

# 대리이론에 기초한 경영자보상 - 문헌적 연구

강희수\*

목 차	
I. 서 론	1. 발생된 문제점과 나타난 증거
II. 연구의 배경 - 대리이론	2. 연구방법
1. 대리모델	IV. 결 론
2. 대리모델로부터 얻을 수 있는 것	
III. 대리이론에 기초한 경영자보상 연구의 개관	

## I. 서 론

대리이론은 지난 15여년에 걸쳐 회계문헌에서 그 중요성이 증대되어 왔다. 대리이론에 기초해서 관찰된 회계화 감사실무(auditing practices)의 중요한 국면을 설명한 것을 취지로 한 몇 개의 연구가 있다(Thornton (1984), Baiman (1982), Atkinson과 Feltham (1982)). 관찰된 실제 중 하나는 여러 회사들에 의해서 제안된 경영자보상계획이다. 회계학에서 많은 학자들이 이러한 문제에 관심을 가지고 있는데 회계학과 회계감사실무는 관련회사들의 관리행위가 독립적으로 존재할 수 없기 때문이다. 그러므로 경영자보상을 분석하는 것은 관리행위와 그것에 관련된 회계와 회계감사실무를 이해하는 데 중요한 정보를 제공한다.

이 분야에 있어서 최초의 연구는 대리인의 가장 큰 관심이 주주의 관심과 다를 수 있기 때문에 주주들의 부를 최대화시키는 데 방해가 된다는 연구도 있고(Kaysen (1960)), 경영자의 개인적인 목표인 보장, 권한, 명예, 승진과 개인적인 이익은 회사의 이익 보다 우위를 차지한다는 연구도 있고 (Gorden (1961)), Marris (1964)는 더 복잡한 가정을 전개시켜 경영자에 대한 금전적 또는 비금전적인 보상이 회사의 성장률에 긍정적으로 작용한다는 가설을 실질적인 증거로 제시한 것도 있다. 이러한 모든 연구들은 회계문헌에서 드러나고 있는 분야로 알려지고 있다. 이 분야에서 연구할 하도록 하게 된 외부의 영향력의 경영자보상에 대한 논의가 활발해지고 있으며 1980년대의 매스컴에

\* 제주대학교 경상대학 회계학과 교수

서 그리고 정치적(political), 규제부문(regulatory)에서 기업을 지배하는 문제와 관련이 있다. 불행히도 이러한 논제들과 관련하여 많은 혼돈과 정보의 왜곡이 있어 왔다. 예를 들면 최고경영자의 보수와 관련하여 회사의 업적을 어떻게 평가할 것인가? 최고경영층의 행동은 주주의 이익을 보호할 것인가 아닌가? 회사의 보상계약은 최고경영자가 주주들의 부를 증가시킬 수 있도록 하는데 자극제가 될 것인가 아닌가? 마지막으로 최고경영자의 보수가 너무 높은가 너무 낮은가?

이러한 모든 의문들은 대리이론에 근거한 경영자보상 분야에 대한 연구를 통하여 해답이 찾아질 것이다.

지난 15년 동안 회계학에서 경영자보상연구에 대한 연구방법에서 몇몇 폭넓은 접근이 목격되어져 왔다. 관련 연구들이 한창일 때인 1980년대 중반에 많은 연구들은 미래 연구의 지침을 제공했다. 더욱이 최근의 연구는 경영자보상에서 옵션(option)과 포토포리오 평가에 집중되고있다.

본 연구의 목적은 경영자보상 연구에 있어서 이전의 연구를 분류하고, 이들 연구에 대한 최근의 전개를 평가하고, 문헌에서 이들 관계간의 불일치를 식별하고 장래연구에 대한 바람직한 방향을 논의하는 것이다. 그러므로 본 연구의 범위는 1980년대와 1990년대 초의 연구로 한정한다. 이것은 경제이론에 기초한 회계학에서의 분야를 적용하므로, 주요 문헌 자료는 The Journal of Accounting and Economics, the Journal of Accounting Literature and the Rand Journal of Economics 들이다. 경영자보상연구는 너무 분량이 많아서 자세히 연구하기가 어렵다. 그러므로 이 연구와 관련이 있는 분야의 연구를 충분히 살펴보려 했지만 지면의 제약으로 인하여 잘 다듬어진 많은 중요한 연구들을 충분히 처리하지 못하고 있다.

