

기업지배구조가 경영자 보상에 미치는 영향*

이명기**· 김진산***

<요 약>

본 연구에서는 내·외부 기업지배구조가 경영자 보상에 미치는 영향을 실증분석하기 위해, Core et al.(1999)의 방법으로 경영자 보상을 측정하고, Core et al.(1999), Fahlenbrach(2009), Giroud and Mueller(2011)의 연구를 확장하여 한국거래소의 상장기업을 대상으로 실증분석을 하였다. 그리고 내·외부 지배구조가 경영자 보상에 어떤 영향을 미치는가를 살펴본 후에, 내부지배구조와 외부지배구조 간의 상호작용이 경영자 보상에 대해 어떤 복합적인 영향을 미치는가를 살펴보고자 한다. 이를 통해, 경직되고 관료화된 조직구조를 가진 국내 기업이(박경서, 2017) 향후 기업가치를 증가시키고 적절한 경영자 보상을 지급하기 위해 필요한 내·외부 기업지배구조 모형에 대한 시사점을 제시하고자 한다.

분석결과 본 연구에서는 내부지배구조는 경영자 보상에 음(-)의 영향을 주지만, 내부지배구조와 노동조합 간의 상호작용은 경영자 보상에 큰 영향을 미치지 않는다. 그러나 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합 간의 상호작용은 경영자 보상에 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 내부지배구조는 경영자 보상을 효과적으로 규율하는 메커니즘으로 작용할 수 있지만, 잘 조직된 노동조합이 오히려 경영자 보상이 증가하는 데 찬성을 할 개연성이 존재한다. 경영자의 입장에서는 종업원 보상이 높아 자신의 보상이 커지는데 대한 조직 구성원의 반발이 줄어들 테고, 노동조합의 입장은 경영자 보상 증가에 찬성함으로써 종업원 보상을 증가시킬 수 있는 명분을 가질 수 있기 때문이다. 따라서 본 연구는 세 가지 기업지배구조 메커니즘 간의 상호작용이 상호배타적인 대체제가 아니라 상호 보완적인 관계라는 것을 실증분석하여 증명함으로써 선행연구와 차별성을 가진다.

주제어 : 기업지배구조, 제품시장경쟁, 노동조합, 경영자 보상

* 이 연구는 주저자의 경영학박사 학위논문을 기초로 작성되었음.
** 주저자: 삼성전자 (e-mail: myounggi.lee@samsung.com)
*** 교신저자: 경북대학교 경영학부 부교수(e-mail: jsk89@knu.ac.kr)

I. 서론

1602년에 네덜란드에서는 현대 주식회사의 유래라고 할 수 있는 형태의 네덜란드 동인도회사가 출범하였는데, 주요 특징 중 하나가 ‘소유와 경영의 분리’이다. 주식회사의 주인인 주주는 기업 경영을 위임받은 경영자를 감시 및 감독하기가 쉽지 않은 상황이다 보니 대리인인 경영자를 효과적으로 통제할 수 있는 수단이 필요하다(Jensen and Meckling, 1976). 경영자에 대한 보상체계를 잘 구축하여 뛰어난 성과를 낸 경영자는 거기에 합당한 보상을 받는 당근을 주고, 저조한 실적을 낸 경영자는 낮은 보상을 받게 하는 채찍의 역할을 할 수 있다(Khan, Dharwadkar and Brandes, 2005). 따라서 경영자 보상은 주주와 경영자 간의 이해관계를 일치시켜 경영자에게 적절한 동기를 부여하는 강력한 수단이다(Jensen and Murphy, 1990).

경영자에 대한 보상은 주주의 위임을 받은 이사회에서 결정하는데, 이사회 산하의 보상위원회(compensation committee)는 성과체계를 만들고 경영자의 성과를 평가하여 합당한 보상수준을 결정한다. 하지만 경영자가 거둔 실적이 쏟아부은 노력과 일치하지 않는 경우가 있고, 그 노력을 객관적으로 측정하기는 매우 까다롭다. 그래서 주주는 경영자가 노력에 비해 과도한 보상을 받는 건 아닌지, 반면에 경영자는 자신의 노력에 비해 보상이 부족한 건 아닌지에 대한 이해상충이 발생할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980). 게다가 대리인이지만 막강한 권한을 지닌 경영자가 오히려 이사회에 영향력을 행사하여 자신의 보상을 결정하다시피 하는 경우도 있다.

경영자 보상은 우수한 경영자를 확보하기 위한 수단이 될 수 있으며, 주주의 입장에서는 미래에 대한 투자이면서 비용이고, 경영자의 입장에서는 미래의 의무이면서 소득이다(김용식·황국재, 2011). 따라서 경영자가 거둔 성과에 보상을 연동시켜 경영자가 적극적으로 노력하도록 만듦으로써 대리인 문제를 완화할 수 있다(Hartzell and Starks, 2003). 내·외부 기업지배구조 메커니즘이 잘 작동하는 기업은 경영자에 대한 적절한 보상 수준을 결정할 테고, 그렇게 함으로써 주주와 경영자 사이에 발생할 수 있는 대리인 문제가 완화될 것이다.

경영자 보상에 관한 선행연구로, 소유구조와 경영자 보상(Lambert, Larcker and Weigelt, 1993; Core, Holthausen and Larcker, 1999), 경영자 지분율, 사외이사 비율과 경영자 보상(Jensen and Meckling, 1976; Lambert et al., 1993), 기

관투자자와 경영자 보상(Khan et al., 2005), 지배구조 특성과 경영자 보상(Fahlenbrach, 2009), 제품시장 경쟁과 경영자 보상(Giroud and Mueller, 2011), 노동조합과 경영자 보상(Kevin and Ted, 2007; Huang, Jiang and Que., 2017) 등에 관한 연구들을 들 수 있다. 다양한 기업지배구조 특성이 경영자 보상에 미치는 영향에 대해 분석하였다는 의미에서 선행연구는 중요하지만, Shleifer and Vishny(1997)는 기업성과에 따라 경영자 보상을 결정하는 것만으로는 대리인 문제를 해결하는 데 불충분하다고 하였고, Giroud and Mueller(2011)는 제품시장 경쟁 또한 경영자의 의사결정을 규율하는 데 한계가 있어 내부지배구조가 추가적으로 필요하다고 하였다. Huang et al.(2017)은 노동조합이 경영자에 대한 과도한 보상을 억제하고 노동조합의 지원과 협력을 이끌어 내어 궁극적으로 주주의 부를 증가시키는 메커니즘으로 작용한다고 하였다.

기존의 선행연구는 주로 내부지배구조, 제품시장 경쟁, 노동조합 등 어느 한쪽에 초점을 맞추어 지배구조 메커니즘과 경영자 보상 간의 인과관계를 분석하였으나, 기업을 둘러싼 다양한 내·외부 지배구조 메커니즘 간의 상호작용을 고려하지 않은 한계점을 가지고 있다. 이에 본 연구는 기업지배구조가 경영자 보상을 효과적으로 통제하는지에 관한 Core et al.(1999), Fahlenbrach(2009), Giroud and Mueller(2011) 등의 연구를 바탕으로 2005년 1월 1일부터 2012년 12월31일까지 한국거래소의 상장기업을 대상으로 내·외부 기업지배구조가 경영자 보상에 미치는 영향과 노동조합 조직 여부에 따라 영향이 달라질 수 있는가를 실증분석 하여 기업지배구조 개선에 대한 시사점을 제공하고자 한다. 기업지배구조가 경영자 보상에 영향을 미친다면 주주는 기업지배구조 개선을 통해 주주와 경영자 간의 대리인 문제를 해결하려고 할 것이다. 그 이유는 대리인 문제를 해결하는 것이 궁극적으로 기업가치와 주주 부를 증대시킬 것이기 때문이다.

본 장의 중요한 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 내부지배구조가 경영자 보상에 미치는 영향을 분석하였다. 둘째, 내부지배구조와 노동조합 간의 상호작용에 따라 경영자 보상에 미치는 영향을 분석하였다. 셋째, 노동조합 조직 기업에서, 내부지배구조와 제품시장 경쟁 간의 상호작용에 따라 경영자 보상에 미치는 영향을 분석하였다. 이러한 연구 결과는 기업지배구조가 경영자 보상에 영향을 미치는 것을 시사하며, 다양한 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치인 기업지배구조의 개선을 통해 소유와 경영의 분리에 따라 발생하는 대리인 비용을 줄이는 연구 문헌에 공헌할 것으로 기대한다.

본 연구는 제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 선행연구를 살펴보고, 제 III 장에서는 연구 설계를 살펴본다. 제 IV 장에서는 실증분석 결과를 설명하고, 제 V 장에서는 결론을 제시한다.

