

간접보상을 통한 경영자의 사익추구: 대주주 지배력과 경영진 규율장치의 역할

박수진 (한국능률협회컨설팅 경영전략BU)
이지환* (KAIST 경영대학)

본 연구는 경영자 보상 가운데 한국기업에서 직접보상에 비해 대리인 비용이 반영될 여지가 큰 간접보상에 대해 대주주 지배력이 영향력을 미치는 지 검증하고, 그러한 대리인 비용이 외국인투자자의 견제, 이사회 독립성, 성과연동 보상, 감사위원회 중 어떠한 규율장치가 설치된 상황에서 보다 효과적으로 줄어들 수 있는지에 대해 검증했다. 실증분석 결과, 대주주 지분율이 높고 대주주가 경영에 참여할수록 경영진에 대한 간접보상이 감소하는 것으로 나타났다. 그리고 대주주 지분율 및 대주주 경영참여와 경영진 간접보상 사이의 부(-)적인 관계는 외국인투자자의 견제와 성과연동 보상체계에 의해 강화되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대주주 지분율이 높고 대주주가 이사회를 통해 경영에 참여할수록, 주주와 경영진의 이해를 일치시켜주고 경영진의 기회주의적 행동을 보다 효과적으로 감시함으로써 전체 경영진이 기업가치를 극대화하는 방향으로 의사결정할 수 있도록 유도한다는 것을 의미한다. 또 외환위기 이후 글로벌 스탠더드에 대한 요구에 부응하기 위해 생겨난 정부 규제에 의한 강제적 규율장치보다는, 감시 동기와 역량을 갖춘 외국인투자자의 영향력 확대나 경영자의 자발적 통제를 유도하는 성과연동 보상이 대리인 문제를 더 효과적으로 완화시킨다고 볼 수 있다.

Key words : 경영자 간접보상, 지배구조, 대리인 비용, 소유구조

논문투고일 : 2007. 8. 17 게재확정일 : 2008. 2. 2

본 논문의 개선에 많은 도움을 주신 박종훈, 김민수 교수님과 익명의 심사자 두 분께 감사드립니다.

* 교신저자

1. 서론

경쟁시장 하에서 경영진에 대한 보상은 미래에 있을 수 있는 경영진의 도덕적 해이를 반영한다(Fama, 1980). 경영진 보상은 경영진에 대한 동기부여 수단이 되기도 하지만, 경영진이 정보비대칭 하에서 자신만이 알고 있는 정보를 이용하여 자신의 부를 증대시킬 수 있는 수단이 될 수 있기 때문이다(Coff, 2003; Lee & O' Neill, 2003). 즉, 주주와 경영진 사이의 대리인 문제가 경영진 보상에 반영된다고 볼 수 있다.

경영진에 대한 보상은 직접적이고 공개적인 형태의 보상과 음성적이고 간접적인 형태의 보상으로 구분할 수 있는데(Demsetz, 1983), 경영진에게 직접적으로 부여하는 보상은 대외적으로 노출이 쉽기 때문에 기업 내·외의 묵시적인 규제(implicit regulation)를 받을 수밖에 없다(Jensen & Murphy, 1990). 그러나 넓은 집무실, 대형 전용차량, 멤버십, 여비, 접대비 등과 같은 형태로 경영진에게 부여하는 간접보상은, 경영진 전체가 소비한 총금액이 합산되거나 경영상 소비된 다른 형태의 비용과 구별 없이 한 항목에 합산되어 공시되기 때문에 구체적으로 규모와 내역이 구체적으로 드러나기 어렵다. 따라서 경영진의 도덕적 해이는 경영자 개인에게 부여하는 직접적 보상 형태보다는 경영진에게 특권적으로 부여하는 간접적 보상 형태에서 주로 발생할 가능성이 크다. 특히 개인적으로 보유한 지분이 없거나 미미한 경영자는 기업가치 극대화보다는 자신의 사적 이익을 위한 특권적 또는 부수적 소비(perquisite consumption)에 집착할 가능성이 높다(Fama, 1980).

기존에는 기업의 소유 및 지배구조와 관련한 대리인 비용의 연구가 주로 경영진에 대한 직접적인 보상을 중심으로 이루어져 왔다(e.g., Santerre & Neun, 1986; Douglas & Santerre, 1990; Bebchuk & Fried, 2003). 그러나 앞서 언급했듯이 경영진의 도덕적 해이

가 직접적 보상보다는 간접적 보상에서 발생할 여지가 높기 때문에 직접적 보상을 통한 분석은 기업의 소유 및 지배구조와 경영진 보상에 관한 대리인 문제를 설명하는 데 한계가 있다. 따라서 본 연구에서는 간접보상에 초점을 두고자 한다.

물론 경영진의 간접보상에 대한 선행연구들도 있으나(e.g., Holderness, 1990; Morck & Nakamura, 1999; Yafeh & Yosha, 2003; 박헌준·신현한·최완수, 2004), 본 연구는 다음과 같은 점에서 이들과의 차별화를 꾀한다. 첫째, 대리인 문제의 발생 가능성을 단지 기업 소유구조뿐 아니라 대주주의 실질적인 경영참여 여부까지 고려하여, 이들과 경영진 간접보상과의 연계성을 통합적으로 고찰한다. 둘째, 경영진의 도덕적 해이를 방지하기 위한 지배구조 개선 차원의 여러 규율장치, 즉 외국인투자자의 견제, 독립적인 이사회, 성과연동 보상체계, 감사위원회 설치 등이 경영진 간접보상에 어떠한 영향을 미치는지 포괄적으로 고려하고자 한다.

우리나라는 1997년 외환위기를 겪으면서, 경영진의 도덕적 해이를 방지하기에는 부실한 기업지배구조가 도마에 올랐다. 국제통화기금(IMF) 및 국내외 투자자들은 한국기업에게 국제기준에 맞추어 기업회계기준을 개정하고 기업지배구조를 개선할 것을 요구했으며, 많은 한국기업들은 이에 부응하고자 노력해왔다. 외환위기 이후 10년이 지난 지금 그 동안 도입한 규율장치가 한국기업의 대리인 문제를 줄이고 경영 투명성을 향상시키는 역할을 효과적으로 하고 있는지 검증해 볼 시점이라 하겠다.

이에 따라 본고에서는 다음과 같은 연구 문제에서 출발하여 가설을 도출하고 실증 분석을 통해 이를 검증한 후 그 결과에 따른 시사점을 도출하고자 한다. 첫째, 한국기업의 대리인 문제는 경영진에 대한 간접적인 보상을 통해 드러나고 있는가? 둘째, 여기서 나타나

는 대리인 비용은 대주주의 지배력에 의해 감소될 수 있는가? 셋째, 그러한 대리인 문제는 어떠한 경영진 규율장치가 작동하는 상황에서 완화되는가?

본고는 서론을 포함하여 모두 5개의 절로 구성되어 있다. 2절에서는 이론적 고찰을 바탕으로 연구 가설을 도출한다. 3절에서는 변수 측정 등 연구 방법을 설명하고, 4절에서는 연구 결과를 기술한다. 끝으로 5절에서는 연구결과에 대한 논의에 이어 이론적, 실무적 시사점을 제시하며 결론을 맺는다.

II. 이론 및 가설

1. 대리인 문제와 경영진의 간접보상

자신이 경영하는 기업의 주식을 100% 갖고 있지 않은 경영진은 기업의 가치나 이익 극대화에 최선을 다하기보다는 경영진 자신의 부수익인 간접보상의 형태로 사익을 추구할 가능성이 있다(Fama, 1980). 경영진에 대한 간접보상은 직접보상과는 달리 여러 이해관계자들이 쉽게 포착하기 어려우며 적절한 수준을 판단하기 어려운 특성을 가지고 있어, 이를 통해 경영진의 대리인 문제가 발생하기 쉽다. 이처럼 경영진이 대리인 관계를 이용하여 자신에 대해 간접적으로 보상하는 관행은 과도한 판공비 지출, 멤버십 가입비, 여비 등 다양한 방법으로 이뤄지지만 이것을 정확한 수치로 잡아 내기는 사실상 어렵기 때문에, 기존 연구에서는 주로 경영진의 접대비나 임원책임보험료로 사적 소비의 정도를 측정해왔다.

먼저, 접대비¹⁾는 업무와 관련은 있으나 수익과는 직접적 관련성을 갖는지 판단하기 어렵고, 그 지출의 적정성 및 필요성을 명확하게 구분하기 어렵다. 접대비

에 대한 역기능과 순기능에 대한 논란이 지속되고 있으나, 대부분 접대비의 역기능과 폐해가 더 크다는 의견에 동의하고 있어 세계 각국은 접대비 지출에 있어서 어떠한 형식으로든 통제를 가하고 있다. 또한 경영상 접대 행위를 인정해 주고 그 비용을 손금으로 인정해주는 우리나라 관행에 비추어 보면, 사업상 접대를 방자해 회사 자금으로 개인적인 향락을 추구하거나 무분별하게 높은 접대비를 지출하려는 경영진의 도덕적 해이가 발생할 여지가 충분히 있다. 비교적 최근의 연구들은 이러한 관점에서, 경영자의 사적 소비 혹은 기업자원의 낭비 개념을 설명하는 대리변수로서 접대비를 사용하고 있다(e.g., Morck & Nakamura, 1999; Yafeh & Yosha, 2003; 박정윤·이미용, 2003; 박헌준·신현한·최완수, 2004; 이태호·홍정화·박성배, 2005). 매출액을 접대비로 나눈 접대비 생산성이라는 지표를 사용한 이태호·홍정화·박성배(2005)의 연구에서는 외환위기 이후 국내기업, 외국인투자기업 모두 접대비 생산성이 크게 증가하였고, 중소기업보다는 대기업이 그리고 외국인지분율이 높은 기업일수록 접대비 생산성이 향상되었음을 발견하였다. 이를 통해 접대비는 대리인 문제로 발생하는 경영진의 사적 소비와 기업자원의 낭비를 나타내는 변수이며, 경영진에 대한 규율장치를 통해 감소된다고 볼 수 있다.

