

경영자 변동보상이 투자와 이익조정에 미치는 영향에 관한 연구

지성권(부산대) · 오상희(신라대) · 김미숙(부산대)

I. 서론

본 연구는 경영자 변동보상이 투자와 이익 조정에 미치는 영향에 관해 분석하는 것이다.

경영환경의 불확실성이 커지고 경쟁이 심화됨에 따라 기업의 경영관리 의사결정 변화와 대리인비용이 높아지면서 경영자들의 보상구조에 대해서도 관심이 높아지고 있다.

2000년대 국내 기업에서는 미국에서 주로 활용하던 스톡옵션이 유행처럼 번진바 있다. 하지만 기업의 실질적 가치 개선 없이 일시적인 주가 상승시 스톡옵션을 행사하는 경영자의 도덕적 해이를 막기 어려워 사회적 이슈가 되었다. 그 후에는 엄격한 기준에 따라 스톡옵션을 지급하도록 하다 보니 지나치게 복잡한 성과 조건들이 형성 되었다. 결국 일정시간이 흐른뒤 의도하지 않은 큰 규모의 보상액이 지급되는 악순환을 불러 일으킨 요인이 되고 있다.

경영자의 보상구조는 기본급(Base salary), 현금성과급(Cash bonus), 주식성과급(Stock option)이다. 기본급은 고정급의 성격을 가지고 있으며, 주식성과급의 스톡옵션은 미국을 비롯한 선진국에서 도입하여 사용되는 경영자 보상 중에서 높은 비중을 차지하고 있는 제도이지만, 위에 언급되었듯이 우리나라의 경우 스톡옵션 보상비중이 거의 미약한 수준이므로 본 연구에서는 경영자의 현금 성과급인 변동보상이 기업의 투자와 이익조정에 미치는 영향에 대한 연구를 하고자 한다.

기존의 연구에서는 경영자의 주식형 성과급인 스톡옵션으로 이익조정과 투자 간의 관계에 대한 조절효과를 조사한 연구가 있었고, 이 연구들은 이익관리와 투자 결정 간에 유의한 양(+)의 관계가 있음을 보여주고 있다. 스톡옵션은 경영자들이 이익조정을 제한하여 투자에서 최적의 결정을 하게 할 동기와 유인을 부여한다고 하였고, 스톡옵션은 이익조정을 감소시키며, 투자효율을 증대시킬수 있다고 하였다.

Kedia and Philippon, 2009; McNichols and Stubben(2008)은 이익조정으로 인한 재무적인 허위보고에 대한 연구들로서 많은 이익조정 기업들이 주주와 채권자에게 성공적인 투자 의사결정을 하는 것으로 보이기 위한 목적으로 이익조정 기간에 투자(자산, 플랜트, 장비)등을 과도하게 투자하는 경향이 있음을 주장하였다.

경영자, 주주 및 채권자간의 잠재적인 이해 갈등은 실질적으로 기업의 경영활동이나 보상구조, 투자 정책, 이익조정 등에 영향을 미치고 있다.

경영자들이 자신의 이익을 위해 주주의 이익을 희생시키려는 성향이 있으며, 주식보상인 스톡옵션은 주주와 경영자 간에 이해 상충을 줄여서 대리인 문제를 완화 시킬수 있는 반면에 현금보상인 변동보상은 단기적인 경영자의 부를 위해서 투자자나 채권자에게 경영성과를 왜곡하여 보고할 뿐 아니라 과잉투자를 할 유인을 가질 수 있다.

경영자에 대한 보상계약에서 경영자의 보상은 자신이 보고하는 경영 성과에 근거하여 주주총회에서 승인된 범위 내에서 보상위원회 또는 이사회에서 결정 되어 지기 때문에 이익조정의 유인이 발생할 수 있다.

