

경영자보상, 경영권방어수단, 사회적 책임활동*

송 동 업**

〈요 약〉

본 연구는 기업의 사회적 책임활동과 경영권방어수단이 경영자보상에 미치는 이론을 이해관계자이론 측면에서 분석하였다. 특히, 경영권방어수단 유무에 따라서 사회적 책임활동이 경영자 보상구조에 어떤 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 분석기간은 2004년부터 2015년으로 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석하였으며, 기업-연도별 불균형 패널데이터로 3,607개 표본을 사용하였다. 본 연구의 결과에 따르면 첫째, 사회적 책임활동 변수는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+)의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 둘째, 경영권 방어수단 변수는 현금보상(CASH)에는 통계적으로 유의한 영향관계를 보이지 않고, 주식연계보상(MCS)에는 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 보이고 있다. 셋째, 경영권방어수단 유무에 따른 분석에 따르면 경영권방어수단이 없는 기업 경우에 있어서 사회적 책임활동변수는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+)의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다.

본 연구는 경영권방어수단에 유무에 따라 기업의 사회적 책임활동과 경영자 보상구조(현금보상, 성과보상)를 분석하여 기업의 사회적 책임활동이 증가할수록 현금보상은 감소되는 반면, 주식연계 보상은 증가하는 관계를 보여줌으로써 기회주의적 행동보다는 이해관계자 가설이 부분적으로 지지됨을 보여주고 있다. 또한, 경영자 자신의 행동이 주주와의 유인과 일치됨을 보여주고 결국에는 대리인 문제를 감소시키는 경영자 보상구조를 선택함으로써 주주의 부를 증가시킬 수 있다는 것을 보여주고 있다

주제어 : 경영자보상, 경영권방어수단, 사회적 책임활동, 대리인가설, 이해관계자가설

논문접수일 : 2020년 08월 10일 논문수정일 : 2020년 08월 21일 논문게재확정일 : 2020년 08월 27일

* 이 논문 2019년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2019S1A5B5A07111756).

** 목포대학교 경영학과 강사, E-mail: angels1005@hanmail.net

I. 서 론

본 연구는 경영자 보상, 경영권방어수단, 사회적 책임활동의 관계를 분석하고자 한다.

최근 경제 양극화 문제가 사회적으로 문제되면서 기업의 이해관계자 이론(stakeholder theory)이 학문적으로 관심을 받고 있으며, 기업채무 이론에서는 기업의 사회적 책임 활동(corporate social responsibility)으로 다루어지고 있다(송동엽, 정성창, 2018).¹⁾ 이러한 연구 분야에서 기업의 사회적 책임활동(CSR)과 기업가치의 관련성 연구결과는 긍정적 결과와 부정적 결과로 상반되게 제시되고 있다²⁾(Nelling and Webb, 2009; Brammer et al., 2006).

이러한 선행 연구들의 혼재된 결과는 경영자가 사회적 책임활동에 왜 관심을 두는지에 의문을 제기할 수 있다. 전통적 대리인이론 따르면 경영자는 주주의 가치를 극대화하는 것보다 자신의 유인을 추구할 경향이 있다(Jensen and Meckling, 1976; 국찬표, 강윤식, 2011).³⁾ 예를 들어, 경영자는 경영자의 비리와 같은 잘못된 행동을 숨기기 위해서(Hemingway and MacLagan, 2004), 또는 자신의 평판이나 협상력 같은 혜택을 증가시키기 위해서(Barnea and Robin, 2010; Milbourn, 2003) 사회적 책임활동에 투자하는 경향이 있다는 것이다. 반면에 경영자는 기업의 성과를 증가시키기 위해서 사업전략으로서 기업의 사회적 책임 활동을 인식시켜 주주와의 이해가 일치되어 기업의 이해관계자들과의 좋은 관계는 기업의 성과에 대한 지지를 이끌어 기업가치를 증가시킬 수 있다는 것이다(Deng et al., 2013). 즉, 이러한 주장들은 경영자의 사회적 활동의 관심은 경영자와 주주사과의 대리인 문제를 완화시킬 수 있다.

이러한 상반된 주장을 검증하는 것은 사회적 책임활동의 성과를 재무적 성과로 보여주는

1) 기업 이해관계자이론(Stakeholder Theory)은 주주자본주의(shareholder capitalism)와 상반되는 개념으로서, 기업은 주주와 채권자 이외에, 제품의 특성과 소비자, 종업원, 공급자, 그리고 지역사회를 포함한 환경보호 등 이해관계자들의 선호를 고려하여 주요 의사결정을 하게 된다는 것이다.

2) 사회적 책임 활동과 기업 가치의 관련성은 가치상승이론(value-enhancing view)과 대리인이론에 기초한 비용이론(expense view)으로 나누어 볼 수 있다(Liang and Renneboog, 2016; 류두원, 류두진, 황준호, 2017). 또한, 기업 가치에 미치는 영향을 분석한 연구로는 Lins et al.(2017), Nekhili et al.(2017) 등의 연구가 최근의 연구들이다. 그러나, 이들의 연구결과는 기업 가치에 긍정적인 영향과 부정적 영향이 혼재되어 있는 상태이다. 기타 연구로는 Titman(1984)은 비재무적 이해관계자(non-financial stakeholder)들의 선호가 자본구조 결정에 영향을 미친다고 주장하였으며, 이 연구에 기초하여, Titman and Wessels(1988)은 인적자본의 특수성이 클수록, Maksimovic and Titman(1991)과 Bae et al.(2011)은 종업원들에 대한 처우를 잘 해주거나 공정하게 하는 기업일수록, Kale and Shahrur(2007)는 기업의 R&D 투자비용이 높은 기업일수록, Banerjee et al.(2008)는 공급자에 대한 의존도가 클수록, 그리고, Du et al.(2014)는 제품의 특수성이 클수록 부채비용은 낮아지고 있다고 주장하였다

3) 국찬표, 강윤식(2011)은 경영자의 사적유인을 위해 지출된 기업의 사회적 책임활동은 경영자에게는 이익이 되지만 주주에게는 비용이 되어 기업가치는 하락하게 된다고 주장하였다.

것은 어렵지만, 경영자의 사회적 책임활동에 대한 동기를 보여주는 지표는 경영자 보상이 될 수 있다(Karim et al., 2018). 일반적으로 경영자 보상구조는 단기간의 현금보상과 장기간의 주식연계보상으로 구분할 수 있다(Karim et al., 2018). 또한, 경영자 보상구조는 위험한 투자안을 선택하고 주주와의 유인이 일치될 수 있는 장기간의 투자성과를 추구하도록 경영자를 유도할 수 있다(Indjejikian, 1999). 특히, 경영자는 일반적으로 단기보상을 선호하기 때문에 사회적 책임활동이 기업내 참호구축과 관련되어 있다면, 기업의 사회적 책임활동과 보상구조와의 관련성 분석은 경영자의 동기를 직접적으로 제공할 수 있고, 사회적 책임활동이 주주의 부를 극대화할 수 있다는 증거를 제공할 수 있다. 예를 들면 만약 주주의 비용을 희생하여 경영자가 자신의 유인을 위해서 사회적 책임활동에 투자를 했다면 사회적 책임활동은 현금보상과 관련이 있을 것이다. 반면에 만약 경영자가 주주의 이익을 증가시키기 위해서 사회적 책임활동에 투자를 했다면 혹은 경영자의 성공적인 사회적 책임활동이 다른 이해관계자(주주, 노동자 포함)들과의 관계를 개선시켰다면 주식연계보상은 사회적 성과와 함께 증가할 것이다. 이러한 동기들을 바탕으로 Karim, Lee, and Suh(2018)은 사회적 책임활동과 경영자 보상구조(현금보상, 성과보상)를 분석하여 현금보상은 줄이고 성과보상을 증가하는 이해관계자 가설이 증명하였다. 하지만 그들의 연구는 직접적으로 참호구축된 기업의 경영자 보상구조와 사회적 책임활동을 관계를 분석하지 못하는 한계점을 가지고 있다. 국내 연구에서는 강윤식, 이재현, 백강(2018)은 기업의 사회적 책임과 경영자보상간의 양의 상관관계를 보여 사회적 책임활동이 높을수록 경영자 보상 수준이 높다고 주장하였다. 반면에, 황성준, 류수전(2020)은 기업의 사회적 책임활동이 경영자 총보상수준과 부(-) 관계, 현금보상과 부(-), 주식보상과 정(+) 관계를 보인다고 주장하면서 이해일치가설을 주장하였다.

하지만 그들의 연구는 사회적 책임활동을 대리인 비용 측면에서 분석하였다는 한계점과 그리고, 사회적 책임활동과 경영자보상 관계는 기업내 지배구조의 영향을 받을 수 있는데 그런 관계를 분석하지 못한 한계점을 지니고 있다.

