

대리인 비용과 권력의 결합: 기업 소유구조가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향에 대한 연구*

김경목
덕성여자대학교 경영학과 부교수
(kgmook@duksung.ac.kr)

.....

본 연구에서 저자는 주식 소유에 기반을 둔 권력이 경영진의 보상 수준에 미치는 영향을 분석했다. 우리나라 증권거래소에 상장된 기업 158개를 대상으로 하여 실증 분석한 결과, 기업의 성과와 규모, 그리고 최고 경영자의 지분율은 경영진의 보상 수준에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 최고경영자 및 기관투자가 지분율은 기업 성과가 경영진의 보상에 미치는 영향을 負적으로 조절하는 것으로 나타났다. 본 연구의 말미에는 이러한 연구 결과가 함의하는 바와 미래 연구의 방향에 대한 토론이 이어진다.

.....

1. 서론

경영진(top management team)은 기업의 최정상에 위치하면서 기업의 신제품 또는 신기술에 대한 투자, 경쟁 전략의 수립, 시장의 진입 및 퇴출, 인수.합병(M&A) 등에 대한 의사결정을 주도하고, 각종 자원을 배분한다(Kassinis & Vafeas, 2002; Sanders & Carpenter, 1998). 그러므로 기업에서 경영진의 행동은 기업의 가치 증진(또는 감소)에 직접적인 영향을 미친다. 따라서 주주는 경영진의 이러한 속성을 감안, 경영진을 구성하는 이사들이 기업의 가치를 증대시키는 활동을 많이 하도록 여러 가지 장치를 마련하는데(Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976) 그 중 하나가 경영진에 대한 보상 체계이다. 특히, 주주들은 전체 경영진들이 받는 보상 수준¹⁾을 조절함으로써 경영진의 행동을 통제하려 한다.

대리인 이론은 경영진의 행동 통제를 위한 효과적

인 보상 방법으로 성과에 연동한 보상(performance-contingent compensation) 체계를 제시한다(Beatty & Zajac, 1994; Carpenter & Sanders, 2002; Conyon & Peck, 1998; David, Kochhar, & Levitas, 1998; Fatemi, Desai, & Katz, 2003; Mehran, 1995; Jensen & Murphy, 1990; Miller, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2002). 이를테면, 경영진의 보상을 기업의 성과에 연동시킴으로써 경영진의 이해를 주주의 그것과 일치시킬 수 있다는 것이다. 그런데, 문제는 성과에 연동한 보상 체계가 보편적인 사실인 것처럼 인식되고 있음에도 불구하고 현실 세계에서 잘 입증되지 않았다는 점(Barkema & Gomez-Mejia, 1998; Geletkanycz, Boyd, & Finkelstein, 1998; Heneman, 2002; Tosi et al., 2000)이다. Tosi, Werner, Katz, & Gomez-Mejia(2000), 그리고 Barkema & Gomez-Mejia(1998)의 연구에 의하면 기업 성과 변량은 경영진의 보상을 5% 이하 밖에 설명하지 못한다. 더욱이, Geletkanycz, Boyd,

논문접수일: 2004. 6 게재확정일: 2005. 8

* 본 연구는 2005학년도 덕성여자대학교의 연구비 지원으로 이루어졌음. 저자는 편집위원회와 유익한 조언을 해 준 익명의 심사자들에게 감사한다.

1) 본 연구에서 경영진의 보상 수준이라 함은 내부이사(동재이사)의 평균 보상을 일컫는다.

& Finkelstein (1998)는 기업 성과는 경영진의 보상과는 무관하다는 실증 결과를 제시하고 있다. 저자는 성과에 연동한 보상 체계가 현실 적합성이 떨어지는 원인으로 1) 경영진의 보상을 지나치게 대리인 문제만으로 환원시켜 보았다는 점, 2) 경영진의 보상에 영향을 미치는 요인들 간의 결합 효과를 간과했다는 점 등을 지적하고 싶다.

대리인 이론은 경영진 보상 결정에 개입하는 이해관계자들의 이해 상충 측면을 명쾌하게 모형화했다는 장점을 지닌다(Conyon & Peck, 1998). 하지만, 보상과 관련한 의사결정이 이루어지는 과정에서 개입하는 이해관계자들의 행동적인 측면, 특히 권력 행사 측면을 제대로 반영하지 못하는 것으로 평가되고 있다(Sanders, 2001). 경영진의 보상은 기업 이해관계자들, 특히 주주와 경영진의 권력(power) 투쟁의 산물이다(David, Kochhar, & Levitas, 1998). 그러므로 경영진의 보상에 대한 연구에서는 기업의 이해관계자들-특히 주주와 경영진-의 이해 상충 자체뿐만 아니라 이들이 자신의 이해를 관철하기 위해 동원하는 권력도 아울러 고려해야 한다. 본 연구에서 저자는, 이러한 점을 중시, 경영진의 보상 수준 결정을 대상으로 하여 대리인이론과 권력이론의 결합이 어떠한 설명력을 지니는 지에 대하여 분석한다. 구체적으로, 지금까지 대리인 이론에 기반한 경영자 보상에 대한 연구에서 가장 많이 다루어왔던 주제인 기업 성과(예컨대, Baysinger & Hoskisson, 1990; Carpenter & Sanders, 2002; Conyon & Peck, 1998; David, Kochhar, & Levitas, 1998; Eisenhardt, 1989; Fama & Jensen, 1983; Fatemi, Desai, & Katz, 2003; Hambrick &

Finkelstein, 1995; Jensen & Murphy, 1990; Mehran, 1995; Miller, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2002; Murphy, 1985; Tosi et al., 2000; Zajac & Westphal, 1994) 및 규모(예컨대, Combs & Skill, 2003; Conyon & Peck, 1998 David, Kochhar, & Levitas, 1998; Finkelstein & Hambrick, 1996; Geletkanycz, Boyd, & Finkelstein, 2001; Hambrick & Finkelstein, 1995; Kroll, Simmons, & Wright, 1990; Miller, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2002; Sander & Carpenter, 1998)에 연동한 보상 결정에서, 기업 내 권력의 구심점이라고 할 수 있는 최고 경영자, 그리고 기업 외부 권력의 핵심으로 새롭게 부각되고 있는 기관투자가가 어떠한 역할을 하는 지를 분석한다.

II. 선행 연구의 검토와 가설 설정

2.1 기업 성과에 연동한 경영진 보상

경영진의 보상을 결정하는 공식적인 기관은 주주총회, 그리고 이사회이다.²⁾ 그러므로 형식적인 측면에서 경영진의 보상은 주주와 경영진이 모두 참여하는 가운데 결정된다. 그런데, 주주는 경영진에게 될 수 있으면 적은 보상을 하면서 이들이 많은 노력을 기울이길 원한다. 반면에, 경영진은 적은 노력을 투입하고 보다 많은 보상을 받길 원한다. 그러므로 이들의 이해는 상충된다(Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976).

2) 일반적으로 주주총회에서는 보상의 한도가 결정되고, 보상의 수준 및 방법은 이사회에서 결정된다.

대리인 이론(Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976)에 의하면 경영진의 보상 수준을 기업의 성과와 연동시킴으로써 경영진의 이해를 주주의 그것과 일치시킬 수 있다. 경영진의 보상을 기업의 성과에 연동시키게 되면 경영진을 구성하는 이사들은 기업 성과를 향상시키기 위해 노력한다(David, Kochhar, & Levitas, 1998; Jensen & Murphy, 1990; Fama & Jensen, 1983; Zajac & Westphal, 1994). 이러한 노력의 결과로 기업의 성과가 향상되면 1) 경영진의 보상 수준은 올라가게 되어 경영진의 부가가치가 증가하게 되고 2) 주가가 올라가서 주주의 부 또한 증대된다(Eisenhardt, 1989). 이처럼 기업 성과에 연동한 보상 체계는 단순히 경영진의 기회주의적인 행동을 억제하는 차원을 넘어 이들의 동기를 자극할 수 있다(Baysinger & Hoskisson, 1990; Carpenter & Sanders, 2002; Conyon & Peck, 1998; Eisenhardt, 1989; Hambrick & Finkelstein, 1995)는 장점을 지닌다.

그런데 이 기업 성과에 연동한 보상 논리의 현실 세계 적용을 놓고 논란이 일고 있다. 즉, 이 논리를 옹호하는 실증 연구(예컨대, Carpenter & Sanders, 2002; Conyon & Peck, 1998; David, Kochhar, & Levitas, 1998; Fatemi, Desai, & Katz, 2003; Mehran, 1995; Miller, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2002)가 있는가 하면, 이 논리를 부정하는 실증연구(Barkema & Gomez-Mejia, 1998; Finkelstein & Boyd, 1998; Geletkanycz, Boyd, & Finkelstein, 1998; Heneman, 2002; Sander & Carpenter, 1998; Tosi et al., 2000)가 있다. 특히, Geletkanycz, Boyd, & Finkelstein(1998)은 기업 성과는 경영진의 보상과는 무관하다는 실증 결과를 제시하고

있다. 또한, Tosi, Werner, Katz, & Gomez-Mejia(2000)는 선행 연구의 분석과 자신의 실증 연구를 통하여, 기업 성과 변수의 경영진 보상 수준에 대한 설명력은 5% 미만이라는 점을 밝히고 있다.

이러한 논란은 결국 기업의 성과는 경영진의 보상 수준에 영향을 미치는 여러 요인 중 하나일 뿐이라는 것을 시사한다. 이는 달리, 경영진의 보상을 보다 잘 설명하기 위해서는 대안적인 접근이 필요하다는 것을 의미한다. 다행히 일부 선행 연구들(Boyd & Salamin, 2001; Carpenter, 2002; Carpenter & Finkelstein, 2001; Finkelstein & Boyd, 1998; Henderson & Fredrickson, 2001; Miller, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2002)은 대리인 이론을 다른 패러다임과 접목시키려는 노력을 기울였다. 특별히, 이들은 기업 성과에 연동한 보상 체계에는 상황적 요인들이 개입한다는 것을 밝혔다. 하지만 이들은 경영진의 보상 수준 결정에서 주식 소유에 기반을 둔 권력이 개입한다는 점을 간과하였다.

2.2 최고경영자와 경영진의 보상

Heneman(2002)은 오늘날 경영진 보상에 대한 설명에서 대리인 이론에 입각한 가설이 잘 입증되지 않는 것은 대리인 이론이 설명할 수 없는 요소, 즉 권력이 보상에 개입하기 때문이라고 본다. 기업 지배구조와 '관련하여 최고경영자가 가지는 권력은, 최고경영자가 이해관계자들에게 자신이 원하는 바를 하도록 강요하는 능력으로 정의된다(Comb & Skill, 2003). 그런데, 선행 연구(예컨대, Comb & Skill, 2003; Conyon & Peck, 1998; Gomez-Mejia, Tosi, & Hinkin, 1987; Hambrick &

Finkelstein, 1995; Tosi & Gomez-Mejia, 1989; Tosi et al., 2000)에 의거할 경우, 조직 내에서 최고경영자의 권력이 크면 경영진의 보상도 커지게 된다.

