

경영자 초과보상과 신용등급

김지혜
한남대학교 조교수

Executive Excess Compensation and Credit Rating

Ji Hye Kim
Assistant Professor, Hannam University

요 약 본 연구는 경영자의 초과보상이 신용등급에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 적정수준을 초과하는 경영자의 초과보상의 크기가 클수록 기업의 미래 성과에 부정적인 영향을 미친다는 선행연구에 근거하여 경영자의 초과보상이 신용등급에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 예상하였다. 이를 확인하기 위하여, 2014년부터 2019년까지 국내 상장 비금융기업들을 대상으로 임원의 평균 보상을 통하여 경영자의 초과보상을 측정하고, 초과보상의 크기가 차기 신용등급에 영향을 대하여 회귀분석하였다. 분석결과, 초과보상이 양(+)의 값을 가질 때, 즉 적정수준을 초과하여 경영자에게 보상이 지급될 때, 경영자 초과보상과 차기 신용등급이 음(-)의 관계로 나타났다. 또한 중소기업 표본에서 초과보상과 신용등급의 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났지만 대기업 표본에서는 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 본 연구는 초과보상이 기업의 미래 성과에 미치는 부정적인 영향으로 인하여 신용등급에 영향을 주며, 그러한 영향은 대기업 여부에 따라 달라질 수 있다는 결과를 제시함으로써, 경영자의 초과보상이 기업의 성과에 미치는 부정적인 영향에 대하여 시장의 인지 가능성을 확인하였다는 점에서 공헌점이 있다.

주제어 : 경영자 보상, 초과보상, 신용등급, 자본비용, 기업규모

Abstract The purpose of this paper is to examine the relation between executive excess compensation and credit rating. According to the prior research which show the negative effects of excess compensation on a firm's future performance, this paper expects the negative effect of excess compensation on credit rating. Using a sample of Korean listed non-financial firms from 2014 to 2019, I perform the multivariate regressions analysis of excess compensation on credit rating. I find that excess compensation is negatively related to credit rating when executive compensation exceed expected executive compensation. Moreover, I find that the result is constant when a firm belongs to small-medium business. These results show that credit rating is affected by executive excess compensation and the relation could be different by the type of firm's size. Therefore, this study contributes to the literature by suggesting the possibility that capital market is aware of negative effect of executive excess compensation.

Key Words : Executive compensation, Excess compensation, Credit rating, Cost of capital, Firm size

*Corresponding Author : Ji Hye Kim(kjh4774@hnu.kr)

Received April 10, 2022
Accepted May 20, 2022

Revised April 25, 2022
Published May 28, 2022

1. 서론

본 연구는 경영자의 초과보상과 신용등급의 관계에 대하여 분석하고자 한다. 구체적으로 초과보상이 존재할 경우 그 크기에 따라 차기 신용등급이 영향을 받는지 살펴보고, 대기업과 중소기업으로 그룹을 나누어 기업의 규모에 따라 그 관계가 달라지는지 조사한다.

경영자에게 적절한 보상을 부여하는 것은 기업가치 극대화를 위한 중요한 요소이다. 전통적인 관리회계이론에 따르면 적절한 보상이란 경영자가 투입한 노력에 상응하는 대가를 지불하는 것이다(Holmstrom 1979). 하지만 경영자가 투입한 노력을 정확하게 관찰하고 측정하는 것은 어렵기 때문에 노력의 결과인 경영 성과를 나타내는 수치 등 여러 요소들에 의거하여 보상을 지급하며 그 산정방식과 보상의 형태는 기업별로 다양하다. 이러한 방식으로 경영자에게 부여하는 보상은 때로는 적정 수준을 초과하거나 미달하기도 한다. 경영자에게 초과보상을 지급하게 되는 배경으로는 취약한 기업지배구조로 인한 대리인 문제 발생, 경영진들 간의 유착 등 여러 가지 원인들이 가능하지만, 선행연구들은 공통적으로 초과보상이 기업의 미래 성과에 부정적인 영향을 준다고 밝혔다(Core et al. 1999; Brick et al. 2006, Dah and Frye 2017).

만약 경영자에 대한 초과보상이 기업의 미래 성과에 부정적인 영향을 미친다면 자본시장에서 이에 대하여 어떻게 인지하고 있는지에 대하여 확인할 필요가 있다. 본 연구는 자본시장 반응 중, 특히 신용등급이 경영자의 초과보상의 영향을 받는지 알아보려고 하였다. 신용등급은 신용평가기관에 의해 평가된 기업의 채무상환능력을 나타내는 대표적인 지표이며, 타인자본비용의 대용치로도 쓰인다. 특히 신용평가기관은 일반 투자자나 채권자들보다 정보에 대한 접근이 용이하며, 좀 더 정교한 분석이 가능하다는 특성이 있기 때문에 경영자의 초과보상과 신용등급의 관계를 살펴보는 것은 상당한 시사점을 제공한다. 따라서 본 연구는 경영자 초과보상과 신용등급의 관계를 분석하여 신용등급이 초과보상의 영향을 받는지에 대하여 조사하고자 한다.