II. 선행연구

Jensen and Meckling(1976)은 경영자 지분율이 높을수록 주주와의 이해상충 문제가 줄어들어 스톡옵션 같은 추가적인 경영자 보상의 필요성이 줄어든다고 하였다. Lambert et al.(1993)과 Core et al.(1999)에 따르면, 경영자 지분율이 높거나 외부 이해관계자의 수가 많아질수록 경영자 보상은 감소하지만, 막강한 권한을 지닌 경영자가 이사회에 어떤 식으로든 영향을 미칠 경우 경영자 보상은 증가한다고 하였다. 게다가 내부지배구조 수준이 낮은 기업은 내부지배구조 수준이 높은 기업 보다 과도한 경영자 보상이 이루어질 가능성이 높으며, 이는 결국 대리인 비용의 상승으로 인해 기업성과를 악화시킬 수 있다. Ryan and Wiggins III(2001)는 사외이사 비율이 높을수록 경영자에 대한 통제가 효과적으로 이루어져 경영자 보상이 감소한다고 하였다. 국내연구로 강윤식·국찬표(2010)는 최대주주가 이사회 의사결정에 직접 참여할 경우 경영자 보상은 이사회 영향을 받지 않지만, 이사회 수준이 높을 때 최대주주가 경영자의 경영 성과에 대해 감시 역할을 한다고 하였다.

한편, 경영자에 대한 견제수단으로 기관 투자자의 역할이 중요한데, Khan et al.(2005)은 특정 기업에 대한 기관투자자의 지분이 커질수록 권한 역시 커져서 경영자에 대한 과도한 보상이 일어날 가능성은 줄어들지만, 기관투자자 지분이 낮아질수록 경영자에 대한 견제가 분산되므로 보상유인 효과가 커지기 때문에 경영자 보상이 증가한다고 하였다.

경영자가 어느 정도의 지분을 보유할지는 궁극적으로 경영자 본인이 선택할 문제지만 경영자가 경영활동을 수행하는데 직접 영향을 끼치는 내부지배구조는 구조적인 문제로 볼 수 있다. Bebchuk and Fried(2004)는 내부지배구조 수준이 낮은 기업의 경영자는 자신에게 유리한 보상계약이 이루어지도록 영향력을 행사할 수 있다고 하였다. Fahlenbrach(2009)는 내부지배구조 수준이 낮은 기업은 성과에 대한 보상 비율을 높여야 경영자가 열심히 노력하려는 동기부여가 되어 주주와 경영자 간의 대리인 문제를 완화시킨다고 하였다. 이에 반해 내부지배

구조 수준이 높은 기업은 내·외부 감시 및 견제가 잘 이루어져 경영자가 거둔 성과와 기업이 처한 위험 정도에 따라 적절한 보상 수준이 결정된다고 하였다. 국내 연구로 김경목(2005)은 경영자 지분율이 높아질수록 경영자의 권력은 커지고, 경영성과와 무관하게 높은 수준의 경영자 보상이 이루어진다고 하였다.

제품시장에서 부딪히는 동종기업과의 경쟁은 경영자를 끊임없이 노력하게 만드는 커다란 외부 압력으로 작용한다. Hart(1983)와 Schmidt(1997)는 제품시장 경쟁이 심해지면 경영자는 자신에 대한 고용불안으로 인해 스스로 노력을 다할 것이므로 경영자에 대한 추가 보상은 필요 없다고 하였다. 그러나 Holmstrom(1982)은 제품시장 경쟁이 심해지면 수익 악화는 자연스러운 현상인 만큼 경영자로 하여금 이전 경영성과를 최소한 유지토록하기 위해서는 그에 상응하는 보상 수준이 필요하다고 하였다. Baggs and Bettingies(2007)는 제품시장 경쟁이 경영자로 하여금 끊임없이 제품의 품질을 향상시키도록 노력하게 만들어 대리인 문제를 해결하는 효과를 가져온다고 하였다.

경영자가 거둔 성과는 내·외부 기업지배구조가 경영자의 보상 수준을 결정하는 데 중요한 지표로 사용된다. Antle and Smith(1986)는 총자산순이익률과 주가수익률이 증가하면 경영자에 대한 현금보상과 총보상이 증가한다고 하였으며, Lambert and Larcker(1987)는 자기자본경상이익률과 주가수익률이 높아질수록 경영자 보상은 증가한다고 하였다. Jensen and Murphy(1990)는 당해 연도의 주가, 경상이익, 매출액 등에 따라 경영자 보상이 결정될 뿐만 아니라 직전 연도의 경영성과도 경영자 보상에 영향을 미친다고 하였다. 국내 연구로 황인태(1995)는 매출액과 자기자본경상이익률이 높은 기업일 경우 경영자에 대한 보상이 커지고, 김태수·정준수·지성권(1999)은 매출액뿐만 아니라 주가수익률도 역시 경영자 보상에 양(+)의 영향을 준다고 하였다.

모든 기업은 그 기업이 속한 제품시장에서 동종기업과 늘 경쟁하는데, 생산 활동에 종사하는 종업원은 경영자가 올바른 결정을 내릴 때는 경영자를 지지하지만 잘못된 결정을 내릴 때는 견제 기능을 수행해야 한다(Hirsch, 1992). Kevin and Ted(2007)는 노동조합의 존재는 경영자 보상을 낮추지만 경영자가 부담해야 할 위험도 낮추는 역할을 한다고 하였고, Chen, Kacperzyk and Ortiz-Molina(2011)는 노동조합의 협상력이 강할수록 부채를 감소시켜 채권자의 위험을 감소시킨다고 하였다. Leung, Li and Rui(2010)는 노동조합의 지나친 경영간섭에 대한 대응으로 경영자는 정보제공을 줄여 경영자와 이해관계자들

사이의 정보비대칭이 오히려 더 커진다고 하였다. 그러나 Huang et al.(2017)은 강력한 노동조합을 가진 기업의 경영자는 자신에 대한 과도한 보상을 억제하여 노조의 임금인상 요구에 선제 대응함으로써 노동조합에 대해 협상력을 지닌다고 하였다. 국내 연구로는 우광호(2010)가 노동조합의 존재 자체가 경영자 보상에 영향을 미치지 않지만 노동조합의 조직률이 높을수록 경영자 보상을 감소시킨다고 하였다. 최정운·배길수(2011)는 노동조합이 경영자의 업무 수행을 감시하고 경영자에 대한 과도한 보상을 지급하지 않도록 규율한다고 하였다.

이와 같이 선행연구는 각각의 기업지배구조 메커니즘과 경영자 보상의 관계에 관한 단편적인 연구가 주를 이루고 있으며, 국내에서는 내부지배구조와 제품시장 경쟁 간의 관계나 노동조합과 경영자 보상 간의 유기적 관계에 관한 연구는 아직까지 발표되지 않고 있다.

Ⅲ. 연구 설계

3.1 가설 설정

주식회사는 회사의 주인이지만 직접 경영에 참여하지 않는 대부분의 주주와 주주의 위임을 받고 경영을 책임지는 경영자 간에 주인-대리인관계로 이루어져 있다. 그러다 보니 주주는 경영자가 받는 보상에 비해 노력을 덜 기울인다고 느끼고, 경영자는 반대로 기울인 노력이나 거둔 성과에 비해 보상이 부족하다고 느끼는 이해상충 관계가 존재한다(Fama, 1980; Jensen and Meckling, 1976). 이런 이해상충 문제를 해결하기 위해서는, 이사회 산하 보상위원회의 역할이 매우 중요하고, 보상위원회가 주어진 역할을 잘 수행하기 위해서는 내부지배구조가 잘 작동해야 한다. Hill and Phan(1991)에 따르면, 내부지배구조가 잘 작동하지 않는 기업의 경영자는 기업가치를 극대화하기보다는 자신의 부를 추구하거나, 주주가치에 반하는 과도한 경영자 보상을 추구하는 경향이 있다. 반면에, 다양한 내부지배구조 메커니즘을 통해 경영자에 대한 통제기능이 잘 작동하는 기업은 과도한 경영자 보상이 아무래도 잘 일어나지 않을 것이며(Jensen et al., 1990), 상대적으로 내부지배구조 수준이 높은 기업은 경영자에 대한 통제 기능이 더욱 잘 작동할 것이다(Core et al., 1999). 따라서 내부지배구조는 경영자에

대한 지나친 보상이 일어나지 않게 방지하는 메커니즘으로 보고, 다음과 같이 연구 가설을 설정한다.

[가설1] 내부지배구조는 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미친다.

