

The Relationship between Changes in CEO Structure and Corporate Value: Focusing on the Korean Stock Market

경영자 구조 변화와 기업가치의 관계: 한국주식시장을 중심으로

Yoojin Shin(First Author)

Division of Business Administration, Wonkwang University
(yooji01@wku.ac.kr)

Jung-Mi Park(Corresponding Author)

Business and Economic Research institute,
Division of Business Administration, Wonkwang University
(mafi2050@wku.ac.kr)

.....

This study investigated whether the market response to replacement of CEO was significant according to the CEO structure and the ownership of CEO. The results of this study are as follows. First, as a result of analyzing the market response to the CEO's structural change, a significant negative market response was showed before the event when it was changed from a co-CEO to solo CEO. Second, in case previous CEO's performance was good, but CEO was replaced, it showed a significant negative market response. Finally, as a result of considering the CEO structure and ownership of CEO at the same time, there was no significant market response in most cases, but a significant positive market response was found when a solo CEO who owned more than 5% of the stock was replaced by a CEO who did not own more than 5%. This study contributes to providing evidence that market participants have an important understanding of the managerial structure.

Key Words: CEO, Solo CEO, Co-CEO, Ownership, Market response

.....

1. 서론

최고경영자는 기업의 운영에 대한 전반적인 권한과 책임이 있다. 따라서 최고경영자의 특성에 따라 기업의 성과나 지배구조, 재무제표의 품질 등이 달라진다. 따라서 최고경영자의 교체는 기업으로 하여

금 상당한 파급효과를 일으킬 수 있으며 그 중요성이 상당하다. 그러나 지금까지의 선행연구는 주로 최고경영자의 교체유인이나 교체 전후 최고경영자의 특징이 기업에 미치는 영향에 대한 분석에 집중하였다. 그러나 최근에는 경영자의 구조(단독경영자체제 또는 공동경영자체제)에 따른 차별적 영향에 대하여도 이목이 집중되는 추세이다.

Submission Date: 03. 15. 2022

Revised Date: (1st: 05. 30. 2022)

Accepted Date: 05. 31. 2022

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

Barker and Duhaime(1997)는 기업이 재정적 위기상황에 처해 있을수록 최고경영자 교체 과정에 서 기계적 구조 변화¹⁾가 나타난다고 보고하였다. 이는 교체된 최고경영자가 권력을 중앙 집중화하고 절차에 대한 의존도를 증가시키는 등의 기계적 구조 변화를 실행한다는 것이다. 이러한 기계적 구조 변화는 경영자의 교체 유형 및 조건, 상황적 요인 등에 의하여 영향을 받는다(Hambrick and D'Aveni, 1992).

전통적으로 경영자 구조는 주로 소유구조에 대해 중점을 두었다. 즉, 경영자가 소유경영자인지 전문경영자인지 여부에 집중하였다. 그러나 최근에는 소유구조가 아닌 조직적 구조(단독경영자체제 또는 공동경영자체제)에 중점을 두고 있다. 특히 최근에 넷플릭스(미국), Jungle Creations(영국), Octopus Ventures(영국) 등의 기업이 다양한 이유로 공동경영자 체제로의 변화를 발표하였으며,²⁾ 우리나라의 경우에도 공동경영자를 선임한 기업이 적지 않다.³⁾ 이러한 관점에서 경영자의 구조를 구분(단독경영자인지 공동경영자인지)하여 기업의 성과 등이 달라지는지를 분석한 연구가 최근에 일부 수행되었으나 많지 않은 실정이다.

단독경영자가 기업을 운영하는 경우에는 경영자 1인에게 업무권한을 집중적으로 부여한다(Bebchuk and Fried, 2003; Bebchuk et al., 2002). 이는 지휘통일의 원리(unity-of-command principle)에 의하여 설명할 수 있으며, 단독으로 경영자가 선임되는 경우에는 의사결정에 대한 권한이 분산되지 않음으로 인하여 발생하는 효율성이 존재하지만(Muth

and Donaldson, 1998; Donaldson, 1990), 대리인 문제가 발생할 가능성이 높고 경영자의 사적 효용을 추구하는 의사결정을 수행할 가능성이 높다(Jensen and Meckling 1976). 따라서 이에 대한 대안으로 공동경영자의 선임이 증가하고 있다.

공동경영자란 최고경영진이 2인 이상 존재하는 경우를 의미한다. 단독경영자 체제와 공동경영자 체제는 기업의 다양한 환경적 특성(기업지배구조 등)에 의하여 결정된다. 특히, 기업지배구조가 견고하지 않을수록 공동경영자 체제를 선택하는 경향이 발생한다(Arena et al. 2011). 이는 대리인 문제와 관련이 깊다. 경영권이 집중된 구조(unitary leadership structure)에서는 대리인 문제의 발생 가능성이 높으므로 경영자의 의사결정에 대한 권한을 분산하는 것이 중요하다(Jensen, 1993; Fama and Jensen, 1983). 따라서 기업은 공동경영자를 선임하고자 하는 유인이 있으며, 공동경영자 선임의 이점은 공유 리더십 이론(shared leadership theory)에 의하여 설명할 수 있다. 공유 리더십(shared leadership)이란 팀 내 구성원 모두가 권한을 공유하고 행사하는 것을 말한다(Cox et al., 2003). 즉, 공동경영자가 선임되는 경우 서로 간 협업을 통하여 효율적 의사결정을 수행하며 연대책임을 지므로 비효율적인 의사결정을 막을 수 있다. 따라서 공동경영자의 선임으로 인하여 기업의 성과는 높아질 것으로 예상된다. 그러나 공동경영자 간 이해관계의 불일치가 발생되거나 이해상충이 발생하는 경우에는 갈등으로 이어질 수 있으며(Hackman, 2002; Mintzberg,

1) 기계적 구조란 위협-경직(threat-rigidity)모델에서 근거를 찾을 수 있으며 이는 기업에 위협이 발생하는 경우 경직된 행동을 하는 구조를 의미한다. 즉, 기업의 의사결정 과정을 기계적으로 할 수 있게 하는 구조를 의미한다(Burns and Stalker 1961).

2) 이들 기업은 기업의 외형적 성장 및 팬데믹 등에 의하여 이를 결정하였으며 자세한 내용은 다음의 기사에 제시되어 있다. More businesses are trying co-CEO leadership models to help offset exec burnout. Digiday. 2021-03-11, 넷플릭스, 공동 CEO 체제로 전환...서랜드스 차기 후계자 지정. 파이낸셜뉴스 2020-07-17.

3) 상장 제약바이오기업 2인이상 대표이사 체제 '36%' 히트뉴스 2020.06.11

1989), 이는 의사결정의 비효율로 연결될 가능성이 높다(Cannella and Shen, 2001).

지휘통일의 원리 및 공유리더십 이론에 의하면 단독경영자 구조 또는 공동경영자 구조 중 어느 하나가 우월하다고 결론내릴 수 없다. 따라서 다수의 선행연구는 단독경영자 구조와 공동경영자 구조를 실증적으로 비교 분석하였다. 분석결과 공동경영자를 선임한 기업일수록 단독경영자를 선임한 기업에 비하여 성과가 높고 재무보고의 품질이 높으며 사회적 책임 활동을 더 많이 수행하는 것으로 나타났다(Choi et al., 2018; Hasija et al., 2017; Arena et al., 2011 등). 즉, 공동경영자를 선임하는 경우 경영활동에 대한 순기능을 가져오며 이러한 기대가 공동경영자 선임의 요인이 된다. 그러나 이들 연구는 대부분 기업의 관점에서 분석되었으며, 자본시장 참여자의 관점에서 분석한 연구는 거의 없다.

외부 이해관계자의 입장에서 살펴보면 단독경영자와 공동경영자에 대한 위협의 차이가 주된 관심의 대상이 될 수 있고, 이는 시장반응으로 관찰될 수 있다. 그러나 Dennis et al.(2009)의 연구를 제외하면 경영자 구조 변화에 대한 시장의 차별적 반응을 분석한 연구는 거의 없다. 따라서 경영자 구조(단독경영자 또는 공동경영자 체제)의 변화를 자본시장에서 어떻게 인식하고 있는지에 대하여 실증분석을 통해 확인하는 것이 중요할 것으로 예상된다.

공동경영자 구조에 대한 투자자의 인식은 경영자 구조 뿐만 아니라 교체 전후의 경영자의 유형에 따라 달라질 수 있다. 즉, 소유경영자와 전문경영자의 공조체제인 경우 전문경영자와 전문경영자로 조합된 경우나 소유경영자와 소유경영자로 조합된 경우에 비하여 이해관계의 불일치가 발생할 가능성이 높으므로 이들 경우에 따라서도 자본시장의 반응이 달라질 수 있다.

따라서 본 연구는 경영자 구조 변화에 대한 자본시장의 반응을 다각적으로 확인하고자 한다. 즉, 단독경영자에서 단독경영자로 교체된 경우, 단독경영자에서 공동경영자로 교체되거나 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우에 교체 전후를 대상으로 비정상초과수익률에 차이가 있는지를 분석하고자 한다. 또한, 경영자의 구조변화에 따른 시장반응은 경영자의 지분소유 유형에 따라 달라지는지도 분석하고자 한다. 구체적으로, 교체 전후 모두 5% 이상의 지분을 보유한 경우, 5% 이상의 지분을 보유한 경영자가 선임되거나 해임된 경우, 교체 전후 모두 5% 미만의 지분을 보유한 경우로 구분하여 각각의 경우에 교체 전후를 대상으로 비정상초과수익률에 차이가 있는지를 분석하고자 한다.

II. 선행연구 및 가설

경영자에 대한 구조적 분류는 이론적으로 크게 단독경영자 구조와 공동경영자 구조로 구분된다. 단독경영자 구조는 경영자 1인이 경영의사결정을 수행하는 구조이며 공동경영자구조는 2인 이상의 경영자가 상호 협업하거나 각각 업무를 구분하여 경영의사결정을 수행하는 구조이다.

단독경영자 체제의 경우 경영자 1인에게 권한을 집중시킨다(Bechuk and Fried, 2003, Bebchuk et al., 2002). 따라서 의사결정에 대한 권한이 분산되지 않음으로 인하여 발생하는 효율성이 존재하나(Muth and Donaldson, 1998; Donaldson, 1990), 대리인 문제가 발생할 가능성이 높고 경영자의 사적 효용을 추구하는 의사결정을 수행할 가능성이 높다(Jensen and Meckling, 1976).

이러한 단독경영자 구조는 지휘통일의 원리(unity-of-command principle)에 의하여 우월성이 입증된다(Simon, 1997; Barnard, 1968; Gulick and Urwick, 1937). Fayol(1949)은 한 개의 몸통에 두 개의 머리가 있는 경우 괴물로 여겨지며 사회적으로 생존에 어려움을 겪는다고 보고하였다. 이는 지휘통일의 개념 하에서 한 사람의 경영자가 기업을 경영하는 경우 그 효율성이 높다는 것을 의미한다. Dalton and Dalton(2009)의 연구에서도 단독 의사결정에 대한 효율성이 높다고 보고하였다.⁴⁾ Gulick and Urwick(1937)은 엄격한 지휘통일의 원리가 존재하는 경우 단독의사결정으로 인한 역기능이 발생할 수도 있으나 이것이 순기능에 비하면 중요하지 않다고 주장하였다. 즉, 지휘통일의 원리가 존재하지 않음으로 인하여 발생하는 혼란 및 비효율이 감소하며, 책임이 강화되는 측면에서 경영자가 단독의 권한을 가지는 것에 대한 타당성이 있다는 것이다.

지휘통일의 원리가 타당한지를 분석하기 위한 실증연구는 주로 경영자의 권한이 집중되는 경우와 분산되는 경우에 기업의 경영성과 등에 차이가 있는지를 분석하였다. 즉, 다수의 선행연구는 경영자에게 경영의사결정에 대한 권한이 집중되는지 여부(CEO Duality)를 사용하여 경영자가 단일의 권한을 가지는지 또는 경영자의 권한이 분산되는지를 측정하였다. 경영자의 권한 집중은 대표적으로 두 가지 방법으로 측정한다. 구체적으로, 최고경영자와 이사회 의장이 분리되어 있는지(Krause and Semadeni, 2013; Baliga et al., 1996) 또는 최고경영자와 COO(Chief Operating Officer)가 분리되어 있는지(Hambrick and Cannella, 2004; Worrell et al., 1997)로 측정되었다.

