

외국인임원과 경영자-종업원 보상구조 및 경영성과에 관한 연구

서정화* · 박현영**

<요 약>

본 연구는 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율, 기업성과 간의 관련성을 검토하였다. 2010년부터 2014년까지 대규모기업집단에 소속된 상장기업을 이용하여 실증분석을 수행한 결과는 다음과 같다. 첫째, 이사회 내 외국인임원은 경영자-종업원 보상비율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 이사회 내 외국인임원이 경영성과와 무관한 과도한 경영자 보상을 감소시킴으로써 경영자-종업원 보상비율을 감소시킴을 의미한다. 둘째, 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간의 관련성을 살펴본 결과, 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과 간 $\cap$ 형의 비선형관계를 발견하였다. 이는 경영자-종업원 보상비율이 증가할수록 일정 수준까지는 유능한 경영자를 선임하고, 경영자 및 종업원의 동기를 유발함으로써 경영성과에 긍정적인 영향을 미치나, 경영자-종업원 보상비율이 과도하게 증가하는 경우 오히려 종업원의 상대적 박탈감을 유발하여 경영성과에 부정적인 영향을 미침을 보여준다. 셋째, 이사회 내 외국인임원은 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간 양(+)의 관련성을 강화시키는 것으로 나타났다. 이는 외국인임원이 존재하는 경우 경영자-종업원 보상비율 증가에 따라 종업원의 불공평성 유발로 인한 동기부여가 저해되는 효과보다 유능한 경영자를 선임하고, 경영자 및 종업원을 동기부여하는 효과가 지배적으로 나타나기 때문인 것으로 해석된다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 본 연구는 이사회의 독립성을 제고하는 외국인임원의 역할을 검증하였다는 데서 이사회의 실질적 독립성에 대한 연구들에 기여한다. 또한, 본 연구는 경영자-종업원 보상구조에 대한 연구에 기여한다. 본 연구는 경영자-종업원 보상구조가 경영성과에 상반된 영향을 미칠 수 있기 때문에 기업가치를 제고하기 위하여 이사회의 실질적 독립성이 담보되어야 함을 주장한다는 점에서 정책적으로도 시사점을 가진다.

<주제어> 외국인임원, 이사회 독립성, 경영자-종업원 보상비율, 경영성과

* 연세대학교 박사, suzukiyu81@yonsei.ac.kr, 주저자

** 안양대학교 글로벌경영학과 조교수, hyp1103@anyang.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2019년 7월 30일

게재확정일 2019년 8월 17일

I. 서 론

보상구조란 경제학, 심리학, 경영학의 인사조직 분야에서 주로 다루어진 개념으로, 수직적 보상구조와 수평적 보상구조의 두 가지 형태로 설명된다(Gomez-Mejia et al. 2010). 수직적 보상비율(vertical pay disparity)은 조직의 다른 직급에 따른 보상의 편차를 의미하고, 수평적 보상비율(horizontal pay disparity)은 동일 직급 내 보상의 편차를 의미한다(Shin et al. 2015). 회계학 분야에서는 수직적 보상구조가 주로 연구되고 있으며, 학계 뿐 아니라 규제기관, 언론 등에서도 큰 관심을 가지고 있다. 2015년 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission ; SEC)는 모든 상장 법인들로 하여금 경영자 보상과 종업원 보상의 중위수 값의 비율을 공시하도록 하였으며(Dodd-Frank Act Section 953(b)), 한국은 미국보다 앞서 경영자 보상 및 종업원 보상의 평균을 의무공시하고 있다.

경영자 보상은 경영자에게 주주의 가치를 극대화하기 위한 동기를 부여함으로써(Holmstrom 1979) 기업가치에 중요한 영향을 미칠 수 있으므로 기업들은 효율적인 보상 구조를 갖추어야 한다. 기업들의 보상구조 결정에 있어 상당한 제약이 발휘될 수 있으므로(Gerhart and Milkovich 1990), 적절한 보상구조를 설계하기 위한 지배구조의 역할은 매우 중요하다. 특히 이사회는 경영자 보상을 설계하고, 주주총회에서 승인된 한도 내에서 보상을 결정하는 역할을 담당하기 때문에(이상철 등 2009), 경영자의 보상을 결정하는 데 있어 매우 중요한 역할을 수행한다(Boyd 1994). 기업지배구조원에서도 투명하고 합리적인 보상정책을 설계하고 운영함으로써 기업의 장기 발전을 도모하기 위하여 이사회의 역할이 중요함을 강조하고, 기업지배구조 개선을 유도하고 실무적인 도움을 제공하고자 ‘보상위원회 가이드라인’을 발간한 바 있다(보상위원회 가이드라인 2008). 이와 같이 학계 및 실무에서 경영자 보상 결정에 있어 이사회 역할의 중요성을 강조하고 있음에도 불구하고, 다음의 신문기사는 독립성이 결여된 이사회가 그 역할을 적절히 수행하지 못함을 비판한다.

“국내 상장사 가운데 실적이 나빠졌는데 연봉을 10% 이상 올린 경영자가 많은 것으로 확인됐다. 일부 사주 일가는 사내에서 특별한 직책을 맡지 않으면서 최고경영자(CEO)보다 연봉을 더 받았다. 이사회를 장악한 경영진이 성과 분배를 왜곡한다는 비판이 나온다. 중앙일보가 금융정보업체 에프앤가이드 자료를 토대로 국내 주식시장에 상장된 2103개사를 전수 조사한 결과 이같이 나타났다. 2016년보다 2017년 연간 기업실적이 악화했는데도, 지난해 최고위급 경영진에게 5억원 이상의 보수를 지급한 기업이 312개사에 달했다. 금융감독원 성과보상체계모범규준은 2018년부터 5억원 이상의 보수를 받는 임직원의 개인별 보수를 기재하도록 규정하고 있다. 전년도 실적이 나쁘면 경영 성과에 책임이 있는 최고위급 경영자도 다음해 월급이 줄어드는 게 일반적이다. 하지만 이들 기업 중 49개사(11.7%)는 경영자 연봉을 10% 이상 인상했다.…”(생략)

[중앙일보 2019.4.23] 실적 죽썰도 연봉 올린 경영인…권진혁·조현준·강환구 ‘톱3’”

학연, 지연, 혈연 등의 사회적 연결관계를 중시하는 한국에서는 사내이사와 유대관계가 있는 사외이사를 임명함으로써 이사회의 감시기능을 약화시킨다(강윤식과 국찬표 2012 ; 김재경과 신진영 2016). 특히 독립적이지 못한 이사회는 경영자에게 우호적인 보상을 지급하는 것으로 보고되었다(Crystal 1991 ; Core et al. 1999 ; Chalmers et al. 2006 ; Hwang and Kim 2009).

본 연구는 이사회의 독립성을 제고하는 수단으로써 외국인임원의 역할에 주목한다. 국제화되어가는 경영 환경 하에서 글로벌 리더에 대한 수요가 증가하고 있으며(Black et al. 2013), 국제적 경험과 지식을 보유한 외국인임원들은 기업 의사결정에 있어 전문적 자문기능을 수행한다(Masulis et al. 2012 ; Erhardt et al. 2003). 외국인임원의 영입은 이사회의 전문성 뿐 아니라 이사회의 독립성 또한 제고한다(Ruigrok 2007). 특히 국내기업에서 외국인임원은 다른 이사회 구성원들에 비해 혈연, 학연, 지연에서 벗어나 경영자의 입김으로부터 더 독립적이므로(김창수 2006), 감시 역할을 보다 효과적으로 수행할 것으로 기대된다. 최근 신문기사들 역시 기업들이 외국인임원을 선임함으로써 이사회의 전문성과 독립성을 높이고 있으며, 이에 따라 국내외에서 해당 기업들의 투명한 경영을 높게 평가할 것임을 강조한 바 있다(‘사외이사에 첫 외국인 ... 투명한 경영, 국내외에서 높게 평가’ 조선일보 2019.3.5., ‘이사진 전문·다양·독립성 강화하는 현대차’ 매일경제 2019.2.26.).

