

세무와회계저널
제13권 제3호 2012년 9월 pp.281~314
한국세무학회

보상위원회의 특성과 실제활동이익조정*

최유원** · 문상혁***

<요 약>

본 연구는 보상위원회와 보상위원회의 특성이 경영자의 실제활동 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지에 관하여 검증한다. 구체적으로, 보상위원회를 도입한 기업이 적절한 성과-보상제도를 통하여 경영자의 기회주의적 유인을 억제하는데 효과적인지, 그리고 보상위원회의 특성에 따라 그 효과성은 차별적으로 나타나는지에 관하여 실증분석한다.

2006년부터 2010년까지 한국증권거래소에 상장되어 있는 비금융기업들을 대상으로 실증분석을 수행한 결과, 보상위원회가 설치된 기업의 경우 경영자의 실제활동을 통한 이익조정 행위에 있어 그 유인을 감소시키는데 효과적임을 알 수 있었다. 즉, 기업의 입장에서는 보상위원회의 설치를 통해 경영자의 사적인 자원효용을 방지하여 기업의 효율적인 자원배분을 통해 기업가치 증진에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 또한 보상위원회의 독립성, 활동성이 높은 기업일수록 경영자의 실제활동 이익조정이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 전문성의 경우에는 유의한 차이를 발견하지 못하였다.

본 연구는 지금까지 우리나라에서 보상위원회가 경영자를 통제할 수 있는 효과적인 기업지배구조 중 하나임을 살펴보았다는 점에서 큰 의의를 둘 수 있으며, 본 연구 결과를 통해 경영자를 감독하고 평가하는 이사회 역할과 구조에 대하여 새로운 인식을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

<주제어> 경영자보상, 보상위원회, 보상위원회의 질, 실제활동이익조정, 이익조정

* 본 논문의 질적 향상에 도움을 주신 익명의 심사위원께 깊은 감사를 드립니다.

** 영남대학교 경영학부 박사과정, afoxyer@nate.com, 제1저자

*** 영남대학교 경영학부 조교수, shmoon@ynu.ac.kr, 교신저자

I. 서론

경영자 보상제도는 우수한 경영자를 확보하여 경영자의 역량과 능력을 고취시키고, 경영활동 전반에 걸쳐 주주와의 이해관계를 일치시키는 등 동기부여의 수단으로 활용되고 있다. 경영자 보상제도가 경영자의 동기부여의 목적으로 사용되기 위해서는 보상의 측정지표인 성과에 대한 정확한 이해를 바탕으로 성과지표에 내재된 경영자의 노력을 보상에 적절하게 반영하는 것이 중요하다. 만약 보고된 성과지표를 기계적·수동적으로 파악하고 보상을 지급한다면, 성과지표에 기초한 보상계약은 경영자에게 있어 자신의 보상을 극대화하기 위한 도구로 사용될 가능성이 높다. Watts and Zimmerman(1978)은 대표적인 기업성과 지표인 보고이익은 경영자의 재량권이 쉽게 작용할 수 있기 때문에 경영자는 보고이익의 왜곡을 가져올 수 있는 기회주의적인 행동을 취할 가능성이 높다고 하였다. 실제 경영자 보상과 관련된 많은 선행연구들은 경영자가 자신의 보상을 위하여 이익조정을 행하고 있으며 그 결과 증가된 보상을 지급받고 있다는 증거를 제시하고 있다. 따라서 경영자를 대상으로 객관적이며 공정한 평가를 시행하고, 보상지급 과정에서 경영자의 기회주의적인 의도를 파악하여 제재 할 수 있는 조직의 역할이 무엇보다도 중요하다.

보상위원회는 이사회 산하 위원회로 경영진에게 적절한 수준의 보상이 이루어지도록 경영진의 성과를 평가하고, 이를 바탕으로 경영진의 보상수준을 결정한다. 이를 통해 보상제도의 목적을 달성함으로써 자원배분의 효율성을 증진시키고 기업의 가치향상을 기대할 수 있다. 이러한 보상위원회와 관련된 많은 연구들은 보상위원회가 기업의 성과지표에 근거한 보상을 지급하고 있으며(Murphy 1985 ; Coughlan and Schmidt 1985 ; Gaver and Gaver 1998 ; 황인태 1995 ; 김태수 등 1999), 나아가 성과지표에 경영자의 기회주의적인 유인이 포함되어 있을 경우 보상위원회가 이러한 부분을 감안하여 보상을 지급하고 있다는 검증결과를 제시하고 있다(Clinch and Magliolo 1993 ; Huston et al. 2003, 2009 ; Cheng 2004). 그리고 이러한 보상위원회의 업무수행에 대한 효과는 보상위원회의 독립성 및 전문성을 나타내는 질(quality)적 특성이 높을수록 더욱 증가함을 나타내고 있다(Anderson and Bizjak 2003 ; Sun et al. 2009 ; Zhu et al. 2009).

이러한 배경 하에서 본 연구는 보상의 증가를 초래하는 경영자의 기회주의적인 행위에 있어 보상위원회가 어떠한 영향을 미치는지 알아본다. 구체적으로, 보상위원회를 도입한 기업이 적절한 성과-보상제도를 통하여 경영자의 기회주의적 유인을 억제하는데 효과적인지, 그리고 보상위원회의 특성에 따라 그 효과성은 차별적으로 나타나는지에 관하여 실증적으로 분석한다. 이에 본 연구에서는 경영자의 기회주의적인 행위의 대용치(proxy)로 실제 활동 이익조정(real-activity earnings management)을 사용하여 보상위원회가 경영자의 이익조정에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 나아가 이러한 보상위원회와 이익조정 간의 관계가 보상위원회의 특성, 즉 독립성, 전문성 및 활동성에 따라 차별적인 형태를 나타내는지 분석하였다. 분석결과 보상위원회와 경영자의 이익조정 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났으며, 또한 보상위원회가 독립

적일수록, 활동적일수록 경영자의 이익조정이 감소되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 보상위원회가 경영자의 이익조정행위를 억제하는데 중요한 역할을 하고 있으며, 이러한 보상위원회의 효과성은 보상위원회의 독립성과 활동성과 같은 보상위원회의 질이 높을수록 증가함을 나타내고 있다.

본 연구는 아직까지 보상위원회에 대한 연구가 미약한 우리나라의 상황에서 경영자보상 제도를 통하여 경영자의 이익조정 행위에 영향을 미치는 보상위원회의 역할을 검증하였다는 점과 이러한 보상위원회가 기업지배구조 개선의 중요한 수단이 될 수 있음을 규명하였다는 점에서 가장 큰 의의를 둘 수 있다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 보상위원회에 대한 이론적 배경을 살펴보고, III장에서는 선행연구를 검토한다. IV장에서는 가설설정을 설정하고, V장은 연구방법을 제시한다. VI장에서는 표본선정 및 실증분석 결과를 논의한다. 마지막으로 VII장에서는 본 연구의 결과를 요약하며 결론을 맺는다.

II. 이론적 배경

보상위원회는 감사위원회와 같이 이사회와 전문성과 능률성 및 객관성을 확보하기 위한 이사회 내 위원회 중 하나로 경영자의 경영성과를 평가하여 보상수준을 결정하고 차후 연도의 보상계획을 설정하는 역할을 수행하고 있다. 이러한 보상위원회의 활동은 성과에 비례한 보상을 지급한다는 원칙하에 투명하고 합리적인 보상정책을 설계·운영함으로써 잘못된 보상으로 인한 기업 자원의 비효율적 배분을 방지하여 주주가치 극대화에 기여할 수 있다는 점에서 기업의 중요 지배구조 중 하나로 할 수 있다. 즉 성과-보상제도에 있어서 보상위원회는 주주의 입장에서 경영자보상이 효과적이고 공정하게 이루어졌음을 보증하는 중요한 역할을 담당하고 있다고 할 수 있다(Fisher 1986).

보상위원회의 중요성에 대한 실무와 학계의 관심은 국내에 비해 미국과 영국 등 외국에서 훨씬 높다. 우선 미국의 경우, 미국의 증권거래위원회(Securities Exchange Commission ; SEC)에서는 일찍이 경영자의 보상체계를 개선하기 위하여 보상위원회의 의무와 책임을 강화하는 등 여러 가지 규정들을 제정해 왔으며, 최근 금융위기를 겪으면서 이러한 경향은 더욱 강화되고 있는 추세이다(Mobley 2005 ; Sun et al. 2009).¹⁾ 그리고 영국은 1992년 발표된 Cadbury Committee

1) 현재 미국 상장기업들의 90% 이상이 보상위원회를 설치하고 있으며 이와 관련된 연구 또한 활발히 진행되고 있다. 미국의 경우 1980년대 일본에게 빼앗긴 경제적 우위를 되찾고자 미국 기업들의 실패원인을 찾기 시작하였고 그 결과 경영자에게 성과와 무관한 보상을 지급하고 있다는 것을 파악하였다. 이후 학계의 관심은 경영자보상과 보상시스템을 효과적으로 운영·관리하기 위한 이사회의 역할에 초점을 두기 시작하였으며 이러한 관심의 증대는 1990년대 미국증권거래위원회(SEC)로 하여금 보상위원회

report를 통하여 비상임이사로 구성된 보상위원회를 구성하여 임원들이 자신들의 보상 결정에 개입하지 않도록 해야 한다고 주장하였으며, 이 후 Greenbury Committee 또한 보상위원회를 사외이사로 구성하여 경영진의 보상을 전문적으로 다루어야 한다고 언급하면서 보상위원회에 대한 중요성을 재차 강조하였다(Conyon and Peck 1998).²⁾ 이밖에 중국 또한 상장기업들을 위한 2002년 기업지배구조법(corporate governance code)을 통하여 상장기업들에게 이사회 내에 독립적인 보상위원회의 설치를 장려하고 있다(Zhu et al. 2009).³⁾

한편 우리나라의 경우 자본시장의 발달과 경영자에게 잘못된 보상으로 인한 불필요한 자원의 지출을 막음으로써 주주들의 권리를 보호하기 위하여 최근 들어 보상위원회에 대한 관심이 점차적으로 증가하고 있다. 한국기업지배구조원은 효과적인 기업지배구조 중 하나로 보상위원회의 중요성을 강조하고 있으며, 보상위원회와 관련된 모범규준 및 가이드라인을 발간하여 기업들에게 보상위원회의 설치를 권고하고 있다. 또한 기업지배구조평가에 있어 보상위원회 존재여부를 평가 항목에 산정하는 등 기업들이 보상위원회를 설치하는데 있어 여러 가지 노력을 기울이고 있다. 이러한 노력을 반영하듯 현재 우리나라 상장기업들 중 보상위원회를 설치한 기업들의 수가 점차 증가하고 있는 추세이며, 효과적인 보상위원회의 운영을 위하여 보상위원회 위원들의 50%이상을 사외이사로 구성하고 있다.

III. 선행연구

1. 경영자보상과 이익조정

성과-보상제도는 기업의 성과지표에 비례한 보상이 주어지는 형태로, 경영자가 기업성과를 향상 시키려는 노력을 기울일 수 있도록 하는 하나의 유인보상제도이다. 이러한 성과-보상제도는 주주와 경영자간 최적의 계약(optimal contracting)관계를 통하여 경영자가 주주의 이익을 극대화 할 수 있는 의사결정을 함으로써 주주와 경영자간 발생하는 대리인문제를 완화시킬 수 있는 하나의 수단으로 사용될 수 있다. 그러나 Watts and Zimmerman(1978)은 이러한 성과-보상

설립을 요구하도록 만드는 계기가 되었다(김해룡과 하치덕 2001). 미국 증권거래위원회(SEC)의 규정과 관련된 내용들은 Heard(1995)와 송기신과 송학준(2008)을 살펴보면 자세히 나와 있다.

- 2) Cadbury Reports는 런던증권거래위원회 기업지배구조에 관한 최초의 모범규약으로, 이후 Greenbury reports로 이어져 왔다. 이 보고서는 이사회가 주주를 대리하여 가장 효과적으로 경영자를 감시할 수 있는 장치임을 강조하면서 독립적인 이사회 역활을 강조하고 있다. 특히 런던증권거래소의 모든 상장기업들을 대상으로 보고서의 가이드라인에 따라 이사회 내의 감사위원회와 보상위원회 등을 설치할 것을 요구하고 있다(Colin and Jay 2004).
- 3) Zhu et al.(2009)는 중국 내 기업들을 대상으로 한 연구에서 2005년부터 2007년 동안 표본 기업들 중 평균적으로 35%가 보상위원회를 설치하고 있음을 언급하였다.