경영자 보상을 결정하는 중요한 요인으로 경영자가 거둔 경영 성과를 들 수 있는데, 경영자가 우수한 성과를 거두기 위해서는 종업원의 역할이 중요하고, 종업원의 이익을 대변하는 노동조합과의 관계도 매우 중요하다. Kevin and Ted(2007)는 노동조합이 종업원의 보상뿐만 아니라 경영자 보상에도 영향을 미친다고 하였고, Singh and Agarwal(2002)은 노동조합이 경영자와 직접 협상하여 경영자의 연봉을 낮출 수도 있다고 하였다. Huang et al.(2017)은 노동조합이 경영자 보상을 낮추는 역할을 할 뿐만 아니라, 경영자에 대한 지나친 보상이 이루어질 경우 파업과 같은 단체행동으로 대응한다고 하였다. Ittner and Lacker(2002)는 경영자 보상을 결정하는 의사결정 과정에 노동조합이 어떤 영향력을 미치는가는 종업원이 노동조합에 얼마나 열심히 참여하느냐에 달려 있다고 하였다. 따라서 노동조합의 조직 여부와 종업원의 노동조합 참여도는 경영자 보상에 영향을 미치는 하나의 기업지배구조 메커니즘으로 볼 수 있다. 노동조합이 조직되어 있고 종업원의 참여도가 높은 기업은 그렇지 못한 기업에 비해 경영자 보상에 대한 추가적인 통제 수단이 하나 더 존재하므로 내부지배구조와 어우러져 경영자 보상에 부정적인 영향을 미칠 것으로 보고, 다음과 같이 연구 가설을 설정한다.

[가설2] 노동조합 조직기업에서 내부지배구조는 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미친다.

주주총회, 이사회, 감사위원회 등과 같은 내부지배구조가 잘 운영되고 있는 기업은 내부적으로 결정하고 외부에 잘 드러나는 경영자 보상 정책에 대해 시장과 동떨어진 결정을 내리지 않을 것이다. 하지만, 신제품 개발, 신시장 개척, 인수·합병과 같은 경영 전략에 대한 의사결정은 내부지배구조가 그 역할을 하더라도 사전에 알아내기 어려워서(Kassinis and Vafeas, 2002), 잘못된 의사결정이 내려지는 것을 미연에 방지하기가 쉽지 않다. 하지만 제품시장 경쟁이

격심한 산업에 속한 기업의 경영자는 자신의 보수, 나아가서는 자신의 자리를 지키기 위해서라도 방만한 경영을 하지 않을 것이다. Scharfstein(1988)은 제품시장 경쟁은 외부지배구조로써 경영자가 내리는 투자, 배당, 보상 등의 의사결정을 간접적으로 규율할 뿐만 아니라, 경영자의 위험 선호도에 따라 경영자 보상에 영향을 미친다고 하였다. 따라서 노동조합이 조직된 기업에서 내부지배구조와 제품시장 경쟁 간의 상호작용은 경영자 보상에 대해 강력한 통제 작용을 할 것으로 예상하고, 다음과 같이 연구 가설을 설정한다.

[가설3] 노동조합 조직기업에서 내부지배구조와 제품시장 경쟁 간의 상호작용은 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미친다.

3.2 자료수집과 표본기업

본 연구에서는 2005년부터 2012년까지 한국거래소의 유가증권 시장에 상장된 기업을 대상으로 분석하였다. 재무정보는 FnGuide에서 추출하였고, 종속변수인 경영자 보상은 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 사업보고상의 임·직원 보수 현황과 한국상장회사협의회 TS2000의 데이터베이스를 활용하였다. 분석기간 동안 DART와 FnGuide로부터 자료를 구할 수 없는 기업은 제외하였다.

Giroud et al.(2011)은 내부지배구조를 Investor Responsibility Research Center(IRRC)에서 발표하는 G-Index를 사용하였으나, 본 연구에서는 박경서 등(2011)이 사용한 한국기업지배구조센터(Korea Corporate Governance Service: KCGS)에서 발표하는 CGI(Corporate Governance Index)를 활용하여 내부지배구조 수준에 대한 대용변수로 사용하였다. KCGS는 사업보고서와 다양한 공시 자료를 기반으로 상장기업의 지배구조를 매년 평가한다. 세부적으로 주주권리보호(90점), 이사회(90점), 공시(60점), 감사기구(50점), 경영과실배분(10점)의 5가지 부문 300점 만점으로 평가되며, 본 연구에서는 100점 만점으로 환산한 값을 활용한다.¹⁾

또 다른 내부지배구조 메커니즘인 노동조합 현황은 금융감독원 전자공시 시스템과 고용노동부에 “연도별 전국노동조합 조직현황 보고서”를 정보공개 요청

1) 2004년 이전에 제공된 KCGS의 평가점수에는 기업들의 설문에 기반을 둔 평가점수가 포함되어 있는데, 이 설문항목은 2005년 이후 평가항목에서 배제되었다. 본 연구는 CGI를 산정할 때 일관성을 유지하기 위해 2005년 이후의 평가점수만을 이용하였다(최용용·배현정, 2008).

하여 제공받은 자료를 바탕으로 방대한 데이터를 수많은 시간을 투자하여 수작업으로 연도 및 기업별로 노동조합 패널자료를 구축하였고, 노동조합이 조직된 기업은 조직기업으로, 조직되어 있지 않으면 비조직기업으로 분류한다. 외부지배구조 메커니즘인 제품시장 경쟁 척도에 대한 대응변수는 허핀달-허쉬만 지수(HHI)를 사용하는데(Grioud et al., 2011), 이를 측정하기 위한 산업분류는 FnGuide에서 제공하는 표준산업분류(KSIC) 중에서 소분류 기준으로 적용한다. HHI는 각 산업별로 소속된 5개 이상 기업의 매 연도별로 각 산업에 소속된 기업의 매출액의 제곱의 합을 소속기업 매출액 합계 제곱으로 나눈 값이다(신민식·이재익, 2015).²⁾ HHI가 중위수 미만(HHI<중위수)이면 제품시장 경쟁이 심한 기업으로, 중위수 이상(HHI≥중위수)이면 제품시장 경쟁이 약한 기업으로 구분한다.

<표1>은 표본기업의 2005년부터 2012년까지 8년 동안의 연도 별 기업지배구조 메커니즘에 따른 기업분포 현황을 나타낸다. 전체 기업-년 수는 2,262개이다.

<표1> 기업지배구조 메커니즘별 기업분포

이 표는 전체 표본기업을 내부지배구조 수준이 높은 기업과 낮은 기업, 제품시장 경쟁이 심한 기업과 약한 기업, 노동조합 조직 여부에 따라 조직기업과 비조직기업으로 분류하여 각 하위표본별로 표본기업의 기업-년 현황을 나타낸다.

구분	내부지배구조 수준		제품시장 경쟁 정도		노동조합	
	높음	낮음	약함	심함	조직기업	비조직기업
2005	135	131	118	148	180	86
2006	128	146	128	146	179	95
2007	136	143	152	127	183	96
2008	150	141	128	163	187	104
2009	134	142	136	140	177	99
2010	137	155	130	162	184	108
2011	133	159	184	108	179	113
2012	129	163	176	116	184	108
소계	1,082	1,180	1,152	1,110	1,453	809

전체 표본기업을 대상으로 CGI가 중위수 이상이면 내부지배구조 수준이 높은 기업으로, 중위수 이하이면 내부지배구조 수준이 낮은 기업으로 구분하였다.

2) j산업에 소속된 개별기업 수가 N개고, 그 j산업에 소속된 i기업의 t년 매출액을 $Sale_{i,j,t}$ 라고 하면, i기업이 소속된 j산업의 t년 허핀달-허쉬만 지수(HHI)는 $HHI_{i,j,t} = \left[\frac{\sum_{i=1}^{N_j} (Sale_{i,j,t})^2}{(\sum_{i=1}^{N_j} Sale_{i,j,t})^2} \right]$ 로 산출된다.

제품시장 경쟁 지수인 HHI가 중위수 미만이면 제품시장 경쟁이 심한 산업에 속한 기업으로, 중위수 이상이면 제품시장 경쟁이 약한 산업에 속한 기업으로 구분하였다. 노동조합이 조직되어 있으면 조직기업, 조직되어 있지 않으면 비조직기업으로 분류하였다.

3.3 연구방법론

본 연구는 다양한 기업지배구조가 경영자 보상에 미치는 [가설1], [가설2] 및 [가설3]을 검증하기 위해, Core et al.(1999), Fahlenbrach(2009), Giroud and Mueller(2011), 박경서 등(2011)의 선행연구 방법을 원용하여, 식(1)과 같은 경영자 보상 결정모형을 설정한다.