최고경영자의 권력이 크면 왜 경영진의 보상이 클까? 이 질문에 답하기 위해서는 권력에 대한 Tosi, Werner, Katz, & Gomez-Mejia(2000)의 연구를 참조할 필요가 있다. 이들에 의하면 권력을 가진 자는 권력을 자신의 흥 증진에 활용하고자 하는 속성을 지닌다. 소유가 분산된 기업에서 경영진이 받는 보상은 다른 이해관계자의 희생 속에서 얻어지는 다른 이해관계자들에게도 배분될 잠재력은 지니지만 경영진에게만 부여되는 경영진의 전유물이다. 그러므로 경영진은 될 수 있으면 많은 권력을 가지길 원하고, 그 권력을 자신들의 보상 증대에 활용하고자 한다. 그런데 특정 기업 경영진의 보상 수준은 이들, 특히 최고경영자가 보상 결정 과정에 얼마나 많은 영향력을 행사할 수 있었느냐에 의하여 결정된다. 왜냐하면 경영진의 보상에 관한 의사결정에서 가장 주도적인 역할을 하는 사람이 최고경영자이기 때문이다(Tosi et al., 2000). 최고경영자는 자신을 포함한 경영진에게 높은 수준의 보상을 책정할 유인을 지닌다. 왜냐하면, 일반적으로 최고경영자 급여 인상률은 여타 경영진의 그것과 대체로 같기 때문(Carpenter & Sanders, 2002)이다. 그러므로 최고경영자가 권력을 가진다면 자신의 권력을 활용하여 경영진에게 높은 수준의 보상을 책정할 것이다.

또한, 경영진의 보상 수준 결정에는 최고경영자의 과시 욕구가 작용한다. 일반 대중들은 높은 수준의 보상을 제공하는 기업을 좋아한다. 게다가 이들 기업의 최고 경영자를 유능한 사람으로 여긴다. 이에 따라, 최고경영자는, 권력을 가지게 되면, 자

신의 평판을 높이기 위해서 경영진에게 보다 많은 보상을 해주려고 한다(Hambrick, 1995; Hayward & Hambrick, 1997).

그렇다면 최고경영자의 조직 내 권력을 결정하는 요인은 무엇인가? Salancik & Pfeffer(1980, 2002)는 소유가 권력의 중요한 원천이라는 사실을 밝혔다. 그러므로, 주식이 분산 소유되는 기업에서는 주식 소유가 중요한 권력의 원천이 된다(Combs & Skill, 2003; David, Hitt, & Gimeno, 2001). 따라서 주식이 분산 소유되고 있는 기업의 최고경영자 지분은 최고경영자의 권력 기반이 된다. 요컨대, 최고경영자가 자신이 몸담고 있는 조직에 대해 많은 지분을 가지면 최고경영자의 권력은 커지고, 결과적으로 최고경영자는 경영진에게 높은 수준의 보상을 책정할 가능성이 크다.

따라서 다음과 같은 가설 설정이 가능하다.

가설 1a: 최고경영자의 지분율은 경영진의 보상 수준과正的 관계를 가질 것이다.

위에서 살펴본 바와 같이 주주는 경영진의 기회주의적인 행동을 막고 동기를 자극하기 위해 될 수 있으면 기업 성과와 연동한 보상 체계를 구축하려 한다. 그런데, Conyon & Peck(1998)의 연구에 의하면 최고경영자의 권력이 큰 기업일수록 성과와 보상의 관계가 약하다. 여기에 대한 근거로 이들은, 이들 기업의 최고경영자가 자신의 이해 보호를 위해 성과에 연동한 보상 체계를 배척한다는 점을 들고 있다. 최고경영자가 경영진의 보상이 기업의 성과에 연동되는 것을 싫어한다는 것은 Beatty & Zajac(1994), David, Kochhar, & Levitas(1998) 등의 연구에 의해서도 지지되

고³⁾ 있다. 경영진의 보상 수준이 기업 성과에 연동되면 최고경영자 자신의 보수 또한 불안정해진다는 것이 厭惡의 이유다. 그러므로 최고경영자가 지분을 보유함으로써 의사결정에 영향력을 미칠 수 있는 권력을 가지게 되면 자신을 포함한 경영진의 보상이 성과에 연동되는 것을 약화 또는 분쇄시키려 들 것이다.⁴⁾ 따라서, 최고경영자의 지분율은 기업 성과가 경영진의 보상에 미치는 영향을 약화시키는 요인으로 작용할 것이라는 가설이 성립된다.

가설 1b: 최고경영자의 지분율은 기업 성과가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향을 조절할 것이다. 즉, 최고경영자의 지분율이 높을수록 기업 성과가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향은 약화될 것이다.

2.3 기관투자자와 경영진의 보상

Hambrick & Finkelstein(1995), 그리고 Tosi & Gomez-Mejia(1989)에 의하면 수많은 소액주주로 구성되어 있는 기업보다는 소수의 외부주주에 의하여 주식이 집중되어 있는 기업의 경영진 감사가 더 효과적이다. 그 이유는 1) 지분을 많이 보유한 외부주주는 자신의 富 중 상당한 규모가 투자기업 경영진의 행동에 의하여 결정되는 특정

을 지니고 있기 때문에 경영진을 감시하려는 동기가 강하고(David, Kochhar, & Levitas, 1998; Hambrick & Finkelstein, 1995), 2) 주주의 수가 적으면 정보의 교환 및 세력 규합이 용이하여 제안권, 의결권 등의 행사가 상대적으로 쉽기 때문이다.

기관투자자도 두드러진 활동을 하는 외부주주 중 하나이다. 기관투자자는 자기 자금은 물론, 개인투자자의 자금을 수탁하여 기업에 투자한다. 특히, 후자와 관련하여 이들은 투자자의 수익 증대를 위하여 노력을 아끼지 말아야 한다는 임무(충실 임무) 외에 기업 행동을 잘 감시해야 한다는 임무(선량한 관리자로서 주의 임무)를 부여받았다. 그러므로 경영진 보상 과정을 감시하는 것은 기관투자자가 태생적으로 지니는 임무라고 볼 수 있다. 또한, 기관투자자는 대량의 주식을 보유하고 있기 때문에 시장의 변화에 유연하게 대응할 수 없는 특성을 지닌다. 예컨대, 기관투자자가 주식을 보유한 특정 기업의 성과가 크게 나빠지더라도 이에 대응하여 바로 시장에 주식을 팔기 어렵다. 왜냐하면, 이 기관이 보유하고 있는 주식을 일시에 팔게 되면 주가가 곤두박질쳐 팔고자 하는 가격보다 훨씬 낮은 가격에 팔 수 밖에 없기 때문이다(Acemoglu & Johnson, 2003). 이러한 점과 연동, 설사 다른 투자 대상이 떠오르더라도 기민하게 대응할 수도 없다(David, Kochhar, & Levitas, 1998). 이러한 퇴출 장벽으로 말미암아

3) 하지만, Sanders(2001)는 최고경영자는 성과에 연동한 보상을 선호한다는 주장을 펼친다. 왜냐하면, 그에 의하면, 인간은 기본적으로 구체적인 측정치에 의하여 평가되는 것을 선호하는데, 성과에 연동한 보상 체계는 자신들이 위험이 동반되는 의사결정의 잠재적인 득실을 보다 구체적으로 계산할 수 있기 때문이다.

4) Milkovich & Newman(2004), 그리고 Rapport(2001)에 의하면 보상에 대한 감정 개입정도는 보상이 상승될 때보다 하락할 때 더 크다. 이러한 주장은 인지기론에 의해서 뒷받침된다. 즉, 인지기론에 의하면 인간은 자신의 감정적인 균형을 회복하기 위하여 유·무형적 자원을 동원하는데 그 정도는 유리한 상황보다는 불리한 상황일수록 크다(Bougon, Weick, & Binkhorst, 2002). 요컨대, 높은 지분을 가진 최고경영자는, 특히 기업 성과가 나쁜 경우에는 보상이 하락할 가능성이 크기 때문에 적극적으로 개입, 기업 성과와 보상의 관계를 분쇄하려 들 것이다.

기관투자가는 경영진의 보상 수준 결정과 같은 기업 의사결정에 적극적으로 개입하려는 동기를 갖게 된다. 게다가 기관투자가는 우수한 조직 시스템을 구비하고 있고, 감시 능력이 우수한 인재 또한 많이 보유하고 있다. 이에 따라, 기관투자가는 기업 행동 감시에 있어서 규모의 경제를 누릴 수 있다(Barkema & Gomez-Mezia, 1998; David, Kochhar, & Levitas, 1998). 더욱이 기관투자가는 지분 규합이 쉽다는 장점을 지닌다(David, Hitt, & Gimeno, 2001; David, Kochhar, & Levitas, 1998; Kochhar & David, 1996). 즉, 특정 기업에 투자한 기관투자자들 중에서 거대주주(blockholders)가 존재하지 않더라도 이들 기관투자자들은 개별 지분을 규합하여 특정 이사의 지명을 거부하거나 때로는 자신들이 원하는 이사를 선임하기도 한다. 또한, 사회단체와 연대하여 경영자의 기회주의적인 행동을 비난하고 이를 교정하기도 한다(David, Kochhar, & Levitas, 1998; Useem, 1996). 이에 따라 일부의 학자(David, Hitt, & Gimeno, 2001)는 기업 내에서 권력은 경영진에서 기관투자가로 옮겨 갔다고 주장한다.⁵⁾ 그리고 최근 기관투자가의 기업 활동에 대한 감시⁶⁾는 국내외적으로 새로운 사회운동으로 자리 잡고 있다(한국경제신문, 2004; David, Kochhar, & Levitas, 1998; Mobius, 2003). 이러한 것들-태생적인 선량한 관리자로서의 의무, 퇴출장벽, 뛰

어난 감시 능력, 지분 규합의 용이, 경영진 감시에 대한 사회적 압력-은 기관투자가로 하여금 경영진의 보상 감시에 대한 보다 강한 관심을 고취할 뿐만 아니라 능력을 제고시키는 요인으로 작용한다. 그러므로 기관투자자들은 경영진에게 굳이 높은 보상을 해줄 필요가 없거나와 기업 성과에 연동한 보상체계에 의존할 필요도 없다. 왜냐하면, 자신들의 뛰어난 감시 동기와 능력이 이 보상 체계가 가지는 감시 기능을 대신하기 때문이다. 요컨대, 기관투자가의 개입이 커지게 되면 성과에 연동한 경영진 보상 체계의 기능은 약화될 수밖에 없다.