기업의 사회적 책임활동은 기업가치를 제고할 수 있는 투자수단이 될 수 있지만 사회적 책임활동이 경영자의 대리인 비용으로 인식되어 기업가치를 훼손할 수 있다(Ferrell et al., 2016). 하지만, 이러한 결과는 기업내 의사결정 수준에 따라 사회적 책임활동과 경영자보상 관계가 달라질 수 있다. 그 이유는 경영자와 주주 사이의 이해 상충이 발생하지 않도록 보상 계약을 하는 것이 지배구조의 주된 역할이며 경영자 보상은 지배구조의 영향을 받기 때문이다(Jensen and Murphy, 1990). 본 연구에서는 기업지배구조의 대리변수로 최근 관심을 받고 있는 경영권방어수단을 활용하고자 한다(Deangelo and Rice, 1983; Knoeber, 1986;

Borokhovich et al., 1997; Heron and Lie, 2006; Easterbrook and Fischel, 1981).⁴⁾ 본 연구는 기업의사결정이 기업의 지배구조에 따라 달라 질 수 있으며 특히 참호가 구축된 기업내 의사결정, 즉 사회적 책임활동이 경영자 보상에 어떤 영향을 미치는 지를 분석하고자 한다. 일반적으로 기업내에서 신기술투자, 인수·합병, 기업의 사회적 활동 등과 같은 중요한 의사결정 대부분은 경영자가 주도적으로 의사결정을 할 수 있다(Kassinis and Vafeas, 2002; Graham et al, 2015; 강윤식 외 2인, 2018). 이러한 경영자의 의사결정은 결과적으로 기업가치와 관련성이 있으므로 기업가치 증대를 위한 기업지배구조 등 여러 가지 제도를 마련하는데(Jensen and Meckling, 1976) 그 중 하나가 경영자 보상 체계이다(김경묵, 2005). 이 논문은 이러한 이슈에 실증적 증거를 제공하고자 한다. 또한, 본 연구는 경영권방어수단을 변수를 활용하여 사회적 책임활동과 경영자 보상과의 관련성을 진행함으로써 국내 연구의 범위를 확장한다는 점에서 의의가 있다.⁵⁾

본 연구의 분석 결과는 다음과 같다. 본 연구는 기업의 사회적 책임활동과 경영권방어수단이 경영자보상에 미치는 이론을 이해관계자이론 측면에서 분석하였다. 분석기간은 2004년부터 2015년으로 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석하였으며, 기업-연도별 불균형 패널데이터로 3,607개 표본을 사용하였다. 본 연구의 결과에 따르면 첫째, 사회적 책임활동 변수는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+)의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 둘째, 경영권방어수단 변수는 현금보상(CASH)에는 통계적으로 유의한 영향관계를 보이지 않고, 주식연계보상(MCS)에는 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 보이고 있다. 셋째, 경영권방어수단 유무에 따른 분석에 따르면 경영권방어수단이 없는 기업 경우에 있어서 사회적 책임활동변수는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+)의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 전체적으로 경영권방어수단이 없는 기업에 있어서 기업의 사회적 책임활동이 커질수록 단기성과를 나타내는 현금보상과는 부(-)의 관계를, 장기성과를 나타내는 주식연계보상과는 정(+)의 관계를 보이고 있다.

4) “행동주의 펀드 활동 확대... 경영권보호장치 시급”, 더벨, 2019.03.28. 『상장회사 정관에 도입된 경영권 방어수단 현황 분석-추가적인 경영권 방어수단의 도입이 필요한가?』, 경제개혁연대, 2009.4, 국내 상장사의 다양한 M&A 방어수단 도입현황, 임수진, 2013, 경영권 방어 전략의 현황과 분석, 신진영, 2018.

5) 선행연구에 따르면, 기업내 경영권 방어수단이 경영자 보상에 대한 가설은 효율적 보상계약가설(efficient compensation contracting hypothesis)과 경영자 참호구축가설(managerial entrenchment hypothesis)로 이해할 수 있다. 효율적 보상계약가설에 의하면 기업내 경영권 방어수단은 매력적인 투자안에 투자할 수 있도록 경영자에게 보상을 증가시킴으로서 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다는 것이다(Deangelo and Rice, 1983; Knoeber, 1986; Heron and Lie, 2006). 반면, 경영자 참호구축가설에 의하면 기업내 경영권 방어수단은 경영자의 사적이익에 대한 유인을 발생시키는 투자안을 선택할 수 있는 기회를 증가시켜 대리인 문제를 심화시킬 수 있다고 하였다(Deangelo and Rice, 1983; Easterbrook and Fischel, 1981).

경영자 보상, 경영권방어수단, 사회적 책임활동의 관계를 분석한 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구 및 가설을 정리하고, 제Ⅲ장에서는 연구방법론을 소개한다. 제Ⅳ장에서는 분석결과를 정리하고, 제Ⅴ장에서는 결론 및 본 연구의 의의를 언급하고자 한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

본 연구의 주된 목적은 기업의 사회적 책임활동과 경영권방어수단이 경영자 보상구조에 어떤 영향을 보여주는 지를 분석하는 것이다.

사회적 책임활동에 대한 대부분의 연구는 사회적 책임 활동을 하는 동기와 사회적 책임 활동에 투자하는 기업의 재무적 특성(특히, 재무성과, 기업가치)에 관한 것이다. 이러한 기업의 사회적 책임활동에 관한 입장은 크게 이해관계자 이론(stakeholders theory)과 대리인 이론(agency theory)이 있다. 이해관계자 이론에 의하면 사회적 책임활동은 다양한 이해관계자(주주, 노동자, 고객, 공급자, 지역사회 등)의 관심사를 균형을 맞춤으로서 기업가치를 증가시킬 수 있는 장기적인 전략적 투자이다(Freeman, 1984; Freeman and McVea, 2001). 또한, 사회적 책임활동은 이해관계자와의 관계에서 발생하는 비용을 감소시켜주므로 주주가치에 긍정적인 영향을 주며, 사회적 책임활동의 증가는 기업의 평판을 증가시키고 기업가치를 증가시키기위한 이해관계자의 노력을 증가시킨다(Freeman, 1984; Titman, 1984; Waddock and Graves, 1997; McWilliams et al., 2006; Sheikh, 2018). 이해관계자이론은 자원준거관점에서도 사회적 책임활동을 전략적 자원으로 인식한다(McWilliams and Siegal, 2001).⁶⁾

반면에 전통적 대리인 이론에 의하면(Jensen and Meckling, 1976), 기업의 사회적 책임 활동은 비용만을 발생시키는 대리인 문제이며, 기업가치를 감소시키는 것이다(Friedman, 1970; McWilliams and Siegel, 2000). 이들의 주장은 경영자들은 주주가치를 희생시켜 자신의 평판을 만들고 기업의 자원을 착취함으로서 사회적 책임활동에 과대투자하는 경향이 있다고 주장하였다(Barnea and Rubin, 2010).

이러한 상반된 주장을 검증하는 것은 사회적 책임활동의 성과를 확실하게 재무적 성과로 보여주는 것은 어려운 실정지만, 경영자의 사회적 책임활동에 대한 동기를 보여주는 지표는 경영자 보상이 될 수 있다(Karim et al., 2018). 만약 경영자가 자신의 이익을 위해서 사회적 책임활동을 행동하다면, 기업의 높은 사회적 성과는 경영자의 보상 수준을 커지게 할 것이다(Barnea and Rubin, 2010; Milbourn, 2003). 반면에, 높은 사회적 성과는 경영자를

6) McWilliams and Siegal(2001)은 사회적 책임활동은 기업의 좋은 이미지를 만들고 평판을 증가시킬 수 있는 전략적 자원으로 간주할 수 있다고 주장하였다. 따라서, 자원준거관점에서 사회적 책임활동은 투자기업의 경쟁적 우위요인의 자원이 될 수 있으며 이는 기업가치 증가를 가져올 수 있다.

옳은 일을 한 것에 대한 내부적으로 보상을 받거나 자랑스럽게 만들기 때문에 또는 경영자와 비경영자 사이의 보상차이를 감소시킴으로써 이해관계자들의 관계를 개선함으로써 높은 사회적 책임활동을 가진 기업의 경영자 보상은 감소한다(Potts, 2006; Rekker et al., 2014; Cai et al., 2011).

이러한 선행연구의 가설을 바탕으로 사회적 책임활동과 경영자보상의 관련성은 두가지 방법으로 기대될 수 있다. 첫째는 만약 경영자가 자신의 유인을 위해서 기업의 사회적 책임활동을 착취한다면, 경영자의 기회주의적 행동은 경영자 호의에 따라 경영자 보상을 변화시킬 수 있다는 것이다. Milbourn(2003)은 경영자의 평판과 경영자 보상사이에 양의 관계가 있다고 주장하였다. 이들은 이러한 양의 관계가 경영자의 협상력을 강화시켜 더욱 기회주의적 경력을 행한다고 주장하였다. Dai et al.(2017)은 경영자들은 경영자 보상의 프리미엄을 요구할 때 미래의 불확실성을 완화하기 위해서 현금보상을 선호한다고 주장하였다. Bebchuk, Fried, and Walker(2002)은 상대적으로 높은 사회적 책임활동을 수행하면서 증가된 평판과 협상력은 경영자의 보상구조를 변화시킬 수 있다고 주장하였다.

두 번째는 만약 경영자가 주주의 가치를 극대화시키기 위해서 사업전략으로 간주하여 기업의 사회적 책임활동을 수행한다면 혹은 사회적 책임활동을 신탁의무로 간주한다면, 경영자는 기업의 사회적 성과를 증가시키는 것만으로도 보상을 받을 것이다. Gan and Park (2016)은 경영자의 경영능력과 주식성과기반 성과 사이에 양의 관계가 있다고 주장하였다. Potts(2006)은 높은 사회적 성과는 경영자를 옳은 일을 한 것에 대한 내부적으로 보상을 받거나 자랑스럽게 만들 수 있다고 주장하였다. Cai et al.(2011)은 경영자와 비경영자사이의 보상차이를 감소시킴으로써 이해관계자들의 관계를 개선함으로써 높은 사회적 책임활동을 가진 기업의 경영자 보상은 감소한다고 주장하였다. Karim, Lee, and Suh(2018)은 사회적 책임활동과 경영자 보상구조(현금보상, 성과보상)를 분석하여 현금보상은 줄이고 성과 보상을 증가하는 이해관계자 가설이 증명하였다. 그들은 현금보상은 기업의 사회적 책임 활동과는 감소되는 반면, 주식연계보상은 기업의 사회적 책임활동과는 증가하는 관계를 보여줌으로써 경영자 자신의 행동이 주주와의 유인과 일치됨을 보여주고 대리인 문제를 감소시키는 경영자 보상구조를 선택함으로써 주주의 부를 증가시킬 수 있다고 주장하였다.

