

임원 보수의 하방경직성: 미등기 지배주주의 보수는 덜 삭감되는가?

Analysis of the Sticky Behavior of Executive Compensation: Do Unregistered Controlling Shareholders Get Less Pay Cuts?

박채린(주저자) · 한종수(교신저자) · 신보선(공저자)

Chairin Park(First Author) · Jongsoo Han(Corresponding Author) · Bosun Shin(Co-Author)

이화여자대학교 경영학과 박사수료 Ph. D Candidate, School of Business, Ewha Womans University(pcr029@ewhain.net)이화여자대학교 경영대학 경영학과 교수 Professor, School of Business, Ewha Womans University(jhan@ewha.ac.kr)이화여자대학교 경영학과 박사수료 Ph. D Candidate, School of Business, Ewha Womans University(bsshin07@gmail.com)

본 연구는 2018년부터 사업보고서에 공시된 미등기임원의 개별 보수를 사용하여 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 성과에 대한 보수의 하방경직성을 비교·분석한다. 2019년부터 2021년까지 유가증권시장 상장 기업의 분석 결과, 미등기 지배주주의 성과-보수의 하방경직성이 등기 지배주주에 비하여 크게 나타났다. 이는 지배주주가 실질적으로 경영 활동에 영향을 미치지만 법적 책임이 상대적으로 모호한 미등기임원으로 재직하는 경우 자신의 영향력을 회사 전체의 이익보다 사적 이익을 추구하는 데 행사하는 도덕적 해이 문제가 발생함을 의미한다. 추가적으로 기업집단의 소속 여부를 구분하여 분석한 결과, 기업집단에 속한 미등기 지배주주의 성과-보수의 하방경직성은 나타나지 않았다. 이는 기업집단에 속한 경우 높은 정치적 비용을 고려하여 성과와 보수가 합리적으로 연동되는 행태로 규제의 간접적인 효과를 관찰하였다. 본 연구는 선행연구에서 등기임원에 한정되어 살펴본 개별 보수를 미등기임원으로 확장하여 실증했다는 차별점이 있으며 미등기 지배주주의 보수 제도 개선의 필요성을 시사한다.

주제어: 임원 보수, 보상의 하방경직성, 지배주주, 미등기 지배주주

This study analyzes the sticky behavior of executive compensation for registered and unregistered controlling shareholders using individual executives' pay information, which has been publicly disclosed on corporate annual reports since 2018. Based on empirical analysis of firms listed on KOSPI from 2019 to 2021, we find that the degree of executive compensation stickiness for unregistered controlling shareholders is significantly higher than that for registered controlling shareholders. This result implies that when controlling shareholders serve as unregistered executives, who have influence on management activities but relatively ambiguous legal responsibilities for their decisions, there can be a moral hazard problem where they prioritize personal gain over the overall benefit of the company. Additionally, when analyzing only the firms affiliated with the Large business groups designated by the FTC, we find no evidence of stickiness of executive compensation for unregistered controlling shareholders. It suggests that compensation structures of the firms affiliated with the Large business groups appear to be designed in a way that executive compensation is closely linked to management performance, due to their high political costs. Compared to prior research on executive compensation that focused solely on registered executives, this study extends the analysis to unregistered executives.

Keyword: Executive compensation, Compensation stickiness, controlling shareholders, unregistered controlling shareholders

최초투고일: 2024. 02. 19

수정일: (1차: 2024. 04. 22)

게재확정일: 2024. 05. 07

Copyright 2024 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

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

1. 서론

본 연구는 지배주주의 등기 여부에 따른 임원 성과-보수의 하방경직적 민감도를 살펴본다. 성과-보수의 하방경직성이란 경영 성과가 개선될 때 증가하는 보수 정도에 비하여 경영 성과가 악화될 때 감소하는 보수 정도가 더 경직적인 현상을 의미한다. 법적 책임을 회피하려는 성향이 있는 지배주주는 법적 책임이 모호한 미등기임원으로 재직하는 것을 선택할 수 있다. 이는 지배주주가 미등기임원으로 재직하는 경우, 자신의 영향력을 회사 전체의 이익보다 사적 이익을 추구하는 데 행사하여 성과-보수의 하방경직성이 더 크게 나타날 수 있다는 것을 시사한다. 본 연구는 지배주주가 미등기 지배주주인 경우 등기 지배주주인 경우에 비하여 보수의 하방경직성이 강하게 나타나는지를 비교·분석하는 것이 목적이다.

2013년 5월, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)』이 개정됨에 따라 개인에게 지급된 보수가 5억원 이상인 등기임원의 개별 보수가 기업의 사업보고서에 공시되었다. 제도의 취지는 시장의 감시를 통해 지배주주 등 경영자의 보수가 경영 성과에 기반하여 잘 연동되었는지 판단할 수 있게 함으로써 경영의 투명성을 높이는 데 있다(윤용석 등 2015; 안정인과 서운석 2021). 그러나 보수의 의무 공시 대상이 등기임원에 한정되어 있어 대기업 총수 처럼 사실상 그룹 경영을 총괄함에도 불구하고 미등기임원 신분인 경우 공시 대상에서 제외되었으며, 공시를 피하기 위해 등기임원이 미등기임원으로 전환하는 등 제도의 실효성이 떨어지는 문제가 제기되었

다(안정인과 김유진 2018). 이러한 문제를 해소하기 위하여 2018년 자본시장법이 개정되었다.¹⁾ 이에 따라 등기여부에 관계없이 임직원을 포함하여 5억원 이상의 개별 보수를 지급받는 경영진 상위 5명이 기업의 사업보고서에 의무적으로 공시되기 시작했다. 이를 통하여 기업 외부의 정보이용자들은 그동안 공개되지 않았던 미등기임원의 개별 보수내역을 확인할 수 있게 되었다.

기업은 사업보고서에 개별 임원 보수의 구체적인 산정기준과 방법을 기재하여야 하지만, 구체적인 정도를 기업의 자율에 맡기고 있기 때문에 개별 임원에게 지급한 보수금액만을 작성하고 이에 대한 근거를 제대로 제시하지 않을 수 있다(윤용석 등 2015). 안정인과 서운석(2021)은 대표이사보다 많은 보수를 받는 지배주주가 존재하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비하여 보수 공시 내역의 구체적인 정도가 상대적으로 낮음을 보고하였다. 이러한 결과에 대해 안정인과 서운석(2021)은 지배주주가 경영 활동에 영향력을 행사하면서도 기업의 법적 책임을 회피하기 위해 명의상 대표이사를 내세우고, 자신의 보수 정보를 숨기고자 보수에 대한 공시 의무를 최소한으로 준수하는 것으로 보았다. 또한 과도한 초과 보수를 받는 경우 이를 숨기고자 할 유인이 존재하는 것으로 보였다. 보수 공시 내역의 구체적인 정도가 낮다는 것은 지배주주의 보수가 경영 성과와 무관하게 산정될 가능성이 있음을 의미한다. 즉, 임원의 보수 산정기준 및 방식을 공시하는 목적은 임원의 보수가 경영 성과에 기반하여 적절하게 책정되는지 사후적으로 판단하기 위함인데(안정인과 서운석 2021), 이를 제대로 기재하지 않는 것은 경영 성과와 보수의 연동이 낮기 때문인 것으로 예상할 수 있다. 따라

1) 자본시장법 제159조(사업보고서 등의 제출), 자본시장법 시행령 제168조(사업보고서의 기재사항 및 첨부서류)

서 지배주주의 보수가 실제로 경영 성과에 기반하여 합리적으로 연계되고 있는지 직접적으로 살펴볼 필요가 있다.

한편 2018년 자본시장법의 개정으로 그동안 공개되지 않았던 미등기임원의 보수 내역이 사업보고서에 공시되며 지배주주들이 미등기임원으로 재직하면서 과도한 보수를 수령한다는 의문이 제기되었다. 경영 의사결정에 따라 법적 책임을 부담하는 등기임원이 더 많은 보수를 지급받아야 하지만 지배주주가 미등기임원으로 재직하여 법적 책임을 지지 않으면서도 더 많은 보수를 수령하는 경우가 상당수 보고되었다(경제개혁연구소 2019). 특히 대표이사보다 더 많은 보수를 받는 미등기 지배주주도 존재하여 권한과 책임의 불일치를 보였다(대신티배구조연구소 2021). 심지어 경영 성과가 저조한 경우에도 미등기 지배주주가 최고 임원보수를 수령하는 기업은 보수 인상률의 증가가 두드러졌다(자본시장연구원 2021). 부실 경영으로 기업 가치가 하락하여도 미등기임원은 법적 책임에서 자유롭기 때문에 주주들이 미등기 지배주주에 대하여 문책을 하기가 어렵다.²⁾ 지배주주가 많은 보수를 지급받고 경영에 관여하면서도 미등기임원으로 재직하는 것은 기업에서 발생하는 불법 행위나 경영 실패에 대한 책임을 회피하기 위함으로 해석된다.³⁾ 이러한 배경은 경영 성과에 연계되는 미등기 지배주주의 보수 정도가 등기 지배주주와 다를 수 있음을 나타낸다. 따라서 미등기 지배주주의 보수가 경영 성과에 대해 합리적으로 연계되는지 살펴보고 등기 지배주주와 비교하는 것은 시의 적절할 것이다.

지배주주는 기업 경영에 영향력을 행사하면서도 법률적 책임을 회피하려는 경향이 있다(안정인과 서운

석 2021). 한편 최고경영자의 영향력이 큰 기업의 경우 경영자 보수와 관련한 정보 공개를 회피하기 위하여 등기임원에서 미등기임원으로 전환한다(안정인과 김유진 2018). 이와 같이 지배주주는 법률적 책임을 피하기 위해 미등기임원으로 재직하는 방식을 선택할 수 있다. 등기임원은 상법상 이사로서 회사에 대한 책임과 제삼자에 대한 책임을 갖고 있다.⁴⁾ 반면 미등기임원이 부담하는 경영에서의 책임은 모호하다(성승제 2004). 상법 등에서 규정된 법적 책임이 모호한 미등기임원은 실질적으로 경영 활동에 영향력을 행사함에도 불구하고 등기임원 뒤에서 제한된 책임만을 부담하는 구조가 만들어져 자신의 영향력을 회사 전체의 이익보다 자신의 사적 이익을 추구하는 데 행사할 수 있다(이승현 2023). 즉 미등기 지배주주는 등기 지배주주에 비하여 도덕적 해이 발생 가능성이 더 크고 이러한 행태는 보수 측면에서도 나타날 수 있다. 미등기 지배주주에게 도덕적 해이가 더 많이 발생한다면 등기 지배주주에 비하여 경영 성과가 악화될 때 감소하는 보수의 정도가 경영 성과가 개선될 때 증가하는 보수의 정도보다 더 작을 것이다. 따라서 미등기 지배주주의 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성은 등기 지배주주보다 더 클 것이다.