그런데 기관투자가의 경영진 보상에 대한 개입 정도는 지분율과 밀접한 연관을 가진다. 그 이유는 첫째, 특정기업에 대한 지분율이 높으면 경영진의 보상에 관한 의사결정에 개입하려는 동기 수준이 높아진다. 왜냐하면, 특정기업에 대한 지분율이 높으면 개입 결과에 연동된 부가가 커지고, 위에서 살펴본 바와 같이, 퇴출장벽이 커지기 때문이다(Acemoglu & Johnson, 2003; David, Kochhar, & Levitas, 1998). 둘째, 지분율이 높으면 경영진 보상에 관한 의사결정에 미치는 영향력이 커진다. Salancik & Pfeffer(1980, 2002)에 의하면 (주식의) 소유는 권력의 중요한 원천이 된다. 따라서 특정 기업에서 행사할 수 있는 기관투자가의 권력은 지분율이 높을수록 커진다고 볼 수 있다.

이상의 논의에 더 잡는다면, 우리는 기관투자가

5) 증기관투자가의 영향력 확대에 대한 국외 연구로는 Acemoglu & Johnson(2003), Barkema & Gomez-Mezia(1998)와 David, Kochhar, & Levitas(1998), Mobius(2003) 등을 들 수 있다. 최근 국내 기관투자가의 동향에 대해서는 머니투데이 2004년 1월 30일자, 한경비즈니스 2004년 6월호 등을 볼 것.

6) 최근 국내에서는 기관투자가의 성격 변화가 있었다. 우리나라 증권거래소에서 기관투자가의 비중은 1996년 30.7%에서 2000년에는 13.4%로 급격하게 감소하였다. 하지만 과거와는 달리 증권, 보험, 투자신탁 등의 자기상품 비중이 크게 증가하였다(한국경제신문, 2004). 이 투자의 성패는 이들 각 기관의 존립과 직접적으로 연결되기 때문에 이들 기관은 투자기업에 대해 종래와는 비교가 안 될 정도로 높은 관심을 기울인다. 또한 외환 위기 이후 기관투자가의 의결권 참여를 가로막는 각종 규제가 크게 완화되었고, 외국인 기관투자가와의 공조도 가능해졌다. 이에 따라, 우리나라 기관투자가의 투자 기업에 대한 감시 동기 및 실행력은 크게 증가했다고 볼 수 있다.

의 지분율이 높을수록 경영진에 대한 감시 동기 및 영향력이 증가, 성과에 연동한 보상 체계의 필요성은 약화될 것이라는 논리를 도출할 수 있다.

가설 2: 기관투자자의 지분율은 기업 성과가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향을 조절할 것이다. 즉, 기관투자자의 지분율이 증가함에 따라 기업 성과가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향은 약화될 것이다.

2.3 기업 규모와 경영진의 보상

일부의 선행 연구들(예컨대, Carpenter & Sanders, 2002; Core, Holthausen, & Larcker, 1999; Eisenhardt, 1989; Henderson & Fredrickson, 1996; Rajagopalan & Finkelstein, 1992; Sanders & Carpenter, 1998; Smith & Watts, 1992)은 경영진의 보상 수준은 이들이 맡고 있는 업무의 복잡성과 연관이 있음을 지적한다. 이를테면 경영진이 맡고 있는 업무가 복잡할수록 이들의 보상 수준은 높다는 것이다(Barkema & Gomez-Mejia, 1998; Finkelstein & Boyd, 1998). 업무가 복잡할수록 경영진의 보상 수준이 높은 이유는, 업무가 복잡하면 경영진이 과업을 수행하는 데 필요한 지식 수준이 높아지고, 정신적, 육체적 몰입의 정도도 크기 때문이다(Carpenter & Fredrickson, 2001). 게다가 업무가 복잡하면 외부주주들이 경영진이 업무 처리를 잘 하고 있는지를 판단하는 것이 쉽지 않다(Gomez-Mejia & Wiseman, 1997). 그러므로 업무가 복잡한

상황에서는 경영진의 재량권이 커지게 되고, 이에 비례하여 이들의 보상에 대한 영향력도 커진다.

그런데 선행 연구(Canyon & Peck, 1998; Finkelstein & Boyd, 1998)에 의하면 경영진이 맡고 있는 업무의 복잡성은 기업 규모와 비례한다. 따라서 기업 규모가 클수록 복잡성이 크고, 덩달아 경영진의 보상도 크다는 논리가 성립된다.

규모가 크면 경영진의 보상이 크다는 논리는 이외에 몇 개 더 있다. 첫째, 경영진이 규모에 연동한 보상을 선호한다는 점을 들 수 있다. 이들에게는 규모에 대한 통제가 성과(이익)에 대한 통제보다 쉽다. 왜냐하면 규모는 인수 활동의 조정 등 비교적 간단한 활동으로 통제할 수 있지만 이익 실현에는 훨씬 많은 요인들이 개입하고 이 요인들의 변동성 또한 크기 때문이다(Kroll, Simmons, & Wright, 1990). 그러므로 경영진은 자신의 보상을 이익보다는 규모에 연동시킴으로써 보상의 변동성을 줄이려는 동기를 갖게 된다(Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Murphy, 1990). 이러한 경영진의 동기는 보상 결정 과정에 작용, 진화 경제학의 입장에서 볼 때 규모가 클수록 경영진의 보상도 커지는 관행이 형성되었다(Comb & Skill, 2003; Kroll et al., 1997). 둘째, 대규모 기업을 운영할 수 있는 인력의 공급이 비탄력적이라는 점을 들 수 있다. 앞에서 언급한 바 있듯이, 대기업은 소기업에 비하여 복잡하다. 그러므로 이러한 대기업을 운영하기 위해서는 보다 많은 지식과 독특한 노우-하우가 필요하다. 그런데 이러한 지식과 노우-하우를 가진 인력은 희소할 뿐만 아니라 복제가 쉽지 않다.⁷⁾ 따라서 이러한 유능한

7) 인적 자원(Human Capital) 이론에 의하면 경영진의 기술, 지식, 능력, 경험 등이 보상과 관련이 있다. 즉, 우수한 경영진을 보유한 기업은 경쟁우위를 확보할 수 있기 때문에 우수한 인력을 확보하려고 할 것이고, 이 때문에 수요 증가로 이러한 인력의 몸값이 올라간다(Combs & Skill, 2003).

인력을 유인하기 위해서는 높은 수준의 보상을 제시해야 한다(Core, Holthausen, & Larcker, 1999; Smith & Watts, 1992). 그러므로 일반적으로 대기업의 경영진이 소기업의 경영진에 비하여 높은 보상을 받는다고 볼 수 있다. 마지막으로, 대규모 기업에서는 노력의 지렛대 효과(leverage)가 크다는 점을 들 수 있다. 일반적으로 대기업은 소기업에 비하여 동일한 노력에 대한 성과가 크다(Comb & Skill, 2003). 이러한 지렛대 효과로 인하여 대기업 경영진의 보상이 소기업의 그것에 비하여 크다는 것이다.

이상에서 제시된 논리에 더 잡는다면 다음과 같은 가설의 설정이 가능하다.

가설 3a: 기업 규모는 경영진의 보상 수준과正的 관계를 가질 것이다.

선행 연구에 의하면 기업 규모는 경영진의 기회주의적인 행동 창궐과 밀접한 연관을 갖는다(Denis, Denis, & Atulya, 1998; Gedajlovich & Sapiro, 2002; Gibbs, 1993). 이는 1) 경영진이 자신들의 사적인 이해 증진을 위하여 기업의 규모 확대를 활용한다는 점(Amihud & Lev, 1981; Bethel & Liebeskind, 1993; Kochhar, 1996)과, 2) 기업 규모 증대가 복잡성 증대를 초래, 이 복잡성의 통제가 쉽지 않다는 점(Carpenter & Snaders, 2002; Conyon & Peck, 1998; Hadlock & Lumer, 1997)에 근거를 둔다. 그런데, 위에서 언급한 바 있듯이, 기관투자자들은 특정 기업의 지분을 많이 가지게 되면, 규모 확대를 자신들의 보상 확대 기회로 활용하려는 경영진의 시도를 분쇄하려는 노력을 기울이게 된다(David, Hitt, Gimeno, 2001; David, Kochhar, & Levitas,

1998). 왜냐하면 경영진의 보상 감축은 자신들의 富 증대로 연결되기 때문이다. 또한, 이들 기관투자자는 자신의 뛰어난 분석 능력을 활용하여, 업무 복잡성을 보상 수준 제고의 기회로 활용하려는 경영진의 의도를 간파한다. 더욱이, 앞에서 언급한 바 있는 지렛대 효과 논리(Combs & Skill, 2003)에 의하면, 이러한 기관투자자의 감시 및 분석에 따른 효과는 기업 규모가 클수록 강하게 나타난다.

요컨대, 기관투자자의 지분율이 높으면 기관투자자의 경영진 보상에 대한 개입 정도가 커지고, 이러한 기관투자자의 개입은 기업 규모가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향력을 약화시킬 것이다. 따라서 우리는 다음과 같은 가설을 세울 수 있다.

가설 3b: 기관투자자의 지분율은 기업 규모가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향을 조절할 것이다. 즉, 기관투자자 지분율이 증가함에 따라 기업 규모가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향은 약화될 것이다.

III. 연구 방법

3.1 표본

본 연구는 우리나라 거래소 시장에 상장된 화학물 및 화학제품 제조업, 고무 및 플라스틱 제품 제조업, 조립금속제품 제조업, 컴퓨터 및 사무용 기기 제조업, 기타 전기기계 및 전기 변환장치 제조업, 전자부품·영상·음향 및 통신장비 제조업, 의

료·정밀·광학기기 및 시계 제조업, 자동차 및 트레일러 제조업, 기타 운송장비 제조업 등의 산업에 속한 업체 206개를 대상으로 실시하였다.⁸⁾ 이 중 부도에 의한 법정관리, 인수합병, 기업 분할, 분사 등으로 자료의 일관성을 유지하기 어렵거나, 자료의 공시가 증권감독원의 기준에 합치하지 않은 기업을 제외한 158개를 표본으로 하였다. 본 연구의 분석에서 사용한 경영진의 보상 수준, 소유구조, 이사회 구조, 연구개발투자 등에 대한 자료는 증권거래소가 보유하고 있는 전자공시시스템에서 추출하였고, 자산, 순이익, 부채비율 등은 한국신용평가정보(주)의 자료를 활용하였다. 그리고 분석 기간은 우리나라 기업의 소유구조가 획기적으로 바뀌기 시작한 1999년부터 2001년까지의 자료를 대상으로 하였다.⁹⁾

본 연구에서 경영진이라 함은 등재된 내부 이사들을 일컫는다.

