

Auditors' Responses to Executive Excess Compensation and Their Impact on Firm Value*

임원의 초과보상과 감사인의 대응 및 기업가치

Lin Jin(First Author)

Department of Accounting and Taxation
Kyung Hee University
(jinlin46@naver.com)

Seung Uk Choi(Corresponding Author)

Department of Accounting and Taxation
Kyung Hee University
(suchoi@khu.ac.kr)

.....

This paper investigates the effect of executive excess compensation on audit fees, audit hours, and hourly fees. By using Korean listed firms from 2011 to 2017, current study documents the positive relation between executive excess compensation and audit fees. Furthermore, when we decompose audit fees into audit hours and hourly fees, the results are derived by audit hours only. Lastly, we find that the firm value increases as the interaction between audit fees and executive excess compensation increases. The results are similar when we use audit hours alternative to audit fee. Collectively, auditors' efforts are largely invested in response to executives' excess compensation. Since recent regulation requires firms to report more sophisticated information on executive compensations, current study reflects this increasing interest of stakeholder and regulator on the compensation level of executives. Lastly, the presence of significant association between executive compensation and fees paid to auditors offers useful implication for investors and regulators in the capital market.

Key Words: Executive Excess Compensation, Audit Fees, Audit Hours, Hourly Audit Fees, Firm Value.

.....

1. 서론

본 연구는 임원의 초과보상에 대한 감사인의 반응을 조사한다. 구체적으로, 높은 수준의 보상을 받는 임원이 있는 기업을 감사하는 감사인이 이를 감사보

수에 반영하는지 분석한다. 만약 해당 고객기업에 대해 감사보수가 유의하게 높아진다면 그 효과가 투입된 감사시간의 증가에 기인하는지 아니면 시간당감사보수로 대응되는 보수 프리미엄에 기인하는지 조사한다. 마지막으로 임원의 초과보상과 감사보수가 증분적으로 기업가치를 높이는지 조사한다. 이를 통해 실

Submission Date: 06. 03. 2020

Revised Date: (1st: 09. 12. 2020)

Accepted Date: 10. 13. 2020

* This paper is based on the Master's Thesis of the first author at Kyung Hee University. We are grateful for the guidance from the committee members: Professor Hyung-Rok Jung and Professor Mun Ho Hwang. We also thank two anonymous referees for their constructive comments on this paper.

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

증결과가 경영자의 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)과 참호구축가설(entrenchment hypothesis) 중 어느 가설을 지지하는지 확인한다.

국내 상장사 임원의 보상 수준에 대한 우려는 학계뿐 아니라 실무와 규제기관에서도 지속적으로 제기되고 있다. 예를 들어, 임원과 종업원 사이의 보상 격차에 대한 우려가 제기되어 왔으며, 특히 실적 악화에도 연봉을 인상하는 경영진에 대한 소식은 기업 성과 분배의 왜곡에 대한 자본시장의 우려를 야기하고 있다(중앙일보 기사 2019).¹⁾ 이를 반영하여 규제기관에서는 최근 주주의 권리를 강화하고 임원의 적격성을 제고하기 위해 관련 법안의 개정을 예고하고 있다.²⁾ 이러한 우려는 임원의 보상 수준이 경영자 참호구축 등의 기회주의적 행위에 악용될 수 있다는 인식이 반영된 것이다. 또한 주주의 감시기능을 통한 자발적 임원 보상의 통제가 효율적으로 이루어지지 않고 있을 가능성에 대한 시장의 우려를 반영한다. 그러나 이와 관련된 학계의 조사는 많지는 않다. 이에 본 연구는 임원의 초과 보상에 따른 감사인 대응을 살펴봄으로써 높은 수준의 임원 보상이 가지는 성격에 대해 탐색해보고자 한다. 또한 이들이 기업가치에 미치는 영향을 조사하여 실무적 시사점을 제공하고자 한다.

기업의 임원과 감사인의 대응에 대한 조사는 Engel et al.(2010)이 감사위원회 보상과 감사수요의 관련성에 관한 실증분석을 하였으며 학술연구는 이를 시작으로 임원보상과 감사보수 간의 다양한 관계를 검토하기 시작하였다. Wysocki(2010)은 Engel et al.(2010)의 발견을 토대로 경영자 보상과 감사보

수는 기업의 복잡성, 위험, 지배구조 등의 요인에 영향을 받으며 경영자의 참호구축이나 제국건설가설에 따라 그 관계가 설정될 수 있다고 주장하였다. 선행 연구의 정립된 보상 이론에 따르면 보상수준은 경영과 소유의 분리로 인한 대리인 문제와 밀접한 관련이 있다(Jensen and Murphy 1990). 본 연구는 이와 관련된 두 가지 상반된 가설인 참호구축가설과 이해일치가설에 따라 임원의 보상과 감사인의 보상이 어떠한 관련을 가지는지 조사한다.

우선, 경영자가 주주의 부와 무관하게 사적이익을 추구한다고 보는 참호구축가설이 지지된다면 경영자는 경영진(top management team)을 자신의 의사결정에 호의적인 임원으로 구성할 가능성이 있다. 따라서 이들 임원에게 지급되는 보수 역시 증가할 것이다(Wysocki 2010). 이와 같은 상황이 발생했을 때 감사인의 보상 즉, 감사보수는 증가할 것으로 예상된다. 이는 두 가지 사전적 해석이 가능하다. 첫째, 경영자가 참호를 구축한다면 외부감사인 역시 유리한 감사의견을 제시하는 감사인을 선임할 수 있다(Craswell 1988; Lennox 2000). 감사환경을 지속적으로 유리하게 유지하기 위해 경영자는 동 감사인에게 높은 감사보수를 지급할 것이다(Choi et al. 2010). 이는 임원의 초과보상과 감사보수의 양의 관계를 예상하게 한다. 둘째, 감사인이 높은 임원 보상을 영업위험으로 인식하고 이에 대한 대응으로 감사보수를 높일 가능성도 있다(Bell et al. 2001). 예를 들어, 고객기업의 위험이 높아짐에 따라 감사인이 인지하는 감사위험이 증가하면 감사보수는 높아진다(Hogan and Wilkins 2008). 따라서 경영

1) 2017년 상장사 전수조사 결과 2016년에 비해 실적이 악화되었음에도 연봉이 인상된 경영진은 49개 회사의 61명이었다. 특히 대표이사보다 미등기 기업 오너의 가족에게 연봉이 더 많이 지급된 기업도 상당수였다(중앙일보 기사 2019.4.23.).

2) 예를 들어, 2021년 시행이 예고된 상법·자본시장법·국민연금법 개정 시행령에서는 사외이사의 임기 6년 제한, 임원의 체납사실과 부실기업 임원 재직여부 공개, 주주총회 권한 강화 등의 규제가 도입된다.

자 참호구축가설에 의하면 임원의 초과보상과 감사 보수 사이의 양의 관계가 예상된다.

둘째, 경영자의 이해일치가설 측면에서 살펴본다면, 경영자는 자신의 부와 주주의 부가 일치되도록 적극적인 노력을 투입하여 기업성과를 높이려는 유인인을 끌 것이고(Fama 1980) 이를 위해 능력 있는 임원을 선임하고(Wysocki 2010), 이러한 성과에 신뢰성을 부여하기 위하여 양질의 외부 감사인을 선임할 것이다(Wallace 1987, 2004). 따라서 이해일치가설에 의해서도 임원의 초과보상과 감사보수는 양의 관계가 예상된다.

다음으로, 임원의 초과보상과 감사보수 사이의 양의 관계가 존재한다면, 감사보수를 감사노력과 위험프리미엄으로 구분하여 감사인의 대응을 구체적으로 살펴본다. 감사인의 보상은 감사인이 투입하는 노력과 감사위험으로부터 파생된 위험프리미엄의 결합으로 이루어진다(Simunic 1980; Bell et al. 2001; Bae et al. 2016). 임원 초과보상에 따른 감사보수의 증가는 외부 감사인이 적극적인 노력을 투입하였기 때문일 수 있다(Caramanis and Lennox 2008). 반면, 감사인이 감사투입시간을 늘리기 보다는 위험프리미엄을 높이는 것으로 감사위험에 대응할 가능성도 있다. 혹은, 감사시간과 프리미엄을 모두 높이는 것으로 대응할 가능성도 있다. 따라서 임원의 초과보상과 감사시간 및 시간당감사보수의 관계를 분석한다.

마지막으로, 상기한 두 상반된 가설에 따라 임원 초과보상과 감사보수 사이에 양의 관계가 예상된다면, 이 두 가설 중 어느 가설이 실증결과에 보다 부합하는지를 조사한다. 주주와의 이해일치를 위해 자신의 부와 주주의 부가 모두 극대화되도록 노력하는 경영자는 능력 있는 임원을 선임하여 기업가치를 높일 것이며(Fama 1980; Wysocki 2010), 보고이

익에 신뢰성을 부여하기 위하여 높은 수입료를 지급하여 외부 감사인을 선임할 수 있다(Wallace 1987, 2004). 따라서 이해일치가설에 의하면 임원의 초과보상은 감사인에 지급하는 감사보수 증가에 따라 증분적으로 기업의 가치를 높일 것으로 예상된다. 반면, 참호구축가설이 지지된다면 임원의 초과보상은 기업가치의 하락으로 이어지거나 최소한 기업가치의 상승요인으로 작용하지 않을 것이며, 해당 기업의 감사인에게 지급되는 보수는 사증손실(deadweight loss)로 작동할 것이다(DeFond and Zhang 2014).

이상의 조사를 위한 본 연구의 초점은 임원의 “초과” 보상에 있다. 보상 수준이 아니라 초과보상 수준에 초점을 두는 것은 보상에 미치는 여러 기업특성 요인들을 통제한 후의 임원 보상에 따른 감사인의 대응을 살펴보기 위함이다. 선행연구에 의하면 임원 보상의 결정요인은 기업의 복잡성과 규모(Wright et al. 2002; Fich et al. 2014; Hill et al. 2016), 성과(Chung et al. 2015; Dah and Frye 2017), 위험요인(Miller and Bromiley 1990; Miller et al. 2002; Cheng 2004; Coles et al. 2006) 등으로 알려져 있다. 즉, 기업의 복잡성, 위험과 지배구조 등 보상에 영향을 미치는 결정요인을 통제한 후의 정상수준 이상으로 받는 보상이 초과보상으로 정의된다(Core et al. 1999). 본 연구는 생략변수와 시간에 따라 변하지 않는 기업고유의 특성을 통제하기 위해 초과보상 산출 모형에 기업고정효과(firm fixed effect)를 포함한다. 만약 상기한 결정요인을 통제한 후에도 여전히 높은 수준의 보상을 받는다면 이는 임원의 보상에 내재된 기업고유의 복잡성과 성과수준을 통제한 후의 초과보상으로 해석할 수 있다.

2011년부터 2017년 사이의 비금융 상장기업을 대상으로 임원 초과보상과 감사인의 대응을 조사한 실증결과는 다음과 같다. 첫째, 예상한대로 임원 초과

보상과 감사보수는 유의한 양의 관계를 가진다. 즉, 임원 초과보상이 높을수록 감사인은 높은 보수를 수임하는 것으로 감사위험에 상응하는 대응을 한다. 둘째, 임원 초과보상과 감사시간도 유의한 양의 관계를 나타내고 있다. 즉, 감사인은 임원의 초과보상이라는 감사위험에 대해 시간을 더 많이 투입하는 것으로 대응한다. 다만, 시간당감사보수와 임원 초과보상 사이에는 통계적으로 유의한 관계가 없으며, 이는 감사보수의 증가가 위험 프리미엄보다는 투입 시간의 증가에 기인하는 것으로 해석된다. 셋째, 임원 초과보상과 기업가치의 관계는 감사보수 및 감사시간의 증가에 따라 증분적으로 높아진다. 즉, 임원에게 높은 수준의 보상을 지급하는 기업이 감사인에게도 높은 보상을 지급하는 경우(토빈의 Q로 대용한) 차기의 기업가치가 높아진다. 이상의 결과는 이해일치가설을 전반적으로 지지하고 있다.

본 연구의 결과는 모든 임원의 평균보상과 등기임원만의 평균보상에서 추정된 초과보상에서 모두 일관된다. 임원의 초과보상에 대한 추가적인 대응치로 총보상에서 추정된 초과보상을 이용하여도 질적으로 유사한 결과가 관측되었다. 그러나 감사위원회와 감사의 평균보상으로 추정된 초과보상에서는 결과가 발견되지 않았다. 이는 보상과 감사인의 대응간의 관계에 있어 모든 임원이 동질적이지는 않음을 시사한다.

