

한국 수출제조 중소기업의 외국인지분율 및 경영자보상과 기업성과 간의 관계*

The Relationship between Foreign Ownership,
Executive Compensation and Firm Performance in the
Korean Export Manufacturing SMEs

김 동 순** Dong-Soon Kim
임 서 하*** Seo-Ha Lim

| 목 차 |

- | | |
|--------------------|-------------|
| I. 서론 | IV. 실증분석 결과 |
| II. 기존연구의 검토 및 시사점 | V. 결론 및 요약 |
| III. 연구방법론과 가설 설정 | 참고문헌 |
| | Abstract |

국문초록

본 연구는 외국인지분율과 경영자 보상 및 미래 기업성과 간의 관련성을 실증분석하고자 한다. 본 연구에서는 2007~2014년까지 한국 코스닥시장에 상장된 수출제조업종의 중소기업들을 중심으로 외국인지분율, 경영자 현금보상 자료와 재무자료를 이용하였다. 주요 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 한국 수출제조 중소기업은 ROE, 영업이익률 등의 측면에서 대체로 수익성이 매우 낮은 것으로 분석되었다. 또한 외국인지분율도 평균 3.77%로서 매우 낮은 비중을 차지하고 있었다.

* 이 논문은 2014년도 중앙대학교 연구장학기금 지원에 의한 것임.

** 중앙대학교 경영학부 교수, 제1저자 및 교신저자

*** 중앙대학교 대학원 경영학과 재무학 전공, 공동저자

둘째, 경영자보상이 높은 기업의 경우 오히려 영업이익률, ROE 등 미래의 기업 성과가 낮은 것으로 나타났다. 이에 따라 수출제조 중소기업의 지배구조와 소유구조는 소유경영자 체제인 특성으로 인해 경영자 초과보상이 높고 과신감이 높은 경우 기업 실적의 악화로 이어지는 것으로 보인다.

셋째, 미래 1년 및 3년간의 누적초과수익률과의 관계에서도 경영자 보상이 높은 기업이 상대적으로 수익률이 저조하게 나타나서 주식시장에서의 가치평가도 단기적으로 뿐만 아니라 장기적으로 낮은 것으로 해석된다.

넷째, 경영자보상과 경영자 과신감 간에는 양(+)의 관계가 나타나서, 경영자 보상과 기업 성과 간의 음(-)의 관계는 초과보상을 상대적으로 많이 받는 수출제조 중소기업의 소유경영자가 과신감으로 인해 오히려 미래의 기업 성과에는 부정적인 영향을 끼치는 것으로 해석된다.

결론적으로 경영자보상 기준으로 상위 10% 기업그룹에 속한 경영자들이 가장 높은 현금보상을 내지 과신감을 보이는 가운데, 보상-성과 간의 음(-)의 관계가 높은 보상을 받는 과신감을 가진 소유경영자들에 대해 가장 강하게 나타나고 있었다. 이러한 결과들은 향후 과신감을 가지는 한국 수출제조 중소기업의 소유경영자에 대한 감독체제와 함께 보상체제가 새로이 합리적으로 정립될 필요가 있음을 시사한다.

<주제어> 한국 수출제조 중소기업, 소유경영자, 경영자 보상, 외국인지분율, 과신감, 영업이익률, 자기자본이익률, 초과수익률, 현금보상을

I. 서론

2008년 이후 미국, 유로존 국가 등 선진국의 금융위기 및 재정위기로 인해 한국 수출제조기업, 특히 중소기업은 상당한 경기침체와 수익성 악화를 경험하고 있다. 또한 수출제조 중소기업의 소유지배구조는 아직 열악하여 외국인지분율도 매우 낮고 전문경영인 체제도 미흡하고 그들에 대한 보상도 낮은 가운데 지배주주 내지 소유경영자에 의해 의사결정이 이루어지는 측면이 적지 않다.

국내 기업에 있어 경영자에 대한 실적을 기반으로 한 보상시스템은 아직 미비한 상황이며 이러한 최고경영자 보상의 불합리성은 중소기업의 경우 더욱 심각한 상황이다. 대기업의 경우 사외이사, 감사 등 다양한 경영자 견제 기구가 존재하지만 중소기업의 경우 소유주 내지 최고경영자의 권한이 절대적인 경우가 대다수이며 이에 따라 자신의 보상과 관련한 어떠한 제한 요인이 없기 때문에 막대한 보상과 함께 절대적인 권한을 가지게 된다. 이러한 막대한 보상에도 불구하고 도덕적 헤이에 따른 방만한 경영, 무분별한

투자 등으로 기업의 경영성과에는 긍정적인 영향을 미치지 못하고 있다. 이에 따라 미래 수출경쟁력 회복을 위해서라도 중소기업의 소유지배구조의 개선과 중소기업 전문경영자의 동기부여를 위한 합리적인 수준의 보수 제고는 필연적인 과제가 되고 있다.

한편, 글로벌금융위기 이후 미국 등 선진국 기업들에 있어서도 글로벌 경기침체에 따른 경영실적 악화에도 불구하고 최고경영자(CEO) 및 임원의 보상은 지속적으로 증가하는 모습을 보여 이들의 도덕적 해이가 사회적 이슈로 제기되고 있다. 현재의 경영자 보상 관행들은 경영자들에게 기업경영의 장기적인 성과보다는 오히려 단기적인 위험 내지 성과를 추구하도록 하였다고 비판되고 있다.

이에 따라 최근 전세계적으로 경영자보상과 관련된 규제안들이 제시되고 있다. 유럽 연합(EU)은 은행의 경영자 보상에 있어 보너스에 대한 제한을 하면서 은행의 성과에 연동되는 변동식 보상제도를 제안하고 있다. 또한 급여의 상당한 비율을 스톡옵션으로 지급하거나 제한부 주식(restricted stock), 또는 기타 단기성과를 보상하지 않는 방식의 장기적인 보상 형태가 제안되고 있다.

지난 30년 동안 대리인이론과 경영자보상에 대한 학계의 연구는 경영자보상이 기업의 성과에 연동되어야 한다고 주장하였다.(Holmstrom, 1979, Grossman and Hart, 1983, Jensen and Murphy, 1990). 대리인이론에 따르면 대리인 관계는 주인(principal)이 정해진 범위 내에서 의사결정권을 대리인(agent)에게 위임함으로써 이루어지는데, 주인과 대리인 사이에 정보의 불균형, 감시의 불완전성 등으로 도덕적 해이나 무임승차의 문제, 역선택의 문제가 발생할 소지가 있어 이런 제반 문제점을 최소화하기 위해서는 대리인비용이 발생한다. 장기적인 보상계획은 최고경영자에게 주주들의 최선의 이익을 위해 행동하도록 유인을 제공하여야 하고, 경영자보상의 정보가 시장에 공표될 때 시장이 충분히 그 정보를 반영하지 않는다면, 이러한 제안들은 경영자보상과 기업의 미래 성과 사이에 긍정적인 관계를 시사하는 것으로 보인다.

그러나 경영자 보상과 미래 기업성과 간의 관계에 대한 구미의 선행연구들은 그 결과가 엇갈리고 있다. 선행연구들중에서 예컨대 Abowd(1990), Lewellen, Loderer, Martin, & Blum(1992), Tai(2004)는 경영자보상과 미래 주식수익률 간에 양(+의) 관계가 있음을 밝힌 반면에, 다른 선행연구들로서 Core, Holthausen, and Larcker(1999), Brick, Palmon, & Wald(2006), Malmendier & Tate(2009)는 경영자 보상과 미래 주식수익률간에 강한 음(-)의 관계가 있음을 보여주었다.