본 연구는 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율, 경영성과 간의 관련성을 살펴본다. 2010년부터 2014년까지 대규모기업집단에 소속된 기업 중에서 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 표본으로 선정하였다. 대규모기업집단 소속 기업 즉, 재벌기업을 표본으로 선정한 이유는 가족지배형태의 재벌기업은 최고경영자가 지배주주인 경우가 많고, 이사회 내 혈연으로 인한 유대 관계가 강하게 존재함에 따라 외국인임원 선임으로 인한 이사회 독립성 제고 효과가 더욱 중요할 것으로 기대되기 때문이다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 이사회 내 외국인임원은 경영자-종업원 보상비율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 이사회 내 외국인임원이 경영성과와 무관한 과도한 경영자 보상을 감소시킴으로써 경영자-종업원 보상비율을 감소시킴을 의미한다. 즉, 외국인임원 선임으로 실질적 독립성이 제고된 이사회는 경영자에게 우호적인 보상을 제공하기보다, 종업원의 불공평성, 상대적 박탈감을 유발하지 않으면서 경영자의 동기를 부여할 수 있는 효율적인 보상을 제공한다는 것이다. 둘째, 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간의 관련성을 살펴본 결과, 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과 간 $\cap$ 형의 비선형관계를 발견하였다. 이는 경영자-종업원 보상비율이 증가할수록 일정 수준까지는 유능한 경영자를 선임하고, 경영자 및 종업원의 동기를 유발함으로써 경영성과에 긍정적 영향을 미치나, 경영자-종업원 보상비율이 과도하게 증가하는 경우 오히려 종업원의 상대적 박탈감을 유발하여 경영성과에 부정적인 영향을 미침을 보여준다. 셋째, 이사회 내 외국인임원은 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간 양(+)의 관련성을 강화시키는 것으로 나타났다. 이는 외국인임원이 존재하는 이사회는 종업

원에게 이사회 독립성 및 그로 인한 공정하고 투명한 경영자 보상 설계라는 시그널을 제공함으로써, 경영자-종업원 보상비율 증가에 따라 종업원의 동기부여 저해 효과보다, 경영자 및 종업원의 동기부여 효과가 지배적으로 나타나기 때문인 것으로 해석된다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 이사회 독립성에 대한 연구들에 기여한다. 기업들이 사외이사 비중에 대한 상법 규정을 준수함으로써 외관상 독립성을 갖추고 있음에도 불구하고, 이사회 내의 혈연, 지연, 학연으로 인하여 실질적 독립성이 훼손되고 있음이 지적되고 있다. 이에 다수의 선행연구들은 실질적 독립성이 훼손된 이사회가 경영자의 기회주의적 행위에 대한 감시 기능을 적절히 수행하지 못하고 궁극적으로 기업가치에 부정적 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이러한 상황에서 본 연구는 외국인임원이 이사회 독립성을 제고함으로써 보상구조 및 경영성과에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 보여준다. 최근 외국인 임원의 비중이 증가하고, 이들의 활동 영역 또한 확대되고 있는 상황에서 본 연구의 결과는 정책적으로도 시의적절하다고 볼 수 있다. 둘째, 본 연구는 경영자-종업원 보상구조에 대한 연구에 기여한다. 경제적 및 행동적 관점에서 경영자-종업원 보상구조가 경영자와 종업원에 대한 동기부여 뿐 아니라 그로 인한 경영 성과에 중요한 영향을 미칠 수 있음에도 불구하고, 데이터의 한계로 이에 대한 실증 연구가 부족한 상황에서 본 연구는 실증 증거를 더한다. 경영자-종업원 보상비율은 경영성과에 상반된 영향을 미칠 수 있기 때문에, 기업가치를 제고하기 위해서 경영자의 보상을 설계하고 결정하는 독립적인 이사회 역할이 중요함을 주장한다는 점에서 본 연구는 정책적으로도 유용하다.

본 연구의 구성은 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 선행연구를 살펴보고, 제Ⅲ·Ⅳ장에서는 본 연구의 연구가설 및 연구모형을 설계한다. 제Ⅴ장에서는 연구모형의 실증분석 결과를 제시할 것이며, 마지막으로 제Ⅵ장에서 본 연구의 결론을 기술하고자 한다.

Ⅱ. 선행연구

1. 외국인임원에 관한 선행연구

최근 이사회 독립성의 중요한 이슈 중 하나로 이사회 다양성에 대한 관심이 증가하고 있다. 선행연구에 따르면 이사회 구성이 다양해질수록 이사회 독립성이 증가하고(Carter et al. 2008), 지식, 기술 그리고 기능의 다양성은 기업의 의사결정에 긍정적인 영향을 미친다(Milliken and Martins 1996 ; Brancato and Patterson 1999). 이에 따라 최근 많은 기업들은 국적, 성별, 나이, 학력, 경력 등이 서로 다른 임원들로 이사회를 구성함으로써 그 다양성을 증가시키는 추세이다.

외국인 직접투자 뿐 아니라, 다국적 기업이 증가함으로써 해외 인력의 채용이 증가하는 추세

이다. 글로벌화 되어가는 경영 환경 하에서 글로벌 리더에 대한 수요가 증가하고 있으며(Black et al. 2013), 초국가적인 노동시장이 형성되고 있다(Whitley 2005). 기업들은 이사회의 구성원으로 글로벌 감각을 지닌 인재를 고용하여 글로벌화 되어가는 경영 환경에 대처하고자 한다(Sanders and Carpenter 1998). 이러한 경영 환경 하, 학계에서는 외국인 투자자의 역할을 넘어(고윤성과 서영미 2014 ; 안윤영 2006 ; 이만호와 노준화 2006) 이사회의 국적 다양성과 경영성과간의 관련성에 대한 연구가 활발하게 이루어지고 있다(Gomez-Mejia and Palich 1997 ; Gong 2003 ; Kirkman et al. 2006). Tihanyi et al.(2000)은 경영자 국적의 다양성이 기업의 국제적 다각화수준과 양(+)의 관련성이 있음을 보고하였고, Carpenter et al.(2003)은 이사회의 구성원이 국제 경험이 있는 경우 더욱 글로벌 전략을 추진함을 발견하였다. Oxelheim et al.(2003)은 영미권 외국인임원과 기업가치 간 양(+)의 관련성을 발견하였으며, Cater et al.(2008) 또한 인종의 다양성과 기업가치 간 양(+)의 관련성을 보고하였다. 이사회의 다양성은 폭 넓은 자원과 지식을 가용케 함으로써 기업의 의사결정에 영향을 미치며(Milliken and Martins 1996), 국제적 경험 및 지식을 보유한 외국인임원들은 기업 의사결정에 있어 전문적 자문기능을 수행한다(Masulis et al. 2012 ; Erhardt et al. 2003).

뿐만 아니라 Ruigrok(2007)은 스위스 기업을 대상으로 외국인임원이 이사회의 독립성을 높일 수 있는지를 검증하였는데, 주요주주이거나 기업의 요직을 맡고 있는지 여부, 사업적 이해관계가 있는지 여부 등으로 독립성을 측정한 결과, 이사회 내 외국인임원이 내국인임원보다 이해관계가 적고 독립성이 높다는 결과를 보고하였다. 국내기업에서 외국인임원은 다른 구성원들에 비해 혈연, 학연, 지연에서 벗어나 경영자의 영향력으로부터 더 독립적이다(김창수 2006). 이에 이상철과 김중화(2009)는 외국인임원이 존재하는 경우, 대리인 비용이 감소하고 기업가치는 증가함을 보였다. 이와 같이 이사회 내 외국인 임원은 이사회의 전문성과 독립성을 향상시킬 것으로 기대된다(Choi et al. 2012).

2. 경영자-종업원 보상비율에 관한 선행연구

조직 내 경영자 및 종업원에 대한 보상 간에는 편차가 존재한다. 수직적 보상구조란 조직 내에서 직급에 따라 달라지는 보상의 분포를 의미하고, 수평적 보상구조란 같은 직급 내에서 동료에 비해 달라지는 보상의 분포를 의미한다(Gomez-Mejia et al. 2010 ; Shin et al. 2015). 회계에서는 수평적 보상구조보다는 수직적 보상구조에 초점을 두고 연구가 진행되어 왔다. 경영자-종업원 보상비율이 경제적 관점(economic perspective)에서, 그리고 행동적 관점(behavioral perspective)에서 경영성과에 유의한 영향을 미칠 것으로 기대됨에도 불구하고, SEC에서 2017년부터 경영자-종업원 보상비율을 공시하도록 함(Dodd-Frank Act Section 953(b))에 따라 관련 선행연구가 거의 존재하지 않는다.