본 연구는 학계에 다음과 같은 공헌을 한다. 우선, 선행연구가 간과하던 감사보수의 결정요인인 외부감사인 노력의 대응치인 감사시간과 보수 프리미엄의 대응치인 시간당보수를 구분하여 살펴봄으로써 다음의 두 가지 연구 흐름을 확장한다. 첫째, 임원보상과 감사보수 관계를 다룬 선행연구를 확장하여 임원 초과보상이 감사보수에 미치는 영향을 분석하였다. 특

히 이 둘 사이의 양의 관계가 감사시간에 의해 유도된다는 결과는 경영자의 이해일치가설을 지지함을 밝혀 관련 연구분야에 공헌하고 있다. 둘째, 감사보수 관련 전통적 선행연구는 감사보수를 결정하는 두 요인이 투입물과 프리미엄이라고 제시한다(Simunic 1980). 다만, 이에 대한 조사가 많지는 않다. 이는 감사시간 자료의 한계 때문이다(Bell et al. 2001). 본 연구는 감사시간 자료가 공시되는 한국의 기업을 활용하여 임원의 초과보상이 감사보수와 시간에 영향을 미친다는 것을 발견함으로써 감사보수 결정요인 연구에 공헌한다.

다음으로, 본 연구의 결과는 임원의 초과보상에 대한 실무와 규제기관의 우려에 대해서도 시사점을 제공한다. 경영자의 참호구축가설보다는 이해일치가설에 보다 부합하는 실증결과를 관찰하여 임원에 대한 과도한 보상이 자원배분의 왜곡을 야기할 가능성이 제한적임을 제시한다. 이는 임원의 보상에 대한 규제기관의 지속적 관심이 그 효과를 가져온 것으로 해석할 수 있다. 예를 들어, 개별공시 관련 자본시장법 개정 이전, 우리나라는 주주총회에서 정한 임원의 보수총액만을 공시하였으나 2013년 자본시장법 개정으로 5억 원 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상의 보수를 받는 임원의 개인별 보수를 사업보고서에 기재하도록 의무화하였다.³⁾ 이에 추가하여 2016년에는 주식회사의 외부감사에 관한 법률을 개정하여 2018년 사업보고서부터 보수가 5억 원 이상이라면 등기 임원 외에 일반 임원과 직원까지 연봉을 공개하도록 규정하고 있다. 이러한 규제는 주주총회를 통한 임원 보수의 통제가 잘 작동되지 않는다는 우려를 해소하기 위해 공시제도를 보다 강화한 것이다. 본 연구의 결과는 이러한 감독기

3) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(법률 제11845호, 2013.5.28. 일부개정 및 2013.8.29. 개정 법률시행).

관의 규제가 임원의 초과보상이 자원배분의 효율성 극대화 원칙에 부합하게 작동되는 방향으로 점진적으로 개선되고 있을 가능성을 시사한다.

다만, 실제 기업의 가치와 임원의 초과보상은 관측이 불가능하므로 이들의 대응치를 이용하여 조사하였다는 점에서 해석에 주의할 필요가 있다. 또한 감사보수를 감사시간과 시간당보수를 통해 살펴본 분석 역시 감사인의 대응을 통해 경영자의 행동을 간접적으로 유추한 것으로 본 연구의 결과는 그 결과 자체에 국한하여 해석해야 할 것이다.

본 연구의 이어지는 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구에 대해 검토하고 이를 기초로 본 연구의 가설을 도출한다. 3장에서는 표본선정, 변수의 측정 및 가설 검증을 위한 연구모형을 설정하고 4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 5장에서는 연구의 결론을 제시한다.

II. 이론적 배경 및 가설 설정

2.1 임원 보상의 결정요인에 관한 연구

임원의 보상은 여러 결정요인들로 형성된다. 관련 선행연구에 의하면 임원 보상의 결정요인은 대체로 기업의 특성과 밀접한 관련이 있다. 예를 들어, 기업의 복잡성과 규모(Wysocki 2010; Wright et al. 2002; Fich et al. 2014; Hill et al. 2016), 성과(Smith and Watts 1992; Dah and Frye 2017), 위험요인(Miller and Bromiley 1990; Miller et al. 2002; Cheng 2004; Coles et al.

2006)에 따라 보상 수준에 결정되는 것으로 알려져 있다.

우선, 기업의 복잡성과 규모 관련 선행연구를 살펴보면, Wright et al.(2002)은 기업의 규모가 보상수준을 결정하는 요인이라고 주장한다. 구체적으로, 기업의 규모가 인수합병 등으로 증가하면 보상수준이 이에 상응하여 조정됨을 발견하였다.⁴⁾ 반면, Hill et al.(2016)은 경영자의 기업 장악력은 보상수준과 관련이 있으나 기업의 규모가 클수록 보상수준이 높아지는 않음을 발견하여 선행연구의 일반적인 발견과는 다소 다른 결과를 보고한다. 복잡성 측면에서 Fich et al.(2014)는 기업의 분할, 전략적 제휴, 유상증자 등의 활동은 기업의 복잡성을 증대하며 이러한 활동은 경영자 보상 수준의 증가와 관련이 있다고 본다.

다음으로, 기업위험과 보상의 관계를 살펴본 연구로 Cheng(2004)은 보상수준과 연구개발비의 관계를 탐색하였다. 이와 유사하게 Coles et al.(2006)은 보상수준이 연구개발비, 자본적투자, 부채비율 등의 기업위험요인과 관련이 있다고 주장한다. 또한 Chang et al.(2016)은 기업의 재무적 곤경이 신임 경영진의 보상과 체계적 관련이 있다고 주장한다. 동 연구는 신임 경영자가 기업의 재무위험 높을 때 이에 상응하는 수준의 보상이 결정되며 특히 주식기준 보상의 경우에 강한 관련성이 관찰되었다. 이상의 연구를 요약하면 기업 고유의 특성요인은 임원의 보상수준과 밀접한 관련이 있으며 이 요인들은 대체로 감사인이 인지하는 감사위험과도 관련이 있다. 따라서 임원의 보상 수준과 감사인의 대응을 살펴보기 위해서는 상기한 요인들을 적절히 통제할 필요성이 제기된다.

마지막으로 임원의 초과보상 측면에서 기업성과와

4) 다만 그 효과는 기업에 대한 감시 수준이 낮을수록 증가하였다. 즉, 경영자에 대한 감시가 능동적이고 적극적으로 이루어지는 기업에서는 기업의 규모와 보상의 관계가 약화되었다.

의 관련성을 조사한 선행연구들이 있다. 예를 들어, Core et al.(1999)은 미국 상장기업을 대상으로 경영자 초과보상과 미래성과 간의 관계를 분석하였다. 검증 결과 이사회 기능이 취약할수록 경영자가 초과보상을 받을 가능성이 높고 따라서 미래성과에 부정적인 영향을 미친다고 제시하였다. Chung et al.(2015) 역시 초과보상은 성과하락과 관련이 있으며 자발적 공시를 통해 모니터링 메커니즘이 확립된 기업은 상대적으로 그 부정적 효과가 감소한다고 보았다. Dah and Frye(2017)은 이사들의 보상이 평균적으로 과대하게 형성되어 있으며 이는 대리인문제를 심화할 가능성이 있다고 본다. 다만, 초과보상은 시간이 지남에 따라 감소하는 경향이 있었다.

2.2 임원 보상과 감사보수 관련 연구

임원의 보상과 관련된 연구는 상당한 실증결과를 축적한 정립된 주제이다. 다만, 임원의 보상과 감사인 보수 사이의 관련성을 조사한 것은 오래되지 않았다. 예를 들어, Engel et al.(2010)은 감사위원회 보상과 감사보수가 한계적인 수준에서 양의 관계가 있다고 보았다. 이를 검토한 연구인 Wysocki(2010)는 경영자 보상과 감사보수가 유의한 양의 관계를 가진다고 주장하고 있다. 이후의 연구흐름은 상당히 방대하므로 본 연구에서는 이를 경영자 보상과 감사인의 보상 사이의 관계에 영향을 미치는 요인으로 관련 선행연구를 다음과 같이 요약한다.

우선, 기업의 복잡성은 임원보상 및 감사보수에 영향을 미친다. 기업규모가 크고 업무환경이 복잡한 기업일수록 외부전문가를 선임하고 이에 상응하는 보상을 하여 경영 의사결정을 원활히 할 수 있다. 또한 노동시장에서 전문성을 갖춘 경영자에 대한 수요는 많지만 공급이 부족하기 때문에 이들에 더 많은 보

상이 지급될 가능성도 있다(Fama 1980; Rosen 1982; Wysocki 2010). 선행연구는 감사보수 측면에서도 고객기업의 자산규모, 매출액규모, 해외자산 규모, 계열회사의 수, 매출채권과 재고자산 등 영업활동의 복잡성을 대응하는 특성들이 감사보수와 밀접한 관련이 있다고 주장한다(Simunic 1980; Chung and Lindsay 1988).

둘째, 기업의 위험은 경영자 보상과 감사보수에 영향을 준다. 기업의 경영위험과 재무위험이 클수록 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 기업성과가 낮아지면 경영자는 해고될 가능성이 높고 따라서 경영자 보상도 감소된다(Smith and watts 1992). 반면, Miller and Bromiley(1990)는 경영자가 관련 위험을 통제하므로 위험부담이 큰 기업일수록 경영자 보상도 증가한다고 본다. 특히 현금 보상 외에 스톡옵션 보상을 받는 경영자일수록 기업위험과의 관계가 밀접하다(Yermack 1995). 감사보수 측면에서도 기업의 위험은 보수의 결정요인으로 작용한다. Stanley(2011)는 차기 고객기업의 영업성과가 당기의 감사보수와 음의 관계를 가짐을 발견하여, 고객기업의 영업위험이 감사보수에 반영된다고 주장하고 있다. 특히 성과 감소가 증가의 경우보다 감사보수에 더 유의하게 반영됨을 발견하였다. 또한 Krishnan and Wang(2015)은 경영자의 능력이 높을수록 감사보수와 계속기업가정에 대한 의문 표명 경향이 감소함을 보였다.

셋째, 엄격한 지배구조 하의 기업은 성과가 저조할 경우 경영자의 해고가능성이 높아지기 때문에 경영자는 상응한 위험부담에 따른 높은 보상을 부여 받을 수 있다. 또한 경영자의 이해일치가설에 따르면 경영자는 주주와 자신의 부를 모두 극대화하기 위해 능력 있는 인사를 영입하고 이들에 높은 보상을 준다고 본다. 예를 들어, Abbott et al.(2003)은 감

사위원회의 전문성과 독립성이 높을수록 감사보수와 유의한 양의 관계를 가진다고 주장하였다. 국내 선행연구로 정영진(2005)도 기업의 감사위원회 중 사외이사비율이 높고 참석률이 높을수록 감사보수가 높아지는 결과를 보고하고 있다. 다만, 이와 관련하여 상반된 가설도 존재하는데, 대표적으로 경영자 참호가설에서는 오히려 취약한 지배구조 하에서 경영자는 기업의 성과와 주주들의 이익을 우선시 하는 것보다 자신의 기회주의적 행동으로 자신의 보수를 높으려는 경향이 있는 것으로 본다.

일부 선행연구는 보상의 형태를 조사하기도 한다. 예를 들어, Bergstresser and Philippon(2006)은 경영자 보상에서 스톡옵션 보상이 차지하는 비중이 높을수록 재량적 발생액으로 이익조정을 하는 경우가 많다고 밝혔다. 따라서 외부감사인은 많은 노력을 투입해야 하므로 감사보수가 증가된다고 제시하였다. 이와 유사하게 이상철 등(2010)에서도 경영자에게 부여한 스톡옵션 비중이 높을수록 감사보수도 높아짐을 보고하고 있다. 이를 경영자 스톡옵션 보상이 클수록 통제위험도 커질 수 있기 때문에 외부 감사인은 이에 상응하여 높은 감사보수를 받는다고 설명한다. 이은서(2012)는 감사보수와 임원현금보수는 유의한 양의 관계가 나타났으며 감사시간과 임원현금보수는 통계적으로 유의하지 않은 관계를 보고하였다.

