

임원의 보상 수준은 기업의 평판에 영향을 미치는가?*

임수진** · 최승욱***

〈요 약〉

높은 수준의 보상은 임원으로 하여금 기업의 성과나 평판을 높이도록 유인하는 인센티브로 작용할 수 있으나 이와는 반대로 이들의 기회주의적 행위를 반영하는 것일 수도 있다. 이와 관련하여 선행연구는 전통적으로 재무적 성과에 미치는 영향을 조사하였으나, 비교적 최근의 연구들은 재무적 성과뿐만 아니라 비재무적 성과에도 가치를 두고 보상과의 관련성을 조사하고 있다. 이에 본 연구는 비재무적 성과 중 기업 평판에 초점을 두고 임원 보상과의 관계를 살펴본다. 구체적으로, 본 연구는 임원과 최고경영자(CEO)의 평균적인 보상 수준이나 보상의 합계가 해당 기업의 평판에 미치는 영향에 대해 조사한다.

사업보고서에 공시되기 시작한 등기임원에 대한 개인별 보수 자료를 이용하며, 기업 평판의 대용치는 한국능률협회컨설팅(KMAC) 'All star 30'과 브랜드스타(BSTI) '100대 브랜드 보유기업' 자료를 수집하여 활용하였다. 2015년부터 2021년까지 국내 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 임원의 보상과 기업 평판 사이에는 유의한 양의 관계가 관찰되었다. 이는 소속 임원들의 평균 보상이나 보상의 총합계를 이용하는 경우에 모두 일관되었다. 이러한 결과는 임원의 보상 수준이 높을수록 기업 평판이 높아지는 것으로 해석된다. 추가분석으로, 보상을 CEO의 것으로 한정하여 조사한 결과 역시 대체로 유사하였다. 또한 KMAC과 BSTI의 선정기업을 각각 별도로 이용한 조사에서도 결과가 일관되었다. 마지막으로, 임원의 보상 수준을 두 그룹으로 구분한 후 성향점수를 산출하여 매칭한 표본에서도 일관된 결과가 관찰되었다.

본 연구는 비재무적 성과지표와 임원의 보상 사이를 검증하는 국내 실증연구가 부족한 상황에서 기업 평판 측정치와 임원 보상 사이 관계를 살펴보았다는 점에서 공헌점이 있다. 본 연구에서 발견한 임원 보상 수준과 기업 평판 사이의 유의한 관계는 자본시장의 이해관계자들과 기업 평판을 평가 및 공시하는 기관에도 시사점을 제공한다. 마지막으로, 본 연구의 결과는 임원 보상을 공시하도

* 본 연구는 주저자의 경희대학교 석사학위 논문을 수정 및 보완하여 작성된 것입니다. 교신저자는 학위 논문 지도교수이며, 학위논문 심사위원이신 경희대학교 최연식 교수님, 이준일 교수님께 감사드립니다. 또한 본 연구의 수정을 위해 유익한 의견을 주신 익명의 두 심사자님께도 감사드립니다.

** 경희대학교 경영대학 회계·세무학과 석사과정, su2098@khu.ac.kr, 주저자

*** 경희대학교 경영대학 회계·세무학과 부교수, suchoi@khu.ac.kr, 교신저자

록 규제함으로써 공개된 보상 수준이 타당함을 임원 스스로 증명하기 위해 기업 평판 관리를 위한 노력을 기울이는 현상을 반영한 것일 수 있다. 따라서 이는 해당 공시 제도를 적용 및 규제하는 정책기관에도 시사점을 제시할 것으로 기대된다.

〈주제어〉 임원보수 공시, 임원 보상, CEO 보상, 기업 평판

I. 서 론

본 연구는 임원의 보상이 기업의 평판에 미치는 영향을 조사한다. 구체적으로, 개별기업 수준에서 소속 임원들의 평균적인 보상 수준 혹은 보상의 총합계가 기업의 평판에 미치는 효과를 조사한다. 또한 임원과 최고경영자(CEO)를 구분하여 각각의 보상이 평판의 형성에 영향을 미치는지 조사한다.

임원에게 지급하는 보상의 성격과 그 효과에 대해서는 그동안의 이론 연구와 실증 연구가 상당한 연구결과를 축적하고 있다. 선행연구의 전통적 관점은 기업 경영의 대리인에게 주어지는 보상을 주주-대리인 사이의 갈등을 해소하는 수단의 하나로 접근하고 있다. 예를 들어, 이론 연구는 대리인으로서 임원에 대한 보상은 대리인 문제를 해소하기 위해 그 수준과 구성이 결정된다고 본다(Garen 1994 ; Bebchuk and Fried 2003). 즉, 소유와 경영의 분리에서 발생하는 대리인 문제의 완화 관점에서 보상의 성격과 구성이 영향을 받는 것으로 본다(Mehran 1995). 실증 연구 역시 이러한 이론적 배경 하에 다양한 조사를 진행하였으나, 임원 보상을 대리인 문제 관점으로 접근하는 것은 필연적으로 주주의 부를 보호하기 위한 장치의 하나로 이를 다루므로 관련 연구는 대체로 자본시장에서의 기업 가치나 성과에 미치는 영향을 주로 조사하였다(Edmans et al. 2017). 이는 보상과 관련된 선행연구가 기업의 재무적 성과 측면에서의 조사를 주로 하고 있음을 의미한다.

그러나 최근의 연구는 이를 확장하여 임원의 보상과 비재무적 성과에 대한 조사 결과를 제시한다. 예를 들어, 최근의 해외 선행연구는 보상과 사회적 공헌활동의 관련성을 조사하고 있다(Cai et al. 2011 ; Hong et al. 2016 ; Tsang et al. 2021). 또한 국내 연구 역시 재무적 성과에서 탈피하여 임원의 보상이 기업 특허(정성창 · 김영환 2016), 사회적 공헌활동(박범진 2017 ; 오현주 · 김용 2021) 등에 미치는 영향을 조사하는 추세에 있다. 보상이 기업의 비재무적 성과에도 영향을 미친다는 것은 기업과 관계된 다양한 이해관계자들에 대한 상호 호혜의 관점에서 보상이 중요한 요인의 하나임을 시사하며 이에 대한 조사가 반드시 필요함을 제시한다(Shank and Govindarajan 1992). 다만, 사회적 공헌활동 이외의 비재무적 성과 연구는 아직까지 제한적이며, 따라서 본 연구는 선행연구의 발견을 기업 평판에 대한 조사로 확장한다.

우리나라의 임원 보상 공시체계는 이러한 연구주제를 조사하는데 적합한 제도적 환경을 가지

고 있다. 구체적으로, 2013년부터 기업 투명성 제고를 위하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률을 개정해 등기임원에 대한 개별 공시를 시행하였다. 임원 보상이 공시되면서 보수 산정 기준과 그 수준에 대해 직접적인 정보이용자 이외에도 사회적으로도 큰 이슈가 되었다. 예를 들어, 이 공시제도는 기업과 이해관계자 사이 정보비대칭을 완화하고 합리적 의사결정을 유도하며, 시장 감시 기능을 이용해 경영자의 사적이익 추구를 방지하고 지급되는 보상이 성과에 기반을 두도록 하는 역할을 할 것으로 기대된다(조현우·박법진 2018). 즉, 보상의 공시를 통해 임원은 보수의 타당성을 기업 성과와 연동하여 입증하고자 하는 유인이 생길 수 있으며 이는 실질적인 성과 상승으로 이어질 수 있다. 반면, 보상 공시로 인해 반 기업 정서 여론 확산 및 이를 통한 사회적 갈등이 초래되고 이에 따라 경영인들이 정치적 부담을 줄이기 위해 등기임원 재직을 회피하거나 책임경영체제에 차질이 생길 가능성도 주장된 바 있다(윤용석 외 2015). 따라서 임원의 보상에 대한 공시가 이해관계자들에게 어떻게 작용하는지에 대한 조사는 시의성이 있다.

평판은 조직의 유지와 발전에 기여하며 전략적으로 가장 중요한 성과지표의 하나이다. 특히 독립적인 외부 민간기관에서 기업평판을 조사하여 대중에게 공시하면서 사회적으로 환기되기 시작하였다. 우리나라에서는 2004년부터 미국 경제 전문지 Fortune의 조사 방법을 토대로 한국능률협회컨설팅에서 선정하는 한국에서 가장 존경받는 기업(KMAC : Korea's Most Admired Companies)을 발표하고 있다. 존경받는 기업은 기업 생존과 지속가능한 성장을 위한 필수적 가치로 판단되고 있으며, 선행연구에서 기업 평판과 관련되어 가장 널리 활용된 대표적 측정치의 하나이다. 또 다른 평판 추정기관은 브랜드스탁(BSTI : Brand Stock Top Index)으로, 한국 소재 기업을 대상으로 100대 브랜드를 매년 발표하고 있다. BSTI가 활용하는 평판의 평가항목 중 상품의 질과 제품·서비스의 질은 기업 성과 및 전략에 있어 중요한 구성 요소들이므로 관련 연구에서 브랜드스탁의 자료 역시 국내 기업의 평판 측정치로 자주 이용되고 있다. 이에 본 연구는 이 두 평판 자료를 활용하여 임원 보상과의 관계를 탐색한다.