기업의 투자 활동은 성장기회와도 관련이 있기 때문에 성장률이 높은 기업은 기업가치 창출에 기여하는 여러 가지 투자 안을 가질 수 있으며, 이로 인하여 지속된 투자활동이 요구되고 있다.¹⁾ 유형자산과 연구개발투자는 단기적인 경영성과에는 좋지 않은 결과를 가져올 수도 있으므로 경영자는 자신의 성과를 높이기 위해 이익조정을 통하여 주가나 주가 변동성을 증가시키려는 것이다. 따라서, 기업의 재무적 성과에 의하여 경영자의 보수가 결정되거나 보너스 등의 혜택이 존재하는 상황에서 경영자는 기업의 재무적 성과를 보다 좋게 보이게 하기 위하여 이익조정을 행할 유인을 가지고 있다고 할 수 있다.

기존의 연구에서는 주로 이익조정행위와 경영자 성과보수 중 스톡옵션에 관한 내용을 주로 분석하였는데 본 연구목적인 현금 변동 보상이 투자와 이익조정에 영향을 미치는지에 대한 연구는 거의 전무하다.

따라서 본 연구에서는 경영자의 주식보상이 아닌 단기성과에 의한 변동보상을 받을 경우 자산, 플랜트, 장비 등 유형 자산 투자와 연구개발(R&D)투자가 이익조정에 어떠한 영향을 미치는가 연구해 보고자 한다.

구체적인 연구 목적은 다음과 같다.

첫째, 경영자의 변동보상이 유형 자산 투자와 이익조정에 미치는 영향에 대해 알아본다.

둘째, 경영자의 변동보상이 연구개발투자와의 이익조정에 미치는 영향에 대해 알아본다.

셋째, 경영자의 변동보상이 유형자산과 연구개발투자의 합과 이익조정에 미치는 영향에 대해 알아본다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 II장에서는 선행연구 및 이론적 배경을 제시하였다. III장에서는 본 연구의 연구가설과 연구모형 설계에 대해 제시하였다. IV장에서는 가설에 대한 실증결과를 제시하였고, 마지막 V장에서는 결론으로 연구요약 및 연구한계, 미래 연구방향에 대해 제시하였다.

II. 선행연구 및 이론적 배경

2-1. 경영자 보상과 기업 투자와의 관계

자본주의가 고도화됨에 따라 선진국의 많은 기업들은 소유와 경영이 분리되어 주주들과 경영자 각자의 이익을 증대시키기 위한 유인이 높아지고 있다. 이와 같이 경영자가 개인의 사적이익 극대화를 추구하여 경영한다면 주주들이 경영하는 것보다 비효율적인 경영이 될 수 있다.

Almazan et al (2005)는 기관투자자의 모니터링 역할이 증가하면 보상기준이 감소하고 성과-보상-유인강도가 증가하는 것으로 나타났으며, 유형 자산으로 나눈 연구개발비 지출이

1) 조지아 주립대학의 케일(M, KEIL)의 연구에 따르면 어느 기업이 성과 없이 10여년을 끌어오던 프로젝트가 기업 수익이 악화 된 후 포기되었을 때 경영진의 일원은 이렇게 말했다고 한다. ‘처음에 회사에는 자금이 있었습니다. 만약 이렇게 재무적 문제에 부딪치지 않았다면 그 개발 프로젝트는 여전히 추진되고 있을 것입니다.’

증가할수록 경영자 성과 보상 유인강도가 증가하는 것으로 나타났으며, 연구개발비 지출이 큰 기업일수록 미래 성장성이 더 높은 것으로 보고 경영자에게 더 많은 유인보상을 제공하기 때문이라고 하였다.

전상경, 정무권(2005)은 주가 변동성에 대한 경영진의 부의 민감도가 클수록 경영자는 연구개발비와 같은 위험성이 높은 투자를 증가 시킨다고 하였으며, 경영자에게 주식 보상 및 스톡옵션 제공과 같은 적절한 유인을 제공함으로써 연구개발비와 같은 현금 흐름이 불확실하지만 큰 성장기회를 가진 분야에 투자를 촉진할 있다고 하였다. 기업의 유형자산 투자에 대한 베가와 델타의 영향과 관련해서 베가의 회귀계수는 양(+)수로 10%이상 수준에서 유의하고, 주가 수익률에 대한 경영진의 부의 민감도가 클수록 경영자는 유형 자산에의 투자도 증가시킨다는 것을 알 수 있다. 유형 자산 투자에 대한 분석에 있어 통제변수의 영향력은 잉여현금흐름이외에는 그다지 유의하지 않았다. 총자산 수익률의 회귀계수는 양(+)수인데, 이는 기업의 수익성이 높을수록 유형 자산 투자비중이 높다는 것을 의미하였다.