2.3 가설설정

임원의 보상과 감사인의 대응을 살펴봄에 있어 선행연구는 상반된 두 가지 가설을 제시한다. 이는 각각 경영자 참호가축가설과 이해일치가설이다. 우선,

경영자가 주주의 부와 무관하게 사적이익을 추구한다고 보는 참호가축 가설에서는 주주의 부 및 기업의 성과와 무관하게 경영자는 자신의 직위를 유지하기 위한 모든 수단을 강구한다고 본다. 따라서 경영자의 의사에 반하지 않는 임원으로 이사회를 구성하려는 유인이 있으며 이에 자연스럽게 임원의 보상이 높아진다(Wysocki 2010). 이와 같은 상황이 발생했을 때 감사인의 보상 즉, 감사보수는 증가할 것으로 예상된다. 그 근거로 다음과 같은 서로 다른 두 가지 해석을 제시할 수 있다. 첫째, 경영자가 참호를 구축한다면 경영자의 지위 보전을 위해 임원과 외부 감사인 모두에게 높은 수준의 보수를 지급할 가능성이 있다. 즉, 임원 뿐 아니라 외부감사인 역시 유리한 감사의견을 제시하는 감사인을 선임하고(Craswell 1988; Lennox 2000),⁵⁾ 동 감사인에게 높은 감사보수를 지급할 것이다(Choi et al. 2010). 이는 임원의 보상과 감사보수의 양의 관계를 예상하게 한다. 둘째, 감사인이 높은 임원 보상을 영업위험으로 인식하고 이에 대한 대응으로 감사보수를 높게 받을 가능성도 있다(Bell et al. 2001). 예를 들어, 고객 기업의 위험이 높아짐에 따라 감사인이 인지하는 감사위험이 증가하면 감사보수는 높아진다(Hogan and Wilkins 2008). 따라서 참호가축가설의 두 가능성 모두 임원의 보상과 감사보수 사이의 양의 관계가 예상된다.

다음으로, 이해일치가설에 따르면 경영자는 자신의 부와 주주의 부가 일치하는 방향으로 자신의 노력을 적극적으로 투입하려는 유인이 있다(Jensen and Murphy 1990). 이 이론에 의하면 경영자는 주주와 자신의 부를 극대화하기 위해 보다 높은 보상을 지급하여 외부 전문가를 임원으로 고용하려는

5) 회계감사 분야의 연구는 이와 같은 경향을 감사의견구매활동(opinion shopping)으로 본다.

경향이 있다. 즉, 자신의 부와 주주의 부가 일치되도록 적극적인 노력을 투입하여 기업성과를 높이려는 유인이 클 것이고(Fama 1980) 이를 위해 능력 있는 임원을 선임하고(Wysocki 2010), 이러한 성과에 신뢰성을 부여하기 위하여 양질의 외부 감사인을 선임할 것이다(Wallace 1987, 2004). 따라서 이해일치가설에 의해서도 임원의 보상과 감사보수는 양의 관계가 예상된다. 요약하면, 이상의 두 가설은 모두 임원의 보상과 감사보수 사이의 유의한 양의 관계를 예상하게 한다.

임원보상의 결정요인을 조사한 선행연구는 기업의 여러 특성이 임원의 보상액 결정에 영향을 미치는 것으로 보고 있다. 예를 들어, 기업의 규모가 크고 업무환경이 복잡하면 전문성이 높은 임원의 수요가 증가하고 따라서 이들에 지급되는 보수가 증가한다(Wright et al. 2002; Coles et al. 2006; Fich et al. 2014; Dah and Frye 2017). 따라서 이러한 결정요인들을 보상수준에서 제외해야 본 연구에서 살펴보고자하는 효과를 탐색할 수 있다. 이를 위해 본 연구는 해당요인들을 통제된 후의 초과보상을 이용한다. 이상의 논의를 기반으로 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1: 임원 초과보상과 감사보수 간에는 유의한 양의 관계가 있다.

전술한 가설 1에서는 임원의 초과보상과 감사보수 사이의 체계적 관계를 예상하였다. 본 연구는 고객기업의 임원 초과보상에 따른 감사인의 대응을 살펴보는 것을 주목적으로 한다. 감사인이 인지한 감사위험에 대응하는 방식은 두 가지가 있다. 즉, 감사위험을 줄이기 위해 보다 더 많은 감사노력을 투입하는 것과 감사위험에 상응하는 프리미엄을 수입하는

것이다. Simunic(1980)은 감사보수가 감사인이 투입하는 양적투입물과 고객기업의 위험에 상응하는 프리미엄의 결합으로 결정된다고 보았다. 선행연구는 이를 각각 감사시간과 시간당감사보수로 대응한다(Bae et al. 2016).

임원의 초과보상에 감사인이 어떻게 대응할지는 사전적으로 예측이 쉽지 않다. 예를 들어, 임원의 초과보상에 따라 감사보수가 증가할 때 감사시간 역시 증가할 것으로 예상할 수 있다. 경영자가 보다 높은 품질의 재무제표를 기대하기 위해 높은 보수를 지급하고 감사인을 선임하였다면, 감사인의 투입시간 역시 증가할 것이기 때문이다(Caramanis and Lennox 2008). 반면, 감사인이 영업위험에 대한 대응으로 감사투입시간보다는 위험프리미엄을 높일 것으로 예상할 수도 있다(Niemi 2002). 이러한 두 가지 경우와는 별개로 감사시간과 보수 프리미엄이 모두 높아질 가능성도 있다.

요약하면, 상기한 두 감사보수 결정요인은 모두 임원의 초과보상과 관련이 있을 수 있으며 둘 중 하나에서만 유의한 관련성이 관측될 가능성도 있다. 따라서 지금까지의 논의를 바탕으로 임원의 초과보상과 감사시간 및 시간당감사보수 사이의 관계를 다음과 같이 예측한다.

가설 2a: 임원 초과보상과 감사시간 간에는 유의한 양의 관계가 있다.

가설 2b: 임원 초과보상과 시간당감사보수 간에는 유의한 양의 관계가 있다.

다음으로, 이해일치가설과 참호구축가설이 임원의 초과보상과 감사보수 사이의 관계에 있어 사전적인 예측이 동일하므로 이를 구분하기 위해 기업가치와의 관련성을 조사한다. 전술한 바와 같이 주주와

의 이해일치를 위해 자신의 부와 주주의 부가 모두 극대화되도록 노력하는 경영자는 능력 있는 임원을 선임하여 기업가치를 높일 것이다(Fama 1980; Wysocki 2010). 또한 보고한 기업성과에 신뢰성을 부여하기 위하여 높은 수임료를 지급하여 양질의 외부 감사인을 선임할 것이다(Wallace 1987, 2004). 따라서 이해일치가설에 의하면 임원의 초과보상은 감사인에 지급하는 감사보수 증가에 따라 증분적으로 기업의 가치를 높일 것으로 예상된다. 반면, 참호구축가설이 지지된다면 임원의 초과보상은 기업가치의 하락으로 이어지거나 최소한 기업가치의 상승요인으로 작용하지 않을 것이며, 해당 기업의 감사인에게 지급되는 보수는 사중손실(deadweight loss)이 된다(DeFond and Zhang 2014). 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같은 세 번째 가설을 설정한다.

가설 3a: 이해일치가설이 지지된다면 임원의 초과 보상은 감사보수 증가에 따라 증분적으로 기업의 가치를 높인다.

가설 3b: 참호구축가설이 지지된다면 임원의 초과 보상은 감사보수 증가에 따라 증분적으로 기업의 가치를 떨어뜨린다.

III. 표본선정 및 모형설계

3.1 표본선정

본 연구는 임원 초과보상이 감사보수와 감사시간

에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 가설검증을 위한 분석 대상으로는 2011년부터 2017년까지 유가증권시장(KOSPI) 및 코스닥시장(KOSDAQ)에 상장된 기업으로 총 8,039 기업-연도를 표본으로 선정하였다. 본 연구의 표본은 다음과 같은 조건에 만족하는 기업을 대상으로 하였다.

- (1) 결산월이 12월인 기업;
- (2) 금융업에 속하지 않은 기업;
- (3) 금융감독원 전자공시시스템에서 임원보상 데이터를 구할 수 있는 기업;
- (4) TS2000, KIS-Value에서 필요한 재무제표 자료를 구할 수 있는 기업.

이상과 같은 조건으로 표본 대상을 선정한 이유는 다음과 같다. 첫째, 결산월이 12월이 아닌 기업을 제외 한 이유는 결산월 차이로 인한 영향을 통제하기 위함이다. 둘째, 금융업은 일반 제조업과 재무제표의 구성항목, 양식이 상이하여 비교 분석하기가 어렵기 때문에 비금융업종을 이용한다. 셋째, 금융감독원 전자공시시스템에서 임원보상 자료를 수집하였으며 TS2000 데이터베이스를 통해 이를 보완하였다. 또한 본 연구 실증분석에서 필요한 재무데이터는 KIS-Value와 TS2000 수집하였다.

〈Table 1〉에는 표본의 연도별 분포를 제시한다. 본 연구는 2011년을 표본시작 기간으로 하여 2017년까지를 이용하며 연도별 기업의 수는 점차 증가하고 있다.⁶⁾ 시작연도에는 1,050개의 상장기업이 분포하며 2017년에는 1,248개의 표본이 분석에 활용되고 있다. 본 연구는 감사보수와 임원의 보상 사이

6) 본 연구에서 표본시작기간을 2011년으로 한 것은 K-IFRS의 도입 이후의 표본을 이용하기 위함이다. K-IFRS과 K-GAAP의 차이로 인해 국제회계기준 도입 전후 감사인의 대응 수준이 상이하고 이는 감사보수와 시간에도 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 이에 본 연구는 2011년 이후의 표본을 사용하여 표본의 내적타당성을 구축한다.

〈Table 1〉 표본의 연도별 분포

Year	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total
전체표본	1,050	1,088	1,117	1,156	1,162	1,218	1,248	8,039
Lead-Lag 표본	1,030	1,062	1,069	1,127	1,148	1,191	-	6,627

에 존재할 수 있는 내생요인을 완화하기 위해 당기의 임원 초과보상과 당기의 감사보수 뿐 아니라 차기의 감사보수와의 관계도 조사한다.⁷⁾ 따라서 이러한 Lead-lag분석에 이용된 표본의 연도별 기업 수도 〈Table 1〉에 함께 제시한다. 해당 분석에 활용된 표본기업-연도의 수는 6,627개이다. 본 연구는 이러한 당기-차기 분석의 결과를 주요결과로 보고하고, 당기-당기 결과를 추가분석으로 보고한다. 후술하겠지만, 이 두 분석의 결과는 질적으로 동일하다.

3.2 모형설계

3.2.1 임원 초과보상의 추정

본 연구에서의 주된 관심변수인 임원 초과보상을 추정하기 위하여 보상의 결정요인들을 포함하여 다음과 같은 모형을 설정하였다(Smith and Watts 1992; Core et al. 1999; Chung et al. 2015; Dah and Frye 2017).

$$\begin{aligned}
 LnCompen1(LnCompen2) = & \beta_0 + \beta_1LagSize \\
 & + \beta_2LagLeverage + \beta_3LagINVREC \\
 & + \beta_4LagMTB + \beta_5LagROA + \beta_6LagCF \\
 & + \beta_7LagRet + \beta_8LagLarge + \beta_9LagLoss \\
 & + \beta_{10}Lag\sigma(Sales) + \beta_{11}Lag\sigma(CF) \\
 & + \beta_{12}Lag\sigma(Ret) + \Sigma Firm + \Sigma YEAR + \varepsilon \quad \text{식(1)}
 \end{aligned}$$

여기서,

- LnCompen1*: 임원 평균보상의 자연로그 값;
- LnCompen2*: 등기이사인 임원의 평균보상의 자연로그값;
- LagSize*: 전기총자산의 자연로그 값;
- LagLeverage*: 전기부채비율(총부채/총자산);
- LagINVREC*: 전기 매출채권과 재고자산의 합을 총자산으로 나눈값;
- LagMTB*: 전기보통주시가총액/자기자본 장부가액;
- LagROA*: 전기총자산이익률(당기순이익/총자산);
- LagCF*: 전기영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산);
- LagRet*: 전기 보유기간 주식수익률;
- LagLarge*: 전기최대주주 지분율;
- LagLoss*: 전기에 손실을 보고한 기업은 1, 아니면 0;
- Lagσ(Sales)*: 전기 기준으로 직전 3개년도 매출액의 표준편차;
- Lagσ(CF)*: 전기 기준으로 직전 3개년의 영업현금흐름의 표준편차;
- Lagσ(Ret)*: 전기 기준으로 직전 3개년 주가수익률의 표준편차;
- $\Sigma Firm$: 기업 고정효과;
- $\Sigma YEAR$: 연도 고정효과;
- ε : 오차항, 임원의 초과보상.

위의 식(1)의 종속변수는 임원 평균보상의 자연로그값이다. 본 연구는 결과의 강건성을 위해 두 가지 보상을 이용한다. 하나는 모든 임원의 평균보상값이다(*LnCompen1*). 다른 하나는 등기임원의 보상만을 이용한다(*LnCompen2*). 이는 미등기이사 혹은 사외이사 등의 임원은 등기이사와 기업에서의 위치

7) 이러한 의견을 제시해준 심사자에게 감사드린다.