3.2 변수의 측정

종속변수: 경영진에게 부여되는 보상은 일반적으로 월급과 상여금으로 구성되는 현금성 보상과 스톡옵션(stock option)으로 구성된다. 그런데 선행 연구(예컨대, Combs & Skill, 2003; Core, Holthausen, & Larcker, 1999)에 의하면 경영진에 대한 보상으로 현금성 보상(급여와 보너스)

을 쓰는 게 좋다. 왜냐하면 현금 보상은 경영진의 행동 성향과 직접적으로 연계되어 있고, 기업 지배구조의 특성을 잘 반영하기 때문이다. 이에 따라 경영진의 보상은 현금성 보상(월급+보너스)에 한정하여 측정하였다.¹⁰⁾ 수치는 각 기업이 증권거래소에 제출한 사업보고서에 나와 있는 내부이사·사외이사 제외-의 평균 급여(단위, 백만원)로 했다. 요컨대, 본 연구에서 경영진의 보상 수준은 내부이사의 평균 급여를 일컫는다.

독립변수: Fatemi, Desai, & Katz(2003)에 의하면 경제적 부가가치(EVA)는 경영진의 위험 선호도를 잘 반영하는 지표로서 경영진의 보상과 기업 성과의 관계를 분석하기에 가장 적합한 지표이다. 이런 점을 감안하여 본 연구에서도 경제적 부가가치(EVA)를 기업 성과 지표로 사용했다. 이때 경제적 부가가치(단위, 억원)는 '세후 순영업이익-(평균투하자본×가중평균자본비용)'으로 표현된다. 수치는 한국신용평가정보(주)의 자료에서 추출하였다. 기업 규모는 Geletkanycz, Boyd, & Finkelstein(2001), 그리고 Sanders & Carpenter(1998)의 조사 방법을 참고하여 '매출액(단위, 억원)'으로 하였다.

본 연구에서, 최고경영자의 지분율은 최고경영자가 소유하고 있는 보통주의 수가 총 발행(보통)주식 수에서 차지하는 비율(%)을 말한다. 또한, 기관투자자의 지분율은 증권사, 보험사, 투자신탁

8) 연구 대상을 이들 산업으로 한정한 이유는 이들 업종이 1) 기업 지배구조에 관한 선행 연구가 이들 산업을 주된 표본으로 선정, 수평 비교가 용이하고 2) 경쟁이 치열하여 기업 지배구조에 따른 효과가 비교적 빨리 나타나고, 덩달아 경영진 보상의 중요성이 크다 3) 금융업 등의 분야에 비하여 정부의 간섭이 적다는 점을 중요시했기 때문이다.

9) 외환 위기 이후 우리나라 기업의 지배구조는 그 이전에 비하여 크게 달라졌다. 즉, 자본조달 체계가 부채에 의한 조달 방식에서 주식시장을 통한 조달 방식으로 바뀌었고, 사외이사제도가 도입되었고, 외국인 주주의 비중이 크게 증가하였고, 경영진의 배임 행위에 대한 처벌 규정이 강화되었고, 기관투자자의 의견권 행사를 가로막는 규제와 인수 및 합병(M&A)을 가로 막는 규제가 크게 완화되었다. 본 연구에서 저자는 이렇듯 변모된 우리나라 기업을 대상으로 함으로써 서구에서 진행된 지배구조 관련 연구들과 수평적인 비교가 보다 용이하도록 했다.

10) 내적 타당도를 높이기 위해, 스톡옵션의 행사 가격이 분석 시점의 주가보다 높은 표본은 제외하였다.

사 등 순수 기관투자자들이 보유하고 있는 보통주가 전체 보통주에서 차지하는 비율(%)을 말한다.

본 연구에서는 선행 연구들이 성과와 연동한 보상의 분석에 있어서 성과와 보상 사이에 시차를 두는 점(Fatemi, Desai, & Katz, 2003; Gelekanycz, Boyd, & Finkelstein, 2001; Miller, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2002; Tosi et al., 2000), 그리고 경영진의 보상 수준은 1년을 단위로 주주 총회에서 결정된다는 점을 감안하여 성과와 경영진의 보상 수준 간에 1년의 시차를 두었다. 또한, 분석은 2개년을 연결하여 분석하는 방법을 취하였다.¹¹⁾ 즉, 1999년 자료로 2000년의 경영진 보상 수준을, 2000년 자료로 2001년 경영진 보상 수준을 측정하였다.

통제변수: 선행 연구(David, Kochhar, & Levitas, 1998; Hambrick & Finkelstein, 1995; Shleifer & Vishny, 1986)에 의하면 주요주주(blockholders)는 경영진 감시에 대한 능력 및 동기가 크기 때문에 경영진의 보상에 깊이 관여한다. 이를테면, 주요주주의 지분율이 높을수록 경영진의 보상 수준은 낮아진다. 왜냐하면 주요주주는 경영진에 대한 감시를 쉽게 할 수 있기 때문에 굳이 많은 보상을 줄 필요가 없기 때문이다. 또한, 국내 재벌 그룹의 경우 순환출자를 통하여 계열사를 통제하는 경우가 있다. 이들 기업 주요주주 역시 경영진의 보상 수준에 영향을 미칠 수 있다. 본 연구에서는 이러한 점들을 감안하여 주요주주의 지분율(%)을 통제하였다.

선행연구(김경묵, 2003; 박헌준 등, 2004; Cornelius, 2003; George, Douma, & Kabir, 2003;

Reisen, 2003)에 의하면 신흥시장에서 외국인의 지분율이 크게 증가하고 있고, 이에 연동하여 기업의 중요 의사결정 과정에 대한 개입도 증가하고 있다. 특히, 이들은 뛰어난 감시 능력을 보유하고 있을 뿐만 아니라 지분율이 커짐에 따라 개입 동기 또한 크게 증가, 기업의 가치와 연관된 중요한 일에 적극적으로 개입하는 것으로 알려지고 있다. 이러한 점을 감안할 경우, 외국인은 경영진의 보상 수준 결정에도 많은 영향력을 미칠 것으로 판단된다. 이에 따라 본 연구에서는 외국인 지분율(%)을 통제하였다.

기업은 소유경영자가 운영하는 기업과 전문경영자가 운영하는 기업으로 구분된다. 소유경영자가 운영하는 기업이란 특정 기업에 대해 최대 지분을 가지고 있는 집단-개인, 가족, 친지 등-의 대표가 운영하는 기업을 일컫는다. 반면에 전문경영자가 운영하는 기업은 소유자를 대신하여 전문 경영인이 대표가 되어 운영하는 기업을 말한다(Durand & Vargas, 2003). 그런데, Durand & Vargas (2003)에 의하면 기업의 각종 의사결정과 관련하여 전문경영자와 소유경영자의 사전적, 사후적 기회주의적 행동이 다르다. 이러한 점들을 감안하여 본 연구에서, 저자는 기업 유형-전문경영자가 운영하는 기업/소유경영자가 운영하는 기업-을 통제한다. 이 변수는 가변수(dummy variable)인데, 우리나라에는 소유경영자가 운영하는 기업이 일반적(지청과 장하성, 2001)이라는 점, 전문경영자가 소유경영자보다는 기회주의적인 행동을 할 가능성이 더 높다는 점 등을 감안하여 전문경영자가 운영하는 기업이면 1, 소유경영자가 운영하는 기업

11) 이는, 기업 간에는 독립성이 보장되고 기업 내에서는 상관성에 높을 때 동일 기업의 연속적인 관찰치를 분리하여 각각 분석할 수 있다는 선행연구(Carpenter, 2002; David, Kochhar, & Levitas, 1998)의 방법을 참고한 것이다.

이면 0으로 표시했다.

선행 연구는 이사회 크기가 경영진의 보상에 영향을 미친다는 점을 지적한다. 즉, 이사회가 크면 경영진에 대한 감시 효율성이 떨어지기 때문에 경영진에 대한 보상도 커진다(Boyd, 1994; Core, Holthausen, & Larker, 1999). Conyon & Peck (1998). 그리고 Sanders & Carpenter(1998)는 실증연구를 통하여 이사회 크기는 경영진의 보상과 정의 관계가 있다는 것을 밝힌 바 있다. 이러한 선행 연구의 결과를 감안하여 이사회 크기를 통제했다. 이 때 이사회 크기는 총 이사 수를 말한다.

연구개발에 대한 투자는 1) 그 성과의 예측이 쉽지 않으며, 2) 과실이 장기에 걸쳐서 나타나며, 3) 지속적인 자금의 투입이 요구된다는 점 등에서 불확실성이 큰 투자로 여겨지고 있다(Henderson & Fredrickson, 1996; Hosskisson, Hitt, & Hill, 1993; Miozzo & Dewick, 2002). 경영진은 기본적으로 이러한 투자를 선호하지 않는다. 왜냐하면, 불확실성 증가로 기업의 수익이 감소하거나 기업 도산 위험이 커지게 되면 경영진의 보상이 감소하고 고용불안은 증가하기 때문이다(Coff, 2003). 주주들은 기업의 연구개발투자를 촉진시키기 위해서 경영진의 보상을 연구개발 투자와 연결시킨다(Sanders & Carpenter, 1998). 이미 일부의 선행연구들(Henderson & Fredrickson, 1996; Rajagopalan & Prescott, 1990)은 연구개발 투자와 경영진의 보상 수준은 정의 관계가 있다는 것을 밝혔다. 그런데 선행 연구(예컨대, Henderson & Frederickson, 1996; Kochhar & David, 1996; Lee & O'Neill, 2003; Rajagopalan & Prescott, 1990; Sanders & Carpenter, 2003)는 연구개발투자를 연구개발의 집중도(R&D intensity)로써 측정했다. 본 연구

에서, 저자도 이러한 점을 감안하여 연구개발집중도($(\text{연구개발비}/\text{매출액}) \times 100$)로써 연구개발투자를 측정하였다.

David, Kochhar, & Levitas(1998)에 의하면 각 기업 경영진 보상 수준은 그 기업이 몸담고 있는 산업의 보상 수준에 비례한다. 본 연구에서는 이들의 실증연구 결과를 감안하여 산업의 평균 보상을 통제한다. 이 때 산업의 범위는 우리나라 증권 거래소가 분류하는 중분류(4자리수)에 해당한다. 또한 평균 보상이라 함은 본 연구에 포함된 9개 산업 경영진의 평균 급여(단위, 백만원)를 말한다.