한편, 임원책임보험은 임원이 임기 내에 행한 경영상 부당행위로 인하여 개인이나 집단이 피해를 입게 되었을 경우, 보험기간 중 제기된 손해배상 청구로 피보험자인 회사(임원)가 부담하게 되는 손해를 보상해주는 책임보험을 말한다(최병규, 1999). 임원책임보험의 긍정적 기능은 이사를 과도한 법적 책임으로부터 해방시킴으로써 지나친 두려움 없이 경영 의사결정을 할 수 있도록 해주는 것이다(Pasban et al., 1997). 임원의 위험 감소와 소신 경영의 결과는 주주에게 이득을 줄 수 있으므로 임원책임보험이 주주를 위한 보

1) 손익계산서상에 공시되는 접대비란 법인세법 제25조 제5항에서 “접대비 및 교제비·사례금 기타 명목 여하에 불구하고 이에 유사한 비용으로서 법인이 업무와 관련하여 지출한 금액”으로 규정하고 있다.

험의 취지에서 출발한 측면도 있다(Bishop, 1992). 하지만 한편으로는 임원이 감수해야 할 경영상 위험을 회사 비용을 이용해 보험회사에 전가하는 것이므로 대리인 비용이 여기에 반영되는 것으로 볼 수 있다. 임원이 자신의 책임을 보험에 전가하는 것이 가능해짐으로써 이사로서의 주의 의무에 대만해질 수 있고, 이사에 대한 통제 수단인 주주대표소송이나 증권집단소송의 효용을 떨어뜨릴 수 있는 것이다.

회사의 지배구조가 임원책임보험 가입에 영향을 미친다는 사실을 처음으로 입증한 Holderness(1990)는 소유와 경영이 명확하게 구분되어 있는 회사일수록 임원책임보험에 가입하려는 경향이 강하며, 역으로 소유와 경영이 분리되지 않은 회사일수록 임원책임보험에 가입하지 않는 경향이 강하다고 밝혔다. 즉, 대리인 문제가 발생하기 쉬운 지배구조 하에서는 경영진이 임원책임보험에 가입하려는 경향이 강하다는 것을 보여줌으로써, 이러한 보험의 존재가 경영진의 도덕적 해이를 가져올 것을 우려하며 임원책임보험의 제한을 주장했다. Chalmers, Dann & Harford(2002)는 기업공개(IPO) 시점에 존재하는 경영진과 주주 사이의 정보비대칭을 이용하여, 경영진은 향후 주가 하락이 예상되는 경우 보상한도가 큰 임원책임보험에 가입하는 경향을 갖는다는 것을 밝혔다. 정보비대칭으로 인한 경영진의 도덕적 해이 수준을 임원책임보험료를 이용해 실증적으로 보여준 것이다.

2. 소유집중과 경영진의 간접보상

기업의 소유와 경영의 분리에 관한 연구는 Berle & Means(1932)를 시작으로, Jensen & Meckling(1976)과 Fama & Jensen(1983)이 소유자인 주주와 대리인인 경영진 사이의 이해가 일치하지 않는다는 것을 전제로 하는 대리인 이론을 체계화하면서 발전했다. Berle & Means(1932)는 주주의 지분이 분산되면 될

수록 경영진을 감시하기가 어려워지므로 경영진은 주주의 부를 극대화하기보다는 자신의 이익을 위해 기업 자산을 남용할 수 있다고 했다. 경영진에 대한 적절한 유인이나 충분한 감시가 없다면 경영진들은 주주의 부를 탈취하려는 행동을 취할 수 있다.

하지만 경영진의 소유지분이 증가하게 되면, 주주와 경영진의 이해불일치가 완화되어 대리인 비용을 감소시킬 수 있다(e.g., Jensen & Meckling, 1976; McConnell & Servaes, 1990; Bethel & Liebeskind, 1993). 이해일치가설(convergence-of-interest hypothesis)에 의하면, 지배주주의 지분이 증가할수록 지배주주와 외부소액주주 사이의 대리인비용이 줄어든다. 신준용·변동현(2002)은 대리인 비용은 내부자 지분율이 증가함에 따라 유의적으로 감소하며, 박기성(2002)은 경영자를 비롯한 내부대주주의 지분율이 증가하면 기업가치도 증가하는 것을 발견했다.

또한 적극적 감시 가설(active monitoring hypothesis)에 의하면 대주주는 경영진의 기회주의적인 행동을 적극적으로 감시하여 대리인 비용을 완화시키는 역할을 한다(e.g., Hill & Snell, 1988; David, Kochhar, & Levitas, 1998; Gedajlovic & Saporito, 1998; Thomsen & Pedersen, 2000). 경영진을 감시하고 기업의 투명성을 향상시키는 것은 그로 인한 이득을 기업과 연관된 대다수 사람들과 공유하게 되는 공공재의 성격을 지니기 때문에, 소액주주는 경영진을 감시하기 위한 비용을 지불할 의도가 약한 반면, 대주주는 적극적으로 경영진을 감시할 동기를 바탕으로 효과적인 기능을 할 수 있다(Grossman & Hart, 1980; Shleifer & Vishny, 1986).

대주주에 집중된 소유지분은 경영 감시기능을 강화시켜 대리인 문제를 완화시키는 역할을 하고, 특히 내부대주주의 소유지분은 경영진의 이해를 주주와 일치시켜 대리인 문제를 완화시키는 역할을 한다. 즉, 대주

주의 지분율이 높아질수록 대리인 비용은 감소하여 접대비나 임원책임보험료와 같이 경영진이 추구할 수 있는 간접보상의 규모는 감소할 것으로 예상할 수 있다. 따라서,

가설 1: 대주주 지분율이 높을수록 경영진 간접보상은 줄어들 것이다.

3. 대주주의 경영참여와 경영진의 간접보상

경영진은 기업 실무 조직의 최상위에서 경영상 중요한 전략적 의사결정을 주도하고 자원을 배분하는 역할을 한다(Kassinis & Vafeas, 2002). 한편 이사회는 주주총회의 위임을 받은, 기업 내부의 최고 의결기구로서, 특히 경영진의 의사결정이 주주의 이익에 부합하도록 경영진을 효과적으로 감시, 감독하며 필요한 경우엔 경영자를 해임할 수 있는 권한을 갖고 있다(Fama & Jensen, 1983; Sundaramurthy, Mahoney, & Mahoney, 1997; Tihanyi et al., 2003). 그런데 이사회의 의사결정 및 경영진에 대한 통제 기능은 이사회를 구성하는 이사들의 이해관계와 역량에 의해 좌우될 수 있다. Boyd(1994)는 최고경영자가 이사회를 통제하는 정도가 클수록 최고경영자는 주주보다는 최고경영자를 포함한 경영진의 부를 극대화하는 쪽으로 경영진 보상에 관한 의사결정을 한다고 보았다. 그리고 Lambert et al.(1993)은 최고경영자 본인이 임명한 사외이사가 많을수록 이사회의 독립성이 낮아져 경영진 보상으로 측정된 대리인 비용은 높아진다고 지적했다. 한편, Yeh & Woidtke(2005)는 대주주의 지배력이 강할수록, 즉 대주주가 최고경영자(CEO) 또는 이사회의 장을 직접 맡을수록 대주주와 이해관계가 일치하는 이사의 비중이 높아진다고 주장했다.

이상의 선행연구를 기반으로 할 때, 대주주가 이사회에 참여해 경영 의사결정에 직접 관여할 경우, 경영

진이 기업가치를 극대화하는 방향으로 의사결정을 하도록 영향력을 발휘하고 경영진의 기회주의적 행위를 보다 효과적으로 감시할 것으로 예상할 수 있다. 따라서,

가설 2: 대주주가 경영에 참여할 경우 경영진 간접보상은 줄어들 것이다.

4. 경영자 규율장치의 조절 효과

경영자 규율장치란 주주와 경영자의 관계에서 발생되는 대리인 비용을 방지하고, 주주가치를 극대화하기 위해 경영자를 대상으로 행해지는 감시, 견제 및 동기부여 기제를 일컫는다. 여기에는 내부규율장치와 외부규율장치가 있는데(Walsh & Seward, 1990), 내부규율장치에는 이사회, 감사위원회, 외국인투자자의 감시, 경영자 보상시스템 등이 있으며, 외부규율장치에는 인수·합병 시장, 상품시장, 경영자 노동시장, 간접자본시장, 회계 및 공시 제도 등이 있다. 그런데 외부규율장치는 기업 외부의 메커니즘으로, 특정 기업에만 해당되는 것이 아니라 사회 전반의 법규나 제도적인 차원의 이슈가 된다. 그러므로 본 연구에서는 대리인 비용을 방지할 수 있는 감시, 견제 및 동기부여 기제로서의 내부규율장치가 대주주 지배력과 경영진 간접보상 간의 관계에 미치는 영향에 관해 가설을 수립하고자 한다.

4.1. 외국인투자자의 견제

외국인투자자는 대규모 자본을 바탕으로 성장가능성이 있는 기업에 투자해 기업가치가 상승하면 주식을 되팔아 차익을 실현하는 방식으로 이익을 추구하고 있다. 그래서 일부 외국인투자자들은 국내 주식시장을 불안하게 하는 투기세력으로 비판을 받기도 한다. 하지만 일반적으로 많은 외국인투자자들은 주가차익을

극대화하기 위해 기업지배구조 등 경영상 문제점을 지적하고 개선시킴으로써 기업가치를 상승시키는 기능을 한다. 특히 개발도상국가에서 선진 기업지배구조에 익숙한 외국인투자자의 영향력 증대는 투명하고 책임지는 경영 풍토 조성을 앞당기는 요인이 된다. 특히 개발도상국가에서는 자국 시장참여자들의 기업에 대한 견제 기능이 미흡한 점을 고려할 때, 외국인투자자는 경영감시 역할을 하는 중요한 주체 가운데 하나로 볼 수 있다(Chhibber & Majumdar, 1999; Khanna & Palepu, 1999; 고광수 · 이준행, 2003; 김경목, 2003; 박헌준 · 신현한 · 최완수, 2004; 이태호 · 홍정화 · 박성배, 2005). 기존 연구에서는 외국인지분율을 독립변수로 하여 기업성과 및 대리인 비용과의 직접적인 관계에 대해 분석해왔다. 이에 반해 본 연구에서는 외국인 지분율을 조절변수로 보고, 외국인지분율이 높을 때 대주주의 지배력이 대리인 비용을 감소시키는 역할이 강화될 수 있는지 검증하고자 한다. 이러한 관점은 지배구조 구성 요소들이 단독으로보다는 상호 결합하여 더 큰 효과를 발휘한다는 선행 연구(김경목, 2006)와 맥을 같이 한다.

