

대규모 기업 집단 소속 여부가 임원의 개인별 보수 공시에 미치는 영향*

윤용석(주저자)
고려대학교 경영대학 박사과정
(nzzang21@korea.ac.kr)
이 건(교신저자)
고려대학교 경영대학 박사과정
(gunlee@korea.ac.kr)
이한상(공저자)
고려대학교 경영대학 부교수
(hanyi@korea.ac.kr)
한승수(공저자)
고려대학교 경영대학 부교수
(hanspost@korea.ac.kr)

본 연구는 대규모 기업 집단 소속 여부가 2013년 사업보고서부터 시행된 임원의 개인별 보수 공시에 미치는 영향을 실증 분석한다. 구체적으로 대규모 기업 집단 소속 여부에 따라 임원의 개인별 보수 공시 여부, 보수 공시의 구체성(공시품질), 그리고 보수 공시를 포함하는 사업보고서의 제출 시점이 차이를 보이는지 살펴보고, 이사회 독립성이 이러한 공시 행태에 영향을 미치는 지 실증 분석한다.

연구결과를 요약하면 다음과 같다. 공시에 영향을 미치는 여러 변수를 통제하고 난 후, 대규모 기업 집단 소속 여부는 개별 임원 보수 공시 여부와 유의한 양(+)의 관계가 나타났고, 개별 임원 보수 공시의 구체적인 정도와도 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 이러한 결과는 보수 공시와 관련된 정치적 비용이 큰 대규모 기업 집단 소속 기업은 법률이 정한 공시 내용을 준수함과 동시에 보다 더 구체적인 정보를 제공함으로써 임원 보수 공개 후에 나타날 수 있는 직-간접적 정치적 비용을 감소시키려는 유인이 크다는 것을 의미한다. 다음으로 2013년도 사업보고서의 공시 시점을 전략적으로 선택하는 지 실증 분석한 결과, 대규모 기업 집단 소속 기업에서 2013년도 사업보고서 공시를 마감 시점에 가깝도록 미루는 공시 행태가 나타났다. 이는 대규모 기업 집단 소속 기업들이 자신들에게 집중된 언론과 여론의 초점을 분산시키기 위하여 사업보고서 공시 마감시점에 사업보고서를 동시에 공개한 것으로 해석될 수 있다. 한편, 대규모 기업 집단 소속 기업을 대상으로 이사회 독립성의 역할을 살펴본 결과, 이사회 독립성이 높을수록 개별 임원 보수 공시의 가능성이 증가하고, 보다 더 구체적인 임원 보수 공시가 일어나며 사업보고서 공시를 마감시점까지 미루는 행태가 상대적으로 덜 한 것으로 나타났다. 이는 이사회 독립성이 높은 기업일수록 임원 보상에 대한 투명성이 높기 때문에 보수 공개에 대한 부담이 상대적으로 작고 임원 보상에 대해 보다 더 상세한 정보를 투자자에게 제공하려는 유인이 강함을 의미하며 기회주의적인 공시 행태가 상대적으로 덜하다고 해석될 수 있다.

본 연구는 임원 보수 공시와 관련하여 새로운 법률 도입이라는 제도적 배경을 이용해 선행연구를 확장하였는데 의의가 있으며, 기업 자율에 맡겨진 시행령으로 인해 임원 보수 공시의 질이 기업 간에 차이를 보인다는 결과는 정책입안자들이 보다 더 세밀한 규정 검토와 시행 방안 제시를 통해 임원 보수 공시의 목적을 제대로 달성할 필요성이 존재한다는 정책적 시사점을 제시한다.

주제어: 임원 보수, 임원의 개인별 보수 공시, 이사회 독립성, 대규모 기업 집단

최초투고일: 2014. 12. 1 수정일: (1차: 2015. 4. 26) 게재확정일: 2015. 7. 9

* 2014 한국회계학회 동계학술대회에서 유익한 조언을 주신 분들과 논문의 질 개선에 많은 도움을 주신 익명의 심사 위원에게 진심으로 감사를 표합니다. 본 연구는 고려대학교 경영대학의 연구비 지원에 의해 수행되었습니다.

1. 서론

본 연구는 2013년도 사업보고서부터 공개된 임원의 개인별 보수와 관련된 기업의 공시 행태 및 이사회 의 독립성의 효과를 실증 분석한다. 구체적으로 대규모 기업 집단 소속 여부에 따라 임원의 개인별 보수 공시 여부, 보수 공시의 구체성(공시품질), 그리고 보수 공시를 포함하는 사업보고서의 제출 시점이 차이를 보이는지 살펴보고, 이사회 의 독립성이 이러한 공시 행태에 긍정적인 영향을 미치는 지 실증 분석한다.

2013년 5월 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’이 개정됨에 따라 국내 기업은 2013년도 사업보고서부터 임원의 개인별 보수와 보수의 구체적인 산정 기준을 공시해야 한다. 구체적으로 해당 법률 159조 2항에는 “임원 개인에게 지급된 보수가 5억 원 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상인 경우에 한한다.”고 명시되어 있다. 이와 관련하여 2013년 11월 금융위원회는 연간 5억 원을 기준으로 그 이상의 보수가 지급된 등기 임원의 보수를 소득 세법상 근로소득, 퇴직소득 및 기타소득으로 구분하여 사업보고서에 포함하도록 요구하는 세부 시행령을 발표하였다(윤용석 · 이 건 · 이한상 · 한승수, 2013). 이에 따라 국내 기업들은 2013년도(회계연도) 사업보고서를 시작으로 5억 원 이상의 보수가 지급된 개별 임원의 보수 정보를 공시하였다.

임원 개인별 보수 공시의 주된 목적은 기업의 내·외부 정보이용자들로 하여금 경영자에게 지급되는 보수가 성과에 잘 연동되는지를 판단할 수 있게 함으로써 기업의 보상 체계가 향상됨과 동시에 궁극적

으로 기업의 경영 투명성을 제고하는 것이다. 특히, 국내 기업들 중 큰 비중을 차지하는 대규모 기업 집단 소속 기업들에서 임원에게 지급되는 보수가 개별 기업의 성과보다는 그룹 전체의 성과 혹은 총수일가와의 사적인 관계에 의해 지급된다는 문제점을 일부 완화 시킬 수 있을 것으로 기대되었다(경향신문 2014년 4월 10일자 “기업 등기임원 연봉 공개 확대”).

그러나 이 시행령은 등기 임원에 한정되어 있다는 점 그리고 등기 임원 보수를 구분하는 기준이 모호하다는 점에서 언론과 여론의 비판을 받고 있다(경제개혁연대 2013). 실제로 2014년 3월 말, 기업들이 2013년도 사업보고서를 공시한 후 많은 수의 언론은 대규모 기업 집단 소속 기업들에서 총수일가가 미등기임원으로 재직하고 있는 경우 기업 경영에 막강한 영향력을 행사할 수 있음에도 불구하고 개별 임원 보수의 공시의무가 없다는 점을 지적하며 개별 임원 보수 공시의 실효성을 비판하였다.¹⁾ 이와 동시에 여러 언론 보도에서는 개정된 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’이 보수 산정기준 및 방법에 대한 공시를 규정하고 있지만 이에 대한 정부의 시행령은 기업의 자율에 맡기고 있기 때문에 개별 임원 보수 공시의 구체적인 정도가 기업마다 차이를 보이고 있음을 지적하였다. 이는 결국 주주의 입장에서 어느 성과지표에 따라 임원이 보수를 지급받았는지 그리고 사용된 성과지표가 적절한지에 대한 판단을 내릴 수 없다는 것이다(동아일보 2014년 4월 7일자 “임원 연봉 공개, 허점 많다”).

본 연구는 위와 같은 논의를 바탕으로 대규모 기업 집단 소속 여부에 초점을 맞추어 다음 연구 질문에 대한 실증 분석을 하고자 한다. 첫째, 대규모 기업 집단 소속 여부가 임원의 개인별 보수 공시 여부

1) 2012년 4월 기준, 5대 대규모 기업집단 소속 기업의 등기 임원수는 1,515명이고 이 중 총수 및 총수 일가의 등기임원 수는 86명(5.7%)에 불과함(공정거래위원회).

와 공시의 구체적인 정도(공시품질)에 영향을 미치는지를 검증한다. 둘째, 대규모 기업 집단 소속 기업이 임원의 개인별 보수 공시가 포함된 사업보고서의 제출 시점을 기회주의적으로 조정하는 공시행태(stealth disclosure)가 나타나는지 검증한다. 셋째, 우수한 지배구조(본 연구에서는 이사회 독립성)가 공시여부, 공시품질 및 전략적 공시 시점 결정에 영향을 미치는지 살펴본다.

첫 번째 연구 질문과 관련하여 앞서 언급했듯이 대규모 기업 집단 소속 기업 임원 보상의 투명성 향상은 개별 임원 보수 공개의 목적 중 하나이고, 많은 언론과 투자자 및 기타 정보이용자들의 초점이 대규모 기업 집단 소속 기업 임원의 보수 공개에 집중되어 있다. 선행연구에 따르면 대규모 기업 집단 소속 기업들은 임원 보수와 관련하여 잠재적으로 법적 제재(regulatory sanctions) 또는 공개적인 조사(public scrutiny)의 우려가 높은 기업이기 때문에 임원 보수 공시에 따른 정치적 비용(political costs)이 높다고 하였다(Watts and Zimmerman, 1978; Hyun, Kim, Kwon, and Shin, 2014). 또한 관련 연구들은 정치적 비용이 높은 경우, 만약의 갈등에 대한 선제 대응으로 사회적 공시의 품질이 좋을 것으로 기대하였다(Belkaoui and Karpik, 1989; Deegan and Hallam, 1991; Deegan and Carroll, 1993). 즉, 개별 임원 보수 공개에 대한 사회적인 관심이 대규모 기업 집단 소속 기업에 집

중되어 있는 상황에서 대규모 기업 집단 소속 기업이 기회주의적인 방법으로 개별 임원 보수 공시를 회피하거나 불분명한 정보를 제공할 경우 그에 따른 비용이 더 크게 발생할 수 있다는 것이다.²⁾ 따라서 본 연구는 대규모 기업 집단 소속 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 개별 임원 보수 공시의 가능성과 구체적인 보수 산정 기준에 대한 공시 정도가 높을 것으로 예상하였다(가설 1 및 2).

다음으로 위의 예상과 같이 높은 정치적 비용으로 인해 대규모 기업 집단 소속 기업의 개별 임원 보수 공시 가능성 및 구체적인 정도가 높다면, 이러한 기업들이 사업보고서 공시 시점을 조정함으로써 개별 임원 보수 공시에 따른 공시 비용을 최소화하는지 살펴본다. 2013년도 사업보고서와 2012년도 사업보고서 간에 확인한 차이는 개별 임원 보수에 대한 정보의 유무이다. 이 새로운 정보의 제공은 기존에 사업보고서를 이용하던 정보이용자들 이외에 일반인들의 관심을 불러일으키며 큰 사회적 관심사가 되었다.³⁾ 특히 일부 대기업의 기업인들이 사법처리가 되었거나 경영성과가 저조함에도 불구하고 거액의 보수를 지급받았다는 사실이 공개되며 사회적 관심은 증폭되었다.⁴⁾ 비록 이러한 부정적인 사실은 일부 기업에만 해당되는 사항이었지만 이로 인해 증폭된 사회적 관심은 다수의 기업들에게 개별 임원 보수 공시가 경영 투명성 제고라는 원래의 목적을 벗어나 '마녀사냥'의 도구로 변질될 것을 우려하게 하였다.

2) 예를 들어, 개별 임원 보수 공시는 등기 임원을 대상으로 당기 보수가 5억 원 이상을 지급받았을 경우에 한하기 때문에 기업들은 기존의 등기 임원을 미등기 임원으로 전환하거나, 기존에 5억 원 이상을 지급받던 보수를 5억 원 미만으로 감소시킴으로써 개별 보수 공시를 피할 수 있다. 만약 이러한 방법으로 대규모 기업 집단 소속 기업이 개별 임원 보수 공시를 회피한다면 이미 사회적으로 많은 관심이 이러한 기업에 집중된 상황에서 불필요한 언론의 관심 또는 법적인 조사를 받을 가능성이 증가할 수 있다.

3) 실제로 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템(DART)이 2013년도 사업보고서 마감일인 2014년 3월 31일 오후 5시경 접속 장애까지 일어났는데, 언론보도는 이러한 원인으로 사업보고서 제출을 위한 법인들의 접속뿐만 아니라 임원 보수 정보를 보기위한 일반 이용자들의 접속이 급증한 것을 꼽았다. (파이낸셜뉴스 2014년 3월 31일자 "사업보고서 마감일·임원 연봉 공개 등에 금감원 홈페이지 마비").

4) 경향신문 2014년 3월 31일자 "100대 기업 임원 연봉 공개, 수감 중 최태원 SK 회장 연봉 301억...10위권..."

Gennotte and Trueman(1992) 등의 이론적 모형에서 기업경영자들이 좋은(나쁜) 뉴스는 주식 거래 시간(마감 이후 시간)에 거래할 것이며, 좋은(나쁜) 뉴스는 다른 뉴스들과 별도로(같이) 공시할 것으로 한다는 것으로 예측하였다. 본 연구는 기업들이 개별 임원 보수 공시를 가급적 주목 받지 않고 싶어하는 나쁜 뉴스로 판단하는 경우, 개별 임원 보수를 공시해야하는 기업들이 사업보고서 제출을 최대한 미뤄 마감시점에 다수의 기업이 한꺼번에 공시함으로써 개별 임원 보수 공시에 따른 사회적 관심을 분산시키고 공시 비용을 줄이려는 의도가 있을 것으로 예상하고 이를 실증 분석하였다(가설 3).