IV. 연구 결과

〈표 1〉은 본 연구에 포함된 변수들의 평균, 표준편차, 그리고 변수들 간의 상관관계(bivariate correlations)를 표시한 것이다.

본 연구에서는 가설의 검증을 위하여 위계적 회귀 분석(hierarchical regression analysis)을 실시하였다. 분석은 경영진의 보상을 기준변수(criterion variable)하여 1단계로 주요주주 지분율, 외국인 지분율, 기업 유형, 이사회 규모, 연구개발 집중도, 업계평균 보수 등의 통제변수를 집어넣고, 2단계로 경제적 부가가치, 최고경영자 지분율, 기관투자가 지분율, 기업 규모 등의 독립변수를 집어넣고, 3단계로 경제적 부가가치×최고경영자 지분율, 경제적 부가가치×기관투자가 지분율, 기업 규모×기관투자가 지분율 등의 상호작용 항을 집어넣는 방법을 채택했다. 그런데, 〈표 1〉에서 제시된 변수들을 그대로 집어넣고 회귀분석을 한 결과, 상호작용항의 첨가로 다중공선성(multicollinearity) 문제가 제기

〈표 1〉 기초 통계 및 상관관계^a

변수 ^b	평균	표준편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. 주요주주 지분율	35.97	19.45										
2. 외국인 지분율	7.51	12.96	.00									
3. 기업 유형	0.37	1.09	-.09	.00								
4. 이사회 규모	10.00	31.48	-.13	.04	.82							
5. 연구개발 집중도	1.99	3.96	-.02	.13	-.04	-.01						
6. 업계 평균 보수	123.70	47.02	-.09	.09	.01	-.03	.17					
7. EVA ^c	49.71	4555.83	-.03	.28	.01	.08	.07	.12				
8. 기관투자자 지분율	3.65	6.72	.10	.09	-.01	-.00	-.05	-.14	.00			
9. 최고경영자 지분율	10.94	11.96	.20	-.12	-.29	-.08	.04	-.01	-.04	-.10		
10. 기업 규모	8938.71	33060.50	-.10	.44	-.01	.18	.08	.09	.73	.08	-.16	
11. 경영진 보수	119.07	277.78	-.07	.36	.05	.01	.10	.17	.85	-.01	-.11	.79

^a 계수가 0.10보다 크거나 같으면 $p < 0.05$ 수준에서 유의한 상관관계를, 0.13보다 크거나 같으면 $p < 0.01$ 수준에서 유의한 상관관계를 가짐.

^b n=316

^c 센터링(centering) 후의 수치

되었다. 이에 따라 Aiken & West (1991)가 제시한 방법에 따라 다중공선성 문제를 야기하는 변수(EVA)를 뺀 가까이로 집중(centering) 시켰다. 이러한 처치를 한 후 다중공선 허용치(tolerance score), 분산확대지수(variance inflation factor), 조건지수(condition indexes) 등의 검정지표로써 다중공선성 여부를 검토한 결과, 변수 간에 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났다. 〈표 2〉는 위계적 회귀분석 결과를 제시한 것이다.

우선 통제변수의 영향력을 보면 모형1에서 보는 바와 같이, 6개의 통제변수 중 외국인 지분율($\beta = 0.32, p < 0.001$)과 업계 평균 보수($\beta = 0.11, p < 0.05$)만이 경영진의 보상 수준에 유의한 正의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 모형2에서 보는 바와 같이 경제적 부가가치(EVA)는 경영진의 보상 수준에 正의 유의한 영향($\beta = 0.50, p < .001$)을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는

영미(Anglo-Saxon) 경제권을 대상으로 한 '성과에 연동한 보상' 논리가 우리나라 기업에도 관철되고 있음을 시사한다.

가설 1a는 최고경영자의 지분율이 높을수록 경영진의 보상 수준도 높다는 것이다. 모형2에서 보는 바와 같이 최고경영자의 지분율은 경영진의 보상에 正의 유의한 영향($\beta = 0.08, p < 0.01$)을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 가설1a는 본 연구에서 지지되고 있다고 볼 수 있다. 가설 1b는 최고경영자의 지분율은 기업의 성과가 경영진의 보상에 미치는 영향을 조절한다는 것이다. 모형3에서 보는 바와 같이 경제적 부가가치(EVA)×최고경영자 지분율 항의 추가로 모형의 설명력이 유의하게 증가($\Delta R^2 = 0.01, p < 0.001$)하는 것으로 나타났다. 그리고 경제적 부가가치(EVA)×최고경영자 지분율 항의 회귀계수는 경영진의 보상에 負의 유의한 영향($\beta = -0.12, p < 0.001$)을 미치는 것으로 나타났다.

〈표 2〉 위계적 회귀분석(Hierarchical Regression Analyses) 결과^a

변 수	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5
1단계: 통제변수					
주요주주 지분율	-.02	-.01	.00	-.01	-.01**
외국인 지분율	.32***	.02	.03	.02	.02
기업 유형	.03	-.01	-.01	-.01	-.01
이사회 규모	-.06	-.32***	-.30***	-.29***	-.30***
연구개발 집중도	0.02	.02	.02	.02	.02
업계평균 보수	0.11*	.03	.03	.03	.03
2단계: 독립변수					
경제적 부가가치(EVA)		.50***	.54***	.55***	.46***
최고경영자 지분율		.08**	.03	.04	.04
기관투자가 지분율		-.02	-.04	-.03	.02
기업 규모		.56***	.59***	.56***	.65***
3단계: 상호작용					
EVA×최고경영자 지분율			-.12***		
EVA×기관투자가 지분율				-.11***	
기업 규모×기관투자가 지분율					-.15***
수정 후 R ²	.17***	.86***	.87***	.87***	.88***
F	10.05	186.41	179.63	183.42	192.98
수정 후 R ² 의 변화		.69***	.01***	.01***	.02***
ΔF		403.99	14.51	20.41	35.31

^a N=316. 입력치는 표준화된 계수

* p < .05

** p < .01

***p < .001

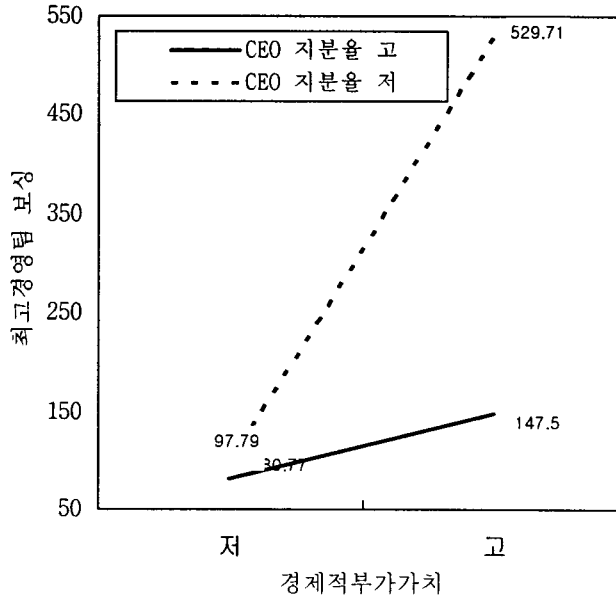
^c 센터링(centering) 후의 수치

상호작용 효과에 대한 이해를 높이기 위하여 사후분석을 해본 결과 〈그림 1〉에서 보는 바와 같이 1) 최고경영자의 지분율이 높을 때보다 낮을 때에 경영진의 보상은 높은 것으로 나타났고 2) 기울기 분석 결과, 최고경영자의 지분율이 높을 때($R=0.03$, $n.s.$)보다 최고경영자의 지분율이 낮을 때($R=0.82$, $p<0.01$)의 기울기가 더 가파른 것-기업성과와 경영진 보상 수준 간의 관련성이 차별적

으로 더 강한 것-으로 나타났다. 따라서 최고경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업 성과가 경영진 보상 수준에 미치는 영향은 약화될 것이라는 가설 1b는 본 연구에서 지지되고 있다고 볼 수 있다.

저자는 가설 2에서 기관투자가의 지분율은 기업 성과가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향을 조절할 것이라고 가정했다. 모형4에서 보는 바와 같이 경제적 부가가치(EVA)×기관투자가 지분율 항의 첨

〈그림 1〉 최고경영자 지분율과 경제적 부가가치 상호작용이 경영진 보상 수준에 미치는 영향^a



^a 최고경영자(CEO) 지분율과 경제적부가가치의 高低는 평균을 기준으로 하여 분류했으며, 그래프의 값은 경영진의 보상 수준(단위, 백만원)을 표시함.

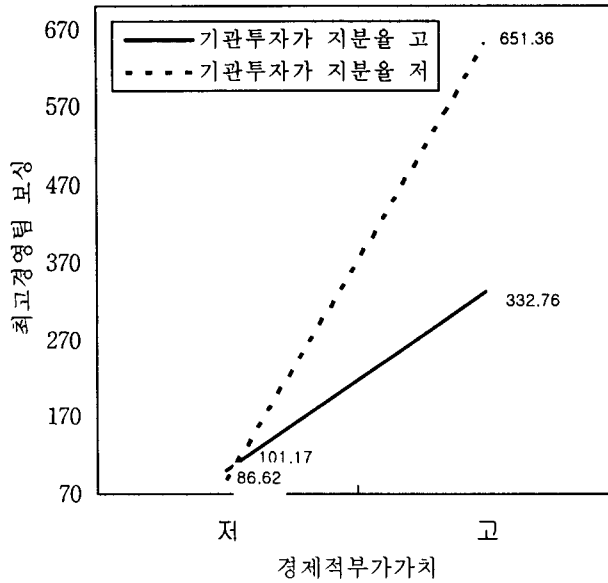
가로 회귀 모형의 설명력이 유의하게 증가하는 것($\Delta R^2=0.01, p<0.001$)으로 나타났다. 또한 경제적 부가가치(EVA)×기관투자가 지분율 향의 회귀계수는 경영진의 보상에 대하여 負의 유의한 영향이 있는 것($\theta=-0.11, p<0.001$)으로 나타났다. 사후분석을 한 결과, 〈그림 2〉에서 보는 바와 같이 기관투자가 지분율이 낮을 때가 높을 때보다, 경영진의 보상 수준이 높고 선분의 기울기(낮을 때 $R=0.89$, 높을 때 $R=0.31$) 또한 가파르다. 따라서 본 연구에서 가설 2b는 지지되고 있다고 볼 수 있다.