대주주는 소유지분이 높아지거나 이사회에 소속하게 되면 경영진의 도덕적 해이 행위를 감시하고자 하는 인센티브와 영향력을 갖게 된다. 그러나 실제로 우리나라 상황에서 대주주는 자신이 경영진이거나 경영진과 인간적으로 긴밀한 관계인 경우가 많아 경영진의 잘못된 의사결정에 대해 반대하는 주장을 펼치기 쉽지 않다. 그리고 경영진과 독립적인 대주주라도 그가 영향력을 발휘하고자 할 때, 경제 상황에 대한 예측력이나 기업에 대한 정보 등 전문적인 근거가 부족할 수 있다. 경영진 감시 활동에 있어 대주주가 지니는 이러한 약점을 보완해 줄 수 있는 세력 중 하나가 외국인투자자이다. 일반적으로 기업 감시를 위한 역량이 우수하고 자금력도 막강한 외국인투자자의 영향력이 높을수

록 기업은 적극적이고 정확한 기업 공시 등 투명 경영을 실천하게 되고, 이 경우 대주주도 보다 적은 비용으로 경영진을 감시할 수 있게 될 것이다. 따라서,

가설 3a-1: 외국인투자자의 영향력 증대는 대주주 지분율과 경영진 간접보상 간의 부(-)적인 관계를 강화할 것이다.

가설 3a-2: 외국인투자자의 영향력 증대는 대주주 경영참여와 경영진 간접보상 간의 부(-)적인 관계를 강화할 것이다.

4.2. 이사회 의 독립성

지배구조와 경영진의 전략적 행동 사이의 관계를 규명함에 있어서 이사회 의 기능이 강화될수록 경영진 의 기회주의적인 행동이 줄어든다는 사실은 이미 다수의 연구를 통해서 밝혀졌다(Fama & Jensen, 1983; Zahra & Pearce, 1989; Johnson, Hoskisson, & Hitt, 1993; Kochhar, 1996; Sundaramurthy, Mahoney, & Mahoney, 1997; Tihanyi et al, 2003). 대부분 이사회 의 독립성은 사외이사의 비중으로 판단했는데, 그 근거는 사외이사의 직무 수행 동기에서 찾을 수 있다. 노동시장에서 사외이사의 가치는 자신이 담당하는 기업 의 경영성과에 의해 판단될 수 있기 때문에 사외이사는 자신의 평판을 높이기 위해서 더욱 충실하게 경영진을 감시하려는 동기를 갖게 된다(Gibbs, 1993; Johnson, Hoskisson, & Hitt, 1993; Sundaramurthy, Mahoney, & Mahoney, 1997). 사외이사는 궁극적으로 주주에 의해 선임되기 때문에 고용 측면에서 볼 때 경영자로부터 자유로우며, 기업 내부 구성원과의 대면 접촉이 사내이사들보다 적기 때문에 주주의 이해를 보다 많이 반영하는 쪽에서 의사결정을 내릴 수 있고 경영 활동을 감시하는 위치에 설 수 있다(Pfeffer, 1981; Johnson, Hoskisson & Hitt, 1993). 또한 사외이사는

자기 분야에 대한 전문적인 지식과 경험을 바탕으로 이사회에서의 중요한 의사결정에 적절히 관여할 수 있다(Baysinger & Hoskisson, 1990; Tihanyi et al., 2003). 우리나라에서는 외환위기 이후, IMF와 외국인 투자자들의 기업 투명성 향상에 대한 요구가 확대되면서 사외이사 제도의 법제화가 이루어졌다.²⁾

이사회에서 사외이사의 수가 과반수가 넘는 기업에서는 이사회가 내부이사만으로 구성된 기업에 비해 경영성과 부진에 따른 경영진 교체 가능성이 높아지며(Weisbach, 1988; Boeker, 1992), 사외이사와 같은 감시주체의 존재가 경영자 보상에 대한 경영자의 영향력을 감소시키는 것으로 나타났다(Tosi & Gomez-Mejia, 1989). 기업 연례보고서의 최고경영자 인사말을 분석한 결과, 사외이사의 비율이 높을수록 부정적인 결과를 숨기지 않고 성실하게 공개하는 경향이 있다는 결과는 사외이사의 감시기능이 작용했음을 시사한다(Abrahamson & Park, 1994).

특히, 경영진에 대한 감시 인센티브와 의욕을 지닌 대주주가 독립적인 이사회를 지원한다면 경영진의 기회주의적인 행동을 더욱 효과적으로 통제할 수 있다. 이는 최고경영자가 대주주가 아닌 전문경영체제에서뿐만 아니라, 대주주가 직접 최고경영자를 맡는 소유경영체제에서도 마찬가지로 작동할 수 있다. 대주주나 그 특수관계인이 아닌 여타 경영진(예를 들어, 부사장, 전무, 상무 등)이 대주주(최고경영자)와 대리인-주주 관계로서 도덕적 해이를 일으킬 가능성이 상존하는 상황에서, 대주주(최고경영자)는 사내이사뿐 아니라 사외이사가 대거 포함된 이사회가 효과적으로 작동할 경우, 이를 기반으로 자기 휘하의 경영진에 의한 대리

인 비용을 줄일 수 있을 것이기 때문이다. 즉, 독립성을 지닌 이사회가 존재하는 경우, 대주주가 전반적인 경영진의 행동을 보다 효과적으로 감시하고 주주의 이해에 반하는 행동을 보다 적극적으로 제재할 수 있을 것이다. 따라서,

- 가설 3b-1: 이사회 독립성은 대주주 지분율과 경영진 간접보상 간의 부(-)적인 관계를 강화할 것이다.
- 가설 3b-2: 이사회 독립성은 대주주 경영참여와 경영진 간접보상 간의 부(-)적인 관계를 강화할 것이다.

4.3. 성과연동 보상체계

경영진 보상계약은 주주의 입장에서 볼 때 자신들의 효용을 극대화하기 위해 경영진에게 동기를 부여하는 수단으로 활용되기 때문에 주주와 경영진의 특성에 따라 최적의 보상구조가 달라질 수 있다. 이러한 경영진 보상에 여러 가지 종류가 있는데, 봉급(salary), 현금 보너스, 주식보너스, 스톡옵션 등이 있다(Zajac, 1990). 주식보너스나 스톡옵션과 같은 주식연계 보상은 현금 보상보다 경영진이 기업의 가치를 높이고자 하는 동기를 더 가질 수 있게 하므로 주주와 경영진 간의 상충된 이해관계를 해소할 수 있는 하나의 방안이 된다(Jensen & Murphy, 1990; Haubrich, 1994; Bebchuk et al., 2002; Hanlon et al., 2003). 우리나라에서 스톡옵션을 통한 경영진 동기부여는 1997년 증권거래법 개정으로 인해 그 법적 환경이 제공되었으며, 외환위기를 극복하기 위한 방안으로 부상되면서 활성화됐다. 이경태·이상철·박애영(2005)은 스톡옵션을 부여받은 경영진은 위험 회피적인 성향을 완화하고 기업의 위험을 적극적으로 수용하는 의사결정을 한다고 주장했다.

스톡옵션은 주가 극대화를 바라는 주주의 이해를 경

2) 1998년 개정된 유가증권 상장규정에 따르면, 상장기업은 전체 등기이사의 4분의 1 이상을 사외이사로 선임하여야 한다. 또한 증권거래법에 따르면, 자산규모 2조원 이상의 상장기업은 등기이사의 과반수와 3인 중에서 큰 수에 해당하는 수만큼 사외이사를 선임해야 한다.

영진의 이해와 일치시켜 경영진이 기업가치 상승에 부합하는 의사결정을 내릴 수 있도록 동기를 부여하는 역할을 한다. 스톡옵션 부여는 소유와 경영의 분리로 인한 갈등의 근본적 원인을 해결함으로써 대리인 문제를 완화하려는 시도이다. 또한 스톡옵션을 받은 개인이 향후 옵션 행사로 취할 수 있는 이득은 전체 기업의 성과와 이를 반영한 주가에 좌우되므로, 특정 경영자 자신에 대한 규율뿐만 아니라 동료 경영진의 기업가치에 반하는 행위를 막으려고 하는 견제 동기도 부여할 수 있다. 즉, 스톡옵션 제도를 채택한 기업에서는 대주주의 감시, 견제에 더하여 경영진 상호간의 견제 동기가 증대되기 때문에, 대주주 지배력이 경영진의 대리인 비용을 낮추는 효과가 더욱 강화될 수 있다. 따라서,

가설 3c-1: 성과와 연동된 보상체계의 채택은 대주주 지분율과 경영진 간접보상 간의 부(-)적인 관계를 강화할 것이다.

가설 3c-2: 성과와 연동된 보상체계의 채택은 대주주 경영참여와 경영진 간접보상 간의 부(-)적인 관계를 강화할 것이다.

4.4. 감사위원회의 설치

감사위원회는 이사회의 위임을 받아 경영진에 대한 감독기능을 수행하며 주로 신뢰성 있는 재무정보의 제공을 위해 내부 통제를 비롯한 여러 가지 감독 업무를 담당한다.³⁾ 2005년 현재 우리나라 670개 전체 상장법인 중 59개사만이 감사위원회 의무설치 기업⁴⁾이었으

며, 219개사는 자신들의 필요에 따라 감사위원회를 설치한 것으로 조사됐다.⁵⁾ 법률적 강제에 의해 감사위원회를 설치한 기업 외에 시장의 요구나 자발적 필요에 의해 내부적 정화장치로써 감사위원회를 설치한 기업도 많은 셈이다.

McMullen(1996)은 감사위원회를 설치하고 있는 기업이 감사인 교체가능성, 주주에 의한 소송에 직면할 가능성, 이익조정 등 불법 행위에 관련된 가능성이 적다는 것을 증명하면서 감사위원회의 감시 기능을 지지했다. 그러나 Beasley(1996)의 연구에서는 감사위원회 존재 여부 자체는 회계부정(accounting fraud) 사건의 발생 확률과 관련이 없으며, 감사위원회 존재 여부와 이사회 독립성 사이의 상호작용도 회계부정사건의 발생 확률과 별다른 관련이 없는 것으로 나타났다. 이와 같이 감사위원회 존재와 그 역할에 대해서는 일관되지 않은 실증 결과가 병존한다.

