

# 최대주주의 이사회 참여여부가

## 경영진보상에 미치는 영향

국찬표(서강대학교 경영학과 교수)

강윤식(서강대학교 경영학과 박사과정)

### I. 서론

최근 경기침체와 함께 경영진에 대한 과도한 보상이 화제가 되어 시장은 경영진의 보상설계와 수준에 대해 많은 관심을 가지게 되었고, 이에 몇몇 기업들은 경영진의 보상을 동결하거나 삭감하고 있다.

화제가 되고 있는 경영진의 보상은 기업지배구조의 내부 메커니즘 중의 하나로서 효율적으로 설계된 경영진보상은 주주와 경영진 사이의 대리인 비용을 감소시키는 기제가 되지만, 성과와 무관하게 지급되는 경영진보상은 주주와 경영진 사이의 대리인 문제(agency problem)를 유발하게 된다.

Fama and Jensen(1983)에 따르면 주주들이 선임한 이사들의 가장 중요한 역할 중의 하나는 경영진에 대한 보상 계약을 수행하는 것이라고 한다. 이사회를 구성하는 이사들은 주주와 경영진 사이에 대리인 문제가 발생하지 않고 각각의 이해가 일치되도록 보상 계약을 실시해야 하며 객관적인 성과의 측정과 공정한 평가의 주체가 되어야 한다. 즉 경영진 보상을 결정하는 이사회는 최적의 보상계약을 통해 경영진이 기업가치를 제고하도록 유인하고 모니터링 해야 한다. 하지만 경영진보상과 성과를 연계하여 대리인 비용을 감소시키는 보상 프로그램을 설계하는 것은 상당히 복잡하고 어렵다(Jensen, 2001). 따라서 합리적인 경영진보상을 설계하고 모니터링 하는 것은 이사회에 의해 좌우될 것이다.

한편 Bebchuk and Fried(2003)가 주장하는 managerial power approach에 따르면 경영진보상 계약이 대리인 문제의 근본적인 해결책이 아닐 수도 있다. 왜냐하면 경영진은 스스로가 이사회에 구성원이기 때문에 그들은 이사회에 의사결정

과정에 영향을 미친다. 예를 들어, 경영진은 그들 자신의 보상 결정에 영향을 미치는 지위에 있기 때문에 성과와 보상간의 연결고리를 약화시키려는 의사결정을 할 수도 있고, 또한 이사회 구성원의 선임과 보상 결정에도 영향을 미치기 때문에 자신들의 효용을 극대화하기 위하여 다른 경영진과 결탁을 할 가능성도 있다. 결과적으로 효율적인 보상 계약이 불가능하기 때문에 경영진은 주주들의 이익을 훼손하는 과도한 지대(rent)를 요구할 수 있다. 즉 managerial power approach에 의하면 이사회는 모니터링 기능의 부재로 인해 최적이지 않은 보상계약을 하게 되어 과도한 보상을 초래할 수도 있다. 이러한 관점은 주주와 경영진의 이해를 일치시키는 효율적인 보상계약을 수행하고 성과를 모니터링하는 이사회는 효율성에 몰입을 던진다.

이사회 구성원의 지위와 관계에 초점을 맞추어 실제 보상과 최적 보상 간의 차이가 존재할 수 있다는 가능성을 보여주는 managerial power approach와 대립적인 이론이 말하는 경영진보상의 최적 계약(optimal contracting for executive compensation)의 내용은 이사회를 바라보는 관점에서 경영진보상이 어떻게 결정되는지 서로 다른 접근법을 보여 주고 있다.

하지만 실제로는 경영진보상 결정 과정에서 이러한 두 가지의 접근법이 동시에 고려될 가능성이 크고(Saap, Bryant and Cotte, 2007), 따라서 기업의 다양한 특성이나 내외부 통제 장치와 같은 경영진보상 결정 과정의 제약 환경 하에서 경영진보상을 이해하는 것이 중요하다.

본 논문은 이러한 점에 착안하여 경영진보상<sup>1)</sup>을 결정하는 이사회는 특성에 따라 경영진보상의 수준과 성과에 대한 민감도가 다를 것이라는 가정으로부터 출발한다. 이사회에 최대주주 일가(최대주주 및 친인척)가 있으면 그들에 의해서 이사회가 장악될 가능성이 크고 따라서 경영진보상의 결정에도 최대주주 일가가 미치는 영향력이 클 것이다. 반면 그렇지 않을 경우에는 이사회 내부의 효율성에 따라 경영진보상이 결정될 것이다. 이에 본 연구에서는 이러한 이사회는 역학관

---

1) 본 논문에서 논의되는 경영진보상은 현금보상을 의미한다. 일반적으로 경영진에 대한 보상으로는 주로 기본급 및 단기 인센티브로 부여되는 현금보상과 장기 인센티브로 부여되는 주식관련 보상으로 구분된다. 우리나라에서는 주식관련보상으로 주로 주식매수선택권을 활용하고 있는데, 주식매수선택권의 경우 가치평가에 필요한 여러 가지 가정들로 인해 정확한 가치평가가 어렵고, 또한 주식매수선택권의 가치는 미실현 보상이므로 실현된 보상인 현금보상과 연결하여 적절히 기간배분하는 것이 어렵다. 따라서 본 연구에서는 전체 표본 1620사 중 73사 에서만 부여하고 있는 주식매수선택권을 연구모형에서 더미변수로 처리하여 현금보상에 미치는 영향을 분석할 것이다.

계와 이사회 의 효율성을 반영하는 전반적인 수준 및 소유구조를 이사회 의 특성 으로 인식하고 있다.

실증연구에서는 이사회 의 특성에 따른 경영진보상을 분석하기에 앞서 이사회 의 구성과 운영에 영향을 미치는 규제 의 효과를 통제하기 위해<sup>2)</sup> 전체 표본을 자산총액 2조원 이상 기업군과 자산총액 2조원 이하 기업군으로 구분하였다. 이와 함께 최대주주 가 이사회 에 미치는 영향을 분석하기 위해서 최대주주 일가(최대주주 및 친인척)가 이사회 의 구성원으로서 이사회 의 경영의사결정에 직접 참여 하고 있는 기업군과 그렇지 않은 기업군으로 구분하였다. 이는 이사회 에 최대주주 일가가 직접 참여하여 경영의사결정에 동참하고 이사회 를 모니터링 한다면 대리인 비용이 감소하는지 아니면 증가하는지를 검증하기 위함이다. 이렇게 구분 된 표본 기업 군에서 이사회 의 수준과 소유구조가 경영진보상 수준에 미치는 영향을 분석하였다. 소유구조와 관련된 변수로는 최대주주 및 특수관계인의 지분, 최대주주 및 특수관계인이 아닌 사내이사의 지분 그리고 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 등기임원일 경우 그들의 지분으로 구분된다. 그리고 경영진보상 변화율이 성과에 연동하고 있는지 나아가 이사회 의 수준은 성과에 반응하는지를 분석하였다. 추가 분석으로는 이사회 를 모니터링 하는 내외부 메커니즘으로 인식 되고 있는 사외이사 와 기관투자자의 경영진보상 변화율에 대한 모니터링 효과를 분석하였다.

분석결과에 따르면 자산규모에 상관없이 최대주주 일가가 지분을 가지고 이사회 의 경영의사결정에 참여하고 있는 기업군의 경우 이사회 의 수준에 따라 보상 수준이 영향을 받지는 않지만, 보상 변화율은 이사회 수준이 높을수록 성과에 민감하게 반응함을 알 수 있었다. 이러한 결과는 최대주주 일가가 이사회 에 참여하지 않는 기업의 경우와 정반대의 결과이다. 이는 이사회 에 참여하고 있는 최대주주 일가가 경영진보상을 결정하는 이사회 에 많은 영향력을 행사하고 있으며, 이사회 의 수준이 높은 기업에서는 최대주주 일가가 경영진의 경영성과에 대해 모니터링 역할을 하고 있음을 추정해 볼 수 있다.

반면 최대주주 일가가 이사회 에 참여하지 않는 기업군에서는 이사회 수준이 높을수록 유능한 경영진을 선임하여 보상 수준은 높아지지만, 이 경우 경영진의 성과에 대한 모니터링이 수행되지 않는 것으로 나타났다. 다만 기업규모가 큰

---

2) 우리나라는 관련 법률에서 자산총액 2조원 이상 기업에 대해 사외이사 선임 비율, 감사위원회 구성 등 이사회 의 구성과 운영에 관한 제약을 가하고 있다.

경우에는 최대주주가 이사회에 참여하지 않더라도 최대주주 및 특수관계인의 지분이 높을수록 경영진의 보상 수준이 낮아지는 효과가 있었지만 자산규모가 작은 경우에는 그렇지 않았다. 따라서 자산규모가 작고 최대주주 일가가 이사회 경영의사결정 과정에 직접 참여하지 않는 기업군에서는 다른 기업군에 비해 경영진보상과 관련한 대리인 비용이 상대적으로 더 클 가능성이 있는 것으로 판단된다.

끝으로 경영진 현금보상 변화율에 대한 내외부 모니터링 효과를 추가적으로 분석한 결과에 따르면 내부의 사외이사과 외부의 기관투자자는 경영진보상에 대한 모니터링 역할을 하지 않는 것으로 나타났다.