국내 데이터를 이용한 선행연구로 지성권과 신성욱(2003)은 경영자-종업원 보상비율과 경영성과, 종업원에 대한 경영자의 상대적 생산성 및 기업의 투자기회 집합의 크기 간 양(+)의 관계가 존재함을 보였다. 즉, 경영성과가 높을수록, 종업원에 비해 경영자의 생산성이 높을수록, 투자기회집합의 크기가 클수록 경영자와 종업원 간 보상의 편차가 증가함을 발견하였다. 또한 지성권 등(2004)은 추가적으로 경영환경의 불확실성, 무형자산의 가치, 노동조합의 영향력, 조직구조의 복잡성 등이 경영자와 종업원의 보상구조에 유의한 영향을 미치고 있다는 결과를 제시하였다. 최근 Shin et al.(2015)은 국내 데이터를 이용하여 경영자-종업원 보상비율의 결정요인을 연구하였다. 이들은 규모가 크고, 부채비율이 작고, 성장성이 높을수록 보상비율이 높고, 재벌소속기업이거나, 지배주주의 주식비중이 높을수록, 이사회 효율성이 낮을수록 보상비율이 높음을 발견하였다.

III. 연구가설

기업들은 경영자 및 종업원에 대한 상대적인 보상의 분포 즉, 보상구조를 결정할 때 상당한 재량을 발휘할 수 있으므로(Gerhart and Milkovich 1990), 적절한 보상구조를 설계하기 위한 기업지배구조의 역할이 매우 중요하다. Shin et al.(2015)은 기업지배구조의 취약성이 높을수록 경영자-종업원 보상비율이 높음을 발견함으로써, 적절한 보상구조의 결정에 있어 기업지배구조의 중요성을 강조하였다. 특히 이사회에서 경영자의 보상을 결정하는 바, 경영자의 이사회에 대한 협상력(bargaining power)에 따라 경영자의 보상 수준은 달라질 수 있다. Core et al.(1999)은 이사회 독립성이 약할수록 경영자의 초과보상이 증가함을 발견하였고, Bebchuk et al.(2002)은 경영자의 영향력이 클수록 경영자의 초과보상이 증가함을 주장하였다.

이처럼 이사회 특성은 경영자의 보상에 유의한 영향을 미치나(Core et al. 1999 ; Cyert et al. 1997), 이사회 독립성과 경영자 보상 및 경영자-종업원 보상비율 간의 관련성을 연구한 선행연구들은 일관된 결과를 보여주지 못한다. 김준철 등(2005)은 경영자 보상과 이사회 독립성 간 유의한 음(-)의 관계를 관찰한 반면, Finkelstein and Hambrick(1989)은 이들 간 유의한 관계가 존재하지 않는다는 실증분석 결과를 제시하였다. 특히 Shin et al.(2015)은 이사회 효율성은 유의하게 경영자-종업원 보상비율을 감소시키지만, 사외이사비율로 측정한 이사회 독립성은 경영자-종업원 보상비율에 유의한 영향을 미치지 않음을 발견하였다. 이와 같이 혼재된 선행연구 결과들에 대하여 Krishnan et al.(2011)은 사외이사비율이 무조건적으로 이사회 실질적인 독립성과 연관된 것으로 보기 어려움을 지적하였다. 특히 학연, 지연, 혈연 등을 중시하는 한국에서는 사내이사와 유대관계가 있는 사외이사를 임명할 가능성이 높으므로, 사외이사비율이 이사회 독립성을 충분히 측정한다고 보기 어렵다.

한편, Hwang and Kim(2009)은 이사회 내 사회적 연결관계와 경영자 보상 수준 간 유의한 양(+)의 관련성을 발견하고, 우호적인 사외이사가 경영자에게 높은 보상을 제공한다고 주장하였다. 본 연구는 이사회의 실질적인 독립성을 제고하는 수단으로 이사회 내 외국인임원의 역할에 주목한다. 외국인임원은 내국인임원보다 기업과 이해관계가 적으며(Ruigrok 2007), 학연, 지연, 혈연에서 벗어나 경영자의 영향력으로부터 더 독립적이다(김창수 2006). 또한 외국인임원은 이사회의 구성을 다양화함으로써 이사회의 독립성을 제고할 것으로 기대된다(Choi et al. 2012). 이에 외국인임원 보유로 인해 실질적인 독립성이 제고된 이사회는 경영자에게 우호적인 보상을 제공하기보다, 적절한 동기부여 수단으로 효율적인 보상을 제공할 것으로 기대된다. 따라서 이사회 내 외국인임원은 과도한 경영자 보상을 감소시킴으로써 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율은 음(-)의 관련성을 가질 것으로 기대되며, 다음과 같이 가설 1을 수립한다.

가설 1 : 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율은 음(-)의 관련성을 가질 것이다.

경제적 관점에서는 경영자-종업원 보상비율의 긍정적 측면이 강조된다. 경영자-종업원 보상비율이 높을수록 낮은 직급의 종업원들에게는 승진하고 더욱 높은 보상을 지급받기 위하여 열심히 일할 동기가 부여된다(Lazear and Rosen 1981 ; Green and Stokey 1983). 또한 기업은 유능한 경영자를 선임할 수 있으며, 경영자에게 높은 보상을 지급함으로써 최대의 노력을 이끌어 낼 수 있다(Bloom and Michel 2002). Jensen and Meckling(1976)은 경영자에게 능력과 성과에 부합하는 보상을 제공함으로써 경영자가 최고의 능력을 발휘하도록 함으로써 궁극적으로 기업 가치를 제고할 수 있다고 주장한다.

행동적 관점에서는 경영자-종업원 보상비율의 부정적 측면을 고려한다. 행동적 관점의 경영자-종업원 보상비율은 공정성 이론(justice and fairness-equity theory), 상대적 박탈이론(relative deprivation theory), 사회적 비교이론(social comparison theory) 등으로 설명된다(Adams 1965 ; Martin 1979 ; Festinger 1954). 종업원들이 자신의 보상을 경영자의 보상과 비교함으로써 불공평성, 상대적박탈감 등을 느끼고, 이에 따라 태도 및 행동에 영향을 미치게 된다는 것이다(Wade et al. 2006). 즉, 높은 경영자-종업원 보상비율은 낮은 직급의 종업원들의 충성심, 협력심 등을 저해하여 동기부여에 부정적 영향을 미친다.

이처럼 높은 경영자-종업원 보상비율은 효율적인 동기부여를 유도하고 유능한 경영자를 보유할 수 있게 하는 긍정적인 측면도 있으나, 오히려 불공평성을 유발함으로써 동기부여를 저해하는 부정적인 측면도 있다. 따라서 공평성을 해치지 않는 수준에서 적절히 동기부여를 제공할 수 있는 보상구조가 설계되어야 한다. 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간 상반된 주장이 양립하므로, 본 연구는 이들 간의 관련성을 비선형으로 예측한다. 즉, 경영자-종업원 보상비율은 일정한 수준까지는 경영성과를 향상시킬 수 있으나, 지나치게 높은 경영자-종업원 보상비율은 오히려 경영성과를 감소시킬 것으로 기대되며, 다음과 같이 가설 2를 수립한다.

가설 2 : 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과 간 $\cap$ 형의 비선형관계가 존재할 것이다.

이사회는 경영자 보상을 설계하고, 주주총회에서 승인된 한도 내에서 보상을 결정하는 역할을 담당하기 때문에(이상철 등 2009), 경영자의 보상구조를 결정하는 데 있어 중요한 역할을 수행한다(Boyd 1994). 따라서 효율적인 경영자 보상을 설계하기 위하여 이사회역의 역할이 중요하며, 특히 이사회역의 의사결정 주체인 이사회 구성원들 각각이 어떠한 사람들인지 또한 매우 중요하다(Bear et al. 2010 ; Johnson and Greening 1999 ; Post et al. 2011). 최근 한국에서는 혈연, 지연, 학연 등의 관계가 있는 사외이사를 선임함으로써 이사회의 실질적 독립성이 훼손된다는 문제점이 꾸준히 제기되어 왔다. 친밀도가 높은 사외이사를 선임한 경우, 경영자가 수월하게 자신의 의견을 관철시킬 수 있기 때문이다(서정일 등 2011). 경영자 보상은 경영자가 이사회나 사외이사들에 대해 갖는 협상력에 따라 달라질 수 있는 바(Shin et al. 2015), 실질적 독립성이 저해된 이사회에서는 경영자의 협상력이 강해질 것으로 기대된다. 그로 인해 경영자에게 과도한 초과보상이 주어지게 되고, 경영자와 종업원 간의 큰 보수 격차는 종업원의 동기부여를 저해함으로써(Wade et al. 2006) 경영성과에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

그러나 외국인임원은 학연, 지연, 혈연에서 벗어나 경영자의 영향력으로부터 더 독립적이며(김창수 2006), 외국인임원은 경영 감시에 중요한 역할을 수행한다(Sachs and Warner 1995). 따라서 외국인임원으로 인해 다양성과 독립성이 제고된 이사회는 사회적 연결관계로 인하여 실질적 독립성이 훼손된 이사회와 달리 기업가치 제고에 기여한 것 이상으로 경영자에게 과도한 보상을 지급할 가능성이 낮다. 또한, 외국인임원의 영입은 개선된 지배구조에 대한 정보를 시장에 전달할 뿐 아니라(Oxelheim and Randoy 2003) 개선된 지배구조로 인하여 공정한 경영자 보상이 이루어졌음에 대한 신호를 종업원에게도 전달함으로써, 경영자에게 높은 보상이 이루어졌다 할지라도 그로 인한 종업원의 불공평성이 상대적으로 낮을 것으로 기대된다. 따라서 이사회 내 외국인임원이 존재할 때 경영자에게 높은 보상을 지급함으로써 경영자-종업원 보상비율이 높은 경우, 종업원의 불공평성 유발로 인한 동기부여가 저해되는 효과보다 유능한 경영자를 선임하고, 경영자 및 종업원을 동기부여 하는 효과가 지배적임으로써 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 이에 이사회 내 외국인임원은 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간 양(+)의 관련성을 강화시킬 것으로 기대되며, 다음과 같이 가설 3을 수립한다.