연구배경을 살펴보기 위하여 2장에서는 간단하게 중심이 되는 경제이론-대리이론을 소개하고 있으며 경영자보상의 의미를 정의하려고 한다. 주요한 문제와 증거는 3장의 첫 부분에서 상세히 검토될 것이며 경험적 작업에 사용된 방법론을 요약하고 결론은 제4장에서 내릴 것이다.

## II. 연구의 배경 - 대리이론

### 1. 대리인 모델

앞에서 언급한 바와 같이 경영자보상에 관한 경험적 연구는 대리이론에 의하여 강하게 영향을 받아왔다. 대리이론은 두 집단 즉 위임자(소유자 또는 주주)와 대리인(경영자 또는 종업원) 간 고용관계의 규범적 모델이다. 양쪽 모두는 효용극대화를 기대한다(Ross 1973). 대리인 이론에 관련하여 좀 더 상세하고 기술적인 표현은 Baiman(1982, 1990)과 Levinthal(1988)에게서 찾을 수 있다.

위임자는 업무수행을 위하여 대리인을 고용하지만 위임자와 대리인 사이에는 대리인의 행위가

완전하게 감시되어질 수 없기 때문에 정보의 불균형이 생긴다. 전형적으로 위임자는 위협에 중립적이거나 위협회피 그리고 가정을 최대화 한다. 반면에 대리인은 엄격한 위협회피 그리고 비효용 노력(disutility effort)을 한다고 가정한다. 기본적인 대리인 문제는 단일 기간 설정에서 언급되어 진다.

## 2. 대리모델로부터 얻을 수 있는 것

대리인 모델은 모든 개인(위임자이든 대리인이든)들은 자기 자신의 이익에 의해 동기부여된다고 가정하지만, 이 모델은 회사구성원들 사이에 공통적인 이익이 있다는 것을 배제하지 못한다. Fama (1980, p. 286)가 언급한 바와 같이 "사실상 기업은 기업의 이익과 무관한 개인들의 집단으로 여겨지지만 그러나 팀 또는 기업이 없이는 경영자들이 고용되어질 수가 없기 때문에 경영자들은 팀을 위해서도 일을 한다는 것"을 인식한다. Fama에 따르면 각각 개인의 복리는 기업의 성공에 달려있기 때문에 기업구성원들 간에 증가된 협동은 모든 구성원들의 복리가 증가 되어질 것임을 주장하였다. 즉 파레토 개선이다. 이와 같이 대리인 문제의 해결은 위임자의 부를 극대화 하기 위한 대리인이 자기이익을 위한 행위를 이용하는 계약이다. 자기 이익적 행동과 협동적 행동을 구분하는 정도로 결정하는 계약관계는 기업의 구성원에 의하여 결정되므로 연구자들은 경영자 보상에 의해 제시된 관계를 평가하려고 노력한다.

# Ⅲ. 대리이론에 기초한 경영자보상연구의 개관

## 1. 발생된 문제점과 나타난 증거

경영자보상계약이 자신의 이익에 근거하므로 본연구에서는 두 개의 집단 즉 위임자와 대리인의 행동은 그들의 관리계약에 관련되므로 위임자의 행동, 대리인의 행동 또는 모두에 초점이 두어진다. 따라서 발생된 문제점과 나타난 증거는 전략적으로 3개의 범주로 구분되어진다.

1) 최고경영층의 보상계약은 위임자와 대리인 양쪽 모두가 관여하였을 때 경영자와 주주의 이익을 가져오는데 도움을 준다. 관리적 소득(managerial earning)과 회사업적의 다양한 측정에 관련된 연구에서는 많은 혼란이 있다. 포춘지나 월스트리트저널과 같은 정기간행물에서는 경영자보상과 회사의 업적과는 관계가 없다고 분명히 보고하고 있다.