김숙정(2012년)은 기업에서 경영자가 보유하는 지분이 많을수록 주주와 경영자 사이의 이해관계가 일치하여 경영자의 대리문제가 감소한다. 이는 경영자 보유지분율과 경영자 유인 보상 사이에는 대리문제 감소효과에 있어서 대체관계가 존재한다고 하였다. 그러나 상대적으로 경영자 보유지분율이 낮은 경우 경영자는 순 현재가치가 양(+)이지만 위험한 투자의사결정을 회피하려고 하고 경영자의 대리문제는 더 증가하게 될 것이다. 따라서 경영자 보유지분율이 낮은 기업에서는 보상계약에서 더 위험한 투자의사결정을 할 유인을 제공하면 위험한 투자의사결정(연구개발비투자 등)을 실행한다는 것이 많은 선행연구에서 실증적으로 분석되었다.

2-2. 경영자 보상과 이익조정과의 관계

현금성과급(Cash bonus)은 기업이 정한 성과 표준에 도달했을 경우 경영자에게 주어지는 현금보상으로 기업의 성과뿐만 아니라 개인의 기여도에 따라 결정되기 때문에 변동보상이라고 할 수 있다. 따라서 변동보상은 최소한의 단기적 목표 기준에 도달하여야 지불되며, 성과가 매우 좋을지라도 최대한으로 지급될 수 있는 한도가 존재하므로 이익조정의 유인이 발생할 수 있다.

경영자의 이익 조정에 대한 동기로서는 여러 부분의 연구에서 논하고 있으며, 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째 경영자의 개인적인 효용을 극대화시키고자 하며, 경영성과가 기대수준에 비하여 낮으면 주주가 경영자에게 책임을 물을 수 있으므로 자신의 능력을 인정받기 위해 이익을 증가시키는 이익조정을 택하게 된다.

둘째, 이익조정은 기업 가치에 대한 평가를 높일 수 있으며, 기업 가치는 미래 기대이익(현금흐름)의 할인된 현재가치로 볼 수 있으며, 불확실성을 감소시켜 투자자들이 재무보고서상의 이익조정에 근거하여 기업의 가치를 산정하기 때문이다.

이러한 영향으로 기업투자는 현실적으로 과소 및 과잉투자의 문제를 벗어나지 못하고 있으며, 대리인 간의 이해관계에서 초래된 대리인 문제 등으로 과소 및 과잉투자 문제로 나타난다.

Jensen and Meckling,(1976)은 경영자 보상 패키지는 경영자에게 동기를 부여하는 데 중요한 역할을 하고 대리인 문제를 감소시키고 주식형 인센티브는 주주들과 경영진 간에 이해 상충을 줄여서 대리인 문제를 완화하였다. 경영자들이 그들 자신의 이익을 위해 주주들의 이익을 희생시키려는 성향이 있기 때문에 대리인 문제가 발생한다고 하였다.

박재영, 이동녕(2010) 이익조정 유형에 따른 이익조정수준과 경영자 성과 보수와의 관련성을 분석한 결과, 이익 유연화로 구분된 이익조정 유형 A,B,C에서 이익조정 수준과 경영자 성과 보수사이에는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. Big Bath²⁾로 구분된 이익조정 유형 D에서는 이익조정 수준과 경영자 성과 보수 사이에 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

2-3 투자와 이익조정과의 관련성

경영자와 주주간의 정보의 비대칭이 크고 회계적 재량이 가능한 특수한 상황에서 기회주의적 회계선택이 이루어질 가능성이 많으며, 특히 유형자산과 연구개발투자를 통해 이익 조정할 유인이 존재하게 된다.

김창범, 송동건(2008)은 IMF이후기간을 중심으로 실증한 결과로는 과잉투자과 차기 성과 간에는 음(-)의 유의적인 관계가 나타났고, 음(-)의 관계는 제반요인 중에서도 경영자가 투자 재원의 확보나 투자의 당위성 제고를 위한 이익조정동인에 의해서 초래된 것으로 나타났다라고 하였다.