가설 3 : 외국인임원은 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과 간 양(+)의 관련성을 강화시킬 것이다.

IV. 연구모형

1. 연구표본

본 연구는 2010년부터 2014년까지 대규모기업집단에 소속된 기업 중에서 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 표본으로 선정하였다. 대규모기업집단에 소속된 기업을 대상으로 분석한 이유는 가족지배형태의 재벌기업은 최고경영자가 지배주주인 경우가 많음에 따라 이사회 내 외국인임원으로 인한 이사회 독립성 제고 효과가 비재벌기업인 경우보다 더욱 중요하게 나타날 것으로 기대되기 때문이다. 표본의 동질성을 유지하기 위하여 결산월이 12월말이 아닌 기업-년도를 제외하였고, Fn-Guide 데이터베이스에서 경영자-종업원 보상비율 및 차기 경영성과와 그 외 통제변수를 산출하기 위한 자료를 확보할 수 없는 기업-년도를 제외하였다. 표본선정과정은 아래 <표 1>에 제시하였으며, 이러한 조건을 모두 만족시키는 본 연구의 최종 표본은 776개 기업-년도이다.

<표 1> 표본선정과정

표본선정과정	표본수
2010년부터 2014년까지 대규모기업집단 소속 기업-년도	1,140
결산월이 12월말이 아닌 기업-년도	(95)
경영자-종업원 보상비율을 산출할 수 없는 기업-년도	(146)
경영성과 또는 통제변수를 산출할 수 없는 기업-년도	(123)
최종 표본	776

2. 실증분석모형

본 연구의 가설 1은 이사회 내 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율 간의 관련성을 검증하는 것이다. 가설 1을 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 MULTIPLE_t = & \beta_0 + \beta_1 FORBOD_t + \beta_2 BOD_t + \beta_3 OUT_t + \beta_4 OWN_t + \beta_5 FOR_t \\
 & + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 MB_t + \beta_9 VOL_t + \beta_{10} DIVERSE_t \\
 & + \beta_{11} indMULTIPLE_t + Year Dummies + \epsilon_t
 \end{aligned} \quad (1)$$

변수정의

$MULTIPLE$ = 경영자-종업원 보상비율(=사내이사 1인당 평균보수/직원 1인당 평균보수);
 $FORBOD$ = 이사회 내 외국인임원 수;
 BOD = 이사회 구성원 수;

<i>OUT</i>	=사의이사비용 ;
<i>OWN</i>	=최대주주 지분율 ;
<i>FOR</i>	=외국인주주 지분율 ;
<i>SIZE</i>	=기업규모(=ln(총자산)) ;
<i>LEV</i>	=부채비율(=총부채/총자산) ;
<i>MB</i>	=주가-장부가치비율(=시가총액/순자산) ;
<i>VOL</i>	=연간 일별 주가수익률의 표준편차 ;
<i>DIVERSE</i>	=사업다각화정도(=1/상위 3개 상품의 시장점유율 제곱의 합계) ;
<i>indMULTIPLE</i>	=산업평균 경영자-종업원 보상비율

모형 (1)의 종속변수는 경영자-종업원 보상비율(*MULTIPLE_t*)이고, 관심변수는 이사회 내 외국인임원수(*FORBOD_t*)이다. 본 연구의 가설 1에 따라 이사회 내 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율 간 음(-)의 관련성이 존재한다면, β_1 의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 통제변수는 Shin et al.(2015) 등 선행연구를 참조하였다. 경영자-종업원 보상비율에 영향을 미치는 정치적 요인(political determinants)으로 이사회 크기(*BOD_t*), 이사회 독립성(*OUT_t*), 최대주주 지분율(*OWN_t*) 및 외국인주주 지분율(*FOR_t*)을 포함하였다(David et al. 1998 ; Core et al. 1999 ; Bae et al. 2002 ; Hartzell and Starks 2003 ; Larcker and Tayan 2011 ; Shin et al. 2015). 또한, 경영자-종업원 보상비율에 영향을 미치는 경제적 요인(economic determinants)으로 기업규모(*SIZE_t*), 부채비율(*LEV_t*), 시장-장부가치비율(*MB_t*), 주식수익률의 변동성(*VOL_t*), 사업다각화정도(*DIVERSE_t*), 산업평균 경영자-종업원 보상비율(*indMULTIPLE_t*)을 포함하였다(Black et al. 2014 ; Bloom and Michel 2002 ; Core et al. 1999 ; Shin et al. 2015). 산업평균 경영자-종업원 보상비율을 포함함에 따라 산업터미는 포함하지 않고, 연도터미만을 포함하였다.

본 연구의 가설 2는 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과의 관련성을 검토하는 것이다. 가설 2를 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 ROA_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 MULTIPLE_t + \beta_2 MULTIPLE_t^2 + \beta_3 ROA_t + \beta_4 SIZE_t \\
 & + \beta_5 LEV_t + \beta_6 MB_t + \beta_7 VOL_t + Year Dummies \\
 & + Industry Dummies + \epsilon_t
 \end{aligned} \tag{2}$$

변수정의

<i>ROA</i>	=총자산이익률(=당기순이익/총자산) ;
<i>MULTIPLE</i>	=경영자-종업원 보상비율(=사내이사 1인당 평균보수/직원 1인당 평균보수) ;
<i>SIZE</i>	=기업규모(=ln(총자산)) ;
<i>LEV</i>	=부채비율(=총부채/총자산) ;
<i>MB</i>	=주가-장부가치비율(=시가총액/순자산) ;
<i>VOL</i>	=연간 일별 주가수익률의 표준편차

모형 (2)의 종속변수는 차기 경영성과를 나타내는 수익성(*ROA_{t+1}*)이고, 관심변수는 경영자-종업원 보상비율(*MULTIPLE_t*) 및 경영자-종업원 보상비율의 제곱항(*MULTIPLE_t²*)이다. 경영자-

—종업원 보상비율과 경영성과 간 비선형 관계를 검증하기 위하여 경영자—종업원 보상비율의 제곱항을 포함하였다. 경영자—종업원 보상비율과 경영성과 간 $\cap$ 형의 비선형관계가 존재한다면, β_1 의 회귀계수값은 유의한 양(+)의 값을, β_2 의 회귀계수값은 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 통제변수는 선행연구를 참조하여 기업규모($SIZE_t$), 부채비율(LEV_t), 시장—장부가치비율(MB_t), 주식수익률의 변동성(VOL_t)과 당기 수익성(ROA_t)을 포함하였다(Barber and Lyon 1996 ; Larcker 2003 ; Core et al. 1999 ; Rajgopal and Srinivasan 2006 등).