(Loomis (1982)와 Drucker (1984)), Murphy (1985) 그리고 Conghlan - Schmidt (1985)는 "주주들에 의해 실현된 투자수익률에 의해서 측정되어진 것처럼 회사의 경영자 보상과는 밀접한

그리고 긍정적으로 관계가 있다"는 것을 증명하려는 시도를 했다. Murphy는 18년(1964-1981) 동안에 걸쳐 72개의 회사에서 461명의 최고경영층에 대한 연구와 Coughlan - Schmidt는 4년 (1978 - 1982) 동안에 걸쳐 249개 회사에서 249명의 최고경영층에 대한 연구에서 "최고경영층의 보상에 대한 변화는 최근의 주시가격의 변화에 긍정적으로 관계가 있다"고 지적하였다. 회계학, 재무, 경제학 분야의 학자들에게 놀라움이 되지 않은 이러한 결과는 모든 회귀분석에서 입증되고 있으며 일반적으로 주식시장의 성과지표와 밀접한 관련을 갖는 것으로 보인다. Murphy는 더욱이 회사 매출액의 신장 - 또는 다른 업적측정 - 은 역시 최고경영층의 경영자보상에 강하게 관련이 있다고 지적하였다. Coughlan - Schmidt는 주시가격성과와 지속적인 경영층의 변경(이직)은 부정적인 상관관계가 있음을 추가연구에서 보여주고 있다. 이러한 설명력이 저조한 성과는 최고경영층의 직무를 잃을 가능성을 증가시킨다는 가설과 일치하는 것이다.

공통적인 면에서 이들 두 개의 논문은 최고경영층의 보상계획, 업적이 낮은 경영자들의 폭넓은 수준의 훈련, 그리고 그들 기업에서 경영자의 소유지분은 경영자와 주주의 이익을 가져오는데 도움을 준다는 것을 암시한다. 어쨌거나, 이러한 일치점을 얼마나 실현시킬 수 있을까? 실질적으로 양측의 욕구를 충족시킬 낙관적인 계약이 존재하는가? 대리인이 자기자신의 이익을 위해서 행동할 수 있고 위험부담이 없는 보수를 받을 수 있는 반면, 위임자는 가능한한 아주 적은 비용으로 업무를 수행할 대리인을 고용할 수 있는가? Hemmer (1992)에 의한 가장 최근의 연구는 확정적으로 이러한 의문에 답하고 있다. 즉 대리비용은 경영자 보상패키지에서 손실을 피하는 옵션을 포함함으로써 피할 수 있다. 이것은 대리인의 행동이 이분적 무작위행위를 따르는 것을 가정한 미래현금흐름의 평균치를 결정할 수 있을 때 가능하다. 위임자는 보상계약의 다른 구성 요소로 둘러싸인 옵션을 사용하여 보상계약을 디자인 할 수 있다. 만약 위임자가 희망하는 행동을 대리인이 취하면 위험에서 자유로워질 수 있지만, 만약 대리인이 위임자가 희망하는 행동을 회피한다면 위험스러워진다. 이와 같이 경영자의 보상계약을 둘러싼 옵션을 포함하는 것이 최적이다. 본 논문은 이전의 대리이론들과는 다른 어떤 시험할 수 있는 것을 제공하는 한편 경영자 보상계약에 주식옵션을 사용함으로써 새로운 통찰력을 제공한다.

가장 분명한 것은 경영자보상계약은 기업의 업적과 부의 상관관계를 갖는 요소를 포함한다. 이러한 결과는 Murphy(1985)에 의해 보고된 결과와 불일치한다. 미래 연구는 다양한 모델상황을 설정하고 실증적 증거를 제시함으로써 본 연구결과를 정당화시킬 필요가 있다.

#### 연구의 한계 :

(i) 최고경영층 보수의 변화와 주주의 부의 변화 관계가 통계적으로 유의한 반면, 최고경영층보상 차이의 많은 부분은 설명하지 못하고 있다. 경영층의 보상에서 최적의 변화를 결정하는 요인들은 기업환경, 자본시장, 경영자의 특성과 회계시스템과 같이 다양하고 복잡하다.

Murphy와 Hemmer, Conghlan의 논문에서 제시된 모델은 모든 관련 정보를 포함하지 못하고 있는데, 그로 인하여 모델에 의한 예측은 효율적이지 못하다.

(ii) 보상과 업적과는 관련이 있다고 다루어 왔지만, 이 논문에서 인과관계의 방향을 추정하는 것은 매우 어렵다. 즉 회사업적달성의 변화는 경영자보상의 변화에 의해서 일어나는가? 아니면 그 반대인가? 보상이 성과에 의존한다는 결론은 매우 설득력이 있다. 이것은 많은 계약이 몇몇(회계 또는 시장) 업적평가와 최고경영층보상과의 명백한 관계를 설명하는 사실로부터 얻을 수 있다.