본 연구의 목적을 달성하기 위해 2014년부터 2019년까지 한국의 유가증권시장(KOSPI)과 코스닥시장(KOSDAQ)에 상장된 비금융기업을 대상으로, 총 7,222 개의 기업-연도 표본을 사용하였으며, 주요 결과는 다음과 같다. 먼저, 경영자의 초과보상과 신용등급의 관계를 살펴본 결과, 전체표본 중 초과보상이 0보다 큰 표본에서 경영자의 초과보상이 클수록 신용등급이 하락하는 것

으로 나타났다. 이를 통해 신용등급은 초과보상이 0보다 작을 때, 즉 적정보상보다 적게 지급하는 과소보상의 영향은 받지 않고, 적정수준을 초과하는 초과보상의 영향을 받기 때문에 초과하여 지급한 표본에서 초과보상의 크기가 클수록 신용등급이 하락한 것으로 추정할 수 있다. 다음으로, 대기업과 중소기업으로 나누어 분석한 결과, 대기업의 경우에는 초과보상과 신용등급의 관계가 유의하지 않은 것으로 나타났으며, 중소기업의 경우에 초과보상이 클수록 신용등급이 하락하는 것으로 나타나 중소기업의 경우에 초과보상과 신용등급이 더 높은 상관관계를 보이는 것을 확인하였다. 이러한 결과는 정보의 비대칭이 심한 중소기업의 경우, 상대적으로 대기업에 비하여 신용평가에 사용되는 정보의 양이 적기 때문에 추가적인 정보인 초과보상에 대하여 더 민감하게 반응할 가능성이 높기 때문에 나타난 결과로 추정된다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 경영자의 초과보상에 대한 시장의 인지가능성에 대한 실증 결과를 제시함으로써 경영자의 보상 책정과 관련하여 실무적인 시사점을 제공하였다는 점에서 공헌점이 있다. 기존 선행연구들이 경영자의 초과보상이 재무보고 품질이나 기업성과에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과를 제시하였지만, 자본시장이 이에 대하여 인지하여 부정적인 반응을 보이는지에 대한 연구는 부족한 실정이다. 경영자 초과보상이 차기 신용등급에 부정적인 영향을 미친다는 본 연구의 결과는 시장이 초과보상에 대하여 인지할 가능성이 있음을 제시하였다는 점에서 의의가 있다. 둘째, 경영자의 초과보상과 신용등급의 관계가 대기업 유무에 따라 다르다는 결과를 보임으로써, 추가적인 재무정보가 대기업과 중소기업의 신용평가에 다르게 반영될 수 있음을 시사하였다는 점에서 공헌점이 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 3장에서는 표본, 연구모형과 변수를 정의, 설명하고, 4장에서는 실증 분석 결과를 통해 가설의 검증 여부를 살펴본다. 끝으로, 5장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 결론을 맺는다.

2. 선행연구 검토 및 가설설정

2.1 경영자 초과보상

전통적인 관리회계 이론에 따르면 경영자 보상은 경영자가 투입한 노력만큼 지급되어야 하는데, 실제로 경영자가 투입한 노력을 정확히 관찰하고 측정하기는 어렵

다. 따라서 경영자의 보상의 크기는 경영자의 노력의 결과물인 경영 성과인 회계 성과나 주식의 성과, 혹은 노력의 투입 정도를 예측할 수 있는 기업의 복잡성과 규모 등 다양한 요인의 영향을 받는다(Jensen and Murphy 1990; Smith and Watta 1992; Wysocki 2010; Dah and Frye 2017).

Core et al. (1999)는 보상에 영향을 주는 경제적인 요소들을 통제한 후에 기업지배구조가 약할 때 CEO가 더 많은 보상을 받는다는 결과를 제시하였다. 경영자에게 부여되는 보상 중 경제적인 요소들로 설명되는 부분을 초과하는 보상을 초과보상이라고 할 수 있는데 Core et al.(1999)은 이러한 초과보상의 원인이 취약한 기업 지배구조로 인하여 발생한 대리인 비용으로 보았으며, 초과보상과 기업의 미래의 성과가 음(-)의 관계가 있음을 보였다. Brick et al.(2006)은 경제적인 변수와 기업지배구조 변수를 모두 고려하고도 초과보상이 발생할 수 있음을 보였다. Brick et al. (2006)은 최고경영자 보상과 임원들의 초과보상이 양(+)의 상관관계임을 보임으로써, 경영진들간의 친분을 초과보상을 설명할 수 있는 또 하나의 원인으로 보았다. Chung et al. (2015)는 대만의 경우, 경영자 초과보상이 기업의 가치와 음(-)의 관계가 있으며, 자발적 공시가 이러한 관계를 완화시킨다고 보았다. 종합하면 상기 선행연구들을 통해 초과보상이 대체적으로 기업에 부정적인 영향을 미친다는 사실을 확인할 수 있다.