남기석(2006)은 연구개발비 지출을 조정함으로써 기업이 이익조정을 하고 있는지를 연구하였으며, 손실회피 동기집단과 이익감소회피 동기집단 모두 타 집단에 비해 전년도에 비해 연구개발비 지출을 줄이는 경향이 상당히 높다고 하였으며, 기업이 연구개발비 지출을 통해 이익조정을 하고 있다고 하였다.

최종서, 곽영민(2010) 기업과 외부투자자 및 주주와 경영자의 정보비대칭을 증대시켜 경영자의 과잉투자를 감시 및 견제할 수 없도록 만들고 이에 따라 과잉투자가 발생한다고 하였다. 또한 경영자의 과잉투자 성향은 외부자금조달 수준이 높을수록 강화된다고 하였다.

Kedia and Philippon(2009) 이익관리의 다른 형태인 재무적 허위 보고에 대한 연구들은 많은 이익조정 기업들이 그들의 주주들에게 성공적인 투자결정을 하는 것으로 보이기 위한 목적으로 이익조정기간 동안 자산 및 플랜트, 장비에 과잉 투자하는 경향이 있음을 발견하였다.

2) 빅 배스(big bath accounting)란 목욕을 해서 때를 씻어낸다는 뜻으로, 회사들이 과거의 부실요소를 한 회계년도에 모두 반영하여 손실이나 이익규모를 있는 그대로 회계장부에 드러내는 것을 말하는 것으로서 장부를 조작하여 이익규모를 부풀리는 분식회계(window dressing)와 대비되는 개념이다.
이러한 빅 배스는 과오를 과거의 CEO에게 모두 돌리고 앞으로 향후의 실적향상이라던가 하는 긍정적인 요소는 자기의 공으로 돌릴 수 있기 때문에 회사의 CEO가 교체 된다던가 할 때 종종 행해진다.

III. 가설설정 및 연구 설계

3-1. 연구가설 설정

경영자가 장밋빛 목표를 추구하는 과정에서 불리한 상황이 도래 할 경우 투자 자체보다도 경기불황과 같은 외부적 요인에 주목하게 되고, 스스로 실패를 인정할 경우 경영자로서 파워와 지위를 상실할 가능성이 있음을 알고 있다. 따라서 경영자는 투자를 포기하거나 축소하는 것이 실패를 자인하는 것으로 주변에 인식 될까봐 두려워한다. 이러한 두려움에 빠진 경영자는 재무적 성과에 있어서 투자와 관련된 불리한 정보를 통제하고 선택적으로 해석하고자 하는 유인을 가진다.

따라서, 경영자는 과잉투자를 위한 재원조달의 편의성뿐만 아니라, 투자에 대한 당위성 확보를 위해서도 단기적으로 최대한의 재량권을 행사하여 실적을 부풀리고자 하는 유인을 갖게 된다. 이는 경영자가 투자기회가 요구하는 과잉투자를 행하는 ‘엠플라이어-빌딩’의 투자성향을 보이게 된다.³⁾

Jensen(1986)과 Stulz(1990)는 경영자가 최적 투자 수준이라고 여겨지는 범위를 벗어나는 기업확장과 직접적으로 통제 가능한 자원을 증가시키려 하는 것이라고 하였으며, 경영자에게 더욱 더 큰 보수와 더 큰 경영의사 결정권을 제공하기 때문이라고 하였다.

위와 같이 자산, 플랜트, 장비에 대한 유형 자산 및 연구개발 투자와 같은 투자의사 결정은 회사의 장기사업에 영향을 주기 때문에 경영자의 단기적인 성과에 의한 현금 변동보상과는 이해관계가 불일치 될 수 있다. 경영자가 유형 자산 투자와 연구개발 투자를 하면서 성과를 잘 나타나게 하기 위해서는 이익조정 유인이 더욱 높아질 수 밖에 없다.

이상의 선행연구 결과를 종합하면, 주주나 투자자들에게 유형 자산 및 연구개발 투자를 하는 것을 보임으로써 기업 가치를 증대시키는 듯한 모습을 보이지만 실제 이익에는 영향을 미치지 못하므로⁴⁾ 경영자가 본인의 현금 변동 보상을 높이기 위한 수단으로서 이익조정을 할 것이다 라는 관점에서, 다음과 같은 가설설정이 가능하다.