마지막으로 개별 임원 보수 공시와 관련된 공시행태(공시 여부, 공시의 구체적인 정도 혹은 공시품질, 남의 눈을 피하는 공시 시점 선택)에 이사회 독립성이 긍정적인 영향을 미치는지 살펴본다. 경영자 보상과 관련된 선행연구에 의하면 이사회 독립성은 경영자가 지급받는 보수와 경영성과간의 관계를 강화시키는 역할을 한다.⁵⁾ 다시 말해 독립성이 높은 이사회는 임원의 보수 계약을 체결할 때 임원 보수가 성과에 연동되는 부분을 높임으로서 임원 보수의 투명성을 높인다는 것을 의미한다. 결과적으로 이사회 독립성이 높은 기업의 경우 그렇지 못한 기업에 비해 임원 보수 공개와 관련된 정치적 비용이 상대적으로 적을 가능성이 높다.

이러한 논의를 바탕으로 본 연구는 이사회 독립성 수준에 따라 대규모 기업 집단 소속 기업 간에 개별 임원 보수 공시의 행태가 차이를 보일 것으로 예

상하였다. 구체적으로 대규모 기업 집단 소속 기업 중 독립성이 높은 이사회를 지닌 기업일수록 개별 임원 보수 공시가 더 많이 일어날 것으로 예상하였다. 이는 또한 기업의 이사회 내 사외이사의 비율이 높을수록 공시의 빈도가 높아진다(Chen and Jaggi, 2001; Eng and Mak, 2003; Ajinkya, Bhojraj and Sengupta, 2005; 이문영 · 심호식 · 최종학, 2012)는 선행연구에 근거하고 있다(가설 4).

나아가 독립적인 이사회를 지닌 기업의 임원 보수가 실제로 성과에 기반을 두고 있으며 더 투명하게 공시된다면 보수 공개에 따른 공시비용이 그렇지 않은 기업에 비하여 상대적으로 적을 것이다. 이는 이사회 독립성이 자발적 공시의 품질을 증가시킨다는 선행연구(Laksmana, 2008; Frankel, McVay and Soliman, 2011)와 같은 맥락이다. 따라서 본 연구는 임원 보수의 산정기준 및 그 방법에 대한 공시가 기업의 자율에 맡겨져 있는 현 상황에서 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높을 경우 개별 임원 보수에 대한 시행령을 최대한 준수하면서 보다 구체적인 임원 보수를 공시할 것으로 예상하였다⁶⁾ (가설 5). 마지막으로, 이러한 기업들은 상대적으로 적은 공시 비용으로 인해 공시 시점을 사업보고서 마감시점까지 미루는 기회주의적인 공시 행태가 상대적으로 덜 할 것으로 예상하였다(가설 6).

본 연구는 위의 연구 질문을 실증 분석하기 위하여 전자공시시스템(DART)을 통해 상장기업 중 2013년도 사업보고서 상에 개별 임원 보수 공시를

5) Core, Holthausen and Larcker(1999)는 비효과적인 지배구조를 지닌 기업의 CEO는 과도한 보수를 받으며, 미래성과에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. 또한, 경영자 교체가 극단적인 경영자 보상의 형태임을 감안할 때, Weisbach(1988)은 독립적인 이사회를 지닌 기업에서 성과가 저조한 경영자가 교체될 가능성이 높다는 결과를 제시하였다.

6) Ettredge, Johnstone, Stone and Wang(2011)은 미국 기업을 대상으로 감사인 교체와 관련된 SEC의 공시 규정 준수와 기업 지배구조 간의 관계를 실증 분석하였는데, 기업의 지배구조가 우수할수록 잠재적으로 기업 가치에 좋지 못한 내용(bad news)까지 공시함으로써 공시 규정을 최대한 준수한다는 결과를 제시하였다.

한 기업을 수작업을 통해 수집하였으며, 해당 공시 내용을 파악한 뒤 개별 임원 보수 공시의 구체적인 정도를 측정하였다.⁷⁾ 또한 2012년과 2013년도 사업보고서 공시시점을 비교하기 위해 상장공시시스템(KIND)을 통해 사업보고서 공시일자 및 시간을 수집하였다.

연구결과를 요약하면 다음과 같다. 공시에 영향을 미치는 여러 변수를 통제하고 난 후, 대규모 기업 집단 소속 여부는 개별 임원 보수 공시 여부와 유의한 양(+)⁸⁾의 관계가 있었으며 개별 임원 보수 공시의 구체적인 정도(공시 품질)와도 유의한 양(+)⁸⁾의 관계가 있었다. 이러한 결과는 사회적으로 많은 관심을 받고 보수 공시와 관련된 정치적 비용이 큰 대규모 기업 집단 소속 기업은 법률이 정한 공시 내용을 준수함과 동시에 보다 더 구체적인 정보를 제공함으로써 임원 보수 공개 후에 나타날 수 있는 직·간접적 정치적 비용을 감소시키려는 유인이 큰 것으로 해석될 수 있다. 한편, 대규모 기업 집단 소속 기업을 대상으로 이사회 독립성의 역할을 살펴본 결과, 이사회의 독립성이 높을수록 개별 임원 보수 공시의 가능성이 증가하고, 보다 더 구체적인 임원 보수 공시가 일어나는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 이사회의 독립성이 높은 기업일수록 임원 보상에 대한 투명성이 높기 때문에 보수 공개에 대한 부담이 상대적으로 작고 임원 보상에 대해 보다 더 상세한 정보를 투자자에게 제공하려는 유인이 강함을 의미한다.

다음으로 2013년도 사업보고서의 공시행태가 과거와 차이를 보이는지, 특히 눈에 띄지 않게 공시시점을 늦추어 남들과 같은 시점에 공시하였는지를 실

증 분석한 결과, 대규모 기업 집단 소속 기업에서 2013년도 사업보고서 공시를 마감 시점에 가깝도록 미루는 공시행태가 나타났다. 이러한 결과는 대규모 기업 집단 소속 기업들이 자신들에게 집중된 언론과 여론의 초점을 분산시키기 위하여 사업보고서 공시 마감시점에 임박해 사업보고서를 동시에 공개한 것으로 해석될 수 있다. 반면 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회의 독립성이 높은 기업에서는 사업보고서 공시를 마감시점까지 미루는 행태가 상대적으로 덜 한 것으로 나타났다. 이는 임원 보수에 대한 투명성과 적정성이 상대적으로 높아서 공시로 인한 정치적 비용이 적을 것으로 예상되고 따라서 기회주의적인 공시 행태가 만연하지 않은 것으로 해석될 수 있다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 본 연구는 임원 보수 공시와 관련하여 새로운 법률 도입이라는 제도적 배경을 이용해 선행연구를 확장하였다. Hyun et al.(2014)은 개별 임원 보수 공시가 있기 전 우리나라 기업을 대상으로 임원 평균 보수의 공시 행태가 기업 지배구조에 의해 달라지는지 검증하였다. 이들은 지배구조가 좋지 못할수록, 기업의 정치적 비용이 적을수록 사내이사의 보수와 사외이사의 보수를 통합하여 보수 금액의 평균 금액을 낮게 공시하는 기회주의적인 행태가 나타난다고 보고하였다.⁸⁾ 본 연구는 임원 보수 공시와 관련된 법률이 개정됨에 따라 새로 제공되는 개별 임원 보수 자료를 이용하여 기업의 임원 보수 공시 유인이 공시에 따른 정치적 비용 및 지배구조에 의해 달라질 수 있다는 결과를 제시함으로써 이들의 연구를 확인하고 확장

7) 2013년도 사업보고서를 제출한 1,254개의 상장기업 중 334개의 기업(26.6%)이 개별 임원 보수 공시를 한 것으로 나타났다.

8) 2013년도 이전의 임원 보수 공시 규정에 따르면 상장법인은 평균적인 임원의 보수를 공시하여야 한다. 그러나 임원을 구분 짓는 기준은 권고에 그치고 있기 때문에 기업마다 사내이사과 사외이사를 구분하여 평균보수를 공시하는 행태가 차이를 보이고 있으며 Hyun et al.(2014)은 이러한 공시 내용의 차이를 전략적 공시로 정의하였다.

하였다.

다음으로 본 연구는 개별 임원 보수 공시를 해야 하는 기업, 특히 대규모 기업집단 소속 기업에서 더 기회주의적인 사업보고서 공시행태가 나타나지만 이와 동시에 이러한 기회주의적인 공시행태가 효과적인 지배구조에 의해 통제되고 있다는 결과를 제시하였다. 특히 공시와 관련하여 나쁜 뉴스를 다른 뉴스들과 묻어 보고하는 전략적(혹은 기회주의적) 행태(Gennotte and Trueman, 1992)를 확인하였고, 기업지배구조가 이러한 공시의 시점선택에 어떠한 영향을 미치는 지 실증하였다. 기업지배구조의 공시의 시점선택에의 영향은 Michaely, Rubin and Vdrashko(2014)등 일부를 제외하고는 선행연구가 미미하기 때문에 본 논문이 해당분야에 추가적 공헌을 하고 있다고 판단된다.

종합적으로 이 논문이 보고한 결과는 사회적 비판 여론이 집중된 대규모 기업 집단 소속 기업일지라도 각 기업 간에 임원 보수의 적정성 또는 타당성이 다를 수 있음을 의미한다. 즉, 투자자 및 여러 정보이용자들로 하여금 임원 보수에 대해 충분한 이해와 검토 후 부절적인 보수를 지급하는 기업만을 비판하는 자세가 필요하며, 이에 대해 언론은 국민의 알권리 충족을 위한 노력뿐만 아니라 임원 보수의 타당성을 평가하여 사회적으로 무분별한 비판 여론이 형성되지 않도록 노력을 기울여야 한다는 시사점을 제공한다. 또한 이와 동시에 기업 자율에 맡겨진 시행령으로 인해 임원 보수 공시의 질이 기업 간에 차이를 보인다는 결과는 정책입안자들이 보다 더 세밀한 규정 검토와 시행 방안 제시를 통해 임원 보수 공시의 목적을 제대로 달성할 필요성이 존재한다는 정책적 시사점을 제시한다.

II. 연구배경 및 가설설정

2.1 연구배경

2013년 5월 자본시장법이 개정되기 이전까지 우리나라 상장기업들은 전체 임원에게 지급된 금액을 임원 수로 나누어 평균적인 보수 금액을 사업보고서에 공시하여왔다. 그러나 평균적인 임원 보수 금액 정보만으로는 임원 성과에 따라 적절한 보상이 지급되는지, 경영자의 유인과 기업의 이익이 일치되었는지를 평가하는 것이 어렵다는 점으로 인해 투자자들로부터 임원 보수 공시 규정에 대한 개정의 요구가 발생하였다(강정민 2014).

이러한 요구에 따라 임원 보수 공시에 대한 규정이 대폭 개정되었고 개정안을 담은 자본시장법은 2013년 5월 국회를 통과하였다. 해당 자본시장법 개정이 상장기업의 사업보고서 공시에 가져온 가장 큰 변화는 임원의 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법을 공시하여야 한다는 점이다. 단, 개정된 자본시장법은 모든 임원의 개인별 보수 공시가 아닌 기업의 등기임원 및 해당 임원에게 지급된 보수가 5억원 이상인 경우에 한정되어 적용되었다(자본시장법 제 159조 제 2항 제 3호, 시행령 제 168조 제 2항). 또한 이와 관련된 시행령 부칙은 2013년 11월부터 해당 공시를 상장기업에게 요구하였기 때문에 12월 결산법인의 경우 2013년의 연간 사업보고서에 처음으로 임원의 개인별 보수 정보를 공시하게 되었다.

개별 임원 보수 공시의 주된 목적은 시장의 감시 기능을 이용하여 기업 경영자의 사적이익 추구를 방지하고 경영자에게 지급되는 보수가 성과에 기반을 두게 함으로써 보수의 투명성을 증가시키기 위함이다. 그러나 이러한 순기능과 더불어 임원의 보수 공

개는 기업들이 부담하게 되는 비용을 증가시키는 역기능도 존재한다.

임원 보수 공개와 관련된 찬반 논쟁은 미국의 예를 통해 정리해볼 수 있다. 미국의 경우 1992년 US Securities and Exchange Commission(SEC)가 새로운 규정을 채택함에 따라 기업들에게 구체적인 임원 보수 공개가 요구되었는데 이러한 규정의 지지자는 기업 이사회가 임원의 보수 책정에 더 관심을 갖게 하여 기업들이 제공하는 보수 정보의 투명성이 증대되고 기업 간 비교가 가능하게 된다고 주장하였다(Vafeas and Afxentiou, 1998). 반면, 임원 보수 공개와 관련된 규정 채택에 반대하는 주장의 근거는 임원 보수를 산정하는 기준이 공개됨에 따라 기업이 추구하고자하는 경영 전략 및 목표가 경쟁 기업에게 유출될 수 있다는 것이다. 즉, 규정이 의도한 것과 다르게 기업의 주주가 아닌 제 3자가 임원 개인별 보수 공시의 최대의 수혜자가 될 수 있다는 것이다.

한편 우리나라 임원 보수 공시 규정의 개정이 미국의 경우와 크게 차이를 보이는 점은 등기임원 및 5억 원 이상을 지급받은 임원에 한정하여 개인별 보수를 공시함에 기업들이 개인별 보수 공시를 회피할 수 있다는 점이다. 강정민(2014)의 연구보고서에 따르면 전체 상장기업의 임원 중 7.46%만이 개정된 임원 개인별 보수 공시의 규정을 적용받았기 때문에 저자는 임원 보수 공시 규정 개정이 일부 대규모 상장기업에만 적용되는 특별법적인 성격으로 전략하였음을 지적하였다. 또한, 강정민·김우찬·이은정(2014)는 일부 대규모 기업 집단의 총수가 등기임원이 아니기 때문에 보수공시가 되지 않는다는 점을 지적하며 임원 개인별 보수 공시의 실효성을 비판하였다.