상기 측정치를 바탕으로 지휘통일의 원리의 효율성을 실증적으로 분석한 연구결과는 다음과 같다. Yang and Zhao(2014)는 위험이 존재하는 경우에 최고경영자의 이사회 의장 겸임 여부에 따라 기업의 성과가 달라지는지를 분석하였다. 분석결과 경영환경이 급격히 변화하는 경우 최고경영자와 이사회 의장이 동일한 경우에 그렇지 않은 경우보다 기업의 성과가 높게 나타났다. Kim and Buchanan(2008)은 미국 기업을 대상으로 CEO duality가 기업의 위험 관리에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 CEO duality가 존재하는 기업일수록 위험을 감수하는 성향(risk-taking propensity)이 낮아지는 것으로 나타났다. 상기의 연구들은 지휘통일의 원리가 성립하는 경우일수록 경영의 효율성이 높아진다는 결과를 제시하였다.

그러나 경영자에 대한 경영권 집중이 경영의 효율성에 영향을 미치지 못한다는 실증분석결과도 존재한다. Brickley et al.(1997) 및 Adams et al.(2005)의 연구에서는 경영권 집중과 기업가치 간의 관계를 분석하였다. 분석결과 경영권 집중이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는다고 보고하였다.

반면 경영권 집중으로 인하여 기업의 성과가 유의하게 낮아진다는 연구결과도 존재한다. Rechner and Dalton(1991)은 최고경영자와 이사회 의장이 독립적인 기업일수록 CEO duality가 존재하는 기업보다 경영성과가 유의하게 높다는 결과를 제시하였다. 또한 Goyal and Park(2002)는 최고경영자와 이사회 의장이 동일한 경우와 그렇지 않은 경우에 따라 기업의 경영성과에 따른 경영자 교체에 민감도에 차이가 있는지를 분석하였다. 분석결과 최고경영자와 이사회 의장이 동일한 경우 실적에 기반한 경영

4) Dalton and Dalton(2009)에서는 단독경영자의 의사결정에 대하여 "majesty of a single voice"라고 언급하였다.

자 교체의 민감도가 낮은 것으로 나타났다. Alves (2021)은 CEO duality가 이익의 질에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 CEO duality가 존재할수록 이익의 질이 낮아진다고 보고하였다. Jeon and Lee(2013)은 국내 자본시장을 대상으로 CEO가 이사회 의장을 겸직하고 있을 경우 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 duality가 있을수록 기업의 성과가 유의하게 감소하는 것으로 나타났다.

상기의 선행연구를 종합하면, 단일의 경영자에게 경영의사결정에 대한 권한이 집중되는 경우에는 장단점이 존재할 수 있다. 장점은 의사결정 권한의 분산으로 인하여 발생할 수 있는 문제가 감소한다는 것이다(Dalton and Dalton, 2009; Gulick and Urwick, 1937). 즉, 단독경영자의 의사결정으로 인하여 효율성이 증가할 뿐만 아니라 경영자 간 또는 경영자와 이사회 간 이해상충이 방지되므로 이들 간 대리인 문제가 감소할 수 있다. 그러나 단독경영자 체제의 단점도 존재한다. 가장 대표적으로, 단독의 경영자 체제 하에서는 경영자 부재로부터 위험이 발생할 수 있다. 만약 단독의 경영자가 은퇴 또는 퇴임(또는 임기만료)하거나, 갑작스러운 부재의 상황이 발생하게 된다면 그 조직은 의사결정능력에 타격을 입을 수 있기 때문이다(O'toole et al., 2002).

단독경영자 체제 하에서 경영자의 권한이 가장 강력한 경우는 CEO duality가 존재하는 경우이다. 이 경우 단독경영자 체제 하에서 1인에게 권한이 집중됨으로서 발생하는 문제를 해결하기 위하여 최고경영자와 이사회 의장을 분리시키기도 한다. 그러나 이러한 방법은 1인 경영자에 대한 강력한 견제효과를 갖기는 어려울 수 있다. 이러한 관점에서 등장한

체제가 공동경영자 구조(co-CEO)이다.

공동경영자 구조는 최고경영자가 2인 이상인 경우로 권한을 분담(separation)하거나 책임을 공유(sharing)하는 것이며, 단독경영자(solo CEO) 구조 하에서 발생할 수 있는 문제를 완화하기 위하여 제시된 구조이다(Alvarez and Svejnova, 2005). 공동경영자 구조는 독일 등의 국가에서 주로 관찰된다(Bower, 2007). Bower(2007)는 독일과 같이 공동경영이 문화로 자리 잡은 국가의 경우 공동경영자의 선임이 개별적인 CEO의 과도한 지배력을 약화시키고 이들 간의 권력 격차를 줄임으로써 의사결정 과정에서의 장점을 강화한다고 보고하였다. 한국은 집단 의사결정이 선호되는 사회에 속한다. Choi et al.(2018)는 한국 사회에서 공동경영자 구조가 상당수를 차지한다고 보고하였다. 2002년부터 2013년까지 상장기업을 분석한 결과 약 38%에 해당하는 기업이 공동경영자를 선임한다고 보고하였다. 이는 미국의 경우와 확연한 차이가 있다. Arena et al.(2011)은 미국의 자료를 대상으로 공동경영자 구조를 분석하였으나, 1998년부터 2008년까지 공동경영자를 선임한 기업은 111개에 불과하였다.

최근에는 넷플릭스, 카카오 등의 기업이 공동경영자 구조를 취함으로써 공동경영자 구조에 대한 관심이 급격히 증가하고 있다.⁵⁾ 전세계적으로 팬데믹을 겪으면서 경영환경에 상당한 변화가 발생하였으며, 기업의 규모가 커지고, 제도적 변화가 나타났을 뿐만 아니라 지배구조 등의 중요성이 높아짐에 따라 단독경영자 구조 하에서 의사결정의 효율성이 낮아졌기 때문이다. 즉, 아무리 유능한 경영자라 하더라도 단독경영자의 의사결정이 항상 옳은 결과를 이끌

5) 하나보단 '둘'... 카카오가 '공동경영' 택한 이유는? 머니투데이 2019-05-29.

재계 '각자 대표' 확산...오너·전문경영인 역할 나눠 '속도경영'. 한국경제뉴스 2014.03.16

어내기 어렵다.⁶⁾ 또한, 기업의 규모가 커질수록 업무가 과중하며, 어떠한 개인도 그 많은 업무를 다 해 낼 수 있는 능력 또는 기술을 갖지 못한다. 이러한 관점에서 공동경영자 체제의 필요성이 높아지고 있다.

기업이 공동경영자 체제를 갖추려는 유인은 다양하다. 상기에 제시한 바와 같이 경영효율성을 꾀하고자 공동경영자를 선임할 수도 있으나 이외의 다양한 목적에 따라 공동경영자가 선임되기도 한다. 예를 들면, 두 개의 개별기업이 합병 과정을 겪으면서 공동경영자 체제로 변화할 수 있는데 이 사례는 씨티그룹의 경우에서 찾을 수 있다. 또한 가족기업의 경우에도 공동경영자 체제를 적용할 수 있으며(Kruse et al., 2015; Arena et al., 2011), 공동설립자가 존재하는 경우에도 2인 이상의 경영자가 선임될 수 있고(O'Toole et al., 2002), 회사를 분할하기 위하여 공동경영자를 선임하기도 한다(Silver and Lublin, 2008).

공동경영자 체제는 공유 리더십 이론(shared leadership theory)에 의하여 그 우월성이 지지될 수 있다. 공유 리더십(shared leadership)이란 팀 내 구성원 모두가 권한을 공유하고 행사하는 것을 말한다(Cox et al., 2003). 공유 리더십을 수행하는 경우에는 의사결정에 연대책임이 따르므로 서로를 배려할 뿐만 아니라 적극적인 지원을 수행하므로 경영자가 심리적 안정감을 받을 수 있다. 이는 성과로 연결될 가능성이 높다(Strauss et al., 2009). 또한, 공유 리더십은 경영권의 범위를 제한함으로써 단일 경영진의 지배적인 영향력을 억제하므로 경영자 간 대리인 문제를 완화한다(Choi et al., 2018).

공유 리더십 이론 하에서 공동경영자 구조는 상호 보완적인 역할을 하며, 다양한 관점에서의 최적의사

결정을 수행할 뿐만 아니라 경영자 개인의 독단적인 의사결정을 방지한다(Park and Hyeon, 2018; Kandel and Lazear, 1992). 즉, 경영자가 서로를 견제함으로써 기업의 성과를 높일 수 있다(Pearce and Conger, 2003). 이는 실증연구 결과를 통해서도 확인된다. Ensley et al.(2008)은 공유 리더십이 기업의 성장에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 공유 리더십이 기업의 성장을 유의하게 가속화하는 것으로 나타났다. 이는 Ensley and Pearce (2001)의 연구와 유사한 결과이다. Halebian and Finkelstein(1993)의 연구에서도 경영자의 수가 많아질수록, 또한 경영자의 권한이 수평적일수록 기업의 성과가 높아진다고 보고하였다. 또한 Ensley et al.(2006)은 스타트업(startup) 기업의 경우에서도 수직적 리더십(vertical leadership)을 적용하는 경우에 비하여 공유 리더십을 적용하는 경우에 재무성과와 성장성이 우수하다고 보고하였다.

그러나 공유 리더십 이론이 존재함에도 불구하고 공동경영자 구조는 기업에 다양한 문제를 야기할 수 있으며 이러한 문제는 결국 구성원 간 대리인 문제로 연결된다. 공동경영자 체제 하에서의 문제는 다양한 원인으로 인하여 발생하는데, 대표적으로 공동경영자 간 유착관계가 존재함으로 인하여 지배구조가 무력화 되는 경우를 들 수 있다. 이러한 경우 경영진은 막강한 권한을 가지게 된다. 따라서 경영진과 지배구조 간 대리인 문제가 발생할 수 있다. 또 다른 이유로는 경영진 간 이해관계의 상충이 발생하는 경우이다. 공동경영자 구조 하에서는 경영자 간 이해가 일치되지 않는 경우 협력관계가 악화될 가능성이 있으며, 이는 갈등으로 이어진다(Hackman, 2002; Mintzberg, 1989). 즉, 공동경영자 간에 이해상충

6) Champion Paper의 CEO인 Richard Olson은 “우리 중 누구도 우리만큼 똑똑하지 않다”고 언급하였다.

문제가 발생하는 경우 서로를 경쟁상대(rival)로 여겨 권력투쟁(power struggle)이 생길 수 있고, 이는 의사결정의 비효율로 연결될 가능성이 높다(Cannella and Shen, 2001). 또한 공동경영자 간 이해상충으로 인하여 의견 일치가 어려운 경우 정보가 공유되지 않으며 이러한 경우에도 의사결정 과정의 비효율성을 초래한다(Pearce and Conger, 2002; Sally, 2002). 이외에도 공동경영자 체제 하에서는 경영자의 권한이 분산됨으로써 의사결정의 비효율성이 초래될 수도 있다(Krause et al., 2015; Hackman, 2002).

이와 같이 공동경영자가 경영활동을 수행하는 경우 기업의 의사결정에 순기능과 역기능을 모두 초래할 수 있다. 따라서 선행연구는 공동경영자의 상호관계가 기업의 성과 등에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였으며, 선행연구의 결과는 혼재된 결과가 보고되었다. 구체적으로, Krouse et al.(2015)는 공동경영자의 영향력 차이가 기업의 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 영향력 차이는 기업의 성과와 유의한 양의 관계가 있으나, 이러한 차이가 극단적으로 커지는 경우 이러한 관계는 감소하는 것으로 나타났다. 또한 Lee et al.(2018)는 상장기업을 대상으로 경영자의 상호관계가 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 공동경영자 구조일수록 이익조정이 유의하게 낮게 나타났으며, 재벌기업일수록 이러한 관계가 약해진다고 보고하였다.

