

기업 지배구조 통제장치와경영자 유인보상제도의 상호관련성[†]

신성욱*

<요 약>

본 연구는 기업 지배구조 개선을 위한 핵심 통제장치임에도 불구하고 지금까지 지배구조 개선과 관련하여 중요하게 여겨지지 않았던 경영자 유인보상제도가 다른 기업 지배구조 통제장치와 어떠한 상호관련성을 가지는지를 확인해 보고 기업 지배구조 통제장치가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 확인해보고자 하였다. 이를 위해 경영자 유인보상제도에 대한 대리변수로 보상위원회 도입을 고려하였고 기업 지배구조 통제장치로 외부 대주주의 감시통제(외부 대주주 지분율), 외국인 투자자의 감시통제(외국인 지분율), 소유-경영의 결합을 통한 지배구조 개선(경영자 지분율), 사외이사 제도(사외이사 비율), 채권자의 감시 통제(부채비율), 기업이 속한 산업에서의 경쟁강도(경쟁강도) 등을 고려하여 보상위원회 도입과의 상호관련성과 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다.

금융업을 제외한 유가증권 시장에 상장된 기업을 대상으로 회귀분석을 통해 실증분석한 결과를 요약하면, 먼저 보상위원회 도입과 기업 지배구조 통제장치 사이의 상호관련성을 확인한 결과 상호관련성이 거의 없는 것으로 나타났고, 일부 변수에서 기업 지배구조 통제장치와 보상위원회 도입 사이에 상호관련성 보다는 인과관계가 확인되었다. 또한 기업 지배구조 통제장치가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 보상위원회 도입 여부와 외국인 지분율만이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

이런 결과는 아직까지 국내 대부분의 기업에서 기업 지배구조 개선을 위한 유용한 통제장치로 경영자 유인보상제도를 적극적으로 활용하고 있지 않고, 기업 지배구조 개선을 위해 도입한 사외이사 제도 등이 기업 가치 증대에 긍정적인 역할을 수행할 수 있도록 하는 제도적 개선 등이 필요하다고 결론지을 수 있겠다.

핵심주제어: 기업가치, 기업 지배구조 통제장치, 보상위원회

I. 서 론

기업 지배구조(corporate governance)에 관한 다양한 문헌과 선행연구들에서 밝힌 기업 지배구조는 기업의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 내부 의사결정시스템, 시장 및 금융감독 규제와 관행 등 모든 요소를 포함한다고 이해할 수 있다. 보다 좁은 의미로써 기업 지배구조는 기업의 의사결정자인 경영자가 주주의 이익을 위한 행동을 하도록 감시하고 통제하는 역할을 수행하는 모든 제도적인 장치를 의미한다(김일태 등, 2002; 신성욱, 2007 등). 이렇듯 기업의 지배구조는 경영에 참여하게 되는 다양한 주체들 사이의 이해관계를 조정하는 전체적인 기업의 운영구조로 이해할 수 있으며 법적인 규제 등을 포함한 외부적 환경뿐만 아니라 기업의 특성에 따라 자율적으로 결정되기도 한다.

기업 지배구조는 소유와 경영이 분리되어 있는 현대 자본주의 기업운영 형태를 감안한다면 기업의 주된 의사결정권자인 경영자들의 대리문제를 완화시켜 경영자 자신의 효익 추구가 아닌 기업가치 극대화를 유도할 수 있는 다양한 내외부 통제장치들이 기업 지배구조 형성에 영향을 미치게 된다(조성빈, 2006). 결국 경영자와 주주 사이의 이해관계 상충에서 발생하는 대리인 문제로 인한 기업의 비효율적 운영은 다양한 지배구조 통제장치들을 통해 경감시킬 수 있는 것이고 이런 통제장치들이 효과적으로 운영되는 기업의 경우 지배구조가 우수한 기업으로 간주될 수 있는 것이다.

우리나라의 경우 과거 외환위기와 금융위기를 겪으면서 기업 지배구조 개선에 대한 관심이 증대되었고, 금융당국을 중심으로 기업 지배구조를 개선시키기 위한 다양한 제도적 보완책이 마련되었으며, 기업 스스로도 투자자 유치 및 효율적 기업운영을 위해 지배구조 개선에 많은 노력을

기울이고 있다.

기업 지배구조와 관련된 다양한 국내외 선행 연구들은 대부분이 기업 지배구조를 결정하는 다양한 통제장치들이 회계 투명성 제고, 기업가치 사이에 어떠한 관련성이 있는지를 단편적으로 분석하였다. 앞에서 언급한 바와 같이 기업 지배구조를 개선하는 주된 이유가 대리인 문제의 효과적 통제를 통해 기업의 의사결정 구조를 효율적으로 개선하는 데 있다면 대리인 문제 통제를 위한 좋은 도구로써의 경영자 유인보상제도를 기업 지배구조 개선을 위한 다른 통제장치들과 함께 고려한 분석이 필요해 보인다. 경영자 유인보상제도의 효율적 운영을 통해서도 충분히 기업 지배구조를 개선할 수 있다. 이는 경영자 유인보상제도의 효율적 운영이 여타 기업 지배구조 장치의 필요성을 감소시킬 수도 있다는 것을 의미한다(대체관계). 반대로 다른 기업 지배구조 통제장치들이 잘 구축된 기업의 경우 경영자 유인보상제도도 최적으로 운영할 수 있다(보완관계). 특히 경영자 유인보상제도의 효율적 실행을 목적으로 도입된 보상위원회 제도와 다른 기업 지배구조 통제장치들과의 상호관련성을 확인해 봄으로써 기업 가치 극대화를 위한 최적 기업 지배구조 구축에 있어 비효율적 요인을 제거한 효과적인 기업 지배구조 구축이 가능할 것으로 기대된다.

그러나 기업 지배구조를 결정하는 중요한 요소인 경영자 유인보상제도를 기업 지배구조 개선을 위한 도구로 다른 지배구조 통제장치들과의 관련성을 분석한 연구는 미진한 실정이며, 특히 경영자 유인보상제도가 다른 기업 지배구조 통제장치와 어떠한 상호관련성을 가지는지를 분석하여 상호 대체관계에 있는 지배구조 통제장치를 어떻게 조정해야 운영효율성을 높일 수 있는지에 대한 체계적인 연구가 필요하다.

따라서 본 연구는 기업 지배구조에 영향을 미

칠 수 있는 다양한 통제 장치와 경영자 유인보상제도 사이의 상호관련성을 보상위원회 도입여부를 중심으로 살펴보고, 추가적으로 보상위원회 도입여부를 포함한 기업 지배구조에 영향을 미치는 요소들이 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석해 보고자 한다.

이하 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 본 연구와 밀접한 관련성이 있는 선행연구를 제시하고 이를 바탕으로 연구가설을 설정하였다. 3장에서는 연구가설을 실증분석하기 위한 연구모형과 표본에 대해 제시하였고, 4장에서는 실증분석 결과를, 마지막 5장에서는 연구결과에 대한 요약, 한계점 및 연구의 의의에 대해 기술하였다.