제도가 경영자 자신의 효익을 증가시키기기 위한 도구로 사용될 가능성이 있음을 언급하였다. 이와 관련하여 Matsunaga and Park(2001)는 경영자 보너스제도가 전년도 이익 지표(earning benchmark)에 부합하려는 경영자의 동기를 제공한다고 하였으며, Gao and Shrieves(2002) 또한 경영자 이익에 기초한 보상계약이 경영자의 이익조정에 영향을 미치며, 보상의 종류에 따라 경영자의 이기주의적 행위를 예상할 수 있다고 하였다. 이는 Bebchuk and Fried(2003)의 주장처럼 대리인 문제를 완화시키기 위한 수단으로서의 경영자 보상제도가 경영자의 이익조정을 조장하여 또 다른 대리인 문제를 발생시키는 원인이 될 수도 있음을 나타낸다.⁴⁾ 따라서 재무적 성과지표에 근거한 보상 제도를 개선하기 위해서는 무엇보다 경영자가 어떤 방법을 통하여 이익을 조정하는지 파악하고 그 영향을 제거하는 것이 선행되어야 할 것 이다. 이를 위해 많은 선행연구들은 경영자의 기회주의적인 의도가 반영된 다양한 이익조정 수단들이 경영자 보상에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 분석하였다(Healy 1985 ; Schiper 1989 ; Baber et al.1991 ; Balsam 1998 ; Bushee 1998 ; Guidry et al.1999 ; Healy and Wahlen 1999 ; 장석오와 노현섭 2004 ; 박재영과 이동녕 2009).

Healy(1985)는 발생을 이용한 이익조정과 경영자 보상에 관한 대표적인 연구로 기업성과를 토대로 보상범위가 주어진다면 경영자는 재량발생을 사용하여 자신의 현금보상액의 수준을 조정한다는 검증결과를 제시하였다.⁵⁾ 그리고 이러한 증거를 바탕으로 경영자의 이익조정행위가 보상에 미치는 영향을 분석한 Balsam(1998)은 이익을 증가시키는 양(+)의 재량발생이 이익을 감소시키는 음(-)의 재량발생보다 경영자의 현금보상액과 관련성이 더욱 높음을 검증하였다.⁶⁾ 또한 Guidry et al.(1999)은 경영자가 자신의 단기 보상의 극대화를 위하여 재량발생을 사용하여 이익을 조정하며, 이는 정보불균형이 심한 상황일수록 더욱 증대된다고 언급하였다. 이와 관련된 국내 연구들 역시 비슷한 결과를 나타내고 있다. 장석오와 노현섭(2004) 그리고 박재영과 이동녕(2009)은 경영자의 현금 보상액과 재량발생 사이에 양(+)의 관련성을 나타낸다는 검증결과를 통해 경영자가 재량발생을 사용하여 보고이익을 증가시킴으로서 자신의 보상수준에 대한 기대를 증가시킬 수 있음을 나타내었다.

한편 Schiper(1989)와 Healy and Wahlen(1999)는 경영자가 발생을 통한 이익조정뿐만 아니라

4) Bebchuk and Fried(2003)는 경영자의 보상이 또 다른 대리인문제를 발생시키며, 이러한 현상은 주주의 통제가 미약하고 경영자의 권한과 재량이 강할수록 두드러진다고 언급하였다. 즉 주주의 통제 능력 및 통제 범위가 경영자의 권한에 미치지 못 할 경우 경영자는 자신의 재량(discretion)과 권한(power)을 이용하여 자신의 사적이익을 위한 행동을 취할 수 있으며, 그 결과 주주와 경영자의 이해관계 불일치가 나타나며 또 다른 대리인비용이 발생한다는 것이다.

5) 이와 관련하여 Garver et al.(1995)과 Holthausen et al.(1995) 또한 Healy(1985)의 연구를 토대로 경영자가 자신의 보상을 위해 재량발생을 사용하여 자신의 보상을 관리한다는 것을 실증적으로 분석하였다.

6) 이러한 결과를 통하여 Balsam(1998)은 보상위원회가 경영자에게 적절한 수준의 보상을 제공하고 있음을 보고하였다.

실제 경영 활동에 변화를 가져올 수 있는 수단으로도 이익을 조정할 수 있음을 언급하였다. 이와 관련하여 Bushee(1998)와 Baber et al.(1991)은 소규모의 이익감소가 있거나 단기성과에 영향을 미치기 위하여 경영자가 발생을 통한 이익조정 뿐만 아니라 연구개발비(R&D)를 이용하여 이익이 감소된 부분을 보완하고 단기성과를 증가시킨다고 하였다. 그리고 Dechow and Sloan (1991)과 Cheng(2004)는 경영자가 임기 종료 직전에 연구개발비 등의 투자적 지출(investment expenditure)을 줄임으로써 성과향상을 통한 보상의 증대를 기대한다고 하였다.⁷⁾ 마찬가지로 이동녕과 박재영(2008)은 국내자료를 이용하여 Cheng(2004)의 연구를 재검증함으로써 국내 기업의 경영자들 또한 연구개발비를 이용하여 자신의 보상에 영향을 미칠 수 있음을 제시하였다. 또한 Bartov(1993)은 고정자산과 투자자산의 처분시기를 조정하여 이익을 조정한다고 하였으며 더욱이 보너스제도가 이러한 이익조정 행위에 영향을 미칠 수 있음을 언급하였다. 뿐만 아니라 Herrmann et al.(2003)은 일본기업을 대상으로 영업이익에 대한 경영자의 예측오차가 자신의 보상에 부정적인 영향이 미칠 수 있기 때문에 고정자산의 매출을 통하여 이익의 예측오차를 감소시킨다는 것을 보여주었다.⁸⁾ Cook et al.(2012)는 경영자가 회계이익을 토대로 얻는 보상이 클 경우 기업이 이익 목표치에 부합하기 위하여 제품생산을 늘려 매출원가에 포함된 고정원가를 재고자산 항목으로 이동시킴으로써 이익을 증가시킨다는 사실을 증명하였다. 나아가 Cohen et al.(2008)은 경영자가 자신의 효익을 증가시키기 위하여 비정상적인 영업활동 및 생산활동을 초래하고 있음을 검증하였으며, Huson et al.(2009) 또한 경영자들이 자신의 보상을 증가시키기 위하여 연구개발비 및 판매관리비 등 비정상 재량적비용이 사용 될 수 있음을 제시하였다.⁹⁾

이상 선행연구들을 종합해보면, 기업의 재무적 성과와 밀접한 관련성이 있는 보상제도가 경영자의 이기심(self-interest)을 조장하여 보고이익의 왜곡을 초래하며, 실제로 경영자는 다양한 이익조정 수단을 사용하여 자신의 보상에 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

2. 경영자보상과 보상위원회

경영자 보상제도가 성과와 무관한 보상을 지급하거나 성과지표의 왜곡을 파악하지 못할 경우 경영자는 자신의 보상계약을 통해 성과와 무관한 사적인 이윤을 추구함으로써 기업의 효율적인 자원배분에 부정적인 영향을 미치게 된다(Healy and Wahlen 1998). 따라서 경영자에게 적절한

7) Cheng(2004)는 연구개발비로 인한 효익이 단기의 주식가격에 영향을 미치지 않기 때문에 임기말 경영자는 이러한 연구개발비 감소를 통해 자신의 보상을 증가시키려는 유인을 가지게 된다고 하였다.

8) Herrmann et al.(2003)은 영업이익에 대한 경영자의 예측오류를 이익 목표치(earnings target)에 부합하지 못하는 것으로 간주하여 일본기업을 대상으로 경영자의 예측오류와 고정자산 매출과의 관련성을 검증하였다.

9) Cohen et al.(2008)과 Huson et al.(2009)는 Roychowdhury(2006)가 제안한 실제 활동 이익조정 추정치를 이용하여 경영자가 자신의 보상을 증가시키기 위해 사용되고 있음을 검증하였다.

수준의 보상이 주어지도록 경영자의 성과를 평가하고 성과에 비례한 보상계획을 수립할 수 있는 보상위원회의 역할이 무엇보다도 중요하다고 할 수 있다. 이에 Conyon and Peck(1998), Zhu et al.(2009), 차승진(2011) 그리고 최유원 등(2012)은 각각 영국, 중국 그리고 국내 기업들을 대상으로 보상위원회의 도입 여부에 따른 효과성을 성과-보상간 관계를 통하여 비교·검증하였다. 검증결과 보상위원회가 설치된 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비하여 경영자보상과 회계이익에 기초한 성과지표가 양(+)의 관련성을 가지고 있거나 이러한 관계가 더욱 강화되는 것으로 나타났다. 더불어 보상위원회가 단순히 성과-보상과의 관련성을 향상시키는 것뿐만 아니라 차별적인 정보력을 제공하는 이익의 구성요소들을 고려하여 보상에 반영한다는 실증적 증거를 제시한 연구들도 있다. Clinch and Magliolo(1993)는 현금흐름을 수반하는 이익이 경영자보상과 유의한 양(+)의 관련성을 나타냈으나, 현금흐름을 수반하지 않는 이익은 경영자보상과 아무런 관련성을 나타내지 못한다는 연구결과를 통해 보상위원회가 보상을 책정함에 있어 이익의 구성요소를 고려한다고 주장하였다. 이와 마찬가지로 Ashley and Yang(2004)은 이익의 지속성과 경영자보상간의 관계에 대한 검증을 통하여 보상위원회가 신뢰할 만한 성과측정치와 이에 대한 특성을 고려하여 경영자보상에 반영한다고 하였다.¹⁰⁾

한편 보상의 책정기준으로 사용되는 재무적 성과지표는 경영자의 사적유인이 개입될 가능성이 높다. 그러므로 성과지표에 포함된 경영자의 기회주의적인 요소 또한 보상위원회가 보상책정시 고려해야 하는 중요한 사항이라 할 수 있다. 이와 관련하여 Baber et al.(1998)은 보상위원회가 보상 지급시 보고이익의 지속성을 강조함으로써 정년문제에 당면한 경영자의 기회주의적인 행위를 효과적으로 억제할 수 있다는 연구결과를 보여주었다. 아울러 Cheng(2004)와 Huson et al.(2009) 또한 경영자의 기회주의적인 연구개발비 및 재량적 비용의 지출 감소에 있어 보상위원회가 이러한 부분을 보상에 반영하여 지급한다는 연구결과를 통해 보상위원회가 경영자의 잠재적인 기회주의 행동을 방지하고 감소시키는데 효과적임을 제시하였다. 그리고 국내 연구로 최유원 등(2012)은 보상위원회의 설치 여부에 따라 재량발생과 현금보상액 간의 음(-)의 관련성이 차별적으로 나타나며 이러한 현상은 지배구조가 취약한 기업의 경우 더욱 강화된다는 연구결과를 보고하였다. 이를 통해 국내 기업들에게 있어서도 보상위원회가 사적이익을 추구하기 위한 경영자의 기회주의적인 행동을 통제하는데 효과적인 수단이 될 수 있음을 알 수 있다.

3. 보상위원회의 특성

보상위원회의 특성과 관련한 초창기 연구들은 보상위원회에 포함된 이사들의 특징을 분석한

10) Ashley and Yang(2004)은 이익의 지속성이 높은 것이 낮은 것보다 경영자의 현금보상과 더 큰 관련성을 가지고 있으며, 이익의 지속성이 낮은 경우 보상위원회가 경영자의 성과지표로 영업활동을 통한 현금흐름을 사용한다고 주장하였다.

연구들이 주를 이루었다. 대표적으로 Kesner(1988)와 Vafeas(2000)는 카이-스퀘어(chi-square) 분석과 로짓(logit) 분석을 이용하여 보상위원회를 구성하고 있는 이사들의 특성을 분석하였다. 그 결과 보상위원회를 구성하고 있는 이사들 대부분이 사외이사로 구성되어 있으며, 사업에 대한 관련 지식과 경험이 풍부하고 이사회의 재직 기간이 긴 것으로 나타났다. 그러나 보상위원회가 전시효과(image value)만 가져올 뿐 실질적인 효과를 기대하기 힘들다는 주장과 함께 (Barkema and Gomez-Mejia 1998), 경영자에 대한 강력한 모니터링의 수단으로써 내부통제시스템에 대한 정치적, 학술적 관심이 대두됨에 따라 보상위원회의 특성에 따른 효과성을 검증하는 연구들이 많이 이루어졌다.