이와 더불어 개정된 자본시장법은 임원의 개인별

보수를 공시할 경우 구체적인 보수의 산정기준 및 방법을 함께 공시하도록 규정하고 있으나 시행령에서는 이러한 부분을 기업의 자율에 맡기고 있다. 이는 기업들이 임원에게 지급된 금액만을 기재하고 그에 대한 근거를 제시하지 않을 수 있음을 의미하기 때문에 시장 기능을 이용해 임원 보수의 투명성을 향상시키려는 법령 개정의 목적이 달성 될 수 없음을 의미한다. 이러한 이유로 강정민(2014)과 강정민 외(2014)는 이러한 선택적 규정 적용으로 인해 기업의 임원 보수 공개가 단순 가십성 공시가 될 수도 있음을 우려하였다.

2.2 가설설정

2.2.1 임원 개인별 보수 공시 여부

임원 개인별 보수 공시는 2.1의 설명과 같이 특정 조건을 만족하는 임원을 보유한 기업에게만 적용된다. 즉, 현재 시행되고 있는 규정 하에서 기업들은 임원의 개인별 보수 공시 자체를 회피할 수 있는 수단을 가지고 있다. 따라서 우리는 임원 개인별 보수 공시를 재량성을 지닌 공시(voluntary disclosure)로 보고 가설을 제시한다.

미국의 임원 보수 결정을 논의한 Murphy(2012)는 과거 80년 동안, 미국 의회가 경영자보수 지급과 관련한 오남용을 막기 위해 세법, 회계제도, 공시제도, 및 기타 규제를 증가시켜 왔다고 보고하고 있다. 논의되고 있는 우리나라의 개인별 보수 공시 제도는 미국의 2006년 보수 공시 개정과 비교하면 매우 약한 수준이다. 중요한 것은, 이러한 개정도 정치적 과정이므로, 회계선택과 공시에 정치적 비용(political cost)을 고려해야 한다는 Watts and Zimmerman(1978)의 논의가 유용하다는 점이다. Watts and

Zimmerman(1978)의 당초 주장은 다음과 같다. 큰 회사 그리고 이익이 많은 회사는 정치적 주목을 받고, 그 결과로 부당한 정치적 법적 조치를 받을 가능성이 높기 때문에 가능한 한 이익을 줄이고 공시를 “덜”하여 회사를 덜 가시적(visible)으로 만들 것이라는 주장이다. 즉, 이들의 원래 논의를 본 논문의 상황에 그대로 적용하면 대규모 기업 집단 소속 기업들은 정치적으로 문제되지 않도록 임원의 개인별 보수 공시 자체를 회피할 것이라는 주장이다.

하지만, Watts and Zimmerman(1978)의 당초 논의는 이후에 진화한다. 즉, 주목 받을 가능성이 높은 기업일수록 정치권의 간섭을 피하기 위해 정치권이 요구하는 사회적 공시를 충실하게 할 것이라는 주장이다. 대기업 집단의 가시성 및 경영행태와 관련하여서 우리나라에서도 유사한 논의가 있다(Bae, Kang and Kim, 2002; Hyun et al., 2014). 특히 Hyun et al.(2014)은 우리나라의 경영자 보수 관련 공시를 검증하면서 정치적 비용이 작고 기업 지배구조가 취약할수록 더 전략적으로 공시품질을 저하시키는 것을 보여주어 본 논문과 매우 밀접한 관련이 있다.

대규모 기업 집단을 다룬 선행연구는 실제로 대규모 기업 집단은 우리나라에서 경제적으로 매우 큰 비중을 차지하기 때문에 제도적인 측면, 학문적인 측면에서 지속적으로 많은 관심을 받고 있다.⁹⁾ 더욱이 대규모 기업 집단의 총수 혹은 임원은 일반 기업의 임원에 비해 비교적 대중에게 잘 알려져 있기 때문에 이들의 개인별 보수가 공개되었을 때 집중적인 언론의 조명을 받는다는 점은 앞서 제시한 선행연구

의 주장을 뒷받침하는 일화적 증거로 볼 수 있다.¹⁰⁾ 대규모 기업 집단 소속 기업은 일반기업에 비해 임원의 개인별 보수 공시에 대해 더 많은 관심을 받고 있고, 관련된 법률 개정의 중요한 목표가 되었다고 할 수 있다. 따라서 대규모 기업 집단 소속 기업이 임원의 개인별 보수 공시를 회피하는 경우, 언론의 집중적인 비판을 받아 규제기관의 불필요한 주의를 받는 등의 비용을 부담하게 가능성이 증가할 것이다. 또한, 일부 대규모 기업 집단의 총수가 등기이사직을 사임함에 따라 이들의 보수가 공개되지 않았고, 이러한 이유로 언론과 연구자들 사이에서 더 강력한 임원 보수 요구가 발생하였는데 이는 현재의 임원 보수 공시를 회피하였을 때 기업들이 미래에 부담해야하는 잠재적인 비용이 될 수 있다.

이상의 논의를 토대로 본 연구는 일반 기업에 비해 대규모 기업 집단 소속 기업에서 임원의 개인별 보수 공시가 더 많이 일어날 것으로 예측하고 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 대규모 기업 집단 소속 기업에서 일반기업보다 임원 개인별 보수 공시의 빈도가 높을 것이다.

2.2.2 임원 개인별 보수 공시의 품질

앞 선 가설 설정과 관련하여 임원 개인별 보수 공시를 자발적 공시로 파악하였다. 앞서 언급했듯이 임원의 개인별 보수 공시의 궁극적인 목적은 기업 경영의 투명성을 제고하는 것이라 할 수 있다. 특히

9) 김진배·이건·이민영(2013)에 따르면 2012년말 기준 15대 대규모 기업 집단 소속 126개 상장기업의 총자산은 전체 1,730개 상장기업의 47%를 차지하고 있고, 시가총액은 58%를 차지하고 있다.

10) 사업보고서 공시 마감일인 2014년 3월 31일의 네이버 뉴스를 통해 ‘대기업 임원 연봉’이라는 키워드로 검색된 기사는 139건, ‘재벌 임원 연봉’이라는 키워드로 검색된 기사는 104건이었다. 특히 ‘삼성 임원 연봉’, ‘현대차 임원 연봉’, ‘LG 임원 연봉’이라는 키워드로 검색된 기사는 각각 323건, 155건, 186건이었다.

임원 보수 공시 개정 전 대규모 기업 집단 소속 기업의 임원 보상에 대한 연구자와 법률제정가들의 우려가 지속적으로 존재하였던 점을 고려할 때 임원 보수 공시를 개정하는 목적에는 대규모 기업 집단의 경영 투명성을 향상시키기 위한 목적이 포함되었다고 볼 수 있다.¹¹⁾

정치적 비용이 큰 회사들이 잠재적인 정치적 갈등을 피하기 위해(사회적) 공시의 품질을 높일 것인가와 관련한 대표적인 논의가 Belkaoui and Karpik (1989), Deegan and Hallam(1991) 및 Deegan and Carroll(1993)이다. 이들 호주 논문들은 당초 Watts and Zimmerman(1978)의 정치적 비용 논의가 회계 방법의 선택(즉, 이익 조정)에 국한되었던 것을 공시분야로 확장시켰다. 이들 논문들은 더 가치적인 기업(즉, 잠재적 정치적 비용이 큰 회사들)이 더 사회적 공시를 많이 하고, 사업보고서에 자발적으로 부가가치 보고를 하며, 마지막으로 공시와 관련된 포상(구체적으로 호주에서 상장기업 중 매년 최고의 공시회사를 뽑아 주는 상)을 추구할 것이라는 점을 보여 주었다. 이들의 주장은 이러한 자발적 공시 및 향상된 품질의 공시를 통해서 정치권의 감시 및 개입에 효과적으로 선제 대응할 수 있다는 것이다.

본 논문과 관련하여 유사한 논의가 가능하다. 즉, 대규모 기업 집단 소속 기업이 임원의 개인별 보수 공시를 함에 있어 불성실한 공시를 할 경우, 언론의 집중적인 비판을 받아 규제기관의 불필요한 주의를 받는 등의 비용을 부담하게 가능성이 증가할 것이다. 이러한 예측에 따라 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 대규모 기업 집단 소속 기업이 일반기업보다 임원 개인별 보수를 구체적으로 공시할 것이다.

2.2.3 임원 개인별 보수 공시의 전략적 시간 선택

앞서 살펴본 대로, 언론 및 정치권의 감시 비용은 대규모 기업 집단 소속기업이 임원 개인별 보수 공시를 더 하도록, 그리고 더 자세하게 하도록 만들 가능성이 있다. 하지만, 동시에 이들 기업은 언론 및 정치권이 자신들의 공시에 주목하지 않기를 바라는 속성이 있다. 따라서 이들이 공시에 따른 비용(예를 들어 언론 및 여론의 관심)을 최소화하기 위해 기회주의적으로 사업보고서의 공시시점을 조정하는지, 즉 눈에 띄지 않는 공시(*stealth disclosure*)를 하는지 살펴본다.

전략적 공시 시점 조정의 이론적 효시는 Gennotte and Trueman(1992)에서 발견할 수 있다. 이들은 이익 공시를 대상으로 그 내용이 좋을 때(주목 받고 싶을 때)와 나쁠 때(주목 받지 않고 싶을 때)로 구분하고 회사들이 전략적으로 이러한 뉴스 “어떻게” 공시하는지 살펴보았다. “어떻게”와 관련하여 이들은 두 가지 측면을 보았는데, 그들은 기업경영자들이 좋은(나쁜) 뉴스는 주식 거래 시간(마감 이후 시간)에 거래할 것이며, 좋은(나쁜) 뉴스는 다른 뉴스들과 별도로(같이) 공시할 것으로 한다는 것으로 예측하였다. 이러한 이론 모형은 후속 실증연구에서 검증되었다. Doyle and Magilke(2009) 등은 장마감 이후 혹은 금요일 이후 공시되는 이익 발표가 특별히 나쁜 내용을 포함하고 있지는 않다는 것을 발

11) Cheong and Kim(2014)에 따르면 연구자와 법률제정가들 사이에서 대규모 기업 집단 소속 기업의 임원이 과도한 보상을 받거나 재벌 총수와의 사적인 관계에 의해 보상을 지급받는 행태에 대한 우려가 있었고, 이를 해결하기 위해 임원의 개인별 보상 금액을 공시해야한다는 법률 개정 요청이 2006년과 2009년에 있었다.

견하였다. 하지만 Brown et al.(2012)는 경영자들이 주관적으로 조정한 pro-forma earnings이 회사에 유리한 내용을 담고 있을 경우 공시 시점이 다른 회사보다 빨라진다는 것을 보여주었다. Doyle and Magilke(2009)의 연구와 관련하여 Jiang, Likitapiwat and McInish(2012)는 장 마감 이후에 발표한 기별 이익 보고를 분석하여 장 마감 이후에 개별 투자자가 아닌 기관 거래를 통해 더 효과적으로 가격조정이 이루어짐을 보고하였다. 즉, 장 중 이익발표는 개인투자자 및 단기적 반응에 휘둘리는 것에 비해, 장 마감 이후에는 충분한 시간을 가지고 발표내용을 분석할 시간이 생김에 따라 더 효과적으로 가격 조정이 이루어지고 회사들도 이를 적극적으로 이용하고 있다는 분석이다. 결국 기업들이 원하지 않는 공시일 경우 눈에 띄지 않는 공시(stealth disclosure)를 통해 즉각적인 반응을 최소화 하여 보다 사려 깊은 투자자 반응을 이끌어 낸다는 주장이다.

서론에서 언급하였듯이 기업들의 2013년도 사업 보고서 공시가 과거에 비해 공시 마감일인 3월 31일에 더 많이 집중되었다. 일부 언론은 이러한 현상의 원인으로 임원의 개인별 보수 공시에 집중된 관심을 분산시키기 위한 의도가 있었을 것으로 추정하였다(국제신문 2014년 3월 26일자 “등기임원 연봉 공개 ‘눈치작전’...대부분 31일 몰릴 듯”, 머니투데이 2014년 4월 1일자 “3월 31일 쏟아진 ‘불친절한’ 보고서”). 즉, 사업보고서가 가장 많이 제출되는 시점을 기업들이 선택하였다는 것인데, 이는 정치적 비용(Watts and Zimmerman 1978) 및 즉흥적 반응을 최소화하기 위한 기업의 전략적인 공시 시점 선택의 일환으로 파악할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구는 대규모 기업 집단 소속 기업 중 임원의 개인별 보수 공시를 한 기업에서 개인별 보수 공시와 관

련된 사회적인 관심을 분산시키고 그에 따른 비용을 줄이고자 사업보고서를 최대한 늦게 제출하는 행태가 일어날 것으로 예상하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 3: 대규모 기업 집단 소속 기업이 일반기업보다 임원 개인별 보수를 사업보고서의 제출마감시점에 더 가까운 시간에 공시할 것이다.

2.2.4 기업지배구조가 임원 보수 공시 여부, 공시 품질, 및 전략적 시간 선택에 미치는 영향

마지막으로 본 연구는 가설 1부터 가설 3까지에서 논의한 대규모 기업 집단 소속 기업의 공시행태에 효과적인 기업지배구조가 어떠한 영향을 미치는지 살펴본다. Ernstbergera and Grüningb(2013)에 의하면 국가 및 기업의 기업지배구조가 회사의 공시에 미치는 영향은 상호 보완적이다. 즉, 영미법 국가가 아니어서 국가 수준의 기업지배구조 강도가 낮은 우리나라의 경우에는 회사수준의 기업지배구조가 회사의 공시정책에 많은 영향을 미친다는 것이다. 다양한 기업지배구조 중 우리가 주목한 것은 이사회 내 사외이사의 비율로 측정된 이사회의 독립성이다. 이는 기업지배구조 논의에서 이사회의 독립성이 경영자 보상 및 기업의 의사결정에 가장 큰 영향을 미치는 요소로 다루어지고 있기 때문이다(대표적인 교과서인 Larcker and Tayan 2011 참조). 본 논문에서는 대규모 기업 집단 소속 기업의 이사회 독립성이 높을 경우 개별 임원 보수 공시 여부, 공시의 구체성(공시 품질), 공시 시점이 달라지는지를 검증한다.