본 연구의 실증결과는 다음과 같다. 본 연구는 2015년부터 2021년까지 비금융 상장기업을 표본으로 하여 임원의 보상과 기업평판 사이의 관계를 살펴보았다. 분석 결과, 임원의 보상은 기업 평판과 유의한 양의 관계가 나타났다. 특히 임원의 평균적인 보상 수준과 보상의 총합계를 이용한 결과에서 모두 유사한 결과가 발견되었다. 또한 최고경영자의 보상을 이용한 결과에서도 통계적 유의성은 다소 약화되었으나, 일관된 관계가 관찰되었다. 이상의 결과는 임원에 대해 지급되는 보상의 수준이 높을수록 기업의 평판이 높아짐을 의미한다. 본 연구의 이러한 결과는 평판이 높은 기업으로 선정된 연도로 국한한 조사와 표본 기간 중 평판이 높은 기업으로 한번 이상 선정된 경우 해당 기업을 평판이 높은 기업으로 분류한 조사에서 모두 강건하게 나타났다. 추가 분석으로 기업 평판의 측정치를 선정기관인 브랜드스탁(BSTI)과 존경받는 기업(KMAC)으로 나누어 각각을 조사한 경우에서도 모두 임원의 보상과 유의한 양의 결과가 발견되었다. 마지막으로, 임원의 보상 수준을 두 그룹으로 구분한 후 성향점수를 산출하여 매칭한 표본에서도 일관된

결과가 관찰되었다.

본 연구는 다음과 같은 학술적·실무적 공헌을 할 것으로 기대된다. 첫째, 비재무적 성과지표와 임원의 보상 사이를 검증하는 국내외 실증연구가 부족한 상황에서 기업 평판 측정치와 임원 보상 사이 관계를 살펴보았다는 점은 학술적 공헌점이 있다. 특히 임원 보상과 기업 평판을 직접적으로 조사한 연구는 거의 없으며 이외의 다른 요인들 간의 분석에서 간접적으로 그 영향을 유추할 수 있는 선행연구의 발견사항이 일부 있다(황성준·신찬휴 2022 등). 따라서 임원의 보상과 기업 평판 사이의 직접적인 양의 관계를 발견한 것은 임원의 보상 수준이 기업 평판에 긍정적인 영향을 미치는 요인으로 작용하고 있음을 제시하여 학술적·실무적 공헌을 한다. 둘째, 본 연구는 종속변수 측정치로 비재무적 성과의 하나인 기업 평판을 한국에서 가장 존경받는 기업(KMAC), 100대 브랜드 보유기업(BSTI) 평가 자료를 활용해 실증분석을 진행하였다. 평판이 높은 기업 표본은 상대적으로 그렇지 않은 기업에 비해 적다. 그럼에도 불구하고 임원의 보상 수준과 기업 평판 사이의 유의한 관계를 발견한 것은 보상 수준이 기업 평판을 결정하는 중요한 요인이라는 점을 시사한다. 이러한 결과는 기업 평판을 평가 및 공시하는 기관에도 평가 방법론에 대한 시사점을 제공한다. 셋째, 본 연구의 결과는 임원 보수 공시제도 시행에 따라 사적이익 추구를 방지하고 성과에 기반하는 긍정적인 방향으로 임원의 활동이 유도되고 있을 가능성 시사한다. 이는 임원 보상의 공시로 인해 보상 수준에 대한 타당성을 제시하기 위해 임원 스스로 기업의 평판 관리를 위해 기울이는 노력의 결과일 수 있다. 따라서 본 연구의 결과는 해당 공시 제도를 적용 및 규제하는 정책기관에도 시사점을 제시할 것으로 기대된다.

본 연구의 이어지는 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구와 가설을 설정하고, 제Ⅲ장에서는 연구 설계를 통해 표본 선정과 연구모형에 대해 논의한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 통해 가설을 검증하며, 제Ⅴ장에서는 연구 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구와 가설 설정

1. 임원 보상에 관한 선행연구 및 국내 보상 공시 제도

임원의 보상에 대해 조사하는 선행연구의 전통적 관점은 이를 대리인 문제의 측면에서 접근하고 있다. 예를 들어, 경영자나 임원에 대한 보상은 대리인 문제를 해소하기 위한 수단의 하나로써 그 수준과 구성이 이러한 문제를 완화하기 위한 방향으로 결정된다고 본다(Garen 1994 ; Bebchuk and Fried 2003). 즉, 이론 연구들은 소유와 경영의 분리에서 오는 주인-대리인 문제의 완화 관점에서 보상의 수준이나 보상의 성격과 구성이 결정되는 것으로 본다(Mehran 1995).¹⁾

1) 예를 들면, Mehran(1995)은 보상 수준의 단순 증가보다 지분을 보유한 경영자나 보상으로 회사 지분을

이후 대리인의 보상과 관련된 실증 선행연구는 이러한 이론의 전제 하에 다양한 조사를 진행하였다. 그러나 주인-대리인 관점에서는 필연적으로 주주의 부를 보호하기 위한 장치의 하나로 임원에 대한 보상을 다루기 때문에 관련 실증 선행연구는 대체로 자본시장에서의 기업에 대한 평가에 국한된 조사를 하고 있다. 구체적으로 선행연구는 주주 가치의 극대화, 임원의 지대 추출(rent extraction), 규제나 회계정책의 영향 등 세 가지 관점에서 대리인 보상과의 연관성을 조사하고 있다(Edmans et al. 2017). 이는 보상과 관련된 선행연구가 기업의 재무적 성과 측면에서의 조사를 주로 하고 있음을 의미한다.

그러나 최근의 연구는 이를 확장하여 임원의 보상과 비재무적 성과에 대한 조사 결과를 제시한다. 예를 들어 선행연구는 보상과 사회적 공헌활동(CSR)의 관련성을 조사하고 있다. Hong et al.(2016)은 주주에 우호적인 지배구조를 형성하고 있는 기업들이 CSR 활동에 적극적인 임원에 대한 보상을 더 많이 지급함을 발견하였다. 동 연구는 이를 통해 CSR 활동이 대리인 비용 보다는 주주의 부를 극대화하는데 도움을 주는 기업 활동의 성격을 가지고 있음을 주장하고 있다. Tsang et al.(2021)은 30개 국가를 이용한 조사에서 CSR을 임원 보상에 반영하는 기업이 보다 혁신적인 성과를 내고 있음을 발견하였다. 또한 종업원의 혁신적 생산성 향상, 경영진의 위험 감수 행위, 투자 기회에 대한 적극적인 R&D 투자 성향 등이 CSR 계약과 혁신의 관계에 통로 역할을 하고 있다고 주장하고 있다. 이외에도 다수의 연구들이 임원의 보상과 기업의 사회적 공헌활동의 관계를 조사하고 있으며, 이를 통해 대리인 문제를 벗어나 보상의 성격과 역할을 규정하려는 시도를 하고 있다(Cai et al. 2011). 다만, 사회적 공헌활동 이외의 비재무적 성과 연구는 제한적이며, 따라서 본 연구는 이를 기업 평판에 대한 조사로 확장하고 있다.

한편, 금융위원회에서는 기업 경영 투명성을 제고하는 차원에서 2013년 5월 28일 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)을 개정하여 동년 11월 29일부터 5억 원 이상의 보수가 지급된 등기임원에 대한 개인별 보수 공시를 시행하였다.²⁾ 2016년 3월 29일 기존 개정안에 덧붙여 임원이 아니더라도 보수총액 기준 상위 5명으로 공시내용을 확대하는 방향으로 자본시장법을 개정하였다. 이후 2018년 3월 15일 보수가 일정액 이상인 임직원에 대하여 보수 체계 연차보고서를 통해 보수를 공시 의무화하는 금융회사 지배구조 개선방안도 발표하였다(윤용석 외 2015 ; 우혜진 외 2020). 이를 요약하면 <표 1>과 같다.

제공하는 것이 기업 성과에 영향을 미치는 것으로 주장하고 있다.

- 2) 다만, 해당 시행령이 등기임원에 한정되어 있어 공시 대상의 범위가 충분하지 않고 기업 자율에 맡기고 있으므로 여전히 개선이 필요함이 제기되기도 하였다(윤용석 외 2015).

〈표 1〉 국내 임원의 보수 공시제도

개정연월	내 용
2013년 5월	① 임원 개인별 보수 공개 대상 - 5억원 이상 보수가 지급된 등기임원 ② 보수의 범위 - 소득세법상 근로소득과 퇴직소득, 기타소득으로 인정되는 모든 급부와 함께 주식매수선택권 행사이익 포함 - 13.11.29 이후 사업보고서(분·반기보고서 포함)부터 적용
2016년 3월	① 기존 보수 5억원 이상의 등기임원과 임원이 아니더라도 보수총액 기준 상위 5명으로 공시 대상 확대 ② 개정법 시행으로 보수총액 기준 상위 5명 개인별 보수 공개 - 개정법 공포일로부터 2년이 경과한 날부터 적용하며 연 2회 공시
2018년 3월	① 자본시장법상 개별보수 공시대상 기준 해당 금융회사임직원 - 보수총액 5억원 이상 임원 - 보수총액 상위 5인으로서 5억원 이상인 임직원 ② 성과보수 총액 2억원 이상인 임원, 금융투자업무담당자, 기타 성과보수 이연 지급 대상 직원(대출·보험인수·카드심사 업무 담당직원)

주1) 자료 출처 : 금융위원회(www.fsc.go.kr), 금융감독원(www.fss.or.kr) 보도자료 요약·재정리.

이상과 같이 국내 임원 대상 보상 공시제도는 점차 그 대상을 확대하는 추세에 있다. 이러한 보상과 관련된 기업 공시 정보는 해당 기업에만 영향을 주는 것에 그치지 않고 투자자, 타 기업, 정부, 노조 등에 의해서도 정보가 이용된다(Leuz and Wysocki 2008). 따라서 선행연구는 임원 보수 공시제도가 미치는 다각적인 효과를 조사하였다. 예를 들어, 윤용석 외(2015)는 보상 공시로 인해 반 기업 정서 여론을 통한 사회적 갈등이 초래되고 이에 따라 경영인들이 정치적 부담을 줄이기 위해 등기임원 재직을 회피하거나 책임경영체제에 차질이 생길 가능성을 주장하였다. 반면, 공시된 보상 정보에 대한 타당성을 스스로 부여하기 위해 성과 향상을 모색할 가능성도 제기되었다(조현우·박범진 2018 ; 우혜진 외 2020). 예를 들어, 조영곤·박철형(2018)은 임원 개별보수 공시제도 도입이 보수-성과 연계성에 양의 영향을 미치고 있음을 보여주었으며, 이를 통해 공시제도 도입이 성과주의를 강화하고 있음을 주장하였다.

