경영자 보상과 경영성과의 민감도에 관한 연구

A Study on the Sensitivity of Management

Compensation and Performance

오상희(Oh, Sang - Hui)*

〈요 약〉

본 연구는 중국기업을 대상으로 상해와 심천거래소에 상장되어 있는 기업들의 2011년부터 2016년까지를 표본으로 한다. 본 연구의 목적은 기업의 경영자 보상과 경영성과에 따라 주식성과 측정치와 회계성과 측정치를 성과가 호재와 악재에 따라 차별적으로 반응하는지를 알아보고자 하며, 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 주식성과 측정치가 감소한 경우를 더미변수화 하여 분석한 결과 t값이 기대부호와 동일하게 음(-)으로 나타났으나, 유의적인 결과를 보이지 않았다. 또한 주식성과 측정치의 변동과 경영자 보상 변동의 민감도가 성과에 따른 차별적 민감도가 나타나지 않았다.

둘째, 회계성과 측정치의 변동은 경영자 보상의 변동 사이에 유의성은 나타나지 않았다. 또한 회계성과 측정치의 호재 및 악재에 대한 경영자 보상의 민감도는 음(-)의 유의적인 방향으로 나타나 가설에서 제시한 회계성과 측정치에 대한 차별적 민감도가 나타나지 않을 것이라고 예측한 것과 다른 결과를 제시하여 가설은 지지되지 않았다.

본 연구결과의 공헌점은 중국기업들을 대상으로 경영자 보상과 성과와의 관계를 살펴본 것이라 할 수 있으며, 한계점으로는 단순히 중국기업이 대상이 아닌, 미국 및 한국 등의 타국가 경영자 보상과 함께 연구하여 글로벌한 차이점을 살펴보지 못한 것이라 하겠다.

한글검색어: 부채비율, 발생액, 이익의 지속성과 예측력, 미래현금흐름, 이익조정

• 접수일자 : 2018.6.10 • 1차수정일 : 2018.6.25 • 최종수정일 : 2018.6.27 • 게재확정일 : 2018.6.27

* 신라대학교 경영대학 회계세무학과 교수, e-mail : ohsh@silla.ac.kr

I. 서 론

기업을 운영함에 있어 소유와 경영을 분리하는 것은 현시대에 있어 필수불가결한 것이다. 그러나 소유와 경영의 분리에 따른 주주와 경영자간의 이해관계에 의해, 주주가 대리인인 경영자에 대하여 느끼는 대리인 문제(agency problem)는 심각하다 할 수 있다. 이때 주주와 경영자간의 이해관계에 대한 목표를 일치시키도록 즉, 대리인 문제를 해결하기 위한 해결책으로서 경영자 보상에 관한 문제가 대두되었다.

Jensen and Murphy(1990)는 주주와 경영자간의 대리인 문제를 해결하기 위해 경영자와 주주간의 목표를 일치시킬 수 있게 하는, 성과에 근거한 보상계약 체결을 주장하였다. 이는 경영자 보상계약에 기업의 성과를 연계함으로써 주주와 경영자가 각각 자신들의 이해관계를 일치시킬 수 있게 되어 경영자 대리문제를 통제할 수 있다고 하였다.

그 후 대리인 문제의 해결을 위한 다양한 경영자 보상과 경영성과 사이의 연구들이 존재하는데, 대표적인 경영성과 측정치로서 주식성과측정치와 회계성과측정치가 제시되었다(Lambert and Larcker, 1987 ; Sloan, 1990). 특히 경영성과 측정치로서 주식성과측정치는 궁극적으로 주주 부의 변화를 잘 반영하고 있어 경영자 보상계약에 사용되는 대표적인 성과측정치이다(지성권, 2010). 그러나 주식성과측정치는 주주의 부를 잘 반영하여 대리인 문제를 줄일 수 있는 방안이 될 순 있지만, 만약 주가의 상승이 경영자 투입 노력에 관계 없이 시장의 요인에 의해 상승한 것이라면 주식성과 측정치에 대한 보상의 통제력이 상대적으로 낮아지는 결과로 인하여 경영자 보상위험을 증가시킬 수 있다는 문제가 제시된다. 따라서 주식성과측정치를 경영자 보상에 사용할 경우 나타날 수 있는 문제점은 사후정산(ex post settling up)의 문제라 할 수 있다.