본 논문은 우리나라에서 최대주주 일가의 이사회 참여 여부가 경영진보상에 미치는 효과를 분석한 최초의 실증연구로서, 최근 지배주주의 전횡과 경영진에 대한 과도한 보상에 대한 우려로 인해 임원보상의 적정성과 투명성을 확보하기 위하여 임원의 개인별 보상 내용을 자세히 공시하지는 논란에 시사점을 제공한다는 점에서 의의를 가진다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. II장에서는 경영진보상에 관한 선행연구를 정리하고 III장에서는 표본의 선정과 변수 및 연구방법에 대해 설명한다. IV장에서는 기초통계량과 실증분석 결과가 제시되며 V장에서는 본 연구의 결론과 한계점을 기술한다.

## II. 기존 연구

경영진보상과 관련된 연구는 경영진보상관련 자료가 자세히 공시되고 있는 미국을 중심으로 활발히 진행되어 왔다(Jensen and Murphy, 1990; Conyon and Leach, 1994; Core et al., 1999, Conyon and Murphy, 2000 등).<sup>3)</sup>

---

3) 이는 미국 등 몇몇 국가를 제외한 다른 나라에서는 경영진보상과 관련된 자료가 자세히 공시되지 않기 때문이다. 미국의 경우 보상요약표(summary compensation table)를 통해 임원들이 과거 3년 동안 회사로부터 지급받은 보상의 종류와 금액을 자세히 공시하고 있다(최문희, 2008). 반면 우리나라의 경우에는 매년 사업보고서를 통해 1년 동안 등기임원에

현재까지 많은 연구에서 기업규모, 성과, 지배구조, 소유구조 등이 경영진보상에 영향을 미친다고 하지만 일관된 결과를 보여주고 있지는 않다.

우선 경영진보상과 관련하여 가장 활발히 진행된 연구는 기업규모와 성과에 관련된 분석이다. Jensen and Murphy(1990)와 Murphy(1999)에 따르면 기업 규모가 큰 대기업일수록 CEO를 비롯한 경영진에게 상대적으로 더 많은 보상을 실시한다. 이는 기업 규모가 큰 기업의 경영진일수록 경영책임이 증가하고 업무도 복잡해지며(Talmor and Wallace, 2000), 또한 규모가 큰 기업일수록 생산성을 제고시키기 위해 경험이 많은 유능한 경영진을 선임하고자 하기 때문이다(Rosen, 1982; Kostiuk, 1990; Smith and Watts, 1992). 따라서 많은 연구에서 기업 규모는 경영진의 능력과 책임을 나타내는 대용변수로 종종 활용된다.

기업 성과와 경영진보상에 관한 기존의 실증 연구는 일관된 결과를 보고하고 있지는 않다(Conyon and Murphy, 2000; Main et al., 1996). 연구에 따라서 경영진보상이 회계 성과치 또는 주가수익률과 양의 상관관계를 보여준다고 하기도 하고 반면 그렇지 않다는 결과를 보여주는 연구도 있다. 특히 Murphy(1999)의 경우 성과와 CEO 보상 수준은 양의 상관관계를 가지지만 성과에 대한 보상의 민감도(pay-performance sensitivity)는 아주 작아서 경영진에게 적절한 인센티브를 제공하지 못한다고 주장한다. 또한 호주, 캐나다, 유럽, 영국 등 다른 나라에서는 성과와 보상간의 상관관계가 약하다는 연구 결과도 있다(Murphy, 1999; Core, Guay and Lacker, 2003). Kato, Kim and Lee(2005)은 1998년부터 2001년까지 우리나라의 KOSPI200에 속하는 상장기업을 표본으로 하여 실증분석을 하였는데, 이 결과에 따르면 한국 기업 경영진의 현금보상은 회계 성과 측정치 보다는 주가 수익률과 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 보였다. 반면 주가수익률 보다는 회계 성과 측정치와 더 연관성이 있다는 연구 결과(황인태, 1995)도 있으며, 주가수익률과 회계 성과 측정치 모두 현금보상에 영향을 미친다는 결과(김태수 외 2인, 1999)도 있다.

한편 경영진보상을 합리적으로 설계하고 집행하는 것은 이사회의 주된 역할이고 책임이며, 경영진보상은 이사회의 특성에 많은 영향을 받는다(Core, Holthausen and Larcker, 1999; Cyert et al., 1997). 하지만 경영자의 보상 계약

---

게 지급된 보상총액, 주총승인금액, 1인당 평균 지급액만을 사내이사와 사외이사로 구분하여 공시하고 있다. 보상관련 자료의 부족으로 인하여 우리나라에서는 경영진보상에 관한 다양한 실증 연구가 부족하고 몇 편의 기존 연구는 대부분 경영성과와 관련된 논문이다.

이 이사회와 당사자와의 협상에 의해 언제나 공정하게 결정되지는 않는다(Bebchuk and Fried, 2004). 경영자와 이사회는 종종 사적인 관계를 유지하거나 또는 잠재적으로 경영진보상 결정 과정에서 영향을 미칠 수 있는 여러 관계에 놓이기도 하고 많은 경우 이사회의 사내이사들이 자신의 보상을 결정하기도 한다. 이럴 경우 성과와는 무관한 보상이 이루어지기도 하고 때로는 과도한 보상이 결정되기도 한다. 이러한 대리인 비용을 감소시키기 위해서는 이사회의 효율성이 더욱 중요시 되는데, 이때 이사회의 독립성과 효율성은 경영진을 모니터링하는 사외이사들에 의해 결정된다(Conyon and Peck, 1998).

그리고 Fama and Jensen(1983)에 의하면 사외이사들은 경영진 노동 시장에서 자신들의 명성을 유지하기를 원하기 때문에 그들의 책임과 의무를 성실히 수행하고자 하는 유인이 있다고 한다. 하지만 기존의 몇몇 연구들에 의하면 사외이사들이 경영진들의 보상을 모니터링 하지 못하고 때로는 보상을 증가시킬 수도 있다는 연구결과를 보고하기도 한다. Crystal(1991)은 현실적으로 사외이사가 최고 경영자에 의해 임명되거나 해임되기 때문에 사외이사가 최고 경영자의 보상을 적절하게 견제하기는 어렵다고 주장한다. 그리고 Ezzamel and Watson(2002)과 Lorsch and MacIver( 1989)에 따르면 사외이사도 다른 기업의 사내이사인 경우가 있기 때문에 경영진의 보상의 증가는 타 기업 경영진보상의 증가로 이어질 수 있어, 사외이사들이 경영진의 높은 보상을 유도하기도 한다. 또 다른 이유로는 사외이사들이 더 유능한 사내이사들을 원할 수도 있기 때문이다. 국내의 관련 연구로는 김준철 외 2인(2005)이 있는데 이 연구에서는 사외이사 비율과 성과연동 경영자보상 간의 관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 그리고 대규모기업 집단 소속기업에서 경영자보상 수준의 변화분이 경영성과에 더 민감하게 반응하는 것을 보이면서 이러한 결과를 대규모기업집단에서는 그룹본부가 사실상의 이사회 기능을 수행하고 있는 것으로 해석하였다.

한편 소유구조는 경영진의 성과를 모니터링하고 경영진의 보상을 결정하는 유인이 되기 때문에 소유구조는 경영진보상 결정에 중요한 요소이다(Core and Guay, 1999; Cyert et al., 1997; Core, Holthausen, Larcker, 1999). 소유구조와 관련된 실증연구 결과를 보면 대주주의 지분과 최고경영자의 보상 간에는 통계적으로 유의한 음의 관계가 있으며(Cyert et al., 2002), 5% 이상의 지분을 가지고 있는 이사회 구성원이나 외부 주주가 있을 경우 최고경영자의 보상 수준은 낮고 최고경영자의 지분이 낮을수록 보상수준은 높게 나타났다(Core, Holthausen,

Larcker, 1999). 이러한 결과는 소액주주에 비해 대주주가 경영진을 모니터링 할 유인이 더 크다는 Shleifer and Vishny(1986)의 주장과 일관된다. 그리고 Allen(1981)은 최고경영자의 보상 수준은 최고경영자와 그의 가족들이 보유한 지분과 감소함수 관계를 보이며, 최고경영자와 관련 없는 이사회 구성원들이 보유한 지분과도 음의 상관관계를 가진다고 제시하였다.

한편 경영진보상과 성과간의 관계를 모니터링 하는 외부 메커니즘으로서 기관투자자의 지분도 경영진보상에 영향을 미친다(Chhaochharia and Grinstein, 2009). Black(1992)은 많은 지분을 가진 기관투자자일수록 더 강한 모니터링 역할을 할 것이고 때로는 다른 기관투자자와 연합하여 더 큰 영향력을 발휘할 것이라고 주장한다. 경영진보상에 있어서 기관투자자의 영향을 실증 분석한 Hartzell and Starks(2003)의 연구에 따르면 기관투자자의 지분과 성과에 대한 경영진보상의 민감도는 양의 상관관계에 있으며, 보상수준과는 음의 상관관계에 있다.