본 연구의 가설 3은 외국인임원이 경영자—종업원 보상비율과 차기 기업성과 간 양(+)의 관련성을 강화시키는지를 검증하는 것이다. 가설 3을 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} ROA_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 MULTIPLE_t + \beta_2 MULTIPLE_t^2 + \beta_3 MULTIPLE_t \times FORBOD_t \\ & + \beta_4 MULTIPLE_t^2 \times FORBOD_t + \beta_5 FORBOD_t + \beta_6 ROA_t \\ & + \beta_7 SIZE_t + \beta_8 LEV_t + \beta_9 MB_t + \beta_{10} VOL_t \\ & + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \epsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

변수정의

ROA	= 총자산이익률(=당기순이익/총자산) ;
$MULTIPLE$	= 경영자—종업원 보상비율(=사내이사 1인당 평균보수/직원 1인당 평균보수) ;
$FORBOD$	= 이사회 내 외국인임원 수 ;
$SIZE$	= 기업규모(=ln(총자산)) ;
LEV	= 부채비율(=총부채/총자산) ;
MB	= 주가—장부가치비율(=시가총액/순자산) ;
VOL	= 연간 일별 주가수익률의 표준편차

모형 (3)의 종속변수는 차기 경영성과를 나타내는 수익성(ROA_{t+1})이고, 관심변수는 경영자—종업원 보상비율과 이사회 내 외국인임원 간의 상호작용항($MULTIPLE_t \times FORBOD_t$)이다. 가설 3에 따라 외국인임원이 경영자—종업원 보상비율과 차기 기업성과 간 양(+)의 관련성을 강화시킨다면, β_3 의 회귀계수값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

V. 연구결과

1. 기초통계량 및 상관관계분석

본 연구에서 실증분석에 이용된 표본들의 기술통계량은 <표 2>에 제시되어 있다. 변수의 극단치로 인한 왜곡성을 통제하기 위하여 더미변수를 제외한 모든 변수에 상·하위 1%값을 윈저라이징(winsorizing)하였다. $MULTIPLE_t$ (경영자—종업원 보상비율)의 평균은 12.812로 나타났다. 이는 평균적으로 사내이사의 보상이 종업원보상의 12.812배임을 의미한다. ROA_{t+1} (수익성)의

평균은 0.017로, 총자산 대비 당기순이익의 평균값이 1.7%임을 의미한다. 또한, *FORBOD*_{*t*}(외국인임원)의 평균은 0.078, 최대값은 4로 나타나, 평균적으로 이사회 내 외국인임원은 0.078인, 최대로 4인까지 존재함을 보여준다. 그 외 이사회 구성원 수(*BOD*_{*t*})의 평균은 7.305인, 사외이사비율(*OUT*_{*t*})은 51.3%로 나타났으며, 최대주주지분율(*OWN*_{*t*})과 외국인주주지분율(*FOR*_{*t*})은 각각 44.6%와 14.1%로 나타났다.

〈표 2〉 기초통계량

(n=776)

변수명	평균	표준편차	최소값	중간값	최대값
<i>MULTIPLE</i> _{<i>t</i>}	12.812	13.038	1.122	8.502	73.609
<i>ROA</i> _{<i>t+1</i>}	0.017	0.081	-0.382	0.026	0.185
<i>FORBOD</i> _{<i>t</i>}	0.078	0.444	0.000	0.000	4.000
<i>SIZE</i> _{<i>t</i>}	21.109	1.623	17.518	21.123	24.840
<i>LEV</i> _{<i>t</i>}	0.476	0.218	0.027	0.484	1.016
<i>MB</i> _{<i>t</i>}	1.437	1.208	-0.160	1.103	7.131
<i>VOL</i> _{<i>t</i>}	0.363	0.141	0.149	0.328	0.936
<i>DIVERSE</i> _{<i>t</i>}	2.890	2.042	1.000	2.247	11.378
<i>BOD</i> _{<i>t</i>}	7.305	2.315	4.000	7.000	15.000
<i>OUT</i> _{<i>t</i>}	0.513	0.116	0.167	0.500	0.857
<i>OWN</i> _{<i>t</i>}	0.446	0.165	0.081	0.435	0.835
<i>FOR</i> _{<i>t</i>}	0.141	0.143	0.000	0.092	0.551
<i>indMULTIPLE</i> _{<i>t</i>}	4.961	0.376	3.003	5.098	5.482

변수정의

MULTIPLE = 경영자-종업원 보상비율(=사내이사 1인당 평균보수/직원 1인당 평균보수) ;

ROA = 총자산이익률(=당기순이익/총자산) ;

FORBOD = 이사회 내 외국인임원 수 ;

SIZE = 기업규모(=ln(총자산)) ;

LEV = 부채비율(=총부채/총자산) ;

MB = 주가-장부가치비율(=시가총액/순자산) ;

VOL = 연간 일별 주가수익률의 표준편차 ;

DIVERSE = 다각화정도(=1/상위 3개 상품의 시장점유율 제곱의 합계) ;

BOD = 이사회 구성원 수 ;

OUT = 사외이사비율 ;

OWN = 최대주주 지분율 ;

FOR = 외국인주주 지분율 ;

indMULTIPLE = 산업평균 경영자-종업원 보상비율

<표 3>은 변수들 간의 상관관계를 보여준다. *FORBOD*_{*t*}(외국인임원)와 *MULTIPLE*_{*t*}(경영자-종업원 보상비율)은 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났으나, 그 관련성은 유의하지 않게 나타났다.

〈표 3〉 상관관계 (n=776)

변수명	ROA _{t+1}	FORBOD _t	SIZE _t	LEV _t	MB _t	VOL _t	DIVERSE _t	BOD _t	OUT _t	OWN _t	FOR _t	indMULTIPLE _t
MULTIPLE _t	0.130 (0.000)	-0.021 (0.558)	0.373 (<.0001)	-0.114 (0.002)	0.104 (0.004)	-0.170 (<.0001)	0.086 (0.017)	0.151 (<.0001)	0.149 (<.0001)	-0.262 (<.0001)	0.442 (<.0001)	0.159 (<.0001)
ROA _{t+1}		0.052 (0.153)	0.002 (0.947)	-0.337 (<.0001)	0.259 (<.0001)	-0.193 (<.0001)	-0.005 (0.894)	-0.039 (0.275)	-0.042 (0.246)	-0.007 (0.845)	0.221 (<.0001)	0.050 (0.164)
FORBOD _t			0.083 (0.021)	-0.024 (0.507)	0.113 (0.002)	-0.072 (0.047)	0.109 (0.002)	0.124 (0.001)	0.133 (0.000)	-0.120 (0.001)	0.263 (<.0001)	0.029 (0.422)
SIZE _t				0.141 (<.0001)	-0.094 (0.009)	-0.229 (<.0001)	0.192 (<.0001)	0.484 (<.0001)	0.490 (<.0001)	-0.311 (<.0001)	0.607 (<.0001)	-0.090 (0.012)
LEV _t					-0.021 (0.558)	0.343 (<.0001)	-0.078 (0.030)	0.123 (0.001)	0.073 (0.044)	-0.094 (0.009)	-0.193 (<.0001)	-0.133 (0.000)
MB _t						0.105 (0.003)	-0.082 (0.023)	-0.040 (0.264)	-0.064 (0.077)	-0.054 (0.134)	0.170 (<.0001)	0.143 (<.0001)
VOL _t							-0.078 (0.032)	-0.042 (0.250)	-0.071 (0.049)	0.039 (0.276)	-0.303 (<.0001)	0.038 (0.296)
DIVERSE _t								0.143 (<.0001)	0.128 (0.000)	-0.063 (0.079)	0.085 (0.019)	0.046 (0.207)
BOD _t									0.189 (<.0001)	-0.220 (<.0001)	0.291 (<.0001)	-0.069 (0.057)
OUT _t										-0.148 (<.0001)	0.308 (<.0001)	0.012 (0.730)
OWN _t											-0.506 (<.0001)	-0.037 (0.306)
FOR _t												0.060 (0.096)

- 1) 괄호 안의 값은 유의수준을 나타냄. (양측검정)
- 2) 변수정의를 <표 2>의 설명 참조

$MULTIPLE_i$ (경영자-종업원 보상비율)과 ROA_i (수익성)는 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과는 대체적으로 유의한 양(+)의 관련성을 가짐을 보여준다. 다만, 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과 간 $\cap$ 형의 비선형관계를 검증하기 위하여 회귀분석에서는 $MULTIPLE_i^2$ (경영자-종업원 보상비율의 제곱항)을 포함하여 분석을 수행할 것이다. $FORBOD_i$ (외국인임원)와 ROA_i (수익성)는 유의하지 않은 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 그 외 통제변수들 간의 상관관계는 대체적으로 높게 나타나지 아니하였으며, 모든 회귀분석에서 관심변수와 통제변수들의 분산팽창계수(variance inflation factor ; VIF)는 3 미만으로 나타나 다중공선성(multicollinearity)에는 문제가 없음을 확인하였다.

2. 회귀분석

본 연구의 가설 1은 이사회내 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율 간 음(-)의 관련성이 존재하는지를 검증하는 것이다. 가설 1의 분석결과는 <표 4>에 제시하였다.