와 의사결정 권한에 있어 체계적 차이가 존재할 가능성이 있기 때문이다. 예를 들어, 사외이사는 이사회에 결정에 있어 등기이사와는 다른 성격의 역할을 할 수 있으며 최근의 관련 규제 역시 이를 인지하고 사외이사의 역할을 강화하려는 움직임을 보이고 있다.⁸⁾

다음으로 모형에 통제된 변수들은 보상수준에 영향을 미치는 것으로 알려진 요인들이다. 본 연구는 결정요인과 보상수준과의 인과관계를 명확히 하고, 잠재적 내생성을 완화하기 위해 통제변수들은 전기값을 사용하며 이는 관련 선행연구에서 널리 이용하는 방법이다(e.g. Dah and Frye 2017).

우선, Core et al.(1999)는 기업의 고유특성이 경영자 보상에 결정적인 영향을 미친다고 제시하였다. 가장 대표적으로 기업규모(LagSize)가 클수록 기업의 복잡성에 의해 업무량이 많아지고 경영자에 대한 전문성 요구가 높아질 것이다. 따라서 기업규모가 클수록 경영자 보상이 증가될 것으로 예측한다. 기업의 재무건전성의 악화는 파산위험을 높이며 이에 경영자 보상과 밀접한 관련이 있다. 이에 부채비율(LagLeverage)을 통제한다. 또한 전술한 기업규모와 유사하게 기업복잡성을 대응하기 위해 재고자산과 매출채권의 비중(LagINVREC)을 포함한다. 기업의 성장성과 투자기회는 경영자 보상과 양의 관련이 보고되고 있다(Dah and Frye 2017). 이에 자기자본의 시가와 장부가 비율(LagMTB)을 통제한다. 기업의 성과와 유동성이 임원의 보상과 체계적 관련이 있다는 선행연구는 상당한 결과를 이미 축적하고

있다(Smith and Watts 1992; Dah and Frye 2017). 이에 기업의 회계성과(LagROA), 영업현금흐름(LagCF) 및 추가수익률(LagRet)을 통제한다. 국내기업의 주요 특성요인 중 하나인 기업집단의 형성은 경영자 보상과 밀접한 관련이 있다. 예를 들어, 김용식(2017)은 집단 소속 소유경영자가 초과보상 수준이 높음을 발견하였다. 이에 대주주지분율(LagLarge)을 통제한다. 기업이 손실을 보고할 경우 부정적인 회계성으로 인해 보상수준이 감소될 수 있다. 이에 손실여부(LagLoss)를 통제한다. 기업이 당면한 위험은 임원이 보상수준에 직접적인 영향을 미친다(Miller and Bromiley 1990; Miller et al. 2002; Coles et al. 2006). 선행연구에 따라 최근 3년간의 매출액(Lagσ(Sales)), 영업현금흐름(Lagσ(CF)) 및 추가수익률(Lagσ(Ret)) 표준편차를 기업의 영업위험으로 대응하여 모형에 포함한다(최경수와 김경혜 2016). 마지막으로 기업 고정효과($\Sigma Firm$)와 연도 고정효과($\Sigma YEAR$)를 포함한다. 우선 개별 기업의 고정효과는 시간에 따라 변하지 않는(time-invariant) 기업 고유의 특성 중 모형에 포함된 변수들로 통제되지 못한 생략변수들을 통제하는 효과를 가진다.⁹⁾ 또한 종속변수의 시계열적 변화를 통제하기 위해 연도별 고정효과를 포함한다.

3.2.2 연구모형

본 연구의 첫 번째 가설인 임원 초과보상이 감사

8) 예를 들어, 임원의 자격 제고와 사외이사의 독립성 확보 차원에서 개정된 자본시장법에서는 기업에 속한 계열사 퇴직 이후 3년 이내에는 해당 기업의 사외이사로 근무할 수 없도록 하였다. 또한 한 회사에서 6년, 계열사 포함 9년을 초과해 사외이사로 근무하지 못하도록 규정하고 있다. 이는 동일 기업에서 근무한 이사가 사외이사를 재취업 함으로써 발생하는 비효율적 모니터링을 줄이기 위함으로 보인다.

9) 본 연구는 기업 고정효과를 통제한 후 산출된 초과보상을 이용한 결과를 보고하고 있다. 표로 제시하지는 않았으나, 기업 고정효과를 통제하지 않거나 기업 고정효과 대신 산업 고정효과를 통제하여 산출한 초과보상을 이용한 결과는 본 연구에 보고된 결과와 질적으로 동일하며 통계적 유의성은 더 높다. 이는 초과보상 산출시 생략변수와 시간에 따라 불변하는 기업 특성을 통제하기 위해 기업별 고정효과가 포함되는 것이 보다 정제된 모형일 가능성을 시사한다.

보수에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다음과 같은 식(2)을 이용한다.

$$\begin{aligned}
 LnFee_{t+1} = & \beta_0 \\
 & + \beta_1 ExcessCompen1 (ExcessCompen2) \\
 & + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 INVREC \\
 & + \beta_5 MTB + \beta_6 ROA + \beta_7 CF + \beta_8 Ret + \beta_9 Large \\
 & + \beta_{10} Group + \beta_{11} Loss + \beta_{12} \sigma(Sales) \\
 & + \beta_{13} \sigma(CF) + \beta_{14} \sigma(Ret) + \beta_{15} AbsPMDA \\
 & + \beta_{16} OPN + \beta_{17} Big + \beta_{18} Tenure + \beta_{19} LnSub \\
 & + \Sigma IND + \Sigma YEAR \quad \text{식(2)}
 \end{aligned}$$

여기서,

LnFee: 감사보수의 자연로그값;

ExcessCompen1: 임원 평균보상으로 추정된 초과보상(식(1)의 잔차);

ExcessCompen2: 등기이사인 임원의 평균보상으로 추정된 초과보상(식(1)의 잔차);

Size: 총자산의 자연로그 값;

Leverage: 부채비율(총부채/총자산);

INVREC: 매출채권과 재고자산의 합을 총자산으로 나눈 값;

MTB: 보통주시가총액/자기자본 장부가액;

ROA: 총자산이익률(당기순이익/총자산);

CF: 영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산);

Ret: 보유기간 주식수익률;

Large: 최대주주 지분율;

Group: 기업집단 소속기업이면 1, 아니면 0;

Loss: 손실을 보고한 기업은 1, 아니면 0;

$\sigma(Sales)$: 직전 3개년도 매출액의 표준편차;

$\sigma(CF)$: 직전 3개년도의 영업현금흐름의 표준편차;

$\sigma(Ret)$: 직전 3개년 주가수익률의 표준편차;

AbsPMDA: 성과대응 재량적발생액의 절대값;

OPN: 적정 이외의 감사의견이면 1, 아니면 0;

Big: 대형감사법인의 고객기업이면 1, 아니면 0;

Tenure: 감사인 계속감사기간;

LnSub: 계열회사 수의 자연로그값;

ΣIND : 산업별 더미변수;

$\Sigma YEAR$: 연도별 더미변수.

식(2)의 종속변수는 감사보수의 자연로그값(*LnFee*)이며 차기의 값을 이용한다. 독립변수는 모두 당기의 값을 이용하며 이는 임원의 초과보상과 감사보수 사이에 존재하는 내생성을 완화하기 위함이다.¹⁰⁾ 관심변수는 식(1)에서 추정된 잔차항으로 임원 초과보상을 의미한다. 전술한 바와 같이 결과의 강건성을 위해 모든 임원의 평균보상값(*LnCompen1*)과 등기이사의 보상을(*LnCompen2*)을 이용하여 추정된 초과보상(각각 *ExcessCompen1*, *ExcessCompen2*)을 이용한다. 임원 초과보상이 높을수록 감사보수가 증가한다는 가설1의 예측에 따르면 식(2)의 계수 β_1 은 양의 방향으로 유의할 것이다.

식(2)에 포함된 통제변수는 선행연구에 근거한다. 우선, 감사보수를 결정하는 요인과 임원의 보상을 결정하는 요인은 기업의 복잡성과 위험과 관련된다. 점에서 상호 매우 유사하다(Wysocki 2010). 예를 들어, 기업의 규모, 재무건전성, 복잡성, 성과, 영업위험 등은 모두 감사보수 결정요인으로도 널리 이용된다(Simunic 1980). 또한 Lennox et al. (2012)는 회계분야 연구들이 2단계 모형 적용시 변수의 선택에 있어 매우 신중해야함을 제시하고 있다. 구체적으로 동 연구는 2단계에 걸친 회귀분석 모형을 적용할 때에는 2단계에 1단계에 사용한 변수들

10) 예를 들어, 임원의 초과보상과 감사보수 사이에 역인과관계가 존재할 수 있으며, 이를 완화하기 위해 Lead-lag 방식의 회귀분석을 이용한다. 추가분석에서는 당기의 임원 초과보상과 당기의 감사보수의 관계를 조사하였으며, 이 두 분석은 질적으로 동일한 결과를 보인다.

을 모두 사용하여야 모형설정의 오류가 감소한다고 주장하고 있다. 이에 본 연구는 전술한 식(1)에서 사용한 변수들을 모두 모형에 포함한다.¹¹⁾

또한 이에 추가적으로 감사인이 기업위험요인으로 인지할 가능성이 있는 변수들을 포함하였다. 예를 들어, 이익조정은 감사인의 영업위험과 관련이 있다 (Becker et al. 1998; 최경수와 김경혜 2016). 이에 성과대응 재량적발생액의 절대값(*AbsPMDA*)을 포함한다.¹²⁾ 감사의견(*OPN*), 감사인의 규모 (*Big*)¹³⁾, 계속감사기간(*Tenure*)은 감사보수와 시간에 영향을 미친다(DeAngelo 1981; Simon and Francis 1988; Craswell et al. 2002). 이에 해당 변수들을 통제한다. 계열회사의 존재는 연결재무제표의 복잡성을 높이므로 감사업무의 복잡성과 관련되며 이에 계열회사 수의 자연로그값(*LnSub*)을 포함한다. 마지막으로 연도와 산업더미를 포함하여 시계열적 변화와 산업별 고유특성이 보상수준에 미치는 영향을 통제한다. 또한 본 연구의 모든 통계량은 기업-수준에서의 클러스터링(firm-level clustering)으로 조정된 값이다.

다음으로, 가설 2a와 2b는 종속변수가 각각 감사시간과 시간당보수이며 관심변수는 임원의 초과보상이다. 이를 조사하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{LnHour}_{t+1}, (\text{LnFeeperHour}_{t+1}) = & \beta_0 \\ & + \beta_1 \text{ExcessCompen1} (\text{ExcessCompen2}) \\ & + \text{Controls} + \Sigma \text{IND} + \Sigma \text{YEAR} \end{aligned} \quad \text{식(3)}$$

여기서,

LnHour: 감사시간의 자연로그값;

LnFeeperHour: 시간당감사보수의 자연로그값;

기타의 변수는 전술한 식에서와 같다.

위의 식(3)에서 β_1 이 유의한 양의 값(음의 값)을 가지면 감사시간이 임원의 초과보상이 증가할수록 높아짐(낮아짐)을 의미한다. 시간당감사보수에 대한 해석 역시 동일하다. 이를 통해 감사인이 어떠한 방식으로 임원의 초과보상에 대응하는지를 확인할 수 있다.

마지막으로, 가설 3a와 3b는 이해일치가설과 참호구축가설을 구분하기 위해 임원의 초과보상과 감사보수의 증분적 효과가 차기의 기업가치에 미치는 영향을 조사한다. 기업가치는 선행연구에 따라 토빈의 *Q*(*TobinQ*)로 대응한다. 아래의 식(4)에서 임원의 초과보상과 감사보수의 상호작용항(*ExcessCompen1*Audit*)이 유의한 양의 값(음의 값)을 보이면, 임원의 초과보상과 감사보수가 증분적으로 차기의 기업가치와 양의 관계(음의 관계)가 있음을 의미한다.¹⁴⁾ 본 연구는 추가적으로 임원의 초과보상의 전반적인 효과를 살펴보기 위해 β_1 과 β_3 의 합의 유의성을 F-Test를 통해 조사한다. 또한 전술한 가설 2에서 감사보수를 감사시간과 시간당보수로 구분하였으므로, 식(4) 역시 감사시간과 시간당보수에 대해서도 조사한다. 즉, *Audit* 변수는 모형에 따라 각각 *LnFee*, *LnHour*, 그리고 *LnFeeperHour*이다.

11) 식(1)에서는 보상수준과 기업특성요인들간 인과관계를 명확히 하고 내생요인을 줄이고자 독립변수들은 모두 전기값을 이용하였다. 표로 제시하지는 않았으나, Lennox et al.(2012)의 제안을 그대로 적용하여 식(2)에서 독립변수들을 모두 전기값을 사용하거나, 식(1)에서 독립변수들을 모두 당기값을 이용한 후 식(2)에서도 당기값을 이용하는 경우 모두 결과는 질적으로 유사하였다.

12) 성과대응 재량적발생액은 Dechow et al.(1995)의 수정 Jones 모형에 성과를 반영한 Kothari et al.(2005)에 따라 산출하였다.