사후정산 문제는 경영자가 미래 기대현금흐름에 대해 보상을 지급받은 후, 기대현금 흐름이 실현되지 않을 경우 주주가 경영자에게 지급한 보상을 다시 돌려받을 수 없을 때 발생하게 된다. 즉 미실현 이익에 근거하여 경영자에게 보상을 지급하고, 그 이익이 실현되지 못했을 경우 경영자 보상을 다시 회수할 수 없게 되는 것이 사후정산문제이다. 이러한 문제는 회계성과측정치에서보다는 주식성과측정치에서 많이 발생한다. 이러한 이유로 경영자 보상의 성과 측정치로서 회계성과측정치를 사용하게 되는 것이다.

이러한 사후 정산 문제는 결국 성과가 좋을 때와 안 좋은 경우에 따라 다르게 발생하게 되므로, 따라서 본 연구에서는 기업의 경영자 보상과 경영성과에 따라 주식성과측정치

와 회계성과측정치를 성과가 차별적으로 반응하는지를 보고자 한다. 즉, 성과가 좋을 때와 좋지 않을 때 각각의 성과측정치에 따른 민감도 분석을 실시 하고자 한다.

이하 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 본 연구와 유사한 선행연구를 살펴보고, 제Ⅲ장에서는 연구의 이론적 배경 및 연구가설과 가설을 분석하기 위한 모형 등을 제시한다. 그리고 제Ⅳ장에서는 연구의 실증분석결과를 제시하고 마지막 제Ⅴ장에서는 연구의 결과를 요약하고, 연구의 한계점 및 개선사항에 대해 기술한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구의 고찰

2.1 경영자 보상관련연구

sloan(1993)은 회계이익과 최고 경영자 보상 계약에서 회계 이익의 역할을 연구하였다. 그의 연구는 이익이 회사 고유의 가치 변화를 반영하지만 시장 전체의 주가 변동에 덜 민감 함을 보여주었다. 결과적으로 임원 보상 계약에 손익 기반 성과 지표를 포함시킴으로써 경영진이 통제 할 수 없는 기업 가치의 변동을 막을 수 있었고, 이 가설은 소득에 기반한 인센티브 사용의 횡단면 변화를 설명하기 위하여 제시된 것이라 할 수 있다. 따라서 sloan(1993)은 소득 기반 인센티브가 경영진을 시장 가격의 시장 요인으로부터 보호하는 데 도움이 된다는 가설을 뒷받침하는 근거를 제공 되어 진다.

Core et al.(1999)의 연구에서 그들은 이사회와 소유 구조에 대한 측정이 표준적인 경제적 결정 요인을 통제한 후 CEO 보상에서 횡단면 변화의 상당 부분을 설명한다는 것을 발견했다. 더욱이, 이사회 및 소유 구조 계수의 부호는 지배 구조가 덜 효과적 일 때 CEO가 더 많은 보상을 받는다고 제안하였다. 또한 이러한 이사회 및 소유 구조의 특성에 기인 한 보상의 예상되는 구성 요소가 회사의 영업 및 주식 성과와 통계적으로 유의미한 음의 관계가 있음을 발견했다. 따라서 연구 결과 지배 구조가 약한 기업이 더 대리인 문제를 가지고 있음을 시사하였다. 즉, 많은 대리인문제를 가지 기업이 더 많은 보상을 받으며, 경영성과는 더 악화된다는 것을 알아냈다.

黃浩, 陳國權(2018)은 2002년부터 2017년까지 국제연구저널에 발표 된 CEO 보상의 결정 요인에 관하여, CEO 급여가 지난 16 년간(2002-2017) 논의 된 네 가지 분야(사회

학, 경영, 재무 및 회계)의 주요 연구 결과(65개의 논문)를 검토하였다. 위의 네 가지 주요 분야에서 특히 사회 과학 지수(SSCI)의 상위 10개 저널을 문헌 검색의 대상 저널로 사용하였다. 다양한 연구를 살펴본 결과, 재무 및 회계 부문의 CEO 보상에 대한 논의는 성숙되고 안정적이며, 사회 관리 분야의 관련 연구가 점차 다양해지고 있으며, 콘텐츠 관점에서 볼 때 기업 지배 구조와 경영진의 노동 시장 균형은 여전히 CEO 보상 결정에 중요한 영향을 미치고 있다고 하였다. 따라서 이러한 논문 검토를 통해 CEO 급여 연구가 큰 진전을 이뤘음을 알 수 있었다. 그러나 연구의 주요 차이점은 각기 다른 연구 방법에서 비롯된 것이었다. 따라서 요소 분석과 이론적 모델 구축의 결합을 채택하거나 불완전한 데이터 문제를 해결하기 위해 이 분야에 대한 연구에는 질적 연구 및 시뮬레이션 연구가 더 많이 적용되어야 한다고 주장하였다.

