018), 임원제도와 인사관리, 서울, 한국인사관리협회.
- 지성권·주태순·안광진(2003), “벤처기업 경영자보상에 대한 실증연구,” **회계저널**, 12(4), pp.103-132.
- 홍철규(2012), “경영진 보상에서 재무성과 정보성의 역할: 시장차이를 통한 분석,” **회계저널**, 21(6), pp.325-347.
- 황인태(1994), “소유구조가 경영자 보상계약에 미치는 영향,” **회계학연구**, 19(1), pp.227-246.
- 황인태(1995), “경영자보상과 기업성과,” **회계학연구**, 20(3), pp.107-125.
- Ana Albuquerque(2009), “Peer Firms in Relative Performance Evaluation,” *Journal of Accounting and Economics*, 48, pp.69-89.
- Antle, R., and Smith, A.(1986), “An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executive,” *Journal of Accounting Research*, 24(1), pp.1-39.
- Balsam, S.(2002), *An introduction to executive compensation*. Academic Press.
- Ciscel, D. H. and T. M. Carroll(1980), “The Determinants of Executive Salaries: An econometric Survey,” *The Review of Economics and Statistics*, 62(1), pp.7-13.
- Coughlan, Anne T. and Schmidt, Ronald M.(1985),

- "Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), pp.43-66.
- Dhaliwal, D. S., Salamon, G. L., & Smith, E. D. (1982), "The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods," *Journal of Accounting and Economics*, 4(1), pp.41-53.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C.(1983), "Agency problems and residual claims," *The Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.327-349.
- George P. Baker, Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy(1988), "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory," *The Journal of Finance*, 43(3), pp.593-616.
- George J. Benston(1985), "The Self-serving Management Hypothesis: Some Evidence," *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp.67-84.
- Holmstrom, B.(1979), "Moral and observability," *The Bell Journal of Economics*, 10, pp.74-91.
- Holmstrom, B.(1982), "Moral Hazard in Teams," *The Bell Journal of Economics*, 13(2), pp.324-340.
- InTae Hwang(1993), *The Determinants of Executive Incentive Contracts*. State University of New York at Buffalo.
- Kevin J. Murphy(1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration," *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp.11-42.
- Kevin J. Murphy(1999), Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3, pp.2485-2563.
- Lambert, R., & Larcker, D.(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.
- McKnight, P., J. Tomkin, C. Weir, and D. Hobson (2000), "CEO Age and Top Executive Pay: A UK Empirical Study," *Journal of Management and Governance*, 4(3), pp.173-87.
- Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy(1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98(2), pp.225-264.
- Michael C. Jensen and William H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Rajiv D. Banker, Masako N. Darrough Rong Huang, Jose M. Plehn-Dujowich(2013), "The Relation between CEO Compensation and Past Performance," *The Accounting Review*, 88 (1), pp.1-30.
- Rajiv D. Banker and Srikant M. Datar(1989), "Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation," *Journal of Accounting Research*, 27(1), pp. 21-39.
- Robert Gibbons and Kevin J. Murphy(1990), "Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers," *Industrial and Labor Relations Review*, 43(3), pp.30-51.
- Richard G. Sloan(1993), "Accounting Earnings and Top Executive Compensation," *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp.55-100.

〈부록〉 한국 임원 개인별 보수공시규제 변화: 자본시장과 금융투자업에 관한 법률

법률 제 9408 호, 2009.02.03, 일부개정(시행 2013.01.01)	법률 제 11845 호, 2013.05.28, 일부개정(시행 2013.08.29)	법률 제 14130 호, 2016.03.29, 일부개정(시행 2016.06.30)
<p>② 사업보고서 제출대상법인은 제 1항의 사업보고서에 그 회사의 목적, 상호, 사업내용, 임원보수 ([상법], 그 밖의 법률에 따른 주식매수선택권을 포함하되, 대통령령으로 정하는 것에 한한다), 재무에 관한 사항, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 기재하고, 대통령령으로 정하는 서류를 첨부하여야 한다.</p>	<p>② 사업보고서 제출대상법인은 제 1항의 사업보고서에 다음 각 호의 사항을 기재하고, 대통령령으로 정하는 서류를 첨부하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 회사의 목적, 상호, 사업내용 2. 임원보수([상법], 그 밖의 법률에 따른 주식매수선택권을 포함하되, 대통령령으로 정하는 것에 한한다. 이하 이 항에서 같다) 3. <u>임원 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법(임원 개인에게 지급된 보수가 5 억원 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상인 경우에 한한다)</u> 4. 재무에 관한 사항 5. 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항 	<p>② 사업보고서 제출대상법인은 제1항의 사업보고서에 다음 각 호의 사항을 기재하고, 대통령령으로 정하는 서류를 첨부하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 회사의 목적, 상호, 사업내용 2. 임원보수(『상법』, 그 밖의 법률에 따른 주식매수선택권을 포함하되, 대통령령으로 정하는 것에 한한다. 이하 이 항에서 같다) 3. <u>임원 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법(임원 개인에게 지급된 보수가 5억원 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상인 경우에 한한다)</u> 3의2. <u>보수총액 기준 상위 5명의 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법(개인에게 지급된 보수가 5억 원 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상인 경우에 한정한다)</u> 4. 재무에 관한 사항 5. 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항