본 연구에서는 시계열적 특성과 횡단면 특성을 나타낼 수 있는 패널데이터를 이용하여 고정효과 모형(fixed effect models)을 사용하였다. 고정효과 모형은 라그랑지 승수검정(Lagrange Multiplier test)로 기업특성효과(η_i)와 시간특성효과(λ_t)의 존재를 확인하고, 하우스만 검정(Hausman test)을 통해 확률효과 모형(random effects model)보다 고정효과 모형(fixed effects model)이 더 적합한지를 판단한다(Hausman, 1978). 고정효과 모형은 누락된 변수와 독립변수 간에 상관성이 존재하더라도 추정 결과에 편의를 발생하지 않는 장점이 있다고 하였다(Chamberlain, 1984).

$$\begin{aligned}
 ECOMP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 CGI_{i,t} \times D_Union_{i,t} + \beta_3 CGI_{i,t} \times HHI_{i,t} \times D_Union_{i,t} \\
 & + \beta_4 HHI_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 RND_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 EVA_{i,t} + \beta_9 D_High_{i,t} \\
 & + \beta_{10} D_Chaebol_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

단, $ECOMP_{i,t}$ = i 기업의 t 년 경영자 1인당 보상 척도

$CGI_{i,t}$ = i 기업의 t 년 내부지배구조 수준

$D_Union_{i,t}$ = i 기업의 t 년 노동조합 조직 더미

$CGI_{i,t} \times D_Union_{i,t}$ = i 기업의 t 년 내부지배구조 수준과 노동조합 조직 더미 간의 상호작용 변수

$HHI_{i,t}$ = i 기업의 t 년 제품시장 경쟁 척도(허핀달-허쉬만 지수)
 $CGI_{i,t} \times HHI_{i,t} \times D_Union_{i,t}$ = i 기업의 t 년 내부지배구조 수준, 제품
 시장 경쟁 척도 및 노동조합 조직 더미 간의 상호작용 변수
 $Size_{i,t}$ = i 기업의 t 년 기업규모
 $RND_{i,t}$ = i 기업의 t 년 연구개발비 비율
 $LEV_{i,t}$ = i 기업의 t 년 레버리지 비율
 $EVA_{i,t}$ = i 기업의 t 년 주당 경제적 부가가치
 $D_Chaebol_{i,t}$ = i 기업의 t 년 재벌 더미
 μ_i = 기업특성효과
 λ_t = 연도특성효과
 $\varepsilon_{i,t}$ = 잔차항

식(1)에서 종속변수인 경영자 1인당 보상 척도($ECOMP_{i,t}$)는 $\ln[(i$ 기업의 t 년 등
 기임원의 현금보상합계)/(i 기업의 t 년 등기임원 수)]로 측정한다(Core et al.,
 1999). 현금보상은 주식에 기반을 둔 보상과 함께 경영자의 총보상을 구성하지
 만, 그 비중은 총보상의 대부분을 차지하고(Lambert et al., 1987), 현금보상은
 경영자의 행동성향을 직접적으로 반영할 뿐만 아니라 기업지배구조의 특성을
 잘 나타낸다(Core et al., 1999; 김경목, 2005). 따라서 본 연구는 현금보상으로
 한정하여 경영자 보상의 대용변수로 사용한다.

설명변수인 내부지배구조 수준($CGI_{i,t}$)은 KCGS에서 발표하는 (i 기업의 t 년
 CGI 점수를 100점 만점으로 환산한 지수)로 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미칠
 것으로 예상된다. Jensen and Murphy(1990)는 잘 운영되는 이사회 조직은 소유
 와 경영의 분리로 인해 발생하는 대리인 비용을 효율적으로 통제할 수 있으므
 로 내부지배구조가 경영자 보상을 결정하는 데 중요하다고 하였다.
 Fahlenbrach(2009)는 내부지배구조 수준이 높은 기업은 내·외부 감시 기능을 통
 해 경영자가 거둔 성과에 대한 적절한 보상을 결정한다고 하였다.

다양한 내·외부 기업지배구조 메커니즘이 경영자 보상에 미치는 복합적인
 효과를 살펴보기 위해, 상호작용 변수로 내부지배구조 수준과 노동조합 조직 더
 미 간의 상호작용 변수($CGI_{i,t} \times D_Union_{i,t}$)를 사용한다. 내부지배구조는 경영자

보상에 대한 적절한 의사결정을 내려 대리인 비용을 감소시키는 역할을 하는데, 노동조합도 역시 경영자 보상 수준이 과도하게 책정되지 않도록 감시하는 역할을 하므로 해당 상호작용 변수는 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그 다음은 내부지배구조 수준, 제품시장 경쟁 척도 및 노동조합 조직 더미 간의 상호작용 변수($CGI_{i,t} \times HHI_{i,t} \times D_Union_{i,t}$)가 경영자 보상에 미치는 영향을 분석한다. 이러한 상호작용 변수는 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 노동조합 조직기업에서 내부지배구조는 경영자를 감시 및 규율하여 경영자가 자신에게 유리한 사적 이득을 취하지 못하도록 한다. 제품시장 경쟁도 역시 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상하는데, 제품시장 경쟁이 심한(즉, HHI가 낮은) 산업에 속한 기업은 경쟁력 확보 차원에서 우수한 경영자를 찾을 테고 그에 합당한 높은 보상을 지급해야 하기 때문이다. 따라서 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합 간의 상호작용은 경영자를 효과적으로 규율함으로써 경영자 보상을 감소시키는 메커니즘으로 작용한다고 할 것이다.

한편, 경영자 보상에 영향을 미칠 수 있는 기업특성변수인 제품시장 경쟁 정도를 나타내는 허핀달-허쉬만 지수($HHI_{i,t}$), 기업규모($Size_{i,t}$), 연구개발비 비율($RND_{i,t}$), 레버리지 비율($LEV_{i,t}$), 그리고 경제적 부가가치($EVA_{i,t}$)를 통제변수로 사용한다. 우선 제품시장 경쟁 척도($HHI_{i,t}$)는 (j 산업에 소속된 5개 이상 기업의 t 년 j 산업에 소속된 i 기업의 매출액의 제곱의 합을 소속기업 매출액 합계 제곱으로 나눈 값)으로 측정하며, 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Schmidt(1997)는 제품시장 경쟁이 심해지면 우수한 경영자를 유치하기 위해 높은 보상을 해야 하므로 HHI 지수와 경영자 보상은 음(-)의 관계에 있다고 하였다. 기업규모($Size_{i,t}$)는 $\ln(i$ 기업의 t 년 자산총계)로 측정하며, 경영자 보상에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Core et al.(1999)은 기업규모가 큰 대기업이 아무래도 몸값이 비싼 우수한 경영자를 영입할 수 있는 여력이 크다고 하였고, Carpenter and Sanders(2002)는 기업규모가 커질수록 경영자의 책임과 역할 역시 크고 복잡하므로 경영자 보상을 더 많이 한다고 하였다. 연구개발비 비율($RND_{i,t}$)은 [(i 기업의 t 년 연구개발비총액)/(i 기업의 t 년 자산총액)]으로 측정하며, 경영자 보상에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Sanders and Carpenter(1998)는 주주는 연구개발투자를 촉진하기 위해서 경영자 보상을 연구개발 투자비와 연계시킨다고 하였다. 따라서 연구개발에 투자를 많이 할수록 경

영자 보상이 증가한다. 레버리지 비율($LEV_{i,t}$)은 [(i 기업의 t 년 부채총액)/(i 기업의 t 년 자산총액)]으로 측정하며, 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Brockman, Lee and Salas(2016)는 부채가 많을수록 아무래도 갚아야 할 이자와 원금에 대한 부담이 커지므로 경영자의 현금보상에 음(-)의 영향을 미친다고 하였다. 경제적 부가가치는 경영자 보상에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 경영자 보상에 연동되는 지표 중에서 경제적 부가가치는 많이 사용되므로 경제적 부가가치를 많이 창출할수록 경영자의 보상은 높아질 것이다. 한국에서 경영자 보수의 78%는 고정급, 21%는 성과급으로 구성되어 있어서(한국기업지배구조원, 2016) 경제적 부가가치가 경영자 현금보상에 유의한 영향을 미치지 않지만, 장기보상(스톡옵션, 성과보상)에는 유의한 양(+)의 영향을 미친다.³⁾ 그리고 제품시장 경쟁 더미($D_High_{i,t}$)는 HHI가 중위수 미만이면 1, 아니면 0으로 측정하며, 앞에서 설명하였듯이 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 한편, 재벌기업의 특성을 통제하기 위한 재벌 더미($D_Chaebol_{i,t}$)는 재벌기업인 경우 1, 비재벌기업인 경우 0의 값을 갖는다. 재벌기업의 경우 순환출자를 통하여 계열사를 통제하거나, 상호주식보유로 경영자를 규율하는 메커니즘으로 작용한다(Gilson and Roe, 1993). 한국 재벌기업의 경우 소유주가 경영을 맡고 있으면서 이사회에 큰 영향을 끼치는 경우가 많고 상대적으로 규모가 크므로 재벌 더미는 경영자 보상에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