2.2 경영자 보상 민감도에 관한 연구

史学斌 등(2011)은 중국에 상장된 회사를 대상으로 회사의 규모, 부채 비용, 위험, 이사회 수, 이사회 구조, 권력의 구조(최고경영자가 국유소유인지 여부)의 성향이 중국의 상장 기업 CEO 보상에 미치는 영향을 조사하였다. 이때 연구 표본은 심천과 상하이의 2005년부터 2008년까지의 비금융 A 주식의 상장기업을 대상으로 1,110개의 비 국유 기업과 2,296개의 국영기업을 포함하여 총 3,406개의 기업을 대상으로 하였다. 연구결과 상장 기업의 규모는 보상 성과의 민감도에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 부채비율이 증가하면 보수와의 성과민감도를 줄여서 민감도에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 위험의 경우 위험이 증가하면 보상성과 민감도는 감소하는 것으로 나타났다. 이사회의 경우 이사회 규모가 급여를 크게 증가 시켰지만 보수의 민감도에는 영향을 미치지 않았으며, 사외 이사의 비율은 CEO 보수와 긍정적인인 관계가 있지만 성과 민감도에는 부정적 영향을 나타내었다. 마지막으로 국유 상장 기업과 비 국유 기업의 민감도 간에는 유의한 차이를 나타내지 않았다.

신성욱(2013)은 2000년부터 2011년 상장기업의 5,815개 표본을 가지고, 경영자 현금보상의 보수성에 대한 실증분석을 수행하였다. 연구결과 회계성과와 경영자 현금보상과의 관계에서는 유의적인 양의 관련성이 있는 것으로 나타났고, 이는 회계성과와 경영자 현금보상의 민감도가 성과의 호재와 악재에 대해 차별적인 민감도는 나타나지 않는 것으로 분

석되었다. 또한 주식 성과의 경우 경영자 현금보상과 양의 관련성이 있는 것으로 나타나, 성과의 호재와 악재에 따른 차별적인 대응이 나타났다.

김동순과 김홍란(2017)은 2008년부터 2014년까지 중국 증권거래소를 대상으로 중국기업들의 경영자보상과 임원보수가 기업의 미래 경영성과에 미치는 영향을 연구하였다. 주요 연구결과는 다음과 같이 나타났다. 첫째, 최고경영자 등(CEO, 이사회)의 산업조정 초과보수가 높을수록 기업성과를 나타내는 Tobin's Q에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 이사회 규모가 클수록 기업가치에는 부정적인 영향을 미쳐서 경영자보상의 긍정효과를 잠식하는 것으로 나타났다. 셋째, 경영자 초과보수와 Tobin's Q의 관계에 있어 최대주주 지분율이 높으면 보상의 긍정적 효과가 감소되어 진다. 넷째, 이사회 의장의 경영진 감독역할과 함께 대주주 지분을 공유할 때 경영자보상은 기업가치는 더 높이는 것으로 나타났다. 다섯째, 적절한 CEO보상이 이루어지면 경영자와 주주간의 대리인문제가 완화됨으로써 경영성과에 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 마지막으로 지배구조의 경우 지배구조가 좋은 기업일수록 경영자 초과보수가 미래 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 지배구조가 취약한 기업의 경우 그 효과가 감소하는 것으로 나타났다.

III. 가설의 설정 및 연구 설계

3.1 가설의 설정

주주와 경영자간의 대리인문제를 완화하기 위하여, 경영자로 하여금 주주와 같이 기업가치 극대화를 하도록 유인하는 적절한 유인보상제도가 운영되어야 한다. 그 중 한 방법이 경영자의 보상을 경영성과와 연계하도록 함으로써 기업가치가 극대화 되는 것이 경영자 자신의 부를 극대화하는 방법이기도 하다. 이 때 경영성과 측정치로 사용되는 것이 주식성과측정치와 회계성과측정치이다.