13) 여기에서 대형감사인은 삼일, 삼정, 안진, 한영(Big4)을 의미한다.

14) 이때 *LnFee*는 감사보수가 증위수 보다 크면 1인 더미변수를 이용한다. 이는 상호작용 항의 해석을 위함이다. *LnHour*와 *LnFeeperHour*에 대해서도 동일하게 적용한다. 표로 제시하지는 않았으나, *LnFee*, *LnHour*, *LnFeeperHour*의 연속변수를 이용하여도 결과는 동일하였다.

$$\begin{aligned} \text{Tobin}Q_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ExcessCompen1} + \beta_2 \text{Audit} \\ & + \beta_3 \text{ExcessCompen1} * \text{Audit} + \text{Controls} \\ & + \Sigma \text{IND} + \Sigma \text{YEAR} \end{aligned} \quad \text{식(4)}$$

여기서,

TobinQ: 기업가치의 대응치, (자본의 시가+부채의 장부가)/자산의 장부가;

Audit: 감사보수, 감사시간 및 시간당감사보수.

기타의 변수는 전술한 식에서와 같다.

IV. 실증분석

4.1 기술통계

〈Table 2〉는 본 연구의 주요 변수에 대한 기초통계량을 제시한다. 이상치가 실증분석 결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 상·하위 1%에 속하는 관측치를 조정(winsorize)하였다. 표를 살펴보면, 우선 임원의 평균보상액은 173,358(천원)이다. 등기이사만을 이용하여 평균을 산출할 경우는 이보다 높은 288,101(천원)이다. 이는 예상과 같이 등기이사의 보수수준이 다른 이사들의 보수수준보다 높음을 시사한다. 식(1)에서 산출한 잔차항으로 초과보상을 나타내는 *ExcessCompen1*, *ExcessCompen2* 변수는 모두 그 평균값이 0.00이다. 이는 이 변수들이 회귀식의 잔차이기 때문이다. 다음으로, 외부감사인 감사보수의 자연로그 값인 *LnFee*의 평균값(표준편차)은 11.27(0.67)이고, 감사시간 자연로그 값인 *LnHour*의 평균값(표준편차)은 6.94(0.69)이다. 시간당감사보수의 자연로그값은 평균과 표준편차가 각각 4.33, 0.35이다. 차기의 값도 이와 유사하다. 예를 들어, 감사보수, 시간 및 시간당 보수의 차기

평균값은 각각 11.29, 6.97, 4.32이다.

통제변수를 살펴보면 기업규모를 나타내는 *Size*의 평균값은 19.06이고 중위수는 18.77이다. 표본기업들의 평균 부채비율(*Leverage*)은 40% 정도이다. 기타 통제변수들도 대체로 선행연구의 기술통계와 매우 유사하다. 재고자산과 매출채권의 비중, 시가 대 장부가 비율, 총자산이익률, 영업현금흐름의 평균값은 각각 0.27, 1.56, 0.01, 0.04이다. 보유기간 수익률은 평균 14%이다. 대주주지분율의 평균은 27%이며 상위 1%에 해당하는 기업은 70%를 보이고 있다. 기업집단에 소속된 기업을 의미하는 *Group*의 평균값은 0.41이다. 손실보고 비율은 27%이다. 매출액과 영업현금흐름의 최근 3개년 표준편차는 억원 단위로 표시되어 있으며 그 평균값은 각각 738.91, 303.32이다. 또 다른 기업의 영업위험 대응치인 주가수익률 표준편차 평균값은 0.55이다. 적정이외의 감사의견은 1%에 미달하며, 대형감사인의 고객기업은 50%, 감사인의 평균 계속감사기간은 5.30년, 계열회사 수의 자연로그값은 평균 1.66이다.

다음으로, 변수들간의 피어슨 상관관계를 〈Table 3〉에 제시한다. 임원의 초과보상을 기준으로 살펴보면, 예상과 같이 감사보수, 시간은 초과보상과 유의한 양의 관계가 있다. 그러나 시간당보수는 유의하지 않다. 이러한 관계는 가설 1, 2가 부분적으로 최소한 단일변량분석에서는 지지되고 있음을 의미한다. 또한 기업의 회계성과, 영업현금흐름, 주가수익률은 모두 초과보상과 양의 관계가 있다. 반면, 손실여부와 재량적발생액의 절대값은 유의한 음의 관계가 있다. 통제변수의 상당수가 초과보상과 유의한 관련이 없는 것은, 이 변수들로 설명되지 않는 잔차항이 초과보상 변수임을 상기한다면 매우 당연한 결과로 해석할 수 있다. 이어지는 분석에서는 다중회귀분석을 통해 보다 면밀한 조사를 수행한다.

〈Table 2〉 기술통계량

Variable	Mean	SD	1%	25%	Median	75%	99%
Compen1(천원)	173,358	144,702	16,480	87,673	131,182	204,667	874,102
Compen2(천원)	288,101	294,164	23,068	129,000	198,911	323,740	1,852,037
ExcessCompen1	0.00	0.55	-1.51	-0.36	0.00	0.36	1.34
ExcessCompen2	0.00	0.57	-1.53	-0.37	0.00	0.38	1.42
LnFee	11.27	0.67	10.09	10.82	11.16	11.51	13.61
LnHour	6.94	0.69	5.68	6.48	6.80	7.26	9.29
LnFeeperHour	4.33	0.35	3.46	4.11	4.32	4.54	5.30
LnFee _{t+1}	11.29	0.68	10.13	10.82	11.16	11.56	13.61
LnHour _{t+1}	6.97	0.69	5.70	6.51	6.82	7.28	9.29
LnFeeperHour _{t+1}	4.32	0.34	3.47	4.11	4.32	4.53	5.25
TobinQ _{t+1}	1.32	0.86	0.49	0.83	1.05	1.46	5.65
Size	19.06	1.37	16.70	18.15	18.77	19.68	23.87
Leverage	0.40	0.20	0.05	0.24	0.40	0.55	0.86
INVREC	0.27	0.14	0.01	0.16	0.25	0.36	0.65
MTB	1.56	1.48	0.27	0.69	1.08	1.82	9.11
ROA	0.01	0.09	-0.43	-0.01	0.02	0.06	0.19
CF	0.04	0.08	-0.21	0.00	0.04	0.09	0.25
Ret	0.14	0.57	-0.70	-0.20	0.01	0.31	2.76
Large	0.27	0.14	0.09	0.17	0.24	0.35	0.70
Group	0.41	0.49	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
Loss	0.27	0.45	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
$\sigma(\text{Sales})$	738.91	2,431.97	5.66	54.00	134.04	362.67	18,822.44
$\sigma(\text{CF})$	303.32	1,026.70	3.31	26.96	58.58	152.13	7,927.13
$\sigma(\text{Ret})$	0.55	0.52	0.04	0.23	0.40	0.66	3.06
AbsPMDA	0.06	0.06	0.00	0.02	0.04	0.07	0.30
OPN	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Big	0.50	0.50	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
Tenure	5.30	3.40	1.00	3.00	5.00	7.00	16.00
LnSub	1.66	1.47	0.00	0.00	1.61	2.64	5.91

1) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

2) 기술통계량에 이용된 변수별 표본의 수는 *ExcessCompen2*는 7,928개, 차기값을 이용한 변수(*LnFee_{t+1}*, *LnHour_{t+1}*, *LnFeeperHour_{t+1}*, *TobinQ_{t+1}*)는 6,627개, 나머지 변수는 8,039개이다.

〈Table 3〉 변수간 피어슨 상관관계

Variable	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.	18.	19.	20.	21.	22.	23.	
1.ExcessCompen1	1.00																							
2.ExcessCompen2	0.93	1.00																						
3.LnFee	0.03	0.04	1.00																					
4.LnHour	0.02	0.03	0.86	1.00																				
5.LnFeeperHour	0.02	0.02	0.21	-0.31	1.00																			
6.TobinQt+1	0.00	0.01	-0.03	-0.07	0.07	1.00																		
7.Size	0.01	0.01	0.80	0.81	-0.06	-0.19	1.00																	
8.Leverage	0.00	0.01	0.24	0.21	0.04	-0.07	0.18	1.00																
9.INVREC	0.01	0.01	-0.14	-0.14	0.01	-0.06	-0.15	0.19	1.00															
10.MTB	0.01	0.01	0.00	-0.05	0.08	0.76	-0.17	0.05	-0.05	1.00														
11.ROA	0.09	0.08	0.03	0.05	-0.05	-0.07	0.22	-0.31	0.07	-0.14	1.00													
12.CF	0.04	0.04	0.08	0.09	-0.01	0.00	0.17	-0.18	-0.06	-0.04	0.51	1.00												
13.Ret	0.03	0.04	-0.06	-0.06	0.00	0.15	-0.06	-0.04	0.03	0.26	0.13	0.08	1.00											
14.Large	-0.01	0.00	0.04	0.06	-0.05	-0.09	0.10	-0.02	0.01	-0.09	0.16	0.12	0.00	1.00										
15.Group	0.00	0.01	0.31	0.34	-0.09	-0.05	0.38	0.09	-0.12	-0.03	0.05	0.05	-0.03	0.17	1.00									
16.Loss	-0.07	-0.08	-0.03	-0.04	0.03	0.08	-0.17	0.27	-0.07	0.11	-0.70	-0.39	-0.11	-0.12	-0.05	1.00								
17.σ(Sales)	0.00	0.00	0.57	0.56	0.00	-0.06	0.62	0.13	-0.08	-0.04	0.06	0.07	-0.05	0.02	0.23	-0.03	1.00							
18.σ(CF)	0.00	0.00	0.59	0.57	0.00	-0.07	0.63	0.12	-0.12	-0.06	0.04	0.06	-0.04	0.01	0.22	-0.02	0.80	1.00						
19.σ(Ret)	0.00	-0.01	-0.10	-0.10	0.02	0.06	-0.12	0.03	0.05	0.10	-0.02	-0.03	-0.06	-0.05	-0.03	0.03	-0.05	-0.06	1.00					
20.AbsPMDA	-0.04	-0.04	-0.05	-0.07	0.05	0.11	-0.17	0.17	0.00	0.19	-0.44	-0.13	-0.01	-0.09	-0.03	0.27	-0.03	-0.03	0.05	1.00				
21.OPN	-0.03	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.09	-0.03	0.04	-0.02	0.05	-0.11	-0.06	-0.01	-0.02	-0.02	0.06	-0.01	0.00	-0.01	0.09	1.00			
22.Big	-0.01	-0.01	0.44	0.51	-0.16	-0.06	0.42	0.08	-0.04	-0.06	0.09	0.11	-0.04	0.14	0.28	-0.08	0.22	0.22	-0.07	-0.06	-0.02	1.00		
23.Tenure	0.03	0.03	0.07	0.06	0.02	-0.01	0.07	-0.07	0.02	-0.03	0.05	0.05	0.02	0.00	-0.02	-0.03	0.06	0.06	-0.03	-0.05	0.00	0.12	1.00	
24.LnSub	-0.01	-0.01	0.44	0.45	-0.05	-0.07	0.49	0.15	-0.11	-0.06	0.05	0.07	0.00	0.12	0.46	-0.05	0.34	0.31	-0.04	-0.04	-0.02	0.32	0.03	

1) 굵은 글씨체는 1% 이상의 수준에서 유의함을 의미한다(two-tailed).

2) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

4.2 임원 초과보상의 추정

본 절에서는 전술한 식(1)을 이용해 임원의 초과 보상을 추정한다. <Table 4>의 모형 (1)과 (2)는 각각 $LnCompen1$, $LnCompen2$ 를 종속변수로 이용한 결과이다.¹⁵⁾ 모형에 포함된 변수들 중 기업규모 ($LagSize$), 재고자산과 매출채권비중($LagINVREC$), 총자산이익률($LagROA$), 영업현금흐름($LagCF$)은

유의한 양의 계수를 보인다. 이는 기업이 규모가 크고 영업활동이 복잡할수록 임원의 평균적인 보상수준이 높아짐을 의미한다. 또한 회계이익과 현금흐름으로 대용한 기업성능이 높을수록 보상수준이 높음을 시사한다. 이는 선행연구의 발견과 대체로 일치하는 것이다.