Canyon and Peck(1998)은 사외이사가 사내이사에 비해 경영진을 모니터링하고 통제하는데 효과적이라는 가정 하에 보상위원회 내 사외이사 비율에 따라 경영자보상과 기업성과간의 관계가 어떻게 달라지는지 검증하였다. 검증결과 보상위원회 내 사외이사의 비율이 높을수록 성과-보상간의 양(+)의 관련성이 더욱 강화됨을 나타내었다. 마찬가지로 Newman and Mozes(1999)는 전원 사외이사로 구성된 보상위원회가 있는 기업이 그렇지 않은 기업 보다 주가수익률이 음인 경우 성과-보상간 음(-)의 관련성이 더욱 강하게 나타난다는 연구결과를 통하여 사외이사의 역할의 중요성을 재차 강조하였다. 또한 그들은 대부분의 보상위원회가 작은 규모이기 때문에 사내이사가 한 명이라도 존재한다면 사외이사의 역할에 중요한 영향을 미칠 수 있음을 언급하였다. 이와 관련하여 Vafeas(2003a)는 보상위원회에 사내이사의 비율이 높을수록 보상위원회의 독립성을 약화시켜 경영자의 보상이 증가하며 성과-보상 간의 관계가 감소한다는 연구결과를 제시하였다. Anderson and Bizjak(2003)는 보상위원회가 속한 기업에서 업무 경험이 있는 이사, 퇴직한 이사 또는 기업의 친인척 관계에 있는 이사를 사내이사로 정의하고 이러한 사내이사가 보상위원회에 포함되었을 경우 경영자보상에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 Vafeas(2003a)의 연구결과와 달리 보상위원회 내 사내이사의 포함 여부는 경영자의 보상 수준에 아무런 영향을 미치지 못한다고 나타났다. 그리고 Canyon and He(2004) 또한 경영자의 보상 수준에 영향을 미치는 것은 보상위원회에 속한 사내이사의 비율정도가 아니라 보상위원회의 크기와 보상위원회 구성원들의 경제적 이해관계가 중요한 영향을 미친다는 것을 보여주고 있다.¹¹⁾

한편 Daily et al.(1998)은 보상위원회 이사들을 크게 기업 또는 경영자와 특수한 관계를 맺고 있는 이사, 재임 중인 경영자가 선임한 이사 그리고 보상위원회에 포함된 경영자의 비율로 분류하여 이러한 특성이 보상위원회의 역할에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 분석결과 이러한 특성 모두 경영자의 보상 수준과 아무런 영향을 미치지 않는다고 나타났다. 그리고 Vafeas(2003b)는 전문가 가설을 통하여 보상위원회를 구성하고 있는 구성원들의 재임 기간(tenure)이 길수록 기업과 기업의 사업 환경에 대한 폭넓은 지식을 바탕으로 적절한 역할을 수행할 수 있을 것이라 판단하였다. 그러나 이에 대한 실증적 증거들은 재임 기간이 긴 이사일수록 기회주의적

11) Canyon and He(2004)는 현재 또는 과거 기업에서 일한 경험이 있는 이사를 사내이사라 정의하였다.

인 행동으로 경영자를 모니터링 하는데 효과적이지 못하며 오히려 경영자의 보상 수준을 증가시키는 것으로 나타내었다. 나아가 Sun and Cahan(2009)과 Sun et al.(2009)은 이미 보상위원회가 모두 사외이사로 구성되어 있기 때문에 단순히 보상위원회의 독립성만으로는 보상위원회의 질을 나타내기에는 한계가 있음을 언급하였다.¹²⁾ 따라서 기업지배구조 상 보상위원회의 활동에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요소들을 고려하여 보상위원회의 질을 측정하였으며, 이를 통해 보상위원회의 질이 경영자 보상과 성과지표간의 관계를 어떠한 영향을 미치는지 검증하였다.¹³⁾ 검증결과 보상위원회의 질이 높을수록 기업의 미래 성과와 보상 간의 관계가 증가한다고 나타내었다. 그리고 차승진(2011) 또한 Sun et al.(2009)의 방법론을 기초로 국내 기업들 중 보상위원회를 도입한 기업을 대상으로 하여 보상위원회의 질이 높을수록 성과-보상간의 양(+)관계가 더욱 강화된다는 연구 결과를 제시하였다. 이상의 선행연구들에서 살펴본 바와 같이 보상위원회 구성원들의 특성 및 보상위원회의 구조에 따라 보상위원회의 효과성이 차별적으로 나타남을 알 수 있다.

IV. 연구가설

경영자 보상제도는 경영자에게 노력에 비례한 보상을 지급함으로써 우수한 경영자를 확보·유지할 수 있는 방안이자, 주주와의 이해관계를 일치시키기 위한 유인책으로서 주주와 경영자간에 발생하는 대리인 문제를 완화하고 나아가 기업 가치를 증진시킬 수 있는 수단이다(Jensen and Meckling 1976 ; Barkema and Gomez-Mejia 1998). 그러나 이러한 보상제도가 또 다른 대리인문제, 즉 경영자의 사적이득을 취하기 위하여 보고이익을 왜곡하는 동기를 발생시키는 원인이 될 수도 있다(Watts and Zimmerman 1978). 실제 이와 관련하여 많은 선행연구들은 경영자가 자신의 보상을 증가시키기 위하여 발생을 이용한 이익조정(Accrual-based Earnings Management ; 이하 AEM) 및 실제 활동을 통한 이익조정(Real Activity Earnings Mnagement ; 이하 REM)을 통해 보고이익을 조정하고 있으며, 그 결과 증가된 보상을 지급받고 있다는 것을 보여주고 있다(Healy 1985 ; Balsam 1998 ; Cheng 2004 ; Huson et al. 2009 ; 장석오와 노현섭 2004 ; 박재영과 이동녕 2009).

12) 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange)와 미국증권거래소(American Stock Exchange)에서는 보상위원회의 모든 위원들을 사외이사로 선임할 것을 규정하고 있기 때문에 단순히 독립성만으로는 보상위원회의 특성을 나타내는데 한계가 있을 수 있음을 지적하였다.

13) Sun et al.(2009)은 보상위원회의 질을 6개의 범주로 나누었으며, 이러한 6개의 범주는 다음과 같다. ① 재직중인 경영자의 임기(경영자가 선임한 이사의 비율), ② 최소 10년 이상 근무한 이사의 비율, ③ 다른 기업에서 경영자를 맡고 있는 이사의 비율, ④ 이사가 보유한 주식 비율, ⑤ 3개 이상 이사직을 맡고 있는 이사의 비율, ⑥ 보상위원회의 크기(보상위원회의 이사의 수).

최근 국내에서도 기업 가치를 증진시키기 위해 stock-option 등 다양한 보상 제도를 도입하고 있으나 아직까지 대부분의 기업들은 단기성과 위주의 현금 보상이 주를 이루고 있는 실정이다(최유원 2012). 이러한 단기성과 위주의 보상은 경영자의 기회주의적인 판단이 쉽게 반영될 수 있다는 특성으로 인하여 기업의 실질적인 경제적 성과를 중립적으로 나타내지 못할 가능성이 크다(Balsam 1998). 즉, 단기적인 회계이익을 기초로 하는 보상제도는 경영자의 이익조정으로 인한 영향이 크게 작용할 수 있음을 의미한다. 앞서 언급하였듯이 보상을 증가시키기 위한 경영자의 입장에서 AEM과 REM 모두 경영자의 재량적인 판단을 통하여 기업의 단기성과를 향상시킬 수 있는 수단이지만 경영자가 처한 상황 및 기업 특성에 따라 그 실행가능성 정도가 달라 질 수 있다. 더욱이 오늘날처럼 규제당국의 감시·감독이 강화되어 소송위험이 증가하거나 발생의 반전현상 등으로 경영자들이 AEM을 사용하는데 제한적이라면 REM을 사용하는 유인이 높을 것이다(Zang 2006 ; Cohen et al. 2008). 실제로 Graham et al.(2005)은 경영자들이 장기적인 기업가치를 포기하더라도 단기적인 성과를 증가시키기 위하여 AEM보다 REM을 더 선호한다는 것을 보여주고 있으며, 나아가 Cohen et al.(2008)과 Huson et al.(2009)은 경영자보상과 REM의 관련성을 직접적으로 증명함으로써 REM 또한 경영자의 보상극대화를 위한 중요 수단으로 사용될 수 있음을 나타내고 있다. 만약 적절한 통제시스템이 갖추어지지 않은 상황에서 경영자가 REM을 통해 이익을 조정한다면 경영자 보상제도에 적절하지 못한 보상기준으로 제공될 가능성이 높으며, 결과적으로 기업의 비효율적인 자원배분을 초래하여 주주들의 부에 악영향을 미칠 수 있을 것이다. 따라서 보상지급 과정에서 REM과 관련된 경영자의 기회주의적인 의도를 파악할 수 있는 전문적인 내부통제시스템으로써 보상위원회의 역할이 중요하다고 할 수 있다.

보상위원회는 객관적인 경영실적평가를 통하여 경영자에 대한 보상이 적정함을 보증하며, 나아가 경영자에 대한 감독기능을 보충하고 지원하는 기능을 수행한다. 이와 관련하여 미국의 증권거래위원회(SEC)에서는 보상위원회가 경영자의 이기주의적 행위에 있어 강력한 모니터링 수단이 되어야 한다고 언급하였다. 그리고 Balsam(1998)과 Huston et al.(2003)은 보상위원회가 경영자의 이익조정을 통해 증가된 이익을 고려하여 경영자보상을 책정함으로써 기능적 고착화(functional fixation)를 나타내지 않으며, 나아가 경영자의 기회주의적인 이익조정 유인을 제거할 수 있다고 하였다. 마찬가지로 Tosi and Gomez-Mejia(1989) 또한 보상위원회의 영향력과 모니터링의 정도는 긍정적인 관련성을 가지고 있음을 주장하였다. 따라서 보상위원회가 경영자의 이익조정을 감소시킬 수 있는 중요한 내부통제도로써 효과적일 수 있을 것이다. 실제로 이와 관련한 실증적 증거들은 보상위원회가 보상계획의 규정을 변경함으로써 연구개발비를 통한 경영진의 기회주의적인 동기를 감소시키기 위하여 노력하며(Dechow et al. 1994), 더불어 보상위원회가 경영자의 정년문제 및 근시안적인 문제와 관련하여 나타나는 실제 활동 이익조정이 경영자 보상에 반영되는 비중을 줄임으로써 경영자의 기회주의적인 행동을 방지함을 보이고 있다(Cheng 2004 ; Huson et al. 2009). 이처럼 기업에 있어 보상위원회의 존재는 기업의 내부통제 수

단으로써 보상정책 내에서 경영자의 기회주의적인 유인이 개입되는 것을 방지하고 이를 통해 효과적인 성과-보상 제도를 확립하는데 무엇보다 중요한 수단임을 알 수 있다. 즉, 보상위원회를 설치한 기업들은 좀 더 전문적이고 객관적인 경영자의 성과평가 과정을 거침으로써 성과지표에 포함된 경영자의 기회주의적인 유인을 조정하고 이러한 부분을 보상에 반영할 것이다. 그리고 기회주의적인 유인이 반영된 보상은 경영자가 기대한 보상보다 낮게 책정되어 향후 보상 증가를 위한 경영자의 사적유인을 줄이는데 효과적일 것이라 생각된다. 더욱이 국내 기업의 경우 보상위원회를 자율적으로 설치·운영하기 때문에 이러한 효과는 보상위원회의 설치 여부에 따라 더욱 차별적으로 나타날 것이라 판단된다. 따라서 본 연구는 다음과 같은 가설 1을 설정한다.

연구가설 1 : (다른 조건이 동일하다면) 보상위원회 설치와 실제활동이익조정은 음(-)의 관련성을 가진다.

한편 박애영과 최서연(2009)은 지배구조에 따라 주주와 경영자 간의 이해일치를 위한 유인체계의 효과성에 차이가 있을 수 있다고 하였다. 그리고 기업지배구조가 경영자보상에 미치는 영향에 있어 Bedchulk and Fried(2003)는 이사회가 경영자를 감시·감독하는 영향력이 약화되면 경영자보상이 과대책정 된다고 하였으며, Core et al.(1999) 또한 기업의 지배구조가 비효과적일수록 경영자에 대한 초과보상이 증가한다고 하였다. 이처럼 단순히 보상위원회의 설치만으로는 전시효과만 가져올 뿐 실질적인 효과를 기대하기 힘들 것이다(Barkema and Gomez-mejia 1998 ; Bedchulk et al. 2002). 이러한 주장은 경영자에 대한 감독기능을 보충하고 지원하는 보상위원회의 목적이 보상위원회의 특성에 따라 차별적으로 나타날 수 있음을 나타낸다. 더욱이 보상위원회를 도입한 국내 기업들의 대부분이 보상위원회 위원들을 50% 이상 사외이사로 구성하고 있지만 외국기업들에 비해 강력하게 집권화된 계층적 지배구조를 지닌 국내기업의 경우 보상위원회의 특성에 따라 차별적인 효력이 나타날 가능성이 높을 것이다.