### Ⅲ. 표본 및 연구 방법

#### 1. 표본의 선정

본 연구는 실증분석을 위하여 우선적으로 2004회계연도부터 2007회계연도동안 한국거래소 유가증권시장에 상장된 2692사 중 금융업종과 비12월 결산법인을 제외한 2349사를 최초 표본으로 하였고, 이 중에서 사업보고서에 사내이사 1인당 평균 보상액을 공시한 1620사를 최종표본으로 선정하였다.

사내이사 1인당 평균보상액 및 주식매수선택권 부여 여부에 관한 자료는 금융감독원 전자공시시스템에 공시되어 있는 각 기업의 사업보고서에서 수집하였다. 임원의 보상액을 공시한 상장기업의 사업보고서에서 사내이사와 사외이사의 보상액을 구분하지 않고 전체이사의 보상액만을 공시한 기업은 표본 수집 대상에서 제외하였다. 표본기업의 재무자료, 최대주주 및 특수관계인 지분율, 기관투자자 지분율은 DataGuide Pro에서 수집하였고, 주가자료는 자본시장연구원의

KCMI-SD에서 추출하였다. 그리고 이사회 부문 점수, 사외이사 비율, 사내이사 지분율, 등기임원이면서 최대주주 및 등기임원이면서 특수관계인의 지분율은 한국기업지배구조센터(KCGS)<sup>4)</sup>의 ‘상장법인 기업지배구조평가’ 자료를 활용하였다.

## 2. 변수의 정의

우리나라에서는 기본급, 성과급, 기타 수입을 포함하는 임원의 현금보상액을 사내이사, 사외이사, 감사 등으로 구분하여 전체 임원의 현금보상 총액과 1인당 평균 보상액을 사업보고서를 통해 공시하고 있다. 본 연구에서 초점이 되는 경영진의 현금보상액은 사내이사 1인이 회사로부터 지급받는 평균 현금보상액을 의미한다.

성과 측정치는 경영진의 보상이 주주의 이해와 일치되어 대리인 비용을 감소시키는 기제로 작용하는지를 검증하기 위한 변수로 시장수익률 대비 초과수익률을 사용한다. Morgan & Poulsen(2001)에 따르면 경영진보상을 주가에 연동시키는 것이 경영 효율성을 제고시킨다고 한다.

이사회 수준을 보여주는 대리변수로는 기업지배구조센터(CGS)의 ‘상장법인 기업지배구조평가’ 점수 중 이사회 부문 점수를 사용한다. 기업지배구조센터의 이사회 부문 평가는 이사회의 구성 12문항(35점), 이사회의 운영, 평가 및 보상 18문항(55점) 등 총 30문항(90점 만점)으로 구성되어 있으며, 이러한 문항들은 사업보고서 및 각종 공시자료에 기초하여 평가되고 있다. 이사회의 구성 부문 평가는 사외이사 관련 문항, 이사회 의장의 분리 여부, 보상위원회 및 추천위원회 설치 및 구성관련 문항 등으로 이루어져 있고, 이사회의 운영, 평가 및 보상 부문 평가는 이사회 및 각종 위원회의 운영규정, 정기 이사회, 이사회 개최 횟수, 손해배상 책임보험 가입 여부, 이사회 평가 여부, 사외이사 출석률, 기타 관련 내용의 공시 여부 등의 문항으로 구성되어 이사회의 다양한 측면을 평가하고 있다. 여기서 이사회부문 점수가 높다는 것은 이사회가 투명하고 전문성을 갖추어 효율적

---

4) 한국기업지배구조센터(Korea Corporate Governance Service)는 한국거래소, 금융투자협회, 상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회를 사원기관으로 두고 2002년에 설립되어 2003년부터 매년 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 전체 상장기업을 대상으로 기업지배구조평가를 실시하고 있다.



으로 운영될 수 있다는 것을 의미한다. 따라서 기업지배구조센터의 이사회 부문 평가 결과는 다양한 측면에서 상장기업의 이사회 수준을 가늠할 수 있는 객관적인 지표로 간주될 수 있다.<sup>5)</sup>

지분을 관련변수로 사내이사 지분율은 이사회 구성원 중 사외이사를 제외한 사내이사들이 보유한 지분의 합이고, 참여 지분율은 최대주주 또는 최대주주의 친인척이면서 이사회를 구성하는 등기임원인 경우 이들의 지분을 합한 값이다. 또한 특수관계 지분율은 최대주주 및 특수관계인 지분율의 합이다.

경영진보상 변화율과 성과간의 관계를 모니터링 하는 내외부 메커니즘으로 사외이사 비율과 기관투자자 지분율을 설정하였다(Chhaochharia and Grinstein, 2009; Shleifer and Vishny, 1986; Huddart, 1993; Hartzell and Starks, 2003). 기관투자자 지분율은 자산운용, 은행, 증권, 보험, 기금 등 기관투자자들이 보유하고 있는 지분의 합이다. 사외이사 비율은 전체 이사회 규모에서 사외이사가 차지하는 비중이다.

스톡옵션 더미는 Kato, Kim and Lee(2005)의 연구에서와 같이 스톡옵션의 부여 여부가 경영진보상 수준과 변화율에 미치는 영향을 분석하기 위한 변수로서 1년 동안 스톡옵션을 부여한 적이 있으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다.

그리고 성장기회가 크고 영업구조가 복잡한 대기업일수록 능력 있는 경영진을 선호할 것이고 이들은 더 많은 보상을 요구할 것이다(Rosen, 1982; Smith and Watts, 1992). 또한 당해기업의 정보환경 차이와 영업환경 위협으로 대변되는 총 위험 또한 경영진보상 수준의 주요한 결정요인이다(Core, Holthausen & Larcker, 1999; Smith and Watts, 1992). 따라서 본 연구에서는 Core, Holthausen & Larcker(1999)와 유사하게 경영진보상 수준을 분석하는 모형에서 이러한 요인들을 통제한다. 기업 규모의 대리변수로는  $\ln(\text{자산총액})$ 을 투자기회의 대리변수로는 market/book 비율의 과거 5년간 평균값을 그리고 기업위험의 대리변수로는 과거 5년간의 주가수익률 표준편차로 측정한다.<sup>6)</sup>

끝으로 실증분석을 위한 모든 모형에는 패널 데이터의 시계열적 변동요인을 통제하기 위해서 연도더미를 포함시킨다.

---

5) 기업지배구조센터의 ‘상장법인 기업지배구조 평가’ 결과를 활용한 국내 연구로는 김준철, 신현한, 장진호(2005) 등이 있다.

6) 이론적인 모형(Banker and Datar, 1989)은 기업위험과 경영진의 기대보상수준이 증가함수 관계일수도 있고 감소함수 관계일 수도 있음을 제시한다. Cyert et al.(1997)은 상대적으로 더 큰 주가수익률 변동성을 보인 기업에서 최고경영자 보상이 더 크다는 것을 제시하였다.

### 3. 연구 방법

본 연구는 이사회 특성인 경영진보상 수준과 변화율에 미치는 영향을 분석한다. 이사회 특성으로는 최대주주 일가가 이사회에 미치는 영향, 이사회 수준, 이사회 소유구조, 내외부 모니터링 메커니즘, 자산규모 등이 있다. 자산규모와 관련하여 우리나라는 자산총액 2조원 이상이 되는 기업에 대해 사외이사 선임 비율 강화(이사총수의 1/2 이상), 감사위원회 설치 의무화 등 이사회와 관련하여 여러 가지 규제를 가하고 있다. 따라서 실증연구에서는 이사회 특성에 영향을 미치는 규제효과를 고려하여 자산총액 2조원 이상 기업군과 자산총액 2조원 이하 기업군으로 표본을 구분하였다. 그리고 최대주주 일가가 이사회에 미치는 영향을 분석하기 위하여 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 지분을 가진 등기임원으로서 이사회에 참여하여 경영의사결정에 직접적인 영향력을 행사하는 기업군과 그렇지 않은 기업군으로 다시 표본을 나누었다. 이렇게 나누어진 표본 그룹을 통해 이사회 수준, 이사회 소유구조, 내외부 모니터링 메커니즘이 경영진보상에 미치는 영향을 분석한다.

경영진보상 수준과 관련된 분석에서는 먼저 이사회 수준이 경영진보상 수준에 미치는 영향에 대한 분석이 선행되고 이후 소유구조가 경영진보상 수준에 어떠한 영향을 미치는지 분석한다. 그리고 경영진보상 변화율에 대한 분석에서는 보상 변화율이 성과 측정치와 연동되는지를 분석하고, 이후 분석에서는 성과연동 경영진보상에 대한 내외부 모니터링 시스템이 작동하고 있는지를 검증한다.

이러한 실증분석을 위해 본 논문에서는 불균형 패널자료(unbalanced panel)를 이용하여 시계열적 특성과 횡단면적 특성을 동시에 고려할 수 있는 고정효과모형(fixed effect models)을 이용한다.