<표 4> 가설 1

Variables	Dependent Variable = $MULTIPLE_i$	
	Coeff.	t-value
Intercept	-627.043	-1.13
$FORBOD_i$	-3.872	-5.47***
BOD_i	-0.168	-0.76
OUT_i	-4.744	-1.16
OWN_i	-7.541	-2.30**
FOR_i	21.274	3.16***
$SIZE_i$	2.036	4.66***
LEV_i	-2.476	-1.03
MB_i	0.718	1.81*
VOL_i	-4.686	-1.70*
$DIVERSE_i$	0.397	1.64
$indMULTIPLE_i$	118.045	1.09
Firm-level clustering	Yes	
Year fixed effect	Yes	
F-Value	13.03***	
Adj. R ²	30.27%	
N	776	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄.

2) 변수정의는 <표 2>의 설명 참조

본 연구의 모든 회귀분석은 이분산성(heteroscedasticity)을 조정하기 위하여 기업별 클러스터링(clustering) 분석을 수행한 결과를 보고한 것이다(Petersen 2009). $FORBOD_i$ 의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 가설 1을 지지하는 결과로 이사회 내 외국인 임원으로 인하여 실질적 독립성이 제고된 이사회가 경영자에게 효율적인 보상을 제공함으로써 경영자-종업원 보상비율이 낮아짐을 의미한다. 그 외 통제변수들의 방향 및 유의성은 Shin et al.(2015)과 대체적으로 유사하게 나타났다.

한편, 표로 보고하지는 아니하였으나 외국인임원($FORBOD_i$) 변수 및 경영자-종업원 보상비율($MULTIPLE_i$) 변수의 왜도(skewness)를 고려하여 다음과 같은 추가적인 분석을 수행하였다. 첫째, $FORBOD_i$ 를 더미변수(이사회 내 외국인임원 존재여부)로 측정하거나, 전체 이사회 인원수 대비 외국인임원수의 비중으로 측정한 경우에도 분석 결과는 질적으로 동일하였다. 둘째, $MULTIPLE_i$ 변수에 자연로그를 취하여 동일한 분석을 수행한 경우에도 결과는 강건하였다.

본 연구의 가설 2는 경영자-종업원 보상비율과 차기 기업성과 간 $\cap$ 형의 비선형관계가 존재하는지를 검증하는 것이다. 가설 2의 분석결과는 <표 5>의 컬럼 (1)에 제시하였다. <표 5>의 컬럼 (1)에서 $MULTIPLE_i$ 의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값, $MULTIPLE_i^2$ 의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났는데, 이는 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간 $\cap$ 형의 비선형관계가 존재함을 의미한다. 즉, 경영자-종업원 보상비율이 높을수록 유능한 경영자를 보유하고 종업원에게 동기를 부여함으로써 차기 경영성과에 긍정적이나, 적절한 수준을 초과하여 경영자에게 보상이 이루어지는 경우 오히려 종업원의 불공평성을 유발함으로써 차기 경영성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 보여준다.

본 연구의 가설 3은 외국인임원이 경영자-종업원 보상비율과 차기 기업성과 간 양(+)의 관련성을 강화시키는지 검증하는 것으로, 가설 3의 분석결과는 <표 5>의 컬럼 (2)에 제시하였다. $MULTIPLE \times FORBOD_i$ 의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났으며, $MULTIPLE^2 \times FORBOD_i$ 의 회귀계수는 유의하지 않게 나타났다. 이는 이사회 내 외국인임원이 존재할 때 경영자-종업원 보상비율이 높다 할지라도, 종업원의 불공평성 유발로 인한 동기부여가 저해되는 효과보다 유능한 경영자를 선임하고, 경영자 및 종업원을 동기부여하는 효과가 지배적임으로써 경영성과에 긍정적인 영향을 미친 것으로 해석된다. 즉, 외국인임원으로 인해 독립성이 제고된 이사회는 경영성과를 해치는 과도한 경영자 보상을 적절히 감시함으로써 효율적인 보상구조를 제공함을 시사한다.

한편, 가설 1과 마찬가지로 표로 보고하지는 아니하였으나 $FORBOD_i$ 및 $MULTIPLE_i$ 의 왜도를 고려하여 다음과 같은 추가적인 분석을 수행하였다. 첫째, 첫째, $FORBOD_i$ 를 더미변수(이사회 내 외국인임원 존재여부)로 측정하거나, 전체 이사회 인원수 대비 외국인임원수의 비중으로 측정한 경우에도 가설 3의 분석 결과는 질적으로 동일하였다. 둘째, $MULTIPLE_i$ 변수에 자연로그를 취하여 동일한 분석을 수행한 경우에도 가설 2와 가설 3의 결과는 강건하였다.

〈표 5〉 가설 2, 3

Variables	Dependent Variable = ROA_{t+1}			
	(1)		(2)	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	0.035	0.87	0.035	0.87
$MULTIPLE_t$	0.001	2.51**	0.001	2.67***
$MULTIPLE^2_t$	-0.000	-1.71*	-0.000	-1.86*
$MULTIPLE \times FORBOD_t$			0.003	1.79*
$MULTIPLE^2 \times FORBOD_t$			-0.000	-1.31
$FORBOD_t$			-0.011	-1.00
ROA_t	0.251	2.91***	0.250	2.90***
$SIZE_t$	-0.002	-0.99	-0.002	-1.07
LEV_t	-0.066	-3.81***	-0.066	-3.76***
MB_t	0.014	5.18***	0.014	5.12***
VOL_t	-0.002	-0.07	-0.001	-0.02
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	8.62***		8.37***	
Adj. R^2	27.11%		27.31%	
N	776		776	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄.

2) 변수정의는 <표 2>의 설명 참조

3. 추가분석 및 강건성분석

본 연구의 실증분석은 대규모기업집단에 소속된 기업을 표본으로 하였다. 이는 가족지배형태의 재벌기업은 최고경영자가 지배주주인 경우가 많고, 이사회 내 혈연으로 인한 사회적 연결관계가 강하게 존재함에 따라 외국인임원을 선임하는 경우 이사회 독립성 제고 효과가 비재벌기업인 경우보다 더욱 중요하게 나타날 것으로 기대되기 때문이다. 이에 추가분석으로 비재벌 상장기업을 대상으로 동일한 분석을 수행하고, 분석결과는 <표 6>에 제시하였다. <표 6>의 Panel A에는 비재벌기업을 대상으로 가설 1의 분석을 수행한 결과를 제시하였고, Panel B의 컬럼 (1)에는 가설 2의 분석 결과를, 컬럼 (2)에는 가설 3의 분석 결과를 보고하였다.

<표 6>의 Panel A에서 $FORBOD_t$ 의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 또한, Panel B의 컬럼 (1)에서 $MULTIPLE_t$ 의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값, $MULTIPLE_t^2$ 의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 비재벌기업에서도 본 연구의 가설 1과 가설 2는 지지됨을 보여준다. 그러나 Panel B의 컬럼 (2)에서 $MULTIPLE \times FORBOD_t$ 의 회귀계수는 유의하지 않게 나타나, 비재벌기업 기업에서 본 연구의 가설 3은 지지되지 아니하였다. 이는 공평성을 해치지 않는 수준에서 적절히 동기부여를 제공할 수 있는 효율적인 보상구조의 결정에 있어 외국인임원의 감시효과가 중요하게 나타나는 재벌 기업과 달리, 비재벌기업에서는 그 효과가 유의하지 않음을 의미한다.

<표 6> 추가분석 : 비재벌기업 분석

Panel A : 가설 1 분석		
Variables	Dependent Variable = $MULTIPLE_t$	
	Coeff.	t-value
Intercept	-15.140	0.00
$FORBOD_t$	-0.600	-2.78***
BOD_t	-0.267	-4.72***
OUT_t	3.543	1.92**
OWN_t	-4.813	-7.55***
FOR_t	0.137	0.10
$SIZE_t$	1.430	11.91***
LEV_t	-2.724	-5.29***
MB_t	1.049	7.84***
VOL_t	-1.642	-2.63***
$DIVERSE_t$	0.129	1.93*
$indMULTIPLE_t$	-1.252	0.00
Firm-level clustering	Yes	
Year fixed effect	Yes	
F-Value	18.88***	
Adj. R^2	9.81%	
N	4,960	

〈표 6〉 추가분석 : 비재벌기업 분석 (계속)

Panel B : 가설 2, 3 분석				
Variables	Dependent Variable = ROA_{t+1}			
	(1)		(2)	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	-0.047	-1.60	-0.046	-1.55
$MULTIPLE_t$	0.001	2.66***	0.001	2.68***
$MULTIPLE^2_t$	0.000	-3.12***	0.000	-2.98***
$MULTIPLE \times FORBOD_t$			0.001	0.51
$MULTIPLE^2 \times FORBOD_t$			0.000	-1.15
$FORBOD_t$			-0.001	-0.21
ROA_t	0.509	20.85***	0.506	20.59***
$SIZE_t$	0.005	3.64***	0.005	3.52***
LEV_t	-0.028	-3.66***	-0.029	-3.74***
MB_t	0.005	3.75***	0.005	3.78***
VOL_t	-0.058	-6.76***	-0.058	-6.73***
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	37.42***		33.57***	
Adj. R^2	33.12%		33.21%	
N	4,960		4,960	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄.