이상의 논의를 바탕으로 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 만약 경영자가 이해관계자 이론에 기반한 사회적 책임활동을 수행한다면, 기업의 사회적 책임활동은 경영자의 현금보상에는 부(-)의 영향을 미치고 주식기반 보상에는 정(+)의 효과를 미칠 것이다.

본 연구는 추가적으로 기업의사결정이 기업의 지배구조에 따라 달라 질 수 있으며 특히 참호가 구축된 기업내 의사결정 즉 사회적 책임활동이 경영자 보상에 어떤 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 일반적으로 경영자의 참호가 구축되어진다면 기업자원에 대한 경영자의 자기 유인은 증가할 것이다. 경영자의 참호구축가설에 따르면 경영권방어수단은 경영자의 참호를 더욱 강화시켜 기업통제에 대한 시장규율로부터 경영자를 더욱 보호하여 경영자와 주주 사이의 이해상충을 더욱 강화시킬 것이다(Deangelo and Rice, 1983; Jensen and Ruback, 1983). 또한, 경영자의 참호가 증가함에 따라서 경영자는 불확실한 현금 흐름의 장기 투자안을 피하고 결과적으로 참호구축된 경영자는 기업가치를 감소시킨다.

하지만, 효율적 보상계약가설에 의하면 기업내 경영권 방어수단은 매력적인 투자안에 투자할 수 있도록 경영자에게 보상을 증가시킴으로서 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다는 것이다(Deangelo and Rice, 1983; Knoeber, 1986; Heron and Lie, 2006). 이와 같은 가설로부터 기업의 사회적 책임활동과 경영자 보상 구조 사이의 관련성이 기업 지배구조의 정도에 따라서 달라질 수 있다. 만약 경영자가 자신의 유인을 위해서 사회적 책임활동을 수행한다면 지배구조가 약한 경우에는 경영자의 기회주의적 행동이 더욱 강화되어 주식 보상에 비해서 현금보상을 더욱 더 선호 할 것이다. 혹은 지배구조가 강한 경우에는 경영자가 주주의 유인을 위한 행동을 강화하여 현금보상보다 주식보상을 더 선호할 것이다. 하지만, 이해관계자 가설이 성립한 경우에는 경영권 방어수단이 없는 기업에서 사회적 책임활동과 현금보상은 감소의 관계를 보이고 주식보상은 증가의 관계를 보일 것이다. 이상의 논의를 바탕으로 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 만약 경영자가 이해관계자 이론에 기반한 사회적 책임활동을 수행한다면, 경영권 방어수단이 없는 기업에 있어서도 기업의 사회적 책임활동은 경영자의 현금보상에는 부(-)의 영향을 미치고 주식기반 보상에는 정(+)의 효과를 미칠 것이다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 연구자료

본 연구의 목적은 기업의 사회적 책임활동과 경영권방어수단이 경영자보상에 미치는 이론을 이해관계자이론 측면에서 실증·분석하고자 2004년부터 2015년까지 유가증권시장에 상장된 12월 결산 법인 중에서 비금융업을 대상으로 분석하였다. 본 연구 분석에 필요한 자료는 경영자보상, 기업의 사회적 책임활동, 경영권방어수단, 그리고 통제변수에 관한

자료이다. 경영자 보상 대용치로 사용된 현금보상, 주식연계보상(스톡옵션 및 보유주식)의 자료 금융감독원의 전자공시시스템(Dart)의 사업보고서를 이용하여 수집하였다.

국내연구에서 분석에 이용되고 있는 기업의 사회적 책임활동의 대용치는 한국기업 지배구조원의 ESG평가와 경제정의실천시민연합 경제정의연구소의 KEJI지수를 활용하고 있다(강운식, 위경우, 2017; 여은정, 2017; 임종옥, 2018; 김아리, 김보인, 2019; 김영환, 송동엽, 2020). 본 연구에서는 사회적 책임활동의 대용치로 경제정의지수(KEJI Index)를 사용하여 분석하고자 한다.⁷⁾

본 연구의 분석에 활용된 기업지배구조의 대용치는 경영권 방어수단(정관에 경영권 방어수단이 한 개 이상 존재하는 기업)으로서 초다수결의제와 황금낙하산, 시차임기제를 활용하였다.⁸⁾ 본 연구에서는 금융감독원의 전자정보공시시스템의 사업보고서 첨부파일에 있는 정관에 초다수결의제나 황금낙하산 제도, 시차임기제의 보유여부를 수작업으로 수집하였다. 대주주 지분은 금융감독원의 전자공시시스템(Dart)의 사업보고서, 재무제표 자료는 한국신용평가정보(주) Kis-Value에서 추출하였으며, 본 연구 목적에 불필요한 기업, 분석자료가 없는 기업을 제외한 기업-연도별 불균형 데이터로 총 3,607 데이터를 사용하여 분석하였다.

2. 연구모형

본 연구의 첫 번째 가설인 기업의 사회적 책임활동이 경영자 보상에 영향을 주는지를 검증하기 위하여 패널회귀모형을 설정하였다.⁹⁾

$$Com_{i,t} = \alpha + \beta_1 Csr_{i,t} + \beta_2 Own_{i,t} + \beta_3 For_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Prr_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Fcf_{i,t} + \beta_8 Risk_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

본 연구 모형의 사용된 종속변수인 경영자보상(Com)은 먼저 등기임원중에서 사외이사를 제외한 이사를 경영자로 정의한 후 이들이 기업으로부터 받는 현금보상($Cash$)과 주식연계

7) 경제정의지수(KEJI지수)는 기업의 사회적 책임을 재무적 성과와 함께 객관적인 수치로 나타내는 객관적인 평가 모델로 1991년부터 제공하고 있다. 경제정의지수의 정량평가는 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 선정하고 있으며, 2012년부터 건전성(25점), 공정성(20점), 사회공헌도(15점), 소비자보호(15점), 환경경영(10점), 직원만족(15점) 총 100점 만점으로 변경되었다.

8) 국내 연구에서는 이사해임 가중요건과 적대적 M&A 가중요건 등의 초다수결의제를 보유하고 있거나, 적대적 M&A로 해임 시 퇴직금 이외의 추가적인 보상을 지급하는 황금낙하산을 보유하고 있는 기업을 경영권 방어수단이 존재하는 기업으로 정의하고 있다(박동빈, 2019).

9) 본 연구의 패널회귀모형은 이원패널고정모형(two-way fixed effect model)로 u_i 는 관측되지 않은 개별기업의 효과이며, λ_t 는 연도의 이질성을 나타내며, $\epsilon_{i,t}$ 는 연도더미를 의미한다.

보상(Mcs)을 각각 경영자 보상으로 정의하였다. 현금보상은 사업보고서에 제시된 지급 총액을 경영진의 현금보상으로 사용하였으며, 주식연계보상은 경영자가 보유한 주식과 스톡옵션을 바탕으로 구성하였다. 경영자의 주식연계보상은 Fahlenbrach(2009)의 연구를 바탕으로 가치민감도(Mcs ; Core and Guay, 1999; Baker and Hall, 2004)를 이용하였다¹⁰⁾. 또한, 본 연구의 설명변수로 활용된 사회적 책임활동(Csr)의 대용치는 경제정의실천시민연합 경제정의연구소가 발표하고 있는 경제정의지수(KEJI지수)를 사용하며 구체적인 측정치는 개별기업들이 구성항목별로 취득한 합산점수를 총점으로 나누어 계산하였다.

통제변수는 선행연구를 근거하여 대주주 지분(Own), 외국인 지분(For), 기업규모($SIZE$), 수익성(Prr), 레버리지비율(Lev), 여유현금흐름(Fcf), 변동성($Risk$), 를 사용하였다(Baek et al., 2004; Fahlenbrach, 2009; Jensen and Meckling, 1976; 김용식, 황국재, 2011; 송동엽, 정성창, 2014; 이경태, 이상철, 박애영, 2005; 황성준, 류수전, 2020).