아래 식은 이사회 수준과 소유구조가 경영진보상 수준에 미치는 영향을 분석하기 위한 식이며, 소유구조가 보상에 미치는 영향의 비선형성을 고려하기 위하

---

7) 일반적으로 패널데이터 분석에는 고정효과 모형(fixed effects) 또는 변동효과 모형(random effects)이 사용된다. 본 연구의 모형에서는 하우스만 검증(Hausman Specification Test) 결과 '개별특성효과와 독립변수는 상관관계가 없다'라는 귀무가설이 기각되어 고정효과 모형을 사용한다.

여 이차항을 추가하였다.

$$\begin{aligned} \ln(\text{보상})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{성과}_{it} + \beta_2 \text{이사회수준}_{it} + \beta_3 \text{참여지분율}_{it} + \beta_4 \text{참여지분율}^2 \\ & + \beta_5 \text{사내이사지분율}_{it} + \beta_6 \text{사내이사지분율}^2 + \beta_7 \text{특수관계지분율}_{it} \\ & + \beta_8 \text{특수관계지분율}^2 + \beta_9 \text{기업규모}_{it} + \beta_{10} \text{성장기회}_{it} + \beta_{11} \text{위험}_{it} \\ & + \beta_{12} \text{스톡옵션더미}_{it} + \beta_{13} \text{연도더미}_t + u_{it} \end{aligned}$$

그리고 아래 식에서는 성과와 경영진보상 변화율 간의 관계에 있어서 이사회, 사외이사 및 기관투자자에 의한 모니터링 효과를 검증하기 위하여 각각의 변수와 성과와의 교차항을 추가하였다.  $\Delta \ln(\text{보상})_{it}$ 는  $\ln(\text{보상})_{it}$ 에서  $\ln(\text{보상})_{it-1}$ 를 차감한 값이다.

$$\begin{aligned} \Delta \ln(\text{보상})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{성과}_{it} + \beta_2 \text{이사회수준}_{it} + \beta_3 (\text{이사회수준} \times \text{성과})_{it} \\ & + \beta_4 \text{사외이사비율}_{it} + \beta_5 (\text{사외이사비율} \times \text{성과})_{it} \\ & + \beta_6 \text{기관투자자지분율}_{it} + \beta_7 (\text{기관투자자지분율} \times \text{성과})_{it} \\ & + \beta_8 \text{스톡옵션더미}_{it} + \beta_9 \text{연도더미}_t + u_{it} \end{aligned}$$

## IV. 실증분석 결과

### 1. 기초통계량

주요 변수의 기초통계량이 <표 1>에 제시되어 있다. 패널 A는 연도별 및 표본 그룹별로 사내이사 1인당 평균 현금보상액을 보여준다. 전체 표본기업의 경영진 1인당 평균 현금 보상액은 268백만원이다. 연도별 평균 현금보상액을 살펴보면 2004회계연도에 255백만원, 2005회계연도에 220백만원, 2006회계연도에 268백만

**<표 1> 사내이사 1인당 평균 현금보상액과 주요 변수의 기초통계량**

분석에 활용된 최종 표본은 fy2004부터 fy2007까지 12월 결산 상장법인 중 금융업 관련 상장법인을 제외한 총 1620개 불균형 패널(unbalanced panel) 자료이다. 아래 패널 A와 패널 B는 연구모형에서 종속변수로 사용된 사내이사 1인당 평균 현금보상액과 주요변수를 그룹별 및 연도별로 구분하여 평균과 표준편차를 보여주고 있다. 그룹 구분에서 참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회의 구성원으로서 이사회의 경영의사결정에 직접적인 영향력을 행사하고 있는 기업군이며, 미참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회에 참여하지 않아 이사회의 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하지 않는 기업군이다. 성과(return)는 1년간 시장수익률 대비 초과수익률을 의미한다. 참여 지분율은 최대주주 또는 최대주주의 친인척이면서 이사회를 구성하는 등기임원인 경우 이들의 지분을 합한 값이다. 사내이사 지분율은 이사회 구성원 중 사외이사를 제외한 사내이사들이 보유한 지분의 합이다. 특수관계 지분율은 최대주주 및 특수관계인 지분율의 합이다. 이사회 수준은 기업지배구조센터(CGS)의 상장기업 지배구조 평가점수 중 이사회 부문 점수이다. 기관투자자 지분율은 자산운용, 은행, 증권, 보험, 기금 등 기관투자자들이 보유하고 있는 지분의 합이다. 스톡옵션 더미는 1년 동안 스톡옵션을 부여한 적이 있으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다. 기업규모는 ln(자산총액)이고, 성장기회는 market to book 비율의 과거 5년간 평균이며, 위험은 과거 5년간의 주가수익률 표준편차이다.

패널 A: 사내이사 1인당 평균 현금보상액, 단위: 백만원

	전체		자산총액 2조원 이상		자산총액 2조원 미만		자산총액 2조원 이상 참여		자산총액 2조원 이상 미참여		자산총액 2조원 미만 참여		자산총액 2조원 미만 미참여	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
전체	268	541	809	1,310	186	171	1,170	1,900	561	506	184	148	189	206
fy2004	255	592	738	1,380	166	132	1,180	2,160	464	375	158	104	182	175
fy2005	220	406	708	1,100	165	136	1,070	1,610	450	350	168	139	159	132
fy2006	268	381	795	820	194	168	1,080	1,080	563	411	200	173	183	160
fy2007	352	780	962	1,710	228	233	1,340	2,590	724	702	214	153	252	330

패널 B: 주요변수의 기초통계량

Variable	전체		자산총액 2조원 이상		자산총액 2조원 미만		자산총액 2조원 이상 참여		자산총액 2조원 이상 미참여		자산총액 2조원 미만 참여		자산총액 2조원 미만 미참여	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
성과	29.75	158.5	29.23	126.9	29.82	162.8	26.77	65.93	30.93	156.0	23.06	117.4	42.18	222.6
사내이사 지분율	13.84	14.64	4.54	7.58	15.24	14.93	10.81	8.48	0.20	1.26	22.53	13.42	1.99	5.36
참여 지분율	12.68	14.50	4.41	7.57	13.94	14.88	10.79	8.48	0.00	0.00	21.60	13.33	0.00	0.00
특수관계 지분율	40.30	16.56	33.68	15.21	41.31	16.53	33.83	12.56	33.58	16.85	40.81	15.50	42.21	18.24
이사회 수준	22.41	9.84	39.11	11.27	19.88	6.61	36.37	8.53	41.00	12.50	19.15	6.04	21.21	7.37
사외이사 비율	34.30	12.68	56.14	7.49	30.99	9.66	54.41	6.54	57.34	7.89	29.98	8.06	32.84	11.83
기관투자자 지분율	3.10	8.69	4.07	10.4	2.95	8.38	1.10	2.85	6.12	13.0	1.73	4.13	5.17	12.7
스톡옵션 더미	0.04	0.21	0.07	0.26	0.04	0.20	0.07	0.25	0.07	0.26	0.03	0.17	0.06	0.23
기업규모	26.44	1.56	29.37	0.80	25.99	1.10	29.32	0.82	29.40	0.78	25.94	1.05	26.09	1.18
성장기회	0.91	0.98	1.24	1.17	0.86	0.94	0.89	0.56	1.48	1.40	0.75	0.85	1.05	1.07
위험	0.20	0.19	0.17	0.14	0.20	0.20	0.15	0.04	0.19	0.18	0.19	0.17	0.23	0.24

원, 2007회계연도에 352백만원으로 나타나 2005회계연도를 제외하면 보상액은 연도별로 증가세를 보이고 있다.

표본 그룹별로 보면 자산총액 2조원 이상 기업군의 평균 현금보상액은 809백만원으로 나타나 자산총액 2조원 이하 기업의 186백만원에 비해 상당히 높은 수준이다.

자산총액 2조원 이상 기업군에서 최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하고 있는 경우에는 경영진 1인당 평균 1,170백만원의 보상액을 지급받아 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 기업군의 561백만원보다 2배 이상 많은 보상을 받고 있는 것으로 나타났다. 반면 자산총액 2조원 이하 기업군에서는 최대주주 일가의 이사회 참여 여부에 따른 경영진의 보상의 차이가 크게 나타나지는 않는다. 평균 보상금액을 통해 보면 자산총액 2조원 이상 기업군이면서 최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하는 경우에 경영진들은 가장 많은 보상을 받고 있는 것으로 나타났다.<sup>8)</sup>

패널 B는 표본 그룹별로 주요변수의 기초통계량을 보여주고 있다. 전체 표본의 평균 성과(시장수익률 대비 초과수익률)는 29.75%이며, 자산총액 2조원 미만 이면서 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 기업군의 성과는 42.18%로 표본 그룹 중에서 가장 높게 나타났다. 사내이사 지분율, 참여 지분 그리고 최대주주 및 특수관계인의 지분율은 전체 표본의 평균값이 각각 13.84%, 12.68%, 40.30%로 나타났다. 사내이사 지분율과 참여 지분율을 비교해보면 사내이사 지분율의 대부분은 최대주주 일가의 지분율임을 알 수 있고, 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 경우에는 사내이사의 지분율이 낮게 나타났다. 기업지배구조 센터의 이사회부문 평가결과인 이사회 수준은 전체 표본의 평균 점수가 90점 만점에 22.41점으로 나타났고, 표본 그룹별로 보면 자산총액 2조원 이상 기업군이 39.11점으로 자산총액 2조원 이하 기업군의 19.88점 보다 높았으며, 최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하는 기업군의 경우에는 그렇지 않은 기업군에 비해 자산총액 2조원 이상 기업군과 2조원 이하 기업군 모두에서 점수가 낮게 나타났다. 사외이사 비율의 경우에도 규모가 큰 기업군에서 선임비율이 높게 나타났다. 사외이사 비율과 이사회 수준이 규모에 따라 차이를 보이는 것은 규제효과의 영향이 큰 것으로 추정된다. 기관투자자는 전체 표본기업에서 평균 3.10%의 지분율

8) 최고경영자에 대한 보상 자료가 없기 때문에 이러한 결과가 최고경영자만의 높은 보상수준에 기인하는지 아니면 경영진 모두의 높은 보상수준에 기인하는지는 알 수 없다.