2) 변수정의는 <표 2>의 설명 참조

마지막으로 본 연구의 결과는 외국인임원이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업 간 기업특성의 차이에 의한 결과일 가능성이 존재한다. 내생성 문제를 완화하기 위하여 본 연구에서는 다음의 두 가지 추가분석을 수행하였다. 첫째, 이사회 내 외국인임원의 존재 여부는 외국인투자자 지분율에 따라 결정될 가능성이 높다. 설원식과 김주원(2007)은 외국인투자자가 자신들의 이익을 보호하기 위해 일정 비율 이상의 지분을 소유함으로써 이사회에 외국인임원을 선임하도록 한다고 주장하였다. 이에 본 연구는 전경민 등(2018)에서와 같이 외국인투자자 지분율이 5% 이하인 기업을 표본에서 제외시켜 본 연구의 분석을 재검증하였다. 표로 보고하지는 아니하였으나 외국인투자자 지분율이 5% 이하인 표본을 제외하고 본 연구의 가설을 재검증한 결과, 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율 간의 관련성 및 외국인임원이 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과 간 양(+)의 관련성을 강화시키는 효과는 더욱 강하게 나타남을 확인하였다.

둘째, 외국인임원이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업 간 기업 특성의 차이를 통제한 후에도, 본 연구의 결과가 지지되는지를 확인하기 위하여 성향매칭점수기법(propensity score matching)을 이용하여 본 연구의 분석을 재검증하였다. 외국인임원을 선임하는 표본과 그렇지 않은 표본을 매칭하기 위하여 다음과 같이 전경민 등(2018)의 외국인임원 선택 모형을 이용하였다.

$$FORBOD_t = \beta_0 + \beta_1 SIZE_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 MB_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 BOD_t + \beta_6 BIG_t + Year\ Dummies + Industry\ Dummies + \epsilon_t \quad (4)$$

변수정의

- $FORBOD$ = 이사회 내 외국인임원 수 ;
- $SIZE$ = 기업규모(=ln(총자산)) ;
- LEV = 부채비율(=총부채/총자산) ;
- MB = 추가-장부가치비율(=시가총액/순자산) ;
- ROA = 총자산이익률(=당기순이익/총자산) ;
- BOD = 이사회 구성원 수 ;
- BIG = BIG4 감사인을 선임한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 가지는 더미변수

식 (4)를 이용하여 성향점수를 계산한 후 성향점수를 기준으로 외국인임원이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업을 매칭하였다. 표로 보고하지는 아니하였으나, 매칭표본을 이용한 경우에도 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율 간의 관련성 및 외국인임원이 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과 간 양(+)의 관련성을 강화시키는 효과는 강건함을 확인하였다.

VI. 결 론

본 연구는 2010년부터 2014년까지 대규모기업집단에 소속된 상장기업을 대상으로 외국인임원과 경영자-종업원 보상비율, 경영성과 간의 관련성을 살펴보았다. 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 이사회 내 외국인임원은 경영자-종업원 보상비율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 이사회 내 외국인임원이 경영성과와 무관한 과도한 경영자 보상을 억제함에 따라 경영자-종업원 보상비율이 감소함을 의미한다. 둘째, 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간의 관련성을 살펴본 결과, 경영자-종업원 보상비율과 차기 경영성과 간 $\cap$ 형의 비선형관계를 발견하였다. 이는 경영자-종업원 보상비율이 증가할수록 일정 수준까지는 경영성과에 긍정적인 영향을 미치나, 경영자-종업원 보상비율이 과도하게 증가하는 경우 오히려 경영성과에 부정적인 영향을 미침을 보여준다. 셋째, 이사회 내 외국인임원은 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간 양(+)의 관련성을 강화시키는 것으로 나타났다. 이는 이사회 내 외국인임원이 존재하는 경우 경영자-종업원 보상비율 증가에 따라 종업원의 불공평성 유발로 인해

동기부여가 저해되는 효과보다 유능한 경영자를 선임하고, 경영자 및 종업원을 동기부여 하는 효과가 지배적으로 나타나기 때문인 것으로 해석된다. 비재벌기업을 대상으로 동일한 분석을 수행한 경우 외국인임원이 경영자-종업원 보상비율과 경영성과 간 양(+)의 관련성을 강화시키는 효과는 유의하지 않게 나타났다. 최고경영자가 지배주주인 경우가 많고, 이사회 내 혈연으로 인한 유대 관계가 강하게 존재함에 따라 외국인임원 선임으로 인한 이사회 독립성 제고 효과가 매우 높게 나타날 것으로 기대되는 재벌기업과 달리 비재벌기업에서는 그 효과가 유의하지 않음을 나타낸다. 마지막으로 내생성 문제를 완화하기 위하여 외국인투자자 지분율이 5% 이하인 표본을 제외하고 분석을 수행하거나, 성향매칭점수기법을 이용한 경우에도 본 연구결과는 강건함을 확인하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 외국인임원의 비율이 증가하고, 이들의 활동 영역이 점차 확대되고 있는 상황에서 이사회의 독립성을 제고하는 외국인임원의 역할을 검증하였다는 데서 본 연구는 외국인임원의 역할 및 이사회의 실질적 독립성에 대한 연구에 기여한다. 또한, 본 연구는 경영자-종업원 보상구조에 대한 연구에 기여한다. 특히 경영자-종업원 보상구조가 경제적 관점 및 행동적 관점에서 경영성과에 상반된 영향을 미칠 수 있기 때문에 기업가치를 제고하기 위하여 이사회의 역할이 중요함을 주장한다는 점에서 정책적으로도 시사점을 가진다.

참고문헌

- 강윤식·국찬표. 2012. “사외이사의 독립성과 기업가치”. 재무연구 제25권 제3호 : 451-498.
- 고윤성·서영미. 2014. “외국인투자자의 모니터링 기능에 대한 재고-외국인투자자 투자회전율과 조세회피성향의 관련성”. 세무학연구 제31권 제1호 : 73-104.
- 김재경·신진영. 2016. “이사회에의 독립성이 기업가치에 미치는 영향”. 한국증권학회지 제45권 제4호 : 713-739.
- 김준철·신현한·장진호. 2005. “이사회구조 및 기업집단의 그룹본부가 경영자보상에 미치는 영향”. 전략경영연구 제8권 제1호 : 21-38.
- 김창수. 2006. “한국의 사외이사제도 도입과 기업가치”. 재무연구 제19권 제2호 : 105-153.
- 서정일·이경환·남윤성. 2011. “신규 사외이사 임명에 대한 연구 : 사외이사제도 도입에 대한 최고경영자의 decoupling 행위를 중심으로”. 조직과 인사관리연구 제35권 제2호 : 103-129.
- 설원식·김주현. 2007. “외국인투자자의 경영참가 공시가 주주의 부에 미치는 영향”. 국제경영리뷰 제11권 제4호 : 105-130.
- 안운영. 2006. “외국인지분율과 이익예측정확성 및 기업가치 간의 동시적 결합관계”. 세무와회계저널 제7권 제2호 : 57-78.
- 이만우·노준화. 2006. “외국인 투자자가 기업에 미친 영향 : 배당, 투자, 기부금 및 자기주식취득을 중심으로”. 세무와회계저널 제7권 제1호 : 7-25.
- 이상철·김중화. 2009. “외국인이사 및 주주가 대리인비용 및 기업가치에 미치는 영향”. 관리회계연구 제9권 제1호 : 95-133 .
- 이상철·정 명·양동훈. 2009. “보상위원회 도입 및 독립성에 영향을 미치는 요인”. 회계저널 제18권 제4호 : 161-186.
- 전경민·신영직·김현표. 2018. “외국인 임원과 기업의 투자효율성”. 회계학연구 제43권 제1호 : 119-165.
- 지성권·신성욱. 2003. “종업원과 경영자의 보상구조에 관한 연구”. 회계학연구 제28권 제4호 : 85-113.
- 지성권·한상현·신성욱. 2004. “경영자-종업원 보상구조는 기업가치 동인인가?”. 회계학연구 제29권 제4호 : 219-247.
- Adams, J. S. 1965. Inequity in social exchange. In *Advances in Experimental Social Psychology*, edited by L. Berkowitz. New York, NY : Academic Press.
- Bae, K. H., J. K. Kang, and J. M. Kim. 2002. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *Journal of Finance* 57(6) : 2695-2740.
- Barber, B. M., and J. D. Lyon. 1996. Detecting abnormal operating performance : The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*

41(3) : 359–399.