반면, 부채비율의 증가($LagLeverage$)와 손실보고($LagLoss$)는 보상수준의 감소로 이어진다. 이는 채

〈Table 4〉 임원 초과보상의 산출

Independent variable	Model (1) $DEP = LnCompen1$		Model (2) $DEP = LnCompen2$	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	7.580***	9.78	6.941***	8.57
<i>LagSize</i>	0.219***	5.31	0.277***	6.41
<i>LagLeverage</i>	-0.169	-1.61	-0.279***	-2.54
<i>LagINVREC</i>	0.364***	2.93	0.424***	3.25
<i>LagMTB</i>	-0.003	-0.36	0.006	0.73
<i>LagROA</i>	0.519***	4.17	0.436***	3.54
<i>LagCF</i>	0.430***	4.52	0.520***	5.08
<i>LagRet</i>	0.007	0.76	0.004	0.37
<i>LagLarge</i>	-0.235	-1.29	-0.282	-1.49
<i>LagLoss</i>	-0.045**	-2.47	-0.050***	-2.60
<i>Lagσ(Sales)</i>	0.000	0.88	0.000	0.60
<i>Lagσ(CF)</i>	0.000	0.44	0.000	0.89
<i>Lagσ(Ret)</i>	0.001	0.04	-0.013	-0.88
<i>Firm</i>	Included		Included	
<i>Year</i>	Included		Included	
F-value	10.73***		14.39***	
Adjusted R ²	0.7314		0.7599	
No. of obs.	8,224		8,108	

1) T-값은 기업 수준에서 클러스터링된(firm-level clustered) 값이다.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미한다.

3) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

15) 모형 (1)과 (2)에서 분석에 이용된 표본의 수는 각각 8,224개와 8,108개이다. 표본 수의 차이는 종속변수에 기인한다. 즉, 등기이사 보고되지 않은 기업은 모형 (2)에서는 제외된다.

무건전성과 실적이 악화된 기업의 임원 보상이 낮아짐을 의미한다. 이상의 결과는 모형 (1)과 (2)에서 대체로 유사해 등기이사인 임원과 전체 임원의 보상 결정요인이 일관성 있음을 의미한다. 모형의 설명력은 모형 (1)과 (2)에서 각각 약 73%, 76%로 상당히 높은 수준을 보인다. 이는 모형에 포함된 변수들이 임원의 평균적인 보상 수준을 대체로 잘 설명하고 있음을 의미한다. 또한 모형에 포함된 기업 고정효과가 임원의 보상을 상당부분 설명하고 있음을 시사한다.¹⁶⁾ 이어지는 절에서는 <Table 4>에서 추정된 임원의 초과보상을 이용하여 가설을 검증한다.

4.3 가설검증 결과

본 절에서는 가설을 검증한 결과를 제시한다. 가설 1에서는 임원의 초과보상과 감사보수의 양의 관계를 예상하였다. 분석결과는 <Table 5>에 제시한다. 모형(1)과 (2)는 각각 *ExcessCompen1*, *ExcessCompen2*를 관심변수로 이용한 결과이다.¹⁷⁾ 먼저 모형 (1)을 살펴보면, *ExcessCompen1*의 계수값은 5% 수준에서 유의한 양의 관계를 가진다(계수값=0.024, t값=2.12). 경제적 중요성으로 환산할 경우 임원 초과보상이 1표준편차 증가할 때 감사보수는 약 1.3% 증가한다. 모형 (2)를 살펴보면, *ExcessCompen2*의 계수값은 10% 수준에서 유의한 양의 관계를 가진다(계수값=0.019, t값=1.80). 이는 등기임원의 평균보상이 1표준편차 증가하면 감사보수가 약 1.1% 높아지는 것으로 해석된다. 이상

의 결과는 임원의 초과보상과 감사보수 간의 통계적으로 유의한 양의 관계를 제시한다. 즉, 가설1에서 예측한 바와 같이 임원의 초과보상에 대해 감사인은 보수를 높게 수입하는 것으로 대응한다.

통제변수들의 결과를 보면 기업규모(*Size*), 부채비율(*Leverage*), 성장률(*MTB*), 추가성과(*Ret*), 매출액 변동성($\sigma(Sales)$), 영업현금 변동성($\sigma(CF)$), 이익조정(*AbsPMDA*), 비적정감사의견(*OPN*)은 감사보수와 유의한 양의 관계가 있다. 또한 선행연구의 발견과 일관되게 감사인의 규모(*Big*)도 유의한 양의 계수를 보이며, 기업의 복잡성은 나타내는 *LnSub* 역시 감사보수와 유의한 양의 관계가 있다. 반면, 기업의 회계성과(*ROA*)는 유의한 음의 계수값을 보인다. 이는 성과가 높은 기업의 감사보수가 낮음을 의미한다. 이러한 결과는 높은 성과를 보이는 기업에 대해 감사인이 인지하는 감사위험의 수준이 낮을 수 있음을 시사한다. 또한 대주주지분율(*Large*)과 기업집단 소속여부(*Group*) 역시 유의한 음의 계수를 보인다. 이상의 통제변수들의 결과는 모형 (1)과 (2)가 매우 유사하다. 모형의 설명력은 0.7422, 0.7393으로 선행연구에서 제시하는 감사보수 모형과 유사한 수준을 보인다. 이상 <Table 5>의 결과는 임원의 초과보상에 대해 감사인이 높은 감사보수를 수입하는 것으로 대응함을 보여준다.

다음으로, <Table 6>에는 감사시간을 종속변수로 이용한 결과를 제시한다. 표의 모형 (1)과 (2)는 전술한 표와 같이 *ExcessCompen1*, *ExcessCompen2*를 각각 관심변수로 이용한 것이다. 두 모형에서 임

16) 기업의 고정효과를 포함하지 않으면 모형의 설명력은 대략 30~40%이다. 이는 기업 고정효과가 임원 보상을 상당부분 설명하고 있음을 의미한다. 따라서 임원의 초과보상 추정시 개별 기업의 고정효과를 포함하는 것이 필요함을 후속연구에 시사한다.

17) <Table 5>의 모형(1)과 (2)의 표본 수는 각각 6,627개와 6,528개로 <Table 4>의 표본 수보다 적다. 이는 모형에 추가된 재무적 발생액, 감사의견, 감사인 규모, 계열회사의 수 자료가 없는 기업-연도 표본이 제외되었기 때문이다. 또한 종속변수로 차기의 감사보수를 이용하여 연속되는 두 개 연도가 존재하는 표본만 분석에 이용된다. 추가분석의 당기-당기 분석에서는 8,039개의 표본이 분석에 활용된다.

〈Table 5〉 임원 초과보상과 감사보수의 관계(가설 1의 검증)

Independent variable	$DEP = LnFee_{t+1}$			
	Model (1)		Model (2)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	4.507***	18.34	4.498***	18.32
<i>ExcessCompen1</i>	0.024**	2.12		
<i>ExcessCompen2</i>			0.019*	1.80
<i>Size</i>	0.347***	28.66	0.349***	28.78
<i>Leverage</i>	0.268***	5.08	0.271***	5.10
<i>INVREC</i>	-0.009	-0.14	-0.011	-0.17
<i>MTB</i>	0.054***	9.14	0.053***	8.85
<i>ROA</i>	-0.471***	-4.84	-0.441***	-4.51
<i>CF</i>	-0.124	-1.51	-0.146*	-1.77
<i>Ret</i>	0.022***	3.11	0.022***	3.12
<i>Large</i>	-0.161**	-2.41	-0.164**	-2.45
<i>Group</i>	-0.075***	-3.37	-0.074***	-3.32
<i>Loss</i>	0.002	0.12	0.004	0.25
$\sigma(\text{Sales})$	0.000**	2.55	0.000**	2.41
$\sigma(\text{CF})$	0.000***	4.26	0.001***	4.40
$\sigma(\text{Ret})$	-0.001	-0.11	-0.001	-0.07
<i>AbsPMDA</i>	0.174*	1.83	0.186*	1.94
<i>OPN</i>	0.514**	2.27	0.522**	2.30
<i>Big</i>	0.135***	7.33	0.133***	7.17
<i>Tenure</i>	0.001	0.59	0.001	0.52
<i>LnSub</i>	0.047***	5.48	0.046***	5.38
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	228.64***		126.41***	
Adjusted R ²	0.7422		0.7393	
No. of obs.	6,627		6,528	

1) T-값은 기업 수준에서 클러스터링된(firm-level clustered) 값이다.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미한다.

3) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

원의 초과보상 계수는 각각 0.027, 0.024로 10% 이상의 수준에서 양의 방향으로 유의하다. 경제적 중요성을 확인해보면, 임원의 초과보상이 1표준편차 증가할 때 감사시간은 각각 1.5%, 1.4% 증가한다.

이는 가설 2a를 지지하는 결과로, 감사인이 임원에 높은 보상을 지급하는 고객기업에 더 많은 감사시간을 투입하는 것을 의미한다. 전문화된 감사보수의 결과와 종합해보면, 감사인은 해당 고객기업에 대해

〈Table 6〉 임원 초과보상과 감사시간의 관계(가설 2a의 검증)

Independent variable	$DEP = LnHour_{t+1}$			
	Model (1)		Model (2)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	0.876***	3.96	0.844***	3.84
<i>ExcessCompen1</i>	0.027**	2.03		
<i>ExcessCompen2</i>			0.024*	1.89
<i>Size</i>	0.324***	29.65	0.325***	29.74
<i>Leverage</i>	0.175***	3.80	0.176***	3.80
<i>INVREC</i>	0.020	0.33	0.014	0.23
<i>MTB</i>	0.027***	5.28	0.027***	5.25
<i>ROA</i>	-0.093	-0.96	-0.077	-0.80
<i>CF</i>	-0.265***	-3.56	-0.293***	-3.95
<i>Ret</i>	0.027***	3.63	0.026***	3.53
<i>Large</i>	-0.157***	-2.85	-0.162***	-2.93
<i>Group</i>	-0.045**	-2.28	-0.045**	2.28
<i>Loss</i>	0.015	0.87	0.013	0.75
$\sigma(\text{Sales})$	0.000***	3.22	0.000***	3.07
$\sigma(\text{CF})$	0.000***	3.88	0.000***	3.94
$\sigma(\text{Ret})$	0.015	1.23	0.014	1.16
<i>AbsPMDA</i>	0.029	0.31	0.032	0.34
<i>OPN</i>	0.282*	1.74	0.289*	1.79
<i>Big</i>	0.261***	15.81	0.259***	15.67
<i>Tenure</i>	-0.004*	-1.85	-0.004*	-1.86
<i>LnSub</i>	0.063***	8.04	0.064***	8.14
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	324.88***		331.13***	
Adjusted R ²	0.7632		0.7615	
No. of obs.	6,627		6,528	

1) T-값은 기업 수준에서 클러스터링된(firm-level clustered) 값이다.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미한다.

3) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

높은 수준의 영업위험을 인지하고 이에 대한 대응으로 높은 시간을 투입함을 확인할 수 있다. 또한 그 효과로 인해 수입하는 감사보수 역시 증가한다. 즉, 감사인이 보다 많은 시간을 투입하여 고객기업의 재

무제표 신뢰성을 높이려는 경향이 있다는 가설이 지지된다.

기타 통제변수들의 유의성과 방향은 감사보수모형과 유사하다. 이는 감사보수와 시간의 결정요인과

〈Table 7〉 임원 초과보상과 시간당감사보수의 관계(가설 2b의 검증)

Independent variable	$DEP = LnFeeperHour_{t+1}$			
	Model (1)		Model (2)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	3.622***	19.50	3.639***	19.45
<i>ExcessCompen1</i>	-0.003	-0.28		
<i>ExcessCompen2</i>			-0.006	-0.54
<i>Size</i>	0.024***	2.59	0.025***	2.71
<i>Leverage</i>	0.088**	2.03	0.091**	2.09
<i>INVREC</i>	-0.020	-0.35	-0.017	-0.29
<i>MTB</i>	0.027***	5.13	0.025***	4.87
<i>ROA</i>	-0.382***	-4.63	-0.367***	-4.42
<i>CF</i>	0.138**	2.01	0.141**	2.07
<i>Ret</i>	-0.005	-0.65	-0.004	-0.56
<i>Large</i>	-0.008	-0.14	-0.007	-0.13
<i>Group</i>	-0.033*	-1.67	-0.031	-1.61
<i>Loss</i>	-0.015	-0.99	-0.011	-0.70
$\sigma(\text{Sales})$	0.000	0.21	0.000	0.13
$\sigma(\text{CF})$	0.000	0.52	0.000	0.54
$\sigma(\text{Ret})$	-0.015	-1.28	-0.014	-1.16
<i>AbsPMDA</i>	0.124	1.57	0.124*	1.71
<i>OPN</i>	0.237*	1.84	0.237*	1.87
<i>Big</i>	-0.122***	-7.38	-0.123***	-7.37
<i>Tenure</i>	0.005**	2.52	0.005**	2.39
<i>LnSub</i>	-0.016**	-2.34	-0.018**	-2.56
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	30.27***		30.48***	
Adjusted R ²	0.0875		0.0868	
No. of obs.	6,627		6,528	

1) T-값은 기업 수준에서 클러스터링된(firm-level clustered) 값이다.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미한다.

3) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

그 효과가 대체로 유사함에 기인한다. 또한 각 모형의 설명력은 0.7632와 0.7615로 감사시간 모형의 설명력이 감사보수 모형에 비해 다소 높은 편이다.