보유하고 있으며, 최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하지 않는 기업군에 상대적으로 많은 지분을 투자하고 있는 것으로 나타났다. 그리고 최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하는 기업군에 비해 최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하지 않는 기업군에서 상대적으로 성장기회가 높고 위험 또한 높은 것으로 나타났다.

## 2. 실증분석 결과

### 2.1 최대주주 일가의 이사회 참여 여부와 이사회 수준이 경영진 현금보상 수준에 미치는 영향

<표 2>에는 최대주주 일가의 이사회 참여 여부와 이사회 수준이 경영진 현금보상 수준에 미치는 영향을 분석한 결과가 제시되어 있다. 우리나라는 자산규모가 2조원 이상인 상장법인에 대해 이사회 구성과 운영에 관한 규제를 가하고 있다. 따라서 이후 실증 분석에서는 이러한 규제 효과를 통제하기 위해 자산총액 2조원 이상 기업군과 자산총액 2조원 이하 군으로 표본을 나누어 분석하였다. 그리고 이사회에 대한 최대주주 일가(최대주주 및 친인척)의 직접적인 영향력 행사 여부가 경영진 현금 보상 수준 결정에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 규모별로 나누어진 표본에서 최대주주 일가(최대주주 및 친인척)가 이사회에 직접 참여하여 이사회 의사결정에 영향을 미치는 기업군과 그렇지 않은 기업군으로 표본을 다시 구분하였다.

전체 표본을 대상으로 한 회귀식 (1)은 이사회 수준이 높고 기업규모가 클수록 보상수준이 높음을 보여준다. 하지만 표본을 구분하여 분석한 결과에 따르면 최대주주 일가의 이사회 참여 여부에 따라 상이한 결과를 보여준다.

최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하는 경우인 회귀식 (2)와 회귀식 (4)에서는 이사회수준 변수가 양의 값을 보이거나 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 경영진보상 수준을 결정하는 이사회에 최대주주 일가가 미치는 영향력이 커 이사회 수준 보다는 최대주주 일가에 의해 보상수준이 결정될 수 있다는 가능성을 보여준다.

**<표 2> 최대주주 일가의 이사회 참여 여부와 이사회 수준이  
경영진 현금보상 수준에 미치는 영향**

fy2004부터 fy2007까지 12월 결산 상장법인 중 금융업 관련 상장법인을 제외한 표본을 대상으로 하여 고정효과(fixed effects) 패널모형(unbalanced panel)을 이용하여 분석한다. 그룹 구분에서 참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회 구성원으로서 이사회 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하고 있는 기업군이며, 미참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회에 참여하지 않아 이사회 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하지 않는 기업군이다. 종속변수인 사내이사 1인당 평균 현금보상 수준은 ln(사내이사 1인당 평균 현금보상액)이다. 성과는 1년간 시장수익률 대비 초과수익률을 의미한다. 이사회 수준은 기업지배구조센터(CGSC)의 상장기업 지배구조 평가점수 중 이사회 부문 점수이다. 스톡옵션 더미는 1년 동안 스톡옵션을 부여한 적이 있으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다. 기업규모는 ln(자산총액)이고, 성장기회는 market to book 비율의 과거 5년간 평균이며, 위험은 과거 5년간의 주가수익률 표준편차이다. 괄호안의 수치는 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	전체 (1)	자산총액 2조원 이상		자산총액 2조원 미만	
		참여 (2)	미참여 (3)	참여 (4)	미참여 (5)
상수	14.2931*** (9.65)	5.5785 (0.41)	27.8213*** (2.72)	14.3225*** (6.33)	16.4748*** (4.55)
성과	-0.0001 (-1.06)	-0.0003 (-0.3)	0.0000 (0.2)	-0.0001 (-1.14)	-0.0001 (-0.64)
이사회 수준	0.0078*** (3.48)	0.0006 (0.06)	0.0110** (2.16)	0.0027 (0.81)	0.0181*** (3.52)
스톡옵션 더미	-0.0305 (-0.45)	0.0445 (0.12)	0.3033* (1.75)	0.0404 (0.38)	-0.1943 (-1.46)
기업규모	0.1640*** (2.91)	0.4998 (1.09)	-0.2805 (-0.8)	0.1632* (1.87)	0.0659 (0.47)
성장기회	-0.0059 (-0.21)	0.1027 (0.25)	0.2386** (1.98)	0.0943* (1.88)	-0.0222 (-0.3)
위험	0.0647 (0.52)	-0.7905 (-0.2)	-3.3639** (-1.99)	0.0079 (0.04)	0.2461 (1.19)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함
R_sqr	0.4752	0.4754	0.1178	0.2863	0.2119
표본수	1561	85	121	874	481

반면 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 기업군의 경우인 회귀식 (3)과 회귀식 (5)의 경우에는 이사회수준 변수가 통계적으로 유의한 양의 값을 보여 이

사회 수준이 높을수록 경영진보상 수준이 높은 것으로 나타났다. 이사회 수준이 높다는 것은 이사회가 투명하고 전문성을 갖추어 효율적인 경영의사결정을 수행할 수 있음을 의미한다. 따라서 이사회 수준이 높은 기업일수록 이사회를 효율적으로 운영하고 합리적인 경영의사결정을 수행할 수 있는 유능한 경영진을 선임하고자 하기 때문에 보상수준이 높은 것으로 추정해 볼 수 있다.

이러한 결과는 최대주주 일가의 이사회 참여 여부에 따라 경영진보상 수준이 영향을 받고 있음을 시사한다. 최대주주 일가가 이사회 구성원으로서 경영의사결정에 직접 참여하는 경우 경영진보상 수준은 최대주주 일가에 의해 영향을 받고 있고 반면 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 경우에는 이사회 질적인 수준이 경영진보상 수준 결정에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

스톡옵션 더미는 자산총액이 2조원 이하이고 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 기업군에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보인다. 이러한 결과는 주식매수선택권을 부여한 기업에서 경영진의 현금보상 수준도 높다는 것을 의미하고 이는 해당 기업군에서 보상과 관련한 대리인비용이 클 가능성이 있는 것으로 판단된다.

경영성과는 모든 회귀식에서 유의하지 않았으며, 기업규모는 회귀식 (4)에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보이며, 성장기회는 회귀식 (3)과 (4)에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고, 위험은 회귀식 (3)에서 통계적으로 유의한 음의 값을 보인다. 그리고 회귀식 (2)와 (5)는 통제변수에 영향을 받지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 특성에 따라 경영진보상 수준에 미치는 요인을 다를 수 있음을 보여준다.

## 2.2 최대주주 일가의 이사회 참여 여부와 소유구조가 경영진 현금보상 수준에 미치는 영향

<표 3>에는 최대주주 일가의 이사회 참여 여부와 소유구조가 경영진 현금보상 수준에 미치는 영향을 분석한 결과가 제시되어 있다. 소유구조 분석에서는 참여지분율, 사내이사 지분율, 특수관계 지분율이 경영진보상 수준에 미치는 영향의 비선형성을 확인하기 위해 모형에 이차항을 추가하였다. 그리고 최대주주 일가가 이사회에 참여하고 있는 표본 그룹에서는 이사회에 참여하고 있는 최대주주 일



가의 지분(참여 지분율)이 경영진보상 수준에 미치는 영향을 분석하고, 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 표본 그룹에서는 사내이사의 지분과 최대주주 및 특수관계인의 지분(특수관계 지분율)이 경영진보상 수준에 미치는 영향을 분석한다.

회귀식 (1)과 (2)는 자산규모 2조원 이상 기업군 중에서 최대주주 일가가 이사회에 참여하고 있는 표본 그룹의 분석결과를 보여주고 있는데, 최대주주 일가의 지분의 영향을 보여주는 참여 지분율 변수값이 일차항과 이차항 모두 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

자산규모 2조원 이상 기업군 중에서 최대주주 일가가 이사회에 참여하고 있지 않은 표본 그룹의 분석 결과에서는 회귀식 (3)에서 특수관계 지분율 변수 값은 통계적으로 유의한 음의 값을 보였고 회귀식 (4)에서 이차항의 계수 값은 유의하지 않았다. 즉 자산총액 2조원 이상 기업이면서 최대주주 일가가 이사회에 경영의사결정에 직접 참여하지 않는 기업군에서는 이사회 외부의 최대주주와 특수관계인의 지분율이 높을수록 경영진의 보상 수준은 낮은 것으로 나타났다.