2019년부터 2021년까지 유가증권시장 상장법인의 지배주주를 대상으로 분석한 결과, 등기 지배주주의 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성은 유의하지 않았다. 반면 미등기 지배주주의 성과-보수의 하방경직성은 유의하게 나타났다. 둘을 비교한 결과, 미등기 지배주주의 성과-보수의 하방경직성이 등기 지배주주에 비하여 크다는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 경영 활동에 실질적으로 영향력은 행사하지만

2) 실적 하락해도 임원 보수 인상... 주주 견제장치 필요성 ↑. 이코리야. 2022.09.29.

3) 이마트, 연봉 Top3 모두 '미등기임원'. Top Daily. 2022.11.04.

4) 상법 제399조(회사에 대한 책임), 상법 제401조(제삼자에 대한 책임)

법적 책임은 모호한 미등기 지배주주가 보수 계약 측면에서도 도덕적 해이 문제가 발생하고 있음을 의미한다. 이는 전형적인 권한과 책임의 불일치 모습을 나타낸다. 따라서 미등기 지배주주의 보수계약에 대하여 기업이나 규제기관이 보다 주의를 기울여야 할 필요성을 나타낸다. 추가 분석에서 미등기 지배주주가 대규모 기업집단에 속한 경우 성과-보수의 하방경직성은 유의하지 않았다. 이는 대규모 기업집단에 소속된 경우 정치적 간섭을 받을 가능성이 크기 때문에 높은 정치적 비용을 고려하여 경영 성과와 보수를 합리적으로 연동시키는 결과로 외부 규제의 간접적인 효과가 존재함을 의미한다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 2018년도부터 사업보고서에 공시되기 시작한 미등기임원의 보수 공시 내역을 이용하여 등기임원과 미등기임원간 개별 보수 내역을 비교·분석한 최초의 연구이다. 이는 본 연구가 그간 임원의 개별 보수를 살펴보는 데 있어 등기임원에 한정되어 있던 선행연구(안태식과 이용규 2003; 지성권 2010; 정훈과 유관희 2014; 박철형과 조영곤 2021)를 확장했다는 것을 의미한다. 둘째, 지배주주가 법적 책임을 회피하려는 경향이 등기 여부에 따라 차별적으로 존재함을 보수의 측면에서 실증하였다. 선행연구는 지배주주의 법적 책임 회피 성향과 보수에 대한 공시 품질(안정인과 서운석 2021)의 연관성을 살펴보았다. 본 연구는 지배주주의 법적 책임 회피 성향이 등기 여부에 따라 차별적으로 나타나는지를 개별 임원 보수를 통해 직접적으로 실증함으로써 선행연구를 보완하였다. 셋째, 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성에 미치는 영향으로 지배주주의 등기 여부를 고려하였다. 선행연구(지성권 2010; 박철형과 조영곤 2021; Bertrand and

Mullainathan 2001; Garvey and Milbourn 2006)에서 보수의 하방경직성에 미치는 영향으로 주로 경영자의 영향력이나 기업지배구조를 살펴보았다면, 본 연구는 등기 여부가 보수의 하방경직성에 영향을 미칠 수 있음을 실증하였다는 것에 의의가 있다.

본 연구의 결과는 미등기 지배주주의 권한과 책임의 불일치 모습을 보수 측면에서 실증함으로써 미등기 지배주주에 대한 현행 보수 계약의 통제 시스템이 미비함을 보여준다. 이러한 결과는 규제 기관이나 감독 당국에게 임원 보수 정책에 대한 제도적 개선이 필요함을 시사한다. 또한 이해관계자들이 사업보고서에 공시되는 개별 임원 보수 내역을 통해 사후적으로 판단하고 감시하는 데 있어 본 연구 결과를 참고할 수 있다.

이후 본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제 II장에서는 선행연구를 살펴보고 연구가설을 설정한다. 제 III장에서는 연구모형과 표본선정과정을 기술하고 제 IV장에서 실증분석결과를 보여준다. 마지막으로 제 V장에서 결론을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 등기임원과 미등기임원의 책임

상법상의 이사⁵⁾는 주주총회에서 선임된 후 등기부에 등재된 등기임원을 의미한다. 즉, 미등기임원은 상법상의 이사가 아니다. 따라서 상법의 규정은 등기임원만을 다루고 있다. 상법상 등기임원은 회사에

5) 상법 제382조(이사의 선임, 회사와의 관계 및 사외이사) ① 이사는 주주총회에서 선임한다.

대한 책임⁶⁾과 제삼자에 대한 책임⁷⁾이 있다. 등기임원이 고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 게을리한 경우 그 등기임원은 손해배상과 관련하여 회사에 대하여 연대 책임을 진다. 만약 이사회 결의에 의한 경우에는 그 결의에 찬성한 등기임원과 결의에 참가하여 이익을 제기하지 않은 등기임원도 회사와 함께 연대책임을 진다. 또한 고의나 중대한 과실로 그 임무를 게을리한 경우 그 등기임원이나 이에 관여된 등기임원은 제3자에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다. 반면 성승제(2004)는 사실상 주요 경영 활동에 참여하고 있는 미등기임원에 대하여 상법상 별다른 규율이 존재하지 않아 상법의 사각지대에 놓여있다고 보았다.⁸⁾ 또한 상법상 규율이 계속 미흡할 경우 미등기임원의 회사 및 주주에 대한 책임이 모호할 뿐 아니라 미등기임원이 회사를 위하여 업무를 수행하기 보다 통상 오너라 불리는 주요 주주를 위해 업무를 수행할 가능성을 높일 뿐이라 주장하였다. 이는 미등기임원인 경영자들의 주주 및 회사에 대한 책임이 모호할 수 있음을 의미한다. 이승현(2023)은 상법에 규정된 법적 책임을 부담하는 등기임원은 행사하는 권한과 책임 간의 괴리가 상대적으로 크지 않지만, 미등기임원은 대표이사나 등기임원에 비해 상법 등에서 규정되어 있는 법적인 책임이 상대적으로 모호하여 자신의 사적 이익을 추구하는 도덕적 해이 문

제가 발생할 수 있음을 언급하였다. 즉 미등기 지배주주가 경영 전반에 막대한 영향력을 행사함에도 대표이사 뒤에서 제한된 책임만을 부담하게 되는 구조가 발생하여 미등기 지배주주는 자신의 영향력을 회사 전체의 이익보다 자신의 사적 이익을 추구하기 위해 행사할 수 있음을 주장하였다. 연구 결과, 대표이사보다 많은 기업 내 최고 보수를 받는 미등기 지배주주가 존재하는 경우 회계불투명성이 증가하고 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것을 실증하였다. 대신지배구조연구소(2021)는 등기임원은 이사회 구성원으로서 기업의 주요 의사결정 권한과 그에 따르는 법적 책임을 지게되므로 등기여부는 의사결정의 책임에 있어 중요한 차이가 있음을 언급하였다.

2.2 성과-보상 민감도의 하방경직성에 관한 연구

경영자 보상 계약(compensation contract)은 경영자의 대리인문제(Agency problem)를 완화시킬 수 있는 효과적인 통제수단이 될 수 있다(지성권 2010; Lambert and Larcker 1987; Jensen and Murphy 1990). 기업의 소유와 경영이 분리됨에 따라 경영자(agent)는 주주(principal)를 대신하여 경영권을 행사한다. 그러나 경영자는 자신의 사적 이익을 추구하여 주주의 이해와 상충될 수 있다. 따라서 주주는 기업의 성과와 경영자의 보상을 연계함으로써 주주

6) 상법 제399조(회사에 대한 책임) ①이사가 고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 게을리한 경우에는 그 이사는 회사에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다. ②전항의 행위가 이사회 결의에 의한 것인 때에는 그 결의에 찬성한 이사회 전항의 책임이 있다. ③전항의 결의에 참가한 이사로서 이익을 한 기체가 의사록에 없는 자는 그 결의에 찬성한 것으로 추정한다.

7) 상법 제401조(제삼자에 대한 책임) ①이사가 고의 또는 중대한 과실로 그 임무를 게을리한 때에는 그 이사는 제3자에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다. ②제399조제2항, 제3항의 규정은 전항의 경우에 준용한다.

8) 다만 업무집행지시자로서의 책임이 있을 수 있다. 이는 등기임원이 아니더라도 회사에 자신의 영향력을 행사하여 등기임원에게 업무를 집행하도록 지시한 업무집행지시자는 그 지시한 업무에 관하여 등기임원으로 보고, 손해배상책임이나 제3자에 대한 손해배상책임에 등기임원과 연대하여 책임을 질 수 있다. 그러나 이 규정에 대하여 강혜림(2016)은 업무집행지시자의 책임을 묻기 위해선 요건에 해당하는 구체적인 사실을 이를 주장하는 자가 입증해야 하기에 실무에서 용이하다 보기 어렵다고 보고하였다.

와 경영자의 이해관계를 일치시키고, 기업가치를 극대화하도록 경영자의 의사결정을 유도할 수 있다. 선행연구들은 기업의 성과에 경영자의 보상이 민감하게 반응함을 보였다(김태수 등 1999; 김준철 등 2005; 강윤식과 국찬표 2010; Lambert and Larcker 1987; Jensen and Murphy 1990; Aggarwal and Samwick 1999).

한편 경영자의 보상이 기업의 성과와 연계된다면 일반적으로 기업의 성과가 증가할 때 경영자의 보상이 증가하고 기업의 성과가 감소할 때 경영자의 보상도 감소해야 하며, 그 정도가 증가할 때와 감소할 때 같아야 한다. 즉, 성과의 증감에 따라 보상의 변동이 대칭적이어야 한다. 그러나 선행연구들은 주로 경영자의 재량권 또는 영향력으로 인해 성과-보상의 민감도(performance-pay sensitivity)가 비대칭적(asymmetric)으로 나타남을 보고하였다(안태식과 이용규 2003; 지성권 2010; 박철형과 조영곤 2021; Bertrand and Mullainathan 2001).