상기에 제시된 지휘통일의 원리 및 공유리더십 이론에 대한 선행연구들에 의하면 효과적인 경영의사결정을 위한 수단으로 단독경영자 구조 또는 공동경영자 구조 중 어느 하나가 우월하다고 결론내릴 수 없다. 왜냐하면 각각의 측면에서 우월성이 다를 수 있기 때문이다. 예를 들어, 의사결정의 효율성 측면에서는 단독경영자 체제가 유리할 수 있으나 모니터링 측면에서는 공동경영자 체제가 유리할 수 있다. 따

라서 최근 연구에서는 단독경영자 선임 기업과 공동경영자 선임 기업의 차이 등을 분석하는 연구가 활발히 수행되는 추세이다. 이들 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

Arena et al.(2011)은 공동경영자를 선임하는 경우와 단독경영자를 선임하는 경우에 기업 성과에 차이가 있는지를 분석하였다. 공동경영자의 선임을 공시하는 경우 투자자가 유의하게 긍정적으로 반응하며, 단독경영자를 선임하는 경우에 비하여 기업가치가 높다고 보고하였다. 이는 공유 리더십 이론을 지지하는 실증결과이다(Pearce and Conger, 2003). Arena et al.(2011)는 공동경영자가 지배구조 메커니즘에 대한 대체적인 수단으로 작용할 수 있으며, 공동경영자가 선임된 기업일수록 모니터링이 강화됨으로써 상당한 효익을 얻을 수 있을 것이라고 언급하였다.

Choi et al.(2018)은 피감사기업이 공동경영자를 선임한 경우일수록 감사인의 감사보수 및 시간, 감사품질이 달라지는지를 분석하였다. 분석결과 단독경영자를 선임한 기업보다 공동경영자를 선임한 기업일수록 재무보고의 품질이 높다고 보고하였다.

Hasija et al.(2017)은 공동경영자를 선임한 기업일수록 단독경영자를 선임한 기업보다 사회적 책임 활동을 더욱 활발히 수행하는지를 분석하였다. 분석결과 공동경영자를 선임할수록 기업의 CSR이 증가하는 것으로 나타났다. 이들은 이러한 결과가 나타난 이유로 공동경영자일수록 다수의 주주의 요구에 더욱 잘 부응하려고 하기 때문이라고 해석하였다.

Lee et al.(2019)는 공동경영자를 선임한 기업과 단독경영자를 선임한 기업 간의 차별적 원가행태가 나타나는지를 분석하였다. 구체적으로, 공동경영자를 선임한 기업과 단독경영자를 선임한 기업의 원가의 하방경직성이 다른지를 분석하였다. 분석결과 공동경영자를 선임한 기업은 원가의 하방경직성이

감소하나 단독경영자를 선임한 기업은 그렇지 않은 것으로 나타났다.

마지막으로 Shin and Lee(2021)는 복수경영자 구조가 기업의 조세회피 성향에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 복수경영자 구조를 취할수록 조세회피가 감소하는 것으로 나타났으며, 단독경영자 구조에서는 조세회피가 수행될수록 기업가치가 낮아지지만 복수경영자 구조에서는 이러한 관계가 나타나지 않았다.

단독경영자 또는 공동경영자를 선임하는 요인을 분석한 연구결과는 다음과 같다. Yoo et al.(2021)은 경영자 교체 이전 기간의 기업의 성과에 따라 공동경영자 구조의 도입가능성이 달라지는지를 분석하였다. 분석결과 성과가 낮은 기업일수록 공동경영자 선임 가능성이 높아지는 것으로 나타났다. 또한 극단적으로 낮은 성과가 나타난 경우 단독경영자에서 단독경영자로의 교체보다 단독경영자에서 공동경영자로의 교체가 더 크게 나타났다.

Ko(2019)는 대규모기업집단에 해당하는 기업을 대상으로 경영자 구조(단독경영자 또는 공동경영자)의 결정요인을 분석하였다. 분석결과 대규모기업집단에 해당하는 기업 중 가족기업에 해당하는 경우 단독경영자 구조보다 공동경영자 구조를 선호하는 것으로 나타났다. 특히, 가족기업을 승계받고자 하는 공동경영자의 연령이 낮을수록 이러한 현상이 두드러지며, 특수관계자 지분이 높을수록 공동경영자 구조를 선호하는 것으로 나타났다.

상기의 실증연구 결과를 종합하면 대부분 단독경영자보다 공동경영자를 선임하는 경우 경영활동에 대한 순기능을 가져오며 이러한 기대가 공동경영자 선임의 요인이 된다. 그러나 예외적으로 공동경영자 구조가 순기능을 가져오지 않는다는 연구결과도 존재한다. Park and Hyeon(2018)은 공동경영자 구조

와 투자효율성의 관계에 대하여 분석하였다. 즉, 공동경영자 간 상호감시가 과잉투자 또는 과소투자를 유발하는지를 분석하였다. 분석결과 공동경영자 구조 하에서 비효율적 투자가 증가하는 것으로 나타났으며, 이러한 비효율적 투자는 과소투자로 인한 것이라고 보고하였다. 이러한 결과는 선행연구가 충분히 수행되지 않았으므로 예외적으로 관찰되었을 수 있으며 경영자 구조의 차이에 대한 추가적인 연구가 더욱 필요한 것으로 판단된다.

이상의 선행연구(Choi et al., 2018; Arena et al., 2011; etc.)는 공동경영자 구조와 단독경영자 구조에 의한 기업의 성과 차이 또는 감사품질의 차이 등을 분석하였으나 이는 기업 관점에서의 분석결과이다. 즉, 선행연구는 주로 단독경영자 또는 공동경영자 구조를 도입함으로써 인하여 기업에 발생하는 효과 등을 분석하였다. 그러나 시장참여자가 기업의 경영자 구조 변화를 바라보는 관점은 다를 수 있다. 구체적으로, 외부 이해관계자의 입장에서 단독경영자와 공동경영자에 대한 선호도가 다를 수 있으며 이로 인한 우려는 기업에 대한 위험 평가로 연결될 수 있기 때문이다. 따라서 경영자 구조 변화에 대한 시장 반응 등을 파악하는 것도 그 의미가 있다. 그러나 이러한 연구는 거의 없는 실정이다. 예외적으로 Dennis et al.(2009)은 공동경영자 구조 도입에 대한 시장 반응을 분석하였다. 분석결과 공동경영자 구조의 도입을 발표한 이후 양(+)의 주가반응이 나타났다. 이는 시장에서 단독경영자 구조와 공동경영자 구조의 차이를 인식하고 있다는 것을 의미한다. 이들 연구는 미국 시장을 대상으로 분석하였다. 그러나 우리나라의 경우 자본시장의 특성이 미국과 다르다. 따라서 본 연구에서는 우리나라의 상장기업을 대상으로 경영자 구조 변화 유형에 따라 시장의 차별적인 반응이 나타나는지를 분석하고자 하며 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1: 단독경영자 구조에서 공동경영자 구조로 변화하거나 공동경영자 구조에서 단독경영자 구조로 변화되는 경우 유의한 시장 반응이 나타날 것이다.

기업의 경영자는 경영 전반의 활동에 대한 의사결정 권한을 주주들로부터 위임을 받은 것이기 때문에 이들의 이익을 극대화하기 위한 전략적인 의사결정과 이를 실행할 수 있는 권한 및 그 결과에 따른 책임을 가지고 있다. 따라서 경영자들의 저조한 경영 성과는 주주들이 부여한 권한과 책임을 다하지 못한 결과이므로 경영자 교체의 주요 원인으로 언급되고 있다(Yoo et al., 2021; Pyeon and Choi, 2011; Kim and Lee, 2009; Shin and Jang, 2005; Lausten, 2002; Datta and Guthrie, 1994; Kaplan, 1994; Pourciau, 1993). 경영자 교체 이전 기간의 기업의 성과에 따라 공동경영자 구조의 도입가능성이 달라지는지를 연구한 Yoo et al.(2021)의 연구에서는 성과가 낮은 기업일수록 공동경영자 선임 가능성이 높아지는 것으로 나타났으며, 극단적으로 낮은 성과가 나타난 경우 단독경영자에서 단독경영자로의 교체보다 단독경영자에서 공동경영자로의 교체가 더 크게 나타났다. 또한 성과가 저조한 기업의 최고경영자가 교체되었을 경우 유의한 양(+)의 비정상수익률이 관측되었다(Bonnier and Bruner, 1989). 이는 전임경영자가 교체되는 원인이 실적의 부진으로 인한 것이라면 이에 따라 시장의 반응이 달라질 것으로 예상할 수 있는 결과이다. 따라서 다음 가설을 설정한다.

가설 2: 단독경영자 구조에서 공동경영자 구조로

변화하거나 공동경영자 구조에서 단독경영자 구조로 변화되는 경우 유의한 시장 반응은 전임경영자의 성과에 따라 달라질 것이다.

경영자 구조에 대한 두 가지 관점은 경영자 구조에 의한 이해일치에 따라 상반된 견해를 가지고 있다. 단독경영자의 경우 단독의 경영의사결정을 수행하므로 이해일치에 대한 문제가 발생하지 않으나 잘못된 의사결정을 수행할 여지가 있다. 그러나 공동경영자의 경우 경영자 간 견제가 존재하며 상호 간 합의된 의사결정을 수행하므로 경영자 간 이해일치 여부가 경영의사결정의 효율성을 결정하는 중요한 요인으로 작용한다.

공동경영자 구조 하에서 이해일치 여부는 기업의 지배구조에 따라 달라질 수 있다. 특히, 공동경영자 중 소유경영자가 포함되어 있는지 여부에 따라 크게 달라질 수 있다. 즉, 소유경영자와 전문경영자의 공조 체제인 경우 전문경영자와 전문경영자로 조합된 경우나 소유경영자와 소유경영자로 조합된 경우에 비하여 이해관계의 불일치가 발생할 가능성이 높다.

우리나라의 경우 소유경영자가 경영에 참여하는 소유경영기업의 비중이 상당히 높다.⁷⁾ 특히, 국내 환경에서 소유경영자는 개인의 특성이나 적합도와 무관하게 경영자로 선임될 가능성이 높다(Limb and Jeong, 2001). 소유경영자는 경영자와 대리인 간의 대리인 문제를 완화할 수 있으나 대리인과 대리인 간의 문제를 심화시킬 가능성이 있다. 즉, 소유경영자는 자신의 위치를 이용하여 자신의 부를 극대화하는 의사결정을 수행할 가능성이 높다(Villalonga and Amit, 2006; Barclay and Holderness, 1989; Fama and Jensen, 1983). 이러한 경우

7) 최우석과 이우백(2005)은 국내 기업의 약 82%가 소유경영자가 경영에 참여하고 있다고 보고하였다.

지배주주와 소액주주 간 대리인 문제가 심화된다. 기업은 이러한 문제를 예방하기 위하여 전문경영자를 선임한다. 전문경영자란 경영에 대한 전문적인 지식을 갖추었으며 이러한 전문성을 인정받아 소유주를 대신하여 경영활동을 수행하는 자를 말한다(Pérez-González, 2006), 따라서 주주가 전문경영자를 선임하는 경우 지식수준, 경력, 연령 등을 다각적으로 고려한다(Limb and Jeong, 2001). 그러나 전문경영자를 선임하는 경우에도 경영자 보상 등으로 인하여 경영자가 자신의 사적 효용을 추구하는 의사결정을 수행함으로써 주주와 대리인 간 대리인 문제가 발생하기도 한다. 따라서 최근에는 소유경영자와 전문경영자가 혼합된 형태의 경영자 선임이 증가하고 있다. Holderness and Sheehan(1988)은 소유경영기업을 두 가지로 분류할 수 있다고 보고하였다. 즉, 지배주주가 최고경영자로서 경영에 참여하는 소유경영기업과 전문경영인이 최고경영자의 역할을 수행하고 지배주주가 전문경영인을 감독하는 구조인 소유경영기업으로 구분할 수 있다고 보고하였다.