Executive Compensation and Corporate Performance

Mi Joo Lee* · Yu Haiyang** · In Tae Hwang***

Abstract

The literature on agency theory suggests that linking executive compensation to corporate performance is a way of alleviating the agent problem. Therefore, previous research confirmed a positive relationship between executive compensation and corporate performance. In the research on Korea, however, the analysis was conducted by using the average compensation rather than using executives individual compensations due to a limitation of the data. This is because before the amendment of the Capital Market and Financial Investment Business Act in 2013, only the total amount of the executives' compensation was disclosed. However, the individual compensation of executives whose total compensation is more than KRW 500 million is provided by the company from 2013.

The purpose of this paper is to re-examine the relationship between executive compensation and corporate performance, using data of individual compensation of executives for listed companies. In addition, classify executives according to their positions and ownership, and analyze the relationship between the compensation of each classification executives and corporate performance.

The results of this paper are as follows. First, in the total sample, both stock returns and sales growth rate have a positive relationship between the executive's compensation. However, unlike previous studies, there was no relationship between change in Return on Equity(ROE) or change in Return on Asset(ROA), which are profitability indicators of a company, and executive's compensation. Second the compensation of all executives group, except non-owner executive, is affected by sales growth rate. And these impact of sales growth rate on owner-

* Economist, Bank of Korea, First Author

** SL (YANTAI) AUTO LIGHTTING CO., LTD., Corresponding Author

*** Professor, College of Business Administration, Chung-Ang University, Co-Author

executive disappeared as the ownership percentage increase. However, the compensation of non-owner executive showed a negative relationship with ROA. This is not only contradictory to previous research but also contrary to common sense.

Overall, sales growth rate is highly related to executives' compensation, while ROA and ROE are not related to executive's compensation. That is, sales is a major incentive to executive's compensation in Korean listed companies. But the increase of company's sales does not mean the profit will increase. Therefore, it will potentially lead executive to increase their size or achieve short-term performance, which is more than just quality. It ultimately affects the sustainable development of enterprises and the maximization of corporate value.

These results imply that there is a need to strengthen the governance structures and executive compensation system and monitor the management activities of executives in Korean listed companies.

Keywords: corporate performance, compensation-performance sensitivity, executive compensation, individual compensation of executives

-
- 저자 이미주는 현재 한국은행 경제통계국 투입산출팀 과장으로 재직중이다. 서울대학교 경영대학을 졸업하고 동 대학원에서 경영학석사를 취득하였으며, 중앙대학교 대학원에서 경영학박사를 취득하였다. 2002~2004년에는 삼일회계법인에서 공인회계사로 감사업무를 담당하였고, 2005년부터는 한국은행에서 일하고 있다. 주요연구분야는 은행회계, 보상, 규제 및 제도의 영향 등이다.
 - 저자 유혜양은 현재 SL (YANTAI) AUTO LIGHTTING CO., LTD. 영업팀 사원으로 재직중이다. 2015년 중국 연변대학교 관리학 학사학위를 취득하였고 2019년 중앙대학교 대학원에서 회계학을 전공하고 석사학위를 취득하였다. 석사과정을 끝마친 후 SL회사에서 일하고 있다.
 - 저자 황인태는 현재 중앙대학교에 재직 중이며, 한국공인회계사회 위탁감리위원장과 사학진흥재단 사학기관 회계감리위원회 위원장으로 활동하고 있다. 한국회계학회 회계학연구 편집위원장과 회장을 역임하였다. 서울대학교 경영대학에서 학사와 석사 취득 후, State University of New York at Buffalo에서 박사학위를 취득하였다. 대학졸업 후 삼일회계법인과 산동회계법인에서 근무하였으며, 2001년 2월부터 2005년 2월까지 4년간 금융감독원 전문심의위원으로 일했다. 현재 S-OIL과 현대캐피탈(주)의 사외이사로 활동하고 있으며 지난 30년간 Australian Accounting Review, 회계학연구, 그리고 경영학연구를 비롯한 다수의 저널에 논문을 발표하였다.