대주주 지분(Own)은 최대주주 및 특수관계인의 보통주 지분을 나타낸다. 대리인이론에 의하면 대리인문제가 적을수록 경영자보상이 감소 또는 증가한다고 할 수 있어, 대주주 지분이 증가할수록 경영자보상에 부(-)의 영향을 줄 수 있다(김용식, 황국재, 2011).¹¹⁾ 외국인 지분율(For)은 경영자를 감시하는 감독자의 역할을 하며, 연도 말 보통주 지분으로 계산하였으며, 외국인 지분이 증가할수록 경영자보상에 부(-) 영향을 줄 것으로 기대한다(Baek et al., 2004; 김용식, 황국재, 2011). 변동성($Risk$)이 큰 기업일수록 기업은 더 큰 위험을 부담함으로 경영자 보상수준은 더 커져야한다(Banker and Datar, 1989; Lee, 2014). 변동성($Risk$)은 당해연도 일별주가수익률의 표준편차를 계산하여 사용하였다. 부채비율(Lev)도 크면 클수록 위험이 더 큰 투자안을 선택할 수 있기 때문에 채권자는 기업내 현금흐름을 중시하게되어 경영자보상에 제한을 두게 된다(Jensen and Meckling, 1976). 본 연구에서 총부채/총자산으로 나눈 비율을 통제변수로 포함하였다. 기업규모($Size$)는 $\log(\text{총자산})$ 으로 계산하였으며, 기업규모가 클수록 경영자의 노력투입정도가 더 크기 때문에 더 큰 경영자 보상수준을 요구할 수 있다(Rosen, 1982). 하지만 기업규모($Size$)가 커진다면 기업내 의사결정시스템에 대한 감시와 통제가 강화되기 때문에 경영자 보상수준이 낮아질 수 있다(Gibbon and Murphy, 1992). 여유현금흐름(Fcf)은 기업내 유동성을 보여주는 변수로서 영업활동으로 인한 현금흐름을 총자산으로 나누어 사용하였다. 기업내 유동성이 큰 기업

10) Fahlenbrach(2009)는 성과연계보상민감도를 지분민감도(percentage ownership)와 가치민감도(dollar equity incentives)로 구분하여 이용하였다. 경영자보상인 주식연계민감도는 다음과 같이 산출하였다 $\log((\text{보유 주식수} \times \text{주식델타} + \text{스톡옵션} \times \text{옵션델타}) / \text{발행주식수})$: 지분민감도, $\log(\text{보유주식수} \times \text{주식델타} + \text{스톡옵션} \times \text{옵션델타})$: 가치민감도.

11) 김용식, 황국재(2011)는 지배주주의 지분율이 증가할수록 내부통제가 가능하여 대리인문제가 감소할 가능성이 높다고 주장하면서 경영자 보상이 감소한다고 주장하였다.

일수록 주식연계보상을 실시한다(Core and Guay, 2003; 이경태, 이상철, 박애영, 2005). 수익성(Prr)은 경영자 보상수준을 나타내는 요인으로 기업의 성과가 높을수록 경영자보상 수준은 증가한다(Lambert and Larcker, 1987). 수익성(Prr)의 대용치는 EBITDA를 총자산으로 나눈 총자산이익률을 사용하였다

본 연구의 두 번째 가설을 검증하기 위해서 사회적 책임활동, 경영권 방어수단이 경영자보상에 영향을 주는지를 검증하기 위하여 다음과 같은 패널효과 회귀모형을 설정분석한 후 정관에 경영권 방어수단(초다수결의제, 황금낙하산, 시차임기제)이 하나라도 있는 기업과 경영권 방어수단(초다수결의제, 황금낙하산, 시차임기제)이 없는 집단으로 구분하여 가설을 검증하였다.

$$Com_{i,t} = \alpha + \beta_1 Csr_{i,t} + \beta_2 Anti_{i,t} + \beta_3 Own_{i,t} + \beta_4 For_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Prr_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 Fcf_{i,t} + \beta_9 Risk_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

본 연구 모형의 사용된 종속변수인 경영자보상(Com)은 먼저 등기임원중에서 사외이사를 제외한 이사를 경영자로 정의한 후 이들이 기업으로부터 받는 현금보상($Cash$)과 주식연계보상(Mcs)을 각각 경영자 보상으로 정의하였다. 현금보상은 사업보고서에 제시된 지급총액을 경영진의 현금보상으로 사용하였으며, 주식연계보상은 경영자가 보유한 주식과 스톡옵션을 바탕으로 구성하였다. 경영자의 주식연계보상은 Fahlenbrach(2009)의 연구를 바탕으로 가치민감도(Mcs ; Core and Guay, 1999; Baker and Hall, 2004)를 이용하였다.¹²⁾ 또한, 본 연구의 설명변수로 활용된 사회적 책임활동(Csr)의 대용치는 경제정의실천시민연합 경제정의연구소가 발표하고 있는 경제정의지수(KEJI지수)를 사용하며 구체적인 측정치는 개별기업들이 구성항목별로 취득한 합산점수를 총점으로 나누어 계산하였다.

독립변수인 경영권 방어수단($Anti$)는 사업보고서의 정관에 초다수결의제나 황금낙하산 제도, 그리고, 시차임기제가 있으면 한 개라도 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수이다. 이해관계자이론에 의하면 경영권 방어수단은 사회적 책임활동을 감소시키며, 참호구축가설에 의하면 경영권 방어수단은 경영자의 사적이익 추구를 증가시켜 기업가치에 부정적인 영향을 준다고 하였다(Sheikh, 2018). 따라서, 경영권 방어수단은 경영자보상에 영향을 미칠 수 있다. 김영환, 송동엽(2020)은 경영권 방어수단이 존재할수록 기업의 사회적 책임활동에 부(-)의 영향을 준다는 것을 주장하면서, 경영권 방어수단은 경영자의 경영권

12) 가치민감도는 주식가격 1% 변화분에 대한 경영자 보유 주식과 옵션 포트폴리오의 가치 변화 금액으로 정의된다. 계산된 값은 로그 변환하여 사용하였다. 옵션 및 주식의 민감도 계산방식은 Black-Scholes 모형을 이용하였다(송동엽, 정성창, 2014 재인용).

안정의 참호 구축을 하여 사회적 책임활동이 감소한다. 즉, 그들은 참호 구축된 경영자는 기업가치를 증대시키는 사회적 책임활동을 줄인다는 이해관계자이론을 지지하는 한다고 하였다(김영환, 송동엽, 2020).

통제변수는 선행연구를 근거하여 대주주 지분(*Own*), 외국인 지분(*For*), 기업규모(*SIZE*), 수익성(*Prr*), 레버리지비율(*Lev*), 여유현금흐름(*Fcf*), 변동성(*Risk*)를 사용하였다(Jensen and Meckling, 1976; Fahlenbrach, 2009; 이경태, 이상철, 박애영, 2005; 김용식, 황국재, 2011; Khan et al., 2005; Baek et al., 2004; 송동엽, 정성창, 2014; Sheikh, 2018; 황성준, 류수진, 2020).

IV. 연구 결과

1. 기초통계량

본 연구의 분석표본은 3,607개이며, 연구에 활용된 변수의 기초통계량 값을 <표 1>에

<표 1> 기초통계량(n = 3,607)

<표 1>은 2004년에서 2015년까지 본 분석에 활용된 변수에 대한 기초통계량을 나타낸다. 분석에 사용된 표본기업은 기업체 3,607개 기업이다. Cash는 경영자의 현금보상을 의미하며, 경영자가 받은 현금보상을 총보상으로 나눈 값이며, MCS는 경영자가 보유한 주식성과연계민감도를 보여주는 변수이며, MCS는 가치민감도를 나타내는 값(log(보유주식수×주식델타+스톡옵션×옵선택델타))이다. CSR은 기업의 사회적 책임활동의 대리변수로서 경제정의지수(KEJI지수)를 사용하며 개별기업들이 구성항목별로 취득한 합산점수를 총점으로 나누어 계산하였다. ANTI는 경영권 방어수단으로서 사업보고서의 정관에 초과수결의제나 황금낙하산 제도, 그리고, 시차임기제가 있으면 한 개라도 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수이다. OWN은 대주주 지분은 최대주주 및 특수 관계인의 보통주 지분이다. FOR는 외국인 지분율을 나타내는 변수(연도말 외국인보유주식수/발행주식수)이다. SIZE는 기업규모를 나타내는 대리변수로 Log(총자산) 계산되며, FCF는 여유현금흐름을 나타내는 대리변수로 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산의 값이며, PRR은 수익성을 나타내는 대리변수로 EBITDA/총자산 값이며, LEV는 레버리지를 나타내는 대리변수로 총부채/총자산으로 계산된다. RISK는 변동성을 나타내는 대리변수로: 당해연도 일별수익률의 표준편차이다.

변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
CASH	0.989	0.994	0.015	0.935	1
MCS	15.661	18.293	6.677	0	23.053
CSR	0.581	0.584	0.045	0.475	0.669
ANTI	0.084	0.000	0.277	0.000	1.000
OWN	42.992	43.310	15.622	10.410	78.780
FOR	11.461	4.760	14.716	0.000	65.040
SIZE	11.558	11.453	0.599	10.521	13.388
PRR	0.066	0.055	0.048	-0.006	0.229
LEV	0.399	0.398	0.179	0.046	0.792
FCF	0.061	0.059	0.069	-0.121	0.269
RISK	0.027	0.021	0.024	0.002	0.128

정리하였다. 먼저 주요변수인 경영자보상 중 현금보상비중은 0.989이며, MCS는 15.661으로 나타났다. 사회적 책임활동의 대용변수인 KEJI 사회평가의 평균값은 0.581으로 분석되었다. 경영권 방어수단의 평균값은 0.084으로 분석표본의 8.4%가 초다수결의제와 황금낙하산제도 또는 시차임기제를 정관에 보유하고 있는 것으로 나타났다. 관련 통제변수는 극단치 값을 상하 1%에서 조정(winsorizing)하였다. 대주주 지분의 평균값은 42.99%, 외국인 지분의 평균값은 11.461%, 기업규모의 평균값은 11.558로 분석되었으며, 레버리지의 평균값은 0.399, 수익성은 0.066으로 분석되었다.