VI. 실증분석 결과

4.1 기초통계량과 상관관계 분석

본 연구에서는 표본기업의 특성변수들에 대한 기초통계량 분석을 통해 변수들의 확률분포 특성과 이상치 여부를 파악한다. 우선 <표3>의 <패널A>는 전체 표본기업을 대상으로 주요 변수의 기초통계량을 나타낸 것이다. <패널B>는 전체 표본을 내부지배구조 수준에 따라 분류한 것으로서 CGI 중위수를 기준으로 이보다 높으면 내부지배구조 수준이 높은 기업으로 분류하고 중위수보다 낮으면 내부지배구조 수준이 낮은 기업으로 분류하여 나타낸 것이다. <패널C>

3) 한국기업지배구조원(2016)의 보도자료에 따르면, 지배주주 경영자의 고정급 비중은 전체의 85%, 전문경영자의 고정급 비중은 72%로 지배주주 경영자의 고정급 비중이 높게 나타났다. 이러한 결과는 지배주주 경영자는 경영성과 보상의 연동성이 낮지만 전문경영자는 경영성과 보상과 연동성이 높음을 의미한다.

는 제품시장 경쟁 척도에 따라 전체 표본기업을 분류한 것으로 HHI 중위수를 기준으로 이보다 낮으면 제품시장 경쟁이 심한 산업에 속한 기업으로, 중위수보다 높으면 제품시장 경쟁이 약한 산업에 속한 기업으로 분류하여 나타낸 것이다. <패널D>는 노동조합 조직 여부를 기준으로 분류한 것으로 노동조합이 존재하는 기업은 조직기업, 존재하지 않으면 비조직기업으로 분류하여 나타낸 것이다.

<패널A>는 전체 표본기업을 대상으로 기초통계량을 분석한 결과, 종속변수인 경영자보상 척도의 평균은 11.75(중위수 11.67)로 나타났는데, 이를 금액으로 환산하면 국내 경영자는 연평균 1억 8,681만원(중위수 1억 1,700만원)을 받고 있다. 이는 사내이사, 사외이사 및 감사가 등기임원에 포함되어 있어 경영자 보상이 예상보다 낮게 나타났다. 내부지배구조 수준의 평균은 37.07(중위수 35.00)로 나타났다. 제품시장 경쟁 척도를 보여주는 HHI의 평균은 0.17(중위수 0.12)로 나타났는데, 신민식·이재익(2015)의 연구에서도 평균은 0.17(중위수 0.14)로 나타났다. 기업규모의 평균은 19.95(중위수 19.56)로 나타났고, 연구개발비 비율의 평균은 0.014(중위수 0.007)로 나타났다. 레버리지 비율의 평균은 0.51(중위수 0.52)로 나타났다. 경제적 부가가치의 평균은 0.41(중위수 -0.003)로 나타났는데, 이는 국내기업은 주당 평균 410원(중위수 -3원)의 경제적 부가가치를 창출하고 있지만 소수 기업이 큰 부가가치를 창출하는 비대칭 분포를 띤다.

<패널B>는 내부지배구조 수준이 높은 기업과 낮은 기업에 대한 차이 검정 결과를 나타낸다. 먼저, 종속변수인 경영자 보상의 평균(중위수)은 내부지배구조 수준이 높은 기업과 낮은 기업의 경우 각각 12.07(11.99)과 11.46(11.41)로 나타났는데, 내부지배구조 수준이 높은 기업이 낮은 기업보다 1% 수준에서 평균과 중위수가 유의하게 더 높다. 이는 내부지배구조 수준이 높은 기업일수록 경영자 보상을 증가하는 것을 나타내는데, 이러한 결과는 기업규모가 클수록 내부지배구조 수준과 연구개발비 투자비율 역시 높다보니 높은 경제적 부가가치를 창출하여 경영자 보상을 더 많이 지급하는 것을 의미한다. 설명변수인 내부지배구조 수준의 평균(중위수)은 내부지배구조 수준이 높은 기업이 43.87(41.00)로서 낮은 기업 30.84(31.33) 보다 당연히 높게 나왔다. 통제변수인 제품시장 경쟁 척도의 평균(중위수)은 내부지배구조 수준이 높은 기업과 낮은 기업이 각각

<표3> 기초통계량

<표3>의 <패널A>에서는 전체 표본기업의 경영자 보상에 영향을 미치는 변수들에 대한 기초통계량을 평균, 표준편차 및 중위수, 그리고 최소값, 25% 분위, 75% 분위, 최대값으로 구분하여 분석한다. <패널B>에서는 표본기업을 CGI 점수에 따라 분류하여 경영자 보상에 영향을 미치는 변수들에 대한 기초통계량을 평균, 중위수로 구분하여 분석하고, 내부지배구조 수준이 높은 기업과 낮은 기업에 대한 경영자 보상 결정 변수들에 대한 평균 차이 검정과 윌콕슨 순위 검정(Wilcoxon rank sum test)을 실시한다. <패널C>에서는 표본기업을 제품시장 경쟁 척도에 따라 분류하여 경영자 보상에 영향을 미치는 변수들에 대한 기초통계량을 평균, 중위수로 구분하여 분석하고, 제품시장 경쟁이 심한 기업과 약한 기업 간의 경영자 보상 결정 변수들에 대한 평균 차이 검정과 윌콕슨 순위 검정을 실시한다. 평균 차이 검정과 윌콕슨 순위 검정의 결과는 t값으로 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

<패널A> : 전체 표본기업

변수	평균	표준편차	중위수	최소값	25%	75%	최대값
$ECOMP_{i,t}$	11.750	0.813	11.670	9.140	11.197	12.242	15.534
$CGI_{i,t}$	37.071	9.077	35.000	13.000	31.333	40.667	86.667
$HHI_{i,t}$	0.165	0.105	0.123	0.032	0.079	0.207	0.596
$Size_{i,t}$	19.945	1.733	19.562	15.804	18.724	20.848	25.772
$RND_{i,t}$	0.014	0.017	0.007	0.000	0.002	0.019	0.132
$LEV_{i,t}$	0.511	0.189	0.522	0.032	0.381	0.645	1.692
$EVA_{i,t}$	0.411	3.820	-0.003	-20.919	-0.418	0.549	36.344

<패널B> : 내부지배구조 수준

변수	CGI ≤ 중위수		CGI > 중위수		평균 차이 (A-C)	차이 검정	Wilcoxon rank sum test(B-D)
	평균(A)	중위수(B)	평균(C)	중위수(D)			
$ECOMP_{i,t}$	11.457	11.413	12.069	11.991	-0.61***	-19.39	-0.58*** -17.69
$CGI_{i,t}$	30.838	31.333	43.868	41.000	-13.03***	-48.72	-9.67*** 40.34
$HHI_{i,t}$	0.159	0.117	0.171	0.129	-0.01**	-2.55	-0.01* -1.66
$Size_{i,t}$	19.114	19.086	20.851	20.605	-1.74***	27.54	-1.52*** -22.60
$RND_{i,t}$	0.012	0.007	0.015	0.007	-0.00***	-3.53	-0.00* 1.69
$LEV_{i,t}$	0.502	0.508	0.520	0.534	-0.02**	-2.27	-0.03** -2.48
$EVA_{i,t}$	-0.120	-0.048	0.990	0.115	-1.11***	-6.94	-0.16*** -7.50

<패널C> : 제품시장 경쟁 척도

변수	HHI ≥ 중위수		HHI < 중위수		평균 차이 (A-C)	차이 검정	Wilcoxon rank sum test(B-D)
	평균(A)	중위수(B)	평균(C)	중위수(D)			
$ECOMP_{i,t}$	11.807	11.711	11.690	11.626	0.12***	3.32	0.09*** 3.51
$CGI_{i,t}$	37.386	35.333	36.744	34.667	0.64	1.48	0.67* 1.68
$HHI_{i,t}$	0.239	0.207	0.088	0.079	0.15***	49.92	0.13*** 38.10
$Size_{i,t}$	20.072	19.760	19.813	19.356	0.26***	3.46	0.40*** 5.31
$RND_{i,t}$	0.012	0.007	0.015	0.008	-0.00***	-3.18	-0.00*** -3.18
$LEV_{i,t}$	0.538	0.559	0.482	0.490	0.06***	7.04	0.07*** 7.24
$EVA_{i,t}$	0.614	0.049	0.199	-0.047	0.42**	2.54	0.10*** 5.29

0.17(0.13)과 0.16(0.12)로 나타났는데, 이들 간에는 평균과 중위수가 내부지배구조 수준이 높은 기업이 낮은 기업보다 각각 5%, 10% 수준에서 유의하게 높게 나타났다. 이는 내부지배구조 수준이 높을수록 제품시장 경쟁이 약하다는 것을 의미한다. 따라서 경영자 보상이 내부지배구조 수준, 제품시장 경쟁 및 노동조합 간의 상호작용 따라 달라 질 수 있음을 확인할 수 있다.