임원 보상과 기업성과 간의 관련성에 대해서는 국내에도 다양한 선행연구가 있다. 전통적으로 경영성과 측정은 자기자본이익률(ROE), 투자수익률(ROI), 기업가치(Tobin's Q), 회계이익, 신용등급과 같은 측정치가 주로 활용되고 있다(이용훈·홍철규 2014 ; 이미주 외 2020). 또한 기업 간 경쟁이 높아지고 영업활동이 복잡해지면서 단순 성과 측정치로는 보상의 효과에 대한 적절한 탐색이 어려울 수 있다는 주장이 있다(정문중·고은혜 2008). 이에 따라 선행연구는 전술한 바와 같이 비재무적 성과로 조사를 확장하고 있으며, 국내에서도 임원 보상과 기업 특허(정

성창·김영환 2016), 사회적 공헌활동(박범진 2017 ; 오현주·김용 2021) 등의 관계를 조사하고 있다. 이러한 연구흐름을 반영하여 본 연구 임원의 보상과 비재무적 성과지표 중 기업 평판과의 관계를 살펴본다.

2. 기업 평판의 추정 및 관련 선행연구

기업의 평판에 대해서는 다양한 관점이 존재한다. 선행연구는 평판이 기업의 이미지 혹은 아이덴티티와 관련되며 기업 성과 혹은 소비자 만족도 등으로 추정될 수 있다고 본다(Chun 2005 ; Gotsi and Wilson 2001). 또한 기업의 평판이 미치는 영역은 소셜 미디어의 발전과 함께 점차 확대되고 있다(Etter et al. 2019). 기업의 평판에 영향을 미치는 행위는 실시간으로 소비자뿐 아니라 자본시장의 이해관계자들에게 전달된다(Rust et al. 2021). 따라서 기업의 이미지, 명성 혹은 평판을 평가하는 것은 매우 중요한 경영전략이 되었다. 이에 대해서는 이미 1990년대 후반부터 많은 연구가 진행된 바 있으며(Fombrun and Van Riel 1997), 최근에는 기업에 우호적인 평판이 조직 유지 및 발전에 기여하는 무형자산으로 인지되고 있다.

〈표 2〉 주요 국가의 존경받는 기업 조사 현황

선정기관		개시년도	명칭
	미국	1994년	World's Most Admired Companies
	영국	1994년	Britain's Most Admired Companies
	브라질	1997년	As Empresas Mais Admiradas no Brasil
	일본	2000년	브랜드재팬(ブランド・ジャパン)
	중국	2001년	中國最受尊敬企業
	캐나다	2004년	Canada's 10 Most Admired Corporate Cultures

이러한 학술적 관심뿐 아니라 실무에서도 기업 평판의 추정은 중요한 이슈이며, 이에 각국에서는 다양한 인덱스를 공시하고 있다. <표 2>를 살펴보면, 미국에서는 미국 경제전문지 Fortune에서 발표하는 가장 존경받는 기업(WMAC : World's Most Admired Companies)을 1994년부터 공시하고 있다. 일본에서도 브랜드재팬을 선정하고 발표하고 있으며, 기타 다른 국가들도 자국의 기업 평판을 여러 평가지표를 활용하여 추정 및 공시하고 있다. 본 연구는 이러한 연구흐름 및 실무의 관심을 기반으로 기업 평판과 임원 보수의 관계를 조사하며, 선행연구에 따라 기업 평판의 추정치로 다음의 두 가지를 활용한다.

첫 번째 기업평판 측정치는 “존경받는 기업 선정”으로, Fortune에서 발표하는 가장 존경받는 기업(WMAC)의 조사 방법을 토대로 국내에서는 2004년부터 한국능률협회컨설팅에서 발표하는 자료이다. 구체적으로, 한국능률협회컨설팅은 한국에서 가장 존경받는 기업(KMAC : Korea's Most Admired Companies)을 선정하여 발표하고 있다. 이 평가지표 중 “All star 30”은 150개 후보 기업을 선정하여 산업계 종사자, 증권사 애널리스트, 일반 소비자를 대상으로 설문조사를 실시하고, 존경받는 기업의 6대 가치를 종합적으로 평가하도록 조사 모델과 항목을 개발하여 아래 <그림 1>과 같이 기업 지수를 바탕으로 최종 30개 기업을 선정하여 공시한다. 이는 관련 선행연구에서 기업 평판과 기업 명성을 나타내는 지표로 자주 이용되고 있다(허미옥·정기한 2010 ; 최보람·이정미 2014 ; 석준희 외 2017 ; 김현아·황문호 2019). 이에 본 연구는 KMAC에서 선정한 30개 기업을 평판이 높은 기업으로 대용한다.

<그림 1> 한국에서 가장 존경받는 기업(KMAC) 조사항목



주1) 한국능률협회컨설팅 2023년 한국에서 가장 존경받는 기업(KMAC) 조사결과에서 발췌.

두 번째로는 브랜드스탁(BSTI : BrandStock Top Index)에서 선정한 “대한민국 100대 브랜드

제품 보유기업”이다. 평판의 평가항목 중 상품과 서비스 질은 중요한 구성 요소 중 하나이다 (Caruana 1997 ; Lewis 2001). 브랜드스탁은 브랜드 증권거래소에서 생성되는 브랜드 주가지수와 전국 소비자 조사지수를 결합한 고유의 브랜드가치 평가모델로 매년 100대 브랜드 기업을 선정하여 공시한다.³⁾ 개별 브랜드를 평가하여 순위화 하였으며, 선행연구에서도 최근 국내 기업의 평판 측정치로 자주 이용되고 있다(김임현 · 김진수 2019 ; 박시훈 · 김갑순 2020). 이에 본 연구도 BSTI의 기업 평판 평가자료를 활용하여 조사한다.

3. 가설 설정

기업은 시대적 변화에 맞추어 재무적 요소뿐만 아니라 비재무적 요소를 활용하여 다양한 경영 방식을 개발하고 이를 반영하여 수익을 창출한다. 본 연구는 비재무적 요소의 하나로 기업의 평판을 조사한다. 구체적으로, 기업에 대한 평판 혹은 이미지 등과 임원이나 CEO의 보상 수준은 밀접한 관계가 있을 것으로 본다. 이와 관련하여 Core et al.(2008)은 1994년에서 2002년의 미국 기업 CEO의 보상과 11,000개 이상의 언론 기사를 이용하여 분석한 결과 미디어에서 보도하는 CEO는 대체로 보상 수준이 높음을 발견하였다. 또한 낮은 성과나 큰 기업 규모 등도 미디어에 노출되는 CEO 선택에 영향을 미치고 있었다. 특히 정상 범위를 넘어서는 수준의 보상을 받는 CEO에 대해 보도하는 기사의 톤이 부정적임을 발견하였다.

임원의 보상과 기업평판 사이의 직접적인 관계를 다룬 선행연구는 거의 없다. 반면, 간접적인 관계를 통해 이 두 요인 사이의 관계를 유추해볼 수 있는 연구들은 소수 존재하며 대체로 사회적 공헌활동 혹은 조세회피와의 관계를 조사하고 있다. 구체적으로 해당 연구들을 요약하면 다음과 같다.

우선, 황성준 · 신찬휴(2022)는 경영자보상 구성이 ESG성가에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 경영자보상이 높을수록 ESG성가가 높아짐을 발견하였으며, 비재무적 요소인 ESG성가를 고려하여 동기부여를 위한 경영자보상이 이뤄진다고 판단하였다. 허미옥 · 정기한(2010)은 CSR성가가 높을수록 기업명성이 증가하였고 증가한 기업명성은 기업가치 증가로 이어짐을 보여주었다. 기업의 CSR활동은 비용이 아닌 투자이며, CSR활동이 기업명성을 높이며 궁극적으로 기업가치를 제고하는 전략적 수단이 될 수 있음을 주장하였다. 박현일 외(2013) 역시 기업의 사회적 책임 수준과 기업성과 수준에 따라 집단을 분류하여 기업 가치와 기업 명성에 차이가 있는지를 분석하였다. 기업 명성의 경우 주주, 직원, 고객, 사회, 이미지 가치 등의 다양한 이해관계자들의 가치를 포함하는 개념으로 이루어져 있어 CSR 영향을 상대적으로 많이 받는다고 주장하였다.

한편, 신유진(2021)의 연구에서는 조세회피 정도가 낮을수록 경영자가 높은 수준의 보상을 받

3) 브랜드스탁의 대한민국 100 브랜드는 컨설팅회사인 인터브랜드가 발표하는 세계 100대 브랜드의 평가를 국내 환경에 맞게 적용한 것이다.

음을 발견하였다. 조세회피가 회계 투명성을 줄이고 미래 불확실성을 높이므로 그 수준을 줄일수록 위험이 감소하고 이는 경영자보상 증가로 이어진다고 주장하였다. 박시훈·김갑순(2020)은 명성이 높은 기업의 공격적 조세회피 수준이 보다 낮은 것으로 나타났다.