우선 사외이사 비율과 공시의 빈도에 관하여 논의

한다. 선행 연구에 따르면 기업의 이사회 내 사외이사 비율이 높을수록 공시의 빈도가 높아진다(Chen and Jaggi, 2001; Eng and Mak, 2003; Ajinkya et al., 2005; 이문영 외, 2012). 이들의 연구는 이사회 내 사외이사 비율이 증가할수록 공시의 빈도가 증가한다는 결과를 제시하면서 독립적인 이사회가 경영자의 사적 이익 추구를 방지하고 주주와 경영자간의 정보비대칭을 감소시키는 역할을 수행한다고 주장하였다. 이를 바탕으로 가설 1에 대해 다음과 같은 가설 4를 설정하였다.

가설 4: 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높은 기업일수록 그렇지 않은 경우보다 임원 개인별 보수 공시의 빈도가 높을 것이다.

기업지배구조, 특히 이사회 독립성이 자발적 공시의 품질을 증가시키는가에 관해서는 많은 논문이 있다. 대표적으로 본 논문의 논의와 관련하여 Laksmana(2008)가 가장 직접적인 시사점을 주고 있다. 그는 경영자의 보수와 관련하여 수작업으로 23개의 공시 품질 체크리스트를 만든 후 공시품질이 높을수록 호가스프레드(bid-ask spread) 및 이익 변동성이 낮음을 보여, 경영자 보수관련 공시 품질이 정보 비대칭성을 낮춘다는 것을 보였다. 이후, 그는 이사회 독립성이 큰 경우 경영자 보수관련 공시품질이 향상된다는 것을 보여줌으로써, 독립적인 이사회가 투자자 및 잠재적 이해관계자에게 투명한 정보를 제공한다는 것을 보여주었다. 유사하지만 다른 세팅에서 Frankel et al.(2011)은 경영자들이 주관적으로 조정하고 자발적으로 공시하는 pro-forma earnings이 투자자를 오도하는 정도가 이사회 독립성이 강할 경우 더 낮아진다는 점을 보고하

였다. 논의를 종합하면 이사회가 독립적일수록 경영자 보상에 대한 객관성이 증가하고, 기업 내 정보의 공개가 더 많이 일어난다고 볼 수 있다. 따라서 본 연구는 임원의 개인별 보수 공시와 관련하여 이사회 독립성이 높은 기업이라면, 보수 공시를 회피하거나 보수 산정 기준을 불분명하게 제시할 유인이 상대적으로 적을 것으로 예상하고 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 5: 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높은 기업이 그렇지 않은 기업보다 임원 개인별 보수를 구체적으로 공시할 것이다.

기업지배구조, 특히 이사회 독립성이 자발적 공시와 관련된 전략적 시점 선택과 관련이 있는가에 대한 논문은 많지 않다. Michaely et al.(2014)가 많지 않은 예 중 하나이다. 이 논문에서 이들은 기업 지배구조가 좋은 회사일수록 장이 마감된 후 실적을 발표한다는 것을 실증하였다. 이러한 현상을 이해하기 위해 저자들은 추가적으로 경영진을 대상으로 서베이를 진행하였다. 코넬대학 동문 경영진 및 듀크대학/CFO매거진 공동 설문조사 등 2차에 걸쳐 진행된 조사에서 현업에 종사하는 경영진들은 실시간으로 이익을 발표하지 않고 장이 끝난 후 이익을 발표하는 이유를 다음과 같이 밝혔다: (1) 헤지펀드나 단타매매자가 기관투자자나 재무분석가에 비해 거래와 관련한 시간적 우위를 갖지 않도록 하기 위해, (2) 주가의 변동성을 낮추기 위해, 그리고 (3) Regulation FD를 준수하기 위해. Michaely et al.(2014)가 본 논문에 직접적인 시사점을 주지는 않지만, 그들의 논문으로부터 몇가지 추론해 볼 수 있는 근거는 충분하다. 즉, 주주를 잘 대표하는 독립

적인 이사회가 있는 회사라면 보다 회사가 공시시점 선택을 통해 입을 피해를 최소화 하도록 공시를 할 것이라는 점이다. 만약 가설 5에서 이사회 독립성이 높은 기업이 보수 산정 기준을 투명하게 공개한다고 한다면, 앞서 논의한 Gennotte and Trueman (1992) 모형에서 처럼 기업경영자들이 좋은(나쁜) 뉴스는 다른 뉴스들과 별도로(같이) 공시할 것으로 예측하는 것과 일관되게 보수 관련 공시를 독립적으로 진행할 것으로 예상하고 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 6: 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높은 기업이 그렇지 않은 기업보다 개인별 보수를 사업보고서의 제출 마감시점에 더 가까운 시간에 공시하는 현상이 적을 것이다.

III. 표본선정 및 연구모형

3.1 표본선정

본 연구는 2013년도 사업보고서를 제출한 유가증권 및 코스닥 상장법인을 대상으로 표본을 구성하였다. 임원의 개인별 보수 공시 정보는 금융감독원의 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)을 통해 수작업으로 수집하였고, 공시 시간 정보는 한국거래소의 상장공시시스템(KIND)을 통해 수집하였으며, 관련 재무자료의 경우에는 한국 상장 회사 협회 데이터베이스(TS 2000)과 NewKisValue를 통해 추출하였다. 12월 결산법인이 아닌 기업(43개)과 금융업에 속하는 기업(76개), 분석에 필요한 변수

들에 대한 자료를 입수할 수 없는 표본(376개)은 제외하였다. 그 결과 총 1,254개의 기업이 표본으로 선정되었으며, 이중 334개(26.6%)의 기업이 임원의 개인별 보수 공시를 한 것으로 나타났다.

3.2 연구모형

3.2.1 임원 개인별 보수 공시 여부 검증 모형

본 연구의 첫 번째 가설을 검증하기 위해 다음 식(1)을 이용해 로짓(logit)분석을 수행한다.

$$\begin{aligned}
 PayDisc_i = & \alpha_0 + \alpha_1 Chaebol_i + \alpha_2 BoardInd_i \\
 & + \alpha_3 BoardSize_i + \alpha_4 HHI_i + \alpha_5 Size_i \\
 & + \alpha_6 Lev_i + \alpha_7 ROA_i + \alpha_8 ForOwns_i \\
 & + \alpha_9 Growth_i + \alpha_{10} PM_i + \alpha_{11} Loss_i \\
 & + Idummy + \epsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

〈변수설명〉

- PayDisc* = 보수 공시 기업인 경우 1, 아니면 0의 값을 부여한 디미변수
- Chaebol* = 대규모 기업집단 소속인 경우 1, 아니면 0의 값을 부여한 디미변수
- BoardInd* = 자산총액 2조원 이상 기업의 사외이사 수를 전체 임원 수로 나눈 값
- BoardSize* = 기업의 전체 임원 수에 자연로그를 취한 값
- HHI* = Herfindahl-Hirschman index (중분류 산업기준)
- Size* = 기업의 총 자산의 장부가치에 자연로그를 취한 값
- Lev* = 기업의 부채의 장부가치를 자본의 장부가치로 나눈 값
- ROA* = 기업의 영업이익을 전기 총자산의 장부가치로 나눈 값
- ForOwns* = 외국인지분율
- Growth* = 기업의 시장가치를 자본의 장부가치로

	나눈 값
<i>PM</i>	= 등기업원의 1인당 평균 보수를 기업 직원의 1인당 평균 보수로 나눈 값
<i>Loss</i>	= 기업의 영업이익이 음(-)인 경우 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수
<i>Idummy</i>	= 산업별 고정효과(Fixed effect)를 통제하기 위한 더미변수

식 (1)의 종속변수는 임원의 개인별 보수 공시한 기업의 경우 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 본 연구의 첫 번째 주요 설명변수인 대규모 기업 집단 소속 기업(*Chaebol*)은 기업집단에 소속된 경우 1의 값을 가지는 더미변수로 측정하였다. 가설 1에서 예상한바와 같이 일반 기업보다 대규모 기업 집단 소속 기업에서 개별 임원 보수 공시의 가능성이 더 높다면, *Chaebol* 변수의 회귀계수는 유의한 양(+)¹⁾의 값을 가질 것이다.

다음으로, 본 연구의 두 번째 주요 설명변수인 이사회 독립성(*BoardInd*)은 자산총액 2조원 이상 기업의 사외이사 수를 전체 임원 수로 나눈 값으로 측정하였다. 자산총액 2조원 이상인 상장법인은 이사 과반수를 사외이사로 선임해야 하고, '사외이사 후보 추천위원회' 설치를 의무화해 그 위원 총수의 과반수를 사외이사로 구성토록 해야 하며, 감사위원회 설치를 의무적으로 해야 하는 등의 상대적으로 이사회의 독립적인 감시활동이 확보될 가능성이 높은 기업이다(Black and Kim, 2012; 이문영 외, 2012).

본 연구에서는 기업의 공시 행태에 영향을 미칠 것으로 예상되는 요인들을 선정하여 통제변수로 사용하였다. 첫째, 선행연구에서 기업의 전략적인 공시 행태에 영향을 미치는 요인으로 제시한 사적 비용(proprietary costs)의 대응치로 산업의 경쟁도를 나타내는 허핀달 지수(Herfindahl-Hirschman

Index, *HHI*)를 사용하였다. 산업 내의 경쟁이 심할수록 기업 정보 공개에 대한 부담이 커질 것으로 예상하였다(Robinson et al., 2011). 둘째, 정치적 비용(political costs)의 대응치로 기업규모(*Size*)를 설정하였다. 기업규모가 클수록 규제의 대상이 될 가능성이 커지기에 정치적 비용의 부담 역시 증가하게 되므로(Bannister and Newman, 2003; Gong, Li and Shin, 2011), 기회주의적인 공시 행태를 나타낼 유인이 상대적으로 낮을 것이다. 또한, 기업규모가 클수록 기업에 대한 정보량이 많고, 정보에 대한 수요도 많을 것이므로 공시 수준은 높을 것이라고 예상할 수 있다(Botosan 1997; 오원정·손성규 2005).

기업의 부채비율(*Lev*)과 수익성(*ROA*) 및 손실 여부(*Loss*) 역시 전략적인 공시행태에 영향을 미칠 수 있으므로 통제하였다(Eng and Mak, 2003). 기업은 수익성(*ROA*, *Loss*)이 높을수록 정보를 적극적으로 공개할 유인이 존재하는 반면, 수익성이 낮은 기업은 보수 공시에 대한 부담 때문에 전략적인 공시를 선택할 유인 역시 존재한다. 부채비율(*Lev*)이 높으면 타인자본제공자들의 정보에 대한 수요가 높으므로 정보 공개 수준이 높을 것이지만(Hope and Thomas, 2008), 동시에 보수 정보 공시에 대한 부담 역시 크므로 전략적인 공시행태를 선택할 가능성도 클 것이라 예상할 수 있다. 외국인 주주는 투명한 경영활동에 대한 정보 요구가 높으므로, 정보 공개에 대한 압력이 높을 것이라 판단되어 통제변수로 포함하였다(심호식 외, 2010). 기업의 성장성(*Growth*)이 높은 기업은 시장에서 우호적인 평가를 받기 위해 정보를 공개할 유인이 있으므로 통제 변수로 포함하였으며(정우성, 2000), 이사회 규모 측면에서의 특성을 통제하기 위해 기업의 전체 임원 수에 자연로그를 취한 값으로 측정된 이사회

규모(*BoardSize*)를 통제 변수로 추가하였다. 마지막으로, 산업별 특성을 통제해 주기 위하여 산업별 더미변수(*Idummy*)를 모형에 포함하였다.

한편, 본 연구의 네 번째 가설을 검증하기 위해 식 (1)의 모형에 *Chaebol* 변수와 *BoardInd* 변수 간의 교호변수를 추가하여 로짓(logit)분석을 수행한다. 본 연구의 네 번째 가설은 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높을수록 개인별 보수 공시의 빈도가 높을 것으로 예상하기 때문에, *Chaebol* × *BoardInd* 변수의 계수가 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

3.2.2 임원 개인별 보수 공시의 구체성 검증 모형

본 연구의 두 번째 가설을 검증하기 위해 다음 식(2)을 이용해 로짓(logit)분석 또는 순위로짓(ordered-logit) 분석을 수행한다.

$$\begin{aligned}
 ContentsScoreD_i \text{ (or } ContentsScore_i) = & \alpha_0 \\
 & + \alpha_1 Chaebol_i + \alpha_2 BoardInd_i + \alpha_3 BoardSize_i \\
 & + \alpha_4 HHI_i + \alpha_5 Size_i + \alpha_6 Lev_i + \alpha_7 ROA_i \\
 & + \alpha_8 ForOwns_i + \alpha_9 Growth_i + \alpha_{10} PM_i \\
 & + \alpha_{11} Loss_i + Idummy + \epsilon \quad (2)
 \end{aligned}$$

〈변수설명〉

ContentsScoreD = 보수 공시 내용이 구체적일 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수

ContentsScore = 보수 공시 내용의 구체적인 정도에 따라 1, 2, 3의 값을 가지는 순위변수

나머지 변수에 대한 설명은 식(1)과 동일함

식 (2)의 종속변수는 임원의 개인별 보수 공시가 구체적인지 혹은 그렇지 않은지를 나타내는 더미변

수(*ContentsScoreD*)이며 로짓(logit)분석을 통해 가설 2를 검증한다. 임원의 개인별 보수 공시의 구체적인 정도를 측정하는 방법은 Appendix A에 구체적으로 서술하였다. 추가적으로 임원의 개인별 보수 공시 내용의 구체적인 정도에 따라 1부터 3까지의 값을 가지는 순위변수(*ContentsScore*)를 사용하여 순위로짓(ordered-logit)분석을 수행한 뒤 더미변수를 사용한 결과와 일치하는지 확인한다.