보상위원회는 경영자의 영향력이 쉽게 미칠 수 있는 기업지배구조 중 하나로 경영진을 객관적으로 평가하고 그에 따른 적절한 보상을 결정하기 위해서는 피평가자인 경영진으로부터의 독립성이 무엇보다 중요하다고 할 수 있다(Matsumura and Shin 2005 ; 이상철 등 2009). Conyon and Peck(1998)와 Chowdhury and Wang(2009)은 사외이사가 가지는 통제기능의 긍정적 효과에 초점을 두어 보상위원회의 구성원들을 사외이사로 구성한다면 독립성이 증가하여 보상위원회가 효과적으로 운영된다고 하였다. 반면 Newman and Mozes(1999)는 보상위원회의 작은 규모로 인하여 보상위원회 내 사내이사가 한 명이라도 존재한다면 사외이사의 역할에 중요한 영향을 미칠 수 있음을 언급하였다. 이와 관련하여 Vafeas(2003a)와 Conyon and He(2004)는 보상위원회 내 사내이사가 포함되거나 보상위원회 위원들의 경제적 이해관계로 인하여 보상위원회의 독립성이 훼손되며 그 결과 경영자의 보상수준이 증가하거나 성과-보상관계가 약화되는 등 보상위

원회의 효과성이 감소된다고 하였다. 이처럼 보상위원회의 효과성은 독립성을 확보하는 수준에 따라 차별적으로 나타날 수 있음을 알 수 있다. 나아가 Klein(1998)과 이상철과 윤종철(2010)은 보상위원회의 독립성이 증가할수록 기업가치가 향상되며 이러한 현상은 정보비대칭이 심한 상황일수록 더욱 크게 나타난다고 하였다. 이를 통해 독립성을 갖춘 보상위원회는 기업지배구조를 개선시키고 대리인문제를 감소시키는데 효과적인 수단임을 알 수 있다. 따라서 본 연구는 다음과 같은 가설 2를 설정한다.

연구가설 2 : (다른 조건이 동일하다면) 보상위원회의 독립성과 실제활동이익조정은 음(-)의 관련성을 가진다.

보상위원회는 경영자의 보상계약을 계획하고, 경영자의 성과를 평가하며 나아가 경영자의 보상과 연계된 고용계약 및 해지에 대하여 적정성을 평가하는 역할을 맡고 있다. 따라서 경영자보상에 관한 성과지표와 보상내용 및 각종 보상 관련 법규에 대한 전문성을 갖춘 이사들의 존재여부는 보상위원회의 기능이 효과적으로 사용되는데 중요한 요소이라 할 수 있다. 이에 한국지배구조원의 ‘보상위원회 가이드라인(2008)’에서는 보상위원회의 각 위원들이 독립성뿐만 아니라 다양한 경험과 지식에 기초한 전문성을 갖추므로써 보상내용에 대한 신뢰성을 확보해야 한다고 언급하고 있다. 이와 관련하여 Kesner(1988)와 Vafeas(2000)는 대부분의 보상위원회 위원들은 이사회 재직기간이 길며, 기업에 대한 폭넓은 지식을 가지고 있고, 여러 이사회에서 활동을 하고 있는 이사들로 구성되어 있다고 하였다. 또한 Vafeas(2003b), Sun and Cahan(2009), Sun et al.(2009)은 보상위원회의 전문성에 따라 보상위원회의 효과성이 차별적으로 나타날 수 있음을 주장하였다. 이처럼 보상위원회 위원들이 경영자로부터 독립성이 확보됨과 동시에 경영활동에 대하여 충분히 이해 할 수 있는 능력과 경험을 갖추는 것 또한 보상위원회의 효과성을 증진시키는데 중요한 요소라 할 수 있으며, 나아가 경영자의 모니터링(monitoring) 효과도 증가하여 경영자의 기회주의적인 이익조정활동에 제약을 가할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구는 다음과 같은 가설 3을 설정한다.

연구가설 3 : (다른 조건이 동일하다면) 보상위원회의 전문성과 실제활동이익조정은 음(-)의 관련성을 가진다.

보상위원회가 독립적이고 전문적인 이사들로 구성될지라도 형식적으로만 운영되고 활동성이 저조하다면 보상위원회의 도입취지를 효과적으로 달성하지 못할 것이다. Lipton and Lorsch(1992)는 이사회 모임이 독립적인 이사들의 유대감을 향상시키고 나아가 모니터링 의무를 충실히 이행하는 것과 관련되어 있으며 모임의 정도가 늘어날수록 기업의 지배구조를 효과적으로 개선시킬 수 있다고 하였다. 마찬가지로 Vafeas(1999)는 이사회의 활동성 정도는 이사회 운영에

서 중요한 요소로써 이사회의 통제 수준을 나타내는 대용치가 될 수 있다고 하였다. 이상의 선행연구의 결과를 살펴볼 때 보상위원회의 모임이 활발히 진행된다면 경영자의 성과를 평가하거나 및 보상계획을 수정하는 등 보상위원회의 의무에 있어 좀 더 많은 주의를 기울일 것이며, 이로 인해 경영자의 모니터링 효과도 증가하여 경영자의 기회주의적인 이익조정활동에 제약을 가할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구는 다음과 같은 가설 4를 설정한다.

연구가설 4 : (다른 조건이 동일하다면) 보상위원회의 활동성과 실제활동이익조정은 음(-)의 관련성을 가진다.

V. 연구방법

본 논문은 보상위원회 설치 여부 및 보상위원회의 특징이 경영자의 이익조정에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는데 그 목적이 있다. 이를 위하여 실증분석에 사용될 주요 변수들을 정의하고 연구모형을 설정한다.

1. 변수의 정의 및 측정

가. 경영자의 이익조정

본 연구의 목적 중 하나는 보상위원회가 적절한 모니터링의 수단으로써 경영자의 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지 분석하는 것이다. 지금까지 이익조정과 관련된 많은 연구들은 보고이익의 구성요소 중 현금흐름이 경영자가 재량적으로 조정할 수 없는 부분이라는 점에서 발생을 통한 이익조정의 추정치인 재량발생에 집중되어 왔다(김지홍 등 2008). 그러나 최근 발생뿐만 아니라 근시안적인 연구개발투자를 하거나 생산 및 판매계획의 수정을 통해 이익조정이 이루어질 수 있다는 실증적 증거들은 실제 경영활동을 통한 이익조정 역시 경영자가 사적이익을 얻기 위한 수단으로 사용될 수 있음을 나타내고 있다. 이러한 점에서 본 연구는 경영자의 이익조정 대용치(proxy)로 실제 활동 이익조정(REM)을 사용한다. 그리고 이에 대한 추정은 Roychowdhury (2006)의 모형을 이용하여 비정상 현금흐름, 비정상 재량적 비용, 비정상 제조원가를 실제 활동 이익조정으로 추정하였다.¹⁴⁾ Roychowdhury(2006)는 Dechow et al.(1998)의 연구를 참고하여 각 변수들이 매출액과 매출액의 변동분에 비례해서 발생된다는 가정 하에 다음의 식(a)~식(e)를

14) Roychowdhury(2006)는 가격할인 및 신용조건의 완화를 통한 일시적인 매출촉진, 생산량 증대를 통한 매출원가의 감소, 재량적 비용의 절감이라는 세 가지 측면에서 정상적인 영업 활동에서 벗어난 비정상적인 영업활동을 실제 활동 이익조정이라 정의하고 새로운 이익조정 추정치를 제시하였다.

통해 추정하였다.¹⁵⁾

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{식(a)}$$

$$\frac{COGS_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta \left(\frac{S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{식(b)}$$

$$\frac{\Delta INV_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{식(c)}$$

$$\frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 \left(\frac{S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta S_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{식(d)}$$

$$\frac{DISEXP_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta \left(\frac{S_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{식(e)}$$

여기서,

CFO_{it} : 영업현금흐름

$COGS_{it}$: 매출원가

ΔINV_{it} : 재고자산 변동분

$PROD_{it}$: 매출원가+재고자산 변동분

$DISEXP_{it}$: 복리후생비+(일반관리비-세금과공과-감가상각비-임차료-보험료)+판매비
+(연구비+경상연구개발비+경상개발비)

A_{it-1} : 전기 총자산

S_{it} : 매출액

나. 보상위원회의 질(Quality)

본 연구의 두 번째 목적은 보상위원회의 특성에 따른 경영자의 차별적인 이익조정 행위를 검증하는 것이다. 보상위원회의 특성과 관련된 대부분의 연구들은 단순히 보상위원회의 설치만으로는 실질적인 효과가 없으며, 보상위원회의 특성에 따라 차별적인 효과성을 지닌다고 하였다(Newman and Mozes 1999 ; Bedchulk et al. 2002 등). 이에 본 연구는 보상위원회의 특성을 독립성, 전문성, 활동성으로 구분하여 보상위원회가 이러한 특성에 따라 차별적인 효과성을 나타내

15) 각 변수들의 비정상분은 Jones(1991)의 연구에서 재량발생을 추정하는 방법과 같이 관찰된 실제 값에서 추정치를 차감한 금액을 비정상분으로 계산 하였다. 그리고 각 모형은 산업 및 연도별 특성을 반영하기 위해 산업별·연도별 횡단면 분석을 통하여 추정하였으며 산업별-연도별 표본수가 10개 미만인 경우는 분석에서 제외 하였다.

는지 분석하였다.¹⁶⁾

우선 보상위원회가 독립적으로 효과적인 업무수행을 하기 위해서는 보상위원회의 위원들이 경영자의 영향력에서 벗어나 중립적으로 판단할 수 있는 이사들로 구성되어야 한다. 따라서 선행연구를 토대로 보상위원회의 독립성에 영향을 미칠 수 있는 사외이사 비율(Conyon and Peck 1998 ; 이상철 등 2009), 회색사외이사비율(Core et al.1999 ; Uzun 2004), 보상위원회 내 CEO 포함여부(Daily et al. 1998 ; Anderson and Bizjak 2003) 그리고 보상위원회의 크기(Bushman et al. 2004 ; Sun and Cahan 2009 ; Zhu et al. 2009)를 보상위원회의 독립성을 나타내는 변수로 측정하였다. 그리고 보상위원회가 보상의 적정성을 판단하기 위해서는 성과지표와 보상에 관한 전문적인 지식을 가지고 있어야 한다. 따라서 회계·세무·재무에 관한 전문지식을 가진 사외이사 비율(서영미 등 2010)과 감사위원회를 겸직하고 있는 사외이사 비율(Zheng and Cullinan 2009 ; Chandar et al. 2012)을 통하여 보상위원회의 전문성을 나타내었다. 마지막으로 보상위원회의 활동성은 Vafeas(1999)와 Uzun(2004)에서 이용한 보상위원회의 연간 모임횟수로 측정하였다.

2. 연구모형

본 연구의 목적은 보상위원회 설치 여부 및 보상위원회의 특징이 경영자의 이익조정 수단인 실제 활동 이익조정(real-activity earnings management)에 미치는 영향을 검증하는 것이다. 이를 검증하기 위하여 우선 Cohen et al.(2008)의 연구에서처럼 실제 활동 이익조정의 3가지 원천을 통합한 측정치를 다음의 식 (1)을 이용하여 산출하였다.¹⁷⁾

$$REM_{it} = AbCFO_{it}*(-1) + AbPROD_{it} + AbDISEX_{it}*(-1) \quad (1)$$

여기서,

REM_{it} : i 기업의 t기 말 전체 REM 수준

$AbCFO_{it}$: i 기업의 t기 말 비정상 영업현금흐름

$AbPROD_{it}$: i 기업의 t기 말 비정상 제조원가

$AbDISEX_{it}$: i 기업의 t기 말 비정상 재량적 비용

16) 주석 12)에 제시하였듯이 Sun et al.(2009)은 보상위원회의 다양한 특성을 종합하여 통합된 보상위원회의 질을 측정하였다. 그러나 현 국내 기업들의 불충분하고 불명확한 공시자료로 인하여 Sun et al. (2009)의 연구처럼 다양한 요소들을 고려하기에는 연구자의 주관적인 요소가 개입될 가능성이 크다고 판단하였다. 따라서 본 연구는 기업들의 사업보고서를 바탕으로 객관적으로 보상위원회의 질을 측정할 수 있는 변수를 3가지(독립성, 전문성, 활동성)로 구분하여 보상위원회의 질을 측정하였다.

17) $AbCFO_{it}$ 와 $AbDISEX_{it}$ 에 (-1)을 곱한 것은 비정상 영업현금흐름과 비정상 재량적 비용의 경우 이익을 증가시키는 이익조정 현상이 음(-)의 값으로 나타나기 때문에 통합된 측정치로서 전체적인 수준을 적절히 판단하기 위해서다.