이상의 선행연구는 기업의 비재무적 활동과 임원 혹은 경영자 보상 사이에 유의한 관계가 있음을 제시한다. 임원의 업무 수행에 대해 지급하는 보상은 대리인 비용을 줄이고 경영자와 주주의 이해가 일치하도록 작용한다(Garen 1994 ; Bebchuk and Fried 2003). 이는 임원의 동기부여로 작용하여 기업가치의 제고와 궁극적으로 평판의 향상으로 이어질 수 있다(황성준·신찬휴 2022). 그러나 보상의 증가는 오히려 경영자에 대해 부정적 이미지를 노출하여 기업 평판의 훼손으로 이어질 가능성도 있다(Core et al. 2008 ; Edmans et al. 2017 ; 윤용석 외 2015). 따라서 이는 실증분석이 필요한 연구 주제이다.

국내에서 임원 보수 공시 제도가 시행된 기간이 점차 경과하면서 이러한 공시 제도가 시장의 감시 역할을 하여 경영진의 사적이익 추구를 방지하는지에 대해 우려와 관심이 공존하고 있다. 만약 사업보고서에 공시되는 보수에 대해 임원이 그 타당성을 주장하기 위해 기업의 성과를 향상하는 노력을 기울이고 궁극적으로 평판의 향상으로 이어진다면 임원 보수 공시 이후 식별되는 임원의 보상 수준과 평판 사이에는 양의 관계가 예상된다. 반면, 높은 보상 수준이 이들의 기회주의적 행위를 반영하는 것이라면 평판과 무관하거나 혹은 평판의 하락으로 이어질 가능성도 있다. 이에 본 연구는 이상의 학술적 논의와 실무적 관심을 반영하여 다음과 같은 가설을 설정하고 이를 검증한다.

[가설] 임원 보상 수준의 증가는 기업 평판의 향상과 유의한 양의 관계가 있다.

III. 연구 설계

1. 표본 선정

본 연구에 사용된 표본은 2015년부터 2021년까지의 유가증권(KOSPI) 및 코스닥(KOSDAQ) 시장에 상장된 기업을 대상으로 한다. 기업 평판 측정치는 한국능률협회컨설팅(KMAC)과 브랜드스탁(BSTI)에 조사 자료를 이용하여 수기로 수집하였다.⁴⁾ 구체적인 표본 선정과정은 다음과 같다.

4) 한국에서 가장 존경받는 기업(KMAC : Korea's Most Admired Companies)은 한국능률협회컨설팅 홈페이지(<https://www.kmac.co.kr>)에서 공식 조사 결과 확인이 가능하며, 브랜드스탁(BSTI : Brand Stock Top Index)에서 선정한 대한민국 100대 브랜드 제품 보유기업은 브랜드스탁 홈페이지(<https://www.brandstock.co.kr>)에서 확인할 수 있다. 본 연구는 두 자료 모두 담당자 문의를 통해 자료 사용 동의를 구하였다.

- (1) 12월 결산기업 ;
- (2) 비금융업에 속하는 기업 ;
- (3) 임원 보상 자료가 있는 기업 ;
- (4) TS2000에서 필요한 재무 자료를 구할 수 있는 기업 ;
- (5) (1)~(4) 기업을 대상으로 KMAC과 BSTI에서 선정된 기업과 그렇지 않은 기업을 구분.

<표 3> 연도별 표본의 분포

연도	표본수(개)	백분율(%)
2015	357	10.48
2016	387	11.36
2017	407	11.95
2018	490	14.38
2019	548	16.08
2020	570	16.73
2021	648	19.02
총 표본	3,407	100.00

상기한 조건을 모두 만족하는 표본은 총 3,407개 기업-연도이다. 표본 기간 동안의 연도별 분포는 <표 3>과 같다. 2015년에는 357개의 기업이 있으며 점차 수가 증가하여 2021년에는 648개의 기업이 분포되어 있다.

2. 연구 모형

본 연구에서는 임원 보상과 기업 평판의 관계를 가설로 설정하였다. 이를 검증하기 위해 아래 식(1)을 이용한다.

$$\begin{aligned}
 Reputation_{Firm}(Reputation_{Year}) = & \beta_0 + \beta_1 \{Ln(Compen)_{Mean} \text{ or } Ln(Compen)_{sum}\} \\
 & + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 SalesGRW + \beta_5 ROA + \beta_6 Loss \\
 & + \beta_7 Ret + \beta_8 ABSDA + \beta_9 Big4 + \beta_{10} \alpha(CF) + \beta_{11} \alpha(Ret) \\
 & + \beta_{12} \alpha(Sales) + \beta_{13} Group + \sum Industry + \sum Year
 \end{aligned} \quad (1)$$

여기서,

- $Reputation_{Firm}$: 기업 평판의 대용치, 표본기간 중 KMAC “All star 30”이나 BSTI “100대 브랜드 보유기업”으로 한 번 이상 선정된 기업이면 1, 아니면 0 ;
- $Reputation_{Year}$: 기업 평판의 대용치, 표본기간 중 KMAC “All star 30”이나 BSTI “100대 브랜드 보유기업”으로 선정된 연도이면 1, 아니면 0 ;

$Ln(Compen)_{Mean}$	: 임원 평균 보상의 자연로그 값 ;
$Ln(Compen)_{sum}$	: 임원 보상 합계의 자연로그 값 ;
$Ln(Compen_CEO)_{Mean}$	: CEO 평균 보상의 자연로그 값 ;
$Ln(Compen_CEO)_{sum}$	: CEO 보상 합계의 자연로그 값 ;
$Size$	: 총자산의 자연로그 값 ;
$Leverage$	: 부채비율(총부채/총자산) ;
$SalesGRW$	: 매출액성장률((당기매출액-전기매출액)/전기매출액) ;
ROA	: 총자산이익률(당기순이익/총자산) ;
$Loss$	: 손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0 ;
Ret	: 보유기간 주식수익률 ;
$ABSDA$	: 재량적 발생액의 절대값 ;
$Big4$	: Big4 감사인의 고객기업이면 1, 아니면 0 ;
$\alpha(CF)$	: 직전 3개년 영업현금흐름의 표준편차 ;
$\alpha(Ret)$	: 직전 3개년 추가수익률의 표준편차 ;
$\alpha(Sales)$	: 직전 3개년 매출액의 표준편차 ;
$Group$	: 기업 집단 소속기업이면 1, 아니면 0 ;
$\Sigma Industry$	: 산업 고정효과 ;
$\Sigma Year$	: 연도 고정효과.

식(1)의 종속변수는 기업의 평판(*Reputation*)이다. 대체로 평판이 높은 기업으로 선정된 기업은 표본 기간 중 여러 번에 걸쳐 선정되는 경향이 있다. 이에 결과의 강건성을 확인하기 위해 기업평판의 측정치를 두 가지로 구분하여 사용하였다. 첫 번째는 $Reputation_{Firm}$ 변수이며, KMAC이나 BSTI에 의해 표본 기간 중 한 번 이상 선정된 기업이면 1 아니면 0의 값을 갖는다.⁵⁾ 두 번째 기업 평판 대용치는 $Reputation_{Year}$ 변수이다. KMAC과 BSTI에 의해 선정된 기업은 해당 선정 연도에 해당하면 1, 아니면 0의 값을 갖는다.

관심변수는 임원의 보상이다. 기업은 여러 명의 임원으로 경영진을 구성하며 이에 따라 임원의 평균 보상 자연로그 값인 $Ln(Compen)_{Mean}$ 변수와 임원 보상 합계의 자연로그 값인 $Ln(Compen)_{sum}$ 변수를 모두 활용한다. 또한 추가분석에서는 임원과 최고경영자 사이에 존재할 가능성이 있는 기업 내 위치와 의사결정 권한의 차이를 반영하여 대표이사 직함을 가진 경우만의 효과를 살펴본다. 이를 위해 CEO 보상의 평균 및 합계의 자연로그 값인 $Ln(Compen_CEO)_{Mean}$, $Ln(Compen_CEO)_{sum}$ 변수를 설정한다(김림·최승욱 2021). 본 연구의 가설이 지지된다면 임원 보상이 증가할수록 기업 평판이 높을 것이므로 β_1 은 유의한 양의 값을 가질 것으로 예상된다.

한편, 위 식(1)에 포함된 통제변수는 선행연구에 근거하여 기업의 평판에 영향을 미치는 변수들을 포함하였다. 우선, 기업규모($Size$)가 클수록 인적·물적 자원이 풍부하여 전략적으로 평판 관리에 주의를 기울일 가능성이 있다. 기업의 재무구조와 성장성은 평판에 영향을 미칠 것이다.

5) 특정 연도에 선정이 되지 않더라도 표본 기간 중 선정 이력이 있으면 이를 평판이 높은 기업이 아닌 것으로 보기는 어려울 것이다. 이에 $Reputation_{Firm}$ 변수를 이용한다.

이에 부채비율(*Leverage*)과 매출액성장률(*SalesGRW*)을 통제한다. 또한 보상 수준과 기업 평판의 관계에 있어서 보상 수준을 결정하는 여러 성과 요인을 통제할 필요가 있을 것이다(Core et al. 1999). 이에 영업성과(*ROA*, *Loss*), 시장성과(*Ret*)를 포함한다. 다음으로, 선행연구는 회계품질이 기업의 평판에 직접적인 영향을 미치는 것을 발견하였다(Salehi et al. 2020). 이에 재량적 발생액의 절대값(*ABSDA*)을 통제한다. 또한 Big 4 감사인 고객기업 여부(*BIG4*)를 포함하여 외부감사인의 효과를 통제한다. 기업의 변동성은 평판과 보상 사이의 관계에 영향을 미칠 가능성이 있다. 이에 최근 3년간의 영업현금흐름($\alpha(CF)$), 추가수익률($\alpha(Ret)$), 매출액($\alpha(Sales)$) 표준편차를 기업 영업위험으로 대용하여 모형에 포함하였다(최경수·김경혜 2016). 또한 기업집단 소속여부(*Group*)를 통제하여 집단 소속 기업과 단일 기업의 효과를 통제한다. 마지막으로, 산업과 연도 효과를 통제하기 위해 산업고정효과($\sum Industry$)와 연도고정효과($\sum Year$)를 통제변수로 포함한다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계

본 연구의 실증분석에 사용된 주요 변수들에 대한 기술통계를 <표 4>에 제시한다. 종속변수로 이용되는 기업 평판 대용치 $Reputation_{Firm}$ 변수의 평균값(표준편차)은 0.106(0.308)이다. 이는 전체 표본 중 10.6%가 표본 기간 중 평판이 높은 기업임을 의미한다. 평판이 높은 기업으로 선정된 연도를 의미하는 $Reputation_{Year}$ 변수의 평균값(표준편차)은 0.076(0.265)이다. 이는 KMAC와 BSTI에 의해 평판이 좋은 기업으로 선정되는 기업의 선정 기업-연도 표본 수는 전체 표본 대비 7.6%임을 의미한다. 이러한 기술통계량은 표본 기업들 중 소수의 표본만 평판이 높은 기업으로 평가받고 있음을 시사한다.