Bertrand and Mullainathan(2001)은 소유와 경영이 분리됨에 따라 경영자가 자신의 재량권을 이용해 보상설계과정에 참여할 수 있다고 주장하였다. 이에 따라 경영자의 보상이 경영자가 통제할 수 없는 기업의 성과 변화인 행운(luck)에 대해 민감하게 반응함을 검증하였다. 또한 경영자는 주주의 관심을 덜 끌길 원하기 때문에 음(-)일 때 보다 양(+)일 때 더 민감하게 반응하는 비대칭성을 실증하였다. Garvey and Milbourn(2006)은 행운(good luck)일 때 보상의 증가보다 불운(bad luck)일 때 보상의 감소가 작다는 것을 보임으로 기준점(benchmark)을 보상에 반영할 때 비대칭적인 성과-보상 민감도가 존재함을 실증하였다. 안태식과 이용규(2003)는 국내 표본을 대상으로 경영자의 비대칭적 성과-보상 민감도를 최초로 실증하였다. 이들은 성과의 변화 방향에 대한

경영자 보상의 변화 정도를 분석하여 성과가 악화될 때 감소하는 정도가 개선될 때 증가하는 정도보다 적은 하방경직성을 검증하였다. 또한 성과의 악화가 2년 연속 지속된 경우 하방경직성은 완화됨을 보여 일관된 회계 성과는 보상 결정에 있어 정보가치가 높은 것으로 보았다. 지성권(2010)은 성과에 대한 보상의 하방경직성을 검증했으며 이에 미치는 요인으로서 경영자 영향력을 고려하였다. 지성권은 경영자의 역할 비중 및 영향력이 크다면 보상 계약에 있어 자신의 효익을 극대화시키는 의사결정을 유도할 가능성이 높을 것이라 예상했다. 분석 결과 투자기회집합의 크기, 무형자산 가치, 경영환경의 불확실성, 조직구조의 복잡성이 큰 기업일수록 경영자 보상의 하방경직성이 커지는 것을 보였다. 이에 대해 기업 내 경영자의 상대적 중요성 및 영향력이 크다면 자신의 보상설계에 도 영향력을 행사하여 성과가 감소하더라도 보상을 이에 맞게 감소시키지 않을 수 있는 것으로 해석하였다. 박철형과 조영곤(2021)은 등기임원의 개인별 보수 자료를 이용하여 경영자 재량권과 국민연금 지분율이 성과-보상 민감도의 비대칭성에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 재량권을 가진 경영자는 자신의 사적 이익을 위해 유리한 보상 계약을 설계하도록 영향력을 행사하여 보상의 하방경직성이 강화되는 것을 예상하였다. 그러나 분석 결과 경영자 재량권이 높은 지배주주 및 특수관계인(친인척)인 경우와 오너대표 이사인 경우 하방경직성은 나타나지 않았다. 연구자들은 이에 대해 경영자의 재량권이 자율 통제의 긍정적인 영향을 보이고 있다고 해석하였으나, 국내 재벌 기업의 소유경영자는 가시성(visibility)이 높은 점을 고려하여 경영성과 변동에 따른 보상의 변화에 대해 여론을 의식한 자율통제가 이루어지는 것이라 해석에 주의를 요구했다.

앞에서 설명한 선행연구들(안태식과 이용규 2003;

지성권 2010; 박철형과 조영곤 2021; Bertrand and Mullainathan 2001; Garvey and Milbourn 2006)은 성과 측정치의 변화 방향(positive or negative)에 대한 성과-보상 민감도의 하방경직성을 검증하였다. 이와 달리 Shaw and Zhang(2010)은 기업의 보상 체계에 상한과 하한 사이 구간인 유인구간(incentive zone)이 존재함을 실증하고, 성과가 보통일 때에 비해 성과가 높을 때와 낮을 때 성과-보상 민감도가 감소하는 비대칭성을 검증하였다. 정훈과 유관희(2014)는 국내 기업을 대상으로 성과가 보통일 때의 성과-보상 민감도에 비해 성과가 높을 때와 낮을 때의 성과-보상 민감도가 낮은 것을 실증해 국내 기업의 보상 체계에도 유인구간이 존재함을 보였다.

2.3 가설 설정

기업은 경영자의 보수가 경영 성과에 기반하여 잘 연동되었는지를 사후적으로 판단할 수 있게 사업보고서에 개별 임원의 보수내역과 함께 지급한 보수액에 대한 근거를 제시해야 한다. 그러나 공시 내역의 구체적인 정도는 기업의 자율에 맡겨져 있어 지급한 보수액에 대한 근거를 제대로 기재하지 않을 수 있다(윤용석 등 2015). 이와 관련하여 선행연구는 대표이사보다 많은 보수를 지급받는 지배주주가 존재하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비하여 상대적으로 보수 공시 내역의 구체적인 정도가 낮음을 보고하였다(안정인과 서윤석 2021). 선행연구는 이 결과를 지배주주가 기업의 경영 활동에 영향력을 행사하면서 법적 책임은 회피하기 위해 명의상 이사를 내세우고 자신의 보수 정보를 숨기고자 하는 것으로 보았

다. 즉, 지배주주는 기업 경영에 영향력은 행사하면서도 법률적 책임을 회피하려는 유인이 있다는 것이다.

한편 선행연구는 경영자 영향력이 큰 기업일수록 경영자의 보수와 관련된 정보 공시를 회피하기 위하여 최고경영자가 등기임원에서 물러나 미등기임원으로 전환함을 보였다(안정인과 김유진 2018). 이는 영향력이 큰 경영자가 미등기임원으로 재직하는 것은 보수에 대한 정보를 숨기려는 의도가 있을 수 있음을 의미한다. 이와 같이 지배주주는 법률적 책임을 회피하기 위한 방법으로 미등기임원으로 재직하는 것을 선택할 수 있다.

상법상 등기임원은 기업의 주된 의사결정 권한을 갖고 규정된 법적 책임을 부담한다. 반면 미등기임원은 상법상 별다른 규율이 존재하지 않아 회사 및 주주에 대한 책임이 모호하다(성승제 2004). 상법 등에서 규정된 법적 책임이 상대적으로 모호하다는 것은 미등기임원에게 등기임원에 비하여 더 많은 도덕적 해이가 발생할 수 있음을 의미한다(이승현 2023). 이는 보수적 측면에서도 법적 책임이 상대적으로 모호함으로써, 등기 지배주주에 비하여 미등기 지배주주에게 더 많은 도덕적 해이가 발생할 수 있음을 시사한다.

상법상 등기임원의 보수는 정관에 그 액을 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 결정한다.⁹⁾ 이에 근거하여 전체 등기임원의 보수 총액에 대한 한도는 주주총회의 승인을 받는다. 주주들은 상정된 등기임원의 보수 관련 안건에 대해 반대 의결권 등 주주권을 행사할 수 있다.¹⁰⁾ 따라서 등기임원의 보수 수준은 외부 투자자들의 견제를 받을 수 있다. 그러나 미등기임원의 보수에는 상법상 아무런 규제가 적용되

9) 상법 제388조(이사의 보수) 이사의 보수는 정관에 그 액을 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 이를 정한다.

10) 예를 들어 국민연금은 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침(2023. 3. 7)」에서 '이사 및 감사의 보상'의 의결권 행사 가이드 라인을 다음과 같이 명시한다.

지 않는다(임재연 2008). 즉 등기임원은 주주총회 결의라는 적법한 절차를 거쳐야 하지만, 미등기임원은 상법상 보수결정절차에 관한 규정이 없다. 따라서 주주총회의 통제를 받지 않는 미등기 지배주주는 보수 측면에서 도덕적 해이가 발생할 가능성이 상대적으로 높을 것이다.

만일 미등기 지배주주에게 더 많은 도덕적 해이가 발생한다면, 등기 지배주주에 비하여 경영 성과가 감소할 때 보수가 감소하는 정도가 경영 성과가 증가할 때 보수가 증가하는 정도보다 더 작아질 것이다. 즉, 지배주주가 미등기임원인 경우 등기임원인 경우에 비하여 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성이 더 크게 나타날 것이다. 이에 따라 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설: 미등기 지배주주는 등기 지배주주에 비하여 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성이 크다.

III. 연구설계

3.1 연구모형

본 연구의 가설을 검증하기 위해 전체 표본을 등기

지배주주 집단과 미등기 지배주주 집단으로 구분하고, 각 집단별로 다음의 식 (1)과 식 (2)의 연구모형을 사용한다.

$$\begin{aligned}\Delta \ln COMP = & \alpha + \alpha_1 \Delta ROA + \alpha_2 DEC \\ & + \alpha_3 \Delta ROA * DEC + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LEV \\ & + \alpha_6 MTB + \alpha_7 RET + \alpha_8 OWNER \\ & + \alpha_9 varROA + \alpha_{10} OUT + year + ind + \varepsilon \quad (1)\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\Delta \ln COMP = & \alpha + \beta_1 \Delta ROA + \beta_2 DEC \\ & + \beta_3 \Delta ROA * DEC + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV \\ & + \beta_6 MTB + \beta_7 RET + \beta_8 OWNER \\ & + \beta_9 varROA + \beta_{10} OUT + year + ind + \varepsilon \quad (2)\end{aligned}$$

여기서,

$\Delta \ln COMP$ = 개별 임원 보수의 변동{(당기현금보수의 자연로그 값)-(전기현금보수의 자연로그 값)}

ΔROA = 경영 성과(ROA)의 변동{(당기영업이익/당기총자산)-(전기영업이익/전기총자산)}

DEC = ROA가 전년 대비 감소한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0인 더미변수

$SIZE$ = 총자산의 자연로그 값

LEV = 부채비율(총부채/총자산)

MTB = 시장가치 대비 장부가치(시가총액/총자본)

RET = 전년 대비 시장수익률

$OWNER$ = 최대주주 및 특수관계인 지분율

IV. 이사 및 감사의 보상

33. 이사보수한도 승인

① 이사회가 제시한 안에 원칙적으로 찬성한다.