본 연구의 두 번째 가설은 일반 기업에 비해 대규모 기업 집단 소속 기업에서 개별 임원 보수 공시가 더 구체적일 것이라고 예상하므로, 본 연구는 대규모 기업 집단 소속 여부를 나타내는 *Chaebol* 변수의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 기대하였다.

한편, 본 연구의 다섯 번째 가설을 검증하기 위해 식 (1)의 모형에 *Chaebol* 변수와 *BoardInd* 변수 간의 교호변수를 추가하여 로짓(logit)분석 또는 순위로짓(ordered-logit) 분석을 수행한다. 본 연구의 다섯 번째 가설은 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높을수록 개별 임원 보수 공시가 더 구체적일 것이라고 예상하고 있으므로 *Chaebol* × *BoardInd* 변수의 계수가 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

3.2.3 사업보고서 제출 시점 검증 모형

본 연구의 세 번째 가설과 여섯 번째 가설을 생존 분석방법(survival analysis)을 사용한다. 생존분석방법은 보통 생물통계학, 의료통계학 등에 이용되는 통계기법이며, 시간(time)과 관련된 자료들을 분석하여 특정의 사건이 일어나기까지의 시간을 분석하는 방법론이다. 특히 절단된 자료 혹은 불확실한 자료(censored data)를 포함하고 있는 영역에

서 주로 쓰이는 통계적 방법으로, 임원의 개인별 보수 공시와 관련된 공시 시간을 분석하는 경우, 사업 보고서 제출 마감 시점을 기점으로 절단(censored) 되게 되므로 이 방법의 적용이 가능하다.

생존분석방법으로는 모수적 접근방법과 비모수적 접근방법이 존재하는데, 모수적 방법에 의한 생존함수 추정에는 생존함수 $S(t)$ 에 관한 모형을 미리 설정해 놓고 관측된 자료를 이용하여 그 모형의 모수를 추정하여 $S(t)$ 의 모형을 확정짓는 방법을 말한다(송경일·안재익, 1999). 본 연구에서는 Weibull 분포를 바탕으로 모수적 방법을 통한 생존함수 추정모형을 사용한다. 이는 본 연구에서 사용하는 시간변수를 확인한 결과 증가추세가 나타났고, 시간의 변화와 함께 한 방향(monotonic)으로 증가하거나 감소하는 경우 Weibull 모형이 적합하다고 판단되었기 때문이다(Allison, 1995).¹²⁾

Weibull 생존함수 모형을 통한 분석을 위해서 사용하는 시간 변수로는 2014년 1월 1일부터 2013년도 사업보고서가 제출된 시간의 차이변수(*DifferDayTime1*)와 2013년도 사업보고서를 제출한 시간과 2012년도 사업보고서를 제출한 시간의 차이변수(*DifferDayTime2*)를 사용하였다. 공시 날짜뿐만 아니라 시간, 분 단위로 측정된 변수에 자연로그를 취하였다. 이 차이가 클수록 기업이 2013년도 사업보고서를 늦게 공시하였다는 것을 의미하게 된다.

Weibull 생존함수 모형에서의 공변수 x_{μ} 로는 연구모형 (2)와 같은 변수들을 사용하였다. 가설 3에서 일반 기업에 비해 대규모 기업 집단 소속 기업 중 개인별 보수 공시를 한 기업의 사업보고서 공시는

마감시점에 더 가까울 것이라고 예상하고 있으므로 기업집단소속을 나타내는 변수(*Chaebol*)와 공시여부를 나타내는 변수(*PayDisc*)의 교호변수는 유의한 양(+)의 값을 나타낼 것으로 기대된다. 가설 6에서 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높을수록 사업보고서 공시가 마감시점에 가까워지는 현상이 덜 할 것으로 예상하므로, 기업 집단 소속 기업이면서 개인별 보수 공시를 하고 이사회 독립성이 높은 기업을 나타내는 교호변수(*Chaebol* × *PayDisc* × *BoardInd*)는 유의한 음(-)의 계수를 나타낼 것으로 기대된다.

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계량 및 상관관계 분석

〈표 1〉은 본 연구에서 사용하는 주요변수의 기술통계량을 나타낸다. 본 연구는 극단치가 연구 결과에 미치는 영향을 배제하고자 각 연속변수의 관측치가 하위 1% 미만인 경우와 상위 99%를 초과하는 경우 각각 1%와 99% 값으로 조정(winsorization)하였다.

2013년도 사업보고서에 임원의 개인별 보수 공시 여부를 나타내는 *PayDisc* 변수의 평균은 0.266이며 이는 전체 1,254개의 기업 중 334개의 기업에서 임원의 개인별 보수 공시를 하였다는 것을 나타낸다. 또한 전체 표본에서 대규모 기업 집단 소속 기

12) 생존 시간 t 가 모수 λ 와 p 인 Weibull 분포를 따른다고 가정하면 생존함수는 다음 식과 같이 표현된다. $h(t_j) = h_0(t) \exp(\beta' x_j) = h_0(t) \exp(\beta_1 x_{j1} + \beta_2 x_{j2} + \dots + \beta_p x_{jp})$ 여기서 h_0 는 기저위험함수를 의미하며, Weibull 생존함수 모형에서는 pt^{p-1} 의 값으로 치환된다. 따라서, Weibull 모형의 순간위험률 함수(hazard function) $h(t)$ 와 공시가 어떤 특정한 시간 이상 이루어지지 않을 확률 즉, 생존율(survival rate)을 나타내는 생존함수(survival function) $S(t)$ 는 다음과 같이 정의된다. $h(t) = p\lambda t^{p-1}$, $S(t) = \exp(-\lambda t^p)$

〈표 1〉 주요 변수의 기술통계량

변수명	표본수	평균	표준편차	P25	중위수	P75
<i>PayDisc</i>	1,251	0.266	0.442	0.000	0.000	1.000
<i>Chaebol</i>	1,251	0.168	0.374	0.000	0.000	0.000
<i>BoardInd</i>	1,251	0.275	0.158	0.200	0.250	0.333
<i>BoardSize</i>	1,251	1.845	0.286	1.609	1.792	2.079
<i>HHI</i>	1,251	0.235	0.180	0.116	0.187	0.264
<i>Size</i>	1,251	19.140	1.856	18.215	18.884	19.863
<i>Lev</i>	1,251	0.427	0.206	0.261	0.429	0.575
<i>ROA</i>	1,251	0.035	0.069	0.006	0.033	0.069
<i>ForOwns</i>	1,251	0.066	0.108	0.004	0.018	0.071
<i>Growth</i>	1,251	1.324	1.122	0.626	1.015	1.600
<i>PM</i>	1,251	6.704	6.992	3.081	4.708	7.461
<i>Loss</i>	1,251	0.209	0.407	0.000	0.000	0.000
<i>DifferDayTime1</i>	1,251	11.756	0.037	11.735	11.768	11.769
<i>DifferDayTime2</i>	1,241	13.171	0.008	13.169	13.170	13.177
<i>ContentsScoreD</i>	333	0.201	0.402	0.000	0.000	0.000
<i>ContentsScore</i>	333	1.312	0.662	1.000	1.000	1.000
<i>Holder</i>	333	0.703	0.458	0.000	1.000	1.000

〈변수설명〉

- PayDisc* = 임원의 개인별 보수를 공시한 기업인 경우 1, 아니면 0의 값을 부여한 더미변수
- Chaebol* = 대규모 기업집단 소속인 경우 1, 아니면 0의 값을 부여한 더미변수
- BoardInd* = 기업의 사외이사 수를 전체 이사 수로 나눈 값
- BoardSize* = 기업의 전체 이사 수에 자연로그를 취한 값
- HHI* = Herfindahl-Hirschman index (중분류 산업기준)
- Size* = 기업의 총 자산의 장부가치에 자연로그를 취한 값
- Lev* = 기업의 부채의 장부가치를 자산의 장부가치로 나눈 값
- ROA* = 기업의 영업이익을 전기 총자산의 장부가치로 나눈 값
- ForOwns* = 외국인지분율
- Growth* = 기업의 시장가치를 자본의 장부가치로 나눈 값
- PM* = 기업 등기임원의 1인당 평균 보수를 기업 직원의 1인당 평균 보수로 나눈 값
- Loss* = 기업의 영업이익이 음(-)인 경우 1, 아니면 0의 값을 부여한 더미변수
- DifferDayTime1* = 기준시점으로 설정한 2014년 1월 1일로부터 2013년도 사업보고서를 제출한 시점(단위 = 분)까지의 시간에 자연로그를 취한 값
- DifferDayTime2* = 기업의 2013년도 사업보고서를 제출한 시간(단위 = 분)과 2012년도 사업보고서를 제출한 시간(단위 = 분)의 차이에 자연로그를 취한 값
- ContentsScoreD* = 보수 공시 내용이 구체적일 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수
- ContentsScore* = 보수 공시 내용의 구체적인 정도에 따라 1, 2, 3의 값을 가지는 순위변수
- Holder* = 보수 공시 대상이 대상 기업의 최대주주인 경우 1, 아니면 0의 값을 부여한 더미변수

업(*Chaebol*)이 평균적으로 16.8%를 차지하고 있으며 이사회 독립성의 대용치로 사용된 이사회 내 사외이사의 비율(*BoardInd*)은 평균적으로 27.5%이다.

본 연구의 두 번째 가설을 검증하기 위해 임원 보수 공시의 구체적인 정도를 측정된 *ContentsScoreD* 변수의 평균은 0.201로써 보수 공시를 한 334개의 기업 중 구체적으로 임원 보수 공시를 했다고 판단되는 기업이 약 20.4%임을 나타낸다. 한편, 임원 보수 공시의 구체적인 정도를 1부터 3까지의 순위변수로 측정된 *CotentsScore* 변수의 평균은 1.312로 나타났다. 또한 세 번째 가설을 검증하기 위해 사용되는 시간변수(*DifferDayTime1*, *DifferDayTime2*)의 평균 값은 각각 11.756과 13.171로 나타났다.

〈표 2〉는 본 연구에서 사용하는 주요변수간의 상관계수를 나타낸다. 대규모 기업 집단 소속 여부를 나타내는 *Chaebol* 변수는 임원의 개인별 보수 공시 여부(*PayDisc*) 및 임원의 개인별 보수 공시의 구체적인 정도(*ContentsScoreD* 또는 *ContentsScore*)와 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 본 연구의 첫 번째 및 두 번째 가설을 지지하는 예비적 결과로 볼 수 있다. 반면, 대규모 기업 집단 소속 여부(*Chaebol*)와 2013년도 사업보고서의 공시 시점을 나타내는 시간변수(*DifferDayTime1*, *DifferDayTime2*)간에는 유의한 상관관계가 나타나지 않았다.

4.2 가설 검증 결과

4.2.1 임원 개인별 보수 공시 여부에 대한 분석 결과

〈표 3〉은 임원의 개인별 보수 공시 여부와 관련된

첫 번째 가설과 네 번째 가설에 대한 검증 결과를 나타낸다. 〈표 3〉의 첫 번째 열은 일반 기업에 비해 대규모 기업 집단 소속 기업에서 임원의 개인별 보수 공시 가능성이 높을 것이라는 첫 번째 가설에 대한 로짓분석 결과를 나타낸다. 분석 결과, 대규모 기업 집단 소속 여부를 나타내는 *Chaebol* 변수의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다(z -값 = 10.40). 이는 대규모 기업 집단에 소속된 기업일수록 임원의 개인별 보수 공시 가능성이 높다는 것을 의미하며, 본 연구의 첫 번째 가설을 지지하는 결과이다. 즉, 이러한 결과는 대규모 기업 집단 소속 기업들이 임원의 개인별 보수 공시를 기회주의적인 방법을 통해 회피하기 보다는 오히려 적극적으로 임원 보수를 공시한다는 것을 의미한다.

한편, 〈표 3〉의 두 번째 열은 네 번째 가설에 대한 결과를 나타낸다. 분석결과 대규모 기업 집단 소속 여부를 나타내는 *Chaebol* 변수와 이사회 독립성을 나타내는 *BoardInd* 변수간의 교호변수($Chaebol \times BoardInd$)가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다(z -값 = 1.71). 이는 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높을수록 임원의 개인별 보수 공시 가능성이 더 높다는 것을 의미하며, 본 연구의 네 번째 가설을 지지하는 결과이다. 즉, 이사회 독립성이 높을수록 경영자 보수에 대한 투명성이 높다는 선행연구의 결과를 감안할 때, 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높은 기업은 임원의 개인별 보수 공시를 회피할 유인이 적기 때문에 더 적극적으로 보수 공시를 한다는 것을 의미한다.