긍정적인 관계를 보인 연구들은 주주와 경영자 사이에 유인이 부합된 결과로 경영자 보상과 미래 주식수익률간에 양(+의) 관계가 존재한다고 보는 반면, 부정적인 연구들은 대리인문제에 의해 경영자보상과 기업 성과 간에 음(-)의 관계가 있는 것으로 본다. 그

러나 최근의 Benmelech, Kandel, & Veronesi(2010)를 비롯한 이론적 모형들은 전반적으로 기업들이 주식 기반의 보상체계를 채택하고 있으므로 인센티브 보상과 미래 주식수익률 사이에 연관성이 존재한다고 주장한다.

본 연구에서는 이전 연구에서 수행하지 못했던 경영자 스타일이 미치는 효과를 분석함으로써 보상과 미래성과 간의 관계를 재조명하고자 한다. 선행연구들은 경영자 스타일에 있어 사람에 따른 특성이 반영되어 그 차이가 존재하며, 이는 기업의 자본구조, 투자, 보상, 공시 정책의 차이를 가져온다고 주장한다(Bertrand & Schoar, 2003, Bamber, Jiang, & Wang, 2010, Graham, Li, & Qiu, 2012). 특히, 또 하나의 경영자 특성은 과신감이다. Hayward & Hambrick(1997), Brettel et al.(2008) 등은 과신감(overconfidence)과 낙관주의(optimism)를 구분하여 사용하였으나, 본 연구에서는 Malmendier and Tate(2005), Lin et al.(2005), Jiang et al.(2008) 등의 연구에 따라 과신감과 낙관주의를 동일한 의미로 사용한다.

본 연구는 한국 수출제조업종 중소기업의 사내등기이사의 현금보상율을 경영자의 자신감의 대용변수로 사용한다. 또한 이 변수는 경영자의 '과신감'보다는 '자신감'을 나타내는 측정치에 가까우므로 현금보상율의 증가를 경영자의 자신감(confidence)의 증가로 해석한다. 과신감은 보상계약의 선택에 영향을 미치는 것으로 밝혀졌다. 미국 기업들에서 임원 보상에서 현금보상이 차지하는 부분은 보통 일시적으로 불변이며 기업의 주가 변화와 무관하기 때문에, 현금요소는 경영자로 하여금 주가를 높이려는 유인을 제공하지 못한다. 따라서 주요한 보상 형태는 인센티브형태의 보상, 특히 스톡옵션이다(Murphy, 1985). 옵션은 동일한 금액을 지급하는 보상구조보다는 보다 볼록한(convex) 형태의 보상구조를 가진다. Gervais, Heaton, & Odean (2011)는 경영자의 과신감 때문에 경영자가 과도한 위험에 노출되는 볼록한 보상구조를 선택하도록 한다고 주장한다. Paredes(2005)는 높은 보상을 지급받는 경영자는 과신감을 가질 수 있다고 주장한다. 과신감을 가진 경영자는 기업가치에 상당한 영향을 미치는 것으로 나타났다. Ben-David, Graham, & Harvey(2008), Malmendier & Tate(2005, 2008, 2009)는 과신감을 가진 경영자들이 낭비적인 자본적 지출, 기업제국 구축, 자신의 세력 확대 및 주주 가치를 파괴하는 차선의 행동들을 한다고 밝혔다. 우리나라는 미국을 비롯한 구미기업들의 경영자 보상체제와 같은 명시적인 자료들의 추출이 어렵다. 따라서 본 연구에서는 경영자 보상은 금융감독원의 전자공시시스템에서 공개하는 등기임원의 보수자료를 사용한다.

본 연구에서는 한국 수출제조업종의 중소기업을 대상으로 외국인지분율, 경영자 보상과 미래 기업성과 사이의 관련성을 분석하고 아울러 경영자의 과신감이 이런 관련성에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다. 본 연구는 금융감독원 전자공시시스템에 공시되어

있는 2007년부터 2014년까지 특히 코스닥에 상장되어 있는 수출제조 중소기업들의 사업 보고서를 통하여 현금보상자료와, (주)한국신용평가의 KIS-VALUE 재무자료 및 주가자료를 이용하여 잠재적인 대리인문제에 대해 통제하고 경영자 보상과 미래수익률간에 양(+) 또는 음(-)의 유의한 관계가 있는지 또는 경영자 과신감이 이 관계에 어떻게 영향을 미치는지를 실증분석하고자 한다.

II. 기존연구의 검토 및 시사점

1. 경영자 보상과 기업성과

경영자 보상과 기업성과 사이의 관련성을 연구한 많은 선행연구들(Murphy, 1985; Lambert and Larcker, 1987; Jensen and Murphy, 1990; Boschen and Smith, 1995; Ittner et al., 2003)은 효율적인 보상계약 하에서 성과가 높은 기업의 경영자들은 높은 보상을 받게 되고, 성과가 낮은 기업의 경영자들은 낮은 보상을 받게 된다고 검증하였다. Murphy(1985)와 Jensen and Murphy(1990)은 주가수익률의 증가, 회계이익의 크기, 그리고 매출액의 증가가 경영자보상과 양(+)의 관계가 있음을 실증하였고, Coughlan and Schmidt(1985)도 주가수익률과 경영자보상 사이에 매우 높은 양(+)의 관계가 있음을 검증하였다.

이와는 대조적으로 높은 경영자 보상이 오히려 기업성과를 악화시킨다는 연구결과도 존재한다. Holthausen and Larcker(1999)는 경영자보상과 미래 기업의 영업이익과 주식수익률 성과 간에 음(-)의 관계가 있음을 밝혔다. 그들은 취약한 지배구조를 가진 기업들이 더 큰 대리인문제를 가지고 있고 이런 기업들의 경영자들은 높은 보상을 받고 있는 반면, 경영성과는 오히려 낮음을 보여주었다. Malmendier and Tate(2008)는 1975년~2002년 기간 동안 264명의 경영자 표본을 분석한 결과, '슈퍼스타'경영자가 주요 비즈니스상을 수상한 이후 2년 동안의 실적이 낮았다. 이런 낮은 성과는 대리인문제에 따른 결과로 보이며, '슈퍼스타'경영자들이 수상 이후 더 많은 보상을 받으면서 다른 기업들의 이사직을 맡거나 도서출판과 같이 자신의 기업 밖의 공적 및 사적인 활동에 더 많은 시간을 쓴다고 주장했다. Ariely, Gneezy, Lowenstein and Mazar(2009)는 실험 대상자들이 그들의 통상 보수에 상대적으로 차이가 많이 나는 성과에 따른 보상을 받을 수 있는 상황에서 매우 높은 현금보상을 받는 경우 성과에는 매우 부정적인 영향을 미친다고 밝혔다.