② 보수한도 수준이 보수금액에 비추어 과다하거나, 보수금액이 경영성과 등에 비추어 과다한 경우에는 반대한다. 다만, 개별등기임원에 대한 보상 내역과 보상 체계 등 객관적으로 보상 수준에 대해 판단할 수 있는 자료를 제공하는 경우 사안별로 검토한다.

③ 지침 제13조 제2호 중점관리사안에 해당하는 기업에 대한 수탁자 책임활동에도 불구하고 이를 지속적으로 거부하는 등 개선하지 않는 경우, 이사회가 제시한 안에 반대한다.

실제로 국민연금의 이사 보수 한도 승인 안건에 대한 반대 의결권 행사 사유는 '경영성과 대비(정당한 사유 없이) 과다한 인상'이 대다수를 차지한다(한국기업지배구조원 2018). 이처럼 등기임원의 보수는 외부 주주들의 견제를 받을 수 있다.

$varROA$	= 직전 5년간의 ROA 분산
OUT	= 이사회 독립성(이사회의 사외이사 수/ 총 이사 수)
$year$	= 연도더미
ind	= 기업더미
ε	= 오차항

식 (1)과 식 (2)는 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성을 분석하기 위한 식이다(안태식과 이용규 2003; 지성권 2010; 박철형과 조영곤 2021). 식 (1)과 식 (2)의 종속변수인 $\Delta \ln COMP$ 는 개별 지배주주 보수의 변동분으로서 개별 임원의 당기현금보수 자연로그 값에서 전기현금보수의 자연로그 값을 차감하여 사용한다(안태식과 이용규 2003; 지성권 2010). 또한 자연로그 값을 취함으로써 규모와 이분산성(heteroskedasticity)을 통제하여 변수들간의 비교 가능성을 높인다(안태식과 이용규 2003).

ΔROA 는 경영 성과의 변동분으로 당기 총자산영업이익률에서 전년도 총자산영업이익률¹¹⁾을 차감하여 사용한다(안태식과 이용규 2003; 조영곤과 박철형 2017; 박철형과 조영곤 2021). 경영성과 변동에 대하여 임원의 보수가 민감하게 반응한다면 α_1 (β_1)은 양(+)의 값을 나타낼 것이다(안태식과 이용규 2003; 지성권 2010; 박철형과 조영곤 2021). DEC는 경영 성과가 전년도에 비해 감소한 경우로서 당기 총자산영업이익률이 전년도 총자산영업이익률보다 작은 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. $\alpha_1 + \alpha_3(\beta_1 + \beta_3)$ 는 경영 성과 감소에 대한 임원 보수의 민감도를 나타낸다. 경영 성과에 대한 보수의 하방

경직성은 성과가 개선되었을 때 보다 성과가 부진하였을 때 보수의 기울기가 작아지는 모습으로 임원 보수의 하방경직성이 존재한다면 $\alpha_1 + \alpha_3 < \alpha_1(\beta_1 + \beta_3 < \beta_1)$ 이 성립한다(안태식과 이용규 2003; 지성권 2010; 박철형과 조영곤 2021). 따라서 $\alpha_3(\beta_3)$ 는 음(-)의 값을 나타낼 것이다(안태식과 이용규 2003; 지성권 2010; 박철형과 조영곤 2021).

본 연구의 가설 검증을 위하여 등기 지배주주 집단과 미등기 지배주주 집단별로 식 (1)과 식 (2)의 회귀식을 실시한 후 식 (1)의 α_3 와 식 (2)의 β_3 의 비교를 위하여 평행성 검정(test for parallelism)을 수행한다. 즉 α_3 와 β_3 를 통하여 식 (3)과 같은 귀무가설을 설정할 수 있다.

$$H_0: \alpha_3 - \beta_3 = 0 \quad (3)$$

식 (3)의 가설을 기각한다면 식 (1)과 식 (2)의 회귀계수는 서로 다르다고 볼 수 있다. 따라서 이를 검증하기 위하여 α_3 과 β_3 의 공분산=0이란 가정 하에 t값은 식 (4)와 같이 정의할 수 있다.

$$t = \frac{\alpha_3 - \beta_3}{\sqrt{Var(\alpha_3) + Var(\beta_3)}} \quad (4)$$

가설의 예상대로 미등기 지배주주가 등기 지배주주에 비하여 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성이 크다면 식 (3)의 가설은 기각될 것이며 두 회귀계수의 차이는 양(+)의 값을 나타낼 것이다.

11) 선행연구들은 경영자 보상의 하방경직성에 미치는 성과변수로서 주로 당기순이익(안태식과 이용규 2003; 정훈과 유관희 2014) 또는 영업이익(안태식과 이용규 2003; 김현진과 최원주 2017; 조영곤과 박철형 2017; 박철형과 조영곤 2021)을 사용하였다. 이 중 당기순이익과 영업이익을 모두 사용한 안태식과 이용규(2003)는 영업이익을 사용한 경우에만 보상의 하방경직성이 나타나고 당기순이익의 경우 하방경직적인 모습이 나타나지 않음을 보고하였다. 이에 대하여 해당 저자들은 당기순이익이 회계 성과치로서 잡음(noise)이 많기 때문이라고 해석하였다(Lambert and Larcker 1987; Sloan 1993). 이에 따라 본 연구는 다수의 선행연구를 토대로 기업 성과의 대용치로 영업이익을 사용한다.

본 연구의 관심변수 외에 경영 성과에 대한 보수의 민감도에 미치는 영향을 통제하기 위하여 변수들을 추가하였다. 기업규모(*SIZE*)가 크거나 부채비율(*LEV*)이 낮을수록 보수가 경영 성과에 민감하게 반응하기 때문에 통제변수로 추가한다(지성권 등 2009; 김현진과 최원주 2017). 기업의 주식 성과로서 전년 대비 시장수익률(*RET*)을 사용한다(박철형과 조영곤 2021; 정훈과 유관희 2014). 성과측정치의 분산을 통제하지 않는 경우 경영 성과에 대한 보수의 민감도를 과소평가할 수 있기 때문에(Aggarwal and Samwick 1999) 직전 5년간의 성과 분산(*varROA*)을 추가하며(박철형과 조영곤 2021; 정훈과 유관희 2014). 기업의 성장기회에 대한 변수로 시장가 대비 장부가(*MTB*)를 추가한다(지성권 등 2009). 소유구조에 따라 경영자 보상에 대해 차별적인 영향을 미칠 수 있기 때문에(조영곤과 박철형 2017) 최대주주 및 특수관계인 지분율(*OWNER*)를 추가하고 이사회가 독립적인 경우 합리적인 보상 계약을 예상하여 이사회 독립성(*OUT*)을 추가한다(김현진과 최원주 2017; 박철형과 조영곤 2021). 마지막으로 산업효과와 연도효과를 통제하기 위해 산업더미(*IND*)와 연도더미(*YEAR*)를 추가한다. 모형에 사용된 변수들의 극단치가 미치는 왜곡 등의 영향을 통제하기 위하여 변수의 상·하위 1%에서 조정(winsorization)하고 모든 회귀분석은 이분산성이 교정된 표준오차(heteroskedasticity-corrected standard error)를 사용하여 수행한다(White 1980).

3.2 표본의 구성

본 연구는 2019년부터 2021년까지 유가증권시장에 상장된 기업들 중 다음의 조건을 만족한 법인 및 지배주주¹²⁾ 임원을 표본으로 사용한다.

- (1) 금융업 및 보험업에 해당하지 않는 12월 결산 법인
- (2) 한국상장회사협의회 기업정보(TS2000)와 금융감독원의 전자공시시스템(DART)에서 개인별 보수 및 등기 여부, 최대주주 및 특수관계인 정보를 얻을 수 있는 임원
- (3) 사업보고서에 기재된 보수지급금액 5억원 이상 중 상위 5명인 임원
- (4) 사외이사 또는 감사가 아닌 임원
- (5) 2년 연속 등기 여부가 동일한 임원
- (6) FnGuide에서 재무자료를 구할 수 있는 법인
- (7) 성과 변동(ΔROA) 또는 보수 변동($\Delta \ln COMP$) 값이 극단치가 아닌 임원

표본간 동질성과 비교가능성을 높이기 위하여 금융업 및 보험업에 속하지 않는 12월 결산 법인을 사용한다. 임원별 개인 보수¹³⁾와 최대주주 및 특수관계인 정보는 한국상장회사협의회에서 제공하는 TS2000에서 수집한다. 임원의 등기 여부는 금융감독원의 전자공시시스템(DART)의 OpenDART와 사업보고서를 통해 수작업으로 수집한다.¹⁴⁾ 또한 사업보고서에 기재되는 보수지급금액 5억원 이상 중 상위 5명의 임원의 공시자료를 사용한다. 사외이사 또는 감

12) 본 연구는 지배주주로서 선행연구와 동일하게 최대주주 및 특수관계인을 사용한다(조영곤과 박철형 2017; 박철형과 조영곤 2021).

13) 종속변수인 임원의 개인 보수 변동분($\Delta \ln COMP$)을 산출하기 위해선 당기와 전기에 지급받은 2개 연도의 보수 내역이 필요하다. 따라서 연구 기간은 2019년부터 2021년이지만 개인별 보수 자료는 2018년부터 사용한다.

14) TS2000의 임원의 등기 여부를 사용하는 경우 사업보고서에 기재된 주주총회 이후 차기연도의 변동내역을 반영하는 경우가 있다. 따라서 임원의 등기 여부는 사업보고서의 'VIII. 임원 및 직원 등에 관한 사항'을 참고하여 수집하였다.