하지만 일반적으로 볼 때 감사위원회는 재무활동의 건전성과 타당성 및 재무보고의 정확성을 검토하는 역할을 담당하므로 기업의 재무·회계적 측면에서 대리인 문제가 발생할 수 있는 여지를 줄여줄 것으로 기대할 수 있다. 그리고 감사위원회는 경영활동에 대한 의견을 제출함으로써 외부 감시자들이 경영진의 기회주의적 행동을 보다 쉽게 포착할 수 있도록 보완하는 역할을 한다. 그러므로 감사위원회가 설치되어 있으면 대주주는 재무·회계적 측면을 비롯한 구체적인 경영활동 내용과 그에 대한 평가내용을 보다 자세하고 용이하게 파악할 수 있어 보다 효과적으로 경영진을 견

3) 구체적으로는 기업 재무활동의 건전성 및 타당성과 재무보고의 정확성을 검토하고, 내부통제시스템의 평가, 내부 감사부서의 책임과 임명에 대한 동의, 외부감사인의 감사활동에 대한 평가, 외부 감사인 후보자 추천 등의 역할을 수행한다.

4) 우리나라는 1999년 12월 상법 개정을 통하여 감사위원회 도입을 명문화하고 기업들로 하여금 감사위원회와 감

사 가운데 하나를 선택하도록 규정했다. 증권거래법에서는 2002년부터 자산총액 2조 원 이상의 상장 혹은 코스닥 등록법인인 경우 3인 이상의 이사로 감사위원회 설치를 의무화하고, 사외이사가 3분의 2 이상이 되도록 감사위원회 제도의 도입을 의무화했다(증권거래법 제 191조의 17, 제54조의 5, 상법 제15조 2의 제2항).

5) 증권선물거래소 유가증권시장본부 전자공시시스템, 2005. 9.

제하여 대리인 비용을 감소시킬 것으로 예상할 수 있다. 따라서,

가설 3d-1: 감사위원회의 존재는 대주주 지분율과 경영진 간접보상 간의 부(-)적인 관계를 강화할 것이다.

가설 3d-2: 감사위원회의 존재는 대주주 경영참여와 경영진 간접보상 간의 부(-)적인 관계를 강화할 것이다.

III. 연구 방법

1. 연구표본 및 자료수집

본 연구에 사용된 표본은 2003년부터 2004년까지 한국 주식시장에 상장된 기업으로, 전체 670개 상장법인 중 2004년 사업보고서 상에 접대비와 임원책임보험료가 공시된 275개 기업을 대상으로 했다.⁶⁾ 접대비와 임원책임보험료가 공시된 기업의 평균 매출액, 수익성 등 기초적인 재무지표들이 전체 상장 기업 평균치와 유의하게 차이가 나지 않아 표본의 편기성(bias) 우려는 크지 않은 것으로 나타났다.

최대주주 지분율과 외국인투자자 지분율 등 소유지분을 관련자료와 매출액 등 일반적인 재무자료는 ㈜에프엔가이드가 제공하는 투자분석 툴인 FN-Guide Data Pro를 통해 수집했고, 기업 산업분류코드와 접대비 자료는 한국신용평가(㈜)의 KIS-Line 기업정보에서 추출했다. 임원현금보상액 및 임원책임보험료와 이사회 내 사외이사의 비중, 등기임원에 대한 스톡옵션 부여 여부, 감사위원회 설치 여부 등은 금융감독원의 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)을 통해 2003년,

2004년도 사업보고서에서 수집했다. 소유구조에 대한 정부의 간섭이 심하고 업종의 재무적 성격이 타 업종과 상이한 금융업은 제외했다. 임원에 대한 현금보상 및 소유지분 관련 정보가 누락된 기업과 상장폐지, 자본잠식, 인수·합병되어 자료가 불완전한 기업은 제외했다. 또한 제약회사 등 사업의 성격상 매출액 규모가 크지 않고 접대비 지출 비중이 타 기업에 비해 두드러지게 높은 기업들은 추정결과에 편의를 줄 수 있어 제외하고, 총 231개 기업을 대상으로 분석을 실시했다.

독립변수와 종속변수 간의 인과관계를 보여주기 위해서 종속변수의 측정값이 독립변수와 통제변수의 측정값보다 한 해 후가 되도록 데이터를 구조화했다. 즉, 독립변수와 통제변수는 2003년도 데이터를 이용하고, 종속변수는 2004년도 자료를 이용했다.

2. 변수 측정

2.1. 독립변수

첫째, 대주주 지분율은 상장회사가 증권거래법에 의해서 제출하는 사업보고서 상의 대주주1인 지분 총계, 즉 전체 발행 주식 중 최대주주와 특수 관계인이 소유한 주식의 지분율을 합한 값으로 측정했다. 본 연구에서는 특수 관계인의 범위를 최대주주와 친족관계에 있는 사람 및 기관으로 한정하고 회사의 임원이나 직원 등이 특수관계인에 포함된 경우는 제외시켰다.

둘째, 대주주의 경영참여(더미 변수)는 최대주주가 등기임원이거나, 최대주주의 특수관계인으로서 1% 이상 지분을 보유한 자가 등기임원인 경우 이에 해당하는 것으로 판단했다. 최대주주 및 특수관계인이 법인으로 구성되어 있는 기업의 경우는 대주주가 경영참여를 하지 않는 것으로 판단했다.⁷⁾ 왜냐하면, 그런 경우

6) 임원책임배상보험에 가입하고 있다면 사업보고서상의 이사회 등 회사의 기관의 개요의 '임원책임배상보험 가입 현황' 을 통해 공시해야 하므로 공시하지 않은 기업은 가입하지 않은 기업으로 볼 수 있다.

7) 최대주주가 법인인 기업은 최종 표본 271개 가운데 82개 기업(30.3%), 최종 분석대상 표본 231개 가운데 68개 기업(29.4%)이었다.

법인인 대주주가 경영상 영향력을 발휘하고자 피투자 기업으로 경영진을 파견할 수 있으나, 그 관계를 객관적으로 판단하기 어려울 뿐만 아니라 파견된 경영진 역시 대주주인 법인의 대리인으로 볼 수 있기 때문에 대주주가 직접 경영에 참여한다고 보기는 어렵기 때문이다.

2.2. 종속변수

종속변수는 경영진이 사익을 위해 늘릴 여지가 있는 간접보상의 규모로, 접대비와 임원책임보험료로 측정했다. 기존의 연구에서는 경영진의 간접보상에 대한 대리변수로서 접대비(Yafeh & Yosha, 1996; Morck & Nakamura, 1999; 박헌준·신현한·최완수, 2004; 이태호·홍정화·박성배, 2005) 또는 임원책임보험료를 각각 사용했다(Holderness, 1990; Chalmers, Dann & Harford, 2002). 경영진은 지위를 이용하여 특권적 이익을 추구하려는 경향과 회사 재산을 이용해 자신의 책임을 회피하려는 경향을 동시에 지니고 있기 때문에 접대비와 임원책임보험료를 합산하여 고려하는 것이 보다 바람직한 것이다. 그리고 접대비와 임원책임보험료의 절대적 수치는 기업의 규모나 성과의 영향을 크게 받을 것으로 예상되므로 매출액으로 나누어 그 효과를 통제할 필요가 있다. 따라서 본 연구에서는 접대비와 임원책임보험료의 합을 매출액으로 나눈 값으로 경영진에 대한 간접보상을 측정했다. 접대비는 손익계산서 상 판매 및 일반관리비 계정 내 접대비 항목으로, 임원책임보험료는 사업보고서 상 지배구조의 개요에 기재된 이사의 책임배상보험 가입금액 중 회사 부담금으로 측정했다.

한편 대리인 비용이 경영진 간접보상에 반영되고 직접보상에는 반영되지 않을 것이라는 암묵적 가설을 구조방정식 모형(structural equation modeling)에서 포괄적으로 검증하기 위해, 경영진 직접보상 액수를 보

여주는 자료도 수집했다. 이 수치는 사업보고서 상 지배구조의 개요에 기재된 경영진(사외이사를 제외한 등기임원)의 1인당 연간 보수액을 매출액으로 나눈 값으로 측정했다.

2.3. 조절변수

첫째, 외국인투자자의 견제는 기업이 발행한 총 주식 중 외국인이 보유한 주식의 비율을 나타낸다(Ramaswamy, Li & Veliyath, 2002; Douma, George & Kabir, 2006). 외국인지분율은 날짜별 혹은 시간대별 차이를 가지고 있기 때문에 2003 회계년도 말의 기준으로 측정했다.

둘째, 이사회 구성원 중 사외이사의 비중이 높으면 이사회의 독립성이 강화된다는 기존 연구(Weisbach, 1988; Tosi & Gomez-Mejia, 1989; Boeker, 1992)와 같은 맥락에서, 이사회의 독립성을 전체 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중으로 측정했다. 사내이사와 사외이사의 판별은 각 회사가 사업보고서 상에 명시한 바에 따랐다.

셋째, 성과연동 보상에는 연말에 회계수익에 따라 주어지는 현금보너스, 스톡옵션 등이 있다. 이 가운데 경영진에게 중장기적인 기업가치 제고에 대한 동기를 부여하는 효과는 스톡옵션에서 가장 크게 기대할 수 있다고 보고(Pavlik, Scott & Tiessen, 1993), 임원에 대한 스톡옵션 부여 여부로 성과연동 보상의 시행 여부를 판별했다. 임원에 대한 스톡옵션 부여 여부(더미 변수)는 사업보고서 상의 주식매수선택권 부여 및 매수 현황을 보고 파악했다.

넷째, 감사위원회가 설치되어 있는지 여부(더미 변수)는 각 기업 사업보고서 상의 감사제도에 관한 사항을 근거로 판단했다.

2.4. 통제변수

위에서 언급한 독립변수와 조절변수 외에 경영진 간접보상 수준에 영향을 줄 수 있다고 판단되는 기업규모, 기업성과, 부채비율, 기업이 속한 산업 등 4가지를 통제변수로 포함시켰다.

첫째, 기업의 규모가 커지면 경영진의 지위와 책임 한도가 커지게 되어 경영진에 대한 직·간접 보상 수준이 높아지게 될 것이다. 기업의 규모는 표본의 분포상 편차가 심하게 나타났기 때문에 분포의 정규화를 위해 기업의 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정했다.