Kim and Lee(2009)는 국내 기업을 대상으로 최고경영자 교체유형과 기업의 성과의 관계를 분석하였다. 분석결과 전문경영자가 선임된 경우일수록 기업의 성과 향상에 유의하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. Son and Park(2016)의 연구에서도 소유경영자의 경영참여 정도가 높아질수록 이익조정이 증가하고 전문경영인의 경영참여가 증가할수록 이익조정이 감소한다고 보고하였다. 상기의 결과를 종합하면 경영자의 지분소유 유형에 따라 기업에 미치는 영향이 차별적이므로 시장참여자가 경영자의 지분소유 여부에 의한 경영자 교체 유형에 따라 차별적인 시장반응을 보일 것으로 기대할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 3: 경영자 구조변화에 따른 시장반응은 경영자의 지분소유여부에 의한 교체유형에 따라 달라질 것이다.

III. 연구방법론

3.1 자료 및 표본

본 연구는 2016년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 대표자를 변경한 기업을 대상으로 경영자 구조 변경에 대한 시장반응이 유의한지(가설 1)를 조사하고자 한다. 또한 전임 경영자의 경영실적별(가설 2), 경영자의 지분소유별(가설 3)로 경영자 구조 변경에 대한 시장반응이 유의한지를 조사하고자 한다.

경영자 교체와 관련된 자료는 상장공시시스템의 대표이사교체에 대한 공시자료를 참조하여 핸드 콜렉팅 방식으로 구하였다. 실증분석에 사용되는 재무자료는 한국신용평가(주)의 Kis-Value 데이터베이스 및 한국상장회사협의회회의 TS-2000 데이터베이스에서 추출하였으며, 주가자료는 DataGuide에서 추출하였다. 표본선정과정을 살펴보면, 2016년부터 2018년까지 경영자 교체를 공시한 기업 중 동일한 연도에 2회 이상 교체한 기업을 제외하면 연 1회의 경영자 교체공시를 수행한 기업-연도는 1,178개(KOSPI 508개, KOSDAQ 670개)이다. 이 중 금융업에 해당하는 103개를 제외하였으며 경영자 교체 전후로 상장된 시장이 변경된 55개를 제외하였다. 또한, 관리종목으로 지정된 63개를 제외하였으며 분석에 필요한 재무자료 및 주가자료가 없는 23개를 제외하였다. 이러한 과정을 거쳐 선정된 최종

표본은 총 989개 기업-연도이다. 표본의 연도별 분포는 <표 1>과 같다.

(Table 1) 표본의 분포

year	# of samples	ratio(%)
2016	318	32.15%
2017	326	32.96%
2018	345	34.88%
Total	989	100.00%

3.2 연구모형

3.2.1 기업가치 측정

기업가치는 다양한 측정치로 측정될 수 있다. 본 연구에서는 경영자의 구조 변화에 따른 기업가치(종속변수)를 누적비정상수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)로 측정한다(Kwak, 2015; Sim and

Ahn, 2012; Oh, 2010; Arena et al., 2001; Sim, 2000; etc.). 또한 본 연구에서는 사건연구(Event Study) 방법론⁸⁾을 이용하여 경영자 구조변경에 대한 주식시장의 반응을 분석하고자 한다. 구체적으로, 경영자 교체 공시일을 사건일(Event date)로 하여 개별기업의 CAR를 추정하며, CAR를 추정하기 위하여 시장조정수익률모형(Market Adjusted Return Model)⁹⁾을 사용한다. CAR의 측정과정은 다음과 같다. 우선 개별기업의 비정상수익률(abnormal return: AR)을 다음과 같이 산출한다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

AR_{jt} : 개별기업 주식 j의 t일의 비정상수익률,

R_{jt} : 개별기업 주식 j의 t일의 수익률,

R_{mt} : t일의 코스피 혹은 코스닥 지수 수익률

상기와 같이 측정된 비정상수익률에 대하여 사건일을 기준으로 ±60일간¹⁰⁾ 누적하여 누적비정상수익

8) 사건연구(Event Study) 방법론은 특정 사건이 주식시장에 공개된 시기를 전후로 하여 비정상수익률을 추정하여 산출된 값이 공시한 사건(정보)에 의한 것인지 여부를 평가하는 실증분석방법이다. Fama et al.(1969)이 주식분할 공시에 대한 정보효과 분석을 미국 뉴욕증권거래소를 대상으로 효율적 시장가설을 증명하는데 이 연구방법을 사용하면서 현재까지 회계·재무 분야에서 가장 많이 사용되고 있는 실증연구방법론 중 하나이다. 사건연구는 주식시장 전체의 변동에 대해서 각 기업의 특정한 이벤트로 인한 효과를 분리하는데 매우 적합한 방법(Hendricks and Singhal, 1997)이며, 특정 사건에 기인한 기업가치의 변화량을 파악하는데 실증적으로 검증된 방법론이다(Brown and Warner, 1985).

9) 비정상수익률을 추정하는 모형으로 시장모형, 시장조정수익률모형, 평균조정수익률모형, 파마-프렌치 3요인 모형 등이 있으며, 시장모형은 업종조정수익률모형 및 시장조정수익률모형 보다는 검증력 면에 있어서 우월성이 낮다(Kim and Kim, 1997). 시장모형은 일별수익률을 사용하여 β계수를 추정할 때 표본기업의 주식과 시장지수 간의 거래시점의 차이(Nonsynchronous Trading)로 인하여 발생하는 측정오차의 문제가 심각한 결점이 될 수 있다(Scholes and Williams, 1977). 또한 시장모형 이용 시에는 일일 자료를 사용함에 따라 불연속적인 거래 때문에 베타추정상의 문제점이 발생한다(Koo, 2000, p180). 사건일을 정확히 포착할 수 있는 경우 시장모형 또는 시장조정모형으로 비정상수익률을 측정하고 횡단면 독립성을 가정한 검증법이 가장 우수한 사건연구방법이다(Jeong, 1997). 본 연구는 Cooper et al.(2001, 2005)이 사건(상호변경) 공시 효과분석에 적용한 시장조정수익률모형을 기반으로 비정상수익률을 산출하여 연구모형에 적용한다. 본 연구에서 시장모형을 적용하지 않은 또 다른 이유는 시장모형의 경우 Estimation period, Window period 혹은 Event period 등을 어떻게 설정하느냐에 따라 전혀 다른 결과가 산출되기 때문이다. 즉, 시장모형의 경우 추정기간의 설정에 따라 이벤트 기간의 CAR값이 상이해질 수 있다.

10) Park(2019)의 연구에서 사건기간을 ±5, ±10, ±30 그리고 ±60으로 하여 각각 CAR를 측정하였으며, ±60이 가장 높은 누적비정상수익률이 나타났다고 밝힌 바 있다. 본 연구를 진행하는 과정에서 ±5, ±10, ±30, ±60, ±120, ±240 구간을 설정하여 분석해 본 결과 ±60, ±120, ±240 세 기간 동안 유사한 값이 산출되었으며, ±60이 가장 높은 CAR이 나타났다. 즉 그 기간 동안 이벤트에 대한 시장반응이 가장 집중적으로 나타났다고 볼 수 있다. 관련하여 표본들의 구간별 일표본 t검정값과 CAR(-240~+240)의 추이는 [부록]에 제시되어 있다.

를(cumulative abnormal return: CAR)을 측정한다. 준강형 효율적시장가설 측면에서 주식시장이 효율적이라고 한다면 경영자 변경 공시전에 주가가 격에 반영되어질 것이다. 이에 본 연구에서는 사건 공시전(-60일~-1), 사건 공시후(0~ +60일) 및 전체기간(-60~+60)으로 사건기간을 나누어 각각 그 효과가 어디서 나타나는 지를 분석한다(Park 2019; Park and Park 2019). 구간별 CAR는 위의 식에 따라 계산된 개별기업의 AR을 이용하여 아래의 식으로 계산한다. 동일한 방법으로 본 연구의 모든 모형의 종속변수인 CAR에 적용한다.

$$CAR_{j,t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{j,t}$$

CAR_{j,t_1,t_2} : $t_1 \sim t_2$ 일의 누적비정상수익률,
 AR_{jt} : 개별기업 주식 j의 t일의 초과수익률

3.2.2 경영자 구조 변화와 기업가치 관계 측정

본 연구는 경영자 구조 변화에 대한 주식시장의 반응을 확인하고자 한다. 따라서 단독경영자에서 공동경영자로 교체되거나 공동경영자에서 단독경영자로 교체되는 경우에 누적비정상수익률에 차이가 있을 것이라는 가설 1을 분석하기 위하여 다음의 모형을 설정한다.

$$CAR_{(t-60,t+60)} = \beta_0 + \beta_1 SOLOtoCO + \beta_2 COtoSOLO + \beta_3 COtoCO + \beta_4 Size + \beta_5 Leverage + \beta_6 TobinQ + \beta_7 ROA + \beta_8 CurrRatio + \beta_9 LossDummy + \beta_{10} AGE + \beta_{11} MKT \quad (1)$$

$$+ \beta_{12} Large + \beta_{13} Foreign + Year + Industry + \epsilon_{it}$$

- CAR : -60일부터 +60일까지 누적비정상수익률
- SOLOtoCO : 단독경영자에서 공동경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
- COtoSOLO : 공동경영자에서 단독경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
- COtoCO : 공동경영자에서 공동경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
- Size : 기업규모, 전기 매출액에 자연로그를 취한 값
- Leverage : 부채비율, 전기말 부채총계를 자산총계로 나눈 값
- TobinQ : 토빈의 Q.
- ROA : 경영성과, 전기 당기순이익을 전기말 자산총계로 나눈 값
- CurrRatio : 유동비율, 전기말 유동자산을 전기말 유동부채로 나눈 값
- Lossdummy : 손실더미, 전년도에 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수
- AGE : 기업연령, 당해연도에서 설립연도를 차감한 값에 자연로그를 취한 값
- MKT : 시장더미
- Large : 대주주지분율, 전기말 대주주지분율
- Forengn : 외국인지분율, 전기말 외국인지분율
- Year : 연도더미
- Industry : 산업더미

가설 1을 검증하기 위한 주된 관심변수는 경영자 구조 변화에 대한 변수(SOLOtoCO, COtoSOLO, COtoCO, SOLOtoSOLO)이다. 만약 가설과 일치하게 경영자 구조가 변하는 경우 즉, 단독경영자에서 공동경영자로 교체(SOLOtoCO)되거나 공동경영자에서 단독경영자로 교체되는 경우(COtoSOLO)에 비정상초과수익률에 차이가 있다면 상기 변수 중 일부 변수에서 유의한 양 또는 음의 계수값이 나타

나거나 계수의 유의한 차이가 있을 것으로 예상된다. 이에 독립변수로 SOLOtoCO(1), COtoSOLO(1), COtoCO(1), SOLOtoSOLO(0)를 더미변수로 사용하며, 더미변수의 특성상 네 그룹 중 1그룹은 제외(0)된다. 본 연구는 경영자 구조변화에 대한 시장 반응을 분석하는데 주된 목적이 있으므로 네 그룹 중 단독경영자에서 단독경영자로 교체된 경우의 더미변수를 모형에서 제외한다.