한편, 관심변수인 임원 보상은 보상의 평균($Ln(Compen)_{Mean}$)과 보상의 합계($Ln(Compen)_{Sum}$)로 나누어 살펴보았다. $Ln(Compen)_{Mean}$ 의 평균값(표준편차)은 13.748(0.663), $Ln(Compen)_{Sum}$ 의 평균값(표준편차)은 14.207(0.972)이다. 자연로그값을 자연수로 환산하면 임원 보상의 평균과 합계는 각각 934,717 천원과 1,479,182 천원 수준이다. CEO 보상만을 살펴본 $Ln(Compen_CEO)_{Mean}$ 와 $Ln(Compen_CEO)_{Sum}$ 는 각각 평균값(표준편차)이 13.755(0.670), 13.886(0.783)이다. 이를 자연로그값을 취하지 않은 자연수로 환산하면 CEO 보상의 평균과 합계는 각각 941,283 천원과 1,073,033 천원 수준이다.

다음으로 통제변수를 살펴보면 기업규모(*Size*) 변수의 평균값(표준편차)은 20.074(1.525)로 나타났다. 부채비율(*Leverage*), 매출액성장률(*SalesGRW*), 총자산순이익률(*ROA*), 손실 보고 여부(*Loss*)의 평균값은 각각 0.376, 0.084, 0.031, 0.193으로 나타났다. 시장성과를 의미하는 주식수익률(*Ret*)의 평균값은 0.147이다. 재량적 발생액의 절대값(*ABSDA*)은 0.061이며, Big 4 감사인의

고객기업 비중은(*Big4*) 58.4%이다. 자산 대비 영업현금흐름, 주가수익률, 매출액의 과거 3개년도 표준편차($\alpha(CF)$, $\alpha(Ret)$, $\alpha(Sales)$) 평균값은 각각 0.049, 0.419, 1.615이다. 기업집단 소속 기업(*Group*)은 전체 표본의 69.4%이다.

〈표 4〉 주요 변수의 기술통계

변수	표본수	평균	STD	P1	P25	중위수	P75	P99
<i>Reputation_{Firm}</i>	3,407	0.106	0.308	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Reputation_{Year}</i>	3,407	0.076	0.265	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Ln(Compen)_{Mean}</i>	3,407	13.748	0.663	11.382	13.403	13.703	14.079	15.408
<i>Ln(Compen)_{Sum}</i>	3,407	14.207	0.972	12.441	13.482	14.007	14.782	16.894
<i>Ln(Compen_CEO)_{Mean}</i>	1,999	13.755	0.670	11.925	13.360	13.660	14.078	15.607
<i>Ln(Compen_CEO)_{Sum}</i>	1,999	13.886	0.783	11.925	13.379	13.721	14.334	16.175
<i>Size</i>	3,407	20.074	1.525	17.400	18.962	19.763	20.975	24.249
<i>Leverage</i>	3,407	0.376	0.195	0.031	0.210	0.374	0.519	0.825
<i>SalesGRW</i>	3,407	0.084	0.381	-0.697	-0.066	0.033	0.152	1.958
<i>ROA</i>	3,407	0.031	0.089	-0.336	0.008	0.032	0.067	0.298
<i>Loss</i>	3,407	0.193	0.395	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Ret</i>	3,407	0.147	0.518	-0.557	-0.162	0.014	0.282	2.464
<i>ABSDA</i>	3,407	0.061	0.070	0.001	0.016	0.038	0.077	0.386
<i>Big4</i>	3,407	0.584	0.493	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
$\alpha(CF)$	3,407	0.049	0.045	0.002	0.020	0.036	0.062	0.234
$\alpha(Ret)$	3,407	0.419	0.416	0.030	0.167	0.290	0.507	2.611
$\alpha(Sales)$	3,407	1.615	4.414	0.006	0.099	0.291	0.967	28.342
<i>Group</i>	3,407	0.694	0.461	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

다음으로 주요 변수 간의 상관관계는 <표 5>에 제시한다. 기업 평판 측정치인 *Reputation_{Firm}*과 관심변수인 임원의 평균 보상 자연로그 값(*Ln(Compen)_{Mean}*)은 1% 수준에서 유의한 양의 관련성이 나타났다. 그 외 통제변수에서는 기업규모(*Size*), 부채비율(*Leverage*), Big4 감사인 고객기업 여부(*Big4*), 매출액 표준편차($\alpha(Sales)$), 기업집단 소속 기업 여부(*Group*)가 기업 평판 대응치와 유의한 양의 관계가 있다. 반면, 주식수익률(*Ret*), 재량적 발생액(*ABSDA*), 영업현금흐름과 주가수익률 표준편차($\alpha(CF)$, $\alpha(Ret)$)는 기업 평판과 음의 관계가 있다. 이상의 상관관계 결과는 이러한 유의한 변수들을 기업 평판 대응치를 종속변수로 설정하는 모형에 적절히 통제할 필요가 있음을 시사한다.

〈표 5〉 주요 변수의 상관관계

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.
1. $Reputation_{Firm}$	1.00													
2. $Ln(Compen)_{Mean}$	0.24	1.00												
3. <i>Size</i>	0.53	0.37	1.00											
4. <i>Leverage</i>	0.04	-0.03	0.16	1.00										
5. $SalesGRW$	-0.02	0.03	-0.02	-0.04	1.00									
6. <i>ROA</i>	0.02	0.07	0.11	-0.29	0.22	1.00								
7. <i>Loss</i>	-0.02	-0.07	-0.12	0.25	-0.15	-0.66	1.00							
8. <i>Ret</i>	-0.04	-0.03	-0.10	0.01	0.20	0.13	-0.55	1.00						
9. <i>ABSDA</i>	-0.10	-0.06	-0.18	0.08	0.11	-0.02	0.15	0.08	1.00					
10. <i>Big4</i>	0.25	0.18	0.51	-0.00	-0.04	0.05	-0.09	-0.10	-0.12	1.00				
11. $\sigma(CF)$	-0.13	-1.05	-0.26	0.08	0.06	-0.07	0.12	0.05	0.35	-0.17	1.00			
12. $\sigma(Ret)$	-0.07	-0.03	-0.17	0.00	0.17	0.08	0.03	0.38	0.18	-0.17	0.19	1.00		
13. $\sigma(Sales)$	0.35	0.20	0.56	0.08	-0.00	0.06	-0.02	-0.03	-0.03	0.23	-0.01	-0.05	1.00	
14. <i>Group</i>	0.20	0.15	0.46	0.05	-0.01	0.05	-0.09	-0.05	-0.10	0.35	-0.18	-0.07	0.19	1.00

주1) 굵은 글씨체는 1% 이상의 수준에서 유의함을 의미한다.

2. 가설 검증 결과

본 절에서는 가설 검증 결과를 제시한다. <표 6>에서 Model(1)은 임원 평균 보상의 자연로그 값($\ln(\text{Compen})_{\text{Mean}}$)이 기업 평판에 미치는 영향을 살펴보고, Model(2)에서는 임원 보상 합계의 자연로그 값($\ln(\text{Compen})_{\text{Sum}}$)을 사용하여 동일한 조사를 수행한다. 분석 결과, Model(1)에서 $\ln(\text{Compen})_{\text{Mean}}$ 은 계수값 0.302, t-값 2.45로 기업 평판과 5% 수준에서 유의한 양의 관계를 보인다. 이는 임원의 평균 보상의 증가가 해당 기업의 평판을 높이는데 기여함을 시사한다.

<표 6> 임원 보상과 기업 평판 사이의 관계

Variable	Dep= $\text{Reputation}_{\text{Firm}}$			
	Model (1)		Model (2)	
	Coefficient	(t-value)	Coefficient	(t-value)
<i>Intercept</i>	-23.349***	(-9.19)	-21.800***	(-9.09)
$\ln(\text{Compen})_{\text{Mean}}$	0.302**	(2.45)		
$\ln(\text{Compen})_{\text{Sum}}$			0.293***	(2.85)
<i>Size</i>	0.804***	(7.77)	0.726***	(6.49)
<i>Leverage</i>	-0.218	(-0.34)	-0.141	(-0.21)
<i>SalesGRW</i>	-0.018	(-0.14)	-0.035	(-0.29)
<i>ROA</i>	0.312	(0.23)	0.152	(0.12)
<i>Loss</i>	0.286*	(1.81)	0.302*	(1.91)
<i>Ret</i>	0.050	(0.58)	0.049	(0.58)
<i>ABSDA</i>	-0.816	(-0.76)	-0.760	(-0.74)
<i>Big4</i>	-0.259	(-0.85)	-0.279	(-0.91)
$\alpha(\text{CF})$	1.011	(0.26)	0.699	(0.19)
$\alpha(\text{Ret})$	0.029	(0.11)	0.008	(0.03)
$\alpha(\text{Sales})$	-0.015	(-1.15)	-0.016	(-1.11)
<i>Group</i>	0.391	(0.96)	0.381	(0.96)
Year	Included		Included	
Industry	Included		Included	
Max-rescaled R^2	0.6200		0.6260	
N of obs.	3,407		3,407	

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

주2) t-value는 firm-level clustering으로 조정된 값이다.