(iii) 이들 논문에서 사용된 "소유와 경영의 분리"라는 말은 두 가지 이유에서 오인될 수 있다. 첫째 기업의 최고경영자는 많은 또는 적은 지분을 소유하고 있는게 일반적이다.

둘째 소유와 경영은 완전히 분리되어 있을지라도 만약 경영자에게 알려진 정보가 소유자에게 비용이 들지 않고 이용가능하다면 심각한 대리문제는 나타나지 않는다.

#### 미래의 방향 :

최고경영층의 보상 차이를 설명하기 위하여 회계시스템과 같은 정보의 다른 원천을 포함하는 것은 더욱 실질적인 시사점을 얻을 수 있다.

### 2) 주식가격의 성과에 대한 보상계약 또는 이들 보상계약 개시의 효과

대리이론에 근거하여 보상계약의 개시 또는 이들 계약에 있어서의 변동이, 기업의 업적을 통하여 위임자(주주)의 부에 영향을 미칠 것이다. 이러한 부의 영향은 주식가격변동과 기업의 수익에 대한 주주들의 인식에 영향을 미칠 것이다. 그래서 Brickley, Bhagat와 Lease(1985) 그리고 Tehranian과 Waagelein(1985)에 의한 연구에서는 주주들의 부에 대한 단기, 장기 보상계획의 다양성에 대한 영향을 조사했는데 실제적으로 주주들의 관점에서 보상패키지를 볼 수 있다.

Tehranian - Waagelein의 논문은 "최고경영층의 단기보상계획의 도입에 대한 주식가격의 반응을 실험한 첫 번째 연구"이며(p. 131) 반면에 Brickley - Bhagat - Lease의 연구는 장기계획에 초점을 두고 있는데 단기적이고 추가적인 계획과 달리 보너스계획이 특정년도의 좋은 성과에 대해 관리자에 대한 지급액인 반면 보상은 보다 장기간(몇년간)에 걸친 주식시장반응에 대한 함수인 것이다.

두 논문은 기업이 이사회에서 제안된 인센티브계획을 검토하였다.

위임장에 있는 그 제안은 기업의 주주들에게 보내어지고 증권거래소에 제출되어진다. 경영자인센티브 계획의 기간에 걸친 주식가격 반응의 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

(표 1) 경영자인센티브계획 적용의 기간 동안의 주식가격반응의 요약

논 문	표 본 수	관찰기간	비정상적 주식가격	Z - 값
Brickley		SEC에의한 위임장		
Bhagat와 Lease	83	수령후 이사회까지의 일수(평균=58.4일)	2.4%	2.18
Tehranian 과	42	위임장 관련 0~(-3) 달	11.3%	3.03
Waeglein		위임장 관련 (-4)~(-7) 달	11.0%	4.32

이들 연구에서는 단기적인 경영자 보상계획의 적용을 처음으로 공시했을 때 평균주식가격은 11%정도 상승했으며, 장기적인 보상계획을 적용할 때에는 2%의 상승을 기록했다.

Tehranian - Waeglein은 단기보상계획을 적용하는 회사들은 그 계획이 발표된 기간에 긍정적이고 비정상적인 주식수익률을 경험했다. 이러한 계획의 실행에 우호적인 주주들의 반응은 아래와 같은 어떤 이유 혹은 전부의 결과이다.

(i) 보상계획은 장래의 영업결과를 낙관할 때 적용되며 그것은 시장에 유리한 신호를 제공할 수 있고(p. 116) 그리고 정보안에서의 긍정적인 발표로 보여질 수도 있다.

(ii) 보상계획은 회사와 경영자들의 공동세금 부담을 최소화 하는데 적용할 수도 있다.

Brickley, Bhagat와 Lease 주장에 따르면 세금효과는 다음과 같다는 것이다.

경영자의 세금부담을 줄이는 보상계획은 적어도 두 가지 측면에서 주주들의 관심을 유발시킬 것이다.

첫째, “세금을 낮추는 것은 세후 순보상을 감소시키지 않은 경영자의 총보수의 감소를 가져온다”(p. 118)는 것이다. 총급여에서의 감소는 주주들에게 더 많은 잔여지분을 남긴다.

둘째, 총급여가 감소되지 않더라도 세후이익의 증가로 훌륭한 인재(경영자)를 끌어들이고 이직을 감소시킨다면 경영자를 위해 동기부여된 세금보상계획은 주주들에게 이익을 주게된다. 그러나 일반적으로 모든 계획이 세금에 이로운 것은 아니다.