Jensen and Murphy(1990)과 Lambert and Larcker(1987)의 연구에 의하면 경영자 보상을 경영성과와 연계시킬 때 대표적인 성과측정치가 주식성과측정치이다. 주식성과측정치는 주가와 연계되어 경영자 보상을 연구할 때, 주주의 부와도 직접적으로 연계되는 중요 성과측정치이다. 그러나 경영자의 노력과 무관하게 시장(market)의 성과가 좋음으로

인하여 주가가 상승하는 등은 경영자 보상의 측정에 있어 통제할 수 없는 변수가 된다. 또한 경영자에게 보상을 지급한 경우 추후 해당이익이 실제 실현되지 못하더라도 경영자에게 지급한 보상을 돌려받을 수 없는 사후정산문제를 야기 시키게 된다.

다시 말해 만약 주식성과측정치에 미실현된 이익이 많이 포함되어 있다면 그것으로 인해 이미 지불되어진 경영자 보상은 그 후 미실현 이익이 실제로 실현되지 않더라도 보상 받을 방법이 없다. 즉 경영자에게 이미 지불된 현금보상은 회수할 방법이 없는 것이다. 이때 보다 좋은 방법은 경영자 보상은 현금의 형태보다 스톡옵션등의 방법으로 지급하는 것일 것이다. 마찬가지로 주식성과측정치에 미실현 손실이 많이 포함되어 있다면 현금보상을 작게 주더라도 사후정산문제는 덜 할 것이다. 즉, 사후정산문제는 가시화 되지 않은 기대 미래 현금흐름에 대하여 경영자에게 보상을 하는 경우에 발생하며 스톡옵션과 같은 주식보상보다는 현금보상을 하는 경우에 더욱 커지게 된다. 따라서 미래현금흐름에 대한 시장가치의 변동은 주식수익률에 미실현이익과 손실을 모두 포함하기 때문에, 이러한 사후정산 문제를 줄이기 위해 주식수익률에 포함된 미실현 손실 및 이익에 대하여 차별적으로 반응시킬 것으로 기대할 수 있다. 따라서 이와 같은 가설을 설정한다.

〈가설 1〉 경영자 보상은 주식성과(양과 음)에 관해 차별적 반응을 나타낼 것이다.

경영자 보상과 성과측정치의 관계에서 주식성과측정치의 사후정산 문제 등으로 인하여 또 많이 사용되는 측정치가 회계성과측정치이다. 기업들이 회계처리를 할 때 실현되지 않은 이익은 줄이고, 발생되지 않은 비용도 인식하는 등의 보수주의적 회계처리를 한다. 따라서 이러한 보수주의 회계처리 방식에 의해 회계성과에는 미실현이익이 거의 포함되지 않게 되고, 미실현 손실은 실현가능성이 낮은 경우에도 인식하게 됨으로써 주식성과측정치에 비하여 상대적으로 사후정산문제는 거의 야기 되지 않는다(Watt, 2003 ; 신성욱, 2013). 따라서 기업이 미래현금이익에 대하여 부정적인 인식이 클 경우 사후정산문제를 줄이기 위해 경영자 보상의 측정치로서, 주식성과측정치보다는 회계성과측정치를 선호한다고 할 수 있다. 따라서 회계성과측정치는 주식성과측정치에 비해 사후정산의 문제가 덜 할 것으로 생각되어 다음과 같은 가설을 설정한다.

〈가설 2〉 경영자 보상은 회계성과(양과 음)에 관해 차별적 반응을 나타내지 않을 것이다.

3.2 연구 설계

본 연구에서 앞서 설명한 가설인 주식성과측정치와 회계성과측정치에 관하여 각각의 성과가 좋고 나쁨에 대한 경영자 보상과의 차별적인 민감도가 존재하는 지를 검증하기 위하여 다음과 같은 연구모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}\Delta \ln(Comp)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 RET_{i,t} + \beta_2 RERD_{i,t} + \beta_3 RET \times RETD_{i,t} \\ & + \beta_4 \ln Sales_{i,t} + ID + YD + \epsilon_t\end{aligned}\quad \text{식(1)}$$

여기서,

$\Delta \ln(Comp)$: 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화

RET : 시장조정 주식수익률

$RETD$: 시장조정 주식수익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수

$\ln Sales$: 매출액의 자연대수 값

식(1)은 주식성과측정치와 경영자 보상과의 관계의 차별적 민감도를 살펴보는 모형이다. 이 때 주식성과와 경영자 보상 사이의 성과가 좋지 않을 때 민감하게 반응한다면 β_2 의 계수값이 양(+)의 값을 가질 것으로 기대되어 지고, 또한 β_3 의 계수값이 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다.