통제변수인 기업규모, 연구개발비 비율, 레버리지 비율, 그리고 경제적 부가가치는 모두 내부지배구조 수준이 높은 기업이 낮은 기업보다 더 큰 값을 가진다. 이를 볼 때, 한국에서는 내부지배구조 수준이 높은 기업이 낮은 기업에 비해 제품시장 경쟁, 기업규모, 레버리지 비율, 연구개발비 비율, 경제적 부가가치에 있어서 상대적으로 높은 것으로 나타났다.

<패널C>는 표본기업을 제품시장 경쟁이 심한 산업에 속한 기업과 약한 산업에 속한 기업으로 분류한 후 차이검정 결과를 나타낸 것이다. 우선 종속변수인 경영자 보상을 살펴보면, 제품시장 경쟁이 약한 기업은 평균(중위수)은 11.81(11.71)로 실제 금액으로 환산하면 1억9,018만원(1억2,198만원)을 지급하여 제품시장 경쟁이 심한 기업이 지급하는 11.69(11.63)의 실제금액 1억8,833만원(1억1,120만원)보다 185만원(1,078만원) 더 많은 금액을 지급하고 있다.

이러한 결과는 제품시장 경쟁이 심한 기업과 약한 기업 간에 제품시장 경쟁이 경영자 보상에 차별적인 영향력을 미친다는 것을 시사한다. 이는 제품시장 경쟁이 약하면 경영자 보상을 증가시켜 동기 부여를 함으로써 주주와 경영자 간의 이해관계를 일치하도록 한다. 반면에 제품시장 경쟁이 증가하면서 수익 경쟁, 고용불안 때문에 경영자가 스스로 노력을 촉진토록 하는 경쟁압력으로 작용하여 경영자에게 추가 보상을 지불하지 않아도 된다(Hart, 1983; Schmidt, 1997). 내부지배구조 수준이 높은 기업과 낮은 기업 간에 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않는데, 이를 종합하면, 제품시장 경쟁이 내부지배구조에 상관없이 전체 표본기업에 영향을 미치고 있다.

<표4>는 변수들 간의 상관관계를 피어슨 상관계수(Pearson correlation coefficient)로 나타낸 것이다.

경영자 보상 척도와 내부지배구조 수준은 1% 수준에서 유의한 양(+의 상관관계)가 있다. 경영자 보상과 통제변수인 기업규모, 연구개발비 비율, 레버리지 비율, 경제적 부가가치는 1% 수준에서 유의한 양(+의 상관관계)가 있는 것으로 나타났다. 그러나 제품시장 경쟁은 경영자 보상 척도와 통계적으로 유의하지

않게 나타났다.

<표4> 상관관계 분석

이 표는 변수들 간의 상관관계를 피어슨 상관계수를 나타낸다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수명	$ECOMP_{i,t}$	$CGI_{i,t}$	$HHI_{i,t}$	$Size_{i,t}$	$RND_{i,t}$	$LEV_{i,t}$
$CGI_{i,t}$	0.440***					
$HHI_{i,t}$	0.027	0.069***				
$Size_{i,t}$	0.627***	0.687***	0.081***			
$RND_{i,t}$	0.045***	0.095***	-0.081***	-0.033		
$LEV_{i,t}$	0.129***	0.135***	0.163***	0.348***	-0.034	
$EVA_{i,t}$	0.271***	0.211***	0.060***	0.212***	0.003	-0.062

4.2 가설의 검증결과

4.2.1 기업지배구조가 경영자 보상에 미치는 영향

본 절에서는 설명변수인 내부지배구조 외에, 내부지배구조와 노동조합 간의 상호작용, 그리고 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합 간의 상호작용이 경영자 보상에 어떤 영향을 미치는 지에 대해 알아보고, 그 결과를 <표5>와 <표6>에 나타낸다.

<표5>을 보면 알 수 있듯이 첫째, 내부지배구조 수준은 경영자 보상에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향으로 나타났는데, 이는 이사회와 같은 내부지배구조 메커니즘이 효과적으로 작동하면 주주와 경영자 간의 대리인 문제가 완화되어 경영자 보상이 감소한다는 것을 의미하며, Ryan and Wiggins III (2001)와 Fahlenbrach(2009)의 연구와 일치한다. 따라서 내부지배구조는 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미친다는 [가설1]이 채택된다.

둘째, 내부지배구조와 노동조합 간의 상호작용은 모든 경우에서 경영자 보상에 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 내부지배구조가 경영자를 규율하여 경영자에 대한 과도한 보상을 막을 수 있지만, 잘 조직된 노동조합이 경영자 보상이 증가하는 데 오히려 찬성을 할 개연성이 존재한다. 그 이유로 경영자의 입장에서는 종업원 보상이 늘어야 자신의 보상이 커지는데 대한 반발이 줄어들 테고, 노동조합의 입장은 경영자 보상 증가에 찬성함으로써 종업원 보상을 증가시킬 수 있는 명분을 가질 수 있기 때문이다(Freeman, 1981; 우광호, 2010).

<표5> 내부지배구조와 노동조합 간의 상호작용이

경영자 보상에 미치는 영향 분석

<표5>는 내부지배구조와 노동조합이 경영자 보상에 미치는 영향에 대하여 분석한다. 종속변수는 경영자 보상 척도이고, 설명변수는 내부지배구조 수준 외에, 내부지배구조와 노동조합 간의 상호작용 변수이다. 통제변수는 기업규모, 연구개발비 비율, 레버리지 비율, 경제적 부가가치, 제품시장 경쟁 더미 및 재벌 더미로 구성된다. () 안은 t값을 나타내고, 모형의 설명력과 라그랑지 승수검정, 하우스만 검정 및 F검정을 위한 통계량을 추가로 제시한다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준 (양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	계수	예상 부호	전체	내부지배구조	
				CGI≥중위수	CGI<중위수
상수	β_0		3.525*** (6.37)	3.694*** (3.77)	3.373*** (4.40)
$CGI_{i,t}$	β_1	-	-0.008*** (-3.14)	-0.007 (-1.67)	-0.009** (-2.03)
$CGI \times D_Union_{i,t}$	β_2	-	0.0002 (0.12)	-0.0002 (0.05)	0.0006 (0.16)
$Size_{i,t}$	β_3	+	0.436*** (16.02)	0.428*** (9.27)	0.449*** (11.64)
$RND_{i,t}$	β_4	+	5.405*** (4.35)	7.723*** (3.56)	3.017** (2.36)
$LEV_{i,t}$	β_5	-	-0.453*** (-4.16)	-0.759*** (-2.77)	-0.476*** (-3.69)
$EVA_{i,t}$	β_6	+	0.012*** (3.56)	0.011** (2.54)	0.009 (1.39)
$D_High_{i,t}$	β_7	-	-0.131*** (-3.86)	-0.125** (-2.30)	-0.135*** (-2.80)
$D_Chaebol_{i,t}$	β_8	+	0.142** (2.10)	0.148 (1.57)	0.069 (0.64)
관측수			2,262	1,080	1,182
기업수			314	240	240
$R^2 - Within$			0.16	0.14	0.16
$R^2 - Between$			0.50	0.47	0.32
$R^2 - Overall$			0.41	0.39	0.22
F-test			40.52***	15.39***	20.36***
Lagrange multiplier test			2,364.47***	806.79***	868.99***
Hausman test			33.11***	15.29***	24.07***
VIF			1.03~2.83	1.05~3.00	1.04~1.30

따라서 내부지배구조와 노동조합이 경영자 보상에 미치는 영향이 서로 상쇄될 가능성이 있으므로, 노동조합 조직기업에서 내부지배구조는 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미친다는 [가설 2]는 기각된다.