그리고 본 연구의 기본적인 검증모형은 김지홍 등(2008)의 연구에서 사용된 모형을 바탕으로 다음의 회귀식 (2)과 (3)를 설정하였다.

$$REM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CC_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 MTB_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 NI_{it} + \alpha_6 LOSS_{it} + \sum Year + \sum IND + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

여기서,

- REM_{it} : Cohen et al.(2008)에서 사용된 통합된 실제 활동 이익조정 추정치
- CC_{it} : 보상위원회를 도입한 경우에는1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수
- $SIZE_{it}$: 기초총자산의 자연대수값
- MTB_{it} : 시가총액 / 자본총액
- LEV_{it} : 총부채 / 총자산
- NI_{it} : 순이익 / 전년도 총자산
- $LOSS_{it}$: 당기순손실이면 1, 그렇지 않으면 0
- $YEAR_{it}$: i기업의 t 년도 연도더미
- IND_{it} : i기업의 t 년도 산업더미

$$REM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OutDir_{it} + \alpha_2 GrayDir_{it} + \alpha_3 InCEO_{it} + \alpha_4 CCSize_{it} + \alpha_5 Expert_{it} + \alpha_6 CrosAudit_{it} + \alpha_7 Active_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} + \alpha_9 MTB_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} NI_{it} + \alpha_{12} LOSS_{it} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

여기서,

- REM_{it} : Cohen et al.(2008)에서 사용된 통합된 실제 활동 이익조정 추정치
- $OutDir_{it}$: 보상위원회내 사외이사비율(사외이사 수/등기이사 수)
- $GrayDir_{it}$: 회색이사비율(회색이사 수/사외이사 수)¹⁸⁾
- $InCEO_{it}$: 보상위원회 내에 CEO포함 여부(CEO가 포함되어 있으면 1, 아니면 0)
- $CCSize_{it}$: 보상위원회의 크기(보상위원회에 속한 등기이사 수)
- $Expert_{it}$: 사외이사 전문가비율(회계·세무·재무 전문가 수/사외이사 수)
- $CrosAudit_{it}$: 보상위원회 위원 중 감사위원회를 겸직하고 있는 사외이사비율(감사위원회 겸직사외이사 수/사외이사 수)
- $Active_{it}$: 보상위원회의 연간 모임 횟수
- $SIZE_{it}$: 기초총자산의 자연대수값
- MTB_{it} : 시가총액 / 자본총액
- LEV_{it} : 총부채 / 총자산
- NI_{it} : 순이익 / 전년도 총자산
- $LOSS_{it}$: 당기순손실이면 1, 그렇지 않으면 0
- $YEAR_{it}$: i기업의 t 년도 연도더미
- IND_{it} : i기업의 t 년도 산업더미

식 (2)의 경우 보상위원회의 도입 여부가 경영자의 이익조정에 영향을 미치는지(가설 1) 분석하기 위한 모형이다. 종속변수인 REM은 경영자의 이익조정 추정치로 실제 활동 이익조정을 나타낸다. 그리고 설명변수인 CC는 보상위원회의 설치여부를 나타내는 더미변수(dummy variable)로 사용하였다. 앞서 많은 선행연구들이 보상위원회가 경영자의 기회주의적인 이익조정에 대한 부분을 감안하여 보상을 지급함으로써 경영자의 사적유인을 감소시킬 수 있을 것이라고 하였다.(Healy 1985 ; Dechow and Sloan 1991 ; Cheng 2004 ; Huson et al. 2009 등). 따라서 국내 기업들 또한 보상위원회가 효율적으로 업무를 수행한다면 경영자의 보상을 지급하거나 보상계획을 수립할 시 경영자의 이익조정과 관련된 부분을 이에 반영할 것이다. 그 결과 경영자는 자신의 증가된 기대심리에 못 미치는 보상을 지급받을 것이며 따라서 자신의 부를 극대화시키기 위한 경영자의 이익조정 감소시킬 수 있을 것이다. 따라서 식 (2)의 α_1 이 음(-)의 값을 가진다면 보상위원회가 경영자의 이익조정을 감소시키는 효과적인 지배구조의 하나로 본 연구의 가설 1이 지지되는 것으로 판단할 수 있을 것이다.

식 (3)은 보상위원회를 도입한 기업을 대상으로 보상위원회의 질적특성에 따라 보상위원회의 효과성이 차별적으로 나타나는지를(가설 2, 3, 4) 검증하기 위한 모형이다. 보상위원회의 질적특성은 독립성, 전문성, 활동성으로 구분하였으며, 독립성을 측정하기 위하여 보상위원회내 사외이사비율(OutDir), 회색이사비율(GrayDir), 보상위원회 내에 CEO포함 여부(InCEO), 보상위원회의 크기(CCSize)를 포함하였다. 보상위원회의 전문성을 측정하기 위해서는 사외이사 전문가비율(Expert), 보상위원회 위원 중 감사위원회를 겸직하고 있는 사외이사비율(GrosAudit)을 포함하였으며, 활동성을 측정하기 위하여 보상위원회의 연간 모임 횟수(Active)를 포함하였다.Canyon and Peck(1998)과 이상철 등(2009)는 보상위원회 내 경영자로부터 독립적인 사외이사의 존재는 경영자의 기회주의적인 행위를 억제하는데 효과적이고 이를 통해 잠재적인 대리인 문제를 해결하는데 중요하다고 하였다. Core et al.(1999)은 회색이사의 경우 경영자의 영향으로부터 자유롭지 못하고 모니터링의 효과성도 떨어진다고 하였다. 그리고 Anderson and Bizjak(2003)과 Bebchuk and Fried(2003)는 경영자가 자신의 보상에 지대한 영향을 미침으로써 주주들에게 잠재적인 비용이 부과된다고 하였으며, Jensen(1993)과 Boyd(1994)는 이사회 내 경영자가 포함되어 있을 경우 이사회 의 효과성을 감소시키기 때문에 경영자의 역할을 분리시켜야 된다고 하였다. 더불어 Sun and Cahan(2009)과 Sun et al.(2009)은 보상위원회의 규모가 클수록 독립적인 사외이사들의 수가 증가되어 경영자에 의한 영향이 작으며 경영자의 이기적인 행동을 억제시키기 위한 기회가 더 많이 주어진다고 하였다. 따라서 보상위원회 내 사외이사비율이 높고, 회색이사의 비율이 낮고, 보상위원회 내 CEO가 포함되어 있지 않고, 보상위원회의 규모(CCSize)가 크다면 보상위원회의 독립성은 증가하게 되어 경영자의 이익조정행위를 감소시키는데 더욱 효과적일

18) 본 연구에서 회색이사는 보상위원회를 포함하고 있는 기업에서 근무한 경험이 있거나 관계기업 또는 계열사 등에서 현재 또는 과거에 임원이었던 경력이 있는 사외이사로 설정하였다.

수 있을 것이라 판단된다. 그러므로 $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ 가 각각 음(-), 양(+), 양(+), 음(-)의 유의한 값을 가진다면 가설 2가 지지된다고 할 수 있다. 또한 서영미(2010)는 사외이사의 전문성이 높을수록 성과-보상 구조에 효과적인 감시가 이루어진다고 하였다. 그리고 Zheng and Cullinan (2009)는 보상위원회에 속한 이사가 감사위원회에도 포함되어 있다면 경영자의 기회주의적인 행동을 판단하고 처리하는데 효과적임을 나타내었다. 또한 Lipton et al.(1992)은 이사회 의 활동성이 증가할수록 기업의 지배구조를 효과적으로 개선시킬 수 있다고 하였다. 따라서 보상위원회 내 회계·세무·재무 등의 전문가 비율(Expert)이 높고, 보상위원회 위원 중 감사위원회를 겸직하고 있는 사외이사비율(GrosAudit)이 높을수록 보상위원회의 전문성이 증가할 것이며, 보상위원회의 모임횟수(Active)가 많다면 보상위원회의 활동성이 증가하여 경영자의 이익조정행위를 감소시키는데 더욱 효과적일 것이다. 그러므로 $\alpha_5, \alpha_6, \alpha_7$ 이 각각 유의한 음(-)의 값을 가진다면 가설 3과 가설4가 지지된다고 할 수 있다.

식 (2)와 식(3)에 사용된 통제변수로는 기업규모(SIZE), 시가-장부비율(MTB), 부채비율(LEV), 당기순이익(NI), 그리고 기업의 손실여부를 나타내는 손실더미(LOSS)변수를 사용하였다. 우선 기업규모 변수인 SIZE의 경우 전통적인 정치적 비용가설에 따라 기업규모가 클수록 투자자나 정부 및 관계기관의 많은 관심과 감시·감독이 증가하여 이익조정을 통한 이익의 상향 보고의 유인이 줄어들 수 있다. 따라서 SIZE의 회귀계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 기대된다. 시가-장부비율을 나타내는 변수인 MTB의 경우 기업이 성장기회가 많다면 보고이익을 증가시키기 위한 경영자의 이익조정 행위가 감소할 것이다. 따라서 MTB의 회귀계수 또한 SIZE와 동일하게 음(-)의 값을 나타낼 것으로 판단된다. 한편 부채비율의 경우 부채계약가설에 따라 기업의 부채비율이 증가할수록 경영자는 자신에게 주어질 불이익을 회피하기 위하여 이익을 상향 조정할 것이다. 따라서 LEV의 회귀계수는 양(+)의 값을 가질 것이라 예측된다. 그리고 손실여부를 나타내는 LOSS의 경우 기업이 손실의 만회하기 위하여 보고이익을 증가시키려는 이익조정이 발생할 것이다. 그러므로 LOSS의 회귀계수는 LEV와 마찬가지로 양(+)의 값을 가질 수 있음을 예상할 수 있다. 마지막으로 NI는 기업의 경영성과를 통제하기 위하여 포함하였다. 이처럼 각각의 통제변수들은 경영자의 이익조정 유인에 영향을 미치는 기업특성 변수로서 독립변수가 종속변수에 미치는 효과 이외에 발생할 수 있는 혼동효과의 가능성을 줄이고 생략변수의 문제점을 통제하기 위하여 사용하였다. 또한 산업더미(IND)와 연도더미의(YEAR)의 경우 그 기업이 속한 각 산업별 차이와 경기변동으로 인한 연도별 차이를 통제하기 위하여 사용하였다.

VI. 표본의 선정 및 검증결과

1. 표본선정

본 연구는 2010년말 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 12월 결산법인 중 2006년부터 2010년까지 다음의 요건을 만족시키는 기업을 표본기업으로 선정하였다.¹⁹⁾

- (1) 비금융업에 속하는 기업
- (2) 2006년부터 2010년까지 분석기간 동안 관리종목대상이나 회사 정리절차가 없었던 기업
- (3) 실증분석에 필요한 재무자료 및 보상위원회와 관련된 자료수집이 가능한 기업

표본의 선정기준 (1)에서 금융업을 제외시킨 것은 금융업종의 경우 금융업회계처리준칙에 따라 재무제표가 작성되어 회계처리방법이 상이하고, 기업의 자본구조, 영업방법, 정부의 규제감독 등의 측면에서 일반 비금융업의 기업들과 차이가 있으므로 특이한 산업 군으로 인한 검증결과의 왜곡을 방지하고 표본간의 비교가능성을 높이기 위함이다. 선정기준 (2)는 기업들 간 비교에 있어 자료의 적정성을 위해 표본기간동안 관리종목이나 회사정리절차가 진행되었던 기업은 표본에서 제외하였으며, 기업들 간의 평가시점에 따른 차이를 제거하기 위해서 12월 결산 기업들만으로 국한시켰다. 마지막으로 선정기준 (3)인 재무자료는 한국상장회사협의회 제공하는 TS2000, 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE database를 통해 수집한다. 그리고 보상위원회설치 기업여부 및 보상위원회의 특성에 대한 자료는 금융감독원의 전자공시시스템(DART System)으로부터 개별기업의 사업보고서를 통하여 구하였다.

<표 1>은 표본의 선정기준 및 결과를 나타내고 있다.

<표 1> 표본선정 기준 및 결과

선정기준	기업-연도수
1. 금융업에 속하지 않는 상장기업(2006년-2010년)	3,410
2. Stock Code가 부여 되지 않은 표본	(16)
3. 상장관리 표본	(40)
4. 12월 결산법인이 아닌 표본	(130)
5. 회계변수의 결측치 제거	(470)
최종 표본으로 선택된 표본수	2,754

19) 본 연구의 주된 연구기간은 2006년부터 2010년까지 이지만 2006년도의 실제 활동 이익조정의 추정치를 사용하기 위해서는 $t-2$ 기의 재무자료가 필요하다. 따라서 본 연구의 실제적인 표본추출기간은 2004년부터 2010년까지이다.

2006년부터 2010년까지 금융업에 속하지 않은 3,410개(기업-연도) 중 Stock Code가 부여되지 않은 표본, 상장관리 표본 그리고 12월 결산법인인 아닌 표본을 제외시키고 회계변수의 결측치를 제거한 후 49개의 산업에서 2,754개(기업-년)의 표본을 확보하였다.

<표 2>는 2006년부터 2010년까지 보상위원회를 설치 한 기업들의 수를 나타낸 것이다. 보상위원회를 설치하는 기업의 수는 2006년 16개 기업에서 2007년 17개 기업, 2008년 19개 기업, 2009년 20개 기업, 그리고 2010년에는 21개 기업으로 점차 증가하고 있다. 그러나 아직까지 전체 상장기업에 비해 그 수가 많이 부족한 실정이다. 본 연구에서 보상기업의 표본수는 93개로 전체 표본의 약 3.4%를 차지하고 있다.