<표 2>는 변수간의 상관관계를 분석한 결과이다. 종속변수인 경영자보상은 사회적 책임활동의 대용치인 KEJI 사회평가와 현금보상(Cash)은 유의수준 1%에서 부(-)의 상관관계를 주식연계보상(MCS)은 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 경영권 방어수단 (ANTI)은 경영자보상 중 현금보상과는 유의한 관계를 보이지 않고 있고, 주식연계보상 (MCS)과는 유의수준 5%에서 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 따라서, 경영권 방어수단과 기업의 사회적 책임활동은 경영자 보상구조에 따라 다른 관계로 영향을 준다고 할 수 있으며, 경영권방어수단에 따라 사회적 책임활동은 경영자보상구조에 영향을 줄 수 있다. 사회적

<표 2> 상관분석표

<표 2>는 2004년에서 2015년까지 본 분석에 활용된 변수에 대한 상관분석 결과이다. Cash는 경영자의 현금보상을 의미하며, 경영자가 받은 현금보상을 총보상으로 나눈 값이며, MCS는 경영자가 보유한 주식성과연계민감도를 보여주는 변수이며 MCS는 가치민감도를 나타내는 값(log(보유주식수×주식델타+스톡옵션×옵션델타))이다. CSR은 기업의 사회적 책임활동의 대리변수로서 경제정의지수(KEJI지수)를 사용하며 개별기업들이 구성항목별로 취득한 합산점수를 총점으로 나누어 계산하였다. ANTI는 경영권 방어수단으로서 사업보고서의 정관에 초다수결의제나 황금낙하산 제도, 그리고, 시차임기제가 있으면 한 개라도 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수이다. OWN은 대주주 지분은 최대주주 및 특수 관계인의 보통주 지분이다. FOR는 외국인 지분율을 나타내는 변수(연도말 외국인보유주식수/발행주식수)이다. SIZE는 기업규모를 나타내는 대리변수로 Log(총자산) 계산되며, FCF는 여유현금흐름을 나타내는 대리변수로 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산의 값이며, PRR은 수익성을 나타내는 대리변수로 EBITDA/총자산 값이며, LEV는 레버리지를 나타내는 대리변수로 총부채/총자산으로 계산된다. RISK은 변동성을 나타내는 대리변수로: 당해연도 일별수익률의 표준편차이다. *, **는 각각 유의수준 5%, 1%에서 유의함.

	cash	mcs	csr	anti	own	for	size	pr	lev	fcf	risk
cash	1.00										
mcs	-0.49**	1.00									
csr	-0.05**	0.05**	1.00								
anti	0.00	0.03*	0.01	1.00							
own	-0.06**	-0.11**	-0.03*	-0.16**	1.00						
for	-0.10**	0.00	0.14**	0.05**	-0.19**	1.00					
size	-0.15**	0.04**	0.25**	0.09**	-0.14**	0.49**	1.00				
pr	-0.04**	-0.01	0.12**	-0.01	-0.09**	0.26**	0.09**	1.00			
lev	0.25**	-0.12**	-0.04*	0.02	-0.14**	-0.10**	0.20**	-0.09**	1.00		
fcf	-0.01	-0.01	0.10**	-0.01	-0.04*	0.21**	0.09**	0.46**	-0.18**	1.00	
risk	0.02	-0.02	-0.07**	-0.02	-0.10**	0.04**	-0.03	0.36**	0.07**	0.09**	1.00

책임활동은 현금보상에 부(-), 주식보상(MCS)에 정(+)의 영향을 주고 있다. 즉, 경영권 방어수단을 도입하면서 경영자는 자신의 사적이익을 추구하는 참호를 구축하게 되어 사회적 책임활동을 줄이고 현금보상을 줄이고, 주식보상은 증가시키게 된다는 이해관계자이론을 지지하는 결과가 추정될 수 있다. 경영자보상중 주식연계보상(MCS)과는 -0.49의 값, 기업 규모(SIZE)와 외국인 지분(FOR)과의 상관계수 값이 0.49의 값을 보이고 있다. 경영자보상 변수간의 상관관계가 상대적으로 높지만 종속변수로 투입되므로 다중공중성의 문제는 우려되지 않으며 분산팽창계수를 측정한 결과 통계적으로 허용되는 범위 내에 존재하고 변수간의 상관계수 값이 크게 크지 않아 다중공선성의 문제는 우려되지 않는 것으로 추정된다.

2. 가설검정

본 연구의 첫 번째 가설인 기업의 사회적 책임활동이 경영자보상에 미치는 영향을 분석하기 위하여 정태적 패널회귀분석을 실시하였다. 분석결과는 <표 3>에 제시하였다. <표 3>에서 Breusch-Pagan검정결과 패널효과가 존재하여, Hausman Test를 실시하였으며, Hausman 검정결과는 고정효과 패널회귀모형이 확률효과 패널회귀모형보다는 더 타당하다는 결과를 보여주고 있다.¹³⁾

<표 3>에서는 종속변수로 경영자 보상으로 설정하고 독립변수는 사회적 책임활동변수로 KEJI 지수 사회평가를 사용하였다. 모형 1은 종속변수로 현금보상, 독립변수로 사회적 책임활동과 통제변수를 포함한 모형이며, 모형 2는 종속변수로 주식연계보상으로 MCS을, 독립변수로 사회적 책임활동과 통제변수를 포함한 모형으로 각각 나누어 분석하였다.

<표 3>의 모형 1, 2 분석결과는 사회적 책임활동 변수는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+)의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 이러한 결과는 경영자가 자신의 이익을 위해서 사회적 책임활동을 행동한다면, 기업의 높은 사회적 성과가 경영자의 보상 수준을 커지게 할 것이라는 가설이 성립할 수 있다(Barnea and Rubin, 2010; Milbourn, 2003). 또한, 높은 사회적 성과는 경영자 자신이 옳은 일을 한 것에 대한 내부적으로 보상을 받거나 스스로 자부심을 느끼기 때문에 경영자와 비경영자사이의 보상차이를 감소시켜 이해관계자들과의 관계를 개선함으로써 높은 사회적 책임활동을 가진 기업의 경영자 보상은 감소한다(Potts, 2006; Rekker et al., 2014; Cai et al., 2011)는 가설이 성립할 수 있다. 이러한 상반된 결과는 이해관계자이론을 통해서

13) Mundlak(1978)은 확률효과모형은 설명변수의 외생성(exogeneity)을 가정하는 모형이며, 고정효과모형은 설명변수의 내생성(endogeneity)을 허용하는 모형이라고 하고 있다.

설명이 될 수 있다. Karim et al.(2018)은 경영자 보상 구조를 현금보상과 주식연계보상으로 구분한 후 사회적 책임활동과 경영자 보상구조(현금보상, 성과보상)를 분석하여 단기성과의 선회를 나타내는 현금보상은 줄이고 장기적으로 성과를 나타내는 성과보상을 증가하는 이해관계자 가설이 증명하였다. 본 연구의 결과도 그들의 연구처럼 이해관계자 가설을 지지하고 있다. 즉, 기업의 사회적 책임활동이 커질수록 단기성과를 나타내는 현금보상과는 부(-)의 관계를, 장기성과를 나타내는 주식연계보상과는 정(+)의 관계를 보이고 있다.

<표 3> 기업의 사회적 책임활동이 경영자 보상에 미치는 영향

<표 3>은 경영자 보상을 종속변수로 한 정태적 패널분석 결과이다. 모형 1은 종속변수가 Cash로서 경영자의 현금보상을 의미하며, 경영자가 받은 현금보상을 총보상으로 나눈 값이며, 모형 2는 종속변수가 MCS이다. MCS는 경영자가 보유한 주식성과연계민감도를 보여주는 변수이며 $\log(\text{보유주식수} \times \text{주식델타} + \text{스톡옵션} \times \text{옵션델타})$ 로 계산하였다. CSR은 기업의 사회적 책임활동의 대리변수로서 경제정의지수(KEJI지수)를 사용하며 개별기업들이 구성항목별로 취득한 합산점수를 총점으로 나누어 계산하였다. OWN은 대주주 지분은 최대주주 및 특수관계인의 보통주 지분이다. FOR는 외국인 지분율을 나타내는 변수(연도말 외국인보유주식수/발행주식수)이다. SIZE는 기업규모를 나타내는 대리변수로 $\text{Log}(\text{총자산})$ 계산되며, FCF는 여유현금흐름을 나타내는 대리변수로 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산의 값이며, PRR은 수익성을 나타내는 대리변수로 EBITDA/총자산 값이며, LEV는 레버리지를 나타내는 대리변수로 총부채/총자산으로 계산된다. RISK은 변동성을 나타내는 대리변수로: 당해연도 일별수익률의 표준편차이다. *, **, ***는 각각 유의수준10%, 5%, 1%에서 유의함. ()은 t-값을 나타낸다.

	모형 1	모형 2
상수	1.092*** (56.98)	-27.554*** (-3.00)
사회적 책임활동(csr)	-0.008* (-1.77)	6.608*** (2.90)
지분율(own)	-0.000 (-0.95)	-0.041*** (-3.17)
외국인지분(for)	-0.000 (-0.08)	-0.003 (-0.24)
기업규모(size)	-0.009*** (-5.25)	3.614*** (4.60)
수익성(prr)	-0.028*** (-5.76)	7.577*** (3.24)
레버리지(lev)	0.005** (2.41)	-2.267** (-2.26)
여유현금(fcf)	0.005* (1.80)	-1.009 (-0.78)
위험(risk)	0.011 (1.11)	-11.875** (-2.52)
연도더미	포함	포함
R ²	0.0686	0.0348
Breusch-Pagan검정	4,065.98***	4,651.68***
고정효과	14.02***	12.71***
하우스만검정	51.35***	108.15***

종속변수가 현금보상인 모형 1에서는 통제변수 중에서 기업규모가 작을수록(부(-)의 관계) 수익성이 작을수록(부(-)의 관계) 부채비율이 많을수록(정(+))의 관계) 그리고 여유현금이 많을수록(정(+))의 관계) 현금보상이 증가한다고 볼 수 있다. 종속변수가 주식연계보상인 모형 2에서는 통제변수 중에서 대주주지분율이 작을수록(부(-)의 관계), 기업규모가 클수록(정(+))의 관계), 수익성이 클수록(정(+))의 관계), 레버리지가 작을수록(부(-)의 관계), 여유현금흐름이 작을수록(부(-)의 관계), 위험이 작을수록(부(-)의 관계) 주식연계보상이 증가한다고 할 수 있다.