국내연구로 최경수와 김경혜(2016)은 경영자의 초과보상이 낮을수록 이익조정수준이 낮음을 보여 경영자의 보상시스템이 효과적인 경우 경영자가 자신의 사적 이익을 위해 이익조정을 할 확률이 적음을 보였다. 또한 김용식(2017)은 기업집단 소유경영자가 자신의 영향력을 이용하여 상대적으로 더 많은 보상을 받고 있음을 보였으며, 이러한 초과보상이 미래 기업의 성과에 부(-)의 영향을 미친다는 실증결과를 제시하였다. 변설원과 박상봉(2018)은 경영자의 초과보상과 회계보수주의수준이 음(-)의 관계가 있음을 제시하여 국내의 경영자 초과보상이 대리인비용의 성격을 가지고 있음을 시사하였다. 린진과 최승욱(2021)은 임원의 초과보상에 대한 감사인의 대응 및 이에 따른 기업가치를 살펴보았는데, 임원의 초과보상과 감사인의 보상 간에 양(+)의 관계가 있음을 보였으며, 임원의 초과보상이 있을 때 감사소요시간이 높다면, 기업가치가 증가한다는 결과를 보였다.

종합하면 대체적으로 국내·외 연구 모두 초과보상이 기업의 미래성과나 재무보고의 질 등과 음(-)의 관계를

가지고 있음을 제시하여 초과보상이 기업에 부정적인 영향을 주는 측면이 큼을 확인할 수 있다.

2.2 경영자보상과 신용등급

신용평가기관은 기업의 채무상환능력을 기업의 재무적 요소와 다른 비재무적 요소를 고려하여 평가한 후 신용등급을 부여한다. 채무상환능력을 확인하기 위해서는 기업의 미래 현금흐름과 수익창출능력에 대한 평가가 기본이 된다(Khurana and Raman 2003).

Kabir et al. (2013)은 경영자 보상과 타인자본비용에 대한 연구 결과를 제시하였는데, 우선 경영자 보상의 특성이 부채의 성격인지, 자본의 성격인지에 따라 타인자본비용이 영향을 받는다는 결과를 보였다. 반면 현금보상의 크기는 타인자본비용에 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 국내연구로 김유진과 안정인(2018)은 경영권 집중화 수준이 신용등급에 미치는 영향에 대하여 분석하였는데, 소유경영자인 경우인 CPS(최고경영자 1인의 보상이 등기임원 총 보상에서 차지하는 비중)로 측정된 경영권 집중도가 높을수록 신용등급이 낮아진다는 결과를 제시하였다. 김유진과 안정인(2018)은 이러한 결과를 자본시장의 소유경영자와 전문경영인의 경영권 집중도에 대한 차별적인 인식에서 비롯된 것으로 해석한다. 즉, 소유경영자인 경우 경영권 집중도는 불투명한 경영환경을 반영하고 그에 따라 경영권 집중도가 높을수록 자본비용이 높아질 수 있지만, 전문경영인인 경우에는 높은 경영권 집중도는 전문경영인의 검증된 유능함에서 나타난 것으로 보아 자본비용에 영향을 주지 않을 수 있다. 김유진과 안정인(2018)을 통해 경영자 보상을 통해 기업의 불투명한 경영환경 등의 부정적인 신호가 나타나면 신용등급이 영향을 받을 수 있음을 확인할 수 있다.

Bannister et al. (2020)은 경영자들 간의 보상격차 (pay dispersion)가 신용등급에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. Bannister et al. (2020)은 경영자들간의 보상격차를 경영자들간의 토너먼트 경쟁으로 보아, 경영자들간의 경쟁이 심할수록 기업의 성과와 위험이 증가하는데, 부채투자자들은 자기자본투자자들에 비하여 위험회피 성향이 강하므로 경영자들 간의 보상격차가 신용등급에 부정적인 영향을 줄 수 있다고 보았다. 실제로 경영자들 간의 보상격차가 클수록 신용등급이 하락하는 것으로 나타나, 위험회피적인 투자자들은 경영자들 간의 경쟁에 대하여 부정적임을 제시하였다.