경제적 중요성으로 환산하면, 임원 평균 보상값이 한 단위 표준편차만큼 증가하면 평판이 높은 기업으로 선정될 가능성이 약 20% 증가함을 의미한다. 또한 Model(2)에서 관심변수 $Ln(Compen)_{Sum}$ 는 계수값 0.293, t-값 2.85로 1% 수준에서 유의한 양의 관계를 가진다. 경제적 중요성으로 환산하면, 임원 보상 합계가 한 단위 표준편차 증가하면 평판이 높은 기업으로 선정될 가능성이 약 28% 증가한다. 이러한 결과는 임원의 보상 수준이 높을수록 기업의 평판이 높아진다는 것을 시사하며, 본 연구의 가설을 지지한다.

한편, 통제변수의 계수값과 유의성을 살펴보면, 기업 규모(Size), 손실보고 여부(Loss)는 기업의 높은 평판과 양의 관계를 가진다. 모형의 설명력을 의미하는 Max-rescaled R^2 는 두 모형에서 모두 약 0.62로 높은 수준이며 이를 통해 판단해볼 때 기업 규모는 기업 평판에 영향을 미치는 중요한 요인이다.

<표 6>에서 평판이 높은 기업으로 선정된 기업은 해당 연도 뿐 아니라 다른 표본 기간에서도 이와 같은 특성이 유지될 것으로 보고 표본 기간 중 두 평가기관에 의해 선정된 기업이면 1의 값을 가지는 변수를 종속변수로 이용하였다. 이어지는 분석에서는 평판이 높은 기업으로 선정된 연도에 해당하는 $Reputation_{Year}$ 변수와 임원 보상 사이의 관계를 분석하여 결과의 강건성을 확인한다.

<표 7> 임원 보상과 기업 평판 사이의 관계 : 선정연도를 이용한 분석

Variable	Dep= $Reputation_{Year}$			
	Model (1)		Model (2)	
	Coefficient	(t-value)	Coefficient	(t-value)
<i>Intercept</i>	-20.057***	(-10.15)	-17.798***	(-9.44)
<i>Ln(Compen)_{Mean}</i>	0.317***	(2.71)		
<i>Ln(Compen)_{Sum}</i>			0.220**	(2.37)
<i>Size</i>	0.647***	(7.40)	0.596***	(6.15)
<i>Leverage</i>	-0.301	(-0.44)	-0.260	(-0.38)
<i>SalesGRW</i>	-0.414***	(-2.79)	-0.423***	(-2.87)
<i>ROA</i>	-0.225	(-0.18)	-0.302	(-0.26)
<i>Loss</i>	-0.016	(-0.08)	-0.011	(0.05)
<i>Ret</i>	0.123	(1.42)	0.119	(1.40)
<i>ABSDA</i>	1.454	(1.35)	1.426	(1.35)
<i>Big4</i>	-0.221	(-0.72)	-0.235	(-0.77)

〈표 7〉 임원 보상과 기업 평판 사이의 관계 : 선정연도를 이용한 분석 (계속)

Variable	Dep= $Reputation_{Year}$			
	Model (1)		Model (2)	
	Coefficient	(t-value)	Coefficient	(t-value)
$\alpha(CF)$	-5.047	(-1.33)	-5.022	(-1.33)
$\alpha(Ret)$	0.056	(0.18)	0.035	(0.11)
$\alpha(Sales)$	-0.006	(-0.51)	-0.006	(-0.46)
Group	0.558	(1.22)	0.542	(1.23)
Year	Included		Included	
Industry	Included		Included	
Max-rescaled R^2	0.5742		0.5749	
N of obs.	3,407		3,407	

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

주2) t-value는 firm-level clustering으로 조정된 값이다.

분석결과는 <표 7>에 제시되어 있다. 전술한 방식과 같이 임원 평균 보상의 자연로그 값과 임원 보상 합계의 자연로그 값으로 Model(1)과 Model(2)를 구분하여 조사한다. 분석 결과, Model(1)에서 $Ln(Compen)_{Mean}$ 계수는 1% 수준에서 유의한 양의 값을 보이며, Model(2)에서도 $Ln(Compen)_{Sum}$ 계수는 5% 수준에서 유의한 양의 값을 가지는 것으로 관찰된다. 이러한 결과는 선정 연도를 평판이 높은 표본($Reputation_{Year}$)으로 대용하여도 임원의 보상 수준이 높을수록 기업 평판이 높음을 제시하여 본 연구의 가설을 지지한다. 한편, 통제변수의 결과도 전술한 표와 유사하게 기업 규모 변수가 1% 수준에서 양의 방향으로 유의하다. 또한 매출액 성장률($SalesGRW$)은 음의 방향으로 유의하다. 이는 평판이 높은 기업으로 선정되는 기업은 성장률이 높은 기업보다는 일정 수준 성장이 완료되어 기업 수명주기상 완숙한 단계에 이른 기업일 가능성이 있음을 시사한다.

3. 추가분석 결과

본 절에서는 추가분석 결과를 제시한다. 우선, <표 8>은 경영진 중 최고경영자(CEO)의 보상을 이용하여 기업 평판과의 관계를 분석한 결과를 제시한다. 분석 결과를 살펴보면 CEO 평균 보상의 자연로그 값($Ln(Compen_CEO)_{Mean}$)은 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양의 결과를 보인다. CEO 보상 합계의 자연로그 값($Ln(Compen_CEO)_{Sum}$)에서는 단측검정 기준으로는 10% 수준에서 유의한 양의 값을 보이나 양측검정으로는 유의하지 않다.

전술한 결과와 결합하여 해석하면, 최고경영자 보상 수준의 증가만으로는 평판이 높은 기업으로 선정되는 경향이 다른 임원 모두의 보상을 고려하는 경우에 비해서는 약화되는 것을 확인할 수 있다. 이는 이해관계자의 수가 많고 기업의 규모가 상대적으로 큰 상장회사의 경우 CEO 뿐 아니라 임원의 활동을 고려하는 것이 기업의 비재무적 성과와 밀접한 관련이 있음을 시사한다.

<표 8> CEO 보상을 이용한 추가분석

Variable	Dep= <i>Reputation_{Firm}</i>			
	Model (1)		Model (2)	
	Coefficient	(t-value)	Coefficient	(t-value)
<i>Intercept</i>	-28.423***	(-8.08)	-26.113***	(-7.96)
<i>Ln(Compen_CEO)_{Mean}</i>	0.398**	(2.04)		
<i>Ln(Compen_CEO)_{Sum}</i>			0.239	(1.45)
<i>Size</i>	0.994***	(6.94)	0.991***	(6.82)
<i>Leverage</i>	-0.860	(-1.18)	-0.867	(-1.17)
<i>SalesGRW</i>	0.242	(1.46)	0.207	(1.25)
<i>ROA</i>	-1.325	(-0.97)	-1.168	(-0.83)
<i>Loss</i>	0.244	(1.00)	0.228	(0.93)
<i>Ret</i>	-0.079	(-0.50)	-0.061	(-0.40)
<i>ABSDA</i>	1.352	(1.16)	1.392	(1.16)
<i>Big4</i>	-0.457	(-0.98)	-0.440	(-0.94)
<i>α(CF)</i>	2.069	(0.48)	2.037	(0.49)
<i>α(Ret)</i>	-0.234	(-0.67)	-0.197	(-0.58)
<i>α(Sales)</i>	0.003	(0.20)	0.003	(0.20)
<i>Group</i>	0.737	(1.59)	0.696	(1.55)
Year	Included		Included	
Industry	Included		Included	
Max-rescaled R ²	0.7382		0.7355	
N of obs.	1,999		1,999	

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

주2) t-value는 firm-level clustering으로 조정된 값이다.

다음 추가분석에서는 기업 평판 대용치를 제공하는 두 기관의 자료를 구분하여 조사한 결과를 제시한다. 본 연구에서는 종속변수인 기업 평판 측정치로 한국능률협회컨설팅 KMAC의 All star 30으로 선정된 기업과 BSTI의 100대 브랜드 보유기업 선정결과를 사용하였다. 따라서 선정 기업을 기관별로 구분하여 살펴보았을 때도 가설을 지지하는지 확인한다. 분석결과는 <표 9>에

제시하였다.

우선 Model(1)에서는 BSTI 선정기업을 의미하는 *Reputation_BSTI* 변수를 종속변수로 설정한다. 임원 보상의 평균값 변수($Ln(Compen)_{Mean}$)는 계수값이 0.304, t-값이 2.15로 5% 수준에서 양의 방향으로 유의하다. 또한 KMAC 선정기업인 *Reputation_KMAC* 변수를 종속변수로 활용한 Model(2)에서도 $Ln(Compen)_{Mean}$ 변수는 계수값 0.499, t-값 3.49로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양의 결과가 나타나고 있다.⁶⁾ 이는 기관을 구분하여 분석하여도 본 연구의 주된 발견 사항이 강건하게 유지됨을 확인하는 결과이다.