(가설1) 경영자 총보상중 현금변동보상 비중이 높을수록 유형자산 투자와 이익조정 사이의 양의 관계가 강화될 것이다.

(가설2) 경영자 총보상중 현금변동보상비중이 높을수록 R&D투자와 이익조정 사이의 양의 관계가 강화될 것이다.

(가설3) 경영자 총보상중 현금변동보상비중이 높을수록 투자 (유형자산투자+R&D투자)와 이익조정 사이의 양의 관계가 강화될 것이다.

경영자 보상은 급여, 상여금, 장기 상여금, 특권적 소비, 연금, 주식 교부 등으로 구성될 수 있으며, 주식 관련 보상제도는 일부 기업에 국한 된 것이므로 본 논문에서는 경영자 보상에

3) 엠플라이어-빌딩을 ‘제국건설’이라는 용어로 정준수 (고급회계, 경음사 1987) 에 의하면 과거 로마제국의 영토 확장 나타난 바와 같이 내실보다는 외향에 치중하는 과시적, 전시적인 경영자의 경영활동을 지칭한다.

4) 10여년전 팬암사는 항공 사업이 큰 손실을 보았을 뿐 아니라 수익성이 향상되지 않을 것으로 예상되는 위기에 처했다. 팬암사의 경영진은 자사의 상징인 항공 사업을 유지한다는 전략하에 팬암 빌딩과 인터콘티넨탈 호텔사 등 수익성이 높은 자산들을 차별로 매각하였다. 그러나 항공 사업의 손실은 더욱 악화되어 가치가 높은 태평양 노선을 유나이티드 에어라인 사에 넘겨주기에 이르렀다. 기업의 상징은 물론 중요하지만 팬암사의 사례에서 보듯이 경영자는 기업의 상징에 집착하여 가치 있는 자산을 희생하고 기업의 상징도 지키지 못하는 투자를 할 수도 있다. (LG경제연구원 주간경제 401호 2010.6)

대한 측정치로서 급여와 상여금의 합인 현금변동보상만을 사용하였다.

3-2. 연구모형

본 연구는 재량적 발생액에 대한 경영자 현금변동보상과 투자의 상호작용에 대하여 OLS 회귀분석을 수행하고자 한다.

김창범, 송동건(2008) 연구에서는 과잉투자기업이 과소투자기업 등에 비하여 이익을 상향조정하면 $\alpha_1 > 0$ 으로 예측 된다고 하였고, 기타 통제변수들은 선행연구 등에서 이익이나 재량적 발생액에 영향을 미친다고 알려진 제반변수이다.

$$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 COMP_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 CD * PPE_{i,t} + \alpha_4 CD_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 DEBT_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3-1 \text{ 식})$$

$$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 COMP_{i,t} + \alpha_2 RD_{i,t} + \alpha_3 CD * RD + \alpha_4 CD_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 DEBT_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3-2 \text{ 식})$$

$$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 COMP + \alpha_2 INVEST_{i,t} + \alpha_3 CD * INVEST_{i,t} + \alpha_5 CD + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 DEBT + \epsilon_{i,t} \quad (3-3 \text{ 식})$$

여기서, DA : 재량적발생액
 $\Delta COMP_{i,t}$: 경영자 현금보상 변동
 $SIZE_{i,t}$: 기업규모 (총자산에 로그를 취한 변수)
 PPE : 유형자산 (설비자산)
 RD : 연구개발비
 $INVEST$: $PPE + RD$
 $DEBT_{i,t}$: 총부채/총자산
 $CD_{i,t}$: $CASH DUMMY$ 1 or 0
 $\alpha_1 > 0, \alpha_4 > 0$
 $\alpha_2 + \alpha_3 > \alpha_2 > 0$
 PPE = 유형자산-토지-건설중인 자산
 CD : $COMP$ 중위수보다 크면 1, 아니면 0

3-3. 변수 정의

1) 종속변수 (재량적 발생액)

재량적 발생항목을 계산하기 위한 첫 번째 단계는 총발생항목(TA)을 계산하는 것인데, 이익조정이나 발생액을 기초한 이례현상 등에 대해서는 높은 검증력을 가지고 있는 것으로 선행연구들 (Subramanyam 1996; Dechow et al. 1995)에서 사용했던 수정 Jones 모형 (1995)을 사용했다.