$$\begin{aligned}\Delta \ln(Comp)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta ROA_{i,t} + \beta_2 ROAD_{i,t} + \beta_3 \Delta ROA \times ROAD \\ & + \beta_4 \ln Sales_{i,t} + ID + YD + \epsilon_t\end{aligned}\quad \text{식(2)}$$

여기서,

$\Delta \ln(Comp)$: 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화

ΔROA : 총자산경상이익률의 변화

$ROAD$: 총자산경상이익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수

$\ln Sales$: 매출액의 자연대수 값

식(2)는 회계성과측정치와 경영자 보상과의 관계의 차별적 민감도를 살펴보는 모형이다. 이 때 회계성과와 경영자 보상 사이의 성과가 좋지 않을 때 민감하게 반응하지 않는다면 β_2 의 계수값은 양(+)의 값으로 기대되어 지고, β_3 의 계수값이 아무런 의미를 가지지 않을 것으로 기대된다.

3.3 표본의 선정

본 연구의 가설 검증에 사용된 표본기업은 2011년 12월 31일부터 2016년 12월 31일 현재 중국에서 가장 대표적인 기업이라고 할 수 있는 상해 및 신진증권거래소를 대상으로 한다.

〈표 1〉 표본의 선정기준과 표본의 수

표본의 선정기준	표본의 수
2011년 12월 31일 현재 상장기업	13,429
12월 말 결산 기업이 아닌 경우	(3,243)
경영상태가 부실한 ST(Special treatment) 기업	(1,231)
주가 및 경영자보상 자료가 없는 기업	(1,293)
기타 자료입수가 불가능한 기업	(1,117)
최종표본기업	6,545

상해 및 신진증권거래소의 A시장 5년간 계속 상장한 기업들 가운데 다음 요건에 해당하는 기업은 제외하였다(원 자료는 5년간의 자료이나, 경영자 보상 등에서 전년도 자료가 필요한 경우를 포함하여 2011년부터의 자료를 사용하였다).

- ① 12월 말 결산 기업이 아닌 경우
- ② 경영상태가 부실한 ST(Special treatment) 기업
- ③ 주가 및 경영자보상 자료가 없는 기업
- ④ 기타 회계자료를 구할 수 없는 기업

이들 요건을 충족한 표본의 수는 전체 13,429중에서 6,545개 기업연도이었다. 이들 기업들에 대한 자료는 GTA 데이터 시스템에서 수집하였으며, 자료처리는 SPSS 22.0 및 SAS 9.2를 이용하였다.

IV. 실증분석 결과

4.1 실증분석 결과

4.1.1 기술통계 및 상관관계

〈표 2〉는 가설의 검정에 사용된 변수들에 대한 기술통계를 나타내고 있다. 〈표 2〉에서 보는 바와 같이 주식성과측정치를 나타내는 RET의 경우 개별 기업의 주식수익률이 아닌 시장의 산업을 평균한 산업평균주식수익률을 사용하였고, 평균은 0.2525로 나타났다. RETD의 평균은 0.3727이었다. 마찬가지로 회계성과측정치를 나타내는 ΔROA 의 값은 평균 -0.0024 로서 표본기간동안 음의 값을 보였다. ROAD의 평균은 0.5603으로 나타났다. 경영자 평균 임원의 $\Delta \ln(\text{comp})$ 값은 평균 0.0629이며 최소값은 -3.1949 이며 최대값은 3.0575의 값을 나타내었다. 마지막으로 $\ln \text{Sales}$ 의 평균은 21.6832이며 최소값은 15.7155이며 최대값은 28.4565를 나타내었다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	N	최소값	최대값	평균	표준편차
RET	6545	-0.6803	7.3546	0.2525	0.5334
RETD	6545	0.0000	1.0000	0.3727	0.4835
ΔROA	6545	-4.8241	6.1281	-0.0024	0.1361
ROAD	6545	0.0000	1.0000	0.5603	0.4964
$\Delta \ln(\text{comp})$	6545	-3.1949	3.0575	0.0629	0.3007
$\ln \text{Sales}$	6545	15.7155	28.4565	21.6832	1.5421

주) RET : 시장조정 주식수익률, RETD : 시장조정 주식수익률의 변화가 음(-)이면1, 아니면 0인 더미변수, ΔROA : 총자산경상이익률의 변화, ROAD : 총자산경상이익률의 변화가 음(-)이면1, 아니면 0인 더미변수, $\Delta \ln(\text{Comp})$: 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화, $\ln \text{Sales}$: 매출액의 자연대수 값.