둘째, 경영진 보상은 회계적 이익 및 재무적 상태 등 기업성과와 연관이 매우 높다(McGuire, Chiu, & Elbing, 1962; Coughlan, Schmidt, 1985; Murphy, 1985). 즉, 전년도 성과가 좋으면 금년도 경영진에 대한 보상 수준은 높아지게 될 것이라는 예상을 할 수 있다. 기업성과는 각 기업의 2003년도 자산수익률(Return on Equity, ROE)로 측정했다.

셋째, 부채가 증가할 경우 파산의 위험성이 높아져 경영진 자신의 지위상실 위험이 커지므로, 특권적 소비를 감소시키고 최적의 투자안 선택을 위해 노력하는 등 파산의 가능성을 줄이는 행동을 하게 된다. 즉, 부채비율이 높아지면 경영진과 대주주 간 대리인 비용은 완화될 수 있다(Grossman & Hart, 1980; 신준용·변동현, 2002). 부채비율은 대차대조표 상 총부채 금액을 총자산 금액으로 나눈 값으로 계산했다.

넷째, 경영진 보상 수준은 동종 산업 내 다른 기업에서의 경영진 보상 수준의 영향을 강하게 받는다. 또한 기업이 속한 산업의 성장주기 및 거래의 특성에 따라 접대비와 임원책임보험료 수준이 달라질 수 있을 것이다. 따라서 업종을 통제했다. 기업이 속한 산업은 통계청에서 제시한 한국표준산업분류의 산업코드 대부분류에 따라 나눈 후, 다시 Clark⁸⁾의 산업분류 방식과

Hoffman⁹⁾의 산업분류 방식을 참고하여 비제조업, 생산재 제조업, 소비재 제조업 등 3가지로 분류하여 통제했다.

IV. 실증 결과

먼저, 연구모형이 실제 자료에 얼마나 잘 부합하는지 평가하고, 대주주의 지배력에 따라 경영진의 직접적 보상은 유의미한 변화를 보이지 않는 반면 대주주의 지배력에 따라 접대비와 임원책임보험료로 나타나는 경영진의 간접적 보상은 유의미한 변화를 보이는지 검증하기 위해 구조방정식 분석을 실시했다. 그리고 가설을 검증하기 위해 대주주 지분율과 대주주 경영참여를 독립변수로, 외국인투자자의 영향력, 이사회 의 독립성, 성과연동 보상, 감사위원회 설치를 조절변수로, 그리고 경영진의 간접보상 수준을 종속변수로 한 다중회귀분석(multiple regression analysis)을 실시했다.

본 연구에서 사용된 변수들의 서술통계량과 상관관계는 <표1>에 요약되어 있다. 상관관계는 Pearson 상관계수를 이용했다. 상관관계 분석결과, 독립변수 대부분의 상관관계가 통계적으로 유의미한 것으로 나타났으나, 변수들 간의 상관관계가 그다지 높지 않고 분산팽창인수(Variance Inflation Factor, VIF)를 사용하여 점검해 본 결과, 모든 독립변수들의 VIF값이 2보다 작은 것으로 나타나 다중공선성(multicollinearity)의 문

8) Colin G. Clark는 1940년에 발간한 「경제진보의 조건(The Condition of Economic Progress)」에서 산업을 1차, 2차, 3차의 세 가지 유형으로 분류했다.

9) Hoffman은 산업 구조를 공업 부문에 한정하여 분석한 이론인 Hoffman의 법칙을 제시했다. 이 법칙에서는 공업 부분을 소비재 산업(경공업)과 생산재 산업(중공업)으로 구분하여 공업화 과정을 설명하고 있다. 소비재 산업은 일상생활에 필요한 제품을 생산하는 것으로, 식품공업, 섬유공업, 제지공업 등이 이에 해당한다. 생산재 산업은 시멘트 공업, 제철 공업, 기계 공업 등과 같이 생산에 필요한 제품을 생산하는 것이다.

제가 존재하지 않는 것으로 판명됐다. 다만, 이사회와 독립성과 감사위원회 설치 사이의 상관관계가 비교적 높게 나타났는데($\beta = .584, p < .01$), 이것은 이사회와 사외이사 비중과 기업 내 감사위원회 설치 여부를 결정하는 정부의 규정이 공통적으로 기업의 자산 규모에 기준을 두고 있기 때문으로 판단된다.

모형의 간명성과 적합도를 동시에 고려하기 위해 CFI(Comparative Fit Index), TLI(Tucker-Lewis Index), RMSEA(Root Mean Square Error of Approximation) 지수를 함께 고려하고 있다(홍세희, 2000). 일반적으로 TLI 지수와 CFI 지수 값은 0과 1.0 사이인데, 대략 0.9 이상이면 적합도가 좋다고 볼 수

<표 1> 변수들의 평균, 표준편차, 상관관계

변수	평균	표준 편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. 경영진의 간접보상(%)	.17	.17									
2. 대주주 지분율(%)	41.70	16.68	-.197**								
3. 대주주의 경영참여	.76	.43	-.160*	.176**							
4. 외국인투자자의 견제(%)	5.27	11.50	-.131*	-.053	-.146*						
5. 이사회와 독립성	.31	.10	-.116	-.149*	-.248**	.321**					
6. 성과연동 보상	.13	.33	.173**	-.166*	-.187**	.030	.081				
7. 감사위원회의 설치	.14	.35	-.173**	-.077	-.188**	.376**	.584**	.075			
8. 기업규모(ln)	26.13	1.33	-.112	.054	-.050	.229**	.196**	-.066	.180**		
9. 기업성과(%)	5.50	26.82	-.145*	.105	.015	.103	.035	-.120	.039	.080	
10. 부채비율(%)	136.0	119.6	-.107	-.222**	-.187**	-.078	.162*	.145*	.174**	.112	-.112

1) * p<.05, ** p<.01
 2) 경영진의 간접보상: ((접대비+임원책임보험료)/매출액)*100
 대주주 지분율: 대주주1인 지분율(%)
 대주주의 경영참여: 최대주주의 이사회 소속 여부
 외국인투자자의 견제: 외국인지분율(%)
 이사회와 독립성: 이사회 내 사외이사 비중
 성과연동 보상: 임원에게 스톡옵션 부여 여부
 감사위원회의 설치: 감사위원회 설치 여부

본 연구에서 사용한 데이터와 모형 간의 적합도를 검증하고, 대주주 지배력이 직접보상과 간접보상에 대한 미치는 영향이 다르다는 것을 보이기 위해 Amos 4.0을 이용하여 분석했다. 기업규모, 기업성과, 부채비율, 소속산업 등 통제변수도 포함시켜 분석했다. 구조방정식 모형의 적합도를 평가하기 위한 절대적 기준은 없고(Bentler and Bonett, 1980; Fornell, 1983; Hayduk, 1987), chi-square 통계량이 관찰변수의 분포나 표본의 크기에 매우 민감하기 때문에, 통상 몇 개의 적합도 지수를 동시에 고려하여 평가한다(Etezadi-Amoli and Farhoomand, 1996). 최근에는

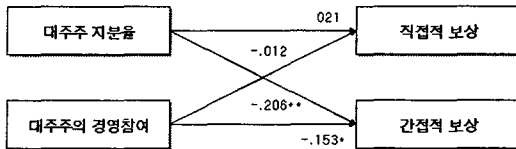
있으며, RMSEA 값은 <.05이면 좋은 적합도(close fit), <.08이면 괜찮은 적합도(reasonable fit), <.10이면 보통의 적합도(mediocre fit), >.10이면 나쁜 적합도(unacceptable fit)를 나타낸다(Borwne and Cudeck, 1993). <표 2>에서는 본 연구모형의 적합도 분석 결과를 보여주고 있다. 모형의 적합도를 나타내는 CFI, TLI, RMSEA 지수가 모두 바람직한 수준을 충족시키므로 본 연구 모형은 적합한 것으로 판단된다.

<그림 1>은 구조방정식 분석모형의 경로계수 분석 결과를 보여주고 있다. 대주주 지배력을 나타내는 대주주 지분율과 대주주의 경영참여는 경영진의 직접적

<표 2> 모형의 적합도 분석 결과

적합도 지수	결과	권고수준
Chi-square(CMIN)'	19.454	-
DF	17	-
CMIN/DF	1.144	> 2-5
P value	.303	> .05
CFI(Comparative Fit Index)	.987	> .9
TLI(TuckerLewis Index)	.967	> .9
RMSEA(Root Mean Square Error of Approximation)	.025	< .05

보상에는 유의적인 영향을 주지 못하고 있는 것으로 나타났다. 반면 경영진 간접보상에는 대주주 지분율이 부(-)적으로 유의한 영향($\beta = -.206, p < .01$)을 미치는 것으로 추정됐다. 대주주의 경영참여 역시 경영진 간접보상에 부(-)적으로 유의한 영향($\beta = -.153, p < .05$)을 미치는 것으로 나타났다.



* p<.05, ** p<.01

<그림 1> 구조방정식 경로계수 분석 결과

가설들의 검증결과는 <표 3>에 제시되어 있다. 모형 1은 통제변수들이 경영진의 간접보상에 미치는 효과를 추정한 회귀분석 모형이다. 모형1에 의하면 이전 연도의 기업성고가 이번 연도 경영진의 간접보상에 부(-)적으로 유의한 영향($\beta = -.141, p < .05$)을 주는 것으로 추정되어, 이전 연도 기업성고가 높았던 기업일수록 경영진에 대한 간접보상이 줄어들었다. 이전 연도 기업성가와 이번 연도 경영자 직접보상 간의 정(+)적인 관계를 주장하던 기존의 연구와 대비되는 결과다. 이것은 전년도 실적이 부진한 기업이 성과 제고를 위해 신규 거래처나 계약을 모색하는 과정에서 접대비 등 관계 관리 목적의 지출을 늘리는 경향이 생기기 때문

으로 해석할 수 있을 것이다.