II. 선행연구 및 연구가설

1. 기업 지배구조 통제장치 사이의 상호관련성

기업 지배구조 개선의 궁극적 목적은 기업가치 증대를 위한 의사결정의 효율성을 높이는 데 있다. 기업 가치 증대를 위한 최선의 의사결정을 유도하기 위해서는 기업 의사결정에 중대한 영향을 미치는 경영자에 대한 감시통제가 무엇보다 중요하다. 이런 맥락에서 기업 지배구조의 효과성은 기업 내 주된 의사결정권자인 경영자의 대리인 문제를 얼마나 효과적으로 통제하느냐에 따라 결정된다(조성빈, 2006; 신성욱, 2007 등).

이런 이유로 국내외 많은 선행연구들은 경영자를 대상으로 행해지는 유인보상제도와 기업 지배구조 사이의 관계에 대해 관심을 가져왔고 의미있는 연구결과들도 제시되고 있다. 그러나 기존의 선행연구들은 경영자 유인보상제도만을 그 대상으로 분석을 수행하였거나 기업 지배구

조에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인들이 경영자 유인보상제도의 운영에 어떻게 영향을 미칠 수 있는지에 국한되어 진행되었다(Core et al., 1999 등).

기업 지배구조와 경영자 유인보상제도 사이의 관련성을 분석한 초기연구로 Crystal(1991), Boyd(1994) 등의 연구를 들 수 있다. 이들 연구들은 기업 지배구조에 영향을 미칠 수 있는 이사회 구조(사외이사 비율)에 초점을 맞추어, 이사회 구조가 경영자 유인보상제도의 설계에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 결과, 사외이사 비율이 높을수록 단순히 경영자 보상 수준이 높아지는 실증분석 결과를 제시하였다. 이는 기업의 중요 의사결정 기구인 이사회 의사결정 비율이 높을수록 효율적인 경영자 유인보상제도를 운영할 것이라는 기대와는 달리, 기업에 임명된 사외이사의 독립성이 낮고 경영진에 결속된 사외이사가 많아 오히려 경영자 보상 수준을 높이는 역할을 수행한다는 것을 의미한다. 그러나 H allock(1997)의 연구, Core et al.(1999)의 연구에서는 기존 선행연구들의 한계점을 보완하면서 단순히 사외이사 수가 많아지는 것 보다 사내 경영진으로부터 사외이사가 얼마나 독립적인지가 중요한 요소임을 강조하였다. 이들은 이사회 구성원 중 경영진에 결속된 사외이사가 많을 경우 경영자 유인보상제도가 효율적으로 운영될 수 없다고 주장하면서, 결속된 사외이사의 비율이 높을수록 경영진의 보상수준이 높아진다는 연구결과를 제시하였다. 이런 결과들은 단순히 이사회 내에 사외이사가 차지하는 비율이 높아진다고 해서 경영진에 대한 효과적인 감시통제가 이루어진다고 볼 수 없으며 결국 경영진과 독립된 사외이사가 많아야 경영진에 대한 효율적인 감시통제가 가능할 수 있고 경영진을 대상으로 한 유인보상제도 또한 효과적으로 설계될 수 있다는 것이다.

한편 경영자가 보유한 지분율, 외부 기관투자자가 보유하고 있는 지분율, 기업의 의사결정에 중요한 영향력을 행사할 수 있는 수준 이상의 주식을 보유한 외부 대주주 지분율 등(이하 기업의 소유구조)이 경영자 유인보상제도의 설계에 어떠한 영향을 미치는 지에 대한 연구도 상당부분 진행되었다.

Lambert et al.(1993), Core et al.(1999)은 경영자가 보유한 지분의 크기와 경영자 보상 수준 사이의 관련성을 분석하였는데, 실증결과 경영자 보유지분율이 높을수록 경영자에게 지급되는 보상 수준은 감소하는 것으로 나타났다. 이들 연구들은 소유와 경영의 일치로 인한 주주와 경영자 사이의 대리문제 완화가 경영자 보유 지분율과 경영자 보상 수준 사이의 음(-)의 관련성이 나타나는 원인이라고 주장하였다. Core(1997)는 단순히 경영자가 보유하고 있는 지분의 크기 보다는 보유지분의 특성에 경영자 보상 수준에 미치는 영향이 달라질 수 있다고 주장하면서 경영통제권과 관련 지분의 크기가 클수록 경영자 보상 수준이 오히려 높아진다는 실증결과를 제시하였다.

기관 투자자 지분율과 경영자 유인보상제도 사이의 관련성을 분석한 Shleifer and Vishny(1986)의 연구에서는 개인투자자에 비해 보다 많은 정보를 보유하고 있는 기관 투자자들이 보유 지분 증가는 경영진에 대한 효과적인 감시통제로 이어질 수 있으며, 이럴 경우 경영자 보상 수준이 낮아진다는 실증적 증거를 제시하였다.

한편 일정수준 이상의 지분을 보유한 외부 대주주의 존재, 이들이 보유한 지분의 크기가 경영자 유인보상제도의 설계에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해서도 연구가 진행되었는데, Shivdasani(1993), Core et al.(1999)은 경영 의사결정에 영향력을 행사할 수 있는 지분의 크기를 5% 수준으로 보고, 5% 이상의 주식을 보유한 외부 투

주자는 경영자에 대한 감시통제 역할을 보다 적극적으로 수행하고 이럴 경우 경영자 보상제도가 효율적으로 운영될 수 있다고 주장하였다.

기업 지배구조와 경영자 유인보상제도 사이의 관련성을 분석한 국내 연구들은 상호관련성 보다는 인과관계에 초점을 맞추어 기업 지배구조에 영향을 미치는 요인이 경영자 유인보상제도의 설계 및 운영에 어떠한 영향을 미치는지에 초점을 맞추어 진행되었다. 먼저 이경태 등(2005)의 연구에서는 소유 및 지배구조가 경영자 스톡옵션 보상제도의 운영에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였는데, 경영자 지분율이 높은 기업은 스톡옵션 보상 비중을 줄이는 것으로 나타났고, 외부 기관투자자 지분율과 외국인 투자자 지분율이 높거나, 전문경영자 기업의 경우 경영자에게 주어지는 스톡옵션 보상을 증가시키는 것으로 나타났다. 신성욱(2007)의 연구에서는 기업 지배구조에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인들과 경영자 보상 수준 사이의 관련성을 검증하면서 기업의 대리인 문제 통제에 효과적이지 못한 기업 지배구조 통제장치를 운영하는 기업의 경우 경영자에게 적정보상 수준을 이탈하여 보상을 지급하고 있으며, 적정보상 수준을 이탈하여 지급하고 있는 기업의 경우 미래 경영성과에 부정적인 영향을 미친다는 실증분석 결과를 제시하였다.