- Bear, S., N. Rahman, and C. Post. 2010. The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics* 97(2) : 207–221.
- Black, J. S., Morrison, A. J., and Gregersen, H. B. 2013. Global explorers : The next generation of leaders. Routledge.
- Black, D. E., S. S. Dikolli, and S. D. Dyreng. 2014. CEO pay for complexity and the risk of managerial diversion from multinational diversification. *Contemporary Accounting Research* 31(1) : 103–135.
- Bloom, M., and J. G. Michel. 2002. The relationships among organizational context, pay dispersion, and among managerial turnover. *Academy of Management Journal* 45(1) : 33–42.
- Boyd, B. K. 1994. Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal* 15(5) : 335–344.
- Brancato, C. K., and Patterson, D. J. 1999. Board diversity in US corporations : Best practices for broadening the profile of corporate boards. Conference Board.
- Carpenter, M. A., T. G. Pollock, and M. Leary. 2003. Governance, the experience of principals and agents, and global strategic intent : Testing a model of reasoned risk-taking. *Strategic Management Journal* 24(9) : 803–820
- Carter, D. A., Simkins, B. J., and Simpson, W. G. 2003. Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review* 38(1) : 33–53.
- Carter, D., B. Simkins, F. D’Souza, and W. Simpson. 2008. The diversity of corporate board committees and financial performance. Working paper. Oklahoma State University.
- Chalmers, K., P. S. Koh, and G. Stapledon. 2006. The determinants of CEO compensation : Rent extraction or labour demand?. *The British Accounting Review* 38(3) : 259–275.
- Choi, H. M., W. S. Sul, and S. K. Min. 2012. Foreign board membership and firm value in Korea. *Management Decision* 50(2) : 207–233.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51(3) : 371–406.
- Crystal, G. 1991. In search of excess : The overcompensation of American Executives. W.W.Norton and Company, New York.
- Cyert, R., S. Kang, P. Kumar, and A. Shah. 1997. Corporate governance and the level of CEO compensation. Working Paper. Carnegie Mellon University.

- David, P., R. Kochhar, and E. Levitas. 1998. The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal* 41(2) : 200–208.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., and Shrader, C. B. 2003. Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate governance : An international review* 11(2) : 102–111.
- Festinger, L. 1954. A theory of social comparison processes. *Human Relations* 7(2) : 117–140.
- Finkelstein, S., and D. C. Hambrick. 1989. Chief executive compensation : A study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal* 10 (2) : 121–134.
- Gerhart, B., and G. T. Milkovich. 1990. Organizational differences in managerial compensation and financial performance. *Academy of Management Journal* 33(4) : 663–691.
- Gomez–Mejia, L. R., P. Berrone, and M. Franco–Santos. 2010. Compensation and organizational performance. Armonk, NY : M.E. Sharpe.
- Gomez–Mejia, L. R., and Palich, L. E. 1997. Cultural diversity and the performance of multinational firms. *Journal of International Business Studies* 28(2) : 309–335.
- Gong, Y. 2003. Toward a dynamic process model of staffing composition and subsidiary outcomes in multinational enterprises. *Journal of Management* 29(2) : 259–280.
- Green, J. R., and N. L. Stokey. 1983. A comparison of tournaments and contracts. *Journal of Political Economy* 91(3) : 349–364.
- Hartzell, J. C., and L. T. Starks. 2003. Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance* 58(6) : 2351–2374.
- Holmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10(1) : 74–91.
- Hwang, B. H., and S. Kim. 2009. It pays to have friends. *Journal of Financial Economics* 93(1) : 138–158.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305–360.
- Johnson, R. A., and D. W. Greening. 1999. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. *Academy of Management Journal* 42(5) : 564–576.
- Kirkman, B. L., K. B. Lowe, and C. B. Gibson. 2006. A quarter century of culture's consequences : A review of empirical research incorporating Hofstede's cultural values framework. *Journal of International Business Studies* 37(3) : 285–320.

- Krishnan, G. V., K. K. Raman, K. Yang, and W. Yu. 2011. CFO/CEO—board social ties, Sarbanes—Oxley, and earnings management. *Accounting Horizons* 25(3) : 537—557.
- Larcker, D. F. 2003. Discussion of “are executive stock options associated with future earnings?”. *Journal of Accounting and Economics* 36(1—3) : 91—103.
- Larcker, D. F., and B. Tayan. 2011. Corporate Governance Matters. Pearson. Upper Saddle River. NJ.
- Lazear, E. P., and S. Rosen. 1981. Rank—order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of Political Economy* 89(5) : 841—64.
- Martin, J. 1979. Relative deprivation : A theory of distributive injustice for an era of shrinking resources. Graduate School of Business, Stanford University.
- Masulis, R. W., Wang, C., and Xie, F. 2012. Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3) : 527—554.
- Mahy, B., Rycx, F., and Volral, M. 2011. Wage dispersion and firm productivity in different working environments. *British Journal of Industrial Relations* 49(3) : 460—485.
- Martin, J. 1979. Relative deprivation : A theory of distributive injustice for an era of shrinking resources. Graduate School of Business, Stanford University.
- Milliken, F. J., and Martins, L. L. 1996. Searching for common threads : Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of Management Review*, 21(2) : 402—433.
- Oxelheim, L., and T. Randøy. 2003. The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance* 27(12) : 2369—2392.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets : Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22(1) : 435—480.
- Post, C., N. Rahman, and E. Rubow. 2011. Green governance : Boards of directors’ composition and environmental corporate social responsibility. *Business & Society* 50(1) : 189—223.
- Rajgopal, S., and S. Srinivasan. 2006. Pay dispersion in the executive suite. Working Paper. Harvard University.
- Ruigrok, W., Peck, S., and Tacheva, S. 2007. Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate Governance : An International Review*, 15(4) : 546—557.
- Sachs, J. D., A. Warner, A. Åslund, and S. Fischer. 1995. Economic reform and the process of global integration. *Brookings Papers on Economic Activity* 1995(1) : 1—118.
- Sanders, W. G., and Carpenter, M. A. 1998. Internationalization and firm governance : The

- roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal* 41(2) : 158–178.
- Shin, J. Y., S. C. Kang, J. H. Hyun, and B. J. Kim. 2015. Determinants and performance effects of executive pay multiples : Evidence from Korea. *ILR Review* 68(1) : 53–78.
- Tihanyi, L., A. E. Ellstrand, C. M. Daily, and D. R. Dalton. 2000. Composition of the top management team and firm international diversification. *Journal of Management* 26(6) : 1157–1177.
- Wade, J. B., C. A. O'Reilly III, and T. G. Pollock. 2006. Overpaid CEOs and underpaid managers : Fairness and executive compensation. *Organization Science* 17(5) : 527–44.
- Whitley, R. 2005. Developing transnational organizational capabilities in multinational companies : Institutional constraints on authority sharing and careers in six types of MNC. Oxford University Press.

Foreign Directors, Executive – Employee Pay Disparity, and Firm Performance

Junghwa Suh* · Hyun–Young Park**

— <Abstract> —

This study examines the association between a foreign director and executive–employee pay disparity. This study also investigates the relationship between pay disparity and firm performance, and whether a foreign director affects the relationship.

Using KOSPI and KOSDAQ market listed firms belonging to family–controlled large business conglomerates (Chaebol) over the period from 2010 to 2014, we find that a foreign director is negatively associated with pay disparity. The results indicate that pay disparity is lower, reflecting lower bargaining power by executives, in firms with independent and effective boards that appoint foreign directors. In addition, we find the concave relationship between pay disparity and firm performance, suggesting that up to a certain level of pay disparity, the incentive effects dominate fairness considerations, but the such incentive effects are no longer in place beyond certain level as employees may feel relative deprivation. More importantly, we find the positive relationship between pay disparity and firm performance is strengthened in the firms with foreign directors. The results indicate that the incentive effects of pay disparity dominate feelings of inequity and relative deprivation among lower–level employees in these firms.

Our study contributes to the literature on executive compensation and the monitoring role of board of directors. It also has regulatory implications on the role of foreign directors in determination of compensation structure and levels to effectively reduce agency problems and enhance firm value.

<Key words> foreign directors, board independence, executive–employee pay disparity, firm performance

* Ph.D, School of Business, Yonsei University, suzukiyu81@yonsei.ac.kr, First Author

** Assistant Professor, Department of Global Business, Anyang University, hyp1103@anyang.ac.kr,
Corresponding Author