가설 2b를 검증한 결과는 〈Table 7〉에 제시한다.

표에서 종속변수는 시간당감사보수로 감사인의 위험 프리미엄을 대용한다. 즉, 감사인이 인지하는 위험에 대해 보수에 프리미엄을 추가수입하는 방식으로 대응하는지 여부를 조사한다. 모형 (1)과 (2)에서

ExcessCompen1, *ExcessCompen2* 변수의 계수는 각각 -0.003, -0.006으로 통계적으로 유의하지 않다. 이는 감사인이 임원의 초과보상에 대해 프리미엄을 수입하지는 않고 있음을 의미한다. 전술한 두 표와 종합해 해석해보면, 감사인은 임원의 초과보상에 대해 높은 감사보수를 수입하는 것으로 대응하며 이는 감사시간에 기인하는 것으로 시간당감사보수와는 무관하다. 즉, 감사인은 투입시간을 높여 수입료를 상향조정하는 방식으로 임원의 초과보상에 대응하며 프리미엄을 통해 대응하지는 않는다.

이해일치가설과 참호구축가설 모두 임원의 초과보상과 감사보수 사이의 양의 관계를 예상한다. 따라서 실증분석을 통해 두 가설 중 보다 실제현상에 부합하는 가설을 확인하기 위해 기업가치와의 관련성을 조사한다. 조사결과는 <Table 8>에 제시한다. 표의 종속변수는 기업가치의 대응치로 차기의 토빈의 Q이다. 우선, 감사보수($Audit = LnFee$)를 이용한 모형 (1)에서 *ExcessCompen1* 변수는 계수값이 -0.028이고 t-값은 -0.63으로 유의하지 않다. 이는 감사보수가 상대적으로 낮은 표본에서는 임원의 초과보상과 기업가치간 유의한 관계가 없음을 의미한다. 다음으로, 관심변수인 임원 초과보상과 감사보수의 상호작용항($ExcessCompen1 * LnFee$)은 계수값이 0.114(t-값=1.70)로 유의하다. 즉, 감사보수 증가에 따라 임원 초과보상과 기업가치의 관계는 증분적으로 높아진다. 추가적으로 임원의 초과보상의 전반적인 효과(-0.028+0.114=0.086)를 조사한 F-Test의 결과 p-value가 0.052로 임원의 초과보상과 기업가치 사이의 유의한 양의 관계가 존재한다.

<Table 8>의 모형 (2)와 (3)은 각각 감사시간과 시간당보수를 이용한 결과이다. 이 두 변수와 임원 초과보상의 상호작용항은 감사시간에 대해서만 유의하다(계수값=0.141, t-값=2.29). 이는 기업가치에 대한 감사보수의 효과는 감사시간에 기인하는 것을 의미한다.¹⁸⁾

이상의 가설검증 결과를 요약하면 다음과 같다. 우선, 임원의 초과보상과 감사보수 사이에는 유의한 양의 관계가 있다. 이는 임원에게 높은 보상을 제공하는 기업이 감사인에게도 높은 보수를 지급하는 것으로 해석된다. 감사보수를 감사시간과 시간당보수로 구분하였을 때, 전술한 결과는 감사시간에 기인한다. 즉, 감사인은 고객기업의 높은 임원 보상에 대해 감사시간을 더 높이는 것으로 대응한다. 마지막으로, 이상의 결과가 이해일치가설과 참호구축가설 중 어느 가설을 지지하는지를 확인하기 위해 기업가치와의 연관성을 조사하였으며, 그 결과 감사보수와 감사시간의 증가는 임원의 초과보상과 기업가치의 양의 관계를 증분적으로 더 높인다. 이는 주주와의 이해일치를 위해 자신의 부와 주주의 부가 모두 극대화되도록 노력하는 경영자가 능력 있는 임원을 선임하여 기업가치를 높일 것으로 본 선행연구와 일관된다(Fama 1980; Wysocki 2010). 또한 보고한 기업성과에 신뢰성을 부여하기 위하여 높은 수입료를 지급하여 양질의 외부 감사인을 선임할 것이라는 예측에 부합한다(Wallace 1987, 2004). 따라서 본 연구의 가설검증 결과는 전반적으로 이해일치가설을 지지하고 있다.

18) 보고된 결과는 *ExcessCompen1*을 이용한 것이다. 표로 제시하지는 않았지만, 다른 초과보상 대응치를 이용한 결과도 이와 다르지 않다.

〈Table 8〉 임원 초과보상과 감사보수가 기업가치에 미치는 영향(가설 3의 검증)

Independent variable	$DEP = TobinQ_{t+1}$					
	Model (1) $Audit = LnFee$		Model (2) $Audit = LnHour$		Model (3) $Audit = LnFeeperHour$	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	6.547***	15.79	6.211***	15.61	6.259***	16.05
<i>ExcessCompen1</i>	-0.028	-0.63	-0.042	-0.92	0.026	0.62
<i>LnFee</i>	0.117***	2.97	0.002	0.07	0.095***	3.40
<i>ExcessCompen1*Audit</i>	0.114*	1.70	0.141**	2.29	-0.004	-0.07
<i>Size</i>	-0.148***	-7.17	-0.128***	-6.53	-0.130***	-6.87
<i>Leverage</i>	0.114	1.04	0.138	1.27	0.131	1.22
<i>INVREC</i>	-0.417***	-2.76	-0.410***	-2.71	-0.412***	-2.72
<i>ROA</i>	0.055	0.20	0.010	0.04	0.031	0.11
<i>CF</i>	0.535**	2.47	0.545**	2.49	0.520**	2.39
<i>Ret</i>	0.177***	8.81	0.176***	8.74	0.176***	8.81
<i>Large</i>	-0.437***	-3.46	-0.452***	-3.55	-0.453***	-3.58
<i>Group</i>	-0.005	-0.11	-0.009	-0.20	-0.005	-0.12
<i>Loss</i>	0.088**	2.18	0.088**	2.18	0.088**	2.19
<i>AbsPMDA</i>	1.301***	5.01	1.293***	4.97	1.282***	4.93
<i>OPN</i>	2.077***	3.59	2.065***	3.59	2.095***	3.69
<i>Big</i>	0.020	0.51	0.036	0.96	0.051	1.35
<i>Tenure</i>	-0.008	-1.54	-0.008	-1.51	-0.009*	-1.74
<i>LnSub</i>	0.049***	2.73	0.052***	2.88	0.054***	3.03
<i>Year</i>	Included		Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included		Included	
<i>F-Test: ExcessCompen1+ ExcessCompen1*Audit=0</i>	0.052		0.024		0.594	
<i>F-value</i>	120.83***		123.63***		32.02***	
<i>Adjusted R²</i>	0.2321		0.2295		0.2317	
<i>No. of obs.</i>	6,627		6,627		6,627	

1) T-값은 기업 수준에서 클러스터링된(firm-level clustered) 값이다.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미한다.

3) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

4) F-Test의 결과에는 P-value가 보고되어 있다.

4.4 추가분석

4.4.1 임원 초과보상의 다른 대용치를 사용한 분석

첫 번째 추가분석에서는 임원의 초과보상으로 다

른 대용치를 사용하여 결과의 강건성을 확인한다. 전술한 분석은 모든 임원의 평균보상과 동기임원의 평균보상을 이용하였다. 이와 같이 평균보상을 이용하는 것은 총 보상의 수준은 기업의 규모와 밀접한 관련이 있으며 또한 이는 임원의 수와도 연관되기

때문이다. 따라서 기업의 특성과 총보상은 기계적인 관계를 가질 수 있다. 다만, 본 연구는 초과보상의 수준을 활용하므로 이러한 기업고유의 특성이 1단계에서 통제되는 것으로도 볼 수 있다. 따라서 본 연구의 가설이 총보상을 이용하여 추정된 초과보상에서도 유지되는지를 확인해볼 필요가 있을 것이다.

분석결과는 <Table 9>에 제시한다. 표의 모형(1)~(3)은 각각 감사보수, 시간, 시간당보수를 종속변수로 이용한 결과이다. 관심변수는 *ExcessCompenTotal*로 전술한 식(1)에서 사용한 통제변수를 독립변수로, 임원의 총보상을 종속변수로 활용하여 추정된 잔차항이다.

*ExcessCompenTotal*의 계수값은 모형(1)에서는 0.028로 유의하며 모형(2)에서도 계수값이 0.025로 모두 10% 이상의 수준에서 양의 방향으로 유의하다. 반면, 모형(3)에서는 계수값이 0.003, t-값이 0.25로 유의하지 않다. 이는 전술한 결과와 일관된 것이다. 즉, 임원의 평균보상과 총보상에 있어 결과

의 질적인 차이는 없다고 판단된다.

다음으로, 감사위원회의 보상은 다른 임원의 보상과는 성격이 다를 수 있다. 감사위원회(혹은 감사)는 외부감사인과 수행하는 역할이 중복될 수 있으며 외부감사인을 선임 및 관리하는 역할 역시 수행하기 때문이다. 구체적으로 감사위원회는 외부감사인 선임 단계에서부터 계약의 적절성을 검토하고 담당파트너와 세부적인 감사절차와 계획에 대한 협의를 시작한다. 또한 외부감사인과 주기적인 회의를 진행하고 감사결과에 대한 검토 및 평가를 수행한다. 이러한 감사위원회의 역할은 외부감사인의 감사서비스와 매우 밀접한 관련이 있다. 따라서 감사위원회의 초과보상은 다른 임원의 초과보상과는 감사보수와의 관계에 있어 상이할 수 있다.

이에 대해 선행연구의 결과는 일관성을 보이지는 않는다. 예를 들어, Abbott et al.(2003)은 감사위원회의 독립성과 전문성이 감사보수와 유의한 양의 관계가 있다고 주장한다. 반면, Carcello et al.(2002)

<Table 9> 임원 총 보상을 이용한 분석

Independent variable	Model (1)		Model (2)		Model (3)	
	<i>DEP = LnFee_{t+1}</i>		<i>DEP = LnHour_{t+1}</i>		<i>DEP = LnFeeperHour_{t+1}</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	4.508***	18.34	0.878***	3.97	3.621***	19.49
<i>ExcessCompenTotal</i>	0.028**	2.26	0.025*	1.88	0.003	0.25
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Year</i>	Included		Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included		Included	
F-value	226.11***		323.76***		30.26***	
Adjusted R ²	0.7422		0.7631		0.0875	
No. of obs.	6,627		6,627		6,627	

1) T-값은 기업 수준에서 클러스터링된(firm-level clustered) 값이다.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미한다.

3) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

4) 본 표에서의 초과보상은 임원 총보상 모형에서의 잔차이다.

5) 통제변수는 모형에 포함되었으나 지면상 생략되었다.

는 이러한 관계를 발견하지 못하였다. 국내 자료를 이용한 정영진(2005)에서는 감사위원회의 독립성과 감사보수 사이의 양의 관련성을 발견하였으나, 전문성과는 유의한 관계를 발견하지 못하였다. 이에 본 연구는 감사위원회의 초과보상과 감사보수, 시간 및 시간당보수의 관계를 추가적으로 조사한다.

표로 제시하지는 않았으나, 감사위원회 혹은 감사의 초과보상 계수값은 감사보수와 시간에 대해서는 유의하지 않으며 시간당감사보수에 대해서는 양의 방향으로 유의하다. 이러한 결과는 전술한 임원의 초과보상 결과와는 상이한 것이다. 즉, 감사위원회의 초과보상은 다른 임원의 초과보상과는 감사인의 대응에 있어서 다른 결과를 야기한다. 이에 대해서는 여러 가지 해석이 가능할 것이다. 전술한 바와 같이 감사위원회는 외부감사인의 선임과 감사에 직접 개입하고 이 두 지배구조의 역할은 중복되는 부분이 있다. 감사위원회의 초과보상이 감사위원의 노력을 대용할 경우 초과보상의 증가는 외부감사인의 추가적인 노력의 투입과 대체관계가 있을 것이다. 따라서 감사위원의 초과보상이 증가할수록 외부감사인의 감사시간은 유의하지 않거나 더 낮을 수 있다. 반면, 감사인이 인지하는 위험에 대한 프리미엄을 의미하는 시간당보수는 높아질 수 있을 것이다. 감사위원회가 그 역할에 충실할수록 감사인의 해당 고객기업에 대한 사전 준비작업과 감사 수행 과정에서의 주기적 커뮤니케이션 등에 있어 높은 수준의 집중이 필요할 것이기 때문이다. 특히 외부감사 결과에 대한 검토를 수행하는 감사위원회의 역할은 감사인 보수 프리미엄의 증가를 유도할 수 있다. 다만, 이에 대한 보다 구체적인 해석과 조사는 본 연구목적의 범위를 벗어나므로 후속연구의 조사를 기대한다.