2. 경영자 보상과 대리인 문제

소유와 경영이 분리되면서 주주들은 기업경영에 직접 참여하지 않고 대리인인 경영자에게 기업경영의 권한을 위임하게 되는데, 이때 경영자들의 이해관계는 주주와 상이할 수 있어 대리인문제가 발생할 수 있다. 예를 들어, 주주와 경영자 간의 위험 공유(risk-sharing) 태도에 대한 상이성이 기업운영방식과 관련한 의사결정에서 상충되는 의견으로 표출될 수 있다(Wilson, 1968; Arrow, 1971). 또한 기업경영에 직접 참여하지 않는 주주들과 경영자간의 정보 비대칭성과 경영자만이 소유하고 활용할 수 있는 제한적 정보들은 경영자들이 사적인 이익추구와 같은 이기적인 의사결정과 행동을 통제하고 조정하는 것을 어렵게 만들 수 있다(Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973). 경영자들의 이기적인 행위들은 자신들의 고용위험을 감소시키기 위한 과도한 다각화, 기업자원의 개인적인 사용, 업무태만 등으로 나타날 수 있는데, 이는 기업가치를 떨어뜨리는 주요한 원인이 될 수 있다(Jensen, 1986; Morck et al., 1990; Bertrand & Mullainathan, 2003).

대리인론에서는 대리인문제로 인한 비용과 손실을 최소화하기 위한 지배구조시스템의 구축을 강조하고 있는데, 이와 같은 시스템에는 주주들의 이익을 극대화시키기 위해 노력하게 하는 경영자들에 대한 보상체계가 포함된다(Eisenhardt, 1989). 경영자가 주주들의 이익을 극대화하기 위해 노력하며 기업가치를 충분히 향상시키는지를 평가하여, 이를 보상수준 및 방법 결정에 반영할 수 있는 것이다(Holmstrom, 1979; Holmstrom, 1982). 따라서 기업성과와 경영자 보상 수준 간에는 높은 연관성을 기대해 볼 수 있지만, 실제적으로 최근 미국 기업들의 경우와 같이 기업성과와 연계되지 않는 과도한 경영자 보상 수준이 문제가 될 수 있다.

또한 대리인 이론에 기초한 경영자보상 연구들은 경영자 보상과 주주가치 사이의 민감도(pay-performance sensitivity)를 집중하여 분석했다. Murphy(1985), Jensen and Murphy(1990), Coughlan and Schmidt(1985) 등 보상-성과의 민감도에 관한 연구의 공통점은 경영자보상은 주식수익률, 자기자본순이익률, 자기자본경상이익률, 총자산순이익률, 총자산경상이익률, 매출액증가율 등의 함수라는 실증적 증거를 제시하고 있다. 즉, 경영자 보상이 주주들의 부의 변화에 민감하게 책정될수록 대리인인 경영자가 주인인 주주의 가치에 부합한 행동을 할 유인이 증가한다는 것이다.

3. 경영자 과신감과 기업성과

Markowitz(1952)와 Modigliani and Miller(1958)의 연구 이후로 자본구조 이론에 관한

많은 연구가 이루어졌고, 이러한 연구들은 경영자와 주주는 기대효용 극대화를 추구하는 합리적인 의사결정자라는 합축적인 가정을 포함한다. 또한 많은 심리학의 연구는 사람들이 합리적이라는 가정에 위배되는 일상적인 오류인 과신감을 가지고 있으며(Weinstein, 1980; Alicke, 1985), 이러한 현상은 또한 경영자에게 더욱 뚜렷하게 나타난다고 주장하고 있다(Cooper et al., 1988; Landier et al., 2009). Roll(1986)은 과신감을 가진 경영자가 운영하는 기업이 인수합병 이후 기업가치가 감소하는 원인을 분석한 결과, 인수기업들의 실패 원인을 과거의 실패로부터 배우지 못하는 것과 인수대상 기업에 대한 자신의 평가가 옳다고 확신하였기 때문인 것으로 설명하였다. Malmendier and Tate(2005)도 과신감을 가진 경영자들이 이성적인 경영자들보다 기업가치를 감소시키는 인수합병 활동(value-destroying M&A)를 더욱 빈번히 행한다는 연구결과를 보여주었다.

Ⅲ. 연구방법론과 가설 설정

1. 가설의 설정

본 연구에서는 글로벌금융위기 이후 기업의 경영자보상이 과다하다는 문제점에 초점을 맞춰 높은 경영자보상이 오히려 기업성과에 부정적인 영향을 미치는지를 검증하고자 한다. 이와 관련한 선행연구들에서 Holthausen and Larcker(1999)는 경영자보상과 미래 기업의 영업이익과 주식수익률 성과 간에 음(-)의 관계가 있음을 밝혔다. Malmendier and Tate(2008)도 '슈퍼스타'경영자들이 경영자상을 수상한 이후 더 많은 보상을 받으면서 자신의 기업 밖의 공적 및 사적인 활동에 더 많은 시간을 소비함으로써 기업성과는 악화된다고 주장했다. 특히 국내 중소기업의 경우에는 소유경영자 체제라는 특성으로 인해 높은 보상을 받음에도 불구하고 독단적인 경영자 스타일로 인해 전문경영인에 비해 높지 않은 경영성과를 도출할 가능성이 높은 것이 사실이다. 이에 따라 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 1 : 상대적으로 보상을 많이 받은 경영자는 기업의 미래성과에 부정적인 영향을 미치며 경영자 보상과 기업성과 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있다.

한편, 경영자의 과신감(overconfidence)과 관련한 선행연구에서 Gervais, Heaton, &

Odean(2011)는 경영자의 과신감 때문에 경영자가 과도한 위험에 노출되는 불룩한 보상 구조를 선택하도록 한다고 주장한다. Paredes(2005)는 높은 보상을 지급받는 경영자는 과신감을 지닐 수 있다고 주장하였다.

과신감을 가진 경영자는 기업 가치에 상당한 영향을 미칠 것으로 나타났다. Ben-David, Graham, & Harvey(2008), Malmendier & Tate(2005, 2008, 2009)는 과신감을 가진 경영자들이 낭비적인 자본적 지출, 기업제국 구축, 자신의 세력 확대 및 주주 가치를 파괴하는 차선의 행동들을 한다고 밝혔다. 한편, 국내 중소기업의 경우에는 소유경영자들이 이사회 구조 등 경영진 감독을 위한 지배구조가 취약한 가운데 소유경영자의 독단적인 과신감이 높을 수 밖에 없는 가능성이 존재한다. 이에 따라 본 연구에서는 두 번째 가설을 다음과 같이 설정한다.

가설 2 : 경영자 과신감과 보상 간에 양(+의 관계가 존재하며, 이는 보상-성과간의 음(-)의 관계에 영향을 주며 과신감이 높은 경영자는 기업의 미래성과를 악화시킨다.

2. 연구모형 및 변수의 정의기설설정

기존 연구들에서 경영자 보상과 기업성과 사이의 관련성을 분석한 결과 양(+) 또는 음(-)의 관계가 혼재되어 있는 가운데, 본 연구에서는 먼저 경영자 보상(초과현금보상/총자산)과 여러 기업성과 지표들(초과수익률, 영업이익률, 자기자본이익률, 자산이익률)간의 관계에 대해 분석한다. 일반적으로 기업들은 동종산업 및 기업규모에 따라 유사기업그룹(peer group)에 기초하여 경영자의 현금보상을 책정한다(Bizjak, Lemmon, & Naveen, 2008; Faulkender & Yang, 2010).