본 연구에서는 종속변수인 CAR에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제하여 분석한다. 관련 통제 변수들은 기업특성과 관련 있는 변수들이며 Size, Leverage, TobinQ, ROA, CurrRatio, Lossdummy, AGE, Large, Foreign, MKT, Year 및 Industry 변수이다(Qin and Yang, 2022; Park and Park 2019; Kwak, 2015; Evans III et al., 2010; Farrell and Whidbee, 2003; Huson et al., 2001; Kim and Ban, 1998). 구체적으로, 모형에 포함된 통제변수들은 다음과 같다. Size는 기업규모의 대용치로서 전기 매출액에 자연로그를 취한 값이다(Qin and Yang, 2022; Kim and Ban, 1998). 기업규모(Size)가 크면 상대적으로 정보 비대칭성이 낮아질 수 있다. 따라서 기업규모(Size)가 작은 기업일수록 상대적으로 경영자 구조 변경에 따른 시장 반응인 CAR가 클 것으로 기대된다. Leverage는 기업 리스크의 대용치로 부채비율을 의미하며 전기말 부채총계를 자산총계로 나누어 계산한 값이다. 부채비율(Leverage)이 높을수록 위험이 증가하기 때문(Shin and Jang, 2003a; Shin and Jang, 2005; Gilson and Vetsuypens, 1993)에 경영자 교체에 따른 시장반응(CAR)은 낮아질 수 있다. TobinQ는 기업의 자산가치 대비 시장의 평가 대용치로 토빈의 Q값을 적용하며, 전기말 부채총계와 전기말 시장가치의 합을 총자산으로 나눈 값이다. 토빈의 큐(TobinQ)

값이 클수록, 즉, 기업 자산가치가 과대하게 평가될수록 CAR는 낮아질 수 있다. 또한 ROA는 기업의 수익성 대용치로 당기순이익을 자산총계로 나눈 값이다. 저조한 총자산이익률(ROA)은 경영자교체의 유인이 된다(Pyun and Choi, 2011; Kim and Lee, 2009; Shin and Jang, 2005; Lausten, 2002; Datta and Guthrie, 1994; Kaplan, 1994). 경영성과(ROA)가 낮을수록 경영자 변경공시에 대한 시장반응은 낮아질 수 있다. CurrRatio는 기업 단기 안정성의 대용치로 유동자산을 유동부채로 나눈 값이다. 유동비율(CurrRatio)이 낮을수록 기업에 대한 모니터링이 증가할 것으로 예상되며 이는 낮은 시장 반응으로 연결될 수 있다. AGE는 기업의 업력의 대용치로, 사건직전년도에서 설립연도를 차감하여 자연로그를 취한 값이다. 기업의 수명주기에 따라 관리 전략이 다르기 때문에(Anthony and Ramesh, 1992) 이를 통제변수로 포함한다. 기업의 업력(AGE)이 높을수록 경영자 교체에 대한 시장반응은 높아질 수 있다. Lossdummy는 전년도에 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 손실더미(Lossdummy)가 1인 경우 즉, 손실이 발생한 기업일수록 경영자 교체에 대한 시장반응은 높아질 수 있다. Large는 대주주지분율(Large)의 대용치로 5% 이상의 지분을 보유한 주주들의 보유지분율의 합이다. 이 값이 높을수록 자신들의 사적 이익을 추구할 수 있는 경영자로 교체할 가능성이 높기 때문에 시장반응은 낮을 것으로 예상된다. Foreign은 외국인지분율(Foreign)로 산출한다. 외국인 주주는 경영자의 행위에 대한 견제 및 감시역할을 수행한다(Chio, 2013; Kang and Min, 2010; Shin and Jang, 2003b; Sachs and Warner, 1995). 따라서 이 값이 높을수록 시장반응은 높을 것으로 보인다. 마지막으로 소속된 시장, 경영자 교체 시기, 소속된 산업에 따라 경

영자 교체에 따른 시장이 달라질 수 있으므로 시장 (MKT), 연도(Year) 그리고 산업(Industry)을 더미변수로 연구모형에 포함한다.

또한 본 연구에서는 단독경영자 구조에서 공동경영자 구조로 변화하거나 공동경영자 구조에서 단독경영자 구조로 변화되는 경우 유의한 시장반응은 전임경영자의 성과에 따라 달라질 것이라는 가설 2를 검증하기 위하여 다음의 모형을 설정하여 분석한다.

$$\begin{aligned}
 CAR_{(t-60,t+60)} = & \beta_0 & (2) \\
 & + \beta_{11}SOLOtoCO \times Positive \\
 & + \beta_{21}COtoSOLO \times Positive \\
 & + \beta_{31}COtoCO \times Positive \\
 & + \beta_{41}SOLOtoSOLO \times Positive \\
 & + \beta_{12}SOLOtoCO \times Negative \\
 & + \beta_{22}COtoSOLO \times Negative \\
 & + \beta_{32}COtoCO \times Negative \\
 & + \beta_n Controls + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

- CAR : 누적비정상수익률
- SOLOtoCO : 단독경영자에서 공동경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
- COtoSOLO : 공동경영자에서 단독경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
- COtoCO : 공동경영자에서 공동경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
- SOLOtoSOLO : 단독경영자에서 단독경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
- Positive : 전기에 이익이 발생하였으면 1인 더미변수
- Negative : 전기에 손실이 발생하였으면 1인 더미변수
- Controls : 모형 (1)에 포함된 통제변수

만약 단독경영자 구조에서 공동경영자 구조로 변

화(SOLOtoCO)하거나 공동경영자 구조에서 단독경영자 구조로 변화(COtoSOLO)되는 경우 유의한 시장반응이 전임경영자의 성과에 따라 달라질 것이라는 가설 2가 지지된다면 상기 모형의 β_{11} 과 β_{12} , β_{21} 과 β_{22} , β_{31} 과 β_{32} 는 차이가 있을 것으로 예상된다.

마지막으로 경영자 구조변화에 따른 시장반응은 경영자의 지분소유여부에 의한 교체유형에 따라 달라질 것이라는 가설 3을 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 CAR_{(t-60,t+60)} = & \beta_0 & (3) \\
 & + \beta_{11}SOLOtoSOLO \times 5pBoth \\
 & + \beta_{12}SOLOtoSOLO \times 5pIn \\
 & + \beta_{13}SOLOtoSOLO \times 5pOut \\
 & + \beta_{21}SOLOtoCO \times 5pBoth \\
 & + \beta_{22}SOLOtoCO \times 5pIn \\
 & + \beta_{23}SOLOtoCO \times 5pOut \\
 & + \beta_{24}SOLOtoCO \times 5pNone \\
 & + \beta_{31}COtoSOLO \times 5pBoth \\
 & + \beta_{32}COtoSOLO \times 5pIn \\
 & + \beta_{33}COtoSOLO \times 5pOut \\
 & + \beta_{34}COtoSOLO \times 5pNone \\
 & + \beta_{41}COtoCO \times 5pBoth \\
 & + \beta_{42}COtoCO \times 5pIn \\
 & + \beta_{43}COtoCO \times 5pOut \\
 & + \beta_n Controls + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

- CAR : 누적비정상수익률
- SOLOtoSOLO : 단독경영자에서 단독경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
- SOLOtoCO : 단독경영자에서 공동경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수

<i>COtoSOLO</i>	: 공동경영자에서 단독경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>COtoCO</i>	: 공동경영자에서 공동경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>5pBoth</i>	: 교체 전후 모두 5% 이상의 지분을 보유한 경영자이면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>5pIn</i>	: 5% 이상의 지분을 보유한 경영자가 선임되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>5pOut</i>	: 5% 이상의 지분을 보유한 경영자가 해임되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>5pNone</i>	: 교체 전후 모두 5% 미만의 지분을 보유한 경영자이면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>Controls</i>	: 모형 (1)에 포함된 통제변수

만약 경영자 구조변화에 따른 시장반응이 경영자의 지분소유여부에 의한 교체유형에 따라 달라진다면 상기 모형의 상호작용 변수의 계수값은 각각 유의한 차이가 있을 것으로 예상된다.

IV. 분석결과

4.1 기술통계량

〈Table 2〉는 본 연구에 사용된 변수의 기술통계량을 제시하고 있다. 전체 표본에 대한 변수의 기술통계량을 살펴보면 -60일부터 +60일까지 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)은 0.052(-0.010)이다. 그러나 전체 표본을 경영자 구조변화로 구분하면 다음과 같다. 우선 단독경영자에서 단독경영자로 교체한 경우의 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)은 0.074(0.007)이고, 공동경영자에서 공동경영자로 교체한 경우에는 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)은 0.023(-0.024)

이다. 또한 단독경영자에서 공동경영자로 교체된 경우의 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)은 0.056(-0.003)이며, 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우에는 0.019(-0.022)이다. 이는 경영자 구조변화에 따라 누적비정상수익률이 각각 다르게 나타나는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 이는 단변량에 의한 추론이므로 가설의 검증을 위하여는 다변량 분석을 수행하여야 한다.

다음으로, 경영자 지분소유여부에 의한 교체유형별 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)을 살펴보면, 교체 전후 모두 5% 이상의 지분율을 보유한 경우에는 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)이 0.025(-0.045)이고, 5% 이상의 지분을 보유한 경영자가 신규로 추가된 경우의 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)은 0.069(0.030)이다. 5% 이상의 지분을 보유한 경영자가 해임된 경우의 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)은 0.130(0.043)이며, 교체 전후 모두 5% 이상의 지분율을 보유하지 않은 경영자로 교체된 경우의 누적비정상수익률(CAR) 변수의 평균(중앙값)은 0.041(-0.016)이다.

통제변수에 대한 평균(중앙값)을 살펴보면, 전체 표본에 대한 평균(중앙값)과 교체유형별로 구분한 결과가 대부분 유사하게 나타난 것을 확인할 수 있다.

〈Table 3〉은 본 연구의 가설검증에 사용된 변수의 상관관계를 분석한 결과를 제시하고 있다. 전반적으로, 통제변수 간 상관관계가 높지 않은 것을 확인할 수 있으며, 다변량 분석에서 분산팽창계수(VIF)를 추정할 결과 다중공선성이 존재할 확률은 낮은 것으로 예상된다.

〈Table 2〉 기술통계

Variables	ALL	SOLO toSOLO	CO toCO	SOLO toCO	CO toSOLO	5%Both	5%In	5%Out	5%None
CAR(-60, +60)	0.052 (-0.010)	0.074 (0.007)	0.023 (-0.024)	0.056 (-0.003)	0.019 (-0.022)	0.025 (-0.045)	0.069 (0.030)	0.130 (0.043)	0.041 (-0.016)
Size	7.103 (6.933)	6.905 (6.682)	7.918 (7.711)	6.943 (6.873)	6.791 (6.679)	6.893 (6.920)	6.195 (6.187)	6.465 (6.443)	7.408 (7.218)
Leverage	0.380 (0.381)	0.385 (0.379)	0.396 (0.399)	0.367 (0.343)	0.363 (0.374)	0.353 (0.338)	0.354 (0.333)	0.361 (0.356)	0.395 (0.402)
TobinQ	1.569 (1.178)	1.568 (1.151)	1.404 (1.154)	1.583 (1.209)	1.780 (1.273)	1.521 (1.183)	1.369 (1.050)	1.676 (1.369)	1.590 (1.178)
ROA	0.004 (0.024)	-0.002 (0.025)	0.009 (0.021)	0.014 (0.025)	0.003 (0.022)	0.016 (0.023)	0.045 (0.052)	-0.031 (0.015)	0.001 (0.021)
CurrRatio	3.795 (1.556)	3.551 (1.634)	5.102 (1.353)	3.484 (1.774)	3.146 (1.614)	7.329 (1.662)	2.914 (1.862)	3.037 (1.703)	3.115 (1.486)
LossDummy	0.300 (0.000)	0.332 (0.000)	0.271 (0.000)	0.273 (0.000)	0.282 (0.000)	0.265 (0.000)	0.273 (0.000)	0.371 (0.000)	0.300 (0.000)
AGE	3.106 (3.219)	2.906 (3.091)	3.395 (3.638)	3.184 (3.219)	3.206 (3.219)	3.392 (3.497)	2.481 (3.090)	3.173 (3.219)	3.106 (3.178)
MKT	0.452 (0.000)	0.413 (0.000)	0.665 (1.000)	0.356 (0.000)	0.403 (0.000)	0.416 (0.000)	0.193 (0.000)	0.319 (0.000)	0.523 (1.000)
Large	0.073 (0.028)	0.066 (0.023)	0.101 (0.045)	0.063 (0.027)	0.068 (0.028)	0.071 (0.032)	0.030 (0.013)	0.057 (0.020)	0.083 (0.031)
Foreign	0.402 (0.414)	0.403 (0.420)	0.428 (0.418)	0.385 (0.394)	0.387 (0.399)	0.408 (0.411)	0.448 (0.463)	0.347 (0.330)	0.404 (0.415)
N	989	443	203	194	149	166	88	116	619

주1) 변수의 정의는 다음과 같다. CAR는 -60일부터 +60일까지 누적비정상수익률을 의미한다. SOLOtoSOLO는 단독경영자에서 단독경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수이고 SOLOtoCO는 단독경영자에서 공동경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. COtoSOLO는 공동경영자에서 단독경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수이고, COtoCO는 공동경영자에서 공동경영자로 교체되었으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 5pBoth는 교체 전후 모두 5% 이상의 지분을 보유한 경영자이면 1, 아니면 0인 더미변수이고 5pIn는 5% 이상의 지분을 보유한 경영자가 선임되었으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 5pOut는 5% 이상의 지분을 보유한 경영자가 해임되었으면 1, 아니면 0인 더미변수이며 5pNone는 교체 전후 모두 5% 미만의 지분을 보유한 경영자이면 1, 아니면 0인 더미변수이다. Size는 전기 매출액에 자연로그를 취한 값이고, Leverage는 전기 말 부채총계를 자산총계로 나눈 값이며, ROA는 전기 당기순이익을 전기말 자산총계로 나눈 값이다. TobinQ는 토빈의 Q이고 Lossdummy는 전년도에 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. AGE는 당해연도에서 설립연도를 차감한 값에 자연로그를 취한 값이며, CurrRatio는 전기말 유동자산을 전기말 유동부채로 나눈 값이다. Large는 전기말 대주주지분율이고 Foreign는 전기말 외국인지분율이다.