<표 2> 표본 내(內) 보상위원회를 도입한 기업의 연도 및 산업별 분포

산 업 분 류(중분류)	코드	06년	07년	08년	09년	10년	합계
어업	3	1	1	1	1	1	5
담배 제조업	12	1	1	1	1	1	5
코르크, 연탄 및 석유정제품 제조업	19	1	1	1	1	1	5
화학물질 및 화학제품 제조업 ; 의약품 제외	20	0	0	1	1	1	3
고무제품 및 플라스틱제품 제조업	22	1	1	1	1	1	5
1차 금속 제조업	24	1	1	1	1	1	5
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	26	1	1	1	2	2	7
의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	27	2	2	2	2	2	10
기타 기계 및 장비 제조업	29	2	2	3	3	3	13
기타 운송장비 제조업	31	1	1	1	1	1	5
종합 건설업	41	1	1	1	1	1	5
도매 및 상품중개업	46	1	1	1	1	1	5
수상 운송업	50	0	1	1	1	1	4
출판업	58	0	0	0	1	1	2
통신업	61	2	2	2	2	2	10
정보서비스업	63	0	0	0	0	1	1
전문서비스업	71	1	1	1	0	0	3
합 계		16	17	19	20	21	93

2. 기술통계량 및 상관관계 분석

<표 3>은 실증분석에 사용된 주요 변수들에 대한 기술통계량을 연구모형에 따라 구분하여 나타내고 있다.

〈표 3〉 주요변수들의 기술통계량

패널 A : 가설 1의 기술통계량							
변수	평균	표준편차	최소값	25%	50%	75%	최대값
REM	0.0053	0.2155	-1.5778	-0.0974	0.0156	0.1335	0.7532
CC	0.0338	0.1807	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
SIZE	26.4521	1.4901	23.9355	25.3805	26.1292	27.2958	30.7067
MTB	1.1416	1.0159	0.1757	0.5304	0.8155	1.3410	6.1612
LEV	0.4455	0.1884	0.0831	0.3027	0.4542	0.5815	0.8889
NI	0.0357	0.0908	-0.4132	0.0084	0.0402	0.0820	0.2466
LOSS	0.1870	0.3900	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000

주) REM : Cohen et al.(2008)에서 사용된 통합된 실제 활동 이익조정 추정치, CC_{it} : 보상위원회를 도입한 경우에는 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수, SIZE : 기초총자산의 자연대수값, MTB : 시가총액/자본총액, LEV : 총부채/총자산, NI : 순이익/전년도 총자산, LOSS : 당기순손실이면 1, 그렇지 않으면 0

패널 B : 가설 2, 3, 4의 기술통계량							
변수	평균	표준편차	최소값	25%	50%	75%	최대값
REM	-0.1132	0.3887	-1.4607	-0.2870	-0.0509	0.1321	0.5578
OutDir	0.6529	0.3879	0.0000	0.5000	0.7500	1.0000	1.3333
GrayDir	0.0968	0.2122	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
InCEO	0.4624	0.5013	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
CCSize	4.2796	1.2800	2.0000	4.0000	4.0000	5.0000	9.0000
Expert	0.3265	0.3494	0.0000	0.0000	0.3333	0.5000	2.0000
CrossAudit	0.3763	0.3849	0.0000	0.0000	0.2500	0.7500	1.0000
Active	2.0968	2.4275	0.0000	0.0000	1.0000	3.0000	12.0000
SIZE	27.9939	2.2037	24.2464	25.9110	28.4332	29.8388	32.0865
MTB	1.8011	1.2757	0.2462	1.0673	1.3619	2.0515	6.8955
LEV	0.4867	0.1725	0.1697	0.3796	0.5169	0.6002	0.8554
NI	0.0657	0.0942	-0.2562	0.0220	0.0705	0.1120	0.3852
LOSS	0.1398	0.3486	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000

주) REM : Cohen et al.(2008)에서 사용된 통합된 실제 활동 이익조정 추정치, OutDir : 사외이사비율(사외이사수/등기이사 수), GrayDir : 회색이사비율(회색이사 수/사외이사 수), InCEO : 보상위원회 내에 CEO포함 여부(CEO가 소속되어 있으면 1, 아니면 0), CCSize : 보상위원회의 크기(보상위원회에 속한 등기이사 수), Expert : 사외이사 전문가비율(회계·세무·재무 전문가 수/사외이사 수), CrossAudit : 보상위원회 위원 중 감사위원회를 겸직하고 있는 사외이사비율(감사위원회 겸직 사외이사 수/사외이사 수), Active : 보상위원회의 연간 모임 횟수, SIZE : 기초총자산의 자연대수값, MTB : 시가총액/자본총액, LEV : 총부채/총자산, NI : 순이익/전년도 총자산, LOSS : 당기순손실이면 1, 그렇지 않으면 0

우선 연구가설 1에 대한 기술통계치인 패널 A를 살펴보면, 경영자의 이익조정의 측정치인 REM의 경우 평균과 중위수가 각각 0.0053(0.0156)의 값을 보이고 있다. 이를 통해 기업들이 전체적으로 이익을 상향 조정하고 있음을 알 수 있다. 그리고 SIZE, MTB, LEV, NI의 평균은 26.452, 1.142, 0.446, 0.036이고, 중위수는 26.129, 0.816, 0.454, 0.04이다. 이러한 변수들의 평균과 중위수의 차이가 크지 않는 값을 나타내고 있어 표본들의 편중현상으로 인한 정규분포의 가정을 위반하지 않는다고 볼 수 있다. 그리고 당기순손실여부를 나타내는 LOSS의 평균은 0.1870으로 나타나 표본기업의 약 19%정도가 당기순손실을 보고한 것을 알 수 있다. 종합적으로 전체 기업표본을 대상으로 한 패널 A와 경우 전체적으로 선행연구들과 비슷한 값을 가짐으로써 본 연구의 표본추출이 적절하다는 것을 알 수 있다.

한편 <표 3>의 패널 B는 연구가설 2를 검증하기 위한 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 경영자의 이익조정 측정치인 REM의 평균(중위수)이 $-0.1132(-0.0509)$ 로 나타나 이는 전체표본을 대상으로 한 패널 A와는 달리 보상위원회를 도입한 기업들은 평균적으로 이익을 하향 조정하고 있음을 알 수 있다. 그리고 SIZE, MTB, LEV, NI의 변수들은 패널 A와 마찬가지로 평균과 중위수의 차이가 크지 않음을 알 수 있다.

<표 4>는 실증분석에 사용된 주요 변수들 간의 상관관계를 보여준다. 우선 가설 1을 검증하기 위한 변수들의 상관관계를 살펴보면, 패널 A의 경우 보상위원회 도입여부(CC)와 실제활동이익조정(REM)은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계관계를 나타내고 있다. 그리고 가설 2를 검증하기 위한 변수들의 상관관계 분석에서는 보상위원회의 독립성을 나타내는 보상위원회내 사외이사비율(OutDir), 회색이사비율(GrayDir), 보상위원회 내에 CEO포함 여부(InCEO) 및 보상위원회의 크기(CCSize)는 REM과 각각 음(-), 양(+), 양(+), 음(-)의 유의한 상관관계를 나타내고 있다. 그리고 보상위원회 전문성을 나타내는 변수인 사외이사 전문가비율(Expert), 보상위원회 위원 중 감사위원회를 겸직하고 있는 사외이사비율(GrosAudit)과 REM의 상관관계는 예상대로 음(-)의 값을 가지고 있으나 유의한 값을 나타내지 않고 있다. 마지막으로 보상위원회의 활동성을 나타내는 보상위원회의 연간 모임 횟수(Active)는 REM과 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 이러한 결과들은 보상위원회의 독립성과 활동성의 경우 보상위원회의 전문성과 달리 실제 활동 이익조정을 감소시키는데 유의한 영향력을 미칠 수 있음을 나타내고 있다.

한편 패널 A와 패널 B에서 NI와 LOSS간의 상관계수가 각각 -0.693 과 -0.663 으로 나타나 높은 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 패널 B에서는 OutDir와 SIZE간의 상관계수가 0.802 로 매우 높게 나타나 회귀분석시 변수간 다중공선성의 문제에 대한 주의가 필요할 것으로 판단된다.

〈표 4〉 주요변수들의 상관관계

패널 A : 가설 1을 검증하기 위한 주요 변수들의 상관관계(n=2,754)												
변수	REM	CC	SIZE	MTB	LEV	NI	LOSS					
REM	1.000											
CC	-0.103***	1.000										
SIZE	-0.050***	0.189***	1.000									
MTB	-0.136***	0.125***	0.136***	1.000								
LEV	0.211***	0.042**	0.185***	0.175***	1.000							
NI	-0.178***	0.058***	0.162***	0.098***	-0.332***	1.000						
LOSS	0.108***	-0.024	-0.138***	-0.015	0.253***	-0.693***	1.000					

패널 B : 가설 2, 3, 4를 검증하기 위한 주요 변수들의 상관관계(n=93)													
변수	REM	OutDir	GrayDir	InCEO	CCSize	Expert	CrosAudit	Active	SIZE	MTB	LEV	NI	LOSS
REM	1.000												
OutDir	-0.319***	1.000											
GrayDir	0.281***	0.148	1.000										
InCEO	0.209**	-0.718***	-0.272***	1.000									
CCSize	-0.184*	-0.085	-0.161	0.203*	1.000								
Expert	-0.112	0.344***	0.137	-0.236**	-0.205**	1.000							
CrosAudit	-0.055	0.440***	0.005	-0.102	0.084	0.257***	1.000						
Active	-0.494***	0.489***	0.027	-0.377***	0.131	0.260**	0.168	1.000					
SIZE	-0.308***	0.802***	0.217**	0.331***	0.221**	0.562***	0.020	-0.743***	1.000				
MTB	-0.138	0.033	-0.018	0.116	-0.033	0.201*	0.223**	0.054	0.032	1.000			
LEV	0.494***	-0.143	0.143	-0.109	-0.096	-0.297***	0.078	-0.022	-0.180*	-0.022	1.000		
NI	-0.324***	0.215**	0.025	0.236**	0.039	0.356***	0.092	0.033	0.265**	0.529***	-0.449***	1.000	
LOSS	0.135	-0.272***	-0.026	-0.096	0.009	-0.260**	-0.089	0.062	-0.277***	-0.259**	0.118	-0.663***	1.000

주1) 피어슨(Pearson) 상관관계의 결과로 ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.(양측검증)

주2) 변수정의 : <표 3> 참조

3. 가설검증 결과

<표 5>의 패널 A는 본 연구의 연구가설 1의 검증 결과를 제시하고 있다. 우선 모형의 적합도를 나타내는 F-Value가 1% 수준에서 유의하게 나타나 모형의 설정에는 문제가 없는 것으로 판단된다. 그리고 주요 검증결과에 있어, 만약 보상위원회가 감사위원회와 같이 경영자의 기회주의적인 행동에 있어서 효과적인 통제(control) 수단이 된다면 보상위원회가 설치된 기업은 경영자의 이익조정을 감소시킬 수 있을 것이라 예상된다. 따라서 연구모형에서 α_1 의 값이 유의한 음(-)의 값을 가진다면 연구가설 1을 지지한다고 할 수 있다.²⁰⁾ 분석 결과 α_1 이 5% 수준에서 유의한 음(-)값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 보상위원회가 설치된 기업의 경우 실제 활동을 통한 경영자의 이익조정 행위를 감소시킬 수 있음을 의미하므로 본 연구의 가설 1이 지지됨을 의미한다.²¹⁾

그 밖에 통제변수인 기업규모(SIZE)는 통계적 유의성이 나타나지 않았지만, 시가-장부비율(MTB), 부채비율(LEV)의 경우 본 연구에서 예측한 방향과 동일하게 각각 1% 수준에서 음(-)과 양(+)의 유의한 값을 나타내고 있다. 이러한 결과를 통하여 기업의 성장 기회가 많을수록 이익의 하향 조정 유인이 나타나며, 기업의 재무상태가 좋지 않을수록 이익의 상향 조정유인이 나타날 것이라는 예상과 일치함을 알 수 있다. 그리고 순이익(NI) 또한 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내었다. 마지막으로 손실더미(LOSS)는 기업규모(SIZE)와 마찬가지로 유의한 값이 나타나지 않았다. 이는 손실을 만회하기 위하여 보고이익을 증가시키려는 실제 활동 이익조정이

20) 다중공선성의 문제를 파악하기 위하여 VIF값을 살펴본 결과 <표 5>의 패널 A에 나타난 바와 같이 가장 높은 VIF값이 2.2517로 나타나 다중공선성으로 인한 결과 왜곡의 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다.