상기 연구들을 통해, 경영자 보상을 통해 부채가치에 부정적인 영향을 주는 기업의 특성들이 확인될 수 있다

면, 부채의 가치가 낮아진다는, 즉 부채비용이 증가한다는 점을 확인할 수 있다.

2.3 가설 설정

경영자에게 지급하는 보상이 적정수준을 초과한다면, 기업의 지배구조가 건전하지 않다는 것을 의미하며, 약한 기업지배구조는 미래 회계 성과나 현금흐름에 부정적인 영향을 미친다. (Core et al. 1999; Dah and Frye 2017). 또한, Brick et al. (2006)의 결과처럼, 경영자의 초과보상이 기업지배구조 외의 경영자들 간의 친분으로 나타난 것이라면, 경영자의 성과평가가 부적절하게 되고 있다는 것을 의미하며, 기업 성과에도 부정적인 경향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구는 경영자의 초과보상이 기업의 미래 성과에 부정적인 영향을 줄 수 있기 때문에, 시장이 이를 인지한다면 이에 따라 자본비용이 증가할 것이라고 예상하였다. 신용등급은 타인자본비용의 대용치로 볼 수 있으며, 특히 상대적으로 정보에 대한 접근성이 높고, 정교화된 분석과 평가가 가능한 신용평가 기관에 의해 부여되기 때문에, 이러한 초과보상의 특성이 더 잘 평가되어 신용등급에 반영될 가능성이 크다. 따라서 본 연구는 초과보상과 신용등급의 관계를 살펴보고자 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설1. 초과보상이 클수록 신용등급에 부정적인 영향을 준다.

3. 표본의 선정 및 연구모형

3.1 표본의 선정

본 연구는 TS2000 및 KIS-VALUE에서 제공하는 경영진의 보상 관련 자료 및 재무자료를 이용하였다. 일관된 재무정보를 이용하고자 한국채택국제회계기준(KIFRS) 도입 이후의 재무정보를 이용하기로 하였으며, 직전 2개 연도의 재무정보가 초과보상 측정에 사용되기 때문에 표본 기간을 2014년부터 2019년까지로 선정하였다.

금융업을 제외한 유가증권시장 및 코스닥시장 상장법인을 대상으로 하였다. 변수의 값이 상하위 1%미만에 해당하는 표본들은 상하위 1% 값으로 조정(winsorization)하였다. 총 7,222개의 기업-연도 표본이 분석에 사용되었다. Table 1은 연도별 표본의 분포를 나타내는데 연도별로 비교적 고르게 표본이 분포되어 있음을 확인할 수 있다.

Table 1. Sample distribution

Year	N firm-year	%	Cum. %
2014	1,033	14%	14%
2015	1,101	15%	30%
2016	1,221	17%	46%
2017	1,246	17%	64%
2018	1,287	18%	82%
2019	1,334	18%	100%
Total	7,222	100%	

3.2 연구모형

본 연구의 목적은 경영자의 초과보상이 신용등급에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 이를 위해 먼저 경영자의 초과보상을 측정하고, 초과보상이 신용등급에 미치는 영향을 분석한다. Core et al. (1999)를 따라 경영자의 초과보상을 측정하고자 다음과 같은 식(1)의 회귀분석 모형을 사용하였다. 경영자의 초과보상은 식(1)을 산업-연도별로 회귀분석하여 산출한 잔차로 측정하였다.

$$\begin{aligned} \text{Comp}_t = & \beta_0 + \beta_1\text{SALES}_t + \beta_2\text{BTM}_t + \beta_3\text{ROA}_t + \\ & \beta_4\text{ROA}_{t-1} + \beta_5\text{ROA}_{t-2} + \beta_6\text{RET}_t + \beta_7\text{RET}_{t-1} \\ & + \beta_8\text{RET}_{t-2} + \beta_9\text{STDROA}_t + \beta_9\text{STDRET}_t \\ & + \beta_{10}\text{FOREIGN}_t + \beta_{11}\text{LARGE}_t + \varepsilon_t \quad \text{①} \end{aligned}$$

여기서,

- Comp = 임원들의 현금보상 평균
- SALES = 매출액
- BTM = 자기자본장부가액/시가총액
- ROA = 당기순이익/총자산
- RET = 보유기간 추가수익률
- STDROA = 3년간 ROA 표준편차
- STDRET = 3년간 RET 표준편차
- FOREIGN = 외국인지분율
- LARGE = 대주주지분율

다음으로, 본 연구는 경영자의 초과보상이 신용등급에 미치는 영향을 분석하고자 식(1)을 통하여 구한 경영자 초과보상을 다음과 같은 식(2)에 포함하여 분석하였다.