그리고 자산규모가 2조원 이하 기업군 이면서 최대주주 일가가 이사회에 참여하고 있는 기업군의 분석결과를 보여주는 회귀식 (5)와 회귀식 (6)에 의하면, 회귀식 (6)에서 참여 지분율의 이차항의 값이 통계적으로 유의한 양의 값을 보인다. 이는 이사회에 참여하는 최대주주 일가의 지분이 일정 수준 이상으로 높아지면 경영진보상 수준이 낮아지는 것을 의미한다. 이는 경영진보상 수준을 결정하는 이사회에 최대주주 일가가 영향을 미칠 가능성이 있다는 <표 2>의 결과 해석에 대한 근거가 된다. 자산규모가 큰 기업과 달리 상대적으로 자산규모가 작은 기업군에서 이러한 결과를 보이는 것은 자산 규모가 큰 기업군의 참여지분율(평균 10.79%)보다 2배 이상 많은 참여지분율(평균 21.60%)을 보유하면서 이사회에 경영의사결정에 참여하기 때문에 경영진의 과도한 보상에 대한 외부로부터의 비난을 회피하기 위함일 수도 있다. 또한 최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하기 때문에 본인들이 보상 수준을 낮게 책정함으로써 해서 다른 이사들의 보상을 낮게 지급하려는 정당성을 부여받기 위한 개연성도 있다(Firth et al., 1996).

회귀식 (7)과 회귀식 (8)은 자산규모 2조원 이하 기업군 중에서 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 표본 그룹의 분석결과를 보여주는데, 사내이사 지분율 및 특수관계 지분율의 일차항과 이차항의 계수 모두 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

**<표 3> 최대주주 일가의 이사회 참여 여부와 소유구조가  
경영진 현금보상 수준에 미치는 영향**

fy2004부터 fy2007까지 12월 결산 상장법인 중 금융업 관련 상장법인을 제외한 표본을 대상으로 하여 고정효과(fixed effects) 패널모형(unbalanced panel)을 이용하여 분석한다. 그룹 구분에서 참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회 구성원으로서 이사회의 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하고 있는 기업군이며, 미참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회에 참여하지 않아 이사회의 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하지 않는 기업군이다. 종속변수인 사내이사 1인당 평균 현금보상 수준은 ln(사내이사 1인당 평균 현금보상액)이다. 성과는 1년간 시장수익률 대비 초과수익률을 의미한다. 참여 지분율은 최대주주 또는 최대주주의 친인척이면서 이사회를 구성하는 등기임원인 경우 이들의 지분을 합한 값이다. 사내이사 지분율은 이사회 구성원 중 사외이사를 제외한 사내이사들이 보유한 지분의 합이다. 특수관계 지분율은 최대주주 및 특수관계인 지분율의 합이다. 기업규모는 ln(자산총액)이고, 성장기회는 market to book 비율의 과거 5년간 평균이며, 위험은 과거 5년간의 주가수익률 표준편차이다. 괄호안의 수치는 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	자산총액 2조원 이상				자산총액 2조원 미만			
	참여		미참여		참여		미참여	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
상수	3.3760 (0.24)	3.8248 (0.26)	26.4253** (2.47)	27.2699** (2.43)	14.492*** (6.28)	14.655*** (6.37)	15.562*** (4.2)	15.512*** (3.98)
성과	-0.0003 (-0.28)	-0.0003 (-0.29)	0.00003 (0.14)	0.0001 (0.22)	-0.0001 (-1.19)	-0.0002 (-1.41)	-0.0001 (-0.47)	-0.0001 (-0.43)
참여 지분율	0.0148 (0.62)	0.0206 (0.33)			-0.0016 (-0.54)	0.0128* (1.69)		
(참여 지분율) <sup>2</sup>		-0.0001 (-0.1)				-0.0003** (-2.07)		
사내이사 지분율			1.6350 (1.29)	0.9023 (0.48)			-0.0029 (-0.25)	-0.0181 (-0.42)
특수관계 지분율			-0.0148** (-2.16)	-0.0283 (-1.18)			-0.0002 (-0.07)	0.0009 (0.09)
(사내이사 지분율) <sup>2</sup>				0.8551 (0.61)				0.0004 (0.37)
(특수관계 지분율) <sup>2</sup>				0.0002 (0.57)				-0.00001 (-0.12)
스톡옵션 터미	0.1560 (0.39)	0.1458 (0.35)	0.3258* (1.88)	0.3279* (1.87)	0.0471 (0.45)	0.0563 (0.54)	-0.1922 (-1.41)	-0.1947 (-1.42)
기업규모	0.5722 (1.21)	0.5561 (1.1)	-0.2260 (-0.62)	-0.2907 (-0.78)	0.1596* (1.8)	0.1484* (1.68)	0.1138 (0.8)	0.1154 (0.78)
성장기회	0.0640 (0.15)	0.0592 (0.14)	0.2797** (2.31)	0.3094** (2.4)	0.0949* (1.89)	0.1000** (1.99)	-0.0297 (-0.4)	-0.0257 (-0.34)
위험	-1.0036 (-0.27)	-1.0870 (-0.28)	-2.2240 (-1.29)	-2.4146 (-1.38)	0.0066 (0.04)	0.0068 (0.04)	0.2174 (1.03)	0.2285 (1.06)
연도터미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R_sqr	0.4102	0.3874	0.0257	0.0026	0.2762	0.2254	0.1777	0.1756
표본수	85	85	121	121	874	874	481	481

### 2.3 최대주주 일가의 이사회 참여 여부, 성과 및 이사회 수준이 경영진보상 변화율에 미치는 영향

<표 4>의 패널 A는 최대주주 일가의 이사회 참여 여부 및 경영성과가 경영진보상 변화율에 미치는 영향을 보여주고 있다. 회귀식 (4)에서만 성과의 계수 값이 통계적으로 유의한 양의 값으로 나타나, 경영진보상 변화율이 경영성과에 연동하는 경우는 자산규모가 2조원 미만이면서 최대주주 일가가 이사회에 참여하는 기업군으로 나타났다.

이러한 결과를 <표 3>과 연결해서 분석해 보면 자산규모가 2조원 이하이면서 최대주주 일가가 이사회에 참여하는 경우 최대주주 일가의 지분율이 일정 수준 이상이 되면 경영진보상 수준은 낮아지지만, 성과에 연동하여 보상을 실시하고 있음을 알 수 있다.

그리고 패널 B는 최대주주 일가의 이사회 참여 여부 및 이사회 수준이 경영진 현금보상 변화율에 미치는 영향을 보여주고 있는데, 여기서는 이사회 수준이 경영성과에 민감하게 반응하는가를 분석하기 위해 이사회 수준과 경영성과 간의 교차변수를 추가하였다. 분석 결과에 따르면 이사회 수준과 경영성과 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 양의 값을 보이는 경우는 회귀식 (2)와 회귀식 (4)로 나타났다. 회귀식 (3)과 회귀식 (5)의 교차변수 값은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉 자산규모에 상관없이 최대주주 일가가 이사회에 참여하고 있는 기업군에서는 이사회 수준이 높을수록 경영성과에 연동하는 경영진보상이 실시되고 있음을 알 수 있다.

이 결과를 <표 2>의 결과와 연결해서 분석해 보면 자산규모에 상관없이 최대주주 일가가 이사회에 참여하는 기업의 경우에는 경영진보상수준은 이사회 수준에 영향을 받지 않지만, 경영진보상 변화율은 이사회 수준이 높을수록 성과에 민감하게 반응함을 알 수 있다. 이러한 결과는 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 기업의 경우와 정반대의 결과이다. 이는 이사회에 참여하고 있는 최대주주 일가가 경영진보상을 결정하는 이사회에 많은 영향력을 행사하고 있으며, 이사회 수준이 높은 기업에서는 최대주주 일가가 경영진의 경영성과에 대해 모니터링 역할을 하고 있음을 추정해 볼 수 있다.