21) <표 2>에서 살펴본 바와 같이 본 연구의 표본 중 보상위원회를 도입한 기업은 총 93개 기업-년으로 전체표본의 3.4%에 해당하여 미도입기업 수와 많은 차이가 있다. 이러한 차이가 결과에 영향을 미쳤을 가능성을 고려하여 본 연구에서는 동일산업에 속하는 기업 중 자산규모가 비슷한 1개 기업을 통제기업으로 선정하고 추가분석을 실시하였다. 분석결과 CC의 회귀계수가 -0.0842(t-값: -1.98, p-값: 0.0494)로 5% 수준에서 유의한 음(-)값을 보임으로 <표 5>의 패널 A와 차이가 없었다.

한편, 본 연구에서는 가설 1에 추가적으로 실제 활동을 통한 이익조정의 각 구성요소인 비정상 영업현금흐름(AbCFO), 비정상 재량적 비용(AbDISEXP), 비정상 제조원가(AbPROD)를 종속변수로 사용하여 분석을 실시하였다. 분석결과 AbCFO와 AbPROD는 각각 -0.02942(t-값: -3.18, p-값: 0.0015)와 -0.07175(t-값: -4.60, p-값: <.0001)로 1% 수준의 유의한 음(-)의 값을 나타내었으나 AbDISEXP는 유의한 값이 나타나지 않았다. 이는 보상위원회가 실제 활동 이익조정을 억제하는 정도에 있어 세 가지 항목에 따라 차이가 있음을 나타낸다. 이동녕과 박재영(2008)은 경영자보상(특히 현금보상)이 연구개발비와 같은 재량적 비용에 큰 영향을 받지 않는다고 하였다. 그리고 Cohen et al.(2007)은 실제 활동 이익조정에 있어 제조기업의 경우 비제조기업과 달리 가격할인과 과잉생산을 통하여 매출을 증가시키고 제조원가를 감소시키는 방법을 더 많이 이용한다고 하였다. 따라서 본 연구 표본의 72% 정도가 제조기업인 점을 감안한다면 경영자가 재량적 비용을 통한 이익조정에 있어 보상위원회가 이를 억제하는 정도는 비정상 영업현금흐름 및 비정상 제조원가와 차이가 나타날 수 있다고 생각되어 진다.

발생하지 않음을 알 수 있다.

한편 <표 5>의 패널 B는 보상위원회의 질과 이익조정과의 관련성의 검증결과를 나타내고 있다. 선행연구에 의하면 보상위원회의 품질이 좋을 경우 그렇지 않은 기업에 비해 성과-보상간의 관련성이 증가되고, 성과지표에 내포된 경영자의 이기주의적인 행동으로 발생된 부분을 보상에 반영한다고 주장하고 있다. 따라서 본 연구에서 보상위원회의 품질이 좋을 경우, 보상위원회의 독립성, 전문성, 활동성이 증가될수록 사적이득을 추구하기 위한 기대보상 심리를 약화시켜 기회주의적인 동기를 감소시킬 수 있을 꺼라 예상할 수 있다. 검증결과 보상위원회의 독립성을 나타내는 보상위원회내 사외이사비율(OutDir), 회색이사비율(GrayDir), 보상위원회 내에 CEO포함 여부(InCEO) 및 보상위원회의 크기(CCSIZE)의 회귀계수는 예상대로 각각 5%~10%수준에서 음(-), 양(+), 양(+), 음(-)의 유의한 값으로 나타나 보상위원회의 독립성이 높을수록 이익조정이 억제된다는 가설 2가 지지되었음을 알 수 있다.²²⁾ 보상위원회의 전문성의 대용치인 사외이사 전문가비율(Expert), 보상위원회 위원 중 감사위원회를 겸직하고 있는 사외이사비율(GrosAudit)의 회귀계수는 예상과 달리 양(+)의 부호를 나타내었으나 유의한 값을 가지지 못하였다. 따라서 보상위원회의 전문성이 경영자의 이익조정 행위를 감소시킬 것이라는 가설 3은 지지되지 못하였다. 마지막으로 보상위원회의 활동성을 나타내는 보상위원회 연간 모임 횟수(Active)의 회귀계수는 1% 수준에서 음(-)의 유의한 값을 나타내어 보상위원회가 활발하게 활동할 경우 경영자의 이익조정 행위를 감소시킬 것이라는 가설4는 지지되었다.²³⁾

나머지 통제변수에 있어, 부채비율(LEV)과 손실더미(LOSS)를 제외한 나머지 변수는 전체 기업을 표본으로 한 결과와 반대의 결과를 나타내었다. 우선 기업규모(SIZE)의 경우 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내었다. 이러한 결과는 보상위원회를 설치한 기업들이 기업규모 또한 커진다면 그렇지 않은 기업들에 비하여 발생을 통한 이익조정에 더 많은 제약이 가해질 수 있기 때문이라 판단된다. 그리고 시가-장부비율(MTB)은 음(-)의 값을 가지나 통계적으로 유의하지는 않음을 나타내었다.

22) <표 4>의 패널 B에서 살펴본 바와 같이 SIZE와 OutDir간의 다중공선성이 발생할 우려가 있어 VIF값을 살펴본 결과 <표 5>의 패널 B에 나타난 바와 같이 SIZE의 VIF값이 4.9007로 다소 높게 나타났다. 그러나 일반적으로 VIF값이 10이상일 경우 다중공선성으로 인한 결과 왜곡의 문제는 심각하다고 할 수 있으므로 다중공선성의 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 본 연구에서는 보다 결과의 신뢰성과 타당성을 확보하기 위하여 SIZE변수를 제외하고 회귀분석을 실시하였으며, 그 결과 <표 5>의 패널 B와 차이가 없는 것으로 나타나 다중공선성으로 인한 결과 왜곡의 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다.

23) 앞서 기술통계에서 살펴보았듯이 보상위원회를 설치한 기업의 REM 평균과 중위수가 음(-)의 값을 보이고 있다. 이는 보상위원회를 도입한 기업들이 그렇지 않은 기업에 비해 일반적으로 보수적으로 회계처리하고 있음을 나타낸다고 할 수 있다. 따라서 <표 5>의 패널 B에 나타난 결과는 보상위원회의 독립성과 활동성이 높은 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 보다 보수적으로 회계처리하고 있는 것으로 해석할 수도 있다. 이러한 시각을 가지게 해준 심사자에게 감사드린다.

〈표 5〉 회귀분석결과

패널 A : 가설 1의 주요 검증결과

$$REM = \alpha_0 + \alpha_1 CC_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 MTB_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 NI_{it} + \alpha_6 LOSS_{it} + \sum Year + \sum IND + \varepsilon_{it}$$

Variables	예측 부호	Coefficient	t-value	Variance Inflation
INTERCEPT		-0.2050	-2.24**	0.0000
CC	-	-0.0485	-2.16**	1.2500
SIZE	-	-0.0010	-0.35	1.4221
MTB	-	-0.0420	-10.19***	1.3383
LEV	+	0.2647	11.20***	1.5105
NI	?	-0.2749	-4.59***	2.2517
LOSS	+	-0.0171	-1.29	2.0247
IND			포함	
YEAR			포함	
F Value			17.47***	
Adj R-sq			0.2230	
Sample ²⁴⁾			N=2,754(93)	

주1) 변수에 대한 정의 : <표 3>참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.(양측검증)

패널 B : 연구가설 2, 3, 4의 주요 검증결과

$$REM = \alpha_0 + \alpha_1 OutDir_{it} + \alpha_2 GrayDir_{it} + \alpha_3 Expert_{it} + \alpha_4 CrosAudit_{it} + \alpha_5 Active_{it} + \alpha_6 CCSize_{it} + \alpha_7 InCEO_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} + \alpha_9 MTB_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} NI_{it} + \alpha_{12} LOSS_{it} + \sum Year + \sum IND + \varepsilon_{it}$$

Variables	예측 부호	Coefficient	t-value	Variance Inflation
INTERCEPT		-1.5664	-1.88*	0
OutDir	-	-0.2918	-1.67*	4.9568
GrayDir	+	0.4920	3.15**	1.1899
InCEO	+	0.21986	1.87*	3.7614
CCSize	-	-0.0716	-2.53**	1.4218
Expert	-	0.0375	0.30	2.0496
CrosAudit	-	0.1651	1.63	1.6493
Active	-	-0.0459	-2.79***	1.7236
SIZE	-	0.0516	1.69*	4.9007
MTB	-	-0.0135	-0.40	1.9994
LEV	+	0.8604	3.68***	1.7571
NI	?	-0.5722	-0.88	4.0569
LOSS	+	-0.1091	-0.81	2.3855
IND			포함	
YEAR			포함	
F Value			5.45***	
Adj R-sq			0.4361	
Sample			93	

주1) 변수에 대한 정의 : <표 3>참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.(양측검증)

또한 부채비율(LEV)의 경우 1% 수준에서 양(+)의 유의한 값을 보이고 있다. 이는 전체 표본을 대상으로 한 분석 결과와 동일한 것으로 기업의 재무상태가 좋지 않을수록 실제 활동 이익조정을 통한 이익의 상향 조정유인이 나타남을 알 수 있다. 순이익(NI)은 음(-)의 값을 나타내었으나 유의하지 않았다. 손실더미(LOSS)는 패널 A의 결과와 동일하게 유의한 값이 나타나지 않았다. 이처럼 특정 표본(보상위원회를 설치한 기업들)을 대상으로 한 결과가 전체표본을 대상으로 한 결과와 상이하다는 것은 기업의 특성과 상황에 따라 이익조정 수단이 틀려질 수 있음을 나타내는 것으로 판단할 수 있다.

VII. 요약 및 결론

본 연구는 기업에서 경영자를 평가하고 이를 근거로 보상을 책정하는 보상위원회가 경영자를 감시·감독하는 효과적인 지배구조로서의 역할 수행 여부와, 이러한 활동이 보상위원회의 특성, 즉 독립성, 전문성 및 활동성에 따라 차별성이 나타나는지 검증하였다.

검증결과, 첫째, 보상위원회가 도입된 기업의 경우 경영자의 이익조정과 유의한 음(-)의 관계를 발견하였다. 둘째, 보상위원회의 독립성 및 활동성이 높을수록 경영자의 실제 활동 이익조정(REM)과 유의한 음(-)의 관계가 나타남을 확인하였다. 따라서 본 연구의 가설 중 세 번째 가설을 제외한 나머지의 가설은 모두 지지되었다고 할 수 있다. 즉, 보상위원회가 설치된 기업의 경우 경영자의 기회주의적인 행위를 감소시키는데 효과적이며, 이러한 효과성은 보상위원회의 독립성과 활동성에 따라 차별적으로 나타난다고 할 수 있다.

경영자 보상제도가 경영자에게 있어 자신의 노력을 증대시킬 수 있는 동기부여의 수단으로 활용되기 위해서는 무엇보다도 성과-보상제도를 운용하는 독립적인 보상위원회의 필요성이 무엇보다도 중요하다. 그리고 이러한 보상위원회가 효과적으로 운영될수록 소유와 경영의 분리와 함께 주주 및 투자자 중심의 경제체제가 심화되어 가는 현 우리나라의 기업 상황에서 대리인문제를 감소시킬 수 있는 하나의 수단으로써 사적이익을 추구하기 위한 경영자의 기회주의적인 행동을 통제하는데 효과적일 수 있을 것이다. 따라서 기업의 입장에서는 경영자의 동기부여를 통한 주주가치 극대화와 경영 투명성 제고 차원에서 보상위원회의 활용을 적극적으로 검토할 필요가 있으며, 이를 통해 경영자의 사적인 자원효용을 방지하여 기업의 효율적인 자원배분에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 지니고 있다. 첫째, 보상위원회의 도입이 조금씩 증가하고 있으나 충분한 연구를 하기에는 아직 미흡한 수준이며, 더욱이 보상위원회에 대한 자료가 일관성 있게 제시되지 않는 우리나라의 현실상 정보의 정확도에 따라 연구결과의 오차가 발생할 수

24) Sample에 있어서 괄호안의 수는 보상위원회를 도입한 기업들의 표본 수이다.

있다. 둘째, 연구변수로 사용된 이익조정 추정치가 반드시 경영자의 사적이익을 위한 것이 아닐 수 있다. 향후 좀 더 명확한 개념과 기준이 필요할 것으로 생각된다. 이외에도 통제변수를 설정함에 있어 연구결과에 영향을 미칠 수 있는 변수를 생략함으로 인해 연구결과에 다른 영향을 주었을 가능성도 배제하지 못한다.