가설 3a는 기업 규모가 클수록 경영진 보상 수준은 높다는 것이다. 모형2에서 보는 바와 같이 기업의 규모는 경영진의 보상 수준에 正의 유의한 영향($\theta=0.56, p<0.001$)을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 1) 경영진은 규모에 연동한

보상 체계를 선호한다는 것과, 2) 기업 규모가 커짐에 따라 업무 복잡성이 증대하고, 이에 연동하여 경영진이 기울여야 할 심리적, 육체적 노력의 정도도 크고, 덩달아 경영진의 보상 수준도 높아진다는 저자의 논리가 타당하다는 것을 시사한다.

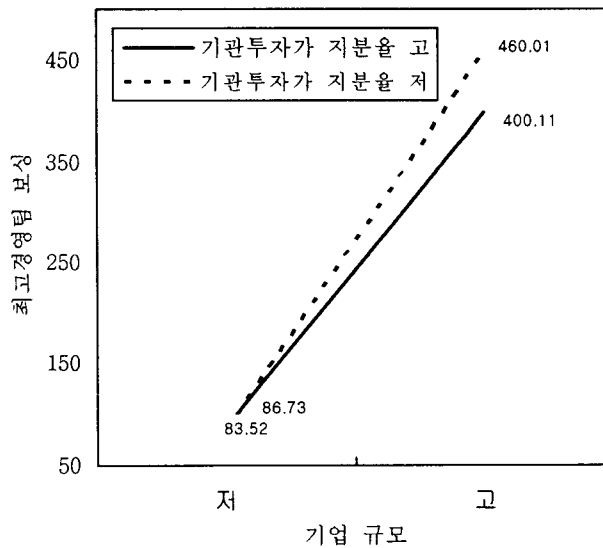
마지막으로, 저자는 가설 3b에서 기관투자가의 지분율은 기업 규모가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향을 조절할 것이라고 가정했다. 모형5에서 보는 바와 같이 기업 규모×기관투자가 지분율 향의 추가로 모형의 설명력은 유의하게 증가하는 것($\Delta R^2=0.02, p<0.001$)으로 나타났다. 그리고 이 향의 회귀계수는 경영진의 보상 수준에 負의 유의한 영향을 미치는 것($\theta=-0.15, p<0.001$)으로 나타났다. 저자는 본 결과에 대한 독자들의 이해를 높이기 위해서 사후분석을 하였다. 그 결과, 〈그림 3〉

〈그림 2〉 기관투자가 지분율과 경제적 부가가치 상호작용이 경영진 보상 수준에 미치는 영향^a



^a 기관투자가 지분율과 경제적 부가가치의 高低는 평균을 기준으로 하여 분류했으며, 그래프의 값은 경영진의 보상 수준(단위, 백만원)을 표시함.

〈그림 3〉 기관투자가 지분율과 기업 규모 상호작용이 경영진 보상 수준에 미치는 영향^a



^a 기관투자가 지분율과 기업규모 高低는 평균을 기준으로 하여 분류했으며, 그래프의 값은 경영진의 보상 수준(단위, 백만원)을 표시함.

에서 보는 바와 같이 기관투자자의 지분율이 높을 때보다 낮을 때, 경영진 보상 수준이 높고 기율기 역시 더 가파른 것(낮을 때 $R=0.84$, 높을 때 $R=0.64$)으로 나타났다. 따라서 기관투자자의 지분율이 높을수록 기업 규모가 경영진 보상 수준에 미치는 영향은 감소될 것이라는 가설3b는 본 연구에서 지지되고 있다고 볼 수 있다.

V. 연구 결과의 토론

5.1 연구 결과의 함의

본 연구에서 저자는 대리인이론과 권력이론의 결합을 통하여 경영진의 보상 문제에 접근하였다. 구체적으로, 저자는 대리인이론에 기반을 둔 선행 연구들이 중요 과제로 삼았던 '기업 성과에 연동한 보상' 체계는 최고경영자 및 기관투자자가 주식 소유에 기반한 권력에 의해 조절될 것이라는 가설을 세우고, 이 가설을 실증하였다. 연구 결과, 저자의 예상대로, 경영진의 보상 수준은 기업의 성과 및 규모에 연동되어 있을 뿐만 아니라 최고경영자 및 기관투자자의 주식 소유에 기반을 둔 권력에 의해 조절되는 것으로 나타났다.¹²⁾ 이러한 연구 결과는 중요한 함의점을 던진다.

첫째, 기업 성과가 경영진의 보상 수준에 유의한

정의 영향을 미친다는 것은 대리인이론에 입각한 경영진의 보상 모형이 우리나라에서도 관찰되고 있음을 시사한다.¹³⁾ 대리인 이론에 의하면, 주주들은 경영진의 보상을 기업의 성과와 연동시킴으로써 이들의 기회주의적 행동을 방지할 수 있다. 그런데 일부 학자들(예컨대, Geletkanyez, Boyd, & Finkelstein, 2001)은 이러한 논리에 대하여 의문을 품어왔다. 나아가 Aguilera & Jackson (2003), 그리고 Miozzo & Dewick(2002)은 대리인이론은 영미(Anglo-Saxon) 경제권을 대상으로 하였기 때문에 비영미권의 국가, 특히 신뢰와 집단 규범을 강조하는 아시아권 경제에서는 이 이론을 적용하기가 어렵다고 주장한다. 본 연구의 결과만으로, 우리나라 주주들이 사전 계획 하에 대리인이론을 경영진의 보상에 적용했는지를 판단할 수 없다. 하지만 본 연구는 사후적으로, 대리인 이론이 제시하는 보상에 의한 경영진 통제가 우리나라 기업에도 관찰되고 있다는 것을 시사한다.

둘째, 본 연구 결과, 최고경영자의 지분율이 높을수록 경영진의 보상 수준은 높은 것으로 나타났다.¹⁴⁾ 이러한 연구 결과는 대리인이론의 주장(Eisenman, 2002)과는 사뭇 다른 것으로 저자가 권력이론에 기초하여 제시한, 최고경영자가 (주식 소유에 기반을 둔) 권력을 갖게 되면 자신의 경제적 이해 충족과 과시 욕구 충족을 위해 경영진의 보상을 높게 책정할 것이라는 가정이 타당하다는 것을 시사한다.¹⁵⁾

12) 이러한 결과는 소유경영자 지배기업을 통제했을 때도 일관되게 나타났다. 이는, 최고경영자 및 기관투자자의 지분율은 기업 지배 유형(소유경영자 지배 기업/ 전문경영자 지배기업)에 관계없이 기업 성과가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향을 조절한다는 것을 의미한다.

13) 본 연구의 결과는 상대적 성과평가(relative performance)와 경영자 보상은 정의 관계를 가진다는 신현한 등(2003)의 연구 결과와 기본적으로 맥을 같이 한다.

14) 이러한 효과는 예상과는 달리 소유경영자 운영 기업에서 더 강하게 나타났다. 이는 경영진의 보상 수준에 대한 결정 권한은 전문경영자보다 소유경영자가 크다는 것을 의미한다.

15) 뿐만 아니라 본 연구의 결과는 경영자의 권력 및 지배력이 보상의 결정에 영향을 미칠 것이라고 주장한 바 있는 Combs & Skill(2003)의 연구를 지지하는 것이 된다.

셋째, 본 연구 결과, 최고경영자의 지분율은 기업 성과가 경영진의 보상에 미치는 영향을 조절하는 것으로 나타났다. 즉, 최고경영자의 지분율이 높을수록 기업 성과가 경영진의 보상에 미치는 영향력은 약화되는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 기본적으로 경영진은 1) 성과에 연동한 보상을 자신들에 대한 통제시스템으로 인식할 뿐만 아니라 자신의 보상이 불안정한 것을 싫어하며, 2) 권력을 가질 경우 이러한 보상 시스템을 분쇄하고 자하는 동기를 가질 것이라는 본 연구의 가정이 타당하다는 것을 시사한다. 달리, 본 연구의 결과는 경영진의 보상을 보다 밀도 있게 설명하기 위해서는 대리인이론과 권력이론의 결합이 필요하다는 것을 시사한다.¹⁶⁾

넷째, 본 연구 결과, 기관투자자의 지분율이 높을수록 기업 성과와 경영진 보상 수준의 관련성도 낮은 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 기관투자자는 1) 우수한 감시 능력을 보유하고 있을 뿐만 아니라 투자자의 압력, 퇴출장벽 등으로 인하여 경영자에 대한 감시동기 또한 크며 2) 이러한 우월적인 동기 및 능력을 바탕으로 경영진을 감시, 성과에 연동한 보상 시스템이 가지는 통제 기능을 대체하고 있으며 그 강도는 지분율이 증가할수록 커진다는 것을 시사한다.

다섯째, 본 연구 결과, 기관투자자 지분율은 기업 규모가 경영진의 보상에 미치는 영향을 조절하는 것으로 나타났다. 즉, 기관투자자의 지분율이 높을수록 기업 규모와 경영진의 관련성은 낮아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기관투자자의 지분율이 높으면, 위에서 언급한 바 있듯이, 경영진에 대한 감시 동기가 커지고 감시에 대한 영향

력 또한 증가, 경영진의 규모 선호도, 기업의 복잡성 등에 의해서 생기는 느슨한 감시 등으로 인한 高報償의 利點이 점점 사라진다는 것을 시사한다.

Barkema & Gomez-Mejia(1998)는 기업의 성과는 경영자의 보상에 대해서 5% 미만의 설명력 밖에 가지지 못함을 지적했다. 이러한 지적은 경영자의 보상에 대하여 새로운 기준 또는 관점이 부가되어야 한다는 점을 시사하고 있다. 그런데 본 연구에서, 소유에 기반한 권력은 경영진의 보상에 상당한 정도의 설명력을 부가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 권력이 경영진의 보상 수준 결정에 중요한 역할을 한다는 것을 의미한다. 결론적으로 본 연구의 전체 결과는 경영진의 보상을 보다 잘 설명하기 위해서는 대리인이론과 권력이론의 결합이 필요하다는 것을 시사한다고 볼 수 있다.

5.2 연구의 한계 및 미래 연구의 방향

본 연구는 몇 가지 한계점을 지닌다.

이미 일부의 선행 연구(예컨대, Finkelstein & Hambrick, 1996; Kidder & Buchholtz, 2002; Westphal, 1999)에서 제시한 바 있듯이, 경영진을 구성하는 사람들이 돈에 의해서 동기화된다고 보는 것은 단견이다. 그런데, 대리인이론은 기본적으로 경영진이 돈에 의해서 동기화된다는 것을 가정하고 있다. 본 연구는 권력 개념을 새롭게 도입했으나 경영진이 돈을 중요한 가치로 여긴다고 가정한다는 점에서 기존 이론과 크게 다를 바 없다. 따라서 미래의 연구는 돈 이외의 요인으로 경영진의 보상을 접근하는 작업이 필요하다. 이를테면, 공정성이론(Adams, 1963), 기대이론(Lawler,

16) 대리인이론에 따르면 최고경영자의 지분율이 커지면 경영진의 보상 수준은 낮아진다.