이상의 연구들은 경영자 유인보상제도가 기업 지배구조에 영향을 미치는 다양한 요인들에 의해 영향을 받을 수 있다는 인과관계에 초점이 맞춰져 있다. 그러나 경영자 유인보상제도를 포함하지는 않았으나 기업 지배구조에 영향을 미치는 요인들의 상호관련성에 초점을 맞춘 연구도 제한적으로 진행되었다.

기업 지배구조에 영향을 미치는 다양한 통제장치들 사이의 상호관련성에 대한 연구는 자본시장이 잘 발달되어 있고 오래 전부터 기업 지

배구조에 사회적 관심이 지속된 일부 국가들을 중심으로 이루어져 왔고(Jensen et al., 1992; Moyer et al., 1992; Agrawal and Knoeber, 1996 등), 국내에서는 최근 들어 관련 연구들이 제한적으로 수행되고 있는 실정이다(조성빈, 2006; 박경서, 2011 등).

상호관련성을 분석하지는 않았지만 Hermalin and Weisbach(1991)는 경영자 지분율에 따라 이사회 구성(사외이사 비율)이 어떻게 달라지는지에 대해 실증분석하였고, Jensen et al.(1992)은 경영자 지분율에 따라 자본조달 정책, 배당정책이 어떻게 달라지는지를 분석하였다. Moyer et al.(1992)은 이사회 구성, 경영자 지분율, 기관 투자자 지분율, 자본조달 정책, 배당정책 사이의 관련성에 대해 분석하였고, Holthausen and Larcker(1993)는 경영자 지분율과 기업의 자본조달 정책 사이의 관련성과 기업성과에 미치는 영향을 분석하였다.

기업 지배구조에 영향을 미치는 다양한 요인들 사이의 상호관련성에 대해 분석한 Agrawal and Knoeber(1996)는 경영자 지분율, 기관 투자자 지분율, 외부 대주주 지분율, 이사회 구성, 경영자 노동시장의 효율성, 채권자 영향력, 인수합병에 대한 위협 등이 상호 어떠한 관련성을 가지는지를 분석하였고, 상호관련성 통제하에 각각의 요소들이 기업 가치에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 분석결과, 기관 투자자 지분율과 외부 대주주 지분율 사이에 상호 대체관계, 효율적 경영자 노동시장의 존재는 기관 투자자 지분율, 외부 대주주 지분율과 대체관계가 있는 것으로 나타났고, 반대로 채권자의 영향력은 경영자 지분율, 이사회 구성(사외이사 비율)과 보완관계를 가지는 것으로 나타났다.

한편 기업 지배구조에 영향을 미치는 다양한 요인들 사이의 상호관련성이 존재하는지를 분석한 국내 유일의 연구인 조성빈(2006)의 연구에

서는 경영자 지분율, 기관 투자자 지분율 등의 소유구조 변수와 이사회 구조(사외이사 비율), 채권자의 영향력, 배당정책 사이에 상호관련성이 존재하는지를 확인하고 추가적으로 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 물론 자료수집의 한계로 다양한 지배구조 장치를 고려하지 못하였으나 경영자 지분율과 기관투자자 지분율 사이에는 대체관계, 기관 투자자 지분율과 사외이사 비율, 경영자 지분율과 부채비율, 배당정책은 보완관계가 있음을 확인하였다.

박경서 등(2011)은 기업 지배구조에 영향을 미치는 내부요인(한국기업지배구조센터 기업 지배구조 점수)과 외부요인(상품시장에서의 경쟁강도)이 기업의 배당정책 및 내부투자에 미치는 영향을 분석한 결과, 상품시장에서의 경쟁이 치열한 기업이 내부 지배구조 통제장치를 효율적으로 가져갈 경우(지배구조 점수가 높은 경우)를 가질 경우 배당을 줄이면서 투자를 확대하는 것으로 나타났고, 상품시장에서의 경쟁이 치열하지 않은 기업이 좋은 지배구조를 형성하고 있을 경우 투자를 줄이고 배당이나 자사주매입을 통해 주주에게 경영성과를 보다 많이 배분하는 것으로 나타났다.

기업 지배구조에 영향을 미칠 수 있는 요인들과 경영자 유인보상제도 사이에 상호관련성이 있는지를 분석한 연구는 거의 없다. 상호관련성은 대체관계나 보완관계로 구분할 수 있는데 먼저, 대체관계는 다른 지배구조 통제장치들이 경영자 유인보상제도를 대체할 수 있다는 관점이다. 이는 기업 지배구조가 효과적으로 구축되어 있어 경영자에 대한 감시통제가 원활히 수행된다면 경영자 보상제도의 효율적 설계를 통한 경영자의 감시통제 유인이 줄어들 수 있고, 기업 지배구조가 비효과적이면 경영자 유인보상제도를 통해 경영자에 대한 감시통제를 적극적으로 수행해야 한다고 보는 견해이다. 이와는 달리 보

완관계는 기업 지배구조 통제장치들이 효과적으로 운영되면, 경영자 유인보상제도 또한 효과적으로 운영되며, 반대의 경우도 성립된다고 보는 견해이다(Cheng and Indjejikian, 2009). 기존의 선행연구들의 대부분은 상호관련성이 아닌 경영자 보상제도의 효율적 운영은 다른 기업 지배구조 장치가 효율적으로 운영될 때 가능하다는 가정하에 분석한 연구들이 대부분이었고 대체관계 혹은 보완관계를 살펴본 논문은 거의 없는 실정이다.

Williamson(1983)의 연구에서는 외부 인수합병 시장이 활성화 되지 않더라도 경영자에게 성과에 근거한 보상을 강화시킴으로써 외부 인수합병 시장에 의한 기업 지배구조 개선을 효과적으로 대체할 수 있다고 주장하였다. 그러나 Jensen(1993), Bebchuk and Fried(2004)는 외부 지배구조 통제장치 중 하나인 시장에 의한 통제(적대적 인수합병 시장에서의 위협)가 활성화 되지 않는다면 경영자의 권한이 강해져 경영자에게 유리한 방향으로 보상설계를 할 가능성이 높다고 주장하였다(보완관계). Cheng and Indjejikian (2009)의 연구에서도 적대적 인수합병 금지법이 채택되기 전후 기간 동안 기업의 경영자 보상제도가 어떻게 달라지는 지를 분석하였다. 분석결과 적대적 인수합병 금지법이 통과되기 전에 비해 통과된 이후 성과에 근거한 경영자 보상이 증가하는 것으로 나타났는데, 이는 기업 지배구조 통제장치가 효과적으로 작용할 경우 경영자 유인보상제도가 보다 효율적으로 설계될 수 있다는 것으로 상호 보완관계가 있음을 규명한 결과라 할 수 있다.