연구의 한계와 장래 연구를 위한 제언 :

1. 이러한 연구에 의해 알려진 새로운 사실은 강력하고 긍정적인 평균주식가격의 반응은 연간 수익의 발표시점에서 일어난다는 것이다. 사후표본추출 편차를 반영하지 않는다고 가정하는 것은

시장효율성과 불일치하는 것으로 보이며, 이익이 되는 거래규칙을 제공한다. 대체적인 측정절차와 상이한 타당성 거래 규칙에 대한 Brickley, Bhagat, Lease와 Lease와 Tehranian에 의해 제시된 연구의 민감도에 대한 추가연구는 이러한 연구결과의 장점을 평가하는데 도움을 줄 수 있을 것이지만 본 연구의 결과는 좀 더 엄밀한 연구조사를 할 가치가 있다.

2. 비정상적인 주시가격의 증가로 주주의 부가 증가될 수 있다는 주장은 훌륭한 경영의 결과가 궁극적으로 주시가격에 반영된다는 가정에 달려있다. 많은 경우 주시가격동향은 일반시장 변화의 영향과 경영자가 통제할 수 없는 식별가능한 다른 요인을 반영한다. 경영성과 다른 요인의 복합적인 영향을 구별하는 방법을 추구하는 것은 미래연구를 위한 좋은 방향을 제시한다.

3. 우호적인 주주의 반응에 대한 두 가지 이유는 고려할 가치가 있으며 향후 연구에 있어서는 그 두 가지 요인을 구분할 필요가 있다.

### 3) 경영의사결정에 있어서 보상계획의 유인효과 - 경영자(대리인)의 관점

경영자의 기회주의적인 행동은 그들의 보상에 근거한 회계수치의 조작을 포함할 수 있다.

Paul Healy(1985)는 경영자의 회계의사결정에 있어서 보너스계획의 영향을 조사하였다. 이러한 연구는 Healy가 보너스가 회계이익의 단순한 선형함수가 아니라고 지적한 점에서 혁신적이다. Healy에 의하면 대부분의 보너스제도에 경영자 보너스를 지급받으려면 달성하여야 하는 이익의 최소한도 즉 이익의 하한이 명시되어 있으며 때에 따라서는 지급되는 보너스 총액의 상한과 관련되어 이를 초과하여도 더 이상 보너스가 증가되지 않는 이익의 상한이 규정되어 있음에 착안하여 이와 같은 구체적인 보너스규정이 경영자의 보고이익 조정에 어떤 영향을 미치는가를 조사하였다. 보너스 계획을 갖고 있는 기업의 경영자는 그들이 보상받는 보너스의 가치를 증대시키기 위하여 회계적 조정요소를 선택한다고 결론지었다.

Healy의 연구결과는 경영자의 보너스 극대화 동기는 경영자들이 항상 이익을 증가시키려는 방향으로만 작용하지 않고 경우에 따라서는 특정년도의 보고이익을 감소시키려는 방향으로도 작용함을 실질적으로 증명하였다.

보상계획은 기업인수결정과 인수저항에 관한 경영자의 행동에 영향을 미친다.

Walking과 Long(1984)은 경영자보상과 인수입찰저항간의 관계에 대한 최초의 실증적 증거를 제공하였다. (p67). 이 연구에서는 공개매수(tender offer)에 참여하려는 결정은 경영자 개인의 부의 변동에 따라 달라진다는 것을 알았다. 인수입찰에 직면한 경영자는 공개매수로부터 해당 경영자의 이익이 더욱 크다면 이런 입찰은 반대하지는 않을 것이다. 경영자들에 대한 이익은 그러한 제의가

성공적으로 일어날 수 있다면 경영자가 보유하고 있는 주식가치의 변화에 의해 추정될 수 있다. 경영자에 대한 주식보유로 특정된 보상패키지는 인수기간 동안에 경영자와 주주간의 이해상충을 감소시키다.

Lambert - Larcker (1985)의 연구는 특별한 경영층 계약만료동의(Golden Parachutes)와 경영의 사결정 사이의 관계를 이론적 그리고 실증적으로 분석하였다. 그들의 실증적인 결과는 GP는 주식매수에 대한 최고경영층의 반응에 영향을 미친다는 가설에 대한 검증의 결과를 나타내고 있으며 GP는 최고경영층의 행위에 유리한 영향을 미친다는 가설과 일치한다.