모형2는 모형1에 독립변수인 대주주 지분율과 대주주 경영참여를 추가시킨 회귀분석 모형이다. 모형2의 결과는 대주주 지분율과 대주주 경영참여가 각각 경영진 간접보상에 부(-)적으로 유의한 영향을 주는 것으로 추정되어($\beta = -.168, -.138, p < .05$), 가설 1과 2가 지지되었다. 모형3에서는 통제변수와 독립변수, 조절변수를 포함한 회귀식을, 모형 4에서는 모형3에 독립변수와 각 조절변수의 상호작용변수를 포함한 회귀식을 추정했다. 독립변수와 조절변수의 상호작용효과를 검증하기 위해 모형3에 대한 모형4의 R²가 유의하게 변

<표 3> 가설 검증 결과

독립변수	종속변수: 경영진에 대한 간접보상			
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
대주주 지분율(A)		-.168*	-.175**	-.328
대주주의 경영참여(B)		-.138*	-.164*	.371
외국인투자자의 견제(C)			-.118†	.577*
이사회의 독립성(D)			-.051	.009
성과연동 보상(E)			.138*	.713**
감사위원회 설치(F)			-.120	-.573*
A*C				-.537*
B*C				-.232*
A*D				.292
B*D				-.508†
A*E				-.288*
B*E				-.344**
A*F				.045
B*F				.396**
기업규모	-.099	-.093	-.028	.005
기업성고	-.141*	-.127†	-.099	-.125*
부채비율	-.102	-.163*	-.175**	-.203**
산업더미	포함	포함	포함	포함
Adjusted R ²	.043	.086	.133	.201
ΔR ²	.064*	.050**	.061**	.092**

1) † p<.1, *p<.05, **p<.01
 2) 표준화된 계수(coefficient)
 3) 산업 더미 계수들은 생략

화했는지 살펴본 결과, 조절효과가 존재하는 것으로 나타났다($\Delta R^2=.092, p<.01$).

가설에서는 외국인투자자의 견제, 이사회외 독립성, 성과연동 보상, 감사위원회 설치 등 4가지 조절변수에 의해 대주주 지분율 및 대주주의 경영참여와 경영진의 간접보상 간의 부(-)적인 관계가 강화될 것이라 예상했다. 그러나 이 중에서 외국인투자자의 견제와 성과연동 보상이 대주주 지분율 및 대주주의 경영참여와 상호작용하여 유의한 감소효과를 보였다. 외국인투자자의 견제가 대주주 지분율($\beta=-.537, p<.05$) 및 대주주 경영참여($\beta=-.232, p<.05$)와 상호작용하여 경영진의 간접보상을 유의하게 줄이는 것으로 검증됐다. 그리고 성과연동 보상이 대주주 지분율($\beta=-.288, p<.05$) 및 대주주 경영참여($\beta=-.344, p<.01$)와 각각 상호작용하여 경영진의 간접보상을 유의하게 줄이는 역할을 하는 것으로 검증됐다. 한편 이사회외 독립성은 대주주의 경영참여와만 상호작용하여 간접보상에 대한 부(-)적인 관계를 강화시켰으며($\beta=-.508, p<.1$), 대주주 경영참여와 감사위원회 설치와의 상호작용은 가설에서 예측한 바와는 반대로 간접보상을 역으로 증가시키는 것으로 나타났다($\beta=.396, p<.01$).

한편, 모든 조절변수를 하나의 모형에 포함시키는 것은 다중공선성 문제를 야기할 위험이 있기 때문에, 추가적으로 조절변수별 조절효과를 검증해 보았다. <표 4>의 모형 5-8은 <표 3>의 모형3에 각각 한 조절변수와 두 독립변수 간의 상호작용항만을 포함시킨 것이다.

독립변수와 조절변수의 상호작용효과를 검증하기 위해 모형3에 대한 모형 5-8의 R^2 가 유의하게 변화했는지 살펴본 결과, 성과연동 보상과의 상호작용을 고려한 모형 7에서 조절효과가 존재하는 것으로 나타났다($\Delta R^2=.044, p<.01$). 또한 앞서 <표 3>의 모형 4에서는 외국인 투자자의 견제가 대주주 지분율 및 대주주

<표 4> 가설 검증 결과(계속)

독립변수	종속변수: 경영진에 대한 간접보상			
	모형 5	모형 6	모형 7	모형 8
대주주 지분율(A)	-.133†	-.162	-.133†	-.170*
대주주의 경영참여(B)	-.140†	-.122	-.083	-.209**
외국인투자자의 견제(C)	.297	-.116	-.100	-.137†
이사회외 독립성(D)	-.077	-.030	-.022	-.051
성과연동 보상(E)	.136*	.139*	.586**	.145*
감사위원회 설치(F)	-.134†	-.120	-.167*	-.169
A*C	-.349†			
B*C	-.130			
A*D		-.013		
B*D		-.043		
A*E			-.251†	
B*E			-.282**	
A*F				-.067
B*F				.147
기업규모	-.016	-.028	-.014	-.016
기업성과	-.103	-.101	-.108†	-.094
부채비율	-.168*	-.175*	-.200**	-.176**
산업더미	포함	포함	포함	포함
Adjusted R ²	.138	.125	.171	.133
ΔR^2	.012	.000	.044**	.007

1) †p<.1, *p<.05, **p<.01
 2) 표준화된 계수(coefficient)
 3) 산업 더미 계수들은 생략

경영참여와 경영진의 간접보상 간의 관계를 부(-)적으로 조절하는 것으로 나타났으나, 조절변수를 하나씩만 고려한 경우(모형 5)에는 대주주 지분율($\beta=-.349, p<.1$)과만 상호작용하여 경영진의 간접보상을 유의하게 줄이는 것으로 나타났다. 성과연동 보상은 모형 4에서와 마찬가지로 대주주 지분율($\beta=-.251, p<.1$) 및 대주주 경영참여($\beta=-.282, p<.01$)와 각각 상호작용하여 경영진의 간접보상을 유의하게 줄이는 역할을 하는

것으로 검증됐다(모형 7).

V. 논의 및 결론

본 연구에서는 한국기업에서 대리인 문제가 발생하기 쉬운 경영진 간접보상에 대한 대주주의 지배력, 즉 대주주 지분을 및 대주주의 경영참여의 영향력과, 대리인 비용을 줄이기 위해 설치된 규율장치의 역할과 효용을 검증했다.

실증분석 결과에 의하면 첫째, 경영진에 대한 현금 보상과 같은 직접보상 형태에서는 대주주의 지배력과 경영진의 대리인 비용 간 관계가 나타나지 않았지만, 경영진의 사적 소비와 같은 간접적 보상에 대리인 비용이 반영되는 소지가 드러났다. 한국기업의 경영진들은 노력이 용이한 직접적 보상보다는 경영진에게 특권적으로 주어지는 판공비 성격의 지출과 자신의 위험회피를 위한 책임보험가입 등 간접적 보상을 통해 과도한 사적 이득을 추구하는 경향이 있음을 보여주는 것이다. 이것은 한국기업의 경영진 보상에서 최적 계약(optimal contracting) 이론보다 묵시적 규제 가설(implicit regulation hypothesis)이 현실적으로 강하게 적용되고 있음을 보여주는 결과라고 할 수 있다. 최적 계약 이론에 따라 경영진의 보상이 결정되는 것이 이상적이겠지만, 보상계약 단계에서 경영진은 이해관계자들의 묵시적 규제의 영향을 받는 직접적인 보상보다 간접적인 보상을 통해 대리인 비용을 추구하고자 하는 경향이 있다(Jensen and Murphy, 1990). 경영진에게 직접적으로 부여하는 보상은 대외적으로 노력이 쉽기 때문에 주주를 비롯한 기업 내·외부 이해관계자들이 경영진의 직접보상 수준에 반발이나 압력을 행사할 가능성이 크기 때문이다.

둘째, 주주와 경영진 간의 대리인 문제로 인해 나타날 수 있는 경영진 간접보상을 통한 사적 소비 추구 성

향은 대주주에 소유가 집중될수록, 대주주가 경영에 참여할수록 감소하는 것으로 나타났다. 기업 내부자의 소유지분은 경영진의 이해를 주주와 일치시켜 대리인 문제를 완화시키는 역할을 하고, 외부 대주주에 집중된 소유지분은 경영 감시기능을 강화시켜 대리인 문제를 완화시키는 역할을 한다고 볼 수 있다. 또한 대주주가 이사회를 통해 경영에 참여할 경우 경영진이 기업 가치를 극대화하는 방향으로 의사결정을 하도록 영향력을 행사하고 경영진의 기회주의적 행위를 더 효과적으로 감시할 수 있다고 하겠다.

셋째, 대리인 비용을 줄이기 위해 설치한 규율장치 중에서 성과연동 보상, 즉 스톡옵션 부여가 경영진에 대한 대주주의 지배력에 의해 대리인 비용이 감소되는 효과를 더욱 강화시키는 것으로 나타났다. 외국인투자자의 견제 역시 부분적으로 동일한 조절효과를 나타냈다. 이러한 결과는 주주와 경영진의 이해를 일치시키는 스톡옵션(Jensen & Murphy, 1990; Haubrich, 1994; Bebchuk et al., 2002; Hanlon et al., 2003)이나 기업 감시의 인센티브와 전문성을 지니고 있는 외국인투자자(Chhibber & Majumdar, 1999; Khanna & Palepu, 1999)와 같은 규율장치가 대주주의 역할과 결합하여 대리인 비용 완화에 기여할 수 있음을 보여준다. 스톡옵션은 경영진의 위험회피적 성향을 완화하고 경영진 상호간 견제 동기를 갖게 함으로써 대주주가 대리인 비용을 줄이고자 하는 노력의 효과를 강화할 수 있다. 또 외국인투자자의 견제력이 강할수록, 대주주는 외국인투자자의 전문성과 영향력으로부터 힘을 얻어 경영진의 대리인 비용을 보다 효과적으로 줄일 수 있는 것이다.