〈Table 3〉 상관관계 분석

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) CAR(-60, +60)	1.000										
(2) Size	-0.096	1.000									
(3) Leverage	-0.006	0.321	1.000								
(4) TobinQ	-0.032	-0.216	-0.121	1.000							
(5) ROA	-0.042	0.246	-0.208	-0.171	1.000						
(6) CurrRatio	-0.008	-0.120	-0.210	-0.002	0.023	1.000					
(7) LossDummy	0.050	-0.257	0.183	0.125	-0.647	0.009	1.000				
(8) AGE	0.004	0.246	0.056	-0.125	-0.076	0.031	0.033	1.000			
(9) MKT	-0.036	0.474	0.132	-0.232	0.101	0.039	-0.174	0.352	1.000		
(10) Large	-0.096	0.204	-0.069	-0.138	0.347	0.042	-0.335	0.015	0.217	1.000	
(11) Foreign	-0.025	0.436	-0.106	0.041	0.191	0.017	-0.196	0.077	0.245	-0.019	1.000

주 1) 변수의 정의는 〈Table 2〉 주 1) 참조

4.2 다변량 분석결과

본 절에서는 경영자 교체 유형(구조변화 및 지분 소유구조 변화)에 따라 시장반응이 달라지는지를 분석한 결과를 제시한다.

우선 <Table 4>는 경영자 구조 변화에 따라 누적 비정상수익률에 차이가 있을 것이라는 가설 1에 대한 분석결과를 제시하고 있다.

<Table 4>의 결과를 살펴보면, 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우에 유의한 시장반응이 나타났다. 구체적으로, -60일부터 +60일까지의 누적 비정상수익률(CAR -60, +60)을 종속변수로 한

분석모형에서 공동경영자에서 단독경영자로 교체되었으면 1의 값을 갖는 변수(COtoSOLO)의 계수값이 -0.071(t=-2.067)로 5% 수준에서 유의하다.

또한 -60일부터 -1일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, -1)을 종속변수로 한 분석모형에서는 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우 계수값이 -0.076(t=-2.244)로 5% 수준에서 유의하였다. 그러나 0일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR 0, +60)을 종속변수로 한 분석모형에서는 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우 계수값이 -0.013(t=-0.377)로 유의하지 않았다. 이는 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우 사건일 이전에 유의한

<Table 4> 경영자 구조 변화에 따른 교체공시의 시장반응

Variable	CAR(-60,+60)		CAR(-60,-1)		CAR(0,+60)		VIF
	coef.	t-value	coef.	t-value	coef.	t-value	
Intercept	0.288	3.554***	0.315	4.767***	-0.027	-0.532	
COtoCO	-0.046	-1.313	-0.051	-1.474	-0.006	-0.178	1.292
SOLOtoCO	-0.036	-1.041	-0.019	-0.575	-0.032	-0.911	1.219
COtoSOLO	-0.071	-2.067**	-0.076	-2.244**	-0.013	-0.377	1.210
Size	-0.155	-3.200***	-0.176	-3.677***	-0.016	-0.321	2.424
Leverage	0.008	0.210	0.043	1.130	-0.044	-1.133	1.511
TobinQ	-0.059	-1.751*	-0.019	-0.569	-0.070	-2.049**	1.170
ROA	-0.018	-0.415	0.010	0.227	-0.043	-0.956	1.980
CurrRatio	-0.025	-0.770	-0.019	-0.585	-0.015	-0.467	1.078
LossDummy	-0.015	-0.359	-0.009	-0.222	-0.012	-0.284	1.904
AGE	0.012	0.331	-0.020	-0.568	0.045	1.266	1.292
Large	-0.079	-2.206**	-0.153	-4.364***	0.078	2.154**	1.311
Foreign	0.066	1.713*	0.046	1.214	0.045	1.150	1.524
MKT	0.013	0.329	0.051	1.279	-0.047	-1.138	1.715
Industry	included		included		included		
Year	included		included		included		
R ² (ΔR ²)	0.073(0.043)		0.100(0.070)		0.043(0.012)		[N=989]
F-value	2.445***		3.413***		1.395*		
Durbin-Watson	2.000		1.934		1.952		

주 1) []는 표본의 수, *는 P<0.10 **는 P<0.05, ***는 P<0.01 수준의 유의성(유의확률: 양측검정)을 의미한다.

주 2) 변수의 정의는 연구모형 식(1)과 <Table 2> 주 1) 참조

음(-)의 시장반응이 나타났으나 사건일 이후에는 시장반응이 사라졌다는 것을 의미하며 이로 인하여 전체 기간에 대한 유의한 음(-)의 시장반응이 도출되었다는 것으로 해석할 수 있다.

즉, 시장이 효율적이라면 사건의 발생으로 인하여 사건일 이전에 유의한 시장반응이 있어야 하며 사건일 이후에는 유의한 시장반응이 없어야 하는데 본 연구의 결과는 이를 지지한다. 따라서 본 연구의 결과는 시장에서 경영자 구조변화라는 사건에 대하여 유의하게 반응한다는 증거로 해석할 수 있다.

반면, 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우 외의 다른 교체유형에서는 사건일 이전 및 이후의 유의한 시장반응이 관찰되지 않았다. 이는 경영자 구조 변화에 따라 비정상초과수익률에 차이가 있을 것이라는 가설 1이 지지되는 결과로 해석할 수 있다.

본 연구에서는 경영자 구조가 변화되는 경우의 유의한 시장반응은 전임경영자의 성과에 따라 달라질 것으로 예상하였다. 따라서 이에 대한 분석을 수행하였으며 가설 2에 대한 분석결과는 <Table 5>에서 제시하고 있다.

<Table 5> 경영자 구조 변화 및 전임경영자의 경영성과에 따른 교체공시의 시장반응

Variable	CAR(-60, +60)		CAR(-60, -1)		CAR(0, +60)		VIF
	coef.	t-value	coef.	t-value	coef.	t-value	
Intercept	0.294	3.634***	0.319	4.822***	-0.024	-0.476	
COtoSOLO×Positive	-0.094	-2.642***	-0.092	-2.619***	-0.029	-0.804	1.310
SOLOtoCO×Positive	-0.004	-0.101	0.017	0.465	-0.028	-0.763	1.350
COtoCO×Positive	-0.014	-0.404	-0.026	-0.732	0.011	0.306	1.324
SOLOtoSOLO×Positive	-0.025	-0.571	-0.014	-0.315	-0.022	-0.498	1.952
COtoSOLO×Negative	-0.038	-1.065	-0.041	-1.158	-0.007	-0.191	1.304
SOLOtoCO×Negative	-0.051	-1.418	-0.038	-1.081	-0.031	-0.852	1.335
COtoCO×Negative	-0.058	-1.569	-0.053	-1.440	-0.024	-0.627	1.424
Size	-0.156	-3.226***	-0.176	-3.697***	-0.017	-0.335	2.425
Leverage	0.008	0.208	0.043	1.141	-0.045	-1.149	1.511
TobinQ	-0.058	-1.716*	-0.019	-0.560	-0.069	-2.001**	1.174
ROA	-0.025	-0.558	0.005	0.124	-0.047	-1.048	2.006
CurrRatio	-0.027	-0.836	-0.019	-0.606	-0.018	-0.544	1.085
AGE	0.010	0.269	-0.022	-0.633	0.045	1.249	1.305
Large	-0.077	-2.166**	-0.152	-4.340***	0.079	2.183**	1.313
Foreign	0.070	1.821*	0.049	1.276	0.049	1.240	1.538
MKT	0.015	0.370	0.053	1.327	-0.047	-1.133	1.716
Industry	included		included		included		
Year	included		included		included		
R ² (ΔR ²)	0.078(0.045)		0.104(0.072)		0.044(0.010)		[N=989]
F-value	2.378***		3.260***		1.304		
Durbin-Watson	2.001		1.932		1.967		

주 1) []는 표본의 수, *는 P < 0.10 **는 P < 0.05, ***는 P < 0.01 수준의 유의성(유의확률: 양측검정)을 의미한다.

주 2) 변수의 정의는 연구모형 식(2)와 <Table 2> 주 1) 참조

〈Table 5〉를 살펴보면, 누적비정상수익률을 종속 변수로 한 모형에서 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우와 전임경영자의 성과가 우수했던 경우에 대한 상호작용 변수(COtoSOLO×Positive)에서만 유의한 시장반응이 나타났다. 구체적으로, -60일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, +60)을 종속변수로 한 분석모형에서 상호작용 변수(COtoSOLO×Positive)의 계수값은 -0.094($t=-2.642$)로 1% 수준에서 유의하다. 또한, -60일부터 -1일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, -1)을 종속변수로 한 분석모형에서는 상호작용 변수의 계수값이 -0.092($t=-2.619$)로 1% 수준에서 유의하다. 반면 0일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR 0, +60)을 종속변수로 한 분석모형에서는 상호작용 변수의 계수값이 유의하지 않았다. 이는 〈Table 4〉에 제시된 가설 2에 대한 분석결과는 주로 전임경영자의 성과가 우수하였던 경우로부터 기인한 것으로 유추할 수 있는 결과이다. 즉, 성과가 우수하였던 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우에 유의한 음(-)의 시장반응이 나타나며 이는 신임경영자의 불확실성으로부터 기인한 것으로 해석할 수 있다.

또한 본 연구는 경영자 구조변화에 따른 시장반응이 경영자의 지분소유여부에 의한 교체유형에 따라 달라질 것(가설 3)으로 예상하였다. 따라서 이에 대한 분석결과를 〈Table 6〉에 제시하고 있다.

분석결과를 살펴보면, 대부분의 경우에서 경영자 교체 상호작용 변수의 계수값이 유의하지 않았으나, 단독경영자에서 단독경영자로 교체되는 경우이며 5% 이상의 지분을 소유하던 전임경영자가 교체되는 경우에는 유의한 양(+)의 시장반응이 나타났다. 구체적으로, -60일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, +60)을 종속변수로 한 분석모형에서

상호작용 변수(SOLOtoSOLO×5%Both)의 계수값은 0.115($t=3.410$)로 1% 수준에서 유의하였다. 또한, -60일부터 -1일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, -1)을 종속변수로 한 분석모형에서도 상호작용 변수(SOLOtoSOLO×5%Both)의 계수값은 0.131($t=3.947$)로 1% 수준에서 유의하였다. 그러나 0일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR 0, +60)을 종속변수로 한 모형에서 상호작용 변수(SOLOtoSOLO×5%Both)의 계수값은 유의하지 않았다.

또한, 단독경영자에서 공동경영자로 교체되는 경우이며 5% 이상의 지분을 소유하던 전임경영자가 교체되는 경우에도 사건일 이전의 유의한 시장반응이 관찰되었다. 구체적으로, -60일부터 -1일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, -1)을 종속변수로 한 분석모형에서 상호작용 변수(SOLOtoCO×5%Both)의 계수값은 0.072($t=2.328$)로 5% 수준에서 유의하였으나 사건일 이후 기간 및 전체 기간에 대한 분석에서는 유의한 계수값이 나타나지 않았다.