따라서 본 연구에서는 주요 설명변수인 경영자 보상의 측정치를 위해 한국표준산업분류(KSIC)를 기준으로 기업이 속한 산업을 대분류로 구분하고, 각 산업에 속한 표본기업의 기업규모로 조정된 초과현금보상을 사용하며, 초과현금보상은 산업 및 기업규모로 조정된 현금보상, 즉 초과현금보상/총자산 비율로 측정한다. 또한 산업-기업규모별를 조정된 현금보상률을 기준으로 기업군을 매년 10개의 하위 그룹들로 나눈다. 즉, 매년 가장 높은 초과현금보상을 받은 상위 10분위수 그룹과 가장 낮은 초과현금보상을 받은 하위 10분위수 그룹 간의 미래 초과수익률(abnormal return) 차이를 검증한다.

다음으로 경영자 보상과 미래 성과 간에 어떠한 유의한 관계가 존재한다면, 이러한 관계에 경영자의 스타일 즉, 경영자의 과신감(overconfidence)이 미치는 효과에 대해 검

증할 수 있을 것이다. 본 연구에서는 금융감독원의 전자공시 시스템의 공시자료 중 경영자의 과신감의 대응변수인 사내등기이사의 현금보상율에 관한 자료를 이용하여 분석한다.

가설 1을 검증하기 위한 연구모형으로 초과현금보상/총자산과 경영성과의 관계를 분석하기 위해 종속변수로서 다양한 경영성과 변수 - 누적초과수익률, 영업이익률, 자기자본이익률 및 총자산이익률 - 을 사용하여 다음과 같은 다중회귀모형을 사용한다.

$$\begin{aligned} CAR_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \ln\left(\frac{EXCESSPAY}{ASSET}\right)_{i,t} + \beta_2 \ln(ASSET)_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} + \beta_4 CAR_{i,t-1} + \beta_5 ASSETG \\ & + \beta_6 ACT_{i,t} + \beta_7 VOLATILITY_{i,t} + \beta_8 FORERGENER_{i,t} + \beta_9 OUTRATIO_{i,t} + INSTITUTION_{i,t} \\ & + STOCKDUMMY_{i,t} + \epsilon \end{aligned} \quad (\text{모형1})$$

$$\begin{aligned} OPERATING_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \ln\left(\frac{EXCESSPAY}{ASSET}\right)_{i,t} + \beta_2 \ln(ASSET)_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} \\ & + \beta_4 OPERATING_{i,t-1} + \beta_5 ASSETG + \beta_6 ACT_{i,t} + \beta_7 VOLATILITY_{i,t} \\ & + \beta_8 FORERGENER_{i,t} + \beta_9 OUTRATIO_{i,t} + INSTITUTION_{i,t} \\ & + STOCKDUMMY_{i,t} + \epsilon \end{aligned} \quad (\text{모형2})$$

$$\begin{aligned} ROE_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \ln\left(\frac{EXCESSPAY}{ASSET}\right)_{i,t} + \beta_2 \ln(ASSET)_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t-1} + \beta_5 ASSETG \\ & + \beta_6 ACT_{i,t} + \beta_7 VOLATILITY_{i,t} + \beta_8 FORERGENER_{i,t} + \beta_9 OUTRATIO_{i,t} + INSTITUTION_{i,t} \\ & + STOCKDUMMY_{i,t} + \epsilon \end{aligned} \quad (\text{모형3})$$

경영자 과신감의 효과를 분석하기 위한 연구모형으로, 과신감의 대응변수인 사내등기이사의 현금보상율을 종속변수로 사용하고, 경영자 보상과 과신감 간의 관계에 대해 다음과 같은 모형을 설정한다.

$$\begin{aligned} CONF_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \ln\left(\frac{EXCESSPAY}{ASSET}\right)_{i,t} + \beta_2 \ln(ASSET)_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} + \beta_4 ASSETG \\ & + \beta_5 ACT_{i,t} + \beta_6 VOLATILITY_{i,t} + \beta_7 FORERGENER_{i,t} + \beta_8 OUTRATIO_{i,t} + INSTITUTION_{i,t} \\ & + STOCKDUMMY_{i,t} + \epsilon \end{aligned} \quad (\text{모형4})$$

한편, 기업성과 지표로서 누적초과수익률(CAR)은 다음과 같이 측정한다. 먼저 초과현금보상율 기준으로 기업들을 매년 분류한다. 초과수익률(abnormal return)은 기업이 속한 동종산업의 평균수익률 대비 초과수익률로 측정한다. 매년 초과현금보상 기준으로 각 10분위수에 속한 기업에 대해 동종산업의 다른 기업들을 통제그룹으로 정하고 이 그룹에 적어도 20개의 기업이 있다면 이들 기업의 전년도(t-1년) 수익률을 기준으로 동일가중치(equally-weighted) 5분위수(각 20%) 포트폴리오들을 구성한다. 만약 20개 미만의 기업이

포함되는 경우에는 이들 기업의 전년도 수익률의 중앙값을 기준으로 동일가중한 두 개의 포트폴리오를 구성한다. 다음으로 각 10분위수에 해당하는 기업들의 금년도(t년) CAR은 t년도의 i기업의 월별 수익률로 1년간 보유수익률을 측정한 후, 전년도 통제그룹 포트폴리오들의 동일가중치 수익률을 벤치마크로 차감하여 구한다. 높은 초과보상을 가지는 경영자들은 통상적으로 전년도 및 금년도 주식수익률이 높을 것이므로, 이러한 전년도 수익률에 따른 통제그룹 방법을 사용한다. 이 방법은 높은 보상이 높은 수익률과 연관되기 때문에 발생하는 평균회귀(mean reversion)로 인해 미래 수익률이 더 낮아질 수 있는 가능성을 통제하기 위한 것이다.

두 번째 성과 지표로서 영업이익률(*OPERATING*)은 영업이익(EBIT)을 매출액으로 나누어서 구한다. 세 번째 성과지표로서 자기자본이익률(ROE)은 순이익을 자기자본으로 나누어서 구하는 바 주주가치의 극대화와 관련된 적절한 지표라고 할 수 있다.

설명변수인 초과현금보상(*EXCESS PAY/ASSET*)은 t년도의 i기업의 사내이사 등기임원의 총현금보수에서 산업-규모별 평균 보수를 차감하고 이를 각 기업의 총자산으로 나누고 이를 다시 로그변환하여 측정한다. 여기서 산업-규모별 평균 보수는 동종산업 기업들의 매출액의 중앙값을 기준으로 기업규모가 큰 기업과 작은 기업으로 구분하여 이들 두 개 하위 그룹의 현금보수를 평균한 값으로 측정한다.

또한 기존 선행연구들에서 사용한 통제변수들을 본 연구에서도 마찬가지로 다음과 같이 사용한다. *ASSET*은 기업의 총자산액의 자연로그 값으로 측정하고 기업규모의 효과를 통제하였다. *BM*은 기업의 장부가치 대 시장가치비율을 나타낸다. *ASSETG*는 기업의 자산증가율을 나타낸다. *ACI*는 기업의 비정상자본지출을 나타내며 *VOLATILITY*는 추가변동성을 나타내며, 각 년도의 주가의 상승이나 하락의 변동폭으로 측정한다. 소유구조 변수로서 *FOREIGNER*는 외국인 주식보유율을 각 연도말 기업의 총발행주식 대비 외국인 주식보유수로 측정한다. 지배구조 변수로서 *OUTRATIO*는 기업의 이사회구조를 나타내며 총이사 중 사외이사의 비율로 측정한다. *INSTITUTION*는 터미변수로서 기업의 기관지분 소유 정도를 나타내며 전체지분의 5%이상을 기관이 보유하는 경우에는 1, 그렇지 않으면 0을 부여한다. *STOCKDUMMY*는 터미변수로서 기업이 경영자에게 스톡옵션을 부여하는 경우에는 1, 그렇지 않은 경우는 0을 부여한다.