또 다른 중요한 논제는 보상패키지에 관련하여 경영자들의 행동을 평가하는 문제이다. 이것과 관련하여 Lambert, Larcker와 Verrecchia는 1991년에 '최고경영층보상가치에서의 포트폴리오 고려'라는 논문을 발표하였다. 그들은 경영자보상계약의 가치를 일시급으로서 정의하고 있다. 경영자의 부의 잔여가 주어진다면 그 계약에 의하여 제공되어질 수 있는 불확실한 성과를 받거나 확실한 지분을 받는 것에 대하여 무관심하다.

확실하게 지급받는 것과 불확실하게 지급받는 것 사이에 다르지 않다는 것이다(p.130). 즉, 이들은 개인적인 부의 한 요소의 확실성의 증가에 대한 회계연구를 확장하였다.

Lambert, Larcker와 Verrecchia는 만일 위험회피형 경영자가 주식가격과 연결된 그의 다른 부와 상당히 많은 부분을 소유하고 있다면 경영자에 대한 보상계약의 가치는 주주가 인식하는 그 계획의 비용과 상당히 다르게 된다. 최고경영자의 주식옵션의 인센티브속성은 Black - Scholes 옵션가격 모델과 관련된 비교정태분석의 단순한 확장이 아니다.

#### 연구의 한계와 장래 연구를 위한 제언

(i) Healy가 주장하는 분별적 요소에는 문제가 될 수 있다. Healy의 연구에서는 특히 경영자들이 이익의 산출과정에서 사용한 회계적 조정요소를 비재량적 발생항목(non - discretionary accruals)과 재량적 발생항목(discretionary accruals)으로 구별하였으며 경영자의 의도적 이익조정동기와 관련된 것은 재량적 발생항목임을 주장하였다. 즉 회계이익은 영업에서는 현금흐름의 합계, 비재량적 발생항목 그리고 재량적 발생항목으로 나누어진다. 재량적 발생항목은 운전자본과 감가상각비의 변동으로 정의되어진다. 문제는 많은 재량적 발생항목중에는 현금흐름 영향을 미치지 않지만 이익에는 영향을 미치지 않는다는 것이다. 재고자산을 위한 지급은 대차대조표상의 현금과 재고자산에는 영향을 미치지 않는다. 단순하게 미수금 회수나 공급자에게 조금 빨리(또는 늦게) 지급하는 것은 현금흐름에는 영향을 미치지 않지만 이익에는 영향을 미치지 아니한다. 그러므로 Healy에 의하면 재량적 발생항목이란 현금흐름이 아닌 이익조정요소에 영향을 미친다는 주장은 분명하지 않은 설명이 될 수



있다.

(ii) 목표경영 상반의 로지트 모형에서 Walking - Long의 실증적 연구는 자료에 대한 두 가지 상반되는 해석을 내리고 있다. 작은 지분을 가진 경영자는 성공적인 인수에서 이익이 적다는 사실에 기인하여 공개매수제외를 반대한다. 그러나 통계적인 결과는 저항이 주주의 이익일 때에 많은 주식을 가진 경영자는 반대하지 않는다는 가설과 일치한다.

이러한 반대는 기존의 제의를 철회하고 경영자의 부에 꽤 큰 손실을 가져오기 때문에 이들 경영자는 공개매수 제의를 반대하지 않는다. 이런 갈등은 그들의 모델에서 반대수준을 명확히 하지 않는다. 예를 들면 주주의 반대수준이 경영자의 주식보유에 어느 정도 달려 있는지를 알지 못한다. 장래 연구는 모델에서 특수한 관계를 명백히 하는데 있다.

(iii) Lamber, Larker과 Verrecchia (1991)와 Hemmer (1992)의 연구 간에는 보상으로 허용된 경영자를 위한 가치를 측정하는 데 있어서 일치하지 않는다. 전자의 주장은 그들이 보상으로 받은 선택을 보호받지 못할 것이고, Black - Scholes 모델 뿐만 아니라 선택의 가치를 좁은 범위로 물고가는 Smith Zimmerman (1976)의 모델에서도 이러한 모델 둘 다 중재에 달려 있기 때문에 경영자의 선택가치에 영향을 미치지 않는다는 것이다. 그러나 Hemmer는 균형상태에서 보상패키지의 선택요소를 완전하게 하는 보상요소를 위임자가 제공하는 것은 낙관적이라고 주장한다. 그러므로 B - S 모델과 선택가치에 관한 모델 모두는 허용된 보상 선택의 경영자 가치를 측정하는 적절한 방법들이다(p. 450).