1971) 등의 동기이론을 적용해 보는 것도 의미가 있을 것이다. 왜냐하면, 경영진이 자신들의 보상을 다른 기업 경영진의 그것과 비교하여 공정하다고 느낀다면, 그것은 경영진의 행동에 중요한 역할을 하기 때문이다. 또한, 기대이론에 의거할 경우, 경영진이 돈보다는 명예나 권력을 더 소중히 생각한다면 보상 수준의 차이는 경영진의 행동 통제에 있어서 결정적인 역할을 하지 못할 수도 있기 때문이다.

기업에서 경영진을 구성하는 각 임원들 간-특히 최고경영자와 나머지 임원들 간-에는 보상 수준의 차이가 있다. 본 연구에서는 이러한 차이를 고려하지 않았다. Henderson & Fredrickson(2001)에 의하면, 경영진을 구성하는 임원들 간의 협력을 촉진하기 위해서는 보상 차이가 적은 것이 좋다. 하지만, 토너먼트 이론(tournament theory)에 의하면 경영진 구성원들 간의 보상 차이가 크면 승부욕을 자극하기 때문에 공동 의사결정에서 흔히 발생하기 쉬운 대리인 문제를 해결할 수 있다(김경묵, 2005; Becker & Huselid, 1992; Lambert, Larcker, & Weigelt, 1993; O'Reilly, Main, & Crystal, 1988). 따라서 미래의 연구는 경영진 구성원들 간(예컨대, 최고경영자와 나머지 임원들 간)의 임금 격차를 대상으로 그 영향 요인, 성과 등을 분석할 필요가 있다.

본 연구에서 저자는, 경영진의 보상을 결정하는 과정에서 제기되는 주주와 경영진의 영향력을 대상으로 하면서, 실제 결정 과정에서 나타나는 이들 각각의 태도, 영향력 행사 방법 등을 측정하지 않았다. 대신에, 성과, 규모, 소유구조 등과 경영진의 보상의 관계를 분석함으로써 이러한 요소들의 영향을 유추하였다. 분명 경영진의 보상에 대한 의사결정 과정에서 나타나는 태도, 의사소통, 영향력

행사 방법 등 행동적 요소들은 주주와 경영진의 이해관계, 그리고 이의 조정을 보다 풍부하게 설명할 수 있을 것이다. 따라서 미래에는, 경영진과 주주의 인지적, 행동적 측면을 조명하는 가운데 경영진의 보상에 대한 연구가 이루어지길 기대한다.

선행 연구(지청과 장하성, 2001)에 의하면, 우리나라 기업 중에는 소유주에 의해서 운영되는 기업이 많다. 게다가, 소유주의 기업 운영에 대한 영향력은 매우 크다. 우리나라 대부분의 기업은, 비록 외환 위기를 계기로 지배구조 측면에서 크게 변모하였다고는 하나, 이러한 특질을 완전히 탈피했다고 보기 어렵다. 더욱이 우리나라 기업 중 상당수는 순환출자 등으로 얽혀있다. 본 연구에서 저자는 우리나라 기업의 이러한 특질을 충분히 반영하여 가설을 설정하지 못했다. 향후 연구는 우리나라 기업의 특질을 보다 잘 반영한 가설을 세우는 작업을 했으면 한다. 특히, 외환 위기 전과 후의 기업 지배구조 관련 요소들을 비교하는 연구는 매우 의미 있는 작업이 될 것이다.

주지하다시피, 국내 기관투자자들의 주식 시장에서의 비중은 시가총액 기준으로 1996년 30.7%에서 2000년에는 13.4%까지 떨어졌다(한국경제신문, 2004). 더욱이 이들은 정부의 과도한 규제로 오랫동안 투자기업에 대한 감시를 제대로 하지 못했다. 따라서 외환 위기 이후 기관투자자의 감시 기능이 크게 제고되었다고는 하나 구습을 벗어 버리긴 쉽지 않았을 것이다. 이러한 한계점에도 불구하고 본 연구는 영미(Anglo-Saxon) 경제권에 기반을 둔 연구 결과에 터 잡아 가설을 설정하였다. 향후 연구는 우리나라 시장의 특질을 좀 더 밀도 있게 반영하여 가설을 설정하고 이를 실증하는 것이 필요하다고 본다.

참고 문헌

- 김경목 (2003), "기업 지배구조와 혁신: 소유구조가 연구 개발(R&D) 투자에 미치는 영향," *경영학연구*, 32(6), 1799-1832.
- 김경목 (2005), "직급 간 임금 격차(Pay Dispersion) 결정 요인에 관한 연구: 토너먼트 이론(Tournament Theory)의 검증," *인사관리연구*, 29(2), 177-218.
- 박현준, 신현한, 최완수 (2004), "한국기업의 대리인 비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할," *경영학연구*, 33(2), 655-682.
- 신현한, 이만용, 장진호 (2003), "경영자 보상구조에 관한 실증연구," *한국인사조직학회 추계학술대회 발표논문집*, 152-172.
- 이경목, 오종향 (2001), "경영진 구성에 대한 정부 규제: 사외이사제도의 형성 과정에 대한 고찰," *인사관리연구*, 24(2), 317-348.
- 지청, 장하성 (2001), "소유구조와 기업 가치의 상호관계에 관한 실증적 분석", *Working Paper*.
- 한국경제신문사, 2004. *한경비즈니스* 6, 서울: 한국경제신문출판사.
- Acemoglu, D. and S. Johnson (2003). "Institutions, corporate governance, and crisis", In P. K. Gornelius and B. Kogut(Eds.), *Corporate Governance and Capital flows in a Global Economy*, New York, Oxford University Press, 327-347.
- Adams, J. S. (1963). "Toward an understanding of inequity," *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 15, 341-351.
- Aguilera, R. V. and G. Jackson (2003), "The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants," *Academy of Management Review*, 28(3), 447-465.
- Aiken, L. S. and S. G. West (1991), *Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions*. Newbury Park, Sage Publications.
- Amihud, Y and B. Lev (1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers," *Bell Journal of Economics*, 12, 605-616.
- Balkin, D. B. and L. R. Gomez-Mejia (1987), "Toward a contingency theory of compensation strategy," *Strategic Management Journal*, 8(2), 169-182.
- Balkin, D. B. and L. R. Gomez-Mejia (1990), "Matching compensation and organizational strategies," *Strategic Management Journal*, 11(2), 153-169.
- Barkema, H. R. and L. R. Gomez-Mejia (1998), "Managerial compensation and firm performance: A general research framework," *Academy of Management Journal*, 41 (2), 135-145.
- Baysinger, B. D. 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.
- Beatty, R. P and E. J. Zajac (1994), "Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings," *Administrative Science Quarterly*, 39, 313-335.
- Becker, B. E. and M. A. Huselid (1992), "The incentive effects of tournament compensation systems," *Administrative Science Quarterly*, 37, 336-350.
- Bethel, J. E. and J. Libeskind (1993), "The effects of ownership structure on corporate restructuring," *Strategic Management Journal*,

- 14(Summer Special), 15-31.
- Bougon, M., K. Weick, and D. Binkhorst (2002), "An analysis of the Utrecht Jazz Orchestra," In C. L. Cooper(Eds.), *Fundamentals of Organizational Behavior*, London, Sage, 101-137.
- Boyd, B. K. (1994), "Board control and CEO compensation," *Strategic Management Journal*, 15, 335-344.
- Boyd, B. K. and A. Salamin (2001), "Strategic reward systems: A contingency model of pay system design," *Strategic Management Journal*, 22, 777-792.
- Carpenter, M. A. (2002), "The implications of strategy and social context for the relationship between top management team heterogeneity and firm performance," *Strategic Management Journal*, 23, 275-284.
- Carpenter, M. A. and J. W. Fredrickson (2001), "Top management teams, global strategic posture, and the moderating role of uncertainty," *Academy of Management*, 44(3), 533-545.
- Carpenter, M. A. and W. G. Sanders (2002). "Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance?," *Strategic Management Journal*, 23, 367-375.
- Coff, R. (2003), "Bidding wars over R&D-intensive firms: Knowledge, opportunism, and the market for corporate control," *Academy of Management Journal*, 46(1), 74-85.
- Combs, J. G. and M. S. Skill (2003), "Managerialist and human capital explanations for key executive pay premiums: A contingency perspective," *Academy of Management Journal*, 46(1), 63-73.
- Canyon, M. J. and S. I. Peck (1998), "Board control, remuneration committees, and top management compensation," *Academy of Management Journal*, 41 (2), 146-157.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker (1999), "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance," *Journal of Economics*, 51, 371-406.
- Cornelius, P. K. (2003). "Foreign bank ownership and corporate governance in emerging-market economics", In P. K. Cornelius and B. Kogut(Eds.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, New York, Oxford University Press, 241-266.
- David, P., M. A. Hitt, and J. Gimeno (2001), "The influence of activism by institutional investors on R&D," *Academy of Management Journal*, 44, 144-157.
- David, P., Kochhar, R., and E. Levitas (1998), "The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation," *Academy of Management Journal*, 41(2), 200-208.
- Denis, D. D., D. K. Denis, and S. Atulya (1998), "Agency Problems, equity ownership and corporate diversification," *Journal of Finance*, 52 (1), 135-160.
- Durand, R. and V. Vargas (2003). "Ownership, organization, and private firms' efficient use of resources," *Strategic Management Journal*, 24(7), 667-675.
- Eisenhardt, K. M. (1989), "Agency theory: An assessment and review," *Academy of Management Review*, 14, 57-74.
- Eisenmann, T. R. (2002), "The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking," *Strategic Management Journal*, 23, 513-534.
- Fama, E. (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.
- Fatemi, A., Desai, A. S., and J. P. Katz (2003), "Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation," *Global Finance Journal*, 69, 1-21.
- Finkelstein, S. and B. K. Boyd (1998), "How much does the CEO matter? The role of Managerial discretion in the setting of CEO compensation," *Academy of Management Journal*, 41(2), 179-199.
- Finkelstein, S. and D. Hambrick (1989), "Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes," *Strategic Management Journal*, 10, 121-134.
- Finkelstein, S. and D. C. Hambrick (1996), *Top Executives and Their Effects on Organizations*, Minneapolis St. Paul, West.
- Gedajalovic, E. R. and D. M. Shapiro (2002), "Ownership structure and firm profitability in Japan," *Academy of Management Journal*, 45, 565-576.
- Geletkanycz, M. A., B. K. Boyd, and S. Finkelstein (2001), "The strategic value of CEO external directorate networks: Implications for CEO compensation," *Strategic Management Journal*, 22, 889-898.
- George, R., S. Douma, and R. Kabir (2003), "Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: An emerging market perspective," *Proceedings of Academy of Management Seattle 2003*.
- 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.
- Gomez-Mejia, L. R. (1992), "Structure and process of diversification, compensation strategy, and firm performance," *Strategic Management Journal*, 13, 381-397.
- Gomez-Mejia, L. R., H. L. Tosi, and T. Hinkin (1987), "Managerial control, performance, and executive compensation," *Academy of Management Journal*, 30, 51-70.
- Gomez-Mejia, L. R. and R. M. Wiseman (1997), "Reframing executive compensation," *Journal of Management*, 23(3), 291-374.
- Hadlock, C. J. and G. B. Lumer (1997), "Compensation, turnover, and top management incentives: Historical evidence," *Journal of Business*, 70(2), 153-187.
- Hambrick, D. (1995), "Fragmentation and the other problems CEOs have with their top management teams," *California Management Review*, 37(3), 110-127.
- Hambrick, D. C. and S. Finkelstein (1995), "The effects of ownership structure on conditions at the top: The case of CEO pay raises," *Strategic Management Journal*, 16, 175-193.
- Hayward, M. and D. Hambrick (1997), "Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris," *Administrative Science Quarterly*, 42, 103-127.
- Henderson, A. and J. Fredrickson (1996), "Information processing demands as a determinant of CEO compensation," *Academy of Management Journal*, 39, 575-606.
- Henderson, A. and J. Fredrickson (2001), "Top