〈표 9〉 기업 평판 대응치를 구분한 분석

Variable	Model (1)		Model (2)	
	Dep= <i>Reputation_BSTI</i>		Dep= <i>Reputation_KMAC</i>	
	Coefficient	(t-value)	Coefficient	(t-value)
<i>Intercept</i>	-17.964***	(-8.26)	-38.825***	(-8.01)
<i>Ln(Compen)_{Mean}</i>	0.304**	(2.15)	0.499***	(3.49)
<i>Size</i>	0.537***	(6.24)	1.123***	(4.35)
<i>Leverage</i>	0.732	(1.06)	-1.879	(-1.53)
<i>SalesGRW</i>	-0.010	(-0.08)	-0.212	(-1.25)
<i>ROA</i>	0.521	(0.35)	4.047	(1.12)
<i>Loss</i>	0.302*	(1.93)	0.171	(0.43)
<i>Ret</i>	-0.049	(-0.49)	0.259***	(2.74)
<i>ABSDA</i>	-1.506	(-1.41)	-2.099	(-1.24)
<i>Big4</i>	-0.051	(-0.16)	-0.257	(-0.46)
$\alpha(CF)$	0.544	(0.14)	-3.072	(-0.55)
$\alpha(Ret)$	0.002	(0.01)	0.130	(0.48)
$\alpha(Sales)$	-0.025	(-1.58)	0.014	(0.66)
<i>Group</i>	0.494	(0.93)	0.235	(0.48)
Year	Included		Included	
Industry	Included		Included	
Max-rescaled R ²	0.5365		0.7617	
N of obs.	3,407		3,407	

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

주2) t-value는 firm-level clustering으로 조정된 값이다.

6) 분석결과를 표로 제시하지는 않았으나, 임원의 총보상($Ln(Compen)_{sum}$)을 이용한 경우에도 <표 9>의 결과와 유사하였다.

마지막 추가분석에서는 성향점수로 매칭한 표본을 이용하여 조사한다. 성향점수매칭(propensity score matching) 방법은 서로 다른 특성을 가진 표본 간 차이를 줄여 이러한 차이로부터 발생하는 영향을 제한하여 조사하는 방법으로 다양한 분야에서 활용되는 통계기법이다. 본 연구는 임원의 보상 수준이 기업의 평판에 미치는 영향을 살펴보고 있으며, 보상 수준이 높은 기업과 낮은 기업 사이에 존재하는 특성 차이가 평판에도 영향을 미칠 수 있다. 이에 중위수를 기준으로 임원의 평균보상을 구분하여 보상 수준이 높은 기업과 낮은 기업 표본 사이에 매칭을 한다. 성향점수 추출을 위하여 사용하는 독립변수는 본 연구의 모형에서 이용한 모든 변수들을 활용하며 이는 변수의 자의적 선택으로 인해 결과가 유도되는 것을 방지하기 위함이다(Shipman et al. 2017). 또한 보상 수준이 높은 그룹과 낮은 그룹 간 매칭은 일대일로 이루어지며, caliper distance가 3% 이내인 표본 간에 대응을 한다. 이로 인해 생성된 매칭 표본은 두 그룹이 각각 685개로 총 1,370개 기업-연도 표본이 구성되었다.

〈표 10〉 성향점수매칭 표본을 이용한 분석

패널 A. 평균값 차이 분석						
변수	매칭 전			매칭 후		
	(1) High	(2) Low	(1)–(2) t-value	(3) High	(4) Low	(3)–(4) t-value
<i>Size</i>	20.570	19.578	20.08**	20.001	19.994	0.25
<i>Leverage</i>	0.375	0.378	−0.43	0.361	0.362	−0.09
<i>SalesGRW</i>	0.083	0.084	−0.07	0.103	0.115	−0.50
<i>ROA</i>	0.035	0.028	2.42**	0.041	0.039	0.53
<i>Loss</i>	0.175	0.212	−2.74***	0.162	0.162	0.00
<i>Ret</i>	0.147	0.146	0.04	0.163	0.161	0.08
<i>ABSDA</i>	0.057	0.065	−3.29***	0.058	0.059	−0.31
<i>Big4</i>	0.649	0.520	7.69***	0.543	0.545	−0.05
$\alpha(CF)$	0.046	0.052	−3.50***	0.049	0.049	0.05
$\alpha(Ret)$	0.416	0.421	−0.33	0.429	0.456	−1.28
$\alpha(Sales)$	2.429	0.802	10.95***	1.196	1.140	0.31
<i>Group</i>	0.765	0.624	9.00***	0.708	0.688	0.82
N of obs.	1,704	1,703		685	685	

〈표 10〉 성향점수매칭 표본을 이용한 분석 (계속)

패널 B. 가설 검증				
Variable	Model (1) Dep= $Reputation_{Firm}$		Model (2) Dep= $Reputation_{Year}$	
	Coefficient	(t-value)	Coefficient	(t-value)
<i>HIGH_Compen</i>	0.556**	(2.38)	0.234**	(2.24)
Controls	Included		Included	
Year	Included		Included	
Industry	Included		Included	
Max-rescaled R^2	0.5343		0.5075	
N of obs.	1,370		1,370	

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

주2) t-value는 firm-level clustering으로 조정된 값이다.

<표 10>에는 분석결과를 제시한다. 우선 패널 A는 매칭 전과 후의 그룹별 통제변수의 평균값 차이를 제시한다. Column (1), (3)은 각각 매칭 전과 후에 임원 보상 수준이 중위수보다 높은 표본이며, Column (2), (4)는 각각 매칭 전과 후에 임원 보상 수준이 중위수보다 낮은 표본이다. 매칭 전의 변수간 평균값 차이 비교는 (1)과 (2)의 비교를 통해 확인할 수 있으며, *Size*, *ROA*, *Loss*, *ABSDA*, *Big4*, $\alpha(CF)$, $\alpha(Sales)$, *Group* 변수에서 유의한 차이가 존재한다. 즉, 기업 규모가 크고 영업성결과가 좋으며 손실을 보고하지 않고, 회계품질이 높고, Big4 감사인의 고객기업이고, 기업집단 소속인 경우 보상 수준이 더 높다. 현금흐름과 매출액 변동성은 상반된 차이를 보인다. 반면, 매칭 이후의 표본인 (3)과 (4)를 비교하면, 모든 변수들에서 유의한 차이가 존재하지 않음이 확인된다. 즉, 본 연구에서 이용하는 매칭 표본은 보상 수준이 높고 낮은 표본간 특성 차이가 현저히 완화된 표본이다.

매칭 표본을 이용하여 가설을 재검증한 결과는 패널 B에 제시한다. 임원의 평균 보상 수준이 중위수 이상이면 1, 아니면 0의 값을 가지는 변수(*HIGH_Compen*)는 여전히 종속변수가 $Reputation_{Firm}$ 이거나 $Reputation_{Year}$ 인 경우 모두 유의한 양의 계수값을 보인다.⁷⁾ 이러한 결과는 기업의 특성요인 차이를 완화한 경우에도 본 연구의 결과가 강건하게 유지됨을 시사한다.

7) 분석결과를 별도의 표로 제시하지는 않았으나, 매칭 표본을 이용하여 임원의 총보상($\ln(Compen)_{Sum}$)과 기업 평판의 관계를 조사한 경우에도 <표 10>의 결과와 질적으로 유사하였다.

V. 결 론

본 연구는 임원의 보상 수준이 기업의 평판에 미치는 영향에 대해 실증 분석하였다. 2015년부터 2021년까지 코스닥시장과 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 조사하였으며, 기업 평판 측정치는 한국능률협회컨설팅 KMAC의 “All star 30” 기업과 브랜드스탁(BSTI)의 “100대 브랜드 보유기업”을 사용하였다. 조사 결과, 임원의 보상 수준은 기업 평판과 유의한 양의 관련성을 보였다. 특히 평균적인 보상 수준과 보상의 합계는 모두 기업 평판과 유의한 양의 관계가 관찰되었다. 또한 CEO 보상을 이용한 결과도 다소 유의성이 약화되었으나 일관된 결과가 발견되었다. 이러한 결과는 임원의 보상 수준이 높을수록 기업 평판이 높아짐을 보여준다. 또한 추가적으로, 평판이 높은 기업으로 선정된 연도로 국한한 조사나, 선정기관을 구분하여 기업 평판 대용치를 이용한 경우에도 일관된 결과를 발견하였다. 마지막으로 성향점수를 이용한 매칭 표본을 이용하여 보상 수준이 높거나 낮은 기업 사이에 존재하는 특성요인의 차이를 완화한 분석에서도 유사한 결과를 발견하였다. 본 연구에서 발견한 결과는 임원의 보상과 기업 평판 사이의 직접적인 관계를 시사한다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 우선, 기업평판 측정치로 한국에서 가장 존경받는 기업(KMAC) 및 100대 브랜드 보유기업(BSTI) 조사 자료를 이용하여 임원의 보상이 비재무적 성과 지표인 기업 평판과 직접적인 관계가 있음을 발견하였다. 이와 같이 기업 평판의 결정요인으로 보상 수준을 살펴본 연구는 거의 없으며 따라서 본 연구는 학술적 공헌을 하고 있다. 둘째, 본 연구가 활용한 자료는 서로 다른 두 기관에서 제시하는 자료로, 평가 방법이 다른 두 기업 평판 대용치를 활용하여 일관된 결과를 발견하였다는 것은 기업 평판을 평가하는 기관들에도 시사점을 제시한다. 셋째, 임원 개별보수 공시제도 시행으로 임원의 역할을 제고할 수 있을 것이라는 기대와 함께 영향이 없거나 오히려 역효과가 있을 것으로 주장하기도 한다. 본 연구의 결과는 임원 보상과 평판 사이의 양의 관계를 제시하여 동 제도가 가지는 순기능을 강조한다. 이는 보상 공시 제도를 관리 및 감독하는 규제기관에도 시사점을 제공하며 정책결정의 중요한 기초자료로 활용될 수 있음을 의미한다. 또한 본 연구는 외부로 공시되는 임원 보상 자료가 향후 확대되어 보다 세부적인 직급별 보상이 공개되면 비재무적 기업 성과와의 관계를 조사하는 연구가 후속적으로 이루어질 수 있는 토대를 마련하고 있다.