**<표 4> 최대주주 일가의 이사회 참여 여부와 성과 및 이사회 수준이  
경영진 현금보상 변화율에 미치는 영향**

fy2004부터 fy2007까지 12월 결산 상장법인 중 금융업 관련 상장법인을 제외한 표본을 대상으로 하여 고정효과(fixed effects) 패널모형(unbalanced panel)을 이용하여 분석한다. 그룹 구분에서 참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회 구성원으로서 이사회의 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하고 있는 기업군이며, 미참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회에 참여하지 않아 이사회의 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하지 않는 기업군이다. 종속변수인 사내이사 1인당 평균 현금보상 변화율은  $\ln(\text{사내이사 1인당 평균 현금보상액})_t - \ln(\text{사내이사 1인당 평균 현금보상액})_{t-1}$ 이다. 성과는 1년간 시장 수익률 대비 초과수익률을 의미한다. 이사회 수준은 기업지배구조센터(CGSC)의 상장기업 지배구조 평가점수 중 이사회 부문 점수이다. 스톡옵션 더미는 1년 동안 스톡옵션을 부여한 적이 있으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다. 괄호안의 수치는 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

패널 A: 경영성과가 경영진 현금보상 변화율에 미치는 영향

	전체 (1)	자산총액 2조원 이상 참여 (2)	자산총액 2조원 미만 미참여 (3)	자산총액 2조원 미만 참여 (4)	자산총액 2조원 미만 미참여 (5)
상수	0.1463*** (4.9)	0.4815*** (2.87)	0.0951 (0.84)	0.1039*** (2.97)	0.1326* (1.73)
성과	0.0002 (1.17)	-0.0029 (-1.4)	0.0001 (0.14)	0.0006*** (2.54)	0.0001 (0.26)
스톡옵션 더미	-0.1483 (-1.12)	0.1112 (0.15)	-0.3075 (-0.91)	-0.3345 (-1.61)	0.0417 (0.16)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함
R_sqr	0.0033	0.1062	0.0129	0.0081	0.0080
표본수	983.0000	64.0000	84.0000	543.0000	292.0000

패널 B: 이사회 수준이 성과연동 경영진보상에 미치는 영향

	전체 (1)	자산총액 2조원 이상 참여 (2)	자산총액 2조원 미만 미참여 (3)	자산총액 2조원 미만 참여 (4)	자산총액 2조원 미만 미참여 (5)
상수	0.0510 (0.37)	1.3471 (1.27)	-1.7073** (-2.24)	0.2144 (1.34)	-0.1528 (-0.51)
성과	0.0003 (0.55)	-0.0194* (-1.91)	0.0072 (1.24)	-0.0013 (-1.21)	0.0021 (1.08)
이사회 수준	0.0041 (0.7)	-0.0268 (-0.85)	0.0435** (2.39)	-0.0056 (-0.73)	0.0128 (0.97)
이사회 수준×성과	0.0000 (-0.17)	0.0005* (1.68)	-0.0002 (-1.21)	0.0001* (1.78)	-0.0001 (-1.05)
스톡옵션 더미	-0.1595 (-1.19)	0.2667 (0.35)	-0.3971 (-1.24)	-0.2543 (-1.2)	0.0320 (0.12)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함
R_sqr	0.0060	0.0815	0.0068	0.0143	0.0082
표본수	983	64	84	543	292

반면 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 기업군에서는 이사회 수준이 높을수록 유능한 경영진을 선임하여 보상 수준은 높아지지만, 이 경우 경영성과에 연동하여 보상을 실시하지는 않는 것으로 해석된다. 이는 Bebchuk and Fried (2004)가 우려한 바대로 경영진들은 자신들의 보상 결정에 영향력을 행사할 수 있는 위치에 있기 때문에 모니터링 기제가 부실할 경우에는 성과에 연동된 합리적인 보상이 아니라 자신들의 효용을 극대화하는 방향으로 보상을 결정할 개연성이 있는 것으로 추정해 볼 수 있다. 특히 <표 3>과 연결해서 보면 자산규모가 큰 경우에는 최대주주 일가가 이사회에 직접 참여하지 않더라도 이사회 외부의 최대주주 및 특수관계인의 지분이 높을수록 경영진의 보상 수준이 낮아지는 효과가 있었지만 자산규모가 작은 경우에는 그렇지 않았다. 따라서 자산규모가 작고 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 기업군에서는 경영진보상과 관련하여 대리인 비용이 증가할 가능성이 큰 것으로 분석된다.

패널 A와 패널 B에서 스톡옵션 더미는 모든 회귀식에서 통계적으로 유의한 값을 보여주지 않았다. 이는 주식매수선택권과 현금보상이 상호 연계되지 않고 별도의 보상으로 실시되고 있음을 추정케 한다.

## 2.4 추가분석: 경영진 현금보상 변화율에 대한 내외부 모니터링 효과 분석

끝으로 <표 5>는 경영진 현금보상 변화율에 대한 내외부 모니터링 효과를 추가적으로 분석한 결과를 제시하고 있다. 내부 모니터링 메커니즘으로는 사외이사 비율, 그리고 외부 모니터링 메커니즘으로는 기관투자자 지분율을 변수로 선정하였다. 사외이사 비율과 기관투자자 지분율이 경영성과에 민감하게 반응하는 가를 분석하기 위해 각각의 변수와 경영성과 간의 교차변수를 추가하였다.

Canyon and Peck(1998)에 따르면 경영진보상과 관련된 대리인 비용을 감소시키기 위해서는 이사회 효율성이 중요한데, 이때 이사회 효율성은 경영진을 감시하고 감독하는 내부 모니터링 역할을 할 수 있는 사외이사의 비율에 의해 결정된다. 그리고 Fama and Jensen(1983)에 의하면 사외이사들은 경영진 노동 시장에서 자신들의 명성을 유지하기를 원하기 때문에 그들의 책임과 의무를 성실히 수행하고자 하는 유인이 있다고 한다. 따라서 사외이사 비율이 높을수록 이사회 효율성이 높아지고 성과에 연동되는 경영진보상이 실시될 것으로 가정해

**<표 5> 경영진 현금보상 변화율에 대한 내외부 모니터링 효과 분석**

fy2004부터 fy2007까지 12월 결산 상장법인 중 금융업 관련 상장법인을 제외한 표본을 대상으로 하여 고정효과(fixed effects) 패널모형(unbalanced panel)을 이용하여 분석한다. 그룹 구분에서 참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회 구성원으로서 이사의 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하고 있는 기업군이며, 미참여는 최대주주 또는 최대주주의 친인척이 이사회에 참여하지 않아 이사의 의사결정에 직접적인 영향력을 행사하지 않는 기업군이다. 종속변수인 사내이사 1인당 평균 현금보상 변화율은  $\ln(\text{사내이사 1인당 평균 현금보상액})_t - \ln(\text{사내이사 1인당 평균 현금보상액})_{t-1}$ 이다. 성과는 1년간 시장 수익률 대비 초과수익률을 의미한다. 기관투자자 지분율은 자산운용, 은행, 증권, 보험, 기금 등 기관투자자들이 보유하고 있는 지분의 합이다. 스톡옵션 더미는 1년 동안 스톡옵션을 부여한 적이 있으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다. 괄호안의 수치는 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	전체	자산총액 2조원 이상 참여	자산총액 2조원 이상 미참여	자산총액 2조원 미만 참여	자산총액 2조원 미만 미참여
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
상수	0.1194 (1.07)	1.7163 (1.07)	-1.6846* (-1.91)	0.0719 (0.57)	0.3828 (1.34)
성과	0.0011* (1.71)	0.0162 (0.41)	0.0119 (1.17)	0.0009 (0.99)	0.0013 (0.72)
사외이사 비율	0.0007 (0.21)	-0.0242 (-0.82)	0.0331** (2.18)	0.0003 (0.09)	-0.0066 (-0.78)
사외이사비율×성과	-0.00003 (-1.31)	-0.0003 (-0.48)	-0.0002 (-1.11)	-0.00001 (-0.45)	-0.00004 (-0.65)
기관투자자 지분율	0.0009 (0.19)	0.0983 (1.2)	-0.0105 (-0.72)	0.0167** (2.11)	-0.0039 (-0.51)
기관투자자 지분율×성과	0.000001 (0.07)	-0.0002 (-0.21)	-0.00005 (-0.88)	0.00001 (0.13)	-0.00001 (-0.02)
스톡옵션 더미	-0.1509 (-1.13)	0.1026 (0.14)	-0.4682 (-1.42)	-0.4042* (-1.93)	0.0801 (0.3)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함
R_sqr	0.0039	0.0672	0.0222	0.0125	0.0004
표본수	983	64	84	543	292

볼 수 있다.

그리고 외부 기관투자자는 경영진의 과도한 보상을 저지할 수 있는 정보와 능력을 가지고 있다. Black(1992)은 많은 지분을 가진 기관투자자일수록 더 강한 모니터링 역할을 할 것이고 때로는 다른 기관투자자와 연합하여 더 큰 영향력을

발휘할 것이라고 주장한다. Hartzell J. C. and Starks L. T.(2003)의 실증연구에 따르면 기관투자자의 지분과 성과에 대한 경영진보상의 민감도는 양의 상관관계에 있으며, 보상수준과는 음의 상관관계에 있다. 따라서 기관투자자는 주주와 경영진 사이에 발생하는 대리인비용을 완화하는 모니터링 역할을 할 것이라고 가정해 볼 수 있다.

하지만 <표 5>의 결과에 따르면 우리나라의 기업에서는 위와 같은 가설이 성립되지 않는 것으로 나타났다. 사외이사 비율과 성과 간의 교차변수 및 기관투자자 지분율과 성과 간의 교차변수는 모든 회귀식에서 통계적으로 유의한 값을 보여주지 못했다.

이러한 결과는 Crystal(1991)의 주장처럼 우리나라의 사외이사 대부분이 경영진에 의해 추천되어 선임되기 때문에 그 결과 독립성이 결여되어 경영진보상을 모니터링하지 못하는 것으로 해석해 볼 수도 있다. 그리고 정보력을 가진 외부의 주주로서 기관투자자가 모니터링 역할을 하는 것은 혜택(benefits)이 있지만, 그러한 모니터링을 수행하기 위해서는 경영진 행위에 대한 정보가 필요한데 여기에는 비용(cost)이 수반된다(Shleifer and Vishny, 1986; Huddart, 1993). 따라서 우리나라의 기관투자자들은 경영진보상과 관련한 모니터링이 혜택보다 비용이 크다고 인식하여 모니터링 역할을 수행하지 않는 것으로 해석해 볼 수도 있다.