$$\begin{aligned} \text{RATING}_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1\text{EXCESS}_t + \beta_2\text{ROA}_t + \beta_3\text{TA}_t + \\ & \beta_4\text{LIQ}_t + \beta_5\text{LEV}_t + \beta_6\text{CFO}_t + \beta_7\text{GRW}_t \\ & + \beta_8\text{VOLA}_t + \beta_9\text{VOL}_t + \beta_9\text{BETA}_t + \\ & \beta_{10}\text{FOREIGN}_t + \beta_{11}\text{MARKET}_t + \varepsilon_t \quad \text{(2)} \end{aligned}$$

여기서,

- RATING = 신용등급 자연로그값의 음(-)의 값
- EXCESS = 경영자 초과보상의 자연로그값
- ROA = 당기순이익/총자산
- TA = 총자산의 자연로그값

- LIQ = 유동비율
- LEV = 부채비율
- CFO = 영업현금흐름/총자산
- GRW = 매출액 성장률
- VOLA = 주가가격의 변동성
- VOL = 주식거래량
- BETA = 주식의 베타
- FOREIGN = 외국인지분율
- MARKET = 유가증권시장에 속하면 1, 아니면 0

식(2)에서 종속변수로 사용된 신용등급은 NICE신용평가정보에서 제공되는 신용등급의 음수값이다. NICE신용평가정보에서는 기업에 1부터 10까지의 신용등급을 부여하는데 가장 좋은 신용등급은 1이 부여이며, 가장 낮은 신용등급은 10이다. 즉, 신용등급의 값이 높을수록 신용등급이 낮아짐을 의미한다. 따라서 본 연구는 종속변수의 값이 높을수록 신용등급이 좋아짐을 나타내어 회귀분석 결과의 해석을 용이하게 하기 위해 신용등급의 값의 음(-)의 값을 종속변수로 사용하였다. 또한 경영자의 초과보상과 신용등급에 영향을 주는 통제변수들의 당기 값은 차기 신용등급의 산정에 영향을 주기 때문에 차기 신용등급의 값을 사용하였다. 따라서 본 연구는 경영자의 초과보상이 신용등급에 부정적인 영향을 미친다는 가설에 따라 식(2)의 β_1 의 값을 음(-)의 값으로 예상하였다.

통제변수로는 선행연구들을 통하여 신용등급에 영향을 주는 것으로 밝혀진 순자산이익률(ROA), 총자산(TA), 유동비율(LIQ), 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO), 매출액성장률(GRW), 주가가격의 변동성(VOLA), 주식의 거래량(VOL), 주식의 베타(BETA), 외국인지분율(FOREIGN), 속한 시장의 종류(MARKET)을 선정하였다.

4. 실증분석결과

4.1 기술통계량 및 상관관계 분석

Table2 는 7,222개 표본의 주요 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 신용등급 자연로그값의 음(-)의 값인 RATING의 평균과 표준편차는 -1.7과 0.34로, 환산하면 표본들의 평균 신용등급이 5.47임을 확인할 수 있다. 초과보상의 평균값과 표준편차는 0.02과 0.6으로 나타났다. 초과보상은 잔차값으로 측정된 값이므로 초과보상의 평균값과 중위값이 0에 가까움이 확인되어 적정하게 측정되었음을 알 수 있다. 그 밖의 다른 통제변수들은 선행연구와 유사한 값으로 나타난 것을 확인하였다.

Table 2. Descriptive Statistics

Variable	Mean	Std.	5%	50%	95%
RATING	-1.7	0.34	-2.2	-1.79	-1.1
EXCESS	0.02	0.6	-1.01	0.00	1.02
ROA	0.01	0.1	-0.18	0.02	0.13
TA	19.17	1.33	17.47	18.93	21.85
LIQ	2.94	4.25	0.49	1.59	9.73
LEV	0.37	0.2	0.07	0.36	0.71
CFO	0.04	0.08	-0.08	0.04	0.17
GRW	0.07	0.5	-0.32	0.02	0.49
VOLA	46.34	18.51	22	43.01	82.42
VOL	3.76	0.4	3.09	3.76	4.41
BETA	0.87	0.41	0.22	0.85	1.57
Foreign	7.54	10.63	0.15	2.98	32

RATING = $-\ln(\text{Credit rating})$, EXCESS = $\ln(\text{Executive excess compensation})$, ROA = $\text{Net income/Total assets}$, TA = $\ln(\text{Total assets})$, LIQ = Liquidity ratio , LEV = $\text{Liability/Total assets}$, CFO = $\text{Operating cash flow/Total assets}$, GRW = Sales growth , VOLA = $\text{Volatility of price}$, VOL = $\text{Volume of stock trading}$, BETA = Beta of stock , FOREIGN = $\text{Ratio of foreign ownership}$, MARKET = 1 if a firm belongs to Kospi, and 0 otherwise