다만, 그럼에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가진다. 첫째, 종속변수인 기업 평판은 자료의 특성상 상대적으로 평판이 높은 기업으로 선정된 표본의 수가 기타 기업에 비해 적다. 후속 연구는 누적된 연도와 자료를 활용하여 보다 강건한 결과를 발견할 수 있을 것이다. 둘째, 본 연구는 여러 기업 평판 결정요인들을 모형에 포함하였으나, 본 연구의 모형에서 통제하지 못한 생략변수가 있을 것으로 판단된다. 이러한 생략변수의 효과는 향후 연구들에서 보다 정제된 방법을 활용하여 보완될 수 있을 것이다. 마지막으로, 보상의 공시는 임원을 대상으로 이루

어진다. 만약 임원 보수 공시 기준이 더욱 확대되거나 기타 다른 직급에 대한 세부적인 공시가 이루어진다면 기업 평판의 결정 요인을 계층적·다면적으로 살펴볼 수 있을 것으로 기대된다. 또한 공시제도 확대를 통해 기업 평판을 활용한 연구가 보다 확장될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 김림 · 최승욱. 2021. “임원의 초과보상과 감사인의 대응 및 기업가치”. 한국경영학회 제50권 제1호 : 215-243.
- 김임현 · 김진수. 2019. “브랜드가치와 조세회피”. 회계정보연구 제37권 제3호 : 259-280.
- 김현아 · 황문호. 2019. “명성 높은 기업의 기부금 지출이 동료기업에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제20권 제6호 : 161-189.
- 박범진. 2017. “경영자 초과보상이 CSR 성과에 미치는 영향 : 가족기업의 조절효과를 중심으로”. 한국경영교육학회 제32권 제3호 : 93-114.
- 박시훈 · 김갑순. 2020. “공격적 조세회피와 명성비용”. 세무와회계저널 제21권 제6호 : 155-188.
- 박현일 · 김민정 · 김호영 · 이원기. 2013. “기업의 사회적 책임수준에 따른 기업가치와 기업명성 차이”. 재무와회계정보저널 제13권 제1호 : 201-219.
- 석준희 · 이유석 · 고사랑 · 김병도. 2017. “기업의 사회적 책임(CSR) 활동에 대한 홍보가 기업가치에 미치는 영향”. 경영학연구 제46권 제6호 : 1663-1688.
- 신유진. 2021. “조세회피와 세무위험이 경영자보상에 미치는 영향”. 재무와회계정보저널 제21권 제2호 : 1-26.
- 오현주 · 김 용. 2021. “기업의 사회적 책임성과 조세회피와 경영자보상에 미치는 영향”. 한국비즈니스연구 제5권 제1호 : 55-75.
- 우혜진 · 박종국 · 홍영은. 2020. “임원보수공시에 따른 경영자의 차별적 원가전략”. 관리회계연구 제20권 제3호 : 1-36.
- 윤용석 · 이 건 · 이한상 · 한승수. 2015. “우리나라의 경영자 보수 수준은 과한가? 과하지 않은가? 새로운 공시로부터의 증거”. 관리회계연구 제15권 제2호 : 1-22.
- 이미주 · 유해양 · 황인태. 2020. “임원보수와 기업성과”. 한국경영학회 제49권 제3호 : 523-557.
- 이용훈 · 홍철규. 2014. “회계 성과가 경영자 보상에 미치는 영향”. 회계저널 제23권 제4호 : 229-266.
- 정문종 · 고은혜. 2008. “경영자보상과 전략에 따른 성과지표의 활용”. 관리회계연구 제8권 제1호 : 91-119.
- 정성창 · 김영환. 2016. “경영자의 보상구조와 기업의 특허등록”. 산업경제연구 제29권 제5호 : 1,703-1,727.
- 조영곤 · 박철형. 2018. “개별 보수 공시 제도가 임원 보수와 기업지배구조에 미치는 영향”. 전문경영인연구 제21권 제2호 : 43-62.
- 조현우 · 박범진. 2018. “경영자가 영업이익예측치에 부합하려는 유인”. 국제회계연구 79호 : 1-22.
- 최경수 · 김경혜. 2016. “경영자의 초과보상이 이익조정에 미치는 영향”. 관리회계연구 제16권 제2호 : 241-262.
- 최보람 · 이정미. 2014. “기업평판과 조세회피, 기업가치의 관계”. 세무학연구 제31권 제3호 :

- 149–175.
- 허미옥 · 정기환. 2010. “CSR성과와 기업가치에 관한 연구 : 기업명성의 매개효과를 중심으로”. *산업경제연구* 제23권 제2호 : 749–771.
- 황성준 · 신찬휴. 2022. “경영자 보상구성이 ESG 성과에 미치는 영향”. *전산회계연구* 제20권 제3호 : 153–176.
- Bebchuk, L. A., and J. M. Fried. 2003. Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives* 17 (3) : 71–92.
- Cai, Y., H. Jo, and C. Pan. 2011. Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *Journal of Business Ethics* 104 : 159–173.
- Caruana A. 1997. Corporate Reputation : Concept and Measurement. *Journal of Product and Brand Management* 6 (2) : 109–118.
- Chun, R. 2005. Corporate reputation : Meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews* 7 (2) : 91–109.
- Core, J. E. and R. W. Holthausen. 1999. Corporate governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 51 : 371–406.
- Core, J. E., W. Guay, and D. F. Larcker. 2008. The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics* 88 (1) : 1–25.
- Edmans, A., X. Gabaix, and D. Jenter. 2017. Executive compensation : A survey of theory and evidence. *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* 1 : 383–539.
- Etter, M., D. Ravasi, and E. Colleoni. 2019. Social media and the formation of organizational reputation. *Academy of Management Review* 44 (1) : 28–52.
- Fombrun, C. J., and C. B. M. Van Riel. 1997. The Reputational Landscape. *Corporate Reputation Review* 1 (1) : 5–13.
- Garen, J. E. 1994. Executive compensation and principal–agent theory. *Journal of Political Economy* 102 (6) : 1175–1199.
- Gotsi, M., and A. M. Wilson. 2001. Corporate reputation : seeking a definition. *Corporate Communications : An International Journal* 6 (1) : 24–30.
- Hong, B., Z. Li, and D. Minor. 2016. Corporate governance and executive compensation for corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* 136 : 199–213.
- Leuz C., and P. Wysocki. 2008. Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation : A Review and Suggestions for Future Research. Available at SSRN 1105398.
- Lewis S. 2001. Measuring Corporate Reputation. *Corporate Communications : An International Journal* 6 (1) : 31–35.
- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (2) : 163–184.
- Rust, R. T., W. Rand, M. H. Huang, A. T. Stephen, G. Brooks, and T. Chabuk. 2021. Real–time brand reputation tracking using social media. *Journal of Marketing* 85 (4) : 21–43.
- Salehi, M., M. Hoshmand, and H. Rezaei Ranjbar. 2020. The effect of earnings management

- on the reputation of family and non-family firms. *Journal of Family Business Management* 10 (2) : 128–143.
- Shank, J. K., and V. Govindarajan. 1992. Strategic Cost Management : The Value Chain Perspective. *Journal of Management Accounting Research* 14 : 179–197.
- Shipman, J. E., Q. T. Swanquist, and R. L. Whited. 2017. Propensity score matching in accounting research. *The Accounting Review* 92 (1) : 213–244.
- Tsang, A., K. T. Wang, S. Liu, and L. Yu. 2021. Integrating corporate social responsibility criteria into executive compensation and firm innovation : International evidence. *Journal of Corporate Finance* 70 : 102070.

Does the Level of Executive Compensation Affect a Firm's Reputation?

Sujin Lim* · Seung Uk Choi**

〈Abstract〉

A high level of compensation can work as an incentive to induce executives to improve a firm's performance or reputation. On the contrary, it may reflect their opportunistic behavior and rent extraction. In this regard, most of previous studies have investigated the impact of compensation on financial performance, but recent studies have focused on its the relationship with non-financial performance as well. Therefore, based on this research stream, among non-financial performance proxies, this study examines the executive compensation by focusing on firm reputation. Specifically, this study investigates the effect of the average or the sum of executives' compensation levels on the reputation of the firm.

The institutional setting in Korea gives a good opportunity to examine executives' compensations as individual executives' compensation information began to be disclosed in the annual report since 2013. For the corporate reputation proxies, we use the following two : KMAC's 'All star 30' and BSTI's '100 Top Brand'. As a result of analyzing listed firms from 2015 to 2021, we observe a significant and positive relationship between executive compensation and corporate reputation. The results are consistent in both cases when the average compensation of executives or the total amount of compensation are used. These results are interpreted as the higher the level of compensation of executives leads to the higher corporate reputation. In additional tests, we find that using the CEO compensation reveals the similar results. Moreover, using KMAC and BSTI separately induce the consistent results. Finally, we use propensity score matched sample and document the consistent results.

This study contributes in the following ways. First, the relationship between corporate reputation and executive compensation fills gap in literature since there is a lack of empirical findings verifying the impact of executive compensation on non-financial performance indicators. This study also provides implications for institutions that evaluate and disclose corporate reputation. Finally, the disclosure of executive compensation may lead to executives' efforts to enhance the

* Master Student, Department of Accounting and Taxation, School of Management, Kyung Hee University, su2098@khu.ac.kr, First Author

** Associate Professor, Department of Accounting and Taxation, School of Management, Kyung Hee University, suchoi@khu.ac.kr, Corresponding Author

reputation of the firm and thereby present the validity of the regulation. Therefore, it is expected to provide implications for policy makers who regulate the disclosure system.

〈Key words〉 Executive compensation disclosure, executive compensation, CEO compensation, reputation of firm