경영자 보상제도와 기업 지배구조에 영향을 미치는 요인들 사이의 관련성에 대한 분석은 앞서 제시한 바와 같이 기업 지배구조에 영향을 미치는 외부 요인들 중심으로 제한적으로 수행되었고, 내부 기업 지배구조 통제장치와 경영자

유인보상제도와와의 상호관련성을 분석한 연구는 거의 없다. 이런 점에서 경영자 유인보상제도를 기업 지배구조에 영향을 미칠 수 있는 통제장치에 포함시켜 상호관련성을 확인해 보는 것은 기업이 경영진에 대한 유인보상제도의 어떻게 활용할 것인지, 기업 지배구조에 영향을 미칠 수 있는 다양한 통제장치들을 어떻게 하면 효율적으로 운영할 것인지에 대한 도움을 줄 수 있을 것으로 기대된다. 비슷한 효과를 가지는 기업 지배구조 장치의 운영에 막대한 비용이 소요된다면 그 또한 기업성과 및 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 경영자 유인보상제도의 효과성에 대한 대리변수로 고려한 보상위원회 도입과 기업 지배구조 통제장치 사이의 상호관련성을 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설 1] 보상위원회 도입과 기업 지배구조 통제장치사이에 상호관련성이 있을 것이다.

2. 기업 지배구조 통제장치와 기업가치

기업 지배구조 통제장치의 효과성이 기업가치에 미치는 영향에 관한 많은 선행연구들의 연구 결과를 종합하면 결국 기업 지배구조가 기업 내 다양한 대리인 문제의 통제에 효과적이지 못할 경우 미래 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 것이다(최성규와 김경민, 2001; 박종일, 2003; 신용준과 안상봉, 2011 등).

먼저 최성규와 김경민(2001)의 연구에서는 소유와 경영의 분리 정도와 경영자의 기회주의적 이익조절행위 사이의 관련성을 검증하였는데, 소유경영자 기업 보다 전문 경영자 기업에서 이익조절행위가 더 크며 회계이익의 정보유용성이 낮다고 주장하였다. 박종일(2003)의 연구에서는 경영자의 이익 조정의 크기 및 방향성에 경영자

지분율이 어떤 영향을 미치는 지를 실증적으로 분석하였는데 분석결과 내부자 지분율이 높아질수록 재량적 발생액의 크기가 더욱 커지는 것으로 나타났다. 이는 국내 대부분의 기업들이 소유 경영자 기업임을 감안하면 기회주의적 이익조절 행위가 더욱 커질 수 있음을 보여준 결과라 할 수 있다. 이와는 반대로 신준용과 변동현(2002)의 연구에서는 내부자 지분율(최대주주 및 특수 관계자 지분율), 소유경영자 여부, 채권자의 영향력(부채비율), 기관 투자자 지분율이 기업의 대리인 비용의 크기에 미치는 영향을 검토하였는데, 이들 연구결과에 의하면 내부자 지분율이 높거나, 소유경영자 기업이거나 채권자의 영향력이 클수록 대리인 비용이 감소하는 것으로 나타났다. 기관 투자자의 투자비율 높을 경우 오히려 기업의 대리인 비용이 증가하는 것으로 나타났다. 신용준과 안상봉(2011)의 연구에서는 대주주 지분율과 외국인 지분율이 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 다양한 분석방법을 통해 확인한 결과 대주주 지분율이 높을수록 기업 가치에 부정적인 효과를 주고 외국인 투자비중이 높은 경우 기업 가치에 긍정적인 효과를 주는 것으로 분석되었다.

이상의 선행연구들을 종합해 보면 기업 지배구조 통제장치의 대리문제 통제에 대한 효과성이 클수록 그렇지 않은 기업에 비해 기업 가치가 보다 높을 것으로 기대할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기업 지배구조 통제장치와 기업가치 사이에 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설 2] 기업 지배구조 통제장치의 효과성이 클수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

III. 연구설계

1. 연구모형

1.1 보상위원회 도입과 기업 지배구조 통제장치

경영자 유인보상제도를 포함한 기업 지배구조 통제장치 사이의 상호관련성을 확인하기 위해 본 연구에서는 6개의 내·외부 지배구조 통제장치를 고려하였고(외부대주주 지분율, 외국인투자자 지분율, 경영자지분율, 사외이사 비율, 채권자 영향력, 경쟁강도), 경영자 유인보상제도의 대리 변수로 보상위원회 도입여부를 고려하여 다른 기업 지배구조 통제장치와의 상호관련성을 확인하였다.

상호 관련성이 있는지를 확인하기 위해서는 변수 간 내생성 문제를 통제하기 위한 2단계 최소자승법(2 stage least squares method)을 적용하여 분석해야 한다. 2단계 최소자승법에 의한 분석모형을 제시하면 다음과 같다.

$$\text{보상위원회 도입 더미} = a_0 + a_1 * \text{기업 지배구조 통제장치} + a_2 * \text{기업규모} \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{기업 지배구조 통제장치} = b_0 + b_1 * \text{보상위원회 도입 더미} + b_2 * \text{통제변수} \dots\dots\dots (2)$$

기존의 선행연구 분석결과를 바탕으로 보상위원회 도입 여부에 영향을 미칠 수 있는 통제장치로 식 (1)에 제시된 바와 같이 기업규모를 고려하였다. 아울러 본 연구에서는 기업 지배구조 통제장치로 6개의 내·외부 기업 지배구조 통제장치들을 고려하였는데 위의 식 (2)에서의 통제 변수는 식 (2)에서의 기업 지배구조 통제장치로

어떤 변수를 고려하는지에 따라 그에 맞는 통제 변수를 달리 설정하여 분석에 활용하였다.

식 (2)에 각 기업 지배구조 통제장치를 고려하고 그에 맞는 통제변수를 고려한 후의 분석모형은 아래와 같다.

$$\text{외부 대주주 지분율} = b_0 + b_1 * \text{보상위원회 도입 더미} + b_2 * \text{기업위험} \dots\dots\dots (2-1)$$

$$\text{외국인 지분율} = b_0 + b_1 * \text{보상위원회 도입 더미} + b_2 * \text{배당성향} + b_3 * \text{수출비중} \dots\dots\dots (2-2)$$

$$\text{경영자 지분율} = b_0 + b_1 * \text{보상위원회 도입 더미} + b_2 * \text{영업연수} \dots\dots\dots (2-3)$$

$$\text{사외이사 비율} = b_0 + b_1 * \text{보상위원회 도입 더미} + b_2 * \text{영업 연수} + b_3 * \text{외국인 지분율} \dots\dots (2-4)$$

$$\text{부채비율} = b_0 + b_1 * \text{보상위원회 도입 더미} + b_2 * \text{유형자산비중} + b_3 * \text{영업현금흐름} \dots\dots\dots (2-5)$$

$$\text{제품시장 경쟁강도} = b_0 + b_1 * \text{보상위원회 도입 더미} + b_2 * \text{경쟁기업 수} \dots\dots\dots (2-6)$$

우선 보상위원회 도입 여부와 외부 대주주 지분율 사이의 상호관련성은 위 식 (1)과 식 (2-1)을 이용하여 2SLS 분석을 통해 확인할 것이다. 동일한 방식으로 다른 기업 지배구조 통제장치와 보상위원회 도입 여부와의 상호관련성도 식 (1)과 식 (2-2)부터 식(2-6)을 활용하여 2SLS 분석을 통해 확인할 것이다. 보상위원회 도입여부와 기업 지배구조 통제장치 사이에 상호관련성을 가지기 위해서는 a_1 과 b_1 이 동일부호이면서

통계적으로 유의해야 한다. 만약 a_1 혹은 b_1 의 값이 양(+)의 통계적 유의성을 가질 경우 상호 보완관계, 음(-)의 통계적 유의성을 가질 경우 상호 대체관계가 있다고 볼 수 있다. 그러나 통계적으로 유의한 값을 가지지 않거나 서로 반대의 부호를 가질 경우 상호관련성은 없는 것으로 판단할 수 있다.