3. 연구표본

본 연구는 2007년부터 2014년까지 코스닥시장에 상장된 수출중소업종의 제조기업들을 중심으로 총 443개 기업을 표본으로 분석하는데, 경영자 현금보상 자료는 금융감독원 전

자공시시스템(DART)의 사업보고서상에서 수집하고, 임원 급여의 누락, 사내 상근이사 급여 누락, 자료의 명백한 오류 등 필요한 데이터가 없는 기업은 제외한다. 국내 수출 중소기업의 경우 지배구조 측면에서 규모가 큰 대기업에 비해 경영자 내지 소유경영자의 영향력이 더 클 수밖에 없으며 이에 따라 무분별한 경영자 보상이 이루어질 가능성이 높다. 이는 결과적으로 해당기업의 경영성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 본 연구에서는 실질적인 국내 수출 중소기업을 중심으로 경영자 보상이 미래 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 실증적인 연구를 기반으로 살펴봄으로써 국내 중소 수출기업의 경영자 보상에 대한 기준을 제시할 수 있을 것으로 사료된다. 각 기업의 연도별 재무자료는 KIS-Value를 이용하여 재무자료 및 추가자료는 FnGuide의 DataGuide에서 수집한다. 아래 <표 1>은 산업별 기업구성을 보여준다.

<표 1> 산업별 기업구성

KSIC 산업 분류(대분류)		
업종	표본 수	구성비
건설업	13	0.03
도매 및 소매업	30	0.07
전문, 과학 및 기술 서비스업	10	0.02
제조업	322	0.73
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	58	0.13
하수, 폐기물 처리, 원료재생 및 환경복원업	5	0.01
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	5	0.01
계	443	1(100%)

IV. 실증분석 결과

1. 기초통계량 및 상관관계 분석

<표 2>는 표본기업에 대한 주요변수들에 대한 기초통계량을 요약하고 있다. 표본 기업 중의 임원 총 현금보상 변수의 평균(표준편차)은 615,604,724원(492,893,032원)를 나타내고 있으며 초과현금보상/자산 변수의 평균(표준편차)은 0.00051(0.00542)을 보이고 있

다. 또한 초과수익률의 평균(표준편차)은 0.317(1,199)을 나타냈다. 순이익 지표로서 ROE의 평균(표준편차)은 -0.024(0.36)로 연구기간 동안 수익성이 적자임을 나타낸다. 영업이익률의 평균(표준편차)은 0.0159(0.193)을 나타내서 역시 수익성이 매우 낮음을 나타낸다. 기업규모와 관련하여 총자산의 평균(표준편차)은 1,637.8억원(3,114.8억원)을 나타내고 있으며 총자산증가율은 연평균(표준편차)은 0.177(2.389)를 보이고 있다. 소유구조를 보면 외국인지분율은 평균 3.77%로서 유가증권시장 기업들에 비해 매우 낮은 비중을 차지하고 있는 반면, 지배구조와 관련하여 사외이사 비율은 평균 19.5%를 차지하고 있다.

〈표 3〉의 상관관계 분석에서 ROE와 CAR은 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내서 회계적 이익 지표와 주식시장의 수익률 간에 관련성이 높은 것으로 나타났다. 그러나 기업규모와 관련해서는 CAR과는 음(-), ROE와는 양(-)의 상관관계가 나타나서 기업규모가 큰 경우 주식시장에서는 오히려 낮은 평가를 반면, 회계적 수익성은 높은 것으로 나타났다. 초과현금보상은 영업이익률과 양(+)의 상관관계를 나타내서 수익성이 높은 기업이 초과현금보상이 높음을 알 수 있다.

소유구조와 관련하여 외국인지분율이 높은 기업은 CAR과 영업이익률이 높게 나타나고 기업규모가 큰 기업인 경우가 많으며, 주가변동성과는 음(-)의 상관관계를 나타내서 외국인투자자는 중소기업에 투자할 때에는 주가변동위험을 회피하고자 하는 동기가 있는 것으로 해석된다. 기관투자자가 소유한 기업의 경우에도 영업이익률이 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 지배구조와 관련하여 사외이사 비율이 높은 경우 기업규모가 크고, 장부가치 대 시가 비율이 높게 나타난 반면, 주가변동성은 낮은 것으로 나타났다.

〈표 2〉 표본기업의 기초통계량

변수	평균	최대값	최소값	중앙값	표준편차
ECOM(원)	615,604,724	6,212,585,090	5,945,000	488,227,000	492,893,032
EXCESS PAY/ASSET	0.00051	0.05453	-0.05186	0	0.00542
CAR_{t+1}	0.31595	7.84905	-2.47903	0.11147	1.19905
CAR_t	0.34105	7.84905	-2.47903	0.15655	1.20604
ROE_{t+1}	-0.02401	1.14900	-10.8550	0.04400	0.36117
ROE_t	-0.01049	1.14900	-5.79400	0.05200	0.31914
$OPERATING_{t+1}$	0.01587	0.64000	-2.35500	0.03900	0.19337
$OPERATING_t$	0.01939	0.64000	-3.49000	0.04100	0.19516
ASSET(원)	163,778,212,058	5,593,145,793,170	490,644,000	87,104,298,625	311,477,907,866

한국 수출제조 중소기업의 외국인지분율, 경영자보상과 기업성과 간의 관계

BM	0.12471	2,51828	0.00303	0.07888	0.15038
ASSETG	0.17731	128,1879	-0.9065	0.07310	2,38923
ACI	-0.01949	90,0560	-71,5400	-0.0040	2,20839
ROA	0.00067	0.60300	-3.18900	0.02600	0.15915
VOLATILITY	0.57429	1,77100	0.05800	0.55700	0.08135
FOREIGNER	0.03772	0.65400	0	0.00500	0.08135
OUTRATIO	0.19540	1,00000	0	0	0.22249