〈표 3〉은 각 주요 변수들간의 상관관계를 보여주고 있다. 본 연구에서 더미변수를 제외한 주요 변수의 상관관계를 연구한 결과, 변수들 사이에서 유의적인 양의 상관관계가 나타났는데, 특히 RET변수의 경우 ΔROA , $\Delta \ln(\text{comp})$, 및 $\ln \text{Sales}$ 와 1% 수준에서 유의적인 양의 상관관계를 보여주었다. 마찬가지로 ΔROA 변수도 $\Delta \ln(\text{comp})$, $\ln \text{Sales}$ 와 1% 수준

에서 유의적인 양의 상관관계를 보여주었다. 마지막으로 $\Delta \ln(\text{comp})$ 또한 $\ln \text{Sales}$ 변수와 1% 수준에서 유의적인 양의 상관관계를 보여주었다.

〈표 3〉 상관관계

	RET	ΔROA	$\Delta \ln(\text{comp})$	$\ln \text{Sales}$
RET	1			
ΔROA	.034***	1		
$\Delta \ln(\text{comp})$	.044***	0.110***	1	
$\ln \text{Sales}$	.118***	0.113***	0.216***	1

주) 1. RET : 시장조정 주식수익률, ΔROA : 총자산경상이익률의 변화, $\Delta \ln(\text{Comp})$: 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화, $\ln \text{Sales}$: 매출액의 자연대수 값.

2. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임.

4.1.2 가설의 검정 결과

〈표 4〉는 가설 1을 검증하기 위하여 주식성과측정치로 주식수익률과 경영자 보상 민감도를 분석하였다. 가설에서 주식성과측정치 즉 RET는 경영자 보상의 변동과 기대부호 대로 양(+)의 관련성을 나타내었다. 그러나 RET가 감소한 경우를 '1'로 그렇지 않은 경우를 '0'으로 둔 더미변수의 경우 t값이 기대부호와 동일하게 음(-)으로 나타났으나, 유의성을 나타내지 않았다. 또한 주식성과측정치의 경우 경영자 보상 민감도가 성과에 따른 차별적 민감도가 존재할 것으로 기대하였으나, 표에 나타난 것처럼 차별적인 민감도가 나타나지 않았다. 즉 이는 사후정산문제의 해결하기 위하여 주식성과측정치가 경영자 보상의 민감도를 차별적으로 인식하지 않는다는 결과이다. 이는 선행연구 및 신성욱(2013)이 유사한 연구를 한국 데이터를 가지고 한 연구결과와 일치하지 않는 결과이다. 따라서 중국기업을 대상으로 주식성과측정치와 경영자 보상간의 차별적인 민감도가 나타날 것이라는 가설 1은 받아들여지지 않고 있다. 이러한 경우 다양한 해석이 가능하겠지만, 특히 중국기업의 경우 아직까지 주가로 인한 활발한 경영자 보상이 행해지고 있지 않음을 보여주는 사례라 할 수 있을 것이다.

〈표 4〉 가설 1의 실증분석결과

변 수	기대부호	$\Delta \ln(\text{comp})$	
		계수값	t
절편		2.017	0.044**
RET	+	2.177	0.030**
RETD	-	-0.743	0.458
RET*RETD	+	-0.105	0.916
lnSales	+	0.876	0.381
산업더미		포함	
연도더미		포함	
수정 R^2		.047	
F값		36.37***	

주) 1. RET : 시장조정 주식수익률, RETD : 시장조정 주식수익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수, $\Delta \ln(\text{Comp})$: 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화, lnSales : 매출액의 자연대수 값.

2. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%수준에서 유의적임.

〈표 5〉는 가설 2의 회계성과측정치와 경영자 보상민감도를 분석한 결과를 제시하고 있다. 가설에서 회계성과측정치의 변동은 경영자 보상의 변동 사이에 유의적인 양(+)의 값을 예측하였다. 그러나 실증분석결과 오히려 음(-)의 값을 나타내었으며 유의성은 나타나지 않았다. 또한 회계이익이 감소한 경우를 '1', 증가한 경우를 '0'으로 설정한 더미변수의 경우 예측대로 경영자 보상과 음(-)의 관련성을 나타내어서 회계성과가 안 좋을 경우 경영자 보상이 줄어드는 현상을 보여주었다. 그러나 본 연구에서 검증하고자 하였던 회계성과측정치의 호재 악재에 대한 경영자 보상의 민감도는 음(-)의 유의적인 방향으로 나타났다. 이는 가설에서 제시한 회계성과측정치에 대한 차별적 민감도가 나타나지 않을 것이라고 예측한 것과 다른 결과를 제시하여 가설은 지지되지 않았다. 이는 기존의 미국이나 한국이 데이터로 보상 민감도를 연구한 결과와는 다른 결과를 나타내고 있다. 따라서 본 연구에 의하면 회계성과측정치가 증가할수록 경영자 보상변동의 증가하는 것으로 나타났다.