상기의 결과를 종합하면, 5% 이상의 지분을 소유하던 단독경영자가 5% 이상의 지분을 소유하지 않은 경영자로 교체되거나 공동경영자로 교체되는 경우에 유의한 양(+)의 시장반응이 나타나며, 이는 5% 이상의 지분을 소유한 단독경영자가 계속적으로 경영을 수행하는 경우보다 단독의 전문경영인을 선임하거나 전문경영인을 추가하는 것을 시장에서 선호하는 것으로 해석할 수 있다.

4.3 추가분석

본 연구에서는 경영자 구조 변화 뿐만 아니라 지분소유 유형에 따라서도 경영자 교체에 대한 반응이 달라질 것으로 예상하였다. 다수의 선행연구에서 소유경영자와 전문경영자에 대하여 투자자들이 차별적

〈Table 6〉 경영자 구조 변화 및 경영자의 지분소유여부에 따른 교체공시의 시장반응

Variable	CAR(-60, +60)		CAR(-60, -1)		CAR(0, +60)		VIF
	coef.	t-value	coef.	t-value	coef.	t-value	
Intercept	0.198	1.689*	0.259	2.891***	-0.061	-0.815	
SOLO ×5%Both	0.006	0.188	0.011	0.340	-0.004	-0.112	1.028
to ×5%In	0.047	1.302	0.015	0.413	0.057	1.537	1.351
SOLO ×5%Out	0.115	3.410***	0.131	3.947***	0.021	0.607	1.173
×5%Both	0.009	0.278	0.027	0.808	-0.018	-0.531	1.153
SOLO ×5%In	0.047	1.429	0.030	0.933	0.038	1.115	1.123
to ×5%Out	0.021	0.672	0.072	2.328**	-0.056	-1.728*	1.032
CO ×5%None	0.027	0.792	0.022	0.650	0.016	0.460	1.179
×5%Both	-0.022	-0.686	-0.001	-0.037	-0.034	-1.024	1.091
CO ×5%In	-0.011	-0.343	0.040	1.292	-0.066	-2.075**	1.011
to ×5%Out	-0.014	-0.435	-0.021	-0.650	0.003	0.096	1.110
SOLO ×5%None	0.016	0.464	-0.006	-0.187	0.033	0.946	1.202
×5%Both	-0.039	-1.132	-0.043	-1.286	-0.008	-0.230	1.187
CO ×5%In	-0.020	-0.628	-0.032	-1.038	0.008	0.259	1.041
to ×5%Out	0.010	0.311	-0.001	-0.017	0.017	0.504	1.078
CO ×5%None	0.004	0.120	0.009	0.266	-0.005	-0.131	1.260
Size	-0.099	-1.986**	-0.144	-2.936***	0.021	0.405	2.572
Leverage	0.042	1.082	0.076	2.008**	-0.028	-0.708	1.524
TobinQ	-0.053	-1.552	-0.026	-0.765	-0.053	-1.507	1.201
ROA	0.019	0.426	0.039	0.887	-0.018	-0.394	2.031
CurrRatio	-0.006	-0.188	-0.004	-0.124	-0.005	-0.144	1.087
LossDummy	-0.035	-0.813	-0.031	-0.719	-0.018	-0.409	1.923
AGE	-0.003	-0.077	-0.030	-0.809	0.033	0.844	1.478
Large	-0.073	-2.017**	-0.120	-3.386***	0.033	0.894	1.349
Foreign	0.030	0.771	0.029	0.763	0.012	0.292	1.540
MKT	0.026	0.619	0.067	1.663*	-0.043	-1.017	1.752
Industry	included		included		included		
Year	included		included		included		
R ² (ΔR^2)	0.078(0.036)		0.116(0.076)		0.043(-0.001)		[N=989]
F-value	1.862***		2.878***		0.980		
Durbin-Watson	1.962		1.942		1.961		

주 1) []는 표본의 수, *는 P < 0.10 **는 P < 0.05, ***는 P < 0.01 수준의 유의성(유의확률: 양측검정)을 의미한다.

주 2) 변수의 정의는 연구모형 식(3)과 〈Table 2〉 주 1) 참조

으로 인식한다고 보고하였으므로 경영자의 지분소유 여부에 따라 경영자 교체에 대한 시장반응이 달라지는지를 추가적으로 분석하였으며 이에 대한 분석결과는 <Table 7>에서 제시하고 있다.

분석결과를 살펴보면, 지분소유여부에 의한 교체 유형 변수로 구분한 결과 대부분의 경우에서 유의한 시장반응이 없었다. 그러나 5% 이상의 지분을 소유한 경영자가 교체되어 후임경영자의 지분소유가 5% 이하가 된 경우(5%Out)를 살펴보면, -60일부터 -1일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, -1)을 종속변수로 한 분석모형에서 5%Out 변수의 계수값이

0.081(t=2.509)로 5% 수준에서 유의한 계수값을 갖는다. 이는 5% 이상 소유한 경영자가 교체되는 경우 사건일 이전까지 유의한 양(+의) 시장반응이 있었음을 의미한다. 그러나 사건일 이후 기간(0일부터 +60일까지)의 누적비정상수익률에는 유의한 영향이 없었으며 이에 따라 전체 기간(-60일부터 +60일까지)에 대한 분석결과에서도 유의한 시장반응은 나타나지 않았다.

<Table 7>에 제시된 결과는 전임경영자의 성과를 고려하지 않은 분석결과이므로 전임경영자의 성과를 고려한 분석결과를 <Table 8>에 제시하고 있다.

<Table 7> 경영자의 지분소유여부별 교체유형에 따른 교체공시의 시장반응

Variable	CAR(-60, +60)		CAR(-60, -1)		CAR(0, +60)		VIF
	coef.	t-value	coef.	t-value	coef.	t-value	
Intercept	0.264	3.156***	0.287	4.220***	-0.024	-0.449	
5%Both	-0.040	-1.215	-0.027	-0.815	-0.030	-0.878	1.141
5%In	-0.004	-0.128	-0.003	-0.094	-0.003	-0.081	1.185
5%Out	0.051	1.561	0.081	2.509**	-0.026	-0.769	1.124
Size	-0.155	-3.184***	-0.172	-3.579***	-0.021	-0.428	2.447
Leverage	0.009	0.238	0.044	1.164	-0.044	-1.131	1.510
TobinQ	-0.064	-1.883*	-0.023	-0.690	-0.072	-2.104**	1.176
ROA	-0.013	-0.306	0.017	0.388	-0.044	-0.991	2.001
CurrRatio	-0.021	-0.636	-0.015	-0.456	-0.014	-0.421	1.080
LossDummy	-0.011	-0.262	-0.004	-0.095	-0.013	-0.294	1.904
AGE	0.003	0.092	-0.031	-0.894	0.047	1.306	1.321
Large	-0.071	-2.001**	-0.145	-4.120***	0.078	2.158**	1.318
Foreign	0.065	1.702*	0.044	1.176	0.046	1.186	1.524
MKT	0.014	0.331	0.052	1.304	-0.048	-1.164	1.723
Industry	included		included		included		
Year	included		included		included		
R ² (ΔR ²)	0.073(0.043)		0.102(0.073)		0.044(0.013)		[N=989]
F-value	2.448***		3.499***		1.404*		
Durbin-Watson	2.004		1.942		1.969		

주 1) []는 표본의 수, *는 P<0.10 **는 P<0.05, ***는 P<0.01 수준의 유의성(유의확률: 양측검정)을 의미한다.

주 2) 변수의 정의는 <Table 2> 주 1) 참조

분석결과를 살펴보면 다음과 같다. 전임경영자의 성과가 우수하였으며 전임경영자와 후임경영자가 모두 5% 이상의 지분을 소유한 경우를 살펴보면, -60일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, +60)을 종속변수로 한 분석모형에서 상호작용 변수(5%Both×Positive)의 계수값은 -0.065(t=-1.928)로 10% 수준에서 유의하였다. 그러나 사건 일 이전 기간(-60일부터 -1일까지)의 시장반응은 유

의하지 않았고, 0일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR 0, +60)을 종속변수로 한 모형에서 상호작용 변수(5%Both×Positive)의 계수값은 -0.075(t=-2.174)로 5% 수준에서 유의하게 나타났다. 상기 결과에 의하면 전체 기간에 대한 시장반응은 주교체 이후 기간의 시장반응으로부터 기인한 것으로 예상된다.

또한, 전임경영자의 성과가 우수하였으며 5% 이상

〈Table 8〉 경영자의 지분소유여부 및 전임경영자의 경영성가에 따른 교체공시의 시장반응

Variable	CAR(-60, +60)		CAR(-60, -1)		CAR(0, +60)		VIF
	coef.	t-value	coef.	t-value	coef.	t-value	
Intercept	0.311	2.716***	0.273	3.095***	0.038	0.526	
5%Both×Positive	-0.065	-1.928*	-0.023	-0.704	-0.075	-2.174**	1.179
5%In×Positive	0.019	0.558	0.061	1.808*	-0.046	-1.306	1.218
5%Out×Positive	0.003	0.073	0.056	1.618	-0.065	-1.836*	1.264
5%None×Positive	-0.081	-2.084**	0.002	0.062	-0.131	-3.341***	1.533
5%Both×Negative	-0.031	-0.893	0.000	0.001	-0.049	-1.401	1.236
5%In×Negative	0.012	0.352	-0.030	-0.913	0.056	1.653*	1.158
5%Out×Negative	0.050	1.492	0.067	2.028**	-0.004	-0.106	1.143
Size	-0.113	-2.303**	-0.141	-2.910***	-0.005	-0.103	2.472
Leverage	0.054	1.411	0.079	2.071***	-0.011	-0.286	1.528
TobinQ	-0.049	-1.442	-0.022	-0.658	-0.050	-1.467	1.178
ROA	0.009	0.210	0.030	0.692	-0.023	-0.505	2.010
CurrRatio	-0.009	-0.272	-0.006	-0.190	-0.006	-0.197	1.082
LossDummy	-0.015	-0.346	-0.030	-0.679	0.012	0.277	2.004
AGE	-0.019	-0.528	-0.032	-0.894	0.009	0.250	1.360
Large	-0.097	-2.650***	-0.131	-3.643***	0.009	0.238	1.364
Foreign	0.021	0.547	0.029	0.767	-0.003	-0.068	1.546
MKT	0.015	0.367	0.052	1.293	-0.041	-0.984	1.730
Industry	included		included		included		
Year	included		included		included		
R ² (ΔR ²)	0.072(0.038)		0.101(0.068)		0.048(0.013)		[N=989]
F-value	2.116***		3.050***		1.380*		
Durbin-Watson	1.960		1.907		1.945		

주 1) []는 표본의 수, *는 P<0.10 **는 P<0.05, ***는 P<0.01 수준의 유의성(유의확률: 양측검정)을 의미한다.

주 2) 변수의 정의는 〈Table 2〉 주 1) 참조

의 지분을 소유한 경영자가 추가적으로 선임되는 경우의 시장반응을 살펴보면, 전체 기간에 대하여는 유의한 시장반응이 없었으나 교체 이전 60일 동안의 누적비정상수익률을 종속변수로 한 모형에서 유의한 계수값(0.061, $t=1.808$)이 나타났다. 반면 전임경영자의 성과가 우수하였으며 5% 이상 소유한 경영자가 해임되는 경우에도 전체 기간에 대한 유의한 시장반응이 없었으나 교체 이후 기간에서는 유의한 음(-)의 시장반응이 나타났다.

마지막으로 전임경영자의 성과가 우수하였으며 전임경영자와 후임경영자가 모두 5% 이상의 지분을 소유하지 않은 경우를 살펴보면, -60일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR -60, +60)을 종속변수로 한 분석모형에서 상호작용 변수(5%None×Positive)의 계수값은 -0.081($t=-2.084$)로 5% 수준에서 유의하였다. 그러나 사건일 이전 기간(-60일부터 -1일까지)의 시장반응은 유의하지 않았고, 0일부터 +60일까지의 누적비정상수익률(CAR 0, +60)을 종속변수로 한 모형에서 상호작용 변수(5%None×Positive)의 계수값은 -0.131($t=-3.341$)로 5% 수준에서 유의하게 나타났다.

분석결과를 종합하면, 전임경영자의 성과가 양호하였으나 경영자가 교체되는 경우에는 대부분 유의한 음(-)의 시장반응이 나타났다. 그러나 전임경영자의 성과가 좋지 않았던 경우의 경영자 교체에서는 대부분 유의한 시장반응이 나타나지 않았다.