〈표 3〉 상관관계 분석

	CAR_{t+1}	ROE_{t+1}	$OPERATING_{t+1}$	ECOM/ ASSET	\ln (ASSET)	BMRA TIO	ASSETG	ACI	VOLATI LITY	FORG	OUT RATIO	INSTITU TION
CAR_{t+1}	1											
ROE_{t+1}	0.0338 0.0598	1										
$OPERATING_{t+1}$	0.0281 0.1183	0.1466 <.0001	1									
ECOM/ ASSET	0.0087 0.6219	0.0216 0.2260	0.0622 0.0005	1								
\ln (ASSET)	-0.0354 0.0489	0.0547 0.0023	0.18626 <.0001	-0.0364 0.0426	1							
BMRA TIO	-0.0012 0.9459	-0.0097 0.5900	-0.0430 0.0166	-0.0310 0.0843	0.1933 <.0001	1						
ASSETG	-0.0139 0.4368	-0.0012 0.9490	0.01194 0.5063	-0.0089 0.6196	0.0311 0.0831	0.0012 0.9477	1					
ACI	-0.0042 0.8164	0.0002 0.9894	0.0014 0.9362	-0.0053 0.7687	-0.0048 0.7883	-0.0046 0.7991	0.0083 0.5448	1				
VOLAT ILITY	0.0339 0.0585	-0.0803 <.0001	-0.2162 <.0001	-0.0527 0.0033	-0.2737 <.0001	0.0704 <.0001	0.0517 0.0040	-0.0017 0.9261	1			
FORER GNER	0.0404 0.0246	0.0173 0.3346	0.1092 <.0001	0.0253 0.1587	0.2109 <.0001	-0.0242 0.1785	-0.0019 0.9152	-0.0005 0.9763	-0.0954 <.0001	1		
OUT RATIO	-0.0060 0.7383	-0.015 0.4027	-0.0203 0.2585	-0.0259 0.1487	0.1797 <.0001	0.0455 0.0113	-0.0353 0.0496	-0.0026 0.8857	-0.2185 <.0001	0.0204 0.2567	1	
INSTITUTION	-0.0139 0.4363	0.0183 0.3075	0.0872 <.0001	0.0111 0.5371	0.2367 <.0001	-0.0097 0.5916	-0.0039 0.8280	0.0012 0.9449	-0.1271 <.0001	0.1453 <.0001	0.1059 <.0001	1

주 : 각 셀의 위의 수치는 Pearson 상관계수 값을, 아래 수치는 p-value를 나타냄.

〈표 4〉는 2007년부터 2014년까지 매년 excess pay/asset(초과현금보상/자산)을 기준으로 10분위로 나누어 포트폴리오를 구성했을 때 각 포트폴리오 별로 기업의 특성을 나타내는 다양한 변수들에 대한 요약 통계량을 보여준다. 이 통계량들은 각 포트폴리오를 구성한 기업들의 연도별 평균이며 각 포트폴리오는 최하위 10분위수부터 최상위 10분위수까지 이름을 붙였는데, 하위 10분위수는 1번 포트폴리오로서 excess pay/asset(초과현금보상/자산)이 제일 낮은 기업들로 구성하고 상위 10분위수는 10번 포트폴리오로서 excess/asset pay(초과현금보상/자산)이 제일 높은 기업들로 구성하였다. 대체로 상위 10분위수 포트폴리오가 하위 10분위수 포트폴리오에 비해 매출액 규모가 커서 기업규모가 큰 것을 볼 수 있으며, ROA로 나타난 수익성도 높은 것을 볼 수 있다. 이에 대해 장부가 대 시가(BM) 비율은 낮게 나타났다.

〈표 4〉 초과현금보상 10분위수별 포트폴리오의 특성

	Excess pay/asset	매출액(원)	BM 비율	ROA	총자산 증가율	미래 1년 CAR	미래 3년간의 CAR
Total	0.0046581	52,689,227,778	0.170	0.388	0.071	0.143	0.051
1	-0.0455445	38,156,500,000	0.190	0.026	0.066	0.123	0.048
2	-0.0199563	34,499,222,222	0.273	0.025	0.050	0.116	0.032
3	-0.0112171	39,961,666,667	0.205	0.025	0.070	0.096	0.042
4	-0.0053773	33,228,444,444	0.209	0.027	0.060	0.120	0.046
5	-0.0003349	40,190,388,889	0.180	0.029	0.079	0.144	0.056
6	0.0036697	46,631,166,667	0.157	0.035	0.068	0.152	0.046
7	0.0088909	46,963,611,111	0.138	0.045	0.069	0.152	0.058
8	0.0168651	56,049,944,444	0.144	0.043	0.062	0.164	0.058
9	0.0278707	77,250,000,000	0.108	0.066	0.093	0.182	0.065
10	0.0714435	113,961,333,333	0.094	0.067	0.096	0.186	0.067

2. 경영자보상, 미래 기업성과 및 경영자 과신감

가설 1을 검증하기 위한 연구모형 1, 2, 3을 이용하여 초과현금보상 내지 경영자 보상(EXCESS PAY/ASSET)을 설명변수로, 미래 기업성과 지표로서 누적초과수익률(CAR_{t+1}), 영업이익률(OPERATING_{t+1}), 자기자본이익률(ROE_{t+1})을 각각 종속변수로 채택하여 패널 분석을 하였다. 또한 통제변수들로서 Ln(ASSET)는 기업 총자산의 자연로그 값으로 측정된 기업규모, B/M Ratio는 기업의 장부 대 시장가치 비율, ASSETG는 총자산증가율, ACI는 비정상자본지출, VOLATILITY는 주가변동성, FOREIGNER는 외국인 지분율, OUTFRATIO는 이사회구조에서 사외이사의 비율을 각각 나타낸다. INSTITUTION은 기관

지분소유도를 나타내는 터미변수로서 기업의 전체지분의 5%이상이 기관 지분인 경우는 1, 아닌 경우는 0을 부여하고, STOCKDUMMY는 터미변수로서 경영자에게 스톡옵션을 부여하는 경우에는 1, 아닌 경우는 0의 값을 취한다.

〈표 5〉에서 보는 바와 같이 금년도의 초과현금보상/자산(EXCESS PAY/ASSET)은 다음 년도의 영업이익률 및 자기자본이익률과 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이에 따라 경영자 보상이 높은 기업의 경우 오히려 미래의 기업성과는 낮은 것으로 해석된다. 또한 모형 3에서 과신감의 대용변수인 현금보유율(CONF)을 종속변수로, 경영자 보상을 설명 변수로 분석한 결과 두 변수 간에 양(+)의 관계가 나타나서 가설 2를 지지하고 있다.¹⁾ 이러한 연구결과는 Holthausen and Larcker(1999), Malmendier and Tate(2008)등과 같이 경영자의 도덕적 해이 등과 관련하여 경영자보상과 미래 기업의 성과 간에 음(-)의 관계가 있음을 밝힌 것과 일치한다. 특히 국내 중소기업의 경우에는 소유경영자 체제라는 특성으로 인해 높은 보상을 받음에도 불구하고 독단적인 경영자 스타일로 인해 전문경영인에 비해 낮은 경영성과를 가져올 수 있는 가능성을 시사한다.

〈표 5〉 경영자보상과 미래 기업성과, 과신감

	모형 1 CART+1	모형 2 OPERATING+1	모형 3 ROE+1	모형 4 CONF
EXCESS PAY /ASSET	4.89 (0.95)	-2.23** (-3.13)	-3.02* (-1.79)	4.08* (1.63)
Ln(ASSET)	-0.18** (-2.97)	-0.01 (-1.19)	-0.06** (3.15)	-0.01 (-1.15)
B/M ratio	-0.11 (-0.59)	0.04* (1.42)	-0.03 (-0.43)	0.05*** (2.79)
ASSETG	-0.01 (-0.86)	0.01 (0.70)	-0.01 (-0.19)	-0.01 (-1.00)
ACI	-0.01 (-0.20)	0.01 (0.08)	0.01 (0.12)	-0.01 (-0.05)
VOLATILITY	-0.20** (-1.37)	-0.03* (-1.39)	-0.01 (-0.22)	0.01 (0.89)
FOREIGNER	-0.74* (-1.60)	0.14* (2.14)	0.15 (0.99)	0.01 (0.27)
OUTRATIO	0.27* (1.81)	-0.03 (-1.22)	0.05 (1.10)	-0.02** (-1.87)

1) 변수 간의 다중공선성(multicollinearity) 여부를 체크하기 위해 분산팽창계수(variance inflation factor : VIF)를 이용하여 분석한 결과, 모든 변수에서 분산팽창계수가 1~2 사이의 값을 보임으로써 다중공선성의 문제는 없는 것으로 나타났다.