이러한 한계점에도 불구하고 본 연구는 아직까지 보상위원회에 대한 연구가 미약한 우리나라의 상황에서 경영자보상 제도를 통하여 경영자의 이익조정 행위에 영향을 미치는 보상위원회의 역할을 검증하였다는 점과 이러한 보상위원회가 기업지배구조 개선의 중요한 수단이 될 수 있음을 규명하였다는 점에서 가장 큰 의의를 지닌다. 또한 본 논문의 연구결과 보상위원회가 경영자의 사적인 자원효용을 방지하여 기업의 효율적인 자원배분에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 것을 알 수 있었다. 따라서 보상위원회가 효과적으로 운영된다면 기업의 보상위원회 설치 여부를 통해 기업 정보에 대한 접근가능성이 낮은 투자자들이 기업의 투명성에 대하여 간접적인 판단을 할 수 있을 것이며, 향후 투자자들의 투자의사결정에 도움을 줄 수 있을 것이다. 그리고 소유와 경영의 분리와 함께 주주 및 투자자 중심의 경제체제가 심화되어 가는 현 우리나라의 기업 상황에서 이러한 보상위원회가 대리인문제를 감소시킬 수 있는 하나의 방안으로써 정책적 시사점을 가질 수 있을 것이며, 규제당국과 정책입안자들의 제도보완에 도움이 될 것으로 기대된다.

참고문헌

- 김지홍 · 고재민 · 고윤성. 2008. “적자 회피 및 이익 평준화를 위한 실제 이익조정 활동”. 회계저널 제17권 제4호 : 31 - 63.
- 김태수 · 정순수 · 지성권. 1999. “한국기업에서 경영자보상과 경영성과간의 관계”. 회계학연구 제24권 제2호 : 7 - 115.
- 김해룡 · 하치덕. 2001. “이사회와 최고경영자 보상 : 기존 연구의 검토와 상황적 대리인이론 모형의 제안”. 조직과 인사관리연구 제24권 제2호 : 259 - 290.
- 박애영 · 최서연. 2009. “은행의 소유지배구조가 경영자보상구조에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제22권 제1호 : 149 - 180.
- 박재영 · 이동영. 2009. “재량적 회계처리방법 선택과 CEO 현금보상”. 회계정보연구 제27권 제1호 : 157 - 178.
- 송기신 · 송학준. 2008. “우리나라 임원보상 공시제도의 문제점 및 개선방안에 관한 연구”. 회계연구 제13권 제3호 : 355 - 396.
- 이동녕 · 박재영. 2008. “연구개발비 지출과 경영자 보상”. 한국경영교육학회 2008년도 추계학술발표대회논문집 : 245 - 259.
- 이상철 · 윤종철. 2010. “보상위원회 도입과 독립성이 기업가치에 미치는 영향”. 관리회계연구. 제10권 제2호 : 115 - 149.
- 이상철 · 정명 · 양동훈. 2009. “보상위원회 도입 및 독립성에 영향을 미치는 요인 : 대리인문제와 감시 유인을 중심으로”. 회계저널. 제18권 제4호 : 161 - 186.
- 장석오 · 노현섭. 2004. “경영자보상에 대한 이익조정의 영향—이익구성요소의 유용성을 중심으로”. 산업경제연구 제17권 제6호 : 2605 - 2630.
- 최수미. 2007. “경영자보상체계가 보고이익의 품질에 미치는 영향”. 회계논집 제8권 제1호 : 1 - 14.
- 차승진. 2011. “보상위원회와 성과—보상민감도 사이의 관련성에 대한 연구”. 부산대학교 대학원 석사학위논문.
- 최유원 · 박종국 · 문상혁. 2012. “보상위원회가 경영자보상에 미치는 영향”. 회계정보연구 제30권 제1호 : 205 - 238.
- 황인태. 1995. “경영자보상과 기업성과”. 회계학연구 제20권 제3호 : 107 - 125.
- Anderson, R. and J. Bizjak. 2003. An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay. *Journal of Banking and Finance* 27(7) : 1323 - 1348.
- Ashley, A. S. and S. S. M. Yang. 2004. Executive compensation and earnings persistence. *Journal of Business Ethics* 50 : 369 - 382.
- Baber, W. R., S. Kang and K. Kumar. 1998. Accounting Earnings and Executive Compensation : The Role of Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics* 25(May) : 169 - 193.
- Barkema, H. G. and L. R. Gomez-Mejia. 1998. Managerial compensation and firm performance : A

- general research framework. *Academy of Management Journal* 41(April) : 135–145.
- Balsam, S. 1998. Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation. *Contemporary Accounting Research* 15(Fall) : 229–252.
- Bartov, E. 1993. The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. *The Accounting Review* 63 : 840–855.
- Bebchuk, L. and J. Fried. 2003. Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives* 17 : 71–92.
- Bushee, B. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 : 305–333.
- Boyd, B. k. 1999. Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal* 15 : 335–344.
- Chandar, N., H. Chang and X Zheng. 2012. Does overlapping membership on audit and compensation committees improve a firm's financial reporting quality?. *Review of Accounting and Finance* 11 : 141–165.
- Cheng, S. 2004. R&D expenditures and CEO compensation. *The Accounting Review* 79(April) : 305–328.
- Chowdhury, S. D. and E. Z. Wang. 2009. Institutional Activism Types and CEO Compensation : A Time–Series Analysis of Large Canadian Corporations. *Journal of Management* 39 : 5–36.
- Clinch, G. and J. Magliolo. 1993. CEO compensation and components of earnings in bank holding companies. *Journal of Accounting and Economics* 16(January–July) : 241–272.
- Cohen, D., A. Dey, and T. Lys. 2008. Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre and Post Sarbanes Oxley Periods. *The Accounting Review* 83 : 757–787.
- Colin B. C. and W. L. Jay. 2004. Back to the Drawing Board : Designing Corporate Boards for a Complex World : Harvard Business School Press.
- Canyon, M. M. and L. He. 2004. Executive compensation and CEO equity incentives in Chinese listed firms. Working Paper, Available at : <http://ssrn.com/abstract=1261911>.
- Canyon, M. J. and S. I. Peck. 1998. Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation. *The Academy of Management Journal* 41(April) : 146–157.
- Cook, K. A., G. R. Huston and M. R. Kinney. 2012. Cross–Sectional Variation in Inventory–Based Earnings Management. *Working Paper*.
- Core, J. E., R. W. Holthausen and D. F. Larcker. 1999. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 51(July) : 371–406.
- Coughlan, A. T. and R. M. Schmidt. 1985. Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance : An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7(April) : 73–66.
- Daily, C. M, J. L. Johnson, A. E. Ellstrand and D. R. Dalton. 1998. Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal*

- 41(January) : 209–220.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari and R. L. Watts. 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 25 : 133–168.
- Dechow, P. M., M. Huston and R. Sloan. 1994. The effect of restructuring charges on executives' cash compensation. *The Accounting Review* 69(January) : 138–156.
- Dechow, P. and R. Sloan. 1991. Executive incentives and horizon problem. *Journal of Accounting and Economics* 14 : 51–89.
- Fisher, C. 1986. Organizational socialization : An integrative review. *Research in personnel and Human resource management* 4 : 101–145.
- Gao, P. and R. E. Shrieves. 2002. Earnings Management and Executive Compensation A Case of Overdose of Option and Underdose of Salary. Working Paper, [http : //papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302843](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302843).
- Gaver, J. J. and K. M. Gaver. 1998. The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *The Accounting Review* 73(April) : 235–253.
- Gaver, J. J., K. M. Gaver and J. R. Ausin. 1995. Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics* 19(February) : 3–28.
- Guidry, F., A. J. Leone and S. Rock. 1999. Earnings–based bonus plans and earnings management by business–unit managers. *Journal of Accounting and Economics* 26(January) : 113–142.
- Graham, J. R., C. R. Harvey and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 : 3–73.
- Heard, J. E. 1995. Executive compensation : Perspective of the institutional investor. *University of Cincinnati Law Review* 63 : 749.
- Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on Accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7(April) : 85–107.
- Healy, P. M., S. H. Kang and K. G. Palepu. 1987. The effect of accounting procedure changes on CEOs' cash salary and bonus compensation. *Journal of Accounting and Economics* 9(April) : 7–34.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen. 1999. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting horizons* 13(December) : 365–383.
- Herrman, D., I. Tatsuo and W. E. Tomas. 2003. The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan. *Journal of Accounting Research* 41(March) : 89–108.
- Holthausen, R., D. Larcker and R. Sloan. 1995. Annual Bonus schemes and Manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19(February) : 29–74.
- Huston, M. R., C. I. Wiedman and H. A. Wier. 2003. Cash compensation and earnings' components around CEO turnover : Does the compensation committee see over the horizon. Working Paper, Available at : [http : //papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423541](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423541).

- Huston, M. R., Y. Tian, C. I. Wiedman, and H. A. Wier. 2009. Managing Earnings Management : Compensation Committees' Treatment of Earnings Components in CEOs' Terminal Years. Working Paper, [http : //papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1461932](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1461932).
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 4(October) : 305–360.
- Jones, J, 1991, Earnings Management During Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research* 29(Autumn) : 193–228
- Kensner, I. F. 1988. Directors' characteristics and committee membership : An investigation of type, occupation, tenure, and gender. *Academy of Management Journal* 31 : 66–84.
- Klein, A. 1988. The Journal of Law and Economics. *Journal of Law and Economics* 41 : 275–304.
- Lambert, R. A. and D. F. Larcker. 1987. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contract. *Journal of Accounting Research* 25 (Supplement) : 25–85.
- Lipton, M. and J. W. Lorsch. 1992. Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *University of Cincinnati Law Review* 48 : 59–77.
- Matsunaga, S. R. and C. W. Park. 2001. The Effect of Missing a Quarterly Earnings Benchmark on the CEO's Annual Bonus. *The Accounting Review* 76(3) : 313–332.
- Matsumura, E. M. and J. Y. Shin. 2005. Corporate Governance Reform and CEO Compensation : Intended and Unintended Consequences. *Journal of Business Ethics* 62(2) : 101–113.
- Mobley, M. D. 2005. Compensation Committee Reports Post–Sarbanes–Oxley : Unimproved Disclosure of Executive Compensation Policies and Practices. *Columbia Business Law Review* : 111–190.
- Murphy, K. J. 1985. Corporate Performance and Management Remuneration : An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*. 7(April) : 11–42.
- Murphy, K. J. and P. Oyer. 2003. Discretion in Executive Incentive Contracts : Theory and Evidence. Working Paper, Available at : [http : //papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294829](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294829)
- Newman, H. and H. Mozes. 1999. Does composition of the compensation committee influence CEO compensation practices. *Financial Management* 28 : 41–53.
- Tosi, H. L and L. R. Gomez–Mejia. 1994. CEO Compensation Monitoring and Firm Performance. *The Academy of Management Journal* 37 : 1002–1016
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics* (42) : 335–370
- Schipper, K. 1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons* 3(4) : 91–102.
- Sun, J. and S. Cahan. 2009. The effect of compensation committee quality on the association between CEO cash compensation and accounting performance. *An International Review*, 17(March) :

193–207.

- Sun, J., F. Steven and S. Cahan. 2009. Compensation committee governance quality, chief executive officer stock. *Journal of Banking & Finance* 33(August) : 1507–1519.
- Uzun, S. H., R. Szewczyk and N. Varma. 2004. Board composition and corporate fraud. *Financial Analysts Journal* 60 : 33–43.
- Vafeas, N. 2000. The determinants of compensation committee membership. *Academy of Management Journal* 21 : 397–409.
- Vafeas, N. 2003a. Further Evidence on Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation. *Financial Management* 32 : 53–70.
- Vafeas, N. 2003b. Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance & Accounting* 30 : 1043–1064.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53(January) : 112–134.
- Zang, A. Z. 2006. Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation. Working Paper.
- Zheng, X. and C. P. Cullinan. 2010. Compensation/audit committee overlap and the design of compensation systems. *International Journal of Disclosure and Governance* 7 : 136–152.
- Zhu, Y., G. G. Tian and S. Ma. 2009. Executive Compensation, board characteristics and firm performance in China : the impact of compensation committee. Working Paper, Available at : [http : //ssrn.com/abstract=1460590](http://ssrn.com/abstract=1460590).

A Study on the Relevance between Compensation Committee Characteristics and Real Activity Earnings Management

Yuwon Choi* · Sanghyuk Moon**

— <Abstract> —

This study empirically investigates the effect of compensation committee on earnings management. Especially, we analyzed relation between compensation committee and real-activity earnings management, and examined relation between characteristics of compensation committee and real-activity earnings management. We classify characteristics of compensation committee into independence, competence, and activity level.

The empirical findings by 2,555 listed firms except for financial institutions on Korea Stock Exchange market(2006~2010) are as follows. First, the level of earnings management is significantly lower for firms with compensation committee than firms without it. Second, the level of earnings management of firms with independent compensation committee(as proxied by the rate of outside directors, the rate of gray directors, whether CEO is include in compensation committee and Size of compensation committee) is significantly lower than firms without it. Finally, the level of earnings management of firms with active compensation committee(as proxied by holding number of times of the compensation committee) is significantly lower than firms without it.

This study has some meanings to offer the direct role of compensation committee on earnings management.

<Key words> CEO compensation, compensation committee, earnings management, quality of compensation committee, real-activity earnings management

* Ph. D. Student, School of Business, Yeungnam University, First Author

** Assistant Professor, School of Business, Yeungnam University, Corresponding Author