〈표 2〉 주요 변수의 피어슨-상관계수¹⁾²⁾

	<i>PayDisc</i>	<i>Chaebol</i>	<i>BoardInd</i>	<i>Board Size</i>	<i>HHI</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>ROA</i>	<i>ForOwns</i>	<i>Growth</i>	<i>PM</i>	<i>Loss</i>	<i>DifferDay Time1</i>	<i>DifferDay Time2</i>	<i>Contents ScoreD</i>	<i>Contents Score</i>
<i>Chaebol</i>	0.359 *															
<i>BoardInd</i>	0.307 *	0.437 *														
<i>BoardSize</i>	0.180 *	0.264 *	0.370 *													
<i>HHI</i>	0.013	0.096 *	0.043	0.058												
<i>Size</i>	0.367 *	0.426 *	0.395 *	0.260 *	-0.017											
<i>Lev</i>	0.009	0.124 *	0.110 *	0.097 *	0.041	0.128 *										
<i>ROA</i>	0.105 *	-0.003	-0.041	-0.074 *	-0.069	0.048	-0.308 *									
<i>ForOwns</i>	0.313 *	0.257 *	0.284 *	0.277 *	0.006	0.317 *	-0.155 *	0.176 *								
<i>Growth</i>	0.021	0.019	-0.040	0.023 *	-0.042	-0.063	0.103 *	0.091 *	0.129 *							
<i>PM</i>	0.519 *	0.232 *	0.260 *	0.021	0.024	0.251 *	-0.025	0.111 *	0.283 *	0.105 *						
<i>Loss</i>	-0.110 *	-0.026	-0.009	0.019	0.040	-0.095 *	0.251 *	-0.685 *	-0.104 *	0.039	-0.109 *					
<i>DifferDay Time1</i>	-0.013	0.003	-0.037	0.003	-0.003	0.014	-0.028	-0.025	0.008 *	0.013	-0.013	0.000				
<i>DifferDay Time2</i>	0.041	0.055	0.039	0.088 *	0.022	0.044	0.015	-0.007	0.024	-0.003	0.038	-0.024	0.615 *			
<i>Contents ScoreD</i>		0.274 *	0.126	0.004	0.196 *	0.113	0.045	0.074	0.240 *	0.152 *	0.173 *	-0.023	0.038	0.059		
<i>Contents Score</i>		0.311 *	0.152 *	0.035	0.219 *	0.114	0.049	0.064	0.251 *	0.164 *	0.199 *	-0.014	0.035	0.058	0.941 *	
<i>Holder</i>		-0.261 *	-0.144 *	-0.106	-0.157 *	-0.154 *	0.052	0.001	-0.228 *	-0.125	-0.006	-0.012	0.032	0.113	-0.247 *	-0.239 *

¹⁾ 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조할 것

²⁾ * 은 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

〈표 3〉 임원 개인별 보수 공시 여부에 대한 검증 결과¹⁾²⁾

종속변수 = <i>PayDisc</i>	(1)	(2)
	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)
<i>Intercept</i>	-11.947*** (-10.34)	-11.862*** (-10.55)
<i>Chaebol</i>	0.875*** (10.40)	0.289 (0.73)
<i>BoardInd</i>	0.349 (1.10)	-0.208 (-0.48)
<i>Chaebol</i> × <i>BoardInd</i>		1.732* (1.71)
<i>BoardSize</i>	1.003*** (6.79)	1.029*** (7.44)
<i>HHI</i>	-0.327 (-1.41)	-0.370* (-1.68)
<i>Size</i>	0.337*** (5.83)	0.340*** (5.52)
<i>Lev</i>	0.180 (0.63)	0.107 (0.40)
<i>ROA</i>	2.539*** (5.23)	2.440*** (5.60)
<i>ForOwns</i>	2.891*** (6.62)	2.860*** (6.35)
<i>Growth</i>	-0.180*** (-3.94)	-0.171*** (-3.56)
<i>PM</i>	0.311*** (5.70)	0.309*** (5.66)
<i>Loss</i>	-0.017 (-0.14)	-0.028 (-0.22)
산업더미	포함	포함
Pseudo- <i>R</i> ²	0.404	0.405
표본수	1,251	1,251

¹⁾ 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조할 것

²⁾ *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

4.2.2 임원 개인별 보수 공시의 구체성에 대한 분석 결과

〈표 4〉는 개인별 임원 보수 공시의 구체적인 정도

와 관련된 본 연구의 두 번째 가설과 다섯 번째 가설에 대한 검증 결과를 나타낸다. 〈표 4〉의 첫 번째 열과 두 번째 열은 보수 공시의 구체적인 정도를 더미변수(*ContentsScoreD*)로 측정했을 때의 로짓

〈표 4〉 임원 개인별 보수 공시의 구체성 검증에 대한 분석 결과¹⁾²⁾

	종속변수 = <i>ContentsScoreD</i>		종속변수 = <i>ContentsScore</i>	
	Logit 모형		Ordered Logit 모형	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)
<i>Intercept</i>	-2.045 (-0.96)	-1.617 (-0.79)		
<i>Cut1_Intercept</i>			2.389 (1.02)	1.881 (0.81)
<i>Cut2_Intercept</i>			3.230 (1.41)	2.729 (1.21)
<i>Chaebol</i>	1.667*** (3.00)	0.672 (0.75)	1.782*** (3.20)	0.648 (0.76)
<i>BoardInd</i>	-1.569*** (-5.17)	-3.465*** (-5.12)	-1.556*** (-3.55)	-3.752*** (-5.83)
<i>Chaebol × BoardInd</i>		3.042*** (2.84)		3.494*** (3.77)
<i>BoardSize</i>	-1.014 (-1.27)	-0.898 (-1.07)	-0.869 (-0.96)	-0.748 (-0.80)
<i>HHI</i>	2.127*** (6.57)	2.076*** (6.35)	2.328*** (6.98)	2.274*** (6.81)
<i>Size</i>	0.022 (0.75)	0.016 (0.58)	0.016 (0.48)	0.009 (0.29)
<i>Lev</i>	0.821 (0.87)	0.669 (0.70)	0.898 (1.09)	0.735 (0.87)
<i>ROA</i>	3.023 (0.71)	2.609 (0.64)	2.915 (0.64)	2.584 (0.59)
<i>ForOwns</i>	3.048** (2.48)	2.934** (2.07)	2.753*** (2.66)	2.636** (2.09)
<i>Growth</i>	0.160*** (3.28)	0.203*** (3.79)	0.197*** (7.05)	0.240*** (7.58)
<i>PM</i>	0.018 (1.20)	0.015 (1.03)	0.022 (1.64)	0.019 (1.49)
<i>Loss</i>	0.185 (0.32)	0.164 (0.29)	0.263 (0.43)	0.249 (0.41)
산업더미	포함	포함	포함	포함
Pseudo-R ²	0.166	0.171	0.145	0.151
표본수	333	333	333	333

¹⁾ 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조할 것

²⁾ *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

분석 결과를 나타내고, 세 번째와 네 번째 열은 보수 공시의 구체적인 정도를 1부터 3까지 순위변수 (*ContentsScore*)로 측정했을 때 순위로짓분석 결과를 나타낸다. 우선 로짓분석의 결과를 살펴보면, 대규모 기업 집단 소속 여부를 나타내는 *Chaebol* 변수의 회귀 계수가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다(z -값 = 3.00). 또한 이러한 결과는 순위변수를 사용한 순위로짓분석에서도 일치하게 나타났다(z -값 = 3.20). 이는 대규모 기업집단에 소속된 기업일 경우 일반 기업에 비해 임원의 개인별 보수 공시가 더 구체적인 것이라는 두 번째 가설을 지지하는 결과이다. 또한 이러한 결과는 첫 번째 가설의 검증 결과와 더불어 대규모 기업 집단 소속 기업에서 임원의 개인별 보수 산정 기준 공시에 대한 기업의 자율적인 시행령을 비교적 잘 준수하고 보다 구체적으로 임원 보수에 대한 정보를 제공한다는 것을 의미한다.

한편, 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높을수록 임원의 개인별 보수 공시가 더 구체적인지를 살펴보기 위해 대규모 기업 집단 소속 여부를 나타내는 *Chaebol* 변수와 이사회 독립성을 나타내는 *BoardInd* 변수간의 교호변수($Chaebol \times BoardInd$)를 추가하여 로짓분석 및 순위로짓분석을 수행하였다. 분석결과, $Chaebol \times BoardInd$ 변수의 계수가 로짓분석과 순위로짓분석에서 모두 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높은 기업에서 더 구체적인 임원 보수 공시가 이루어질 것이라는 네 번째 가설을 지지하는 결과이다.

4.2.3 사업보고서 제출 시점 검증 결과

〈표 5〉는 사업보고서 제출 시점과 관련된 세 번째

가설과 여섯 번째 가설에 대한 검증 결과를 나타낸다. 〈표 5〉의 첫 번째 열은 시간변수의 기준시점을 2014년 1월 1일로 설정한 *DifferDayTime1* 변수를 사용한 결과를 나타내고, 두 번째 열은 시간변수의 기준시점을 2012년도 사업보고서 제출 시간으로 설정한 *DifferDayTime2* 변수를 사용한 결과를 나타낸다.

분석 결과, 시간변수로 *DifferDayTime1*과 *DifferDayTime2*를 사용했을 때 모두 대규모 기업 집단 소속 여부를 나타내는 *Chaebol* 변수와 개인별 보수 공시 여부를 나타내는 *PayDisc* 변수의 교호변수($Chaebol \times PayDisc$)의 계수가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 2013년도 사업보고서를 제출한 전체 기업 중 개인별 보수 공시를 한 대규모 기업 집단 소속 기업들이 사업보고서를 늦게 제출하였다는 것을 의미하며 본 연구의 세 번째 가설을 지지하는 결과이다. 즉, 임원의 개인별 보수 공시를 해야 하는 기업들이 많은 기업의 사업보고서가 물리는 사업보고서 제출 마감시점에 가깝게 사업보고서를 제출함으로써 언론의 주목을 분산시키고 불필요한 공시 비용을 부담하지 않으려는 의도가 있음을 의미한다.

마지막으로 본 연구의 여섯 번째 가설을 검증하기 위하여 이사회 독립성을 나타내는 *BoardInd* 변수를 추가하여 $Chaebol \times PayDisc \times BoardInd$ 변수의 부호를 검증하였다. 분석결과, 해당 변수가 유의한 음(-)의 계수 값을 가짐에 따라 이사회 독립성이 높은 기업은 임원의 개인별 보수 정보가 포함된 2013년도 사업보고서를 덜 기회주의적으로 제출함을 의미한다. 즉, 이러한 결과는 임원 보수의 투명성과 적정성이 비교적 높은 것으로 판단되는 기업의 경우 사업보고서 제출 시점을

〈표 5〉 사업보고서 제출 시점 검증에 대한 분석 결과¹⁾²⁾

	시간변수 = <i>DifferDayTime1</i> Coef. (z-value)	시간변수 = <i>DifferDayTime2</i> Coef. (z-value)
<i>Intercept</i>	1.592*** (41.78)	1.549*** (37.00)
<i>Chaebol × PayDisc × BoardInd</i>	-6.249*** (-2.86)	-6.471*** (-2.66)
<i>Chaebol × PayDisc</i>	1.592*** (3.14)	1.654*** (3.02)
<i>Chaebol × BoardInd</i>	2.264** (2.45)	2.268** (2.42)
<i>PayDisc × BoardInd</i>	1.559*** (3.67)	1.576*** (3.64)
<i>PayDisc</i>	0.110 (0.94)	0.109 (0.93)
<i>Chaebol</i>	-0.267 (-0.66)	-0.261 (-0.64)
<i>BoardInd</i>	0.413 (1.27)	0.410 (1.25)
<i>BoardSize</i>	-2.458*** (-17.62)	-2.437*** (-15.76)
<i>HHI</i>	-1.381*** (-11.56)	-1.440*** (-11.91)
<i>Size</i>	-0.381*** (-9.48)	-0.384*** (-8.67)
<i>Lev</i>	-0.358*** (-3.89)	-0.360*** (-3.71)
<i>ROA</i>	-2.690*** (-5.95)	-2.761*** (-5.82)
<i>ForOwns</i>	0.736** (2.41)	0.751** (2.33)
<i>Growth</i>	-0.085*** (-2.96)	-0.085*** (-2.93)
<i>PM</i>	-0.038*** (-4.52)	-0.038*** (-4.59)
<i>Loss</i>	-0.379*** (-4.76)	-0.380*** (-4.66)
산업터미	포함	포함
<i>log pseudolikelihood</i>	125.398	68.783
표본수	1,251	1,241

¹⁾ 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조할 것

²⁾ *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

조정함으로써 보수 공개와 관련된 사회적인 관심을 분산시키려는 의도가 상대적으로 적다는 것을 의미한다.

V. 추가분석

5.1 공시된 임원 개인의 특성에 따른 검증결과

보수정보가 공시된 임원 개인이 재벌 총수 또는

일가족인 경우, 공시된 임원이 전문경영인인 경우보다 보수 금액 자체가 더 클 가능성이 있고, 정치적 비용 역시 더 클 것이므로 다른 결과가 도출될 수 있다는 우려가 존재한다. 이러한 점에 대해 <표 6>에서는 공시한 임원이 해당 기업의 최대주주인 표본과 그렇지 않은 표본을 구분하여 분석을 시행한 결과를 제시하고 있다¹³⁾ 그 결과, 보수공시임원이 최대주주가 아닌 표본(*Holder* = 0)에서는 대규모 기업 집단 소속 기업에서 임원 개인별 보수 공시가 더 구체적인 가능성이 높을 것이라는 가설 2만 지지되었고 (*Chaebol*의 회귀계수 = 2.816, *z*-값 = 3.86),

<표 6> 최대주주 여부에 따른 임원 개인별 보수 공시의 구체성 검증 분석 결과¹²⁾

	종속변수 = <i>ContentsScore</i>		종속변수 = <i>ContentsScore</i>	
	Ordered Logit 모형		Ordered Logit 모형	
	Holder = 0		Holder = 1	
	(1)	(2)	(1)	(2)
	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)
<i>Cut1_Intercept</i>	0.592 (0.15)	-0.082 (-0.02)	5.609*** (7.78)	4.888*** (4.56)
<i>Cut2_Intercept</i>	1.711 (0.45)	1.044 (0.29)	6.424*** (9.02)	5.717*** (5.46)
<i>Chaebol</i>	2.816*** (3.86)	2.201** (2.04)	0.804** (2.04)	-1.415** (-2.08)
<i>BoardInd</i>	0.193 (0.13)	-1.127 (-1.26)	-2.387*** (-2.67)	-5.152*** (-5.51)
<i>Chaebol × BoardInd</i>		1.889 (1.51)		6.114** (2.50)
통제변수	포함	포함	포함	포함
산업더미	포함	포함	포함	포함
Pseudo-R ²	0.239	0.240	0.139	0.154
표본수	99	99	234	234

¹⁾ 변수에 대한 설명은 <표 1>을 참조할 것

²⁾ *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

13) <표 6>에서 사용된 통제변수는 <표 3>과 동일하며, 통제변수에 대한 결과는 생략함.