한편 가설에서의 예측과 달리, 사외이사과 감사위원회는 경영진을 통제하는 데 효과적인 역할을 하지 못하는 것으로 나타났다. 그 이유는 다음의 두 가지로 추측할 수 있다. 첫째, 사외이사과 감사위원회는 법적 의

무화에 따라 강제된 제도로, 아직은 한국에서 안정적으로 정착되지 못한 단계이기 때문에 감시 기구로서의 역할을 충분히 하고 있지 못하다고 볼 수 있다. 둘째, 본 연구에서 사외이사와 감사위원회가 대리인 비용을 완화시키는 효과를 보여주지 못한 이유는 대리인 비용을 설명하기 위해 측정된 변수의 특성에도 일부 기인할 수 있다. 본 연구에서는 대리인 비용을 접대비와 임원책임보험료를 이용해 측정했다. 그런데 대부분 기업에서 임원책임보험은 사내이사와 사외이사(감사위원회 위원 포함)를 합한 전체 임원을 대상으로 가입하기 때문에 이 측정변수는 사외이사(감사위원회 위원 포함)의 이해관계도 포함하게 된다. 감사위원회 위원이나 여타 사외이사 역시 자신의 책임위험을 줄이고자 하는 동기를 지니고 있기 때문에 보험료가 높은 임원책임보험에 가입하는 것을 선호한다. 그러므로 감사위원회 위원이나 사외이사가 자신의 이해와도 결부된 임원책임보험료를 적극적으로 통제하는 데 소극적일 수 있을 것이다. 따라서 이사회와 독립성과 감사위원회 설치와 접대비와 임원책임보험료로 측정된 대리인 비용에 대한 통제기능을 강화시킬 수 있음을 증명하는 데는 다소 한계가 있다.

본 연구는 학문적으로 그리고 실무적으로 다음과 같은 기여를 한다. 첫째, 대리인 문제를 규명함에 있어서 기존의 연구들은 주로 소유구조에 따른 기업의 성과를 봄으로써 간접적인 방법으로 대리인 문제를 측정했다. 기업을 연구하는 입장에서 기업성과는 결과변수로서 중요한 의미를 갖는 변수이지만 기업성과는 대리인 문제 이외에 수많은 요인이 복합적으로 작용해 나타나는 결과이다. 따라서 대리인 문제 자체를 기업성과를 통해 측정하는 데는 적잖은 무리가 따른다. 이러한 측면을 고려해 본 연구에서는 대주주의 지배력과 대리인 문제 간의 보다 근접한 관계를 규명하고자 경영진의 간접보상이라는 개념에 초점을 맞추었다.

둘째, 경영진의 대리인 문제가 구체적으로 나타나는 형태에 대해 보다 포괄적으로 접근했다. 경영진의 행위로 나타나는 대리인 문제를 정확한 비용의 개념으로 표현하기는 힘들기 때문에 경영진의 사적 소비로 인한 지출액의 크기를 상대적으로 평가할 수 있는 지표로 연구에 이용했다. 매출액 대비 접대비의 크기를 대리인 비용의 대리변수로 사용한 기존의 연구에서 한걸음 나아가 매출액 대비 접대비와 임원책임보험료의 합을 대리인 비용의 대리변수로 사용했다. 이것은 회사의 비용을 이용해 경영진이 사적인 이익을 추구하는 측면과 경영상 위험을 회피하고자 하는 측면을 보다 넓게 포함하는 대리인 비용 지표라는 점에서 의의가 있다.

셋째, 주로 구미 기업을 대상으로 한 기존의 연구에서는 대리인으로서의 경영진이 현금보상과 같은 직접적 보상을 통해 과도한 이득을 추구할 것이라고 했다. 그러나 본 연구에서는 경영진들이 직접적 보상보다는 구체적으로 자신의 지출액이 노출되기 어려운 접대비와 임원책임보험과 같은 간접보상을 통해 사익을 추구할 것이라는 데 주안점을 두었다. 특히 구미에 비해 상대적으로 개인주의보다 평등주의적 성향이 강한 한국의 사회·문화적 특성(e.g., Hofstede, 1983)상 대리인 문제가 직접보상보다는 간접보상에 반영될 가능성이 더 높을 것이라고 보았다. 실무적으로는, 한국기업에서 경영진의 대리인 문제를 완화하기 위해서 판공비 성격의 접대비와 임원책임보험료 등 경영진에 대한 간접적인 보상 형태에도 비중을 두고 감시와 견제를 할 필요가 있음을 시사해준다. 다만, 여러 국가의 기업을 실증적으로 비교 분석해 보기 전에는, 구미에 비해 한국에서 간접보상을 통한 사익추구가 상대적으로 용이하다고 현 단계에서 단정하기에는 무리가 있다.

넷째, IMF 외환위기 이후 글로벌 스탠더드에 준하는 기업지배구조를 채택해야 한다는 요구에 따라 다양한 경영진 규율장치가 제안됐지만, 주어진 대주주의 지배

력과 대리인 문제의 관계에서 규율장치의 역할에 대해 통합적으로 검증한 연구는 드물었다. 본 연구에서는 사외이사 비중과 감사위원회 설치에 대주주의 지배력과 상호작용하여 대리인 비용 감소효과를 강화하는 역할을 제대로 하지 못하는 반면, 외국인투자자의 견제와 성과연동 보상은 대주주의 지배력과 상호작용하여 대리인 비용이 감소하는 효과를 어느 정도 유의하게 강화시킨다는 결과를 얻었다. 이것은 한국기업에서 글로벌 스탠더드에 대한 요구에 부응해 생긴 정부 규제에 의한 지배구조보다는 감시동기와 전문성을 갖춘 외국인투자자와 경영진의 자발적 통제를 유발시킬 수 있는 성과연동 보상이 규율장치로서 보다 큰 효용을 갖는다는 것을 시사한다.

한편, 향후 연구에서는 본 연구가 지닌 다음과 같은 한계점을 발전적으로 보완할 필요가 있다. 첫째, 대리인 비용을 대표하는 지표로서 경영진의 사적 소비로 드러날 수 있는 경영진의 간접보상 수준을 측정하고자 했는데, 이것은 경영진이 대리인으로서 필요 이상 지출한 모든 비용을 포함하는 변수는 되지 못한다. 사실상 경영진이 특권적 이득을 위해 지출하는 비용은 접대비 외에도 손익계산서 상의 판관비 내 다른 항목에 배부하여 기록하는 경우도 있으며, 공시된 접대비가 모두 경영진에 의해 지출되는 경우가 아닐 수도 있다. 그러나 현실적으로 경영진의 도덕적 해이로 인해 발생하는 과도한 소비를 정확한 수치로 파악하기는 쉽지 않다. 따라서 향후 좀더 정교한 방식으로 대리인 비용을 측정하기 위한 연구를 지속할 필요가 있다.

둘째, 데이터 수집에 있어서 사업보고서 상에 접대비를 공시한 기업만을 대상으로 했기 때문에 공시하지 않은 기업의 대리인 문제를 포함하지 못했다. 우선 사업보고서 공시 의무를 가진 상장기업만을 대상으로 했기 때문에 비상장기업은 포함하지 못했고, 670개 상장기업 중 접대비를 공시하지 않은 395개 기업은 연구에

포함하지 못했다. 앞서 언급한 것과 같이 향후 모든 기업에서 보다 일반적으로 관측 가능한 대리인 비용을 측정할 수 있는 방법을 모색할 필요가 있다. 또한 결과 변수를 2004년도에 맞추어 한 해의 자료만을 분석했는데, 이로 인해 2004년도라는 상황적 특수성을 제거하지 못했다는 한계점을 지니게 되었다. 따라서 추후 연구에서는 시계열적인 자료를 수집하여 확대 분석한다면 연구결과의 일반화에 기여할 수 있을 것이다.

셋째, 본 연구에서는 소유경영기업과 전문경영기업을 구분하지 않았다. 이는 표본 기업을 비롯한 한국기업 가운데 절대 다수가 아직 소유경영체제에 있다는 사실에 일부 기인한다. 그러나, 그러다 보니 최근 연구(e.g., Young et al., 2002; Cronqvist & Nilsson, 2003)에서 제기된 바와 같이 지분이 적은 지배주주 겸 소유경영자(controlling minority shareholder)가 주주가 아닌 대리인의 입장에서 여타 주주의 이해를 훼손하는, 소위 주주-주주 간 대리인 문제(principal-principal agency problem)는 연구 범위에 포함되지 않았다. 소유와 경영이 분리되지 않는 가운데 기업공개와 증자 등으로 대주주 지분율이 떨어지고 있는 많은 한국기업에서는 주주-주주 간 대리인 문제가 주주-경영자 간 대리인 문제보다 더 심각할 소지가 있다. 따라서 향후 연구에서는 소유경영자가 어느 정도의 지분을 보유할 경우 오히려 대리인 문제를 증폭시키는 방향으로 행동할 가능성이 커지는 지 등에 대해 정교하게 고찰할 가치가 있다.

끝으로, 기업지배구조 개선을 위한 규율장치 가운데, 기업들이 규제 준수를 위해 의무적으로 도입(coercive adoption)한 사외이사 비중 증대나 감사위원회 설치에 비해, 기업들이 자발적으로 도입(voluntary adoption)한 성과연동 보상체제의 효과가 높게 나타난 이유 또한 심도 깊은 연구를 통해 밝혀볼 필요가 있다. 이러한 현상은 대리인 비용 등 지배구조

관련 문헌 외에 조직론, 행정학 등 분야의 관련 이론에 대한 체계적으로 고찰을 바탕으로 설명을 시도할 수 있을 것이다. 또한 대리인 문제가 경영자의 직접보상이나 간접보상으로 나타나는 정도가 국가별 특성을 반영하여, 예컨대 구미 선진국과 한국 등 개도국 간에 차이가 있는지에 대한 비교 연구도 시도해 볼만 하다.

요컨대, 기업지배구조 개선을 위한 다양한 노력에도 불구하고, 대리인 문제에 따른 기업가치 저하의 가능성은 상존하며 그 구체적인 수단 또한 다양한 대안이

고안될 수 있다. 따라서 정부의 정책결정자를 포함한 다양한 이해관계자들은 지속적이고 협력적인 감시와 견제, 그리고 효과적인 동기부여 수단을 통해 경영진이 정당하고 투명한 방법으로 기업성과 향상에 몰입할 수 있도록 유도해야 할 것이다. 본 연구에서는 경영진 간접보상에 반영될 수 있는 대리인 문제를 줄일 수 있을 것으로 예측되는 다양한 변수들간의 관계를 통계적으로 검증함으로써 한국기업의 지배구조에 대한 구조적, 제도적 개선 방향을 제시해 보았다.