본 연구의 두 번째 가설을 검증하기 위해서 먼저, 기업의 사회적 책임활동과 경영자보상이 경영자보상에 미치는 영향을 분석하기 위하여 정태적 패널회귀분석을 실시하였다. 분석 결과는 <표 4>에 제시하였다. <표 4>에서 Breusch-Pagan검정결과 패널효과가 존재하여, Hausman Test를 실시하였으며, Hausman 검정결과는 고정효과 패널회귀모형이 확률효과 패널회귀모형보다는 더 타당하다는 결과를 보여주고 있다.¹⁴⁾

<표 4>에서는 종속변수로 경영자 보상으로 설정하고 독립변수는 사회적 책임활동변수로 KEJI 지수 사회평가와 경영권방어수단을 사용하였다. 모형 1은 종속변수로 현금보상, 독립변수로 사회적책임활동과 경영권방어수단, 통제변수를 포함한 모형이며, 모형 2는 종속변수로 주식연계보상으로 MCS, 독립변수로 사회적책임활동과 경영권방어수단, 통제변수를 포함한 모형으로 각각 나누어 분석하였다.

<표 4>의 모형 1, 2 분석결과에서는 먼저, 사회적 책임활동 변수는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+))의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. Karim, Lee, and Suh(2018)는 연구 결과처럼 경영자 보상 구조를 현금보상과 주식연계보상으로 구분한 후 사회적 책임활동과 경영자 보상구조를 분석한 결과 단기성과의 선호를 나타내는 현금보상은 줄이고 장기적으로 성과를 나타내는 성과보상을 증가하는 이해관계자 가설이 증명되었다고 볼 수 있다. 즉, 기업의 사회적 책임활동이 커질수록 단기성과를 나타내는 현금보상과는 부(-)의 관계를, 장기성과를 나타내는 주식연계보상과는 정(+))의 관계를 보이고 있다.

경영권방어수단 변수는 현금보상(CASH)에는 통계적으로 유의한 영향관계를 보이지 않고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+))의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 이는 경영권방어수단은 경영자의 보상수단으로 주식연계보상을 함으로써 경영자의 보상수준을 커지게 할 것이다. 이런 결과는 경영자보상이 경영권방어수단에 따라 경영자보상이 차이가 날 수 있다는 것을 간접적으로 제시한다고 할 수 있다.

14) Mundlak(1978)은 확률효과모형은 설명변수의 외생성(exogeneity)을 가정하는 모형이며, 고정효과모형은 설명변수의 내생성(endogeneity)을 허용하는 모형이라고 하고 있다.

<표 4> 기업의 사회적 책임활동과 경영권방어수단이 경영자 보상에 미치는 영향

<표 4>는 경영자 보상을 종속변수로 한 정태적 패널분석 결과이다. 모형 1은 종속변수가 Cash로서 경영자의 현금보상을 의미하며, 경영자가 받은 현금보상을 총보상으로 나눈 값이며, 모형 2는 종속변수가 MCS이다. MCS는 경영자가 보유한 주식성과연계민감도를 보여주는 변수이며 $\log(\text{보유주식수} \times \text{주식델타} + \text{스톡옵션} \times \text{옵션델타})$ 로 계산하였다. CSR은 기업의 사회적 책임활동의 대리변수로서 경제정의지수(KEJI지수)를 사용하며 개별기업들이 구성항목별로 취득한 합산점수를 총점으로 나누어 계산하였다. ANTI는 경영권 방어수단으로서 사업보고서의 정관에 초다수결의제나 황금낙하산 제도, 그리고, 시차임기제가 있으면 한 개라도 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수이다. OWN은 대주주 지분은 최대주주 및 특수관계인의 보통주 지분이다. FOR는 외국인 지분율을 나타내는 변수(연도말 외국인보유주식수/발행주식수)이다. SIZE는 기업규모를 나타내는 대리변수로 $\text{Log}(\text{총자산})$ 계산되며, FCF는 여유현금흐름을 나타내는 대리변수로 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산의 값이며, PRR은 수익성을 나타내는 대리변수로 EBITDA/총자산 값이며, LEV는 레버리지를 나타내는 대리변수로 총부채/총자산으로 계산된다. RISK은 변동성을 나타내는 대리변수로: 당해연도 일별수익률의 표준편차이다. *, **, ***는 각각 유의수준10%, 5%, 1%에서 유의함. ()은 t-값을 나타낸다.

구분	모형 1	모형 2
상수	1.092*** (56.93)	-28.281*** (-3.08)
사회적 책임활동(Keji)	-0.008* (-1.77)	6.324*** (2.77)
경영권방어수단(Anti)	0.000 (0.12)	1.642** (2.34)
지분율(Own)	-0.000 (-0.95)	-0.040*** (-3.09)
외국인지분(For)	-0.000 (-0.08)	-0.004 (-0.31)
기업규모(Size)	-0.009*** (-5.25)	3.672*** (4.67)
수익성(Prr)	-0.028*** (-5.76)	7.578*** (3.25)
레버리지(Lev)	0.005** (2.41)	-2.220** (-2.21)
여유현금(Fcf)	0.005* (1.80)	-1.038 (-0.80)
위험(Risk)	0.011 (1.11)	-10.892** (-2.30)
연도더미	포함	포함
R^2	0.0686	0.0366
Breusch-Pagan검정	4,066.00***	4,648.87***
고정효과	14.02***	12.73***
하우스만검정	51.46***	56.19***

다음으로 기업의 사회적 책임활동과 경영자보상간의 관계를 경영권방어수단을 활용하여 지배구조측면에서 효과를 분석하고자 한다. 앞선 논의처럼 기업의 사회적 책임활동은 기업가치를 제고할 수 있는 기회주의적 활동으로 인식하는 이해관계자 측면과 반대로 기업의 사회적 책임활동은 기업가치와 무관한 경영자의 유인을 위한 대리인 비용 관점으로 바라볼

수 있다. 여기에 중요한 것이 기업지배구조의 효율성 수준에 따라 경영자 보상의 역할이 달라진다(Canyon and Peck, 1998). 이에 본 연구에서는 기업지배구조 효율성 수준을 측정할 수 있는 대리변수 경영권방어수단을 활용하여 기업지배구조 효율성에 따라 기업의 사회적 책임활동과 경영자보상간의 관계를 분석하여 가설 2를 실증하고자 한다. 만약 대리인 관점에서 바라보면 기업의 사회적 책임활동과 경영자 보상 구조 사이의 관련성이 기업 지배구조의 정도에 따라서 달라질 수 있다. 만약 경영자가 자신의 유인을 위해서 사회적 책임활동을 수행하다면 지배구조가 약한 경우에는 경영자의 기회주의적 행동이 더욱 강화되어 주식보상에 비해서 현금보상을 더욱 더 선호 할 것이다. 혹은 지배구조가 강한 경우에는 경영자가 주주의 유인을 위한 행동을 강화하여 현금보상보다 주식보상을 더 선호할 것이다. 하지만 이해관계자 가설이 성립한 경우에는 기업지배구조가 강한경우에도(경영권 방어수단이 없는 기업) 기업의 사회적 책임활동과 현금보상과는 부(-)의 관계를 보이고 주식보상과는 정(+)의 관계를 보일 것이다.

본 연구를 분석을 위해서 경영권방어수단이 있는 기업과 경영권 방어수단이 없는 기업으로 구분하였다. 경영권 방어수단으로서 사업보고서의 정관에 초다수결의제나 황금낙하산 제도, 그리고, 시차임기제가 있으면 한 개라도 있으면 경영권 방어수단이 있는 기업으로 구분하고, 그렇지 않으면 경영권방어수단이 없는 기업으로 구분하였다. 분석결과가 <표 5>에 제시되어 있다.

<표 5>에서 Breusch-Pagan검정결과 패널효과가 존재하여, Hausman Test를 실시 하였으며, Hausman 검정결과 고정효과 패널회귀모형이 확률효과 패널회귀모형보다는 더 타당하다는 결과를 보여주고 있다. <표 5>에서는 종속변수로 경영자 보상으로 설정하고 독립변수는 사회적 책임활동변수로 KEJI 지수 사회평가를 사용하였다. 모형 1, 2는 경영권 방어수단이 있는 기업을 대상으로 분석하였으며 모형 1은 종속변수로 현금보상, 독립변수로 사회적 책임활동과 통제변수를 포함한 모형이며, 모형 2는 종속변수로 주식연계보상으로 MCS을, 독립변수로 사회적 책임활동과 통제변수를 포함한 모형으로 각각 나누어 분석 하였다. 모형 3, 4는 경영권방어수단이 없는 기업을 대상으로 분석하였으며 모형 1은 종속변수로 현금보상, 독립변수로 사회적 책임활동과 통제변수를 포함한 모형이며, 모형 2는 종속변수로 주식연계보상으로 MCS을, 독립변수로 사회적 책임활동과 통제변수를 포함한 모형으로 각각 나누어 분석하였다.