〈Table 1〉 표본의 구성

연도	2019	2020	2021	총계
등기 지배주주	219(84%)	223(83%)	237(82%)	679(83%)
미등기 지배주주	43(16%)	45(17%)	51(18%)	139(17%)
총계	262	268	288	818

사의 경우 보수의 체계가 다를 수 있어 표본에서 제외한다(김현진과 최원주 2017). 분석에 필요한 재무자료는 FnGuide를 통해 수집한다. 마지막으로 기업의 경영 성과 변동 또는 개별 임원의 보수 변동이 상·하위 1% 극단치인 경우 전체 성과 변동이 보수에 반영되기 어렵거나 성과와 무관한 개별적 사유의 존재 가능성이 있기 때문에 제외한다. 이에 따른 최종 표본은 총 818개 임원-연도이다. 구체적인 표본의 구성은 〈Table 1〉에 연도별로 제시되어 있다. 전체 표본인 818개 임원-연도에서 등기 지배주주가 83%(679개 임원-연도)를 차지하고 미등기 지배주주가 17%(139개 임원-연도)를 차지하여 표본 내 등기 지배주주가 높은 비율을 차지함을 볼 수 있다. 연도별로 살펴보면 전반적으로 5억원 이상의 보수를 지급받는 상위 5명의 수가 증가되는 추세임을 보인다. 또한 등기 지배주주의 비율은 감소하고 미등기 지배주주의 비율이 증가하는 추세를 나타낸다.

3.3 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 현금보수 현황

가설을 검증하기 전에 분석에 사용된 등기 지배주주

와 미등기 지배주주의 보수 형태를 살펴본다. 〈Table 2〉는 지배주주가 지급받은 당기의 현금보수와 현금보수의 증감액을 임원의 등기 여부에 따라 비교한 표이다. 현금보수의 증감액은 당기에 지급받은 현금보수에서 전기에 지급받은 현금보수를 차감한 금액이다. 등기 지배주주가 한 해에 평균적으로 약 15억원, 미등기 지배주주는 약 19억원의 보수를 지급받아, 미등기 지배주주가 등기 지배주주에 비하여 약 4억원의 보수를 더 지급받음을 보여준다. 이 차이는 통계적으로 1% 수준에서 유의하다. 이러한 결과는 법적 책임이 명확한 등기 지배주주가 미등기 지배주주에 비하여 더 많은 보수를 지급받는 것이라는 예상과는 달리 미등기 지배주주가 평균적으로 더 많은 보수를 지급받고 있음을 의미한다. 한편 등기 지배주주의 현금보수는 평균적으로 약 1억 2천만원, 미등기 지배주주는 약 2억원이 증가하여 미등기 지배주주의 보수가 등기 지배주주에 비하여 약 8천만원 더 증가한다. 그러나 그 차이가 통계적으로 유의하지는 않다. 통계적으로 유의하지는 않지만, 보수의 증가에 있어서도 미등기 지배주주가 등기 지배주주보다 더 많이 증가한 것으로 보인다.

〈Table 2〉 당기 현금보수와 현금보수 증감액 차이 분석

	등기 지배주주	미등기 지배주주	diff	t
당기 현금보수	1,472,859,568	1,857,999,489	-385,139,921	-2.7131***
현금보수 증감액	120,322,417	203,572,388	-83,249,971	-1.1863

1) ***, **, * denotes significance at the 0.01, 0.05, and 0.1 levels, respectively.

〈Table 3〉은 기업의 당기 경영 성과가 전기에 비하여 감소한 경우($\Delta ROA < 0$)와 당기 경영 성과가 전기에 비하여 증가한 경우($\Delta ROA > 0$)로 구분하여 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 현금보수 증감액 차이 분석한 표이다. Panel A에서 볼 수 있듯이, 경영 성과가 감소한 경우($\Delta ROA < 0$) 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 현금보수는 각각 약 2천 8백만원과 약 3천 2백만원이 증가했으며, 성과가 증가한 경우($\Delta ROA > 0$) 등기 지배주주와 미등기 지배주주는 각각 약 2억 천만원, 3억 4천만원이 증가했다. 즉, 성과가 증가했을 때 뿐만 아니라 감소했을 때도 지배주주의 보수는 모두 증가했다. 특히 성과가 감소하였음에도 미등기 지배주주의 보수는 등기 지배주주와 차이가 나지 않게 증가하였다.

한편 Panel B와 Panel C는 각각 경영 성과가 감소한 경우($\Delta ROA < 0$)와 증가한 경우($\Delta ROA > 0$)의 현금보수 증감액을 연도별로 제시한다. Panel B에

서 경영 성과가 감소한 경우($\Delta ROA < 0$)는 연도별로 등기 여부에 따라 유의한 차이가 없으나 Panel C에서 경영 성과가 증가한 경우($\Delta ROA > 0$)는 대부분 연도에서 미등기 지배주주가 등기 지배주주에 비하여 현금보수 증감액이 더 많이 증가하는 결과를 보인다. 이러한 결과는 미등기 지배주주의 보수가 등기 지배주주만큼 증가할 뿐 아니라 심지어 성과가 증가할 때는 등기 지배주주에 비하여 보수가 더 증가하는 행태를 나타낸다.

〈Table 4〉는 경영 성과 증감에 따라 지배주주의 등기 여부별로 보수 증감 비율을 살펴본 표이다. 이를 위하여 전체 표본($n=818$)에서 보수 변동이 없는 표본($n=71$)을 제외한 후 경영 성과가 감소한 표본($n=356$)과 경영 성과가 증가한 표본($n=391$)으로 구분한다. Panel A를 보면, 성과가 감소했을 때($\Delta ROA < 0$) 등기 지배주주($n=297$)의 60.9%($n=181$)의 보수가 증가했고 미등기 지배주주($n=59$)

〈Table 3〉 경영 성과 증감에 따른 현금보수 증감액 차이 분석

Panel A. 경영 성과 증감에 대한 등기 여부별 보수의 증감액 차이 분석($n=818$)				
	등기 지배주주	미등기 지배주주	diff	t
$\Delta ROA < 0$	28,171,796	31,773,871	-3,602,075	-0.0395
$\Delta ROA > 0$	209,010,731	341,903,662	-132,892,931	-1.2847
Panel B. 경영 성과 감소($\Delta ROA < 0$)에 대한 연도별 보수의 증감액 차이 분석($n=395$)				
	등기 지배주주	미등기 지배주주	diff	t
2019	26,715,526	50,501,292	-23,785,766	-0.1811
2020	71,163,618	-15,377,778	86,541,396	0.7655
2021	-14,598,429	51,737,450	-66,335,879	-0.3016
Panel C. 경영 성과 증가($\Delta ROA > 0$)에 대한 연도별 보수의 증감액 차이 분석($n=423$)				
	등기 지배주주	미등기 지배주주	diff	t
2019	41,531,430	240,132,368	-198,600,938	-1.7845*
2020	393,958,479	345,344,778	48,613,701	0.2029
2021	151,633,338	401,282,516	-249,649,178	-1.9252*

1) ***, **, * denotes significance at the 0.01, 0.05, and 0.1 levels, respectively.

〈Table 4〉 경영 성과 변동에 따른 임원의 보수 증감 비율

Panel A. 경영 성과가 감소($\Delta ROA < 0$)한 표본(n=356)				
	등기 지배주주(n=297)		미등기 지배주주(n=59)	
보수 증가	n=181	60.9%	n=36	61.0%
보수 감소	n=116	39.1%	n=23	39.0%
Panel B. 경영 성과가 증가($\Delta ROA > 0$)한 표본(n=391)				
	등기 지배주주(n=318)		미등기 지배주주(n=73)	
보수 증가	n=245	77.0%	n=56	76.7%
보수 감소	n=73	23.0%	n=17	23.3%

의 61.0%(n=36)의 보수가 증가했다. 즉 성과가 감소한 경우에 높은 비율로 지배주주의 보수가 증가했다. 이는 〈Table 3〉에서 경영 성과가 감소했을 때 평균적으로 현금보수가 증가하는 현상과 동일하다. 또한 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 행태가 유사한 비율을 나타낸다. 즉 표본의 구성에서 살펴보았듯이 미등기 지배주주가 등기 지배주주에 비하여 절대적인 수는 작지만 구성된 비율로 보면 경영 성과가 감소했을 때 보수가 증가하는 행태에 차이가 없음을 보인다. Panel B의 성과가 증가한 경우($\Delta ROA > 0$)에도 등기 지배주주와 미등기 지배주주는 각각 77.0%와 76.7%의 보수가 증가하여 성과가 감소한 경우와 유사한 패턴을 보였다.

〈Table 2〉에서 〈Table 4〉를 종합하면 다음과 같다. 미등기 지배주주는 등기 지배주주에 비하여 당기에 지급받는 현금보수가 더 많다. 그리고 현금보수의 증감액은 지배주주만큼 증가한다. 심지어 경영 성과가 증가한 경우 일부 연도에서 등기 지배주주에 비하여 더 많이 증가하는 경우도 존재한다. 또한 표본의 구성에서 살펴보았듯 미등기 지배주주가 등기 지배주주에 비하여 절대적인 수는 더 작으나 비율로 살펴봤을 때 경영 성과의 증감에 따라 임원이 지급받는 보수의 증감 방향 비율은 유사하다.

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계량

〈Table 5〉는 분석에 사용된 주요 변수들의 기술통계량을 나타낸 표이다. Panel A는 분석에 사용된 전체 표본의 기술통계이며 Panel B의 열(1)과 열(2)는 각각 등기 지배주주와 미등기 지배주주 표본의 기술통계를 제시한다.