Table3 은 상관관계분석으로 주요 관심 독립변수인 경영자 초과보상(EXCESS)과 신용등급(RATING)이 예상과 달리 양(+)의 유의한 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 다른 통제변수들을 고려하지 않은 결과이기 때문에 다중 회귀분석에서 통제변수들을 고려하여 관계를 확인할 필요가 있다. 그 외 신용등급(RATING)과 통제변수들의 관계를 살펴보면, 순자산이익률(ROA), 유동비율(LIQ), 영업현금흐름(CFO), 외국인지분율(FOREIGN)은 유의한 양(+)의 상관관계를 갖고, 부채비율(LEV), 주가가격의 변동성(VOLA), 주식거래량(VOL), 주식의 베타(BETA)와는 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타나 선행연구와 유사한 관계를 갖는 것을 확인하였다.

Table 3. Pearson Correlation

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) RATING	1					
(2) EXCESS	0.07*	1				
(3) ROA	0.45*	0.07*	1			
(4) TA	0.01	-0.14*	0.11*	1		
(5) LIQ	0.30*	0.01	0.10*	-0.14*	1	
(6) LEV	-0.67*	-0.01	-0.33*	0.11*	-0.42*	1
(7) CFO	0.41*	-0.01	0.37*	0.07*	0.01	-0.18*
(8) GRW	0.04	0.07*	0.04	-0.02	0.03	-0.05
(9) VOLA	-0.29*	-0.04	-0.20*	-0.26*	-0.04	0.24*
(10) VOL	-0.32*	-0.07*	-0.21*	-0.24*	-0.06	0.27*
(11) BETA	-0.21*	-0.13*	-0.09*	0.24*	-0.07*	0.12*
(12) FOREIGN	0.39*	0.01	0.30*	0.66*	0.02	-0.23*

Variables	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(7) CFO	1					
(8) GRW	0.01	1				
(9) VOLA	-0.16*	0.02	1			
(10) VOL	-0.14*	0.03	0.96*	1		
(11) BETA	-0.09*	-0.01	0.44*	0.49*	1	
(12) FOREIGN	0.33*	-0.00	-0.28*	-0.27*	0.06*	1

1) * indicates statistical significance at 10%, 5%, 1% level, respectively.
 2) Detailed definition of variables is in the note of <Table 2>.

4.2 실증분석 결과

Table 4는 경영자의 초과보상이 차기 신용등급에 미치는 영향에 대하여 회귀분석한 결과이다. 첫 번째 칼럼의 결과는 전체 표본에 대한 회귀분석 결과이며 초과보상과 신용등급과의 관계를 나타내는 EXCESS의 계수값은 -0.017로 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 통해 전체적으로 초과보상의 수준이 높아지면 신용등급에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 확인할 수 있다.

Table 4. The Effect of Executive Excess Compensation on Credit rating

Variables	DEP= RATING					
	Full sample		EXCESS>0		EXCESS<=0	
	Ceffi.	t-val.	Ceffi.	t-val.	Ceffi.	t-val.
Intercept	-0.88***	-8.61	-0.95***	-6.32	-0.76***	-5.84
EXCESS	-0.01*	-1.79	-0.02*	-1.69	0.02	1.49
ROA	0.58***	18.6	0.64***	14.57	0.51***	11.51
TA	0.00	-0.87	0.00	0.77	-0.01*	-1.72
LIQ	1.05***	27.05	1.09***	19.72	0.98***	18.18
LEV	-0.92***	-54.16	-0.96***	-40.23	-0.9***	-36.95
CFO	0.00	1.61	0.00**	2.54	0.00	0.61
GRW	0.00**	2.14	0.00*	1.87	0.00	1.05
VOLA	0.00***	10.51	0.00***	5.62	0.00***	9.31
VOL	-0.02***	-3.09	-0.02*	-1.67	-0.03***	-2.81
BETA	-0.13***	-4.54	-0.16***	-3.87	-0.13***	-3.69
FOREIGN	0.00	-0.83	-0.01*	-1.76	0.01	0.74
MARKET	0.01	0.85	0.03***	3.35	-0.02**	-2.27
Industry dummy	Included		Included		Included	
Year dummy	Included		Included		Included	
F-Value	236.46***		141.79***		116.82***	
Adj. R ² (%)	0.61		0.63		0.60	
No. of Sample	7,222		3,532		3,690	

1) *, **, *** denote statistical significance at 10%, 5%, 1% level, respectively.
 2) Detailed definition of variables is in the note of <Table 2>.