## 1. 수집된 방법론 통찰

표본디자인 : 이들 모든 실증적 연구는 표본디자인에 많은 주의를 요한다. 이들 표본디자인의 목적은 실증적 주제에 바탕을 둔 관련 표본을 선택하는 것이며, 불량한 자료를 제거하는 것이다. Healy는 논문에서 표본은 보너스 계획을 채택할 회사의 확률은 긍정적으로 회사의 크기에 달려 있다는 가정 하에 250개의 대기업에서 선택되어진다. Walking과 Long은 그들의 자료는 다양한 원천을 사용함으로써 유효하였다고 언급한다(p. 67).

Brickley - Bhagat와 Lease는 각각 관찰된 자료들을 양호한 것과 불량한 것으로 분류한다. 여기서 불량한 자료들은 그들이 이루어 낼 수 있는 결과가 혼돈스런 효과를 줄 수 있기 때문에 제거된다.

표준사례연구 기법 : 8개의 논문 중 5개가 사례연구기법을 사용하고 있다. 전형적으로 2일 "공사" 기간은 발표된 날과 그 다음날로 구성되어진다. 2일 기간은 거래가 종료된 후 발생된 주어진 날에 나타난 어떤 정보를 사용한다.

다른 실증적 연구는 교차상관관계(cross correlation)와 이분산성(heteroskedasticity)을 다룸에 있어 대부분의 연구에서는 통계적 검증력에 초점을 두지 않고 Type 1 에러를 유발할 수 있는 표준오차에서의 하향편의에 대하여 관심을 기울인다.

Brickley, Bhagat와 Lease가 언급한 것 처럼 다른 회사의 자료는 모든 상황에서 독립적이지 않다(p. 127). 대부분의 경우 자료의 종속성을 무시함으로써 표준오차에서 하향편의를 유발하고 있다. (p. 127).

## 2. 방법론의 한계

1) 여기서 논의된 대부분의 결과는 단일기간과 단일 대리가정이라는 기본적인 대리문제에 근간을 두고 있다. 두 개의 기간 모델이 명확히 표현되어졌다. 어쨌든, Healy의 경우도 두 기간 모델은 제한이 없다. 이들 가정이 앞으로의 연구를 기다려야 할 때 비슷한 결과를 얻을 수 있을지 모른다. 가능한 해법은 이용가능한 동적인 프로그램기법을 사용하여 다기간 모델을 구축하는 것이다. 그러나 이런 관련된 가정은 결과의 질적인 성질과 긍정적인 의미를 변화시킬 것 같지는 않다.

2) 사례연구가 지니고 있는 한계는 첫째, 사례연구는 왜 시장에서 그런 반응이 일어났는지를 알 수 없으며, 둘째 보상계약의 효과가 긍정적인지 부정적인지를 분리시키는 것을 허용하지 않는다. 셋째, 사례연구는 만약 보상계약의 재정과 함께 동시에 발생한 불특정의 혼란스러운 요소와 다양하게 관련되어 있다면, 시장반응이 보상계약의 채택에 관련되어 있는지 어떤지를 결정하는 것을 허용하지 아니한다. 이것이 왜 대부분의 경험적 연구에서 횡단면적(cross sectional)인 것에 전념시키는가이다. 그러나 자료 중 횡단면 종속 때문에 횡단면적 연구는 또한 그 자체의 결함을 지닌다. 그러므로 회계관련 경험적 연구에서 비관련회귀모형을 표면상 사용하는 것은 복잡한 것을 조정하는 다른 방법을 제공한다.

## IV. 결 론

본 연구에서 사용된 논문들은 회계정보와 미래연구를 위한 기초로서 경영자 보상을 분석하는데 있어서 중요한 공헌을 하는 경험적 장치를 제공한다. 이들 논문들은 최고경영층의 보상계획은 경영자와 주주의 이익을 연결하는데 도움을 준다는 결론으로 구성되어 있다. 최고경영층 보상은 주식가격형성에 긍정적으로 관련이 되어있다. 단기보상계획과 GP채택은 주주들의 부를 증가시키는데

관련이 되어진다. 보상패키지에 있어서 손실을 피하는 선택을 채택함에 의해서 위험이 없는 인센티브 계약을 디자인하는 것이 가능하다 이러한 실증적인 결과는 영업과 정책수행에 중요한 증거를 제공하지만, 이러한 연구에 사용된 방법론은 더욱 개발한 필요가 있다.