Panel A에서 경영 성과의 변동(ΔROA) 평균은 0.001이며 개별 임원의 보수 변동($\Delta \ln COMP$) 평균은 0.0864를 나타낸다. 이는 표본 기간 동안 경영의 성과와 개별 임원의 보수가 평균적으로 증가했음을 의미한다. ROA 가 전년 대비 감소한 경우(DEC)의 평균은 0.482로 경영 성과가 하락한 표본이 48%를 구성한다. 기업 규모($SIZE$)의 평균은 28.2082이며 부채비율(LEV) 평균은 46.45%에 해당한다. 직전 5년간의 ROA 분산($varROA$)의 평균은 0.0011이며 시장가치 대비 장부가치(MTB) 평균은 1.6075이다. 전년 대비 시장수익률(RET) 평균은 0.1348로서 전년 대비 증가함을 보였다. 기업의 최대주주 및 특수관계인 비율($OWNER$)은 42.17%에 해당하며

〈Table 5〉 기술통계

Panel A. 전체 표본(n=818)					
stats	Mean	Std. Dev.	25%	median	75%
$\Delta \ln COMP$	0.0864	0.2410	-0.0107	0.0445	0.1698
ΔROA	0.0010	0.0320	-0.0133	0.0006	0.0159
DEC	0.4829	0.5000	0.0000	0.0000	1.000
$SIZE$	28.2082	1.6230	26.9941	27.9125	29.1496
LEV	0.4645	0.1912	0.3045	0.4809	0.6168
MTB	1.6075	1.1489	0.4486	0.6983	1.4693
RET	0.1348	0.4655	-0.1325	0.0226	0.2542
$OWNER$	0.4217	0.1451	0.3023	0.4181	0.5139
$varROA$	0.0011	0.0025	0.0000	0.0002	0.0010
OUT	0.2197	0.1763	0.0000	0.2500	0.3333
Panel B. 등기 지배주주(n=679) 및 미등기 지배주주(n=139)					
	(1)Mean (등기 지배주주)	(2)Mean (미등기 지배주주)	(3)diff	(4)t-value	
$\Delta \ln COMP$	0.0889	0.0741	0.0148	0.6586	
ΔROA	0.0006	0.0030	-0.0024	-0.8167	
DEC	0.4904	0.4460	0.0444	0.9534	
$SIZE$	28.1971	28.2626	-0.0655	-0.4336	
LEV	0.4619	0.4771	-0.0152	-0.8538	
MTB	1.2696	1.0176	-0.2520	-2.0663**	
RET	0.1341	0.1378	-0.0037	-0.0849	
$OWNER$	0.4184	0.4377	-0.0193	-1.428	
$varROA$	0.0011	0.0008	0.0003	1.167	
OUT	0.2211	0.2128	0.0082	0.5021	

1) 변수의 정의: $\Delta \ln COMP$ = 개별 임원 보수의 변동{(당기현금보수의 자연로그 값)-(전기현금보수의 자연로그 값)}, ΔROA = 경영 성과(ROA)의 변동{(당기영업이익/당기총자산)-(전기영업이익/전기총자산)}; DEC = ROA 가 전년 대비 감소한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0인 더미변수; $SIZE$ = 총자산의 자연로그 값; LEV = 부채비율(총부채/총자산); MTB = 시장가치 대비 장부가치(시가총액/총자본); RET = 전년 대비 시장수익률; $OWNER$ = 최대주주 및 특수관계인 지분율; $varROA$ = 직전 5년간의 ROA 분산; OUT = 이사회 독립성(이사회회의 사외이사 수/총 이사 수);

이사회회의 사외이사의 비중(OUT)은 21.97%를 나타낸다. Panel B의 열(1)과 열(2)에서 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 주된 관심변수와 재무적 변수의 차이는 대부분 유의하지 않았다.

4.2 상관분석

〈Table 6〉은 분석에 사용된 변수들의 피어슨(Pearson) 상관관계를 나타낸 표이다. 본 연구의 주된 관심사항

〈Table 6〉 상관분석

	$\Delta \ln COMP$	ΔROA	DEC	$SIZE$	LEV	MTB	RET	$OWNER$	$varROA$
ΔROA	0.191 (0.000)	1							
DEC	-0.162 (0.000)	-0.701 (0.000)	1						
$SIZE$	0.072 (0.040)	-0.001 (0.981)	-0.013 (0.708)	1					
LEV	0.001 (0.977)	0.002 (0.960)	-0.021 (0.547)	0.176 (0.000)	1				
MTB	0.023 (0.511)	0.067 (0.056)	-0.091 (0.009)	-0.136 (0.000)	-0.098 (0.052)	1			
RET	0.110 (0.002)	0.279 (0.000)	-0.224 (0.000)	-0.087 (0.013)	-0.045 (0.200)	0.288 (0.000)	1		
$OWNER$	-0.013 (0.713)	0.019 (0.589)	0.004 (0.910)	-0.068 (0.052)	-0.009 (0.797)	-0.222 (0.000)	-0.018 (0.611)	1	
$varROA$	0.016 (0.658)	0.094 (0.007)	-0.085 (0.015)	-0.114 (0.001)	-0.095 (0.006)	0.3405 (0.000)	0.044 (0.204)	-0.227 (0.000)	1
OUT	0.009 (0.800)	-0.021 (0.557)	0.008 (0.819)	-0.025 (0.474)	-0.011 (0.747)	0.067 (0.055)	-0.005 (0.884)	-0.056 (0.108)	0.064 (0.066)

1) All variables are defined as in 〈Table 5〉

인 경영 성과의 변동(ΔROA)과 개별 임원의 보수 변동($\Delta \ln COMP$)의 상관계수는 0.191로 통계적으로 1% 수준에서 유의한 상관관계를 제시하고 있다. 이러한 결과는 경영 성과의 증가분이 클수록 개별 임원의 보수 증가분이 크다는 것을 의미한다. 한편 이는 단변량 분석으로서 영향을 미칠 수 있는 다른 통제 변수들을 고려한 다중회귀분석을 통해 관련성을 검증한다.

4.3 가설검증결과

〈Table 7〉은 등기 지배주주와 미등기 지배주주별로 성과 변동(ΔROA)이 개별 임원 보수의 하방경직성에 미치는 영향을 회귀분석하여 나타낸 표이다. 열

(1)과 열(2)는 각각 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 회귀분석 결과를 나타낸다.

분석결과, 열(1)의 $\Delta ROA * DEC$ 의 회귀계수는 통계적으로 유의한 값을 나타내지 않았다. 반면 열(2)의 $\Delta ROA * DEC$ 의 회귀계수는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 또한 두 회귀계수에 대한 평행성 검정결과 5% 수준에서 유의한 차이($t=1.978$)를 보였다. 이는 가설의 예상대로 미등기 지배주주의 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성이 등기 지배주주에 비하여 상대적으로 큰 결과이다. 즉 지배주주가 경영 활동에는 영향력을 행사하면서도 법률적 책임을 회피하려는 경향이 보수 측면에서도 나타남을 의미한다. 이는 전형적인 권한과 책임의 불일치 모습으로 미등기 지배주주의 보수 계약에 있어 기업과

〈Table 7〉 가설 검증 결과: 지배주주의 등기 여부별 성과-보수 하방경직성¹⁵⁾

dep. Variable = $\Delta \ln COMP$	(1) 등기 지배주주	(2) 미등기 지배주주
<i>intercept</i>	-0.302 (-1.44)	-0.799 (-1.47)
ΔROA	1.775*** (2.92)	1.707* (1.77)
<i>DEC</i>	-0.009 (-0.35)	-0.140** (-2.49)
$\Delta ROA * DEC$	-1.108 (-1.29)	-4.700*** (-2.94)
<i>SIZE</i>	0.012* (1.84)	0.042** (2.35)
<i>LEV</i>	-0.045 (-0.84)	-0.062 (-0.52)
<i>MTB</i>	-0.005 (-0.47)	-0.001 (-0.10)
<i>RET</i>	0.032 (1.35)	0.016 (0.48)
<i>OWNER</i>	0.054 (0.72)	-0.092 (-0.60)
<i>varROA</i>	1.628 (0.34)	-11.856* (-1.80)
<i>OUT</i>	0.004 (0.08)	-0.062 (-0.58)
Year dummy	included	included
Ind dummy	included	included
n	679	139
adjusted R ²	0.036	0.102
f-value	2.592***	2.801***

1) All variables are defined as in 〈Table 5〉

2) ***, **, * denotes significance at the 0.01, 0.05, and 0.1 levels, respectively.

15) 평행성 검정(test for parallelism)이란 동일한 모형을 적용한 서로 다른 표본간의 회귀계수가 통계적으로 차이가 나는지 검증하는 방법으로 상호작용 변수를 이용하여 발생할 수 있는 다중공선성 문제를 해결할 수 있는 분석 방법이다(전규안 등, 2004). 그럼에도 불구하고 삼원상호작용항(three-way interaction)을 사용한 분석도 수행하였으며, 해당 변수($\Delta ROA * DEC * \text{등기여부}$)의 회귀계수는 10% 수준에서 음(-)의 유의한 값이 도출되었다. 하지만 상호작용 변수가 세 개 이상인 경우 변수간 다중공산성이 높아지고 해석하는 것이 난해하기 때문에(백혜원 2016) 주 분석결과로는 평행성 검정 방법을 제시한다.

규제기관이 보다 주의를 기울여야 할 필요성을 나타낸다.¹⁶⁾ 통제변수의 경우 선행연구와 일관되게 기업 규모(SIZE)가 클수록 경영 성과와 보수의 민감도가 증가하고 직전 5년간의 ROA분산(varROA)이 클수록 경영 성과와 보수의 민감도가 감소함을 보였다.

4.4 추가분석: 경영 성과의 연속적 감소

한편 지배주주라 할지라도 사적 이익을 추구하는 행태에는 한계가 존재할 수 있다. 안태식과 이용규(2003)는 경영 성과가 2년 연속 감소하는 경우 경영자 보상의 하방경직성이 유의하게 완화됨을 실증하였다. 이에 대해 해당 저자들은 성과의 단기적인 악화에 대하여 단기적 보상 감소는 어렵더라도 장기적인 성과의 악화로 가중되는 부담은 보상의 감소로 반영될 수 있다고 해석하였다. 이처럼 경영 성과의 지속적인 감소는 지배주주의 보수가 덜 삭감되는 하방경직적 행태를 완화시킬 수 있을 것이다. 따라서 경영 성과가 2년 연속으로 감소하는 경우 등기 및 미등기 지배주주의 보수의 하방경직성이 달라지는지 살펴본다. 이를 위하여 경영 성과가 2년 연속 감소한 더미변수(Sdec: Successive decrease)를 식 (1)에 추가한 후, 성과변수(ΔROA)와의 교호항을 통해 분석한다. <Table 8>의 분석 결과를 살펴보면, 미등기 지배주주 표본인 열 (2)의 $\Delta ROA * Sdec$ 회귀계수는 유의하지 않다. 즉 경영 성과가 2년 연속으로 감소한 경우 한 해만 감소한 경우의 하방경직성

수준과 유의한 차이가 없다. 이러한 결과는 경영 성과가 연속적으로 악화되더라도 보수 측면에서 미등기 지배주주의 도덕적 해이는 차이가 없음을 의미한다.