한국 수출제조 중소기업의 외국인지분율, 경영자보상과 기업성과 간의 관계

CAR_t	0.14*** (7.35)			
$OPERATING_t$		-0.04* (-2.28)		
ROE_t			-0.09*** (-4.09)	
INSTITUTION	-0.14 (-1.13)	-0.01 (-0.17)	-0.01 (0.05)	-0.01 (-0.83)
STOCKDUMMY	-0.22** (-2.43)	-0.03** (-2.72)	-0.01 (-0.46)	0.01 (0.80)
Adj-R2	0.417	0.572	0.315	0.622
F-value	3.89	4.36	2.30	8.62

주: ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ()안의 값은 t-값을 나타냄. 이하 표에서 동일함.

소유구조와 관련하여 외국인지분율이 높은 경우에는 미래 영업이익률이 높은 반면, 미래 주가는 하락하는 것으로 나타난다. 또한 경영자에게 스톡옵션을 부여한 기업의 경우에도 미래 주가와 영업이익률은 하락하는 것으로 나타났다.

한편, 경영자보상과 미래 1년 및 3년 간의 주식수익률과의 관계를 분석한 결과는 <표 6>에 요약되어 있다. 패널 1과 2에서 보는 바와 같이 산업-규모 조정 후 초과현금보상/자산을 기준으로 10분위수에 따른 각 기업포트폴리오 간 비교분석을 한 결과는 최하위 10분위수에 해당하는 기업 미래 1년간(+1, +12)에 7.82%의 누적초과수익률을 나타낸 반면, 가장 높은 상위 10분위수에 속한 그룹은 동일 기간에 -13.63%의 유의한 누적초과수익률을 나타냈다. 이에 따라 경영자가 초과보상을 가장 많이 받는 기업의 경우 주식시장에서도 가치 평가가 낮게 나타나 단기적으로 미래 기업 성과가 저조하다고 해석된다. 또한 미래 3년간의 장기적인 기업 성과에 있어서도 하위 10분위수에 속한 그룹이 32.47%의 유의한 누적초과수익률을 나타내서 상위 10분위수 그룹의 25.91%를 상회하는 것으로 나타났다. 그러므로 경영자보상이 높더라도 이것이 반드시 주식시장에서 높은 기업가치 평가로 이어지는 것은 아님을 시사한다.

<표 7>은 경영자 보상에 따른 상위 10분위수 그룹의 CAR과 하위 10분위수 그룹의 CAR 간의 차이를 검증한 결과로서 전자가 후자에 비해 초과수익률이 유의하게 낮음을 보여주고 있다.

〈표 6〉 경영자 보상과 초과수익률

패널 1: 하위 10분위수 보상그룹의 초과수익률

Event window	Excess pay/asset	N	CAR(-12,0)	(+1,+12)	(+1,+36)
	-0.0070243	276	6.11% (0.93)	7.82% (1.19)	32.37% (4.18)***

패널 2: 상위 10분위수 보상그룹의 초과수익률

Event window	Excess pay/asset	N	CAR(-12,0)	(+1,+12)	(+1,+36)
	0.01217 24	276	5.9% (0.83)	-13.63%** (-2.19)	25.91%*** (4.33)

〈표 7〉 경영자보상 상위 10분위 - 하위 10분위수 CAR 차이

		CAR(-12,0)	(+1,+12)	(+1,+36)
N	CAR	-0.0021	-0.2146	-0.0646
276	P-value	<.0001	<.0001	<.0001

이와 같은 경영자보상과 미래 기업성과 간의 부정적인 관계가 경영자의 과신감으로 인해 발생하는 것은 아닌지를 분석한 결과는 〈표 8〉에 요약되어 있다. 앞서 연구모형 3과 관련한 분석에서 경영자 보상과 현금보상율로 측정한 경영자 과신감 간에 연관성이 있음을 확인한 바와 같이, 동일한 결과를 보여주고 있다. 즉, 경영자의 초과현금보상/자산의 상위 10분위수에 해당하는 그룹의 경우 경영자의 과신감 내지 현금보상율은 1.339이며 하위 10분위수에 해당하는 그룹의 현금보상율은 0.626로 유의한 차이가 나타남으로써, 높은 초과보상을 받는 경영자들은 초과보상을 적게 받는 경영자들 보다 더 과신감이 높은 것으로 해석된다.

이러한 연구결과는 Gervais, Heaton, & Odean(2011), Paredes(2005)가 밝힌 경영자 보상과 과신감 간의 연관성과 일치한다. 또한 Ben-David, Graham, & Harvey(2008), Malmendier & Tate(2005, 2008, 2009)에서와 같이 과신감을 가진 국내 중소기업의 소유 경영자들이 과도한 보상 등 사적인 이익을 추구함으로써 기업가치를 훼손시킬 수 있는 가능성을 시사한다.

〈표 8〉 경영자 보상과 과신감

경영자보상 10분위수 기준	초과현금보상/자산	현금보상율
1	-0.0455445	0.626
2	-0.0199563	0.556
3	-0.0112171	0.550
4	-0.0053773	0.631
5	-0.0003349	0.653
6	0.00366967	0.637
7	0.00889098	0.677
8	0.01686514	0.730
9	0.0278707	1.172
10	0.07144354	1.339

〈표 9〉 경영자보상 상위 10분위 - 하위 10분위수 과신감 차이

		초과현금보상/자산	과신감(현금보상율)
N	현금보상율 차이	-0.11698804	-0.713
276	P-value	<.0001	<.0001

V. 결론 및 요약

본 연구는 2007년부터 2014년까지 한국 코스닥시장에 상장된 수출제조업종의 중소기업들을 중심으로 외국인지분율 등 소유지배구조, 경영자 보상과 미래 기업 성과 간의 관계가 어떤지를 실증분석하였다. 특히 기존 보상-성과 관계에 관한 국내 연구와 차별적으로 본 연구에서는 경영자의 스타일, 즉 경영자의 과신감 요인을 추가하여 경영자 보상과 기업 성과간의 관계를 분석하였다.

주요 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 한국 수출제조업종의 중소기업은 ROE, 영업이익률 등의 측면에서 대체로 수익성이 매우 낮은 것으로 분석되었다. 또한 외국인지분율도 평균 3.77%로서 매우 낮은 비중을 차지하고 있었다.

둘째, 경영자보상이 높은 기업의 경우 오히려 영업이익률, ROE 등 미래의 기업 성과가 낮은 것으로 나타났다. 이에 따라 수출제조 중소기업의 지배구조와 소유구조는 소유경영자 체제인 특성으로 인해 소유경영자 초과보상이 높고 과신감이 높은 경우 기업 실적의 악화로 이어지는 것으로 보인다.

셋째, 미래 1년 및 3년간의 누적초과수익률과의 관계에서도 경영자 보상이 높은 기업이 상대적으로 수익률이 저조하게 나타나서 주식시장에서의 가치평가도 단기적으로 뿐만 아니라 장기적으로 낮은 것으로 해석된다.