〈표 5〉 가설 2의 실증분석결과

변수	기대부호	$\Delta \ln(\text{comp})$	
		계수값	t
절편		3.161	0.002***
ΔROA	+	-0.211	0.833
ROAD	-	-7.206	0.000***
$\Delta \text{ROA} * \text{ROAD}$	?	-2.358	0.018**
$\ln \text{Sales}$	+	1.462	0.144
산업더미		포함	
연도더미		포함	
수정 R^2		.052	
F값		44.23***	

주) 1. ΔROA : 총자산경상이익률의 변화, ROAD : 총자산경상이익률의 변화가 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미 변수, $\Delta \ln(\text{Comp})$: 경영자 1인당 현금보상의 자연대수 값의 변화, $\ln \text{Sales}$: 매출액의 자연대수 값.

2. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%수준에서 유의적임.

V. 결 론

본 연구는 중국기업을 대상으로 2011년부터 2016년 현재까지 중국에서 가장 대표적인 기업이라고 할 수 있는 상해 및 신진증권거래소 A시장 5년간 계속 상장한 기업들을 대상으로 한 연구이다.

연구의 목적은 중국기업을 대상으로 기업의 경영자 보상과 경영성과에 따라 주식성과측정치와 회계성과측정치를 성과가 각각 호재와 악재일 때 차별적으로 반응하는지를 보고자 하였다.

연구결과 원래의 가설에서 주식성과측정치 즉 RET는 경영자 보상의 변동과 기대부호대로 양(+)의 관련성을 기대하였다. 그러나 RET가 감소한 경우를 '1'로 그렇지 않은 경우를 '0'으로 둔 더미변수의 경우 t값이 기대부호와 동일하게 음(-)으로 나타났으나, 유의성을 나타내지 않았다. 이는 주식성과측정치의 경우 경영자 보상 민감도가 성과에 따른 차별적 민감도가 존재할 것으로 기대하였으나, 차별적인 민감도가 나타나지 않았다. 즉 이는 사후정산문제의 해결하기 위하여 주식성과측정치가 경영자 보상의 민감도를 차별적으로

인식하지 않는다는 결과이며 가설은 지지되지 않았다.

또한 두 번째 가설에서 회계성과측정치의 변동은 경영자 보상의 변동 사이에 유의적인 양(+)의 값을 예측하였다. 그러나 실증분석결과 오히려 음(-)의 값을 나타내었으며 유의성은 나타나지 않았다. 또한 회계이익이 감소한 경우를 '1', 증가한 경우를 '0'으로 설정한 더미변수의 경우 예측대로 경영자 보상과 음(-)의 관련성을 나타내어서 회계성과가 안 좋을 경우 경영자 보상이 줄어드는 현상을 보여주었다. 그러나 본 연구에서 검증하고자 하였던 회계성과측정치의 호재 악재에 대한 경영자 보상의 민감도는 음(-)의 유의적인 방향으로 나타났다. 이는 가설에서 제시한 회계성과측정치에 대한 차별적 민감도가 나타나지 않을 것이라고 예측한 것과 다른 결과를 제시하여 가설은 지지되지 않았다.