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) \quad (3-4 \text{ 식})$$

$$+ \alpha_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) + e_{i,t}$$

여기서, $TA_{i,t} = t$ 시점 i 기업의 기초총자산
 $\Delta Sales_{i,t} = t-1$ 시점에서 t 시점간의 매출액의 변화
 $PPE_{i,t} =$ 총유형자산(단, 토지와 건설가계정은 제외)
 $TA =$ 매출채권
 $TAC =$ 당기순이익 - 영업활동으로 인한 현금 흐름

비 재량적 발생항목(NDA)은 수정된 Jones모형을 이용하여 계산하였다. 수정된 Jones모형은 다음과 같다.

$$NDA_{i,t} = \alpha_0^{\wedge} \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_1^{\wedge} \left(\frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta TR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) \quad (3-5 \text{ 식})$$

$$\alpha_2^{\wedge} \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

$$DA_{i,t} = \frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - NDA_{i,t} \quad (3-6 \text{ 식})$$

식 3-4식의 잔차는 재량적 발생액 (DA)이 되며, 3-5식의 비재량적 발생액(NDA)으로 정의된다.

2) 독립변수 (경영자 현금보상, 유형자산, 연구개발투자)

① 경영자 현금변동보상

본 연구에서는 경영자 보상 자료의 정확성 및 자료수집의 용이성을 확보하고자 경영자를 등기임원으로 정의하고 사업보고서에 제시된 등기임원의 평균 보상액을 이용하여 분석에 사용하였다.

$$\Delta Comp_{it} = (\text{경영자1인당현금보상}_{it}) - (\text{경영자1인당현금보상}_{it-1})$$

② 유형 자산

기업은 현재의 생산능력을 유지하기 위해서는 감가상각비만큼의 유형자산 투자를 하여야 한다. 이를 감가상각대체분이라 하며 기업의 생산능력 유지를 위한 최소의 투자라 할 수 있다. 이러한 감가상각대체분을 초과 또는 미달하는 투자를 유형자산 순 투자로 정의한다.

기업의 유형 자산 총투자 (I^G)

$$I_t^G = I_t^N + DEP_t$$

I_t^N : 기업의유형자산순투자

DEP_t : 기업의유형자산감가상각비

(제조원가산입분과손익계산서상의 유형자산 감가상각비 모두를 포함)

$$PPE_t = I_t^N + PPE_{t-1}$$

유형 자산 PPE = 당해 연도 유형 자산 순 투자 + 전년도 유형 자산

③ 연구개발비 투자

특정 기간의 연구개발 활동에 실제로 지출된 모든 형태의 연구개발비를 지칭하며, 자본화 연구개발비 비용처리 연구개발비의 합으로 구성된다.

IV. 실증분석 결과

4-1. 표본 선정과 표본 현황

이 논문의 분석기간은 2008년부터 2013년까지이다. 한국증권거래소에 상장된 유가증권 상장기업 중 다음의 요건에 부합하는 기업을 표본기업으로 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않은 기업
- (2) 12월 결산법인
- (3) 데이터베이스 (KIS Value)와 증권감독원 전자공시시스템에 공시되어 있는 사업보고서의 자료 입수가 가능한 기업으로 구성되었다.

4-2. 변수의 기술통계량

본 논문의 실증분석에 사용되는 변수의 기술통계치가 <표4-1>에 제시되어 있다. 각 변수의 통계치는 1998년부터 2013년까지의 자료로 구성되어 있다.

먼저, CComp(경영자의 현금보상)을 살펴보면, 그 평균이 27.0이고, RD(연구개발비)의 평균은 47675771, DEBT(총부채/총자산)의 평균은 0.4429의 값을 보인다. 또한 $\ln(PPE)$ ($\ln$ 유형자산)의 평균은 17.541, SIZE(기업규모)의 평균은 19.711 수준이다.