통제변수에 대한 분석 결과, 기업규모는 경영자 보상에 1% 수준에서 유의하게 경영자 보상에 양(+)의 영향으로 나타나 기업규모가 커질수록 경영자의 업무범위는 넓어지고 책임 역시 커지므로 그에 대한 대가로 경영자 보상 수준을 증가시켜야 한다는 Carpenter and Sanders(2002)의 연구와 일치한다. 연구개발비 비율은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향으로 나타나 연구개발투자를 많이 할수록 경영자 보상이 증가한다는 Sanders and Carpenter(1998)의 연구와 일치한다. 레버리지 비율은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향으로 나타나 Brockman et al.(2016)의 연구와 일치한다. 경제적 부가가치는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향으로 나타났으며, Fatemi et al.(2003)과 Charles et al.(2004)의 연구와 일치한다. 제품시장 경쟁 더미는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 나타내는데, Hermalin(1992)과 Schmidt(1997)의 연구와 일치한다. 재벌 더미는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향으로 나타났으며, 재벌기업의 경영자 보상이 높다는 김준철·신현한·장진호(2005)의 연구와 일치한다.

강건성 검증을 위해 내부지배구조 수준이 중위수 보다 높은 기업과 낮은 기업으로 구분하여 실증분석한 결과, 내부지배구조는 내부지배구조 수준이 낮은 기업에서 경영자 보상에 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향으로 나타났다. 이런 결과는 두 집단에서 내부지배구조는 통제 변수에 비해 제한적으로 경영자 보상에 영향을 미침을 알 수 있다.

<표6>는 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합 간의 상호작용이 경영자 보상에 미치는 영향을 분석한 결과를 나타내는데, 해당 상호작용은 경영자 보상에 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 노동조합이 존재하는 기업에서 내부지배구조가 경영자를 규율하여 경영자에 대한 보상을 막을 수 있지만, 잘 조직된 노동조합은 오히려 경영자 보상이 증가시킬 가능성이 있다. 또한, 제품시장 경쟁이 심할수록 제품 경쟁력 확보 차원에서 우수한 경영자를 찾기 위해 높은 경영자 보상을 하거나, 경영성과가 더 나빠지지 않도록 경영자 보상을 증가시킬 수 있음을 의미한다. 이러한 결과는 노동조합 조직기업에서 내부지배구조와 제품시장 경쟁은 경영자와 주주 간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을

<표6> 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합 간의 상호작용이 경영자 보상에 미치는 영향 분석

<표6>은 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합 간의 상호작용이 경영자 보상에 미치는 영향을 분석한다. 종속변수는 경영자 보상 척도이고, 설명변수는 내부지배구조 수준 외에, 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합 간의 상호작용 변수이다. 통제변수는 제품시장 경쟁 척도, 기업규모, 연구개발비 비율, 레버리지 비율, 경제적 부가가치 및 채별 더미로 구성된다. () 안은 t값을 나타내고, 모형의 설명력과 라그랑지 승수검정, 하우스만 검정 및 F검정을 위한 통계량을 추가로 제시한다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	계수	예상 부호	제품시장 경쟁		
			전체	HHI < 중위수	HHI ≥ 중위수
상수	β_0		3.256*** (5.92)	4.261*** (4.93)	3.234*** (4.23)
$CGI_{i,t}$	β_1	-	-0.011*** (-4.70)	-0.009** (-2.53)	-0.007** (-2.35)
$HHI_{i,t}$	β_3	-	-0.489 (-1.44)	-2.586*** (-3.07)	-0.137 (-0.35)
$CGI_{i,t} \times HHI_{i,t} \times D_Union_{i,t}$	β_2	+, -	0.017** (2.37)	0.053** (2.19)	0.007 (1.00)
$Size_{i,t}$	β_4	+	0.452*** (16.65)	0.403*** (9.48)	0.446*** (11.79)
$RND_{i,t}$	β_5	+	5.577*** (4.47)	5.046*** (2.86)	3.212* (1.71)
$LEV_{i,t}$	β_6	-	-0.454*** (-4.15)	-0.387** (-2.19)	-0.427*** (-2.99)
$EVA_{i,t}$	β_7	+	0.012*** (3.47)	0.019*** (4.04)	0.003 (0.48)
$D_Chaebol_{i,t}$	β_8	+	0.112*** (2.92)	0.077 (0.77)	0.272*** (2.82)
관측수			2,262	1,110	1,152
기업수			314	188	232
$R^2 - Within$			0.15	0.14	0.15
$R^2 - Between$			0.49	0.42	0.46
$R^2 - Overall$			0.41	0.37	0.45
F-test			39.31***	16.93***	18.33***
Lagrange multiplier test			1,752.09***	875.08***	816.05***
Hausman test			42.84***	25.10***	21.42***
VIF			1.03~2.79	1.04~2.99	1.03~2.75

시사한다. 따라서 노동조합 조직기업에서 내부지배구조와 제품시장 경쟁 간의 상호작용은 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미친다는 [가설3]은 기각된다. 통제변수를 분석한 결과, 제품시장 경쟁은 경영자 보상에 유의하지 않게 나타났다. 기업규모, 연구개발비 비율, 레버리지 비율, 경제적 부가가치, 그리고 재벌여부는 <표5>와 거의 같은 결과를 나타내고 있다. 강건성 검증을 위해 제품시장 경쟁이 심한 산업에 속한 기업과 약한 산업에 속한 기업으로 구분하여 경영자 보상에 미치는 영향을 분석한 결과, 내부지배구조는 두 집단에서 모두 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향으로 나타났다. 이는 제품시장 경쟁에 상관없이 내부지배구조가 경영자 보상에 중요한 변수로 작용한다는 것을 의미한다. 다음으로 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합의 상호작용은 제품시장 경쟁이 심한 기업에서 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향으로 나타나 노동조합이 존재하는 기업에서 내부지배구조가 경영자를 규율하여 경영자에 대한 보상을 막을 수 있지만, 잘 조직된 노동조합은 오히려 경영자 보상을 증가시킬 가능성이 있다.

V. 결 론

본 연구에서는 기업지배구조가 경영자 보상에 미치는 영향을 실증분석하기 위해, Core et al.(1999)의 방법으로 경영자 보상을 측정하였고, Fahlenbrach(2009), Giroud and Mueller(2011)의 연구를 확장하여 한국거래소의 상장기업을 대상으로 실증분석을 하였다.

분석 결과, 내부지배구조는 경영자 보상에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다는데, 이러한 결과는 이사회와 같은 내부지배구조 메커니즘이 잘 작동할 경우 대리인 비용의 하나인 경영자 보상을 감소시키는 수단이 될 수 있음을 보여준다. 하지만 내부지배구조와 노동조합 간의 상호작용은 경영자 보상에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났는데, 이는 임금인상이라는 공동의 목표 아래 경영자와 노동조합이 묵시적으로 동조할 가능성을 무시할 수 없다. 이로 인해 내부지배구조와 노동조합이 경영자 보상에 미치는 영향이 서로 상쇄될 수 있다고 해석할 수 있다. 노동조합 조직기업에서 내부지배구조 수준과 제품시장 경쟁 간의 상호작용은 경영자 보상에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 노동조합이 존재하는 기업에서 내부지배구조가 경영자를 규율하여 경영자에

대한 보상을 막을 수 있지만, 잘 조직된 노동조합은 오히려 경영자와 협상을 통해 경영자 보상의 증가에 동의 할 가능성이 있다. 또한, 제품시장 경쟁이 심할수록 우수한 경영자를 확보하기 위해 높은 경영자 보상을 지급하거나, 경쟁으로 인한 경영성과가 더 이상 나빠지지 않도록 경영자 보상을 오히려 증가시킬 수 있음을 의미한다.

요약하면, 내부지배구조 메커니즘은 경영자 보상을 효과적으로 통제하는 효과적인 수단이다. 또한, 내부지배구조, 제품시장 경쟁 및 노동조합 등의 다양한 기업지배구조 메커니즘은 경영자와 주주 간의 대리인 문제를 완화 시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다. 따라서 내부지배구조인 이사회 독립성을 확보하고 보상위원회의 기능을 투명하게 개선함으로써 경영자 보상 지급 정책을 합리적으로 수립할 필요가 있음을 시사한다. 그리고 다양한 기업지배구조 메커니즘 상호작용이 경영자 보상을 증가시키는 것으로 나타났는데 치열한 제품시장 경쟁에서 살아남기 위해 기업은 우수한 경영자를 확보하고, 이를 통해 품질 개선 및 신제품 개발에 지속적으로 투자함으로써 대리인 문제를 완화 시켜야 할 것이다. 또한, 노동조합은 경영자 보상에 대한 견제활동을 소홀히 해서는 안 될 것이다.