이상과 같은 연구결과를 종합해 볼 때 본 연구결과와 공헌도 및 시사점은 다음과 같다. 주주부와 경영자 부가 일치되지 않음으로 발생하는 대리인문제는 현재 기업경영에 있어 아주 중요한 문제이다. 이러한 문제의 해결을 위해 제시되어진 경영자 보상의 문제는 전 세계 어느 나라에서든 중요한 문제이다. 이러한 경영자 보상의 문제를 이제까지 많이 논의 되어 지지 않는 중국기업을 대상으로 연구하였다는 점에서 본 연구의 공헌도를 찾을 수 있을 것이다. 반면에 한계점은 기존 미국 및 한국의 데이터로 연구한 경영자 보상의 결과와 중국기업의 데이터로 연구한 결과가 일치하지 않는다는 점을 어떻게 받아들여야 하는가를 단순히 중국기업들은 현재 자본주의 기업들과 다르다는 점으로 해석할 수밖에 없는 한계점을 지닌다. 향후 연구에서는 중국기업 뿐만 아니라 한국, 미국 등의 타 국가들의 경영자 보상에 미치는 기업의 특성을 연구함으로써 중국기업과의 차별성을 분석해볼 필요가 있으며 이러한 차별성의 국가별 요인에 대한 특성 연구가 지속적으로 진행되어야 할 것으로 사료된다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 김동순, 김홍란(2017), “중국기업의 경영자보상이 미래 기업성과에 미치는 영향,” **국제경영연구**, 28(4) : 77-106.
- 서정구, 이진수, 조시영(2017), “환대기업의 재무건전성이 경영성과에 미치는 영향,” **전산회계연구**, 15(2) : 41-57.
- 손성호(2003), “소프트웨어 벤처기업의 재무적 성과 결정요인,” **전산회계연구**, 2(1) : 59-98.
- 신성욱(2013), “경영성과와 경영자 현금보상 민감도,” **경영과정보연구**, 32(1) : 259-272.
- 이지현(2007), “경영자의 현금보상에 영향을 미치는 요인에 관한 연구,” **중앙대학교 대학원 석사 학위논문**.
- 지성권(2010), “경영자 보상의 하방 경직성에 영향을 미치는 요인,” **경영과 정보연구**, 35 : 333-357.
- 지성권, 신성욱, 전미진(2012), “기업의 회계 보수주의 수준이 경영자 회계성과-현금보상 민감도에 미치는 영향,” **관리회계연구**, 12(2) : 87-117.
- 최종서, 이승태(2004), “경영자보상과 보수주의,” **한국회계학회 발표논문**.

〈외국문헌〉

- Barclay, M., D. Gode, and Kothari, S.P.(2003), “Measuring Delivered Performance”, *Working paper*. University of Rochester and MIT.
- Jensen, M. and Murphy, K.(1990) Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98 : 225-264.
- Jensen, M. and W. Meckling(1976), “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3 : 305-360.
- Leone, A., Wu, J. and Zimmerman, J(2006), “Asymmetric Sensitivity of CEO Cash Compensation to Stock Returns”, *Journal of Accounting and Economics*, 42 : 167-192.
- Sloan, R.(1993), “Accounting Earnings and Top Executive Compensation”, *Journal of Accounting and Economics*, 16 : 55-100.
- Watts, R. (2003a), “Conservatism in Accounting : Part I : Explanations and Implications”. *Accounting Horizons*, 17 : 207-221.
- Watts, R.(2003b), “Conservatism in Accounting : Part II : Evidence and Research Opportunities”. *Accounting Horizons*, 17 : 287-30.

- 史學斌・郝二輝・高文亮(2011), 我國上市公司 CEO 薪酬業績敏感性研究－基于代理理論的視角, 西北農林科技大學學報(社會科學版), 11(4) : 64－71.
- 黃 洁・陳國權(2018), CEO薪酬決定因素研究進展, 技術經濟, 37(1) : 34－43.

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

A Study on the Sensitivity of Management Compensation and Performance

Oh, Sang - Hui*

This study was conducted from 2011 to 2016 for companies listed in the Shanghai and Shenzhen exchanges for Chinese companies. The purpose of the study was to investigate whether stock performance measures and accounting performance measures respond differentially to the performance of the company according to the compensation and management performances. The results of the study are as follows : First, as a result of analyzing the decrease in the measure of stock performance using the dummy variable, the t value was found to be negative (－), but not significant. In addition, the sensitivity of changes in stock performance measures and the sensitivity of manager compensation did not reveal differential sensitivity to performance. Second, there was no significant relationship between the changes in managerial compensation and changes in accounting performance. In addition, the sensitivity of manager compensation to the negativities of accounting performance measures was found to be negative (－). This suggests that the original hypothesis which predicted differential sensitivity was not supported. This study is significant in that relation between managerial compensation and performance was investigated with regard to Chinese companies. However, it has imitations in generalization since it did not investigate the relation in a more global context by extending to Korean and US situations as well.

Key words : Manager compensation, Accounting performance, Stock performance, Post settlement problem, Management performance

* Professor, Department of Business, Silla University, e-mail : ohsh@silla.ac.kr