<표4-1> 주요변수들의 기술통계량

구분		DA	CComp	PPE	$\ln(PPE)$	RD	SIZE	DEBT
전체 기업 (n=2 610)	평균	-0.0213	27.0	503528805	17.541	47675771	19.711	0.4429
	중위수	-0.0169	9.0	38755050	17.488	2070553	19.602	0.2760
	표준편차	0.1050	3970	2451903820	2.247	205542029	2.463	0.2188
	제1사분 위수	-0.0576	-24.8	11579750	16.334	336422	18.755	0.4367
	제3사분 위수	0.01863	61.0	144358500	18.810	12641510	20.748	0.5862

4-2 변수간의 상관관계

아래 <표4-2>를 보면 DA(재량적 발생액)와 DEBT(총부채/총자산)은 음의 상관관계를 가지며, $\ln(PPE)$ ($\ln$ 유형자산)와 RD(연구개발비), SIZE(기업규모), 그리고, DEBT(총부채/총자산)와는 높은 양의 유의적인 상관관계를 가지며, RD(연구개발비)와 DEBT(총부채/총자산)은 높은 양의 상관관계, SIZE(기업규모)와 DEBT(총부채/총자산)은 높은 양의 상관관계를 가지는 것을 알 수 있다.

<표4-2> 주요변수들의 피어슨(Pearson)상관관계

구분	DA	CComp	ln(PPE)	RD	SIZE	DEBT
DA	1					
CComp	-0.008	1				
ln(PPE)	0.004	0.010	1			
RD	-0.026	-0.008	0.048*	1		
SIZE	0.014	0.001	0.749***	0.027	1	
DEBT	-0.041*	-0.001	0.217***	0.068**	0.195***	1

4.3. 회귀분석 결과

(표 4-3, 4-4, 4-5)의 회귀분석 결과가 유사한 형태를 보이고 있으며, 경영자 현금보상과 DEBT (충부채/총자산)이 유의적인 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다 (유의 수준 5%).

CD와 DA는 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났지만 유의적인 수준은 아니었다. ln(PPE)(ln유형자산)와 RD(연구개발비), SIZE(기업규모)는 유의 수준은 낮은 편이나 예측한 방향과 모두 일치하고 있음을 알 수 있다. 경영자 보상의 변동에 영향을 미치는 요소로서 DEBT (충부채/총자산)인 것으로 나타났다.

<표4-3> 연구모형1(재량적 발생액에 대한 경영자 현금보상과 투자의 상호작용에 대한 회귀분석 (전체기업 (n=2610))

	예측부호	계수값	t-값
Intercept	-	-0.0259	-0.87
ln(PPE)	+	0.00194	1.23
CD	+	0.0418	1.22
SIZE	-	-0.00112	-0.56
DEBT	-	-0.01951	-1.97 (*)
CD*ln(PPE)	+	-0.00214	-1.10
수정 R^2		0.07	
F-값		1.34	

<표4-4> 연구모형2(재량적 발생액에 대한 경영자 현금보상과 연구개발비의 상호작용에 대한 회귀분석 (전체기업 (n=2610)

	예측부호	계수값	t-값
Intercept	-	-0.0107	-0.40
RD	-	-0.0000	-0.89
CD	+	0.0029	0.68
SIZE	-	-0.0001	-0.06
DEBT	-	-0.0205	-2.08 (*)
RD*CD	-	-0.0000	-0.07
수정 R^2		0.06	
F-값		1.33	

<표4-5> 연구모형3(재량적 발생액에 대한 경영자 현금보상과 투자의 상호작용에 대한 회귀분석(전체기업 (n=2610))

	예측부호	계수값	t-값
Intercept	-	-0.0107	-0.40
INVEST	-	-0.0000	-0.89
CD	+	0.0035	0.78
SIZE	+	0.0006	0.36
DEBT	-	-0.0214	-2.18 (*)
INVEST*CD	-	-0.0000	-0.60
수정 R^2		0.08	
F-값		1.38	

V. 결론

본 논문에서는 경영자 현금 변동 보상이 투자와 이익조정 간의 관계에서 어떠한 영향을 미치는가를 조사하였다.