이러한 연구를 위한 목표는 현재까지 해결이 안된 채로 남아 있다. 사람들이 찾는 것은 회사에서든 특정한 산업에서든 왜 다양한 계약이 이루어지고 있는지를 이해하는 것이다. 더우기 보상계획과 동기부여적 효과에 대한 이해를 통하여 다양한 경영형태를 하리라 하는 것을 찾자는 것이다. 경영의 객관적인 기능은 보상계약에서 나온다는 것이 바람이지만 이러한 기능은 아직 밝혀지지 않고 있다.

실질적으로 효과적인 계약이 존재한다고 믿지만 그것을 어떻게 찾을 것인가?

앞으로의 실증연구는 이러한 의문들에 대하여 답해야 할 것으로 생각한다. 다음의 단계는 두가지 방법이 있을 수 있는데 하나는 일정한 형태의 계약요소를 구축하는 것이고 다른 하나는 보상계획의 실증적 이론을 추론하는 것이다.

## 참 고 문 헌

- Baimans, S., "Agency Research in Managerial Accounting : A Survey." Journal of Accounting Literature (Spring 1982) : 155 - 213.
- Black, F. and M. Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities". Journal of Political Economy (Summer 1973) : 637 - 659
- Bowen, Robert M, Eric W. Noreeen and John M Lacy, "Determinants of the Corporate Decision to Capitalize Interest". Journal of Accounting and Economics (Spring 1981) : 151-179.
- Brickley, J. A., S. Bhagat and R. C. Lease, "The Impact of Long - range Managerial Compensation Plans on Shareholder Welath". Journal of Accounting and Economics 7(1985) : 115 - 129.
- Collins, Daniel W., Michael S. Rozeff and Dan S. Dhaliwal, "The Economic Determinants of the Market Reaction to Proposed Mandatory Accounting Changes in the Oil and Gas Industry : A Cross - sectional Analysis". Journal of Accounting and Economics 3(1981) : 37 - 72
- Drucker, Peter F., "Reform Executive Pay or Congress Will". The Wall Street Journal (April 1984) : 24
- Hagerman, Robert L. and Mark E. Zmijewski, "Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice". Journal of Accounting and Economics 1(1979) : 141 - 162
- Healy, P. M., "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions". Journal of Accounting and Economics 7(1985) : 85 - 107
- Hemmer, Thoman, "Risk-free Incentives Contracts". Journal of Accounting and Economics 16(1993) : 447 - 43
- Holthausen, Robert W., "Evidence on the Effect of bond Covenants and Management Compensation Contracts on the Choice of Accounting Techniques : The Case of the Depreciation Switch - back". Journal of Accounting and Economics 3 (1981) : 73 - 109

- Lambert, R. A. and D. F. Larcker, "Golden Parachutes, Executive Decision - making, and Shareholder Wealth". *Journal of Accounting and Economics* 7(1985) : 179 - 203
- Lambert, R. A., D. F. Larcker and Verrecchia, R. E., "Portfolio Considerations in Valuing Executive compensation". *Journal of Accounting Research* 1(1991) : 129 - 149
- Loomis, Carl J., "The Madness of Executive Compensation". *Fortune Magazine* (July 12, 1982) : 42 - 52
- Murphy, K. J., "Corporate Performance and Managerial Remuneration : An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics* 7(1985) : 11 - 42
- Smith, C. and J. Zimmerman, "Valuing Employee Stock Option Plans Using Option Pricing Models." *Journal of Accounting Research* 14(1976) : 357 - 364
- Tehrani, H. and J. F. Waagelein, "Market Reaction to Short - term Executive Compensation Plan Adoption." *Journal of Accounting and Economics* 8(1986) : 209 - 321
- Walking, R. A. and M. S. Long, "Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance." *Rand Journal of Economics* 15(1984) : 54 - 68
- Zmijewski, Mark E. And Robert Hagerman, "An Income Strategy Approach to the Positive Theory of Accounting Standard Setting/Choice." *Journal of Accounting and Economics* 3(1987) : 129 - 149