## V. 결론

본 연구는 경영진보상을 결정하는 이사회 특성에서 경영진보상의 수준과 성과에 대한 민감도가 다를 것이라는 가정으로부터 출발한다. 실증연구에서 분석하고자 하였던 이사회 특성으로는 이사회 역학관계, 이사회 효율성 및 소유구조이다.

분석결과를 요약하면 첫째 최대주주 일가가 이사회에 참여하지 않는 경우에는 기업 규모에 상관없이 이사회 수준이 높을수록 경영진보상 수준이 높은 것으로 나타났다. 이는 이사회 수준이 높은 기업일수록 이사회를 효율적으로 운영하고 합리적인 경영의사결정을 수행할 수 있는 유능한 경영진을 선임하고자 하기

때문에 보상수준이 높은 것으로 추정해 볼 수 있다. 반면 최대주주 일가가 이사회에 참여하는 경우에는 이사회 수준이 경영진보상수준에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 경영진보상 수준을 결정하는 이사회에 최대주주 일가가 미치는 영향력이 커 이사회 수준 보다는 최대주주 일가에 의해 보상수준이 결정될 수 있다는 가능성을 보여준다.

둘째 소유구조가 경영진보상 수준에 미치는 영향을 분석한 결과에 따르면 자산총액 2조원 이상 기업이면서 최대주주 일가가 이사회에 경영의사결정에 직접 참여하지 않는 기업군에서는 이사회 외부의 최대주주와 특수관계인의 지분율이 높을수록 경영진의 보상 수준은 낮은 것으로 나타났다. 그리고 자산규모가 2조원 이하 이면서 최대주주 일가가 이사회에 참여하고 있는 기업군에서는 이사회에 참여하는 최대주주 일가의 지분이 일정 수준 이상으로 높아지면 경영진보상수준이 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 경영진보상 수준을 결정하는 이사회에 최대주주 일가가 영향을 미치고 있다는 앞의 추정에 대한 근거가 된다.

셋째 자산규모에 상관없이 최대주주 일가가 이사회에 참여하고 있는 기업군에서는 이사회 수준이 높을수록 경영성과에 연동된 경영진보상을 실시하고 있는 것으로 나타났다.

끝으로 경영진 현금보상 변화율에 대한 내외부 모니터링 효과를 추가적으로 분석한 결과에 따르면 내부의 사외이사와 외부의 기관투자자는 경영진보상에 대한 모니터링 역할을 하지 않는 것으로 나타났다. 이는 많은 경우 경영진 추천에 의해 선임된 사외이사의 독립성 결여와 모니터링과 관련된 비용을 지불할 용의가 없는 기관투자자의 행태에 기인하는 것으로 추정해 볼 수 있다. 이러한 추정에 대한 정확한 근거는 향후 실증연구를 통해 검증되어야 할 부분이다.

본 연구의 한계로는 최근 경영진의 과도한 보상과 관련하여 논란의 중심에 있었던 금융업종이 실증분석에서 제외되었다는 점이다. 금융업종은 다른 산업에 비해서 상대적으로 규제가 심한 업종이며 이러한 규제자체가 경영진보상에 영향을 미친다는 기존연구의 결과에 비추어 보았을 때 본 연구와는 별도로 실증연구가 필요할 것으로 보인다. 또한 본 연구는 경영진에게 주어지는 보상 중에서 현금보상에 초점이 맞추어져 있기 때문에 주식관련 보상에 대한 분석은 다소 미흡하다. 끝으로 외국의 실증연구에서는 최고경영자와 최고경영자가 아닌 경영진들의 보상에 영향을 미치는 요인이 다르다는 결과를 보여주고 있지만, 우리나라에서는 관련 자료가 공시되지 않기 때문에 이에 대한 고려가 부족한 점이 논문의 한계로 남는다.



## 참고문헌

- 김준철, 신현한, 장진호, "이사회구조 및 기업집단의 그룹본부가 경영자보상에 미치는 영향", *전략경영연구*, 2005, pp. 21-38.
- 김태수, 정준수, 지성권, "한국기업에서 경영자보상과 경영성과 간의 관계", *회계학연구* 24(2), 1999, pp. 87-115.
- 최문희, "경영자의 보수 규제에 관한 외국의 동향", *기업지배구조리뷰* 40, 2002, pp. 26-33.
- 황인태, "경영자보상과 기업성과", *회계학연구* 20(3), 1995, pp. 107-125.
- Allen, M., Power and privilege in the large corporation: corporate control and managerial compensation, *American Journal of Sociology* 86, 1981, pp. 112-1123.
- Banker, R. D., Datar, S. M., Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation, *Journal of Accounting Research* 27, 1989, pp. 21-39.
- Bebchuk, Lucian A., and Jesse M. Fried, Executive compensation as an agency problem, *Journal of Economic Perspectives* 17, 2003, pp. 71-92.
- Bebchuk, Lucian A., and Jesse M. Fried, *Pay Without Performance*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 2004.
- Black, Bernard, Agents watching agents: The promise of institutional investor voice, *UCLA Law Review* 39, 1992, pp. 811-893.
- Chhaochharia, Vidhi and Yaniv Grinstein, CEO Compensation and Board Structure, *Journal of Finance* 62, 2009, pp. 231-261.
- Conyon M. J., Leach D., Top pay, company performance and corporate governance, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 56, 1994, pp. 229-247.
- Conyon M. J., Murphy K. J., The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom, *The Economic Journal* 110, 2000, pp. 640-671.
- Conyon M. J., Peck S. I., Board control, remuneration committees, and top management compensation, *Academy of Management Journal* 41, 1998, pp.

146-157.

- Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F., Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance, *Journal of Financial Economics* 51, 1999, pp. 371-406.
- Core, J. E., Guay, W. and Lacker, D. F., Executive Equity Compensation and Incentive: A Survey, *FRBNY Economic Policy Review* 9, 2003, pp. 27-51.
- Crystal, G., *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*, W. W. Norton and Company, New York, 1991.
- Cyert, R., S. Kang, and P. Kumar, Corporate governance and the level of CEO compensation, Working Paper, Carnegie Mellon University, 1997.
- Cyert, R., S. Kang, and P. Kumar, Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence, *Management Science* 48, 2002, pp. 453-469.
- Ezzamel M., Watson R., Pay comparability across and within UK boards: an empirical analysis of the pay cash awards to CEOs and other board members, *Journal of Management Studies* 39, 2002, pp. 207-232.
- Fama E. F., Jensen M., C., Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 1983, pp. 301-325.
- Firth M., Lohne J. C., Ropstad R., Sjo J., The remuneration of CEOs and corporate financial performance in Norway, *Managerial and Decision Economics* 17, 1996, pp. 291-301.
- Hartzell J. C., Starks L. T., Institutional Investors and Executive Compensation, *The Journal of Finance* 58, 2003, pp. 2351-2374.
- Huddart, Steven, The effect of a large shareholder on corporate value, *Management Science* 39, 1993, pp. 1407-1421.
- Jensen M. C., Murphy K. J., Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economy* 98, 1990, pp. 225-64.
- Jensen M. C., Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function, *European Financial Management* 7, 2001, pp. 297-317.
- Jensen M. C., and W. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, age

- ncy costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 1976, pp. 303-360.
- Kato, Takao, Woochan Kim, Ju Ho Lee, Executive Compensation, Firm Performance and Chaebols in Korea: Evidence from New Panel Data, SSRN Working Paper, 2005.
- Kostiuk, P., Firm Size and Executive Compensation, *The Journal of Human Resources* 25, 1990, pp. 90-105.
- Lorsch J. W., MacIver E., *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press: Boston, 1989.
- Main B. G. M., Bruce A., Buck T., Total board remuneration and company performance, *The Economic Journal* 106, 1996, pp. 1627-644.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. W., Management ownership and market valuation, *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp. 293-15.
- Morgan, A. G. and Poulsen, A. B. Linking Pay to Performance-Compensation Proposals in the S&P 500, *Journal of Financial Economics*, 62, 2001, pp. 489-523.
- Murphy, K. J., Executive Compensation, in *Handbook of Labor Economics*, Ashenfelter, O., Card, D., eds., Elsevier Science, North Holland, 1999.
- Rosen, S., Authority, Control, and the Distribution of Earnings, *The Bell Journal of Economics* 13, 1982, pp. 311-323.
- Saap, S., M. Bryant, M. and J. Cotte, What are real concerns in the design of CEO compensation contracts?, Working Paper Ivey Business School, 2006.
- Shleifer, Andrei and Robert Vishny, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economics* 10, 1986, pp. 461-488.
- Smith, C. and R. Watts, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics* 32, 1992, pp. 263-92.
- Talmor, E., J. Wallace, A Unified Analysis of Executive Pay: The Case of the Financial Sector, Working Paper University of California, Irvine, 2000.