1.2 기업 지배구조 통제장치와 기업가치

경영자 유인보상제도, 기업통제장치가 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 다양한 연구들이 존재한다. 그러나 이들 연구들은 각 통제장치 사이의 상호관련성을 무시하거나, 경영자 유인보상제도를 고려하지 않고 분석한 연구들이 대부분이다.

본 연구에서는 경영자 유인보상제도(보상위원회 도입 여부)를 포함한 지배구조 통제 장치 사이의 상호관련성을 고려하여 이들이 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 구체적인 연구모형은 다음과 같다.

$$\text{토빈 } q = c_0 + c_1 * \text{보상위원회 도입} + c_2 * \text{기업 지배구조 통제장치} + c_3 * \text{기업규모} \dots\dots\dots (3)$$

2. 변수의 조작적 정의

기업 지배구조 통제장치와 경영자 유인보상제도의 상호관련성을 확인하고, 이들이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위한 연구모형에 사용된 변수들의 조작적 정의를 요약하면 다음과 같다.

<표 1> 변수 정의 요약

변수	정의	관련 선행연구
보상위원회 도입 여부	보상위원회 도입 기업이면 1, 아니면 0	이상철 등(2009)
외부대주주 지분율	5%이상 주식 보유 외부대주주 지분 / 총 지분	Core et al.(1999)
외국인 투자자 지분율	외국인 투자자의 지분 / 총 지분	신준용과 변동현(2002)
경영자 지분율	최대주주 및 그 특수관계자 지분 / 총 지분	박종일(2003)
사외이사 비율	사외이사 수 / 등기임원 수	Lambert et al.(1993)
부채비율	총부채 / 총자산	Smith and Watts(1992)
경쟁강도	1 - 허핀달 Index	박경서 등(2011)
기업규모	ln (매출액)	지성권 등(2009)
기업위험	ln (월별 주가가격의 표준편차)	Core et al.(1999)
배당성향	현금배당비율(현금배당액 / 당기순이익)	고대영 등(2012)
수출비중	수출총액 / 매출액	
영업현금흐름	영업활동으로 인한 현금흐름 / 총자산	조성빈(2006)
영업연수	영업연수의 자연대수 값	
유형자산 비중	유형자산 / 총자산	박경서 등(2011)
경쟁기업 수	ln (동일 산업에 속한 기업 수)	
토빈-q	자산의 시장가치 / 자산의 장부가치	Smith and Watts(1992)

2. 표본선정 및 자료수집

상기에 제시된 제반 가설들의 실증검증을 위해 표본기간을 외환위기를 벗어난 시점인 2001년부터 2010년까지로 설정하고 이상철 등(2009)의 연구에서 활용한 표본선정 방식을 원용하여 표본을 구성하였다.

우선 2001년부터 2010년까지 보상위원회를 도입했는지 여부를 사업보고서를 통해 입수하여 보상위원회를 도입한 기업표본을 구성한 후 도입기업과 동일산업에 속하면서 자산규모가 비슷한 기업을 대응표본으로 추출하여 두 표본을 함께 고려하여 실증분석에 활용하였다.

해당기간 중 보상위원회를 도입한 기업은 159개 기업으로 나타났고, 보상위원회를 도입하지 않은 기업 중 도입한 기업과 특성이 유사한 159개 기업을 선정하여 대응표본을 구성하였으며,

총 318개 기업 자료를 바탕으로 분석에 활용하였다. 재무자료는 FnGuide를 이용하여 자료추출 후 분석에 맞게 수정하여 분석자료로 활용하였고, 기업 지배구조에 영향을 미치는 다양한 요인과 관련된 자료는 금융감독원의 전자공시시스템 내 개별 기업의 사업보고서에서 입수하여 분석에 활용하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

보상위원회 도입 여부와 기업 지배구조 통제장치 사이의 상호관련성 확인을 위한 실증분석에 앞서 분석모형에 포함된 변수들의 기술통계량을 제시하였다.

<표 2> 변수에 관한 기술통계량

	관측수	평균	표준편차	최소값	중앙값	최대값
외부대주주 지분율	318	0.083	0.101	0.000	0.059	0.431
외국인지분율	318	0.226	0.218	0.000	0.176	0.875
경영자지분율	318	0.355	0.187	0.022	0.352	0.900
사외이사비율	318	0.451	0.185	0.000	0.500	0.923
부채비율	318	0.479	0.191	0.009	0.502	0.937
경쟁강도	318	0.317	0.225	0.063	0.280	1.000
기업규모	318	27.784	2.186	22.964	28.120	32.351
기업위험	318	8.098	1.527	4.119	8.198	11.724
배당성향	318	0.231	1.938	-24.683	0.153	20.845
수출비중	318	0.440	0.336	0.000	0.462	0.996
영업현금흐름	318	0.101	0.175	-0.370	0.077	1.394
영업연수	318	3.583	0.393	2.302	3.637	4.499
유형자산비중	318	0.296	0.176	0.001	0.277	0.791
경쟁기업 수	318	23.470	16.437	1.000	27.000	61.000

먼저 외부 대주주 지분율(5%이상 주식 보유 외부 대주주 지분율)의 경우 외부 대주주가 존재하지 않는 기업도 있었으며(최소값 0%)에서 최대값 43.1%로 기업마다 큰 차이를 보이는 것으로 나타났다. 외국인 지분율의 경우도 외국인 투자자가 없는 기업에서부터 최대 87.5%의 지분을 보유하고 있는 기업도 존재하는 것으로 나타났다.

경영자 지분율(최대주주 및 특수관계자 지분율)의 경우 평균값이 약 35%로 나타났으며 내부자가 90%이상 주식을 보유한 기업도 존재하는 것으로 나타나 소유와 경영이 분리되지 않고 운영되는 기업도 상당 수 표본에 포함되어 있다고 볼 수 있다. 사외이사 비율의 경우 평균값이 약 45%로 등기임원의 절반가량을 사외이사가 차지하고 있는 것으로 나타났고, 등기임원의 대부분이 사외이사로 구성된 기업(최대값이 92%)도 존재하는 것으로 나타났다.