<표 5>의 모형 1, 2 분석결과는 사회적 책임활동 변수는 현금보상(CASH)과 주식연계 보상(MCS)에는 정(+)의 영향을 보이지만 통계적으로 무의미한 결과이다. 하지만 모형 3, 4 결과는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+)의

영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 이러한 결과는 사회적 책임활동과 경영자보상이 기업지배구조 효율성에 따라 기업의 사회적 책임활동과 경영자보상간의 관계가 달라질 수 있음을 보여주는 결과이다. 기업지배구조 효율성이 높은 집단이 상대적으로 낮은 집단에 비해서 기업의 사회적 책임활동이 경영자보상에 긍정적인 역할을 할 수 있음을 보여주고 있으며 이는 강윤식 외 2인(2018)의 연구결과와 유사하다. 또한, 이러한 결과는

<표 5> 기업의 사회적 책임활동이 경영자 보상에 미치는 영향: 경영권방어수단 유무집단

<표 5>는 경영자 보상을 종속변수로 한 정태적 패널분석 결과이다. 모형 1, 3은 종속변수가 Cash로서 경영자의 현금보상을 의미하며, 경영자가 받은 현금보상을 총보상으로 나눈 값이며, 모형 2, 4는 종속변수가 MCS이다. MCS는 경영자가 보유한 주식성과연계민감도를 보여주는 변수이며 $\log(\text{보유주식수} \times \text{주식델타} + \text{스톡옵션} \times \text{옵션델타})$ 로 계산하였다. CSR은 기업의 사회적 책임활동의 대리변수로서 경제정의지수(KEJI지수)를 사용하며 개별기업들이 구성항목별로 취득한 합산점수를 총점으로 나누어 계산하였다. OWN은 대주주 지분은 최대주주 및 특수 관계인의 보통주 지분이다. FOR는 외국인 지분율을 나타내는 변수(연도말 외국인보유주식수/발행주식수)이다. SIZE는 기업규모를 나타내는 대리변수로 $\log(\text{총자산})$ 계산되며, FCF는 여유현금흐름을 나타내는 대리변수로 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산의 값이며, PRR은 수익성을 나타내는 대리변수로 EBITDA/총자산 값이며, LEV는 레버리지를 나타내는 대리변수로 총부채/총자산으로 계산된다. RISK은 변동성을 나타내는 대리변수로: 당해연도 일별수익률의 표준편차이다. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함. ()은 t-값을 나타낸다.

구분	경영권방어수단이 있는 집단 (N:302)		경영권방어수단이 없는 집단 (N:3305)	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
상수	1.036*** (11.74)	23.659 (0.56)	1.089*** (54.32)	-29.734*** (-3.09)
사회적 책임활동(Keji)	0.007 (0.33)	2.027 (0.21)	-0.008* (-1.64)	5.881** (2.46)
지분율(own)	-0.000 (-0.03)	-0.146** (-2.07)	-0.000 (-1.15)	-0.030** (-2.22)
외국인지분(for)	0.000*** (2.88)	-0.021 (-0.39)	-0.000 (-0.84)	-0.002 (-0.12)
기업규모(size)	-0.005 (-0.67)	-0.095 (-0.03)	-0.008*** (-4.83)	3.793*** (4.60)
수익성(prr)	-0.018 (-0.87)	-13.996 (-1.46)	-0.030*** (-5.89)	9.277*** (3.84)
레버리지(lev)	0.000 (0.04)	-2.750 (-0.62)	0.005* (2.33)	-2.213** (-2.10)
여유현금(fcf)	0.019* (1.74)	-3.957 (-0.77)	0.005* (1.70)	-1.550 (-1.14)
위험(risk)	-0.049 (-0.96)	36.063 (1.50)	0.012 (1.21)	-12.207** (-2.48)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.181	0.0978	0.0676	0.035
Breusch-Pagan검정	213.91***	120.26***	3,752.73***	4,366.99***
고정효과	7.01***	6.08***	14.26***	12.91***
하우스만검정	37.35***	64.39***	45.05***	80.57***

사회적 책임활동과 경영자 보상구조를 분석하여 현금보상은 줄이고 성과보상을 증가하는 이해관계자 가설이 설명하고 있다. 즉, 기업의 사회적 책임활동이 증가할수록 현금보상은 감소되는 반면, 주식연계보상은 기업의 사회적 책임활동이 증가할수록 증가하는 관계를 보여줌으로써 경영자 자신의 사회적 활동과 경영자 보상이 주주와의 유인과 일치됨을 보여주고, 결국에는 대리인 문제를 감소시켜 주주의 부를 증가시킬 수 있다고 할 수 있다

V. 결 론

본 연구는 기업의 사회적 책임활동과 경영권방어수단이 경영자보상에 미치는 이론을 이해관계자이론 측면에서 분석하였다. 즉, 경영권방어수단에 유무에 따라 기업의 사회적 책임활동과 경영자 보상구조(현금보상, 성과보상)를 분석하여 기업의 사회적 책임활동이 증가할수록 현금보상은 감소되는 반면, 주식연계보상은 기업의 사회적 책임활동과는 증가하는 관계를 보여줌으로써 이러한 경영자 자신의 행동이 주주와의 유인과 일치됨을 보여주고 결국에는 대리인 문제를 감소시키는 경영자 보상구조를 선택함으로써 주주의 부를 증가시킬 수 있다는 것을 분석하고자 하였다. 분석기간은 2004년부터 2015년으로 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석하였으며, 기업-연도별 불균형 패널데이터로 3,607개 표본을 사용하였다. 분석결과는 다음과 같다.

본 연구의 결과에 따르면 첫째, 사회적 책임활동 변수는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+)의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 둘째, 경영권방어수단 변수는 현금보상(CASH)에는 통계적으로 유의한 영향 관계를 보이지 않고, 주식연계보상(MCS)에는 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 보이고 있다. 셋째, 경영권방어수단 유무에 따른 분석에 따르면 경영권방어수단이 없는 기업 경우에 있어서 사회적 책임활동변수는 현금보상(CASH)에는 부(-)의 영향을 미치고, 주식연계보상(MCS)에는 정(+)의 영향을 미치면서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 전체적으로 경영권방어수단이 없는 기업에 있어서 기업의 사회적 책임활동이 커질수록 단기성과를 나타내는 현금보상과는 부(-)의 관계를, 장기성과를 나타내는 주식연계보상과는 정(+)의 관계를 보이고 있다. 본 연구결과는 Karim et al.(2018)의 연구결과와 같이 경영자 보상구조를 현금보상과 주식연계보상으로 구분한 후 사회적 책임활동과 경영자 보상구조를 분석하여 단기성과의 선회를 나타내는 현금보상은 감소하고 장기적 성과를 나타내는 주식연계보상은 증가하는 이해관계자 가설이 지지되는 결과이다.

전체적으로 본 연구는 국내에서도 기업의 사회적 책임활동은 장기적 관점에 있어서 기업가치를 증가시킬 수 있는 경영자의 효율적 보상구조와 관련이 있음을 보여주고 있다. 본 연구는 경영권방어수단을 변수를 활용하여 사회적 책임활동과 경영자 보상과의 관련성을 연구함으로써 국내 연구의 범위를 확장하였다. 또한, 본 연구결과는 향후 기업의 사회적 책임활동 정책들의 크기와 방향 등을 결정하는데 있어서 중요한 시사점을 제고할 수 있을 것으로 판단된다.

참 고 문 헌

- 강윤식, 위경우, “기업의 지배구조, 사회적 책임 활동과 기업가치에 관한 연구: 대리인문제 및 기업가치제고 관점을 중심으로”, 무역연구, 제13권 제3호, 2017, 407-425.
- 강윤식, 이재현, 백강, “CEO보상과 기업의 사회적 책임”, 재무관리연구, 제35권 제3호, 2018, 139-164.
- 국찬표, 강윤식, “기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치”, 한국증권학회지, 제40권 제5호, 2011, 713-748.
- 김경목, “대리인 비용과 권력의 결합: 기업소유구조가 경영진 보상수준에 미치는 영향에 대한 연구”, 경영학연구, 제34권 제5호, 2005, 1475-1500.
- 김아리, 김보인, “기관투자자 유형과 기업의 사회적 책임 성과: 한국 상장기업을 대상으로”, 국제경영리뷰, 제23권 제3호, 2019, 227-245.
- 김영환, 송동엽, “경영권 방어수단, 사회적 책임활동, 신용평점에 관한 연구”, 산업경제연구, 제33권 제3호, 2020, 639-661.
- 김용식, 황국재, “기업의 소유구조와 이사회 특성이 경영자보상에 미치는 효과”, 회계와 정책연구, 제16권 제2호, 2011, 25-56.
- 류두원, 류두진, 황준호, “국내기업의 CSR활동은 투자인가 비용인가?”, 경영학연구 제46권 제4호, 2017, 1127-1155.
- 박동빈, “국내 상장기업 경영권 방어조항 도입 현황,” 지배구조 포거스, 2019, 1-6.
- 송동엽, 정성창, “기업지배구조와 경영자보상 사이의 관련성에 관한 연구”, 재무관리연구, 제31권 제4호, 2014, 179-206.
- 송동엽, 정성창, “일반은행의 소유구조와 사회적 책임활동: 소유형태를 중심으로”, 재무관리연구, 제35권 제3호, 2018, 281-300.
- 여은정, “기업의 사회적 책임활동이 주가변동성에 미치는 영향”, 금융연구, 제31권 제4호, 2017, 77-101.
- 이경태, 이상철, 박애영, “소유 및 지배구조와 경영자 스톡옵션 보상”, 증권학회지, 제34권 제3호, 2005, 37-70.
- 임종옥, “ESG 사회평가와 사회공헌활동비와의 관계”, 산업경제연구, 제31권 제6호, 2018, 2017-2034.
- 황성준, 류수진, “기업의 사회적 책임활동이 경영자 보상에 미치는 영향”, 국제회계연구, 제89집, 2020, 1-21.