- management team coordination needs and the CEO pay gap: A competitive test of economic and behavior views," *Academy of Management Journal*, 44, 96-117.
- Heneman III, H. G. (2002), "Compensation research directions and suggestions for the new millennium," *Human Resource Management Review*, 12, 75-80.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, and C. W. Hill (1993), "Managerial incentives and investment in R&D in multiproduct firms," *Organization Science*, 4, 325-341.
- Jayaraman, N., A. Khorana, E. Nelling, and J. Covin (2000), "CEO founder status and firm financial performance," *Strategic Management Journal*, 21, 1215-1224.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy (1990), "CEO incentives-it's not how much you pay but how," *Managerial Economics Research Center Working Paper Series*. University of Rochester.
- Kassinis, G. and N. Vafaes (2002), "Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation," *Strategic Management Journal*, 23, 399-415.
- Kidder, D. and A. K. Buchholtz (2002), "Can excess bring success? CEO compensation and the psychological contract," *Human Resource Management*, 12, 599-617.
- Kochhar, R. (1996), "Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics," *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728.
- Kochhar, R. and P. David (1996), "Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses," *Strategic Management Journal*, 17(1), 73-84.
- Kroll, M., S. A. Simmons, and P. Wright (1990), "Determinant of chief executive officer compensation following major acquisitions," *Journal of Business Research*, 20, 349-366.
- Kroll, M., P. Wright, L. Toombs, and H. Leavell (1997), "Form of control: A critical determinant of acquisition performance and CEO rewards," *Strategic Management Journal*, 18(2), 85-96.
- Lambert, R., D. Larcker, and K. Weigelt (1993) "The structure of organizational incentives," *Administrative Science Quarterly*, 38, 438-461.
- Lawler, E. E. (1971), "Pay and Organizational Effectiveness," New York, McGraw-Hill.
- 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*, 13(Winter special issue), 95-112.
- Mehran, H. (1995), "Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*," 38(2), 163-184.
- Milkovich, G. T. and J. M. Newman (2004), *Compensation*. Boston, McGraw-Hill.
- Miller, J., Wiseman, R. M., and L. R. Gomez-Mejia (2002), "The fit between CEO compensation design and firm risk," *Academy of Management Journal*, 45(4), 745-756.
- Miozzo, M. and P. Dewick (2002), "Building competitive advantage: innovation and corporate governance in European construction,"

- Research Policy*, 31, 989-1008.
- Mobius, M. (2003), "Corporate governance: Responsibilities of fund managers and institutional investors," In P. K. Gornelius and B. Kogut(Eds.), *Corporate Governance and Capital flows in a Global Economy*, New York, Oxford University Press, 401-412.
- Murphy, K. J. (1985), "Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11-42.
- O'Reilly, C. A., B. Main, and G. Crystal (1988), "CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories," *Administrative Science Quarterly*, 33, 257-274.
- Patton, A. and J. C. Baker (1987), "Why won't directors rock the boat?". *Harvard Business Review*, 65(6), 10-18.
- Rajagopalan, N., and S. Finkelstein (1992), "Effects of strategic orientation and environmental change on senior management reward systems," *Strategic Management Journal*, 13, 127-142.
- Rajagopalan, N. and J. E. Prescott (1990), "Determinants of top management compensation: Explaining the impact of economic, behavior, and strategic constructs and the moderation effects of industry," *Journal of Management*, 16, 515-538.
- Rappaport, A. (2001), "New thinking on how to link executive pay with performance," In *Harvard Business Review on Compensation*. Boston MA., Harvard Business School Press, 1-28.
- Reisen, H. (2003), "Prospects for emerging-market flows amid investor concerns about corporate governance," In P. K. Cornelius and B. Kogut (Eds.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, New York, Oxford University Press, 161-182.
- Salancik, G. R. and J. Pfeffer (1980), "Effects of ownership and performance on executive tenure in U.S. corporations," *Academy of Management Journal*, 23, 653-664.
- Salancik, G. R. and J. Pfeffer (2002), "The bases and use of power in organizational decision making," In S. Clegg(Eds.), *Central Currents in Organization Studies Vol. V.*, London, Sage, 20-42.
- Sanders, W. G. (2001), "Behavioral Responses of CEOs to stock ownership and stock option pay," *Academy of Management Journal*, 44(3), 477-492.
- Sanders, W. G. and M. A. Carpenter (1998), "Internationalization and firm governance: The role of CEO compensation, top team composition and board structure," *Academy of Management Journal*, 41, 158-178.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94, 461-484.
- Smith, C. W. and R. L. Watts (1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and financing policies," *Journal of Financial Economics*, 32, 262-292.
- Tosi, H. L. and L. Gomez-Mejia (1989), "The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective," *Administrative Science Quarterly*, 34, 169-189.
- Tosi., H. L., S. Werner, J. P. Katz, and L. Gomez-Mejia (2000), "How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies," *Journal of Management*, 26, 301-339.

- Useem, M. A. (1996). *Investor capitalism: How money managers are changing the face of corporate America*. New York, Basic Books.
- Westphal, J. D. (1999). "Collaboration in the boardroom: Behavior and performance consequences of CEO-board social ties," *Academy of Management Journal*, 42(1), 7-24.
- Wright, P., M. Kroll, A. Lado, and B. V. Ness (2002), "The structure of ownership and corporate acquisition strategies," *Strategic Management Journal*, 23, 41-53.
- Zajac, E. J. and J. D. Westphal (1994), "The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large US corporations: When is more not better?," *Strategic Management Journal*, 15, 121-142.

The Combination of Agency Costs and Power: The Effects of Corporate Governance Structure on the Level of Top Management Team Compensation

Gyeong Mook Kim*

Abstract

Since the financial crisis of 1997 Korean firms have enthusiastically invited foreign investment along with employing Anglo-Saxon models of corporate governance system. Some scholars argue that national systems of corporate governance evolve in order to exploit the advantages of the firm's form of organization while mitigating against concomitant agency costs in a manner consistent with a country's economic background. In this regard, it is interesting to examine whether Anglo-Saxon-based top management team (TMT) compensation models can be applied in explaining a newly transformed Korean firms' governance structures.

The most researched topic in the field of TMT compensation is the relationship between TMT compensation level and firm performance. Although the assumption of interest co-alignment between shareholders and TMT by employing performance-contingent compensation system appears to be widely held, many scholars have doubts about the overall explanatory power of the empirical model for performance-contingent compensation. Previous researches suggest that firm performance is only one of many influences that impact TMT compensation. This leads me to opine that some more variables should be employed to explain TMT compensation more precisely. First of all, I think power is the missing variable that will improve our ability to predict and explain how TMT compensation is determined.

According to previous research, TMT compensation is an outcome of a political struggle between TMT who attempt to extract the most favorable pay packet and shareholders who would like to limit the level of compensation and increase the portion of performance-contingent pay. More directly, some scholars have asserted that stock ownership serves as structural

* Associate Professor, Department of Business Administration, Duksung Women's University.

base of power, arguing that stock ownership is a valuable source of power that can be exercised in the decision-making processes concerning TMT compensation levels. My study addresses that reasoning by employing two key propositions. The first proposition is that stock-based power of CEOs stock enhance TMT compensation levels, whereas it neutralizes a performance-contingent compensation system. The second proposition is that the institutional investors' vigilant monitoring lessens the need for employing the performance-contingent compensation system.

Sample firms were identified from the 158 listed Korean firms. I used average monetary compensation as the dependent variable. I also used economic value added (EVA) to measure firm performance; CEO's percentage of stock ownership to measure managerial power; and percentage of aggregate ownership held by such institutions as insurance companies, brokerage houses, and trusts to measure institutional stock ownership. I also introduced such variables as CEO type, blockholders stock ownership, board size, foreigner stock ownership, R&D intensity, and sales for controls. I used a three-stage ordinary least squares (OLS) multiple regression analysis to estimate models for TMT compensation.

The results indicate that firm performance is positively related to the level of TMT compensation. The results further indicate that the relationship between firm performance and TMT compensation level is contingent upon the level of CEO's and institutional investors' stock ownership. These results have important implications for work on firm's governance structure and its upper echelons. First, the results suggest that Anglo-Saxon-based agency theory can be well applied in a non-Anglo-Saxon business world such as in an Asian cultural context. Second, the results suggest that a CEO can exercise his or her ownership-based power to enhance TMT compensation level while simultaneously neutralizing the performance-contingent compensation system. The results for independent and moderate effects of CEO stock ownership on TMT compensation level highlights the importance of power theory for the explanation of TMT compensation. Third, the results suggest that institutional investors' scrupulous monitoring serve as proxy for a good part of the performance-contingent compensation system's monitoring functions. Lastly, the results of this study suggest new directions for research on TMT compensation. That is to say, the combination of agency theory and power theory can better explain TMT compensation than either perspective alone.

Key words: top management team, compensation level, agency costs, ownership structure, power.