부채비율, 제품시장에서의 경쟁강도, 영업연수, 유형고정자산의 비중 또한 평균값과 중앙값이

큰 차이를 보이지 않는 것으로 나타나 변수값의 정규성은 크게 문제가 되지 않는 것으로 판단되나, 배당성향, 산업 내 경쟁기업 수의 경우는 평균값과 중앙값에 다소 차이를 보이고 있어 일부 극단치가 분석자료에 포함되어 있다는 것을 알 수 있다.

2. 상관관계분석

보상위원회 도입과 기업 지배구조에 영향을 미치는 요인들 사이의 관련성을 확인하기 위한 분석에 앞서 회귀모형에 포함된 변수들 간의 상관관계를 확인하였고 그 결과를 <표 3>에 제시하였다.

분석결과 보상위원회 도입과 외부 대주주 지분율, 외국인 투자자 지분율, 사외이사 비율, 제품시장에서의 경쟁강도는 양(+)의 관련성을 보였고, 경영자 지분율과는 음(-)의 관련성을 보였으며, 사외이사비율과 부채비율은 보상위원회 도입과 양(+)의 상관관계가 있으나 통계적인 유의성

은 없었다.

한편 회귀분석 시 본 연구에서 고려한 독립변수들의 다중공선성 여부가 분석결과의 신뢰성에 큰 영향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구에서는

회귀분석 시에 분산확대인자(variance inflation factor)를 확인하여 다중공선성 존재 여부를 확인하였으나 대부분 2이하의 값을 보여 다중공선성은 크게 의심되지 않는 것으로 보인다.

<표 3> 상관관계 분석결과

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
①	1						
②	.17**	1					
③	.16**	.29**	1				
④	-.20**	-.24**	-.36**	1			
⑤	.09	.11*	.14**	-.19**	1		
⑥	.08	-.03	-.17**	.04	.03	1	
⑦	.18**	.11*	.19**	-.03	.63**	-.15**	1

주) 1) ① 보상위원회 도입, ② 외부대주주 지분율, ③ 외국인 지분율, ④ 내부자 지분율, ⑤ 사외이사 비율, ⑥ 부채비율, ⑦ 경쟁강도

2) *, **는 각각 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄

3. 가설검증 결과

3.1 보상위원회 도입과 외부 대주주 지분율

보상위원회 도입과 외부 대주주 지분율 사이의 상호관련성을 확인하기 위해 2SLS 방법을 사용하여 분석한 결과를 <표 4>에 제시하였다.

분석결과를 살펴보면 보상위원회 도입과 외부

대주주 지분율 사이에 통계적 유의성이 발견되지 않아 두 변수 사이에 아무런 관련성이 없음을 확인할 수 있다. 구체적으로 외부 대주주 지분율이 높아질수록 보상위원회 도입을 많이 하는 것으로 나타났으나 통계적 유의성은 발견할 수 없었고, 보상위원회 도입도 외부 대주주 지분율에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

<표 4> 보상위원회 도입과 외부 대주주 지분율

	보상위원회 도입	외부 대주주 지분율
	계수값(t값)	계수값(t값)
절편	1.53(1.67 ^{*)}	0.19(0.52)
보상위원회도입		-0.05(-0.72)
외부 대주주 지분율	3.74(1.31)	
기업규모	-0.04(-1.18)	
기업위험		0.03(1.18)
수정결정계수	-0.008	-0.008
F값	0.86	0.86

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄

3.2 보상위원회 도입과 외국인 지분율
 보상위원회 도입과 외국인 지분율 사이의 상

호관련성을 확인하기 위해 2SLS 방법을 사용하여 분석한 결과를 <표 5>에 제시하였다.

<표 5> 보상위원회 도입과 외국인 지분율

	보상위원회 도입	외국인 지분율
	계수값(t값)	계수값(t값)
절편	1.08(1.37)	-6.58(-0.37)
보상위원회 도입		12.75(0.39)
외국인 지분율	0.44(0.89)	
기업규모	-0.02(-0.77)	
배당성향		0.29(0.38)
수출비중		0.83(0.33)
수정결정계수	-0.003	-0.009
F값	0.40	0.05

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄

분석결과를 살펴보면 위에서 분석한 외부 대주주 지분율과 동일하게 보상위원회 도입과 외국인 지분율 사이에도 통계적 유의성이 발견되지 않아 두 변수 사이에 아무런 관련성이 없음을 확인할 수 있다. 그러나 통계적 유의성은 발견되지 않았지만 외국인 지분율은 보상위원회 도입에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고, 보상위원회 도입 역시 외국인 지분율에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 외국인이 보다 많이 투자한 기업에서 경영자를 대

상으로 하는 보상위원회를 보다 많이 도입하고 있다는 것을 의미하며, 같은 맥락으로 보상위원회가 도입된 기업에 외국인 투자자가 보다 많이 투자하는 것으로 해석할 수 있다.

3.3 보상위원회 도입과 경영자 지분율

보상위원회 도입과 경영자 지분율 사이의 상호관련성을 확인하기 위해 2SLS 방법을 사용하여 분석한 결과를 <표 6>에 제시하였다.

<표 6> 보상위원회 도입과 경영자 지분율

	보상위원회 도입	경영자 지분율
	계수값(t값)	계수값(t값)
절편	18.75(1.41)	5.03(1.46)
보상위원회 도입		-2.27(-1.37)
경영자 지분율	-13.39(-1.39)	
기업규모	-0.49(-1.37)	
영업연수		-0.99(-1.34)
수정결정계수	-0.000	-0.000
F값	0.97	0.93

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄

보상위원회 도입과 외부 대주주 지분율 사이에 양측검증에서의 통계적 유의성은 발견되지 않았으나 단측검증에서 10% 수준의 음(-)의 관련성이 있는 것으로 확인되었다. 이는 보상위원회 도입과 경영자 지분율 사이에 상호 대체관계가 있다는 것을 의미하는 것으로 경영자 지분율이 높은 기업의 경우 보상위원회 도입 운영의 필요성이 떨어지는 것으로 해석할 수 있다.

3.4 보상위원회 도입과 사외이사 비율

보상위원회 도입과 사외이사 비율 사이의 상

호관련성을 확인하기 위해 2SLS 방법을 사용하여 분석한 결과를 <표 7>에 제시하였다.

분석결과 사외이사 비율은 보상위원회 도입에 긍정적인 영향을 미치나 보상위원회 도입은 사외이사 비율에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 이사회 구성원 중 사외이사가 많은 기업에서 보상위원회를 보다 적극적으로 도입한다는 것을 의미하는 결과로 보상위원회 도입과 사외이사 비율 사이에 상호관련성 보다는 인과 관계가 있다고 해석할 수 있겠다.