- Bae, K. H., J. K. Kang, and J. Wang, "Employee treatment and firm leverage: A test of the stakeholder theory of capital structure," *Journal of Financial Economics*, 100, (2011), 130–153.
- Baek, J. S., J. K. Kang, and K. S. Park, "Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis," *Journal of Financial Economics*, 71(2), (2004), 265–313.
- Baker, G. P. and B. J. Hall, "CEO incentives and firm size," *Journal of Labor Economics*, 22, (2004), 767–798.
- Banerjee, S., S. Dasgupta, and Y. Kim, "Buyer-Supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure," *Journal of Finance*, 63(5), (2008), 2507–2552.
- Banker, R. D. and S. M. Datar, "Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation," *Journal of Accounting Research*, 27(1), (1989), 21–39.
- Barnea, A. and A. Rubin, "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, 97(1), (2010), 71–86.
- Bebchuk, L., J. Fried, and D. Walker, "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation," *University of Chicago Law Review*, 69, (2002), 751–846.
- Borokhovich, K., K. Brunarski, and R. Parrino, "CEO contracting and antitakeover amendments," *Journal of Finance*, 52, (1997), 1495–1517.
- Brammer, S., C. Brooks, and S. Pavelin, "Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures," *Financial Management*, 35, (2006), 97–116.
- Cai, Y., H. Jo, and C. Pan, "Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation," *Journal of Business Ethics*, 104, (2011), 159–173.
- Conyon, M. J. and S. I. Peck, "Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation," *Academy of Management Journal*, 41, (1998), 146–157.
- Core, J. and W. Guay, "Estimating the Value of Employee Stock Option Portfolios and their Sensitivities to Price and Volatility," *Journal of Accounting Research* 40, (2003), 613–630.
- Core, J. and W. Guay, "The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels," *Journal of Accounting and Economics*, 28, (1999), 151–184.
- Dai, Y., P. R. Rau, A. Stouraitis, and W. Tan, "An ill wind? Terrorist attacks and CEO compensation," *Working Paper*, University of Cambridge, (2017).

- DeAngelo, H. and E. M. Rice, "Antitakeover charter amendments and stockholder wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 329-359.
- Deng, X., J. Kang, and B. S. Low, "Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers," *Journal of Financial Economics*, 110, (2013), 87-109.
- Du, Q., L. X. Liu, and R. Shen, "Cost structure and capital Structure- A test of the stakeholder theory of capital structure," SSRN working paper, (2014)
- Easterbrook, F. and D. Fischel, "The proper role a targets's board in responding to a tender offer," *Harvard Law Review*, 94, (1981), 1161-1204.
- Fahlenbrach, R., "Shareholder rights, boards, and CEO compensation," *Review of Finance*, 13, (2009), 81-113.
- Ferrell, A., H. Liang, and L. Renneboog, "Socially Responsible Firms," *Journal of Financial Economics*, 122(3), (2016), 585-606.
- Freeman, R. E. and J. McVea, "A Stakeholder Approach to Strategic Management," *Working Paper*, (2001).
- Freeman, R. E., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman, 1984.
- Friedman, M., *The social responsibility of business is to increase its profits*, New York times magazine, 1970.
- Gan, H. and M. Park, "Are more able CEOs getting more compensated? Evidence from the pay-for-performance sensitivity of equity-based incentives," *Advances in Accounting*, 34, (2016), 64-76.
- Gibbons, R. and K. Murphy, "Does Executive Compensation Affect Investment?," *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, (1992), 99-109.
- Graham J., C. Harvey, and M. Puri, "Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms," *Journal of Financial Economics*, 115(3), (2015), 449-470.
- Hemingway, C. and P. MacLagan, "Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility," *Journal of Business Ethics*, 50, (2004), 33-44.
- Heron, R. and E. Lie, "Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants," *Journal of Financial Economics*, 83, (2006), 271-295.
- Indjejikian, R. J., "Performance evaluation and compensation research: An agency perspective," *Accounting Horizons*, 13, (1999), 147-157.

- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-350.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy., "Performance Pay and Top Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, (1990), 225-264.
- Kale, J. and H. Shahrur, "Corporate capital structure and the characteristics of supplier and customer markets," *Journal of Financial Economics*, 83, (2007), 321-365.
- Karim, K., E. J. Lee, and S. H. Suh, "Corporate social responsibility and CEO compensation structure," *Advances in Accounting*, 40, (2018), 27-41.
- Kassinis, G. and N. Vafeas, "Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation," *Strategic Management Journal*, 23, (2002), 399-415.
- Khan, R., Dharwadkar, and P. Brandes, "Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination," *Journal of Business Research*, 58(8), (2005), 1078-1088.
- Knoeber, C. R., "Golden parachutes, shark repellents, and hostile tender offers," *American Economic Review*, 76, (1986), 155-167.
- Lambert, R. A. and D. F. Larcker, "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts," *Journal of Accounting Research*, 25, (1987), 85-125.
- Lee, K. W., "Compensation Committee and Executive Compensation in Asia," *International Journal of Business*, 19, (2014), 214-236.
- Liang, H. and L. Renneboog, "Corporate donations and shareholder value," *Working Paper*, 2016.
- Lins, L. V., H. Servaes, and A. Tamayo, "Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis," *The Journal of Finance*, (2017), on line version.
- Maksimovic, V. and S. Titman, "Financial policy and a firm's reputation for product quality," *Review of Financial Studies*, 2, (1991), 175-195.
- McWilliams, A. and D. Siegel, "Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?," *Strategic Management Journal*, 21(5), (2000), 603-609.
- McWilliams, A. and D. Siegel, "Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective," *Academy of Management Review*, 26, (2001), 117-127.

- McWilliams, A., D. Siegel, and P. Wright, "Corporate social responsibility: Strategic implications," *Journal of Management Studies*, 43(1), (2006), 1-18.
- Milbourn, T., "CEO reputation and stock-based compensation," *Journal of Financial Economics*, 68, (2003), 233-262.
- Mundlak, Y., "On the Pooling of Time Series and Cross Section Data," *Econometrica*, 46(1), (1978), 69-85.
- Nekhili, M., H. Nagati, T. Chtioune, and C. Rebelledo, "Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms," *Journal of Business Research* 77, (2017), 41-52.
- Nelling, E. and E. Webb, "Corporate social responsibility and financial performance: The 'virtuous circle' revisited," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, (2009), 197-209.
- Potts, M., "CEO compensation and virtue ethics," In R. W. Kolb (Ed.). *The ethics of executive compensation* (pp.101-115). Wiley Blackwell Publishing Ltd, 2006.
- Rekker, S., K. Benseon, and R. Faff, "Corporate social responsibility and CEO compensation revisited: Do disaggregation, market stress, gender matter?," *Journal of Economic and Business*, 72, (2014), 84-103.
- Rosen, S., "Authority, Control, and the Distribution of Earnings," *The Bell Journal of Economics*, 13, (1982), 311-323.
- Sheikh, S., "Is corporate social responsibility a value-increasing investment? Evidence from antitakeover provisions," *Global Finance Journal*, 38, (2018), 1-12.
- Titman, S., "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision," *Journal of Financial Economics*, 13, (1984), 137-151.
- Titman, S. and R. Wessels, "The determinants of capital structure choice," *Journal of Finance*, 43, (1988), 1-19.
- Waddock, S. A. and S. B. Grave, "The corporate social performance-financial performance link," *Strategic Management Journal*, 18(4), (1997), 303-319.

Executive Compensation, Antitakeover Provisions, Corporate Social Responsibility Activities

Dong Yeob Song*

〈Abstract〉

The purpose of this study empirically examines the stakeholder theory is supported by corporate social responsibility activities and antitakeover provisions on executive compensation. More specifically, I want to analyze how social responsibility activities affect the executive compensation structure depending on antitakeover provisions. For the analysis, the sample firms collected 3,607 firm-year samples from companies listed on KOSPI market except for the financial industry from 2004 to 2015. I use a method of fixed effects panel model. The results are as follows. First, I find that corporate social responsibility activities is negatively associated with proportion of cash-based compensation, while it is positively associated with proportion of equity-based compensation. Second, antitakeover provisions is positively associated only with proportion of equity-based compensation. Third, In groups without antitakeover provisions, I find that corporate social responsibility activities is negatively associated with proportion of cash-based compensation, while it is positively associated with proportion of equity-based compensation. This can be interpreted as an effort to maximize the interests of stakeholders including shareholders, rather than an opportunistic act that maximizes executive compensation by performing social responsibility activities.

Overall, my findings highlight the positive impact of corporate social activities on executive compensation mix implying that executive's fiduciary behavior of engaging in corporate social activities leads to mitigating agency problems and maximizing firm value.

Keywords : Executive Compensation, Antitakeover Provisions, Corporate Social Responsibility Activities, Agency Theory, Stakeholder Theory

* Lecturer, Department of Business Administration, Mokpo National University, E-mail: angels1005@hanmail.net