기업의 투자 활동은 기업의 홍보와 경영자에 대한 보상계약에서 유리한 위치를 확보하고 소위 전술한 앰파이어-빌딩 경향의 투자성향을 보일 수 있다. 그러나 과잉투자는 기업의 단기적인 재무성과에 좋지 않은 결과를 보일 수 있으므로 이러한 부담을 회피하고자, 단기적으로는 최대한의 재량권을 동원하여 당기성과를 부풀리고자 하는 유인을 갖게 된다. 이 과정에서 경영자의 이익조정 행위가 나타날 수 있다.

본 연구에서는 이러한 내용을 전제로 실증한 결과는 다음과 같다. 첫째, 경영자 현금보상과 DEBT(총부채/총자산)는 유의적인 음(-)의 상관관계가 나타났다.

둘째, $\ln(\text{PPE})$ ($\ln$ 유형자산)와 RD(연구개발비), SIZE(기업규모)는 유의 수준은 낮은 편이나 예측한 방향과 모두 일치하고 있다는 것으로 나타났다.

셋째, CD와 DA는 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났지만 유의적인 수준은 아니었다.

경영자 보상계약에서의 역할이 유의적으로 변화한 것은 DEBT(총부채/총자산)의 변화 뿐이다. 그러나 $\ln(\text{PPE})$ ($\ln$ 유형자산)와 RD(연구개발비), SIZE(기업규모)가 유의수준은 낮은 편이나 예측부호가 일치된다는 것은 의미가 있다. 이는 기업이 갖고 있는 특성 상 투자 성향이 달라서 나타날 수 있는 요인으로 분석된다. 예컨대, 국내기업중 S/W기업인 경우 유형 자산 투자나 연구개발 투자에 대한 수준이 다른 산업에 비해 낮은 수치를 보일 수 있기 때문이다.⁵⁾

본 논문에서의 한계점으로서 산업별, 업종별로 세분화 하지 않았기 때문에 투자가 많이 발생하는 제조기업 및 혁신기업을 위주로 분석한다면 경영자의 경영활동에 대하여 시사하는 바가 클 것으로 본다.

향후 연구과제로는 각 회사의 특성에 따라 경영자 보상구조가 투자, 이익조정간의 관계에 어떠한 차이가 있는지를 분석하는 것도 의미 있을 것이다.

5) 한국산업기술진흥협회는 국내 SW기업 1,623개사의 2010년도 R&D투자를 분석한 결과, 총 투자액은 8,069억원으로 집계되었다고 밝혔다. 이는 미국의 마이크로소프트(MS)의 2009년 투자액 10조 7,742억원의 7.5% 수준에 불과한 것이다.

참고 문헌

- 지성권, 서민정(2002), " 경영자 보상과 재량적 발생항목의 관계에 대한 실증연구. 회계정보 연구 제17권
- 박재영, 이동녕 (2010), " 이익조정 유형과 경영자 성과 보수와의 관련성에 관한 연구" 국제 회계연구 제 30집
- 김숙정 (2012), "경영자현금보상 유인에 의한 미래 연구개발비 투자가 미래 경영성과에 미치는 영향" 한국회계학회 제21권
- 김창범 , 송동건 (2008), "과잉투자가 이익조정에 미치는 영향 " 경영학연구 제37권
- 최종서, 곽영민 (2010), 경영자의 과잉투자 성향과 이익조정의 관련성. 회계학 연구 제35권
- 전상경, 정무권 (2005), "경영자 보상과 기업의 투자 및 자본구조 정책" 학위논문
- Cheng, Q., and D. Farber. 2008. Earnings Restatements, Changes in CEO Compensation, and Firm Performance. *The Accounting Review*
- Cohen, D. A., and P. Zarowin. 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*
- Kedia, S., and T. Philippon. 2009. The Economics of fraudulent accounting. *Review of Financial Studies*
- McNichols, M. F., and S. R. Stubben. 2008. Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review*
- Wang and D'Souza, S., and J. D'Souza. 2006. Earning management: the effect of accounting flexibility on R&D investment choices. *Johnson School Research*
- 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.
- Cheng, S. 2004. R&D expenditures and CEO compensation. *The Accounting Review*