4.5 추가분석: 대규모 기업집단의 소속 여부

추가적으로 개별 임원의 대규모 기업집단¹⁷⁾ 소속 여부를 고려하여 지배주주 임원 보수에 대한 외부 규제 효과의 효과를 살펴본다. Wats and Zimmerman (1986)은 큰 규모나 이익이 많은 회사는 정치적 간섭을 받을 가능성이 크기 때문에 회계나 공시를 선택하는 데 있어 정치적 비용(political cost)을 고려해야 한다고 주장하였다. Hyun et al.(2014)은 금융감독원의 검토가 집중될 수 있는 재벌기업은 높은 정치적 비용을 인식하고 규제기관이나 주주, 언론 등 불필요한 정밀 조사를 받을 것에 대한 우려를 고려해 공시 품질을 높이는 것을 보고하였다. 또한 윤용석 등(2015)은 대규모 기업집단에 소속된 기업일수록 불분명한 정보를 제공하는 경우 이에 따른 정치적 비용이 더 클 수 있기 때문에 보수에 대한 공시를 구체적으로 제공하는 것을 보고하였다. 이처럼 정치적 비용을 고려한다면 대규모 기업집단에 속한 기업일수록 경영 성과와 보수가 합리적으로 연동될 것이다. 따라서 대규모 기업집단의 소속 여부가 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성에 영향을 미치는지 검증한다. 분석을 위하여 대규모 기업집단에 속한 경우와 그렇지 않은 경우로 나누어 등기 지배주주와

16) 한편 COVID-19 팬데믹 상황으로 기업은 막대한 영향을 받았다. 이를 고려하여 팬데믹 기간인 2020-2021년과 이전 기간인 2019년으로 표본을 분리하여 분석을 재수행하였다. 분석 결과, 모든 기간에서 미등기 지배주주의 보수의 하방경직성이 등기 지배주주에 비하여 강하게 나타나 주분석 결과와 질적으로 동일하였다.

17) 공정거래위원회는 매해 직전 사업연도 자산 규모에 따라 대규모 기업집단을 지정하여 공개한다. 대규모 기업집단은 자산이 10조원 이상인 상호출자제한기업집단과 자산이 5조원 이상인 공시대상기업집단을 포함한다. 대규모 기업집단으로 지정되면 공정거래법에 따른 공시의무나 상호출자 금지 등의 규제가 모든 계열사에 적용된다. 공정거래위원회의 기업집단포털에서 대규모 기업집단의 통계 정보를 확인할 수 있으며 대표적인 대규모 기업집단으로 삼성, SK, 현대자동차, LG 등이 있다.

〈Table 8〉 추가분석: 경영 성과의 연속적 감소에 따른 성과-보수 하방경직성

<i>dep. Variable</i> = $\Delta \ln COMP$	(1) 등기 지배주주	(2) 미등기 지배주주
<i>intercept</i>	-0.316 (-1.52)	-0.782 (-1.39)
ΔROA	1.789*** (2.96)	1.703* (1.75)
<i>DEC</i>	0.014 (0.43)	-0.146* (-1.86)
$\Delta ROA * DEC$	-1.244 (-1.26)	-4.851** (-2.56)
<i>Sdec</i>	-0.041 (-1.11)	0.014 (0.18)
$\Delta ROA * Sdec$	0.388 (0.34)	0.593 (0.18)
Control variables	included	included
Year dummy	included	included
Ind dummy	included	included
n	679	139
adjusted R ²	0.038	0.087
f-value	2.529***	2.505***

1) 변수의 정의: $\Delta Sdec$ = ROA가 2년 연속 감소한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0인 더미변수; 나머지 변수는 〈Table 5〉에서 정의.

2) ***, **, * denotes significance at the 0.01, 0.05, and 0.1 levels, respectively.

미등기 지배주주의 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성을 비교한다.

〈Table 9〉은 추가 분석의 검증 결과이다. 열(1)과 열(2)는 각각 대규모 기업집단에 속한 경우의 등기 지배주주와 미등기 지배주주를 나타내며 열(3)과 열(4)는 각각 대규모 기업집단에 속하지 않은 경우의 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 결과를 나타낸다.

분석 결과, 〈Table 9〉에서 대규모 기업집단에 속한 경우 열(3)과 열(4)의 $\Delta ROA * DEC$ 의 회귀계수 값은 유의하지 않다. 이는 대규모 기업집단에 속한 경우 미등기 지배주주의 성과에 대한 보수의 하방경직성이 사라진 결과이다. 이는 대규모 기업집단에

속한 경우 정치적 비용을 고려함으로써 성과와 보상이 합리적으로 연계된 결과로 규제의 간접적인 효과가 존재함을 의미한다. 한편 대규모 기업집단에 속하지 않은 경우인 열(1)과 열(2)의 $ROA * DEC$ 의 회귀계수 값은 각각 5%와 1%에서 유의한 음(-)의 값을 나타낸다. 이는 대규모 기업집단에 속하지 않는 경우 등기 지배주주와 미등기 지배주주 모두 성과에 대한 보수의 하방경직성이 존재함을 나타낸다. 대규모 기업집단에 속하지 않는 경우 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 성과에 대한 하방경직성에 차이가 있는지 비교하기 위하여 두 회귀계수의 평행성 검정을 수행한다. 분석 결과 10% 수준에서 유의한 차이가 존재함을 보였다($t=1.700$). 이러한 결과는

<Table 9> 추가분석: 대규모 기업집단 소속에 따른 임원간 성과-보수 하방경직성

	대규모 기업집단에 속하지 않는 경우		대규모 기업집단에 속한 경우	
dep. Variable = $\Delta \ln COMP$	(1) 등기 지배주주	(2) 미등기 지배주주	(3) 등기 지배주주	(4) 미등기 지배주주
intercept	-0.335 (-0.92)	-1.330** (-2.13)	-0.208 (-0.47)	-1.626 (-0.91)
ΔROA	1.757** (2.56)	1.572 (1.58)	2.365* (1.70)	0.223 (0.09)
DEC	-0.013 (-0.50)	-0.176*** (-3.09)	-0.020 (-0.41)	-0.165 (-1.29)
$\Delta ROA * DEC$	-1.874** (-2.03)	-5.207*** (-3.01)	-0.265 (-0.14)	-5.606 (-0.77)
Control Variables	included	included	included	included
Year dummy	included	included	included	included
Ind dummy	included	included	included	included
n	423	88	256	51
Adjusted R ²	0.057	0.136	0.031	0.019
f-value	2.650***	4.018***	1.678**	3.057***

1) All variables are defined as in <Table 5>

2) ***, **, * denotes significance at the 0.01, 0.05, and 0.1 levels, respectively.

대규모 기업집단에 대한 규제의 효과가 존재하지 않는 경우 미등기 지배주주가 등기 지배주주에 비하여 성과에 대한 보수의 하방경직성이 상대적으로 큰 것을 의미하여 주 분석에 대한 강건함을 나타낸다.

V. 결론

본 연구는 등기 지배주주와 미등기 지배주주간 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성을 분석하고 비교한다. 지배주주가 기업의 경영에 대하여 영향력은 행사하면서 법적 책임을 회피하는 경향이 있다면 이는 보수 측면에서도 나타날 수 있다. 즉 경영 성과가 증가할 때 성과와 보수를 연계하는 정도와 경영 성과

가 감소할 때 성과와 보수를 연계시키는 정도가 비대칭적으로 나타날 수 있다. 이러한 현상은 법적 책임이 더 모호한 미등기 지배주주인 경우에 더 클 것으로 예상하였다.

2019년도부터 2021년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과, 미등기 지배주주의 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성이 등기 지배주주에 비하여 크다. 이러한 결과는 보수 측면에서 미등기 지배주주의 전형적인 권한과 책임의 불일치 모습을 나타낸다. 추가적으로 대규모 기업집단에 속한 경우 미등기 지배주주의 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성은 나타나지 않아 규제의 간접적인 효과를 보였다. 한편 대규모 기업집단에 속하지 않은 경우 미등기 지배주주의 경영 성과에 대한 보수의 하방경직성이 등기 지배주주에 비하여 큰 것으로 나타나

연구 결과의 강건함을 보였다.

본 연구는 2018년도부터 사업보고서에 공시되기 시작한 미등기임원의 개별 보수를 이용하여 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 성과에 대한 보수의 하방경직성을 비교 및 분석하였다. 이는 그동안 선행 연구에서 등기임원에 한정되어 살펴보던 개별 보수를 미등기임원으로 확장하여 분석하였다는 의의가 있다. 또한 등기 지배주주와 미등기 지배주주의 성과에 대한 보수의 하방경직성이 차별적으로 나타남을 실증하여 미래 경영자 보상과 관련한 연구를 수행할 때 지배주주의 등기 여부를 구분하여 연구할 필요성을 제시한다. 한편 본 연구 결과는 주요 경영 활동인 이사회 활동을 하지 않는 미등기임원임에도 불구하고 영향력이 큰 지배주주라면 자신의 보상 계약에 영향을 미칠 수 있음을 나타낸다. 이는 감독 당국에게 미등기 지배주주의 보수 제도에 대한 개선이 필요하다는 시사점을 제공할 것으로 기대한다. 마지막으로 이해관계자들이 사업보고서에 공시되는 개별 임원 보수 내역을 판단함에 있어 본 연구를 참고할 수 있다.