<표 7> 보상위원회 도입과 사외이사 비율

	보상위원회 도입	사외이사 비율
	계수값(t값)	계수값(t값)
절편	11.06(2.91 ^{***})	22.74(0.36)
보상위원회 도입		-11.56(-0.36)
사외이사 비율	7.91(2.86 ^{***})	
기업규모	-0.51(-2.81 ^{***})	
영업연수		-4.86(-0.36)
외국인 지분율		4.125(0.40)
수정결정계수	0.019	-0.008
F-값	4.08 ^{**}	0.07

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄

3.5 보상위원회 도입과 부채비율

채권자의 영향력에 대한 대리변수로 고려한 부채비율과 보상위원회 도입 사이의 상호관련성 분석결과를 <표 8>에 제시하였다. 분석결과 보상위원회 도입과 부채비율 사이에 아무런 상호

관련성이 발견되지 않았다. 이는 채권자의 영향력이 증대된다고 하여 보상위원회가 보다 적극적으로 도입된다고 볼 수 없으며 보상위원회 도입 여부도 부채비율에 영향을 미치지 않는다는 것을 의미한다.

<표 8> 보상위원회 도입과 부채비율

	보상위원회 도입	부채비율
	계수값(t값)	계수값(t값)
절편	0.27(0.34)	-0.06(-0.14)
보상위원회 도입		0.29(0.35)
부채비율	-2.96(-1.08)	

기업규모	0.02(0.60)	
유형자산 비중		0.21(0.75)
영업현금흐름		-0.05(-0.71)
수정결정계수	-0.005	-0.007
F-값	0.58	0.6

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄

3.6 보상위원회 도입과 경쟁강도

기업이 속한 산업에서의 경쟁강도가 높을수록 기업은 좋은 지배구조를 형성할 유인을 가진다. 따라서 경쟁강도 역시 기업 지배구조에 영향을

미치는 통제장치의 일부로 볼 수 있다. 이런 맥락에서 보상위원회 도입과 기업이 속한 산업에서의 경쟁강도 사이에 어떤 관련성이 있는지를 분석하였고 그 결과를 <표 9>에 제시하였다.

<표 9> 보상위원회 도입과 경쟁강도

	보상위원회 도입	경쟁강도
	계수값(t값)	계수값(t값)
절편	0.521(1.40)	-2.763(-0.21)
보상위원회 도입		4.831(0.25)
경쟁강도	1.132(4.04***)	
기업규모	-0.013(-0.99)	
경쟁기업 수		0.028(0.84)
수정결정계수	0.043	-0.004
F값	8.18***	0.34

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄

분석결과 기업이 속한 산업에서의 경쟁강도가 높은 기업일수록 보상위원회를 보다 적극적으로 도입하는 것으로 나타났다. 그러나 보상위원회 도입이 경쟁강도에 미치는 영향은 없는 것으로 나타나 보상위원회 도입과 경쟁강도 사이의 상호관련성 보다는 인과관계가 있음을 확인할 수 있다.

결론적으로 보상위원회 도입과 기업 지배구조 통제장치 사이에 상호관련성은 일부 변수를 제외하고는 거의 없는 것으로 나타났고, 일부 변수에서 기업 지배구조 통제장치와 보상위원회 도입사

이에 인과관계가 확인되었다. 이는 보상위원회가 도입이 다른 지배구조 통제장치를 대체하거나 보완하는 역할을 수행하기 보다는 기업 지배구조 개선을 위해 운영하고 있는 다양한 장치들이 보상위원회 도입에 영향을 미치는 것을 의미한다. 즉, 기업의 경영자를 대상으로 하는 유인보상제도의 효율적 운영이 다른 기업 지배구조 통제장치에 영향을 미치지 보다는 기업 지배구조 통제장치가 잘 구축되어 있는 기업일수록 보상위원회 도입 등 경영자 유인보상제도를 보다 효과적으로 구축하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

3.7 기업 지배구조 통제장치가 기업가치에 미치는 영향

다양한 기업 지배구조 통제장치가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석하였고 그 결과를 <표 10>에 제시하였다.

분석결과를 살펴보면 보상위원회 도입과 외국인 지분율 만이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이는 보상위원회를 도입하여 경영자 유인보상제도를 효율적으로 운영하고 있는 기업, 외국인 투자자의 기업 감시통계

활동이 보다 적극적인 기업(외국인 지분율이 높은 기업)의 가치가 높다는 것을 의미한다.

외부 대주주 지분율과 사외이사 비율, 경쟁강도 등은 기업가치에 긍정적인 영향을 보이는 것으로 나타났으나 통계적인 유의성은 발견되지 않았고, 경영자 지분율과 부채비율은 반대로 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 또한 통계적 유의성은 발견할 수 없었다.

<표 10> 기업 지배구조 통제장치가 기업가치에 미치는 영향

	종속변수 : 토빈-q	
	계수값	t값
절편	1.01	1.92
보상위원회 도입	0.27***	4.28
외부대주주 지분율	0.35	1.16
외국인 지분율	0.74***	4.02
경영자 지분율	-0.19	-1.10
사외이사 비율	0.15	0.34
부채비율	-0.03	-0.13
경쟁강도	0.11	0.61
기업규모	-0.01	-0.19
수정결정계수	0.201	
F-값	10.961***	

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄

이런 결과는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 보상위원회 도입과 외국인 지분율을 제외하고는 실제 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 기업 지배구조 통제장치로서의 역할을 수행하지 못하고 있는 것으로 판단되며 특히 외환위기 이후 기업 지배구조 개선을 위해 도입한 사외이사 제도 등이 기업가치 증대에 긍정적인 역할을 수행할 수 있도록 하는 제도적 개선 등이 필요하다고 결론지을 수 있겠다.

V. 결 론

본 연구는 기업 지배구조 개선을 위한 핵심 통제장치임에도 불구하고 지금까지 지배구조 개선과 관련하여 중요하게 여겨지지 않았던 경영자 유인보상제도가 다른 기업 지배구조 통제장치와 어떠한 상호관련성을 가지는지를 확인해보고 기업 지배구조 통제장치가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 확인해보고자 하였다.

이를 위해 경영자 유인보상제도에 대한 대리변수로 보상위원회 도입을 고려하였고 기업 지배구조 통제장치로 외부 대주주의 감시통제(외부 대주주 지분율), 외국인 투자자의 감시통제(외국인 지분율), 소유-경영의 결합을 통한 지배구조 개선(경영자 지분율), 사외이사 제도(사외이사 비율), 채권자의 감시 통제(부채비율), 기업이 속한 산업에서의 경쟁강도(경쟁강도) 등을 고려하여 보상위원회 도입과의 상호관련성과 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다.

2001년부터 2010년까지 유가증권 시장에 상장된 기업(금융업 제외)을 대상으로 실증 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

먼저 보상위원회 도입과 기업 지배구조 통제장치 사이의 상호관련성을 확인한 결과 일부 변수를 제외하고는 상호관련성이 거의 없는 것으로 나타났고, 일부 변수에서 기업 지배구조 통제장치와 보상위원회 도입사이에 상호관련성 보다는 인과관계가 확인되었다. 이는 경영자 유인보상제도의 효율적 설계(보상위원회 도입)가 다른 지배구조 통제장치를 대체하거나 보완하는 역할을 수행하기 보다는 기업 지배구조 개선을 위해 운영하고 있는 내·외부 장치들이 보상위원회 도입에 영향을 미치는 것으로, 기업 지배구조 통제장치가 잘 구축되어 있는 기업일수록 보상위원회 도입 등 경영자 유인보상제도를 보다 효과적으로 구축하고 있다는 것을 의미한다.