최대주주인 표본(*Holder* = 1)에서는 이전 분석 결과와 같이 가설 2 및 5와 관련된 결과가 유지되고 있다(*Chaebol*의 회귀계수 = 0.804, *z*-값 = 2.04, *Chaebol* * *BoardInd*의 회귀계수 6.114, *z*-값 = 2.50).¹⁴⁾ 이는 재벌총수 혹은 그 일가족이 등기임원인 경우 보수 정보 공시와 관련된 정치적 비용이 상대적으로 클 것이기에 투명성에 대한 요구에 대한 반응이 더 직접적으로 나타난다는 해석이 가능하다.

5.2 공시된 임원 개인의 보수 금액 수준에 따른 검증 결과

공시된 임원 개인의 특성과 관련하여, 보수정보가 공시된 임원의 보수 금액 수준이 공시 최소 기준인 5억원에 가까운 경우와 5억원보다 훨씬 더 큰 경우 기업의 공시 태도가 다를 수 있다. 이러한 점을 확인하기 위해 <표 7>에서는 보수 금액을 기준의 표본의 중간값 이하 표본과 중간값 이상 표본을 구분하여

<표 7> 보수금액 수준에 따른 임원 개인별 보수 공시의 구체성 검증 분석 결과¹⁾²⁾

	종속변수 = <i>ContentsScore</i>		종속변수 = <i>ContentsScore</i>	
	Ordered Logit 모형		Ordered Logit 모형	
	Pay_Low		Pay_High	
	(1)	(2)	(1)	(2)
	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)
<i>Cut1_Intercept</i>	10.997 (1.14)	12.218 (1.31)	3.549 (1.54)	2.449 (0.95)
<i>Cut2_Intercept</i>	12.497 (1.27)	13.742 (1.45)	4.158* (1.84)	3.085 (1.22)
<i>Chaebol</i>	1.088 (0.86)	2.123 (1.27)	1.627*** (3.02)	-1.717* (-1.85)
<i>BoardInd</i>	-5.997*** (-3.06)	-3.871 (-1.55)	1.025 (1.31)	-4.615** (-2.51)
<i>Chaebol</i> × <i>BoardInd</i>		-3.910 (-1.21)		9.344*** (3.82)
통제변수	포함	포함	포함	포함
산업더미	포함	포함	포함	포함
Pseudo-R ²	0.198	0.205	0.178	0.205
표본수	167	167	166	166

¹⁾ 변수에 대한 설명은 <표 1>을 참조할 것

²⁾ *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

14) <표 6>과 <표 7>에서는 Ordered Logit 분석 결과를 제시하고 있지만, *ContentsScoreD*를 사용한 Logit 분석 결과 역시 동일하게 나타난다.

분석을 시행한 결과를 제시하고 있다.¹⁵⁾ 그 결과, 보수 금액이 낮은 표본(중간값 이하 표본, *Pay_Low*)에서는 *Chaebol* 및 *Chaebol * BoardInd*의 회귀 계수가 유의하지 않음으로써 가설에서 설정한 기업의 공시 태도가 나타나지 않았다. 한편, 보수금액이 큰 표본(중간값 이상 표본, *Pay_High*)에서는 *Chaebol* 및 *Chaebol * BoardInd*의 회귀계수가 양(+)으로 유의함으로써 가설 2 및 5을 지지하는 결과를 나타내고 있다(각각 1.627 z-값 = 3.02, 9.344 z-값 3.82). 이는 이전의 검증결과를 견인하는 것이 매우 보수가 큰 기업, 즉 기업의 잠재적인 정치적 비용이 큰 그룹이라는 점을 시사한다.

5.3 구체성 측정 기준에 따른 검증 결과

이전의 <표 4>의 분석 결과는 구체성 측정 기준들에 따라 종합된 변수를 사용하였지만, 부록 A에서 제시하였듯이 각 측정 기준별 제공하는 정보와 빈도가 다르게 나타나고 있으므로, 각 기준별로 분리하여 분석을 시행하였다. 각각의 구체성 측정 기준별 분석 결과는 <표 8>에 나타나고 있다.¹⁶⁾¹⁷⁾ (1) 보수지급 기준 명시, (2) 평가근거연도 명시, 및 (3) 성과평가 명시의 경우를 각각 Logit 분석한 결과, 당초 설정한 가설과 같이 동일한 결과가 유지되고 있음을 알 수 있다.

<표 8> 각 구분 지표에 대한 임원 개인별 보수 공시의 구체성 검증 분석 결과¹⁾²⁾

Logit	보수지급 기준정보	평가근거 연도	성과평가 목표달성
	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)
<i>Intercept</i>	-2.958*** (-2.89)	-4.326 (-1.29)	-2.228 (-0.90)
<i>Chaebol</i>	1.049* (1.65)	0.734 (1.21)	-0.084 (-0.06)
<i>BoardInd</i>	-4.345*** (-8.54)	-10.758*** (-21.21)	-5.157*** (-7.54)
<i>Chaebol × BoardInd</i>	1.740** (2.46)	11.461*** (8.53)	5.955*** (4.25)
통제변수	포함	포함	포함
산업더미	포함	포함	포함
Pseudo-R ²	0.158	0.274	0.227
표본수	333	333	333

¹⁾ 변수에 대한 설명은 <표 1>을 참조할 것

²⁾ *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

15) <표 7>에서 사용된 통제변수는 <표 3>과 동일하며, 통제변수에 대한 결과는 생략함.

16) 기준 중 보상위원회 명시, 성과평가 근거지표 명시, 객관적 지표제시의 경우 Logit 분석을 수행할 만큼의 표본이 존재하지 않아 분석에서 제외하였다.

17) <표 8>에서 사용된 통제변수는 <표 3>과 동일하며, 통제변수에 대한 결과는 생략함.

5.4 대응표본을 이용한 임원 개인별 보수 공시 여부 검증 결과

가설 1 및 가설 4에 대한 검증에 있어 기업의 규모 및 특성 차이에 따라 공시 유무의 차이가 발생할 수 있다는 점과 관련하여, 전체 상장기업 대상이 아닌 유사한 특성을 지닌 대응표본을 구성하여 분석을 시행하였다.¹⁸⁾ 김창수(2010), 권택호(2012) 및 국내의 선행 연구들의 경우 대규모기업집단에 소속된

기업들에 대해 속성이 유사한 대응표본 기업군을 구성함에 있어 (1) 기업규모, (2) 주당이익(EPS), (3) 장부가치/시장가치비율, (4) 시장위험(베타), (5) 토빈 q, (6) 현금흐름, (7) 유동성, 그리고 (8) 부채비율 등을 고려하였다. 이러한 변수들 중, 과도한 중복통제를 피하기 위해 본 분석에 포함되었던 변수를 제외한 후, 대규모기업집단에 소속된 기업들의 특성을 나타낼 수 있는 지표들인 (a) 규모(매출액에 자연로그를 취한 값), (b) 수익성(EPS), (c)

〈표 9〉 대응표본을 이용한 임원 개인별 보수 공시 여부 검증 결과¹⁾²⁾

종속변수 = <i>PayDisc</i>	(1)	(2)
	Coef. (z-value)	Coef. (z-value)
<i>Intercept</i>	-19.814*** (-2.87)	-19.145*** (-2.78)
<i>Chaebol</i>	0.507*** (2.67)	-0.389 (-0.94)
<i>BoardInd</i>	-0.801 (-0.76)	-2.728*** (-4.14)
<i>Chaebol × BoardInd</i>		3.063*** (2.69)
통제변수	포함	포함
산업더미	포함	포함
Pseudo- <i>R</i> ²	0.343	0.348
표본수	254	254

¹⁾ 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조할 것

²⁾ *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

18) 관련하여, 이는 가설 1 및 4의 분석에 한정하고 가설 2, 3 및 5, 6의 검증과는 관련성이 적다고 판단하였다. 그 이유는 Minutti-Meza(2013, Section 3.5)가 지적한 바대로 성향점수 매칭 접근법이 가지는 다음의 문제점들 때문이다: (1) 매칭과정이 표본 수를 줄이며 (즉, 검증의 파워를 약하게 하고), (2) 비교그룹 바깥에 실험대상 그룹이 존재하는 경우 매칭된 샘플로부터의 결과가 전체모집단에 대한 결과로 즉각적으로 일반화될 수 없다. 즉, 회사특성이 공시 그 자체에 영향을 줄 것이라는 우려는 타당하나 결과적으로 매칭 표본수가 약 1/5로 현저히 줄어들었으며, 따라서 가설 1 및 4의 결과에 대한 2차 특성을 검증하는 가설 2, 3 및 5, 6의 경우 줄어든 표본 외에도 공시기업이 존재하는 점까지 고려하면 검증의 파워가 매우 약할 뿐만 아니라 검증의 결과가 일반화되기 어려운 문제가 존재한다. 그럼에도 불구하고 투명성을 위해 가설 2, 3 및 5, 6에 대해서도 줄어든 254개의 표본으로 검증을 시도해본 결과, 예상대로 검증부호의 방향은 동일하나 통계적으로 유의미한 결과가 나오지 않았으며, 이 점은 〈표 9〉의 통제변수의 통계적 중요성이 현저히 낮은 점과 연관해볼 때 검증의 파워 문제라고 생각된다.

영업현금흐름(영업현금흐름/총자산가치), (d) 토빈 q((총자산가치-자본의 장부가치+시장가치)/총자산가치), (e) 유동성(현금성자산/총자산), (f) 시장위험(베타)를 사용하여 성향점수 매칭기법(propensity score matching)으로 1:1 대응표본을 구성한 결과 총 표본 수는 254개로 현저히 줄었다. <표 9>에 제시하였듯이 해당 표본에 대해 가설 1과 4를 검증한 결과, 가설 1 및 가설 4의 검증 결과와 동일하게 개별기업일수록 개별공시의 경향이 크고(*Chaebol* 회귀계수 = 0.507, *z*-값 = 2.67), 사외이사의 비율이 클수록 이러한 경향이 더 강화되는 결과가 나타나고 있다(*Chaebol * BoardInd* 회귀계수 = 3.064, *z*-값 = 2.69).¹⁹⁾ 이를 통해 이전의 가설 검증 결과가 기업특성에 의해 견인되었다기보단, 설정한 가설과 관련한 공시 행태를 나타나고 있음을 재확인하였다.

VI. 결론

본 연구는 2013년도 사업보고서부터 공개된 임원의 개인별 보수와 관련된 기업의 공시행태를 실증적으로 분석하였다. 구체적으로 임원의 개인별 보수의 공개에 대한 대중의 관심 및 보수 공개와 관련된 비용이 높을 것으로 기대되는 대규모 기업 집단 소속 기업에 초점을 맞추어 대규모 기업 집단 소속 기업과 그렇지 않은 기업 간에 임원의 개인별 보수 공시 여부, 임원의 개인별 보수 공시의 구체성 및 2013년도 사업보고서의 공시시점이 차이를 보이는지 살펴보았다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 공시에 영향을 미치는 여러 변수를 통제하고 난 후, 대규모 기업 집단에 소속된 기업일수록 개인별 임원 보수 공시의 가능성이 높았으며, 개인별 보수 공시의 구체적인 정도(공시 품질)도 높았다. 이러한 결과는 임원 보수 공개와 관련하여 대규모 기업 집단에 집중된 사회적인 관심으로 인해 대규모 기업 집단 소속 기업이 임원의 개인별 보수 공시를 기회주의적으로 회피하기보다는 오히려 더 구체적인 보수 정보를 제공함으로써 공시를 하지 않거나 부정확한 정보 제공에 따른 직-간접적인 공시 비용을 최소화하려는 의도가 있음을 의미한다. 한편, 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높은 기업일수록 개별 임원 보수 공시의 가능성이 증가하고, 보다 더 구체적인 임원 보수 공시가 일어나는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대규모 기업 집단 소속 기업 중 이사회 독립성이 높은 기업일수록 임원 보수에 대한 투명성이 상대적으로 높기 때문에 보수 공개에 대한 부담이 상대적으로 적고 임원 보수에 대한 더 구체적인 정보 제공의 유인이 강함을 의미한다.

둘째, 2013년도 사업보고서의 공시행태가 과거와 차이를 보이는지, 특히 눈에 띄지 않게 공시시점을 늦추어 남들과 같은 시점에 공시하였는지를 실증 분석한 결과, 대규모 기업 집단 소속 기업에서 2013년도 사업보고서 공시를 마감 시점에 마감도록 미루는 공시행태가 나타났다. 이러한 결과는 대규모 기업 집단 소속 기업이 사업보고서 공시 시점을 여러 기업들의 사업보고서가 공개되는 사업보고서 제출 마감시점으로 조정함으로써 보수 공개에 따른 언론의 주목을 분산시키고 잠재적인 공시 비용을 피하려는 의도가 있음을 의미한다. 반면 대규모 기업 집단

19) <표 9>에서 사용된 통제변수는 <표 3>과 동일하며, 통제변수에 대한 결과는 생략함.

소속 기업 중 이사회의 독립성이 높은 기업에서는 사업보고서 공시를 마감시점까지 미루는 행태가 상대적으로 덜 한 것으로 나타났다. 이는 임원 보수에 대한 투명성과 적정성이 상대적으로 높아서 공시로 인한 정치적 비용이 적을 것으로 예상되고 따라서 기회주의적인 공시 행태가 만연하지 않은 것으로 해석될 수 있다.

본 연구는 새롭게 개정된 법률 하에서 임원 보수 공시를 실증 분석함으로써 임원 보수 공시와 관련된 선행연구를 확장하였다는데 의의가 있다. Hyun et al.(2014)은 임원의 개인별 보수 공시가 있기 전 임원 평균 보수의 공시가 기회주의적으로 나타나는지 그리고 이러한 기회주의적인 공시 행태가 기업 지배구조에 의해 완화되는지 실증 분석하였다. 본 연구는 자본시장법이 개정됨에 따라 기업들이 2013년도 사업보고서에 임원의 개인별 보수를 공시해야 하는 상황에서 대규모 기업 집단 소속 여부에 따라 보수 공시 행태가 차이를 보이는지, 이사회의 독립성이 보수 공시에 긍정적인 역할을 하고 있는지 실증 분석함으로써 선행연구를 확장하였다.