4.4.2 기타 추가분석

기타 다음과 같은 추가분석을 수행한다. 우선, 전술한 결과는 임원의 초과보상과 감사보수 사이에 존재할 수 있는 내생요인을 완화하기 위해 당기의 임원 초과보상과 차기의 감사보수의 관계를 조사하였다. 추가분석에서는 이를 당기-당기의 값을 이용하여 조사한다. 그 결과는 <Table 10>에 제시하였다.

표를 살펴보면, 임원의 초과보상 변수는 감사보수, 시간이 종속변수일 때 각각 계수값이 0.049, 0.041로 모두 1% 수준에서 유의하다. 반면, 시간당감사보수에 대해서는 유의하지 않다. 이는 가설 1과 2를 검증한 전술한 결과와 유사한 것이다. 즉, 본 연구의 결과는 감사보수의 시차에 영향을 받지 않는다.

본 연구는 감사보수와 시간 등 감사인 관련 변수를 종속변수로 이용한다. 선행연구는 감사인의 규모에 따라 이 변수들의 체계적으로 다를 가능성을 시사한다(DeAngelo 1981; Simon and Francis 1988; Craswell et al. 2002). 예를 들어, Big4 감사인과 non-Big4 감사인은 규모와 인적자원에 상당한 차이가 있다. 또한 감사인의 차이 뿐 아니라, 감사인을 선임하는 기업 역시 외부감사에 대한 수요에 따라 Big4 혹은 non-Big4 감사인을 선호할 수 있다. 예를 들어, Carcello et al.(2002)은 이사회 의 전문성과 독립성 및 근면성이 높을수록 고품질의 외부감사를 선호하는 경향이 있다고 주장한다. 대체로 감사인 규모를 고품질 감사에 대한 대응치로 이용하는 선행연구에 미루어 유추해볼 때(Becker et al. 1998), 임원의 초과보상과 감사보수 역시 감사인의 규모에 따라 차이가 있을 가능성을 시사한다. 이에 표본을 Big4 감사인과 non-Big4 감사인으로 구분하여 전술한 조사를 재수행한다.

표로 제시하지는 않았으나, 두 소표본에서 모두

〈Table 10〉 당기의 감사보수, 시간, 시간당보수를 이용한 분석

Independent variable	Model (1) <i>DEP = LnFee</i>		Model (2) <i>DEP = LnHour</i>		Model (3) <i>DEP = LnFeeperHour</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	4.618***	18.46	0.863***	3.96	3.724***	20.26
<i>ExcessCompen1</i>	0.049***	3.54	0.041***	3.46	0.010	0.91
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Year</i>	Included		Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included		Included	
F-value	313.16***		536.64***		18.67***	
Adjusted R ²	0.7332		0.7606		0.0760	
No. of obs.	8,039		8,039		8,039	

1) T-값은 기업 수준에서 클러스터링된(firm-level clustered) 값이다.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미한다.

3) 변수정의는 3.2절을 참고하라.

4) 통제변수는 모형에 포함되었으나 지면상 생략되었다.

임원의 초과보상은 감사보수와 시간에 대해 유의한 양의 계수값을 보인다. 또한 시간당감사보수 모형에서는 초과보상 변수가 유의하지 않다. 즉, 감사인 규모를 구분하여도 각 소표본에서 질적으로 유사한 결과가 관찰되며 이는 본 연구의 결과가 특정 감사인 집단에서 유도되지는 않음을 시사한다.

V. 결론

본 연구는 임원의 초과보상이 감사보수와 시간 및 시간당보수에 미치는 영향을 조사하는 것을 목적으로 한다. 2011년부터 2017년까지 유가증권시장과 코스닥시장의 비금융 기업을 대상으로 조사한 결과는 다음과 같다. 첫째, 임원의 초과보상과 감사보수는 유의한 양의 관계가 있다. 즉, 임원의 초과보상이 커질수록 감사보수도 증가되었다. 둘째, 임원 초과

보상과 감사시간도 유의한 양의 관계를 나타내고 있다. 즉, 감사인은 임원의 초과보상이라는 감사위험에 대해 시간을 더 많이 투입하는 것으로 대응한다. 다만, 시간당감사보수와 임원 초과보상 사이에는 통계적으로 유의한 관계가 없다. 셋째, 임원 초과보상과 기업가치의 관계는 감사보수 및 감사시간의 증가에 따라 증분적으로 높아진다. 추가적으로 임원 초과보상의 다른 대응치를 이용해도 결과는 일관되었다. 다만, 감사위원회의 보상에서는 유의한 결과를 발견하지 못하였다. 또한 감사인 규모에 따라 표본을 구분하여도 모두 일관된 결과를 발견하였다.

본 연구는 다음과 같은 시사점을 가진다. 우선, 임원의 초과보상이 감사보수 및 감사시간에 미치는 영향이 이해일치가설을 지지한다는 것을 제시하였다. 둘째, 국내 상장사들의 임원보상에 대한 공시가 점차 정교함을 요구함에 따라 이해관계자들의 관심이 증가하고 있는 현실을 반영하였다. 특히 임원의 보상의 공시에 대한 규제는 점진적으로 강화되고 있는

며, 본 연구의 결과는 이러한 제도가 효과적으로 적용되고 있을 가능성을 시사한다. 마지막으로, 임원의 초과보상과 외부감사인의 보수 및 시간이 상호 영향을 받는다는 것은 자본시장의 투자자들에게도 유용한 시사점을 제시한다.

참고문헌

- Abbott, L. J., S. Parker, G. F. Peters, and K. Raghunandan(2003), "The Association between Audit Committee Characteristics and Audit Fee," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(2), pp.17-32.
- Bae, G. S., S. U. Choi, and J. H. Rho(2016), "Audit hours and unit audit price of industry specialist auditors: Evidence from Korea," *Contemporary Accounting Research*, 33(1), pp.314-340.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam(1998), "The effect of audit quality on earnings management," *Contemporary Accounting Research*, 15(1), pp.1-24.
- Bell, T. B., W. R. Landsman, and D. A. Shackelford (2001), "Auditors' perceived business risk and audit fees: Analysis and evidence," *Journal of Accounting Research*, 39(1), pp.35-43.
- Bergstresser, D., and T. Philippon(2006), "CEO incentives and earnings management," *Journal of Financial Economics*, 80(3), pp.511-529.
- Caramanis, C., and C. Lennox(2008), "Audit Effort and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), pp.116-138.
- Carcello, J. V., D. R. Hermanson, T. L. Neal, and R. A. Riley Jr(2002), "Board characteristics and audit fees," *Contemporary Accounting Research*, 19(3), pp.365-384.
- Chang, W. J., R. M. Hayes, and S. A. Hillegeist (2016), "Financial distress risk and new CEO compensation," *Management Science*, 62(2), pp.479-501.
- Cheng, S.(2004), "R&D expenditures and CEO compensation," *The Accounting Review*, 79 (2), pp.305-328.
- Choi, J. H., J. B. Kim, and Y. Zang(2010), "Do abnormally high audit fees impair audit quality?," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 29(2), pp.115-140.
- Choi, K-S. and K-H. Kim(2016), "The Effect of CEO's Excess Compensation on Earnings Management," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 16(2), pp.241-262.
- Chung, D. Y. and W. D. Lindsay(1988), "The pricing of audit services: The Canadian perspective," *Contemporary Accounting Research*, 5(1), pp.19-46.
- Chung, H., W. Q. Judge, and Y. H. Li(2015), "Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value," *Journal of Corporate Finance*, 32, pp.64-90.
- Chung, Y-J.(2005), "The Association between Audit Committee Characteristics and Audit Fees," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 41, pp.145-166.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen(2006), "Managerial incentives and risk-taking," *Journal of Financial Economics*, 79(2), pp. 431-468.
- 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(3), pp. 371-406.
- Craswell, A. T.(1988), "The association between qualified opinions and auditor switches," *Accounting and Business Research*, 19(73), pp.23-31.
- Craswell, A., D. J. Stokes, and J. Laughton(2002), "Auditor independence and fee dependence," *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2), pp.253-275.
- Dah, M. A., and Frye, M. B.(2017). "Is board compensation excessive?," *Journal of Corporate Finance*, 45, pp.566-585.
- DeAngelo, L. E.(1981), "Auditor size and audit quality," *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), pp.183-199.
- Dechow, P. M., R. G., Sloan and A. P. Sweeney (1995), "Detecting earnings management," *The Accounting Review*, 70(2), pp.193-225.
- DeFond, M. and J. Zhang.(2014), "A review of archival auditing research," *Journal of Accounting and Economics*, 58(2-3), pp. 275-326.
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang(2010), "Audit committee compensation and the demand for monitoring of the financial reporting process," *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), pp.136-154.
- Fama, E.(1980), "Agency Problem and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88(2), pp.311-323.
- Fich, E. M., L. T. Starks, and A. S. Yore(2014), "CEO deal-making activities and compensation," *Journal of Financial Economics*, 114(3), pp. 471-492.
- Hill, M. S., T. J. Lopez, and A. L. Reitenga(2016), "CEO excess compensation: The impact of firm size and managerial power," *Advances in Accounting*, 33, pp.35-46.
- Hogan, C. E., and M. S. Wilkins(2008), "Evidence on the audit risk model: Do auditors increase audit fees in the presence of internal control deficiencies?," *Contemporary Accounting Research*, 25(1), pp.219-242.
- Jensen, M., and K. Murphy(1990), "Performance pay and top-management incentives," *Journal of Political Economy* 98(2), pp.225-264.
- Kim, Y. S.(2017), "The Effect of the Owner CEO in Chaebol Firms on Overcompensation and Future Performance," *Accounting and Information Review*, 35(1), pp.1-33.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley(2005), "Performance matched discretionary accrual measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp. 163-197.
- Krishnan, G. V. and Wang, C(2015), "The relation between managerial ability and audit fees and going concern opinions," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(3), pp. 139-160.
- Lee, E. S.(2012), "Audit Fees, Audit Hours, and Directors' Cash Compensation," *Journal of Finance and Accounting Information*, 12 (1), pp.231-250.
- Lee, S. C., J. Park, and K. Jeong.(2010), "An Effect of Executives' Stock Option on Audit Fees," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 10(1), pp.103-132.
- Lennox, C.(2000), "Do companies successfully engage in opinion-shopping? Evidence from the UK," *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), pp.321-337.
- Lennox, C. S., J. R. Francis, and Z. Wang(2012), "Selection models in accounting research,"

- The Accounting Review*, 87(2), pp.589-616.
- Miller, K. D., and P. Bromiley(1990), "Strategic risk and corporate performance: An analysis of alternative risk measures," *Academy of Management Journal*, 33(4), pp.756-779.
- Miller, J. S., R. M. Wiseman, and L. R. Gomez-Mejia (2002), "The fit between CEO compensation design and firm risk," *Academy of Management Journal*, 45(4), pp.745-756.
- Niemi, L.(2002), "Do firms pay for audit risk? Evidence on risk premiums in audit fees after direct control for audit effort," *International Journal of Auditing*, 6(1), pp.37-51.
- Rosen, S.(1982), "Authority, control and distribution of earnings," *Bell Journal of Economics*, 13 (2), pp.311-323.
- Simon, D. T., and J. R. Francis(1988), "The effects of auditor change on audit fees: Tests of price cutting and price recovery," *The Accounting Review*, 63(2), pp.255-269.
- Simunic, D. A.(1980), "The pricing of audit services: Theory and evidence," *Journal of Accounting Research*, 18(1), pp.161-190.
- Smith Jr, C. W., and R. L. Watts(1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies," *Journal of Financial Economics*, 32(3), pp. 263-292.
- Stanley, J. D.(2011), "Is the audit fee disclosure a leading indicator of clients' business risk?," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 30(3), pp.157-179.
- Wallace, W.(1987), "The economic role of the audit in free and regulated markets: A review," *Research in Accounting Regulation*, 1, pp. 1-34.
- Wallace, W.(2004), "The economic role of the audit in free and regulated markets: A look back and a look forward," *Research in Accounting Regulation*, 17, pp.267-298.
- Wright, P., M. Kroll, and D. Elenkov(2002), "Acquisition returns, increase in firm size, and chief executive officer compensation The moderating role of monitoring," *Academy of Management Journal*, 45(3), pp.599-608.
- Wysocki, P.(2010), "Corporate compensation policies and audit fees," *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), pp.155-160.
- Yermack, D.(1995), "Do corporations award CEO stock options effectively?," *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), pp.237-269.

-
- The author Lin Jin received Master's degree in Business from Kyung Hee University, Department of Accounting and Taxation. Her primary research interests are audit fees and audit quality.
 - The author Seung Uk Choi is an assistant professor at School of Management, Department of Accounting and Taxation, Kyung Hee University. His recent research interests lie in integrating accounting and audit quality issues.