초과보상(EXCESS) 변수는 적정수준 보상으로 추정되는 값과 실제 보상의 차이로, 초과보상(EXCESS)이 음(-)의 값을 가질 때엔 초과보상이 아닌 적정수준에 미달하

는 보상으로 볼 수 있다. 따라서 본 연구는 좀 더 구체적으로 분석하기 위하여 전체표본을 초과보상이 0 이상인 경우, 즉 초과보상이 존재하는 경우와 초과보상이 0보다 작은 경우로 구분하여 분석하였다. 분석결과 초과보상이 양(+)의 값을 갖는 표본에서 초과보상(EXCESS)의 계수값은 -0.02로 10%의 수준에서 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나고, 초과보상이 음(-)의 값을 갖는 표본에서 초과보상(EXCESS)의 계수값은 0.02를 가지며 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이를 통해 전체표본에서 나타난 초과보상이 신용등급에 미치는 영향에 대한 결과는 초과보상이 양(+)의 값을 가지는 표본에서 기인한 결과임을 확인할 수 있다.

Table 5. The Effect of Executive Excess Compensation on Credit rating (Large vs. Medium-Small)

Variables	DEP= RATING			
	Large		Medium & Small	
	Ceffi.	t-value	Ceffi.	t-value
Intercept	-0.15	-0.49	-0.92***	-8.40
EXCESS	0.01	0.36	-0.01**	-2.18
ROA	0.74***	5.71	0.56***	17.30
TA	-0.03***	-3.65	0.00	0.04
LIQ	0.01*	1.84	0.00*	1.81
LEV	-0.84***	-14.93	-0.94***	-51.93
CFO	0.8***	5.72	1.05***	25.94
GRW	0.01	0.61	-0.01	-1.00
VOLA	0.00*	1.78	0.00*	1.72
VOL	-0.21**	-2.45	-0.13***	-4.76
BETA	-0.01	-0.33	-0.02***	-2.60
FOREIGN	0.01***	5.88	0.00***	8.95
MARKET	0.02	0.60	0.00	0.28
Industry dummy	Included		Included	
Year dummy	Included		Included	
F-Value	32.82***		212***	
Adj. R ² (%)	0.64		0.61	
No. of Sample	790		6,432	

1) *, **, *** denote statistical significance at 10%, 5%, 1% level, respectively.
 2) Detailed definition of variables is in the note of <Table 2>.

즉, 경영자 보상이 적정수준을 초과할 때에는 신용등급에 부정적인 영향을 주지만, 경영자의 보상이 적정수준보다 낮은 수준으로 지급될 때엔 신용등급에 영향을 주지 않을 가능성이 높은 것으로 해석된다. 따라서 높은 분석 능력과 높은 정보 접근성을 가진 투자자들에 의해 평가되는 신용등급은 초과보상이 기업에 미치는 부정적인 영향에 대하여 인지하고 이를 반영하여 결정될 가능

성이 높음을 짐작할 수 있다.

또한 Table 5 는 전체 표본을 TS2000에서 제시되는 기업규모에 따른 분류기준을 이용하여 대기업과 중소기업으로 나누어 분석한 추가분석 결과이다. 분석결과, 대기업 표본에서 초과보상(EXCESS)의 계수값은 유의하지 않은 값으로 나타났으며, 중소기업 표본에서 초과보상(EXCESS)이 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 규모에 따라 초과보상이 신용등급에 미치는 영향이 다를 수 있음을 확인할 수 있다.

5. 결론

본 연구는 경영자의 초과보상이 신용등급에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 효율적으로 경영자에게 보상으로 지급하는 것은 경영자가 투입한 노력에 대응하는 보상을 지급하는 것이다. 하지만 실제로 경영자의 투입 노력을 측정할 수 없기 때문에 다른 성과지표 및 보상체계를 통하여 경영자 보상을 지급하지만, 항상 경영자보상이 적정수준으로 맞게 지급되는 것은 아니다. 선행연구들은 적정수준을 초과하여 경영자보상이 지급되는 이유로 낮은 수준의 기업지배구조나 경영진 간의 유착 등을 제시하고 있으며, 이러한 이유로 초과보상이 기업의 미래 성과에 부정적인 영향을 미친다고 밝혔다(Core et al. 1999; Brick et al. 2006).