또한 본 연구는 임원의 개인별 보수 공개와 관련하여 사회적·정책적 시사점을 제공한다. 본 연구는 대규모 기업 집단 소속 기업 중 효과적인 지배구조를 지닌 기업에서는 임원 보수에 대해 더 많은 정보를 제공하고 기회주의적으로 공시 시점을 조정하는 행위가 덜하다는 결과를 제시하였다. 이러한 결과는 임원 보수 공개와 관련하여 대규모 기업 집단 소속 기업의 임원들이 일반 기업에 비해 많은 보수를 받는다고 무분별하게 언론이나 여론이 비판적인 견해를 피력하기보다는 임원들에게 지급된 보수의 적정성 또는 타당성을 면밀히 검토한 후 부적절한 보수를 받은 임원 혹은 기업만을 비판하는 자세가 필요함을 시사한다.

그러나 임원의 개인별 보수 공개가 5억 원 이상의 보수를 지급받은 등기임원에 한정되어 있고 임원 보수 산정 기준을 어느 정도 공개할 것인지에 대한 선택이 기업 자율에 맡겨져 있다는 점으로 인해 임원의 개인별 보수가 공개되었음에도 해당 임원에게 지급된 보수의 정당성을 판단하기엔 어려움이 있을 수 있다. 또한 임원 보수 공시의 질이 기업마다 차이를 보이고 있다는 본 연구의 결과는 정책입안자들이 보다 더 세밀한 규정 검토와 시행 방안 제시를 통해 임원 보수 공시의 목적을 제대로 달성할 필요성이 존재한다는 정책적 시사점을 제시한다.

참고문헌

- 강정민(2014). 개별임원보수 공시 현황과 개선과제. **기업 지배구조연구** 48, 44-55.
- 강정민·김우찬·이은정(2014). 2013년 개별임원의 보수액 분석. **기업지배구조연구** 48, 56-68.
- 경제개혁연대(2013). 임원 개인별 보수 공시, 가십거리로 전락하나. 보도자료.
- 김진배·이 건·이민영(2013). 계열기업 간 경영자 내부 이동과 성과간의 관계. **한국회계학회 학술발표논문집 2013**, 572-598.
- 송경일·안재익(1999). **SPSS for windows를 이용한 생존분석**. SPSS 아카데미, 45.
- 오원정·손성규(2006). 공정공시제도의 시행효과 및 공정공시제도를 통한 정보 제공 여부와 관련된 기업특성에 관한 연구. **경영학연구** 35, 1449-1478.
- 윤용석·이건·이한상·한승수(2014). 우리나라의 경영자 보수 수준은 과한가 과하지 않은가? 새로운 공시로부터의 증거. **한국회계학회 학술발표논문집 2014**, 2226-2244.
- 이문영·심호식·최종학(2012). 대규모기업집단 소속기업

- 의 이사회 특성과 공시 빈도 사이의 관계. **회계학 연구** 37, 279-320.
- 정우성(2000). 경영자에측정정보의 자발적 공시와 기업특성. **대한경영학회지**, 113-142.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., and Sengupta, P.(2005). The Association Between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 43, 343-376.
- Allison, P. D.(1995). *Survival Analysis Using SAS: A Practical Guide*. AMC 10, 12.
- Bae, K. H., Kang, J. K., and Kim, J. M.(2002). Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups. *The Journal of Finance* 57, 2695-2740.
- Bannister, J. W., and Newman, H. A.(2003). Analysis of Corporate Disclosures on Relative Performance Evaluation. *Accounting Horizons* 17, 235-246.
- Belkaoui, A., and Karpik, P. G.(1989). Determinants of the Corporate Decision to Disclose Social Information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 2.
- Black, B., and Kim, W.(2012). The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data. *Journal of Financial Economics* 104, 203-226.
- Botosan, C. A.(1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 323-349.
- Brown, N. C., Christensen, T. E., Elliott, W. B., and Mergenthaler, R. D.(2012). Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures. *Journal of Accounting Research* 50, 1-40.
- Chen, C. J., and Jaggi, B.(2001). Association Between Independent Non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19, 285-310.
- Cheong, J., and Kim, W.(2014). Revisiting Executive Pay in Family-Controlled Firms: Family Premium in Large Business Groups. *Working Paper*.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
- Deegan, C., and Carroll, G.(1993). An Analysis of Incentives for Australian Firms to Apply for Reporting Excellence Awards. *Accounting and Business Research* 23, 219-227.
- Deegan, C., and Hallam, A.(1991). The Voluntary Presentation of Value Added Statements in Australia: A Political Cost Perspective. *Accounting & Finance* 31, 1-21.
- Doyle, J. T., and Magilke, M. J.(2009). The Timing of Earnings Announcements: An Examination of the Strategic Disclosure Hypothesis. *The Accounting Review* 84, 157-182.
- Eng, L. L., and Mak, Y. T.(2003). Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22, 325-345.
- Ernstberger, J., and Grüning, M.(2013). How do Firm-and Country-Level Governance Mechanisms affect Firms' Disclosure? *Journal of Accounting and Public Policy* 32, 50-67.
- Ettredge, M., Johnstone, K., Stone, M., and Wang, Q.(2011). The Effects of Firm Size, Corporate Governance Quality, and Bad News on Disclosure Compliance. *Review of Accounting Studies* 16, 866-889.

- Frankel, R., McVay, S., and Soliman, M.(2011). Non-GAAP Earnings and Board Independence. *Review of Accounting Studies* 16, 719-744.
- Gennotte, G., and Trueman, B.(1996). The Strategic Timing of Corporate Disclosures. *Review of Financial Studies* 9, 665-690.
- Gong, G. J., Li, L. Y., and Shin, J. Y.(2011). Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts. *The Accounting Review* 86, 1007-1043.
- Hope, O. K., and Thomas, W. B.(2008). Managerial Empire Building and Firm Disclosure. *Journal of Accounting Research* 46, 591-626.
- Hyun, J. H., Kim, B. J., Kwon, S., & Shin, J. Y. (2014). The Effects of Corporate Governance, Competition, and Political Costs on Strategic Executive Pay Disclosure: Evidence from Korea. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 195-220.
- Jiang, C. X., Likitapiwat, T., and McNish, T. H. (2012). Information Content of Earnings Announcements: Evidence from after-hours Trading. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47, 1303-1330.
- Laksmana, I.(2008). Corporate Board Governance and Voluntary Disclosure of Executive Compensation Practices. *Contemporary Accounting Research* 25, 1147-1182.
- Larcker, D., and Tayan, B.(2011). *Seven Myths of Corporate Governance*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-16.
- Michaely, R., Rubin, A., and Vadrashko, A.(2014). Corporate Governance and the Timing of Earnings Announcements. *Review of Finance* 18, 2003-2044.
- Murphy, K. J.(2012). Executive Compensation: Where We are, and How We Got There. *Working Paper*.
- Robinson, J. R., Xue, Y., and Yu, Y.(2011). Determinants of Disclosure Noncompliance and the Effect of the SEC Review: Evidence from the 2006 Mandated Compensation Disclosure Regulations. *The Accounting Review* 86, 1415-1444.
- Vafeas, N., and Afxentiou, Z.(1998). The Association Between the SEC's 1992 Compensation Disclosure Rule and Executive Compensation Policy Changes. *Journal of Accounting and Public Policy* 17, 27-54.
- Watts, R. L., and Zimmerman, J. L.(1978). Towards a Positive theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, 112-134.
- Weisbach, M. S.(1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.

Appendix A. 임원 개인별 보수 공시의 구체성 측정

보수 공시 정도의 구체성 정도를 구별하기 위하여 총 여섯 가지 기준을 설정하여 해당여부를 통해 더미변수로 측정하였다. 보수 공시 내용을 파악하기 위한 자료는 2013년 3월말까지 DART에 공시된 사업보고서로부터 경영자의 개별 보수 내역을 수집하였다. 구체적인 기준에 대한 설명과 각 기준에 속하는 표본의 빈도는 <표 1a>에 보고되어 있다. 총 640건의 보수 공시 정보 중에서 보수 지급에 대한 계산 기준 등의 정보를 명시한 경우는 69건(10.8%)이 존재하였고, 성과급 등에 대하여 평가의 근거가 되는 연도를 명시한 경우는 42건(6.6%)이 존재하였으며, 보수를 결정하는 주체인 보상위원회를 명시한 경우는 11건(1.7%)이 있었다. 그 중 보수를 결정하는 데 있어 성과평가, 이익달성, 목표달성 등을 명시한 경우가 133건(20.8%)으로 가장 많았으며, 성과평가 시 근거로 하는 지표로써 매출액, 영업이익률, EVA 등을 제시한 경우도 10건(1.6%)이 존재하였다. 그 외 금융공공기관 예산지침 등의 객관적인 지표를 제시한 경우도 2건(0.3%)이 존재하였다. 보수 공시 정도의 구체성 정도는 먼저 각각의 설정된 기준에 해당되는 경우 1의 값을 가지는 더미변수를 설정하고, 이 각각의 더미변수를 모두 합한 변수의 값이 0보다 클 경우 1을 가지고, 0인 경우 0을 가지는 더미변수로 설정한다(Content_Score_D). 예를 들어, 보수 공시 정도의 구체성 정도(Content_Score_D)가 0의 값을 가지는 경우, 기업의 사업보고서에 공시된 보수 공시 내용은 단순히 “급여 xxx, 상여 xxx, ...” 수준으로만 나타나 있다. 추가적으로, 각각의 더미변수를 모두 합한 변수의 값이 0인 경우 1, 1인 경우 2, 2 이상일 경우 3의 값을 가지는 순서변수(Content_Score)를 사용하였다.

<표 A1> 임원 개인별 보수 공시의 구체성 측정 기준

기 준	예 시	0:no 1:yes	빈도	%
보수 지급 기준 정보 명시(계산 기준, 숫자 등)	“목표 달성도에 따라, 月급여의 0~400% 내에서 지급”, “회사손익목표초과시 이익의 20%를 재원으로...” 등	0 1	571 69	89.2 10.8
평가의 근거가 되는 연도 명시(성과급 등)	“성과급 200백만 원: ‘12년 말 기준의 경영성과급”, “상여: ‘13년 말 기준의 경영성과급” 등	0 1	598 42	93.4 6.6
보상위원회를 명시한 경우	“급여 : 월 6천만 원(보상위원회에서 결정함)”, “사외이사로만 구성된 보상위원회에서 사전에 보상체계 기준을 정하고...” 등	0 1	629 11	98.3 1.7
성과평가, 목표달성을 명시한 경우	“사업평가 및 이익달성도에 따라 지급”, “부서별 목표 달성도에 따라(또는 사업성과에 근거하여)...” 등	0 1	507 133	79.2 20.8
성과평가 시 근거로 하는 지표를 명시한 경우	“매출액, 매출액 대비 영업이익률, 영업이익 성장률에 따라 지급 한도결정”, “회사가 EVA 흑자 실현 시(공시 재무제표 기준) 기본급의 0%~200% 지급” 등	0 1	630 10	98.4 1.6
객관적인 지표 제시한 경우	“기본연봉 : 월 15백만 원(금융위원회 「금융공공기관 예산지침」에 따라 지급”, “국책은행 경영평가」를 기준으로 금융위원회에서 결정”	0 1	638 2	99.7 0.3

Large Business Group and Executive Pay Disclosure: Evidence from New Disclosure

YongSuk Yun* · Gun Lee** · Han S. Yi*** · Soong-Soo Han****

Abstract

After the Financial Supervisory Service (FSS)'s amendment of the capital market act of 2013, Korean listed firms are required to disclose their executives' pay information including executives' pay amount and grounds for their pay in annual reports if executives receive compensation more than 500 million won a year. We examine the executive pay disclosure practices of firms affiliated with large business group (hereafter chaebol firms). Specifically, we investigate whether chaebol firms are more likely to disclose the executive compensation information, whether they disclose more detailed information, and whether the way chaebol firms time the disclosure differs from non-chaebol firms. We also investigate how board independence affects those disclosure practices of chaebol firms.

Our results are as follow. First, we find that chaebol firms are more likely to disclose executives' pay disclosure, and they provide more specific information on executives' pay. On the other hand, chaebol firms strategically time the disclosure by delaying the disclosure toward the due date of annual report submission. Those results suggest that chaebol firms have an incentive to reduce firms' political costs associated with their executive pay disclosure not by avoiding the disclosure and hiding the details of pay information, but by choosing the dates that such disclosures are clustered to dilute the public attention.

Second, we find that board independence, measured by the ratio of outside directors to total directors, is more likely to inhibit chaebol firms' opportunistic pay disclosure. Specifically, chaebol firms with higher board independence are more likely to disclose individual pay disclosure, to

* Doctoral student, Korea University Business School (nzzang21@korea.ac.kr)

** Doctoral student, Korea University Business School (gunlee@korea.ac.kr)

*** Associate professor, Korea University Business School (hanyi@korea.ac.kr)

**** Associate professor, Korea University Business School (hanspost@korea.ac.kr)

provide more detailed pay information, and are less likely to opportunistically time the annual report submission. Those results suggest that independent board plays as a monitoring role in disclosing their executive pay information because firms with the independent board are likely to be more transparent in disclosing executive pay information, compared to chaebol firms with lower board independence.

Our study extends the prior literature on executive compensation and disclosure by providing evidence that chaebol firms' pay disclosure behavior is different from non-chaebol firms with respect to the timing and the level of details after the recent changes of executive pay disclosure requirements. We also provide practical implications for policy makers that they should provide more detailed guidelines on the contents of pay disclosure because the level of disclosure would be influenced by corporate governance such as board independence. Without detailed guidelines, we cannot guarantee the successful implementation of new pay disclosure regulation.

Key words: Executive Pay Disclosure, Strategic Disclosure, Board Independence, Large Business Group