넷째, 경영자보상과 경영자 과신감 간에는 양(+)의 관계가 나타나서, 경영자 보상과 기업 성과 간의 음(-)의 관계는 초과보상을 상대적으로 많이 받는 수출제조 중소기업의 소유경영자가 과신감으로 인해 오히려 미래의 기업 성과에는 부정적인 영향을 끼치는 것으로 해석된다.

본 연구는 경영자보상의 총액을 기준으로 이루어진 한계가 있으며, 2013년부터 공시가 시작된 임원 1인당 보상 변수를 향후 채택함으로써 보다 면밀한 분석이 이루어질 수 있을 것으로 사료된다. 수출제조 중소기업의 지배구조와 관련하여 대주주 내지 소유주 중심의 지배구조를 개선함으로써 수익성을 제고할 필요가 있으므로, 사외이사 비율 외에 대리인문제와 관련한 사외이사의 독립성 여부, 이사회 의장과 대표이사의 겸직 유무, 잉여현금흐름 등 다른 소유지배구조 변수를 채택하여 분석이 이루어질 필요가 있다. 또한 자료의 구득에 한계가 있는 가운데 경영자의 과신감을 분석하기 위한 R&D 투자비율, 신규사업 투자, M&A 시도 등 다양한 변수를 추가할 수 있을 것이다. 경영자보상이 기업의 장기적 경영성과에 미치는 영향도 추가적으로 분석할 필요가 있다. 또한 이와 함께 정책적 시사점으로는 향후 과신감을 가지는 수출제조 중소기업의 소유주 내지 경영자에 대한 감독체제와 함께 보상체제가 새로이 합리적으로 정립될 필요가 있을 것이다.

참고문헌

- Albuquerque, A.(2009), "Peer Firms in Relative Performance Evaluation," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, No. 1, pp.69-89.
- ARROW, K. J.(1984), "Centre for Research on Organizational Efficiency," *The Economics of Agency Technical Report*, Vol. 451.
- Bamber, Linda, John Jiang, and Isabel Wang(2010), "What's My Style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial Disclosure," *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 4, pp.1131-1162.
- Bebchuk, Lucian, and Alma Cohen, and Allen Ferrell(2009), "What Matters in Corporate Governance?" *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 2, pp. 1315-1357.
- Ben-David, Itzhak, John R. Graham, and Campbell Harvey(2008), "Managerial Overconfidence and Corporate Policies," Unpublished Working Paper, *Duke University*.
- Bertrand, Marianne, and Antoinette Schoar(2003), "Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies," *Quarterly Journal of Economics* Vol. 118, No. 4, pp.1169-1208.
- Billett, Matthew T., and Yiming Qian(2008), "Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers," *Management Science* Vol. 54, No. 6, pp.1037-1051.
- Boschen, John F., and Kimberly J. Smith(1995), "You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance," *Journal of Business*, Vol. 68, No. 4, pp. 577-608.
- Coughlan, A. T., and R. M. Schmidt(1985), "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, No. 1, pp.43-66.
- Cooper, Michael J., Huseyin Gulen, and Michael J. Schill(2008), "Asset Growth and The Cross Section of Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, pp. 1609-1651.
- Cooper, Michael J., Huseyin Gulen, and P. Raghavendra Rau(2014), "Performance for

- Pay? The Relation between CEO Incentive Compensation and Future Stock Price Performance,” Unpublished Working Paper, *University of Utah*.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker(1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 3, pp.371-406.
- Coughlan, A. T., and R.M. Schmidt(1985), “Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, No. 1, pp.43-66.
- Dan Ariely, Uri Gneezy, George Loewenstein and Nina Mazar(2009), “Large Stakes and Big Mistakes,” *The Review of Economic Studies*, Vol. 76, No. 2, pp. 451-469
- Bizjak, John M., Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen(2008), “Does the Use of Peer Groups Contribute to Higher Pay and Less Efficient Compensation,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 90, No. 2, pp. 152-168.
- Brick, Ivan E., Oded Palmon, and John K. Wald(2006), “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of cronyism?” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No.3, pp.403-423.
- GiBBons, R., and K.J. Murphy(1990), “Relative Performance Evaluation for Chief Executive officers,” *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43, No. 3, pp. 30-51.
- GiBBons, R., and K.J. Murphy(1992), “Does Executive Compensation Affect Investment?” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 5, No. 2, pp.99-109.
- Heaton, J. B.(2002), “Managerial Optimism and Corporate Finance,” *Financial Management*, Vol. 31, No.2, pp.33-45.
- Hribar, P. and H. Yang(2006), “CEO Confidence, Management Earnings Forecasts and Earnings Management,” *SSRN eLibrary, Cornell University Working Paper*,
- Holmstrom, B. (1982), “Moral Hazard in Teams,” *Bell Journal of Economics*, Vol. 13, No.2, pp.324-340.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy(1990), “Performance Pay and Incentives,” *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, pp.225-264.
- Jensen, Michael C. and W. H. Meckling(1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costsand Ownership Structure,” *Journal of Financial*

- Economics*, Vol. 3, No. 4, pp.305-360.
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review," *Academy of Management Review*, Vol. 14, No.1, pp.57-74.
- Lambert, R. A. and D.F. Larcker(1987), "An Analysis of The Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts," *Journal of Accounting Research*, Vol. 25, pp.85-125.
- Lin, Y., S. Hu, and M. Chen(2005), "Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, pp.523-546.
- Markowitz, H.(1952), "Portfolio Selection," *Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.
- Malmendier, U. and G. Tate(2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp.2661-2700.
- Malmendier, U. and G. Tate(2008), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction," *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, No. 1, pp.20-43.
- Modigliani, F. and M. H. Miller(1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Murphy, K. J.(1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, No. 1, pp. 3-36.
- Murphy, K. J. (1998), "Performance Standards in Incentive Contracts," *University of Southern California*.
- Murphy, K. J. (1998), "Executive Compensation," *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3(ed. O. Ashenfelter and D. card), pp.2485-2563.
- Roll, R.(1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, Vol. 59, No. 2, pp.197-216.
- Weinstein, N.(1980), "Unrealistic Optimism about Future Life Events," *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 39, No.5, pp.806-820.

The Relationship between Foreign Ownership, Executive Compensation and Firm Performance in the Korean Export Manufacturing SMEs

Dong-Soon Kim
Seo-ha Lim

Abstract

This study examines whether there is any significant relation between executive compensation and future firm performance for the Korean export manufacturing small and medium-sized firms.

We sorted the whole sample firms into the sub-groups of 10 deciles by firm size and the KSIC standard. We found the following empirical results. First, Korean export manufacturing small and medium-sized firms typically showed lower or even negative profitability in terms of return on equity and operating profit ratio to sales. Foreign equity ownership is very low with an average of 3.77%.

Second, for the firms with higher ratio of excess executive compensation to asset had lower future firm performance. It implies that the typical owner-manager in Korean export manufacturing SMEs earns excess pay, but do not contribute much to firm performance.

Third, as for future cumulative abnormal returns for future one- and three-year periods, firms with higher owner-executive pay had lower returns compared with firms with lower pay. So the stock market investors set a lower value on them.

Fourth, there is a positive relation between excess executive pay and executive overconfidence, and it implies that owner-CEOs with higher pay may become overconfident, thereby lowering future firm performance somehow.

(Key Words) Korean Export Manufacturing SMEs, Executive Compensation, Owner-Manager, Foreign Ownership, CAR, ROE, Operating Profit, Overconfidence