그러나 보수 공시 의무는 임직원을 포함하여 5억 원 이상의 개별 보수를 지급받는 기업 상위 5명에게 있다. 즉 미등기임원의 경우 기업 상위 5명에 속하지 않으면 공시의무가 없다. 이는 표본 선택 편향(sample selection bias)의 문제를 발생시킬 수 있다. 또한 경영 성과 감소에 따라 중도 해임되거나 사직한 임원이 존재할 수 있으며, 임원 대신 종업원의 수 또는 보상을 감축할 가능성이 있다. 한편 경영자 보상에는 현금보상 이외에 주식매수선택권 등 다양한 보상이 존재한다. 또한 기업의 성과로 현금흐름이나 경제적부가가치(EVA) 등을 고려할 수 있다. 따라서 후속 연구에서는 변수의 측정치를 개선하여 다양한 보상제도를 고려한 검증을 수행할 수 있을 것이다. 마지막으로 본 연구에 있어서 연구기간이 3

년에 한정되었다. 이는 추후 연구기간을 확장하여 개선할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 안태식, 이용규(2003), “경영자 보상은 하방경직적인가?,” **회계저널**, 제12권 1호, pp.65-85.
- (Ahn, T. S. and Y. G. Lee(2003), “Is Executive Compensation “Sticky”?,” *Korean Accounting Journal*, 12(1), pp.65-85)
- 안정인, 김유진(2018), “대규모기업집단, 최고경영자의 영향력, 그리고 최고경영자의 미등기임원 전환: 개별 임원보수 공시를 중심으로,” **회계저널**, 제27권 제5호, pp.167-193.
- (An, J. I. and Y. J. Kim(2018), “Is the Switch from CEO to non-director Officer Related to Chaebol and CEO Power?: Based on Individual Executive Pay Disclosure” *Korean Accounting Journal*, 27(5), pp.167-193.)
- 안정인, 서윤석(2021), “실질적 최고경영자의 존재와 임원 보수의 공시품질,” **회계학연구**, 제46권 제1호, pp. 289-321.
- (An, J. I. and Y. S. Suh(2021), “Substantial CEO and Disclosure Quality of Executive Pay Disclosure,” *Korean Accounting Review*, 46(1), pp.289-321.)
- 지성권, 신성욱, 변설원(2009), “자본구조가 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향,” **관리회계연구**, 제9권 제2호, pp.1-30.
- (Chi, S. K. S. W. Shin., and S. W. Byun(2009), “The Effect of Capital Structure on Managers’ Pay-Performance Sensitivity,” *Korean Journal of Management Accounting Research*, 9(2), pp.1-30.)

- 지성권(2010), “경영자 보상의 하방경직성에 영향을 미치는 요인,” **경영과 정보연구**, 제29권 제4호, pp. 333-357.
- (Chi, S. K.(2010), “What factors influence the managers’ compensation stickiness,” *Management & Information Systems Review*, 29 (4), pp.333-357.)
- 조영곤, 박철형(2017), “기업 소유·지배구조가 경영자 보상과 보상구조에 미치는 영향,” **경영컨설팅연구**, 제17권 제3호, pp.115-124.
- (Cho, Y. G. and C. H. Park(2017), “The Effects of Ownership and Governance Structure on the Level and Structure of Management Compensation,” *Korean Management Consulting Review*, 17(3), pp.115-124.)
- 대신지배구조연구소(2021), “10대 그룹 총수일가의 ‘미등기’ 임원 등재 현황과 시사점,” **Governance Issue**.
- (Daishin Economic Research Institute(2021), “Current status and implications of registration of ‘unregistered’ executives of the controlling shareholders of the top 10 groups,” *Governance Issue*.)
- 경제개혁연구소(2019), “2018년 상장회사의 고액보수 임원 분석,” **경제개혁리포트**.
- (Economic Reform Research Institute(ERRI)(2019), “An Analysis of Large Remuneration Executives of Listed Companies in 2018,” *Economic Reform Report*)
- 이승현(2023), “미등기임원 지배주주와 기업가치,” **상업교육연구**, 제37권 제3호, pp.55-79.
- (Lee, S. H.(2023), “Unregistered Executive Controlling Shareholders and Corporate Value,” *The Journal of Business Education*, 37(3), pp. 55-79.)
- 임재연(2008), “임원의 보수에 관한 연구,” **인권과 정의**, 제385호, pp.33-55.
- (Lim, J. Y.(2008), “A Study on the Executive Compensation,” *Human Right and Justice*, 385, pp.33-55.)
- 박철형, 조영곤(2021), “경영자 재량권과 국민연금 지분을 이 경영자 성과·보상 민감도의 비대칭성에 미치는 영향에 관한 연구,” **전문경영인연구**, 제24권 제3호, pp.1-27.
- (Park, C. H. and Y. G. Cho(2021), “The Effect of Managerial Discretion and National Pension Ownership on Asymmetric Sensitivity of Executive Compensation for Performance,” *Journal of CEO and Management Studies*, 24(3), pp.1-27.)
- 백혜원(2016), “국제회계기준 의무도입 이후 개별 재무분석가의 정보 환경이 이익예측 정확도에 미치는 영향,” **경영학연구**, 제45권 제5호, pp.1671-1695.
- (Paik, H. W.(2016), “The Effect of an Individual analyst’s Information Environments on Analysts’ Forecast Accuracy after Mandatory IFRS Adoption,” *Korean Management Review*, 45(5), pp.1671-1695.)
- 전규안, 오웅락, 김재준(2004), “원가효율성의 가치관련성에 관한 연구,” **회계학연구**, 제29권 제3호, pp. 167-198.
- (Jeon, K. A., O. R. O., and Kim, J. J.(2004), “A Study on the Value Relevance of Cost Efficiency,” *Korean Accounting Review*, 29 (3), pp.167-198.)
- 정훈, 유관희(2014), “성과와 비대칭적 성과보상민감도,” **경영학연구**, 제43권 제5호, pp.1557-1594.
- (Jung, H. and K. H. Yoo(2004), “Performance and Asymmetric Pay Performance Sensitivity,” *Korean Management Review*, 43(5), pp.1557-1594.)
- 강윤식, 국찬표(2010), “지배구조 및 소유구조가 경영진보상에 미치는 영향,” **대한경영학회지**, 제23권 제3호, pp.1433-1460.
- (Kang, Y. S. and C. P. Kook(2010), “How Corporate

- Governance and Ownership Structure Will Affect Executive Compensation?," *Korean Journal of Business Administration*, 23(3), pp.1433-1460.)
- 강혜림(2016), "상법상 지배주주의 책임," **한국부패학회보**, 제21권 제2호, pp.27-63.
- (Kang. H. L.(2016), "The legal liability of the controlling shareholder under the Korean Commercial Law," *Korean Corruption Studies Review*, 21(2), pp.27-63.)
- 김현진, 최원주(2017), "경영자 재량권과 개인별 보상을 이 용한 성과-보상 민감도," **대한경영학회지**, 제30권 제2호, pp.203-229.
- (Kim. H. and W. Choi(2017), "Managerial Power and Pay-Performance Sensitivity using Individual Compensation," *Korean Journal of Business Administration*, 30(2), pp.203-229.)
- 김준철, 신현한, 장진호(2005), "이사회구조 및 기업집단의 그룹본부가 경영자보상에 미치는 영향," **전략경영 연구**, 제8권 제1호, pp.21-38.
- (Kim, J., J. Chang, and H. H. Shin(2005), "The Impact of Board Structure and Group Headquarter on Executive Compensation," *Journal of Strategic Management*, 8(1), pp.21-38.)
- 김태수, 정준수, 지성권(1999), "한국기업에서 경영자보상 과 경영성과간의 관계," **회계학연구**, 제24권 제2 호, pp.87-116.
- (Kim, T., J. Chung, and S. Chi(1999), "The Relation between Managerial Compensation and Firm Performance in Korean Listed Companies," *Korean Accounting Review*, 24(2), pp.87-116.)
- 자본시장연구원(2021), "상장기업의 임원보수와 미등기 지 배주주 이슈," **이슈보고서**.
- (Korea Capital Market Institute(2021), "The remuneration of executives and unregistered controlling shareholders of listed companies," *Issue Report*.)
- 한국기업지배구조원(2018), "기관투자자 주주행동의 견제 효과 - 임원 보수 및 저배당 타겟을 중심으로 -, "**KCGS 연구보고서**.
- (Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability(2018), "Monitoring effect of institutional investor shareholder behavior," *KCGS research report*)
- 성승제(2004), "주식회사의 비전형적인 임원에 대한 일고 찰-미등기임원에 대한 법적 규율의 필요성을 중심으로-," **법조**, 제53권 제5호, pp.126-167.
- (Sung, S. J.(2004), "A Study on Atypical D & O in Join Stock Companies," *Korean Lawyers Association Journal*, 53(5), pp.126-167.)
- 윤용석, 이건, 이한상, 한승수(2015), "대규모 기업 집단 소 속 여부가 임원의 개인별 보수 공시에 미치는 영 향," **경영학연구**, 제44권 제4호, pp.1071-1103.
- (Yun, Y. S., G. Lee., H. S. Yi., and S. Han(2015), "Large Business Group and Executive Pay Disclosure: Evidence from New Disclosure," *Korean Management Review*, 44(4), pp. 1071-1103.)
- Aggarwal, R. K. and A. A. Samwick(1999), "The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation," *Journal of political economy*, 107(1), pp.65-105.
- Bertrand, M. and S. Mullainathan(2001), "Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are," *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), pp.901-932.
- Garvey, G. T. and T. T. Milbourn(2006), "Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad," *Journal of Financial Economics*, 82 (1), pp.197-225.
- Hyun, J. H., B. J. Kim., S. Kwon, and J. Y. Shin (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), pp.195-220.
- Lambert, R. A. and D. F. Larcker(1987), "An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts," *Journal of Accounting Research*, 25(3), pp.85-125.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy(1990), "Performance pay and top-management incentives," *Journal of Political Economy*, 98(2), pp.225-264.
- Shaw, K. W. and M. H. Zhang(2010), "Is CEO cash compensation punished for poor firm performance?," *Accounting Review*, 85(3), pp. 1065-1093.
- White, H.(1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 48(4), pp.817-838.

-
- 저자 박채린은 현재 이화여자대학교 경영대학에서 회계학 박사과정 중이다. 학부는 조선대학교에서 경영학을 전공하였으며, 이화여자대학교에서 회계학 석사를 취득하였다.
 - 저자 한종수는 현재 이화여자대학교 경영대학의 회계학 전공 교수로 재직 중이다. 연세대학교 경영대학 및 대학원 경영학과를 졸업하였으며, 미국 피츠버그대학교에서 회계학 박사를 취득하였다. 박사 학위 취득 이후에는 미국 더거스 대학교의 회계학 조교수와 IFRS Interpretations Committee의 위원을 역임하였으며, 현재는 한국회계학회 회장으로 재임중이다. 주요연구분야는 재무회계, 회계감사, 회계기준, 회계통제시스템, 기업의 지속가능성 등이다.
 - 저자 신보선은 현재 이화여자대학교 경영대학에서 회계학 박사과정 중이다. 학부는 이화여자대학교에서 영어영문학 및 경영학을 복수 전공하였으며, 동 대학교에서 회계학 석사를 취득하였다.