본 연구는 초과보상이 기업의 미래 성과에 부정적인 영향을 미친다면 자본시장에서 초과보상을 인지하였을 때 자본비용에 영향을 줄 수 있다고 예상하였다. 특히 신용등급은 정교화된 분석과 높은 정보접근성이 가능한 기관들에 의해 평가되기 때문에 이에 대하여 더 예민하게 인지할 수 있다고 보아, 초과보상이 신용등급에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 분석결과, 전체 표본에서 초과보상이 높을수록 신용등급이 감소하는 것으로 나타나, 초과보상이 신용등급에 부정적인 영향을 줄 확률이 높음을 확인할 수 있다. 또한 대기업과 중소기업으로 나누어 분석한 결과, 대기업 표본에서 초과보상이 신용등급에 유의한 영향을 미치지 않지만, 중소기업에서 초과보상이 신용등급에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 정보량이 많은 대기업보다는 상대적으로 정보량이 적은 중소기업에서 경영자에 대한 보상이 유의미한 정보이기 때문에 나타난 것으로 짐작된다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점을 갖는다. 첫째, 경영자의 초과보상이 신용등급에 부정적인 영향을 준다는 결

과를 제시함으로써, 경영자의 초과보상이 자본비용에 반영될 수 있다는 점을 나타냈다는 점에서 실무적인 시사점이 있다. 둘째, 경영자의 초과보상이 신용등급에 미치는 부정적인 영향이 중소기업에 국한되어 나타난다는 결과를 제시함으로써, 경영자 초과보상에 대하여 기업의 규모에 따라 자본시장에서 반응이 차별적일 수 있다는 점을 제시하였다는 점에서 의의가 있다.

다만 본 연구는 초과보상에 대한 자본시장의 반응을 살펴보기 위해 전체자본시장이 아닌 타인자본시장의 성격을 반영하는 신용등급에 한정하여 분석하였다는 점에서 한계가 있다. 따라서 자기자본시장의 특성이 타인자본시장과 다른 부분으로 인해 자기자본시장의 반응은 다를 수 있다는 점에서 해석에 주의할 필요가 있다. 또한 최고경영자의 보상이 아닌 경영자 평균 임금을 사용하였기 때문에 최고경영자의 초과보상을 다루지 못하였다는 점에서 한계가 있다.

REFERENCES

- [1] B. Holmstrom (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10, 74-91. DOI: 10.2307/3003320
- [2] C. W. Smith Jr. & R. L. Watts(1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292. DOI: 10.1016/0304-405X(92)90029-W
- [3] I. E. Brick, O. Palmon, & J. K. Wald (2006). CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12, 5-36. DOI : 10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005
- [4] I. K. Khurana and K. K. Raman. (2003). Are Fundamentals Priced in the Bond Market? *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 465-494. DOI: 10.1506/MTEM-T25T-BCJX-57NC.
- [5] I. E. Brick, O. Palmon, & J. K. Wald (2006). CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12, 5-36. DOI : 10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005
- [6] J. E. Core, R.W. Holthausen, & D.F. Larcker. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406 DOI : 10.1016/S0304-405X(98)00058-0
- [7] J. W. Bannister, H. A. Newman, & E. Y. Peng. (2020). Top management tournament incentives and credit

- ratings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 55(2), 769-801.
DOI : 10.1007/s11156-019-00859-8
- [8] K-S. Choi, and K-H. Kim(2016), The Effect of CEO's Excess Compensation on Earnings Management. *Korean Journal of Management Accounting Research*, 16(2), pp.241-262
- [9] L. Jin & S. U. Choi.(2021). Auditors' Responses to Executive Excess Compensation and Their Impact on Firm Value. *korean management review*, 50(1), 215-243.
DOI : 10.17287/kmr.2021.50.1.215
- [10] M. A. Dah and M. B. Frye (2017). Is board compensation excessive? *Journal of Corporate Finance*, 45, 566-585.
DOI : 10.1016/j.jcorpfin.2017.06.001
- [11] M. C. Jensen & K. J. Murphy. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy* 9, 225-264.
DOI : 10.1086/261677
- [12] P. Wysocki (2010), Corporate compensation policies and audit fees. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 155-160M.
DOI :10.1016/j.jacceco.2009.11.002
- [13] R. Kabir, , H. Li, & Y. V. Veld-Merkoulova, (2013). Executive compensation and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2893-2907.
DOI :10.1016/j.jbankfin.2013.04.020
- [14] S-W. Byun. & 박상봉 .(2018).Accounting Conservatism and Excess Executive Compensation. *경영과 정보연구*, 37(2),187-207.
- [15] Y. J. Kim & J. I. An (2018). A Study of Managerial Centrality and Credit Ratings. *Korea Accounting Journal*, 27(6). 95-120.
- [16] Y. S. Kim (2017). The Effect of the Owner CEO in Chaebol Firms on Overcompensation and Future Performance. *Accounting Information Review*, 35(1), 1-33.
DOI : 10.29189/KAIAAIR.35.1.1

김 지 혜(Ji Hye Kim)

[상호인]



- 2005년 2월 : 서강대학교 경영학과 (경영학사)
- 2015년 2월 : 고려대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2020년 2월 : 고려대학교 경영학과 (경영학박사)
- 2021년 3월 ~ 현재 : 한남대학교 회계

학과 조교수

- 관심분야 : 관리, 재무
- E-Mail : kjh4774@hnu.kr