■ References

- 고광수·이준행 (2003), “외국인 거래 정보와 주식시장: 개방 10년의 경험,” *재무연구*, 16(1): 159-192.
- 김경목 (2003), “기업 지배구조와 혁신: 소유구조가 연구개발(R&D) 투자에 미치는 영향,” *경영학연구*, 32(6): 1799-1832.
- 김경목 (2006), “기업 지배구조의 합주: 균형성과표 개념 적용을 통한 기업 지배구조의 성과 분석,” *경영학연구*, 35(3): 899-934.
- 박정운·이미용 (2003), “윤리성 변수를 이용한 기업 부실예측: 접대비 및 복리후생비를 중심으로,” *경영학연구*, 32(2): 499-522.
- 박헌준·신현한·최완수 (2004), “한국기업의 대리인 비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할,” *경영학연구*, 33(2): 655-682.
- 신준용·변동헌 (2002), “소유구조 및 임금구조 관점에서 본 대리인 비용과 기업가치에 관한 연구,” *한국관리회계학회 하계학술발표회*, 51-79.
- 이경태, 이상철, 박애영(2005), “경영자에 대한 스톡 옵션 보상이 주가변동성에 미치는 영향,” *경영학연구*, 34(1): 57-84
- 이태호·홍정화·박성배 (2005), “기업 접대비의 생산성에 관한 연구,” *회계정보연구*, 23(2): 25-50.
- 최병규 (1999), “회사임원배상보험,” *보험학회지*, 54: 21-45.
- Abrahamson, E. and C. Park (1994), “Concealment of negative organizational outcomes: An agency theory perspective,” *Academy of Management Journal*, 37: 1302-1334.
- Beasley, M.S. (1996), “An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud,” *Accounting Review*, 71: 443-465.
- Baysinger, B. and R.E. Hoskisson (1990), “The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy,” *Academy of Management Review*, 15: 72-87.
- Bebchuk, L.A. and J.M. Fried (2003), “Executive compensation as an agency problem,” *Journal of Economic Perspectives*, 17: 71-92.
- Bebchuk, L.A., J.M. Fried and D.I. Walker (2002), “Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation,” *University of Chicago Law Review*, 69: 751-845.
- Berle, A.A. and G.C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, NY: Macmillan.
- Bethel, J.E. and J. Libeskind (1993), “The effects of ownership structure on corporate restructuring,” *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special): 15-31.
- Bishop, J. (1992), *The Law of Corporate Officers and Directors: Indemnification and Insurance*, Deerfield, IL: Clark Boardman Callaghan.

- Boeker, W. (1992), "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the top," *Administrative Science Quarterly*, 37: 400-421.
- Boyd, B.K. (1994), "Board control and CEO compensation," *Strategic Management Journal*, 15: 335-344.
- Chalmers, J.M.R., L.Y. Dann and J. Harford (2002), "Managerial opportunism? : Evidence from directors' and officers' insurance purchases," *Journal of Finance*, 57: 609-636.
- Chhibber, P.K. and S.K. Majumdar (1999), "Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry," *Journal of Law and Economics*, 42: 209-238.
- Coff, R. (2003), "Bidding wars over R&D-intensive firms: Knowledge, opportunism, and the market for corporate control," *Academy of Management Journal*, 46: 74-85.
- Cronqvist, H. and M. Nilsson (2003), "Agency costs of controlling minority shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 695-719.
- Coughlan, A.T. and R.M. Schmidt (1985), "Executive compensation, management turnover, and firm performance," An empirical investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 7: 43-66.
- David, P., R. Kochhar, and E. Levitas (1998), "The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation," *Academy of Management Journal*, 41: 200-208.
- Demsetz, H. (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm," *Journal of Law and Economics*, 26: 375-390.
- Douglas, E.J. and R.E. Santerre (1990), "Incentive contracts and stockholder monitoring: substitute sources of executive compliance," *Quarterly Review of Economics and Business*, 30: 24-31.
- Fama, E.F. (1980), "Agency problems and the theory of the firm," *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983), "Separation of ownership and control," *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Gedajlovic, E.R. and D.M. Shapiro (1998), "Management and ownership effects: Evidence from five Countries," *Strategic Management Journal*, 19: 533-553.
- Douma, S., R. George and R. Kabir (2006), "Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market," *Strategic Management Journal*, 27(7): 637-657.
- Gibbs, P.A. (1993), "Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow," *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special): 51-68.
- Grossman, S.J. and O.D. Hart (1980), "Takeover bids, the free-rider problem, and the theo-

- ry of the corporation," *Bell Journal of Economics*, 11: 42-64.
- Hanlon, M., S. Rajgopal and T. Shevlin (2003), "Are executive stock options associated with future earnings?," *Journal of Accounting & Economics*, 36: 3-43.
- Haubrich, J.G. (1994), "Risk aversion, performance pay, and the principal-agent problem," *Journal of Political Economy*, 102: 258-276.
- Hill, C.W. and S. Snell (1988), "External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries," *Strategic Management Journal*, 9: 577-590.
- Holderness, C.G. (1990), "Liability insurers as corporate monitors," *International Review of Law & Economics*, 10: 115-130.
- Hofstede, G. (1983), "The cultural relativity of organizational practice and theories," *Journal of International Business Studies*, 14: 75-89.
- Jensen, M.C. and K.J. Murphy (1990), "Performance pay and top-management incentives," *Journal of Political Economy*, 98: 225-264.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 343-351.
- Johnson, R.A., R.E. Hoskisson and M.A. Hitt (1993), "Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics," *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special): 33-50.
- Kassinis, G. and N. Vafeas (2002), "Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation," *Strategic Management Journal*, 23: 399-414.
- Khanna, T. and K. Palepu (2000), "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business," *Journal of Finance*, 55: 867-891.
- Kochhar, R. (1996), "Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics," *Strategic Management Journal*, 17: 713-728.
- Lambert, R., D. Larcker, and K. Weigelt (1993), "The structure of organizational incentives," *Administrative Science Quarterly*, 38: 438-461.
- Lee, P.M. and H.M. O'Neill (2003), "Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives," *Academy of Management Journal*, 46: 212-225.
- McConnell, J. and H. Servaes (1995), "Equity ownership and the two faces of debt," *Journal of Financial Economics*, 39: 131-157.
- McGuire, J.W. and J.S.Y. Chiu and A.O. Elbing (1962), "Executive incomes, sales and profits," *American Economic Review*, 52: 753-761.
- McMullen, D.A. (1996), "Audit committee performance: An investigation of the con-

- sequences associated with audit committees,” *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 15 (Spring): 87-103.
- Morck, R. and M. Nakamura (1999), “Banks and corporate control in Japan,” *Journal of Finance*, 54: 319-339.
- Murphy, K.J. (1985), “Corporate performance and managerial remuneration An Empirical Analysis,” *Journal of Accounting and Economics*, 7: 11-42.
- Pasban, M.R., C. Campbell, and J. Birds (1997), “The protection of corporate directors in England and the U.S,” *Anglo-American Law*, 26: 461-492.
- Pavlik, E., Scott, T., and Tiessen, P. (1993), “Executive compensation: Issues and research,” *Journal of Accounting Literature*, 12: 131-89.
- Pfeffer, J. (1981), *Power in Organizations*, Boston, Pitman.
- Ramaswamy, K., M. Li and R. Veliyath (2002), “Variations in ownership behavior and propensity to diversity: A study of the Indian corporate context,” *Strategic Management Journal*, 23: 345-358.
- Santerre, R.E. and S.P. Neun (1986), “Stock dispersion and executive compensation,” *Review of Economics and Statistics*, 68: 685-687.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986), “Large shareholders and corporate control,” *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- Schoonhoven, C.B. (1981), “Problems with contingency theory: Testing assumptions hidden within the language of contingency theory,” *Administrative Science Quarterly*, 26: 49-377.
- Sundaramurthy, C., J.M. Mahoney and J.T. Mahoney (1997), “Board structure, anti-takeover provisions, and stockholder wealth,” *Strategic Management Journal*, 18: 231-245.
- Thomsen, S. and T. Pederson (2000), “Ownership structure and economic performance in the largest European companies,” *Strategic Management Journal*, 2: 689-705.
- Tihanyi, L, R.A. Johnson, R.E. Hoskisson, M. A. Hitt(2003), “institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity,” *Academy of Management Journal*, 46: 195-211.
- Tosi, H.L., Jr. and L.R. Gomez-Mejia (1989), “The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective,” *Administrative Science Quarterly*, 34: 169-189.
- Walsh, J.P. and, J.K. Seward (1990), “On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms,” *Academy of Management Review*, 15: 421-458.
- Weisbach, M.S. (1988), “Outside directors and CEO turnover,” *Journal of Financial Economics*, 20: 431-460.
- Yafeh, Y. and O. Yosha (2003), “Large shareholders and banks: Who monitors and

- how?," *Economic Journal*, 113: 128-146.
- Yeh, Y.H. and T. Woitke (2005), "Commitment or entrenchment?: Controlling shareholders and board composition," *Journal of Banking and Finance*, 29: 1857-1885.
- Young, M., M.W. Peng, D. Ahlstrom and G. Bruton (2002), "Governing the corporation in emerging economies: A principal-principal agency perspective," Best Paper Proceedings of the *Academy of Management* Annual Meeting, Denver, Colorado.
- Zahra, S.A. and J.A. Pearce II (1989), "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model," *Journal of Management*, 15: 291-334.
- Zajac, E.J. (1990), "CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis," *Strategic Management Journal*, 11: 217-230.

Indirect Compensation as a Tunnel for Executives' Perquisite Consumption: The Role of Large Shareholders and Disciplinary Systems

Su-Jin Park*

Ji-Hwan Lee**

Abstract

This study examines the effect of large shareholder's controlling power - measured by the largest shareholder's stockholdings and management participation - on executive managers' indirect compensation. The results show that the largest shareholder's stockholdings and management participation significantly reduce executives' indirect compensation. Also shown are negative, moderating effects of the foreign ownership and the pay for performance on the relationships between the largest shareholders' controlling power and executives' indirect compensation. Such results imply that executives in Korean firms tend to pursue private interest through perquisite consumption, assuming it as indirect compensation. In addition, compared to regulations imposed by the government, foreign investors, who tend to have motivations and capabilities to monitor companies, as well as performance-related compensation schemes, which lead executives' voluntary control, appear to have more positive effect on constraining executives' perquisite consumption.

Key words : indirect compensation, corporate governance, agency problem, ownership structure

* First author, Management Strategy BU, KMAC

** Correspondent author, Graduate School of Management, Korea Advanced Institute of Science and Technology