참고문헌

- 강윤식·국찬표, “지배구조 및 소유구조가 경영진보상에 미치는 영향,” 대한경영학회지, 제23권 제2호, 2010, pp. 1433-1460.
- 김경목, “대리인 비용과 권력의 결합: 기업 소유구조가 경영자의 보상 수준에 미치는 영향에 대한 연구,” 경영학연구, 제34권 제5호, 2005, pp. 1475-1500.
- 김용식·황국재, “기업의 소유구조와 이사회 특성이 경영자보상에 미치는 효과,” 회계연구, 제16권 제2호, 2011, pp. 25-56.
- 김준철·신현한·황국재, “이사회구조 및 기업집단의 그룹본부가 경영자보상에 미치는 영향,” 전략경영연구, 제8권 제1호, 2005, pp. 21-38.
- 김태수·정준수·지성권, “한국기업에서 경영자보상과 경영성과간의 관계,” 회계학연구, 제24권 제2호, 1999, pp. 88-115.
- 신민식·이재익, “제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향,” 경영학연구, 제44권 제5호, 2015, pp. 1327-1359.
- 신성욱, “기업지배구조가 경영자보상과 미래경영성과에 미치는 영향,” 부산대학교 박사학위논문, 2007.
- 우광호, “기업성과 및 지배구조와 노동조합이 경영자 보상에 미치는 영향분석: 패널자료 분석,” 산업관계연구, 제20권 제2호, 2010, pp. 181-208.
- 최정운·배길수, “노동조합이 경영자의 이익조정에 미치는 영향: 감시역할을 중심으로,” 경영학연구, 제40권 제6호, 2011, pp. 1549-1575.
- 한국기업지배구조원, “국내 상장기업의 대표이사 보수 실태 분석”, 2016, pp. 1-18.
- 황인태, “경영자보상과 기업성과,” 회계학연구, 제20권 제3호, 1995, pp. 107-125.
- Antle, R. and A. Smith, “An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executive,” *Journal of Accounting Research*, 24, 1986, pp. 1-39.
- Baggs, J. and D. Bettingies, “Product Market Competition and Agency Costs,” *Journal of Industrial Economics*, 287, 2007, pp. 1-42.
- Bebchuk, L. and J. Fried, “Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation,” *Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press*, 2004.
- Brockman, P., H. Lee and J. Salas, “Determinants of CEO Compensation: Generalist-Specialist Versus Insider-Outsider Attributes,” *Journal of*

- Corporate Finance*, 39, 2016, pp. 53-57.
- Carpenter, M. and W. Sanders, "Top Management Team Compensation: The Missing Link between CEO Pay and Firm Performance?" *Strategic Management Journal*, 23, 2002, pp. 367-375.
- Chamberlain, G., "Panel Data," *Handbook of Econometrics*, 2, 1984, pp. 1247-1318.
- Charles, L., L. Sarver and T. Strickland, "EVA, MVA and CEO Compensation: Further Evidence," *American Business Review*, 22, 2004, pp. 82-87.
- Chen, H., M. Kacperczyk and H. Ortiz-Molina, "Labor Unions, Operating Flexibility, and the Cost of Equity," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46, 2011, pp. 25-58.
- Core, J., R. Holthausen and D. Larcker, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 51, 1999, pp. 371-406.
- Fahlenbrach, R., "Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation," *Review of Finance*, 13, 2009, pp. 81-113.
- Fama, E., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88, 1980, pp. 288-307.
- Fatemi, A., A. Desai and J. Katz, "Wealth Creation and Managerial Pay: MVA and EVA as Determinants of Executive Compensation," *Global Finance Journal*, 69, 2003, pp. 1-21.
- Freeman, R., "The Effect of Unionism on Fringe Benefits," *Industrial and Labor Relations Review*, 34, 1981, pp. 489-509.
- Gilson, R. and M. Roe, "Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization," *Yale Law Journal*, 102, 1993, pp. 871-906.
- Giroud, X. and H. Mueller, "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices," *Journal of Finance*, 4, 2011, pp. 563-600.
- Hart, O., "The Market Mechanism as An Incentive Scheme," *Bell Journal of Economics*, 14, 1983, pp. 366-382.
- Hartzell, J. and L. Starks, "Institutional Investors and Executive Compensation," *Journal of Finance*, 58, 2003, pp. 2351-2374.
- Hausman, J., "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica*, 46, 1978, pp. 1251-1271.
- Hermalin, B., "The Effects of Competition on Executive Behavior," *RAND Journal of*

- Economics*, 23, 1992, pp. 350-365.
- Hill, C. and L. Phan, "CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay," *Academy of Management Journal*, 34, 1991, pp. 707-717.
- Hirsch, B., "Firm Investment Behavior and Collective Bargaining Strategy," *Industrial Relations*, 531, 1992, pp. 95-121.
- Holmstrom, B., "Moral Hazard in Teams," *Bell Journal of Economics*, 13, 1982, pp. 324-340.
- Huang, Q., F. Jiang, E. Lie and T. Que, "The Effect of Labor Unions on CEO Compensation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52, 2017, pp. 553-582.
- Ittner, C. and D. Larcker, "Determinants of Performance Measure Choice in the Worker Incentive Plans," *Journal of Labor Economics*, 20, 2002, pp. 58-90.
- Jensen, M. and K. Murphy, "Performance Pay and Top Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, 1990, pp. 225-264.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.
- Kassinis, G. and N. Vafaes, "Corporate Boards and Outside Stakeholders as Determinants of Environmental Litigation," *Strategic Management Journal*, 23, 2002, pp. 399-415.
- Kevin, B. and C. Ted, "Trade-Offs in the Labor Union-CEO Compensation Relationship," *Journal of Labor Research*, 28, 2007, pp. 347-358.
- Khan. R., R. Dharwadkar and P. Brandes, "Institutional Ownership and CEO Compensation: A Longitudinal Examination," *Journal of Business Research*, 58, 2005, pp. 1078-1088.
- Lambert, R., and D. Larcker, "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts," *Journal of Accounting Research*, 25, 1987, pp. 85-125.
- Lambert, R., D. Larcker and K. Weigelt, "The Structure of Organizational Incentives," *Administrative Science Quarterly*, 38, 1993, pp. 438-461.
- Leung, W., O. Li and O. Rui, "Labor Union and Accounting Conservatism," *Financial Accounting and Reporting Section Paper*, 31, 2010, pp. 1-55.
- Ryan, H. and R. Wiggins III, "The Influence of Firm-and Manager-Specific Characteristics on the Structure of Executive Compensation," *Journal of*

- Corporate Finance*, 7, 2001, pp. 101-123.
- Sanders, W. and M. Carpenter, "Internationalization and Firm Governance: The Role of CEO Compensation, Top Team Compensation and Board Structure," *Academy of Management Journal*, 41, 1998, pp. 158-178.
- Scharfstein, D., "Product Market Competition and Managerial Slack," *RAND Journal of Economics*, 19, 1998, pp. 147-155.
- Schmidt, K., "Managerial Incentive and Product Market Competition," *Review of Economic Studies*, 64, 1997, pp. 191-213.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 1997, pp. 737-783.
- Singh, P. and N. Agarwal, "Union Presence and Executive Compensation: An Exploratory Study," *Journal of Labor Research*, 23, 2002, pp. 631-646.

The Effects of Corporate Governance on CEO Compensation

Lee, Myounggi* · Kim, Jin San**

<Abstract>

The purpose of this study is to examine the effects of corporate governance on executive compensation using the sample of Korea manufacturing firms listed on the Korea Exchange(KRX) from 2005 to 2012. Based on and extends the studies of Core et al.(1999), Fahlenbrach(2009) and Giroud and Mueller(2011) by examining the effects of corporate governance on executive compensation. Major findings are as follows.

First, as expected, internal corporate governance *negatively* affects executive compensation, implying that a “good” corporate governance can prevent absurd compensation to top level executives. The two interaction from the second chapter have mixed results. While the first interaction has little impact on executive compensation, the second interaction turns out to have a positive impact on executive compensation. These results support the first hypothesis in the third chapter, find little support for the second hypothesis, and present evidence against the third hypothesis. While internal corporate governance and product market competition works against executive compensation, labor union may be in the same boat with managers.

This study differentiates itself from previous literature. Unlike most previous studies with one-dimensional approach, this study investigates interaction among various corporate governance mechanisms. Overall results have a few important economic and social implications. Because internal corporate governance works as an effective mechanism to mitigate agency problems in every model, policymakers should find ways to make internal control mechanisms, such as a board of directors, as independent as possible.

Key Words : Corporate Governance, Production Market Competition, Union, CEO Compensation

* First author: Samsung Electronics

** Corresponding author: Associate Professor, School of Business Administration, Kyungpook National University