기업 지배구조 통제장치가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 보상위원회 도입 여부와 외국인 지분율만이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이런 결과는 외환위기 이후 기업 지배구조 개선을 위해 도입한 사외이사 제도 등이 기업가치 증대에 긍정적인 역할을 수행할 수 있도록 하는 제도적 개선 등이 필요하다고 결론지을 수 있겠다.

본 연구는 기업 지배구조에 영향을 미칠 수

있는 요인으로 경영자 유인보상제도를 고려하여 다른 지배구조 통제장치와의 상호관련성을 실증 분석해 봄으로써 기업 지배구조 개선을 위해 경영자 유인보상제도를 어떻게 활용해야 할지에 대한 시사점을 제공했다는 데 연구의 의의를 들 수 있다. 분석결과 경영자 유인보상제도의 효율적 운영과 다른 지배구조 통제장치 사이에 상호관련성이 없거나 일부 인과관계가 있는 것으로 확인되었지만, 지금까지 기업 지배구조에 영향을 미치는 개별적 통제장치들을 각각 어떻게 운영할 것인지에 대한 논의의 초점을 경영자 유인보상제도를 포함한 다양한 통제장치들의 상호관련성을 확인해보고, 상호관련성 바탕 하에 개별 통제장치들을 어떻게 운영하는 것이 효율적인지에 대한 시사점을 제공하였다는 데 연구의 의의를 들 수 있겠다.

참고문헌

1. 고대영·백은영·안미강(2012), “기업지배구조가 외국인지분율에 미치는 영향,” *회계정보연구*, 30(1), 29-59.
2. 김일태·유동국·정진필(2002), *기업이론과 기업의 소유지배구조*. 집문당.
3. 박경서·변희섭·이지혜(2011), “상품시장에서의 경쟁과 기업지배구조의 상호작용이 투자와 배당에 미치는 영향,” *재무연구*, 24(2), 483-522.
4. 박종일(2003), “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로,” *회계학연구*, 28(2), 135-172.
5. 신성욱(2007), “기업지배구조가 경영자보상과 미래경영성과에 미치는 영향,” 부산대학교 박사학위논문.
6. 신용준·안상봉(2011), “지배구조와 기업가치

- 관련성,” *회계정보연구*, 29(3), 329-350.
7. 신준용 · 변동현(2002), “기업소유구조와 대리인비용의 관계에 관한 연구,” *회계저널*, 11(3), 67-85
 8. 이경태 · 이상철 · 박애영(2005), “소유 및 지배구조와 경영자 스톡옵션 보상,” *증권학회지*, 34(3), 37-70.
 9. 이상철 · 정명 · 양동훈(2009), “보상위원회 도입 및 독립성에 영향을 미치는 요인: 대리인문제와 감시유인을 중심으로,” *회계저널*, 18(4), 161-186.
 10. 조성빈(2006), “기업지배구조의 상호관계 및 기업성파에 관한 연구,” *한국개발연구*, 28(2), 1-47.
 11. 지성권 · 신성욱 · 변설원(2009), “자본구조가 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향,” *관리회계연구*, 9(2), 1-30.
 12. 최성규 · 김경민(2001), “소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절,” *회계학연구*, 26(1), 153-175.
 13. Agrawal, A. and C. R. Knoeber(1996), “Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(2), 377-397.
 14. Bebchuk, L. and J. Fried(2004), *Pay without performance*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
 15. Boyd, B. K.(1994), “Board control and CEO compensation,” *Strategic Management Journal* 15, 335-344.
 16. Cheng, S. and R. J. Indjejikian.(2009), “The market for corporate control and CEO compensation: complement or substitutes?,” *Contemporary Accounting Research*, 26(3), 701 -728.
 17. Core, J. E.(1997), “The directors’ and officers’ insurance premium: an outside assessment of the cost of weak corporate governance,” Working Paper. The Wharton School, University of Pennsylvania.
 18. Core, J. E., R. W. Holthausen. and D. F. Larcker(1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
 19. Crystal, G.(1991), *In Search of Excess: The overcompensation of American executives*. W. W. Norton and Company, New York.
 20. Hallock, K. F.(1997), “Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 331-344
 21. Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach.(1991), “The effects of board composition and direct incentives on firm performance,” *Financial Management*, 20, 101-112.
 22. Holthausen, R. W. and D. F. Larcker(1993), “Organizational structure and financial performance,” Working Paper. The Wharton School. University of Pennsylvania.
 23. Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn.(1992), “Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(2), 247-263.
 24. Jensen, M. C.(1993), “The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems,” *The Journal of Finance* 48(3), 831-880.

25. Lambert, R. A., D. F. Larcker, and K. Weigelt. (1993), "The structure of organizational incentives," *Administrative Science Quarterly*, 38, 438-461.
26. Moyer, R. C., R. Rao, and P. M. Siseros.(1992), "Substitute for voting rights: Evidence from dual class recapitalization," *Financial Management*, 21(3), 35-47.
27. Shivdasani, A.(1993), "Board composition, ownership structure, and hostile takeovers," *Journal of Accounting and Economics* 16, 167-198.
28. Shleifer, A., and R. Vishny.(1986), "Large share holders and corporate control," *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
29. Smith, C. and R. Watts.(1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.
30. Williamson, O. E.(1983), "Organizational form, residual claimants, and corporate control," *Journal of Law and Economics*, 26(2), 351-366.

Abstract

Interdependence of Corporate Governance Mechanisms and Managers' incentive-compensation system[†]

Shin, Sung-Wook*

This study confirms that there is a correlation between managers' incentive-compensation system(introduction of the compensation committee) and corporate governance mechanisms (ownership structure, proportion of outside directors, debt ratio, competitive strength), and analyzes whether firm value is affected by corporate governance mechanisms.

The purpose of this paper are empirically tested using 318 firm-year data listed on the KRX from 2001 to 2010 and 2SLS(two-stage least square method) were used for the analysis of the hypotheses. The results of empirical tests are as follows. Firstly, there is no correlation between introduction of the compensation committee and corporate governance mechanisms. In addition, the results show that there is a causal relationship between some variables. Secondly, results from the analysis of the impact of corporate governance mechanisms on firm value, only introduction of the compensation committee and foreign investors ownership were analyzed as a positive impact on the firm value. This result means that most domestic firm don't actively used for managers' incentive-compensation system as a useful control device for improving corporate governance.

Key Words: Firm value, Corporate governance mechanisms, Compensation committee

[†] This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government(NRF-2013S1A5A8024488)

* Associate Professor, Dept. of Business Administration, Catholic University of Pusan, shinsw@cup.ac.kr