V. 결론

본 연구는 2016년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 대표자를 변경한 기

업을 대상으로 대표자 구조 및 대표자 지분소유 구조에 따라 경영자 교체에 대한 시장반응이 유의한지를 분석하였다. 구체적으로, 경영자 구조가 변화(단독경영자 구조에서 공동경영자 구조로 변화하거나 공동경영자 구조에서 단독경영자 구조로 변화)되는 경우의 시장반응을 분석하였으며 이러한 시장반응이 전임경영자의 성과에 따라 다르게 나타나는지를 분석하였다. 또한, 경영자의 지분소유여부에 의한 교체유형에 따라 경영자 교체에 대한 시장반응이 달라지는지에 대하여도 분석하였으며 이러한 시장반응이 전임경영자의 성과에 따라 달라지는지도 분석하였다. 마지막으로, 경영자 구조변화에 따른 시장반응이 경영자의 지분소유여부에 의한 교체유형에 따라서 다르게 나타나는지도 분석하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 우선 경영자 구조에 대한 시장반응을 분석한 결과 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우 사건일 이전에 유의한 음(-)의 시장반응이 나타났으나 사건일 이후에는 시장반응이 사라졌으며, 전체 기간에 대한 유의한 음(-)의 시장반응이 나타났다. 반면, 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우 외의 다른 교체유형에서는 사건일 이전 및 이후의 유의한 시장반응이 관찰되지 않았다. 이는 경영자 구조 변화에 따라 시장반응이 다르다는 것을 의미한다. 또한, 전임경영자의 성과에 따른 분석결과 성과가 우수하였던 공동경영자에서 단독경영자로 교체된 경우에 유의한 음(-)의 시장반응이 나타났다. 즉, 전임경영자의 성과가 양호하였으나 경영자가 교체되는 경우에는 대부분 유의한 음(-)의 시장반응이 나타났으나 전임경영자의 성과가 좋지 않았던 경우의 경영자 교체에서는 대부분 유의한 시장반응이 나타나지 않았다.

마지막으로, 경영자 구조와 지분소유여부를 동시에 고려한 결과를 살펴보면, 대부분의 경우에서 유의한

시장반응이 없었으나 5% 이상의 지분을 소유하던 단독경영자가 5% 이상의 지분을 소유하지 않은 경영자로 교체되거나 공동경영자로 교체되는 경우에 유의한 양(+)의 시장반응이 나타났다. 이는 5% 이상의 지분을 소유한 단독경영자가 계속적으로 경영을 수행하는 경우보다 단독의 전문경영인을 선임하거나 전문경영인을 추가하는 것을 시장에서 선호하는 것으로 해석할 수 있다.

지금까지의 선행연구에서는 주로 경영자 교체에 대한 시장반응을 분석함에 있어 주로 전문경영자 여부 또는 자발적 교체 여부 등에 집중하여 분석하였다. 그러나 본 연구에서는 공동경영자 체제와 단독경영자 체제에 차이가 있다는 관점에서 경영자 교체의 유형을 구분하여 분석하였다. 또한, 이를 지분소유 구조와 결합하여 실증적으로 분석하였다. 본 연구는 경영자 구조 변화에 대하여 자본시장에서 유의한 시장반응 보인다는 것을 실증적으로 검증하였다. 이는 자본시장 참여자에게 경영자 구조가 기업의 가치를 평가하는데 정보로서의 역할을 한다는 시사점을 제공한다. 또한, 경영자의 구조가 시장에 미치는 파급효과가 있다는 본 연구의 결과들은 시장참여자들이 경영자 구조에 대하여 추가적인 관심을 기울이는 데에 공헌할 수 있을 것이다.

본 연구는 경영자 구조의 변화로 인한 시장의 인식을 분석하는 것에 초점을 맞추었으므로 경영자 구조변화의 배경을 기준으로 구분하지는 않았다. 또한, 경영자 교체 공시에 따라 시장반응에 미칠 수 있는 변수들의 영향을 통제하고는 있으나 그 외에도 영향을 미칠 수 있는 또 다른 변수들의 생략 가능성을 완전히 배제하지는 못한다는 한계점이 있다. 이에 본 연구진들은 이러한 부분들을 보완하여 후속 연구들이 계속 진행되기를 기대한다.

참고문헌

- Adams, R. B., H. Almeida, and D. Ferreira(2005), "Powerful CEOs and their impact on corporate performance," *The Review of Financial Studies*, 18(4), pp.1403-1432.
- Alvarez, J. L., and S. Svejnova(2005), "Sharing Executive Power, Roles and Relationships at the Top," Cambridge University Press, New York.
- Alves, S.(2021), "CEO duality, earnings quality and board independence," *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Forthcoming.
- Anthony, J. H., and K. Ramesh(1992), "Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis," *Journal of Accounting and Economics*, 15(2), pp.203-227.
- Arena, M. P., S. P. Ferris, and E. Unlu(2011), "It takes two, The incidence and effectiveness of Co-CEOs," *The Financial Review*, 46(3), pp.385-412.
- Baliga B. R., R. C. Moyer, and R. S. Rao(1996), "CEO duality and firm performance: what's the fuss?," *Strategic Management Journal*, 17(1), pp.41-53.
- Barclay, M. J., and C. G. Holderness(1989), "Private benefits from control of public corporations," *Journal of financial Economics*, 25(2), pp. 371-395.
- Barker, V., and I. Duhaime(1997), "Strategic change in the turnaround companies: Theory and empirical evidence," *Strategic Management Journal*, 18, pp.18-35.
- Barnard, C. I.(1968), "The Functions of the Executive," Harvard University Press: Cambridge, MA.

- Bebchuk, L. A., J. M. Fried(2003), "Executive compensation as an agency problem," *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), pp.71-92.
- Bebchuk, L. A., J. M. Fried, and D. I. Walker(2002), "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation," *University of Chicago Law Review*, 69(3) pp.751-846.
- Bonnier, K. A., and R. F. Bruner(1989), "An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms," *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), pp.95-106.
- Bower, J. L.(2007), "The CEO within: Why inside outsiders are the key to succession," *Harvard Business School Press*, pp.1-272.
- Brickley, J. A., J. L. Coles., and G. Jarrell(1997), "Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board," *Journal of Corporate Finance*, 3, pp.189-220.
- Brown, S. J., and J. B. Warner(1985), "Using daily stock returns: the case of event studies," *Journal of Financial Economics*, 14, pp.3-31.
- Burns, T., and G. Stalker(1961), "The management of innovation," London: Tavistock Co.
- Cannella, A. A., and Shen, W(2001), "So Close and Yet so Far. Promotion versus Exit for CEO Heirs Apparent," *Academy of Management Journal*, 44(2) pp.252-270.
- Choi, H. M.(2013), "The Impact of Foreign Block Investors on the Relationship between Firm Value and CEO Turnover," *International Business Review*, 17(2), pp.197-212.
- Choi, W. S., and W. B. Lee(2005), "Is Family Ownership a Determinant of Firm Performance?," *The Korean Journal of Finance*, 18(1), pp. 121-155.
- Choi, Y. S., J. Hyeon, T. Jung, and W. J. Lee(2018), "Audit pricing of shared leadership," *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(2), pp.336-358.
- Cooper, M. J., A. Khorana, I. Osobov, A. Patel, and P. R. Rau(2005), "Managerial actions in response to a Market downturn: valuation effects of name changes in the dot com decline," *Journal of Corporate Finance*, 11, pp.319-335.
- Cooper, M. J., O. Dimitrov, and P. R. Rau(2001), "A rose.com by any other name," *The Journal of Finance*, 56(6), pp.2371-2388.
- Cox, J. D(2003), "Managing and Monitoring Conflicts of Interest: Empowering the Outside Directors with Independent Counsel," *Villanova Law Review*, 48, pp.1077-1095.
- Cox, J. F, C. L. Pearce, and M. L. Perry(2003), "Toward a model of shared leadership and distributed influence in the innovation process. In Shared Leadership: Reframing the How's and Why's of Leadership," Pearce CL, Conger JA (eds), Sage Publishing: Thousand Oaks, CA.
- Dalton, D. R., and C. M. Dalton(2009), "Let's get real on role separation: is splitting the CEO and chairperson positions leading edge... or over the edge?," *Directors & Boards* 33(5), pp.30-32.
- Datta, D. K., and J. P. Guthrie(1994), "Executive Succession : Organizational Antecedents of CEO Characteristics," *Strategic Management Journal*, 15(7), pp.569-577.
- Dennis, S. A., D. Ramsey, and C. Turner(2009), "Dual or duel: Co-CEOs and firm performance," *The Journal of Business and Economic Studies*, 15(1), pp.1-25.
- Donaldson, L(1990), "The ethereal hand: organizational economics and management theory," *Academy*

- of Management Review*, 15, pp.369-381.
- Ensley, M. D., and C. L. Pearce(2001), "Shared cognition in top management teams: implications for new venture performance," *Journal of Organizational Behavior*, 22(2), pp.145-160.
- Ensley, M. D., K. M. Hmieleski, and C. L. Pearce (2006), "The importance of vertical and shared leadership within new venture top management teams: Implications for the performance of startups," *The Leadership Quarterly* 17(3), pp.217-231.
- Evans III, J. H., N. J. Nagarajan, and J. D. Schloetzer (2010), "CEO turnover and retention light: retaining former CEOs on the board," *Journal of Accounting Research*, 48(5), pp.1015-1047.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen(1983), "Separation of ownership and control," *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.301-325.
- Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen and R. Roll (1969), "The adjustment of stock prices to new information," *International Economic Review*, 10(1), pp.1-21.
- Farrell, K. A., and D. A. Whidbee(2003), "Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), pp. 165-196.
- Fayol, H.(1949), "General and industrial management (C. Storrs, Trans.)", London: Sir Isaac Pitman & Sons.
- Gilson, S. C., and M. R. Vetsuypens(1993) "CEO compensation in financially distressed firms: An empirical analysis," *The Journal of Finance*, 48(2), pp.425-458.
- Goyal, V., and C. Park(2002), "Board leadership structure and chief executive turnover," *Journal of Corporate Finance*, 8, pp.49-66.
- Gulick, L., and L. Urwick(1937), "Papers in the science of administration. In Classics in Organizational Theory, Ott JS, Shafritz J (eds)," The Dorsey Press: Chicago, IL.
- Hackman, J. R.(2002), "Groups that Work (and Those that don't): Creating Conditions for Effective Teamwork," San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Haleblian, J., and S. Finkelstein(1993), "Top Management Team Size, CEO Dominance, and firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion," *Academy of Management Journal*, 36(4), pp.844-863.
- Hambrick, D. C, and A. A. Cannella(2004), "CEOs who have COOs: contingency analysis of an unexplored structural form," *Strategic Management Journal*, 25(10), pp.959-979.
- Hambrick, D. C., and D'aveni, R. A(1992), "Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies," *Management Science*, 38, pp.1445-1466.
- Hasija, D. B., A. E. Ellstrand., D. L. Worrel, and H. D. Fowler(2017), "Two heads may be more responsible than one: Co-CEOs and corporate social performance," *Journal of Management Policy and Practice*, 18(2), pp. 9-21.
- Hendricks, K. B., and V. R. Singhal(1997), "Does implementing an effective TQM program actually improve operating performance? Empirical evidence from firmsthat have won quality awards," *Management Science*, 43 (9), pp.1258-1274.
- Holderness, C. G., and D. P. Sheehan(1988), "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis,"

- Journal of financial economics*, 20, pp.317-346.
- Hubbard, T. D., D. M. Christensen, and S. D. Graffin (2017), "Higher highs and lower lows: the role of corporate social responsibility in CEO dismissal," *Strategic Management Journal*, 38(11), pp.2255-2265.
- Jensen, M. C.(1993), "Presidential address: The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems," *Journal of Finance*, 48(3), pp.831-880.
- Jensen, M. C., and W. Meckling(1976), "Theory of firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Jeon. M. K., and K. E. Lee(2013), "An Empirical Study on the Influences of Board Structure and Independence on Corporate Performance," *Korean Corporation Management Review*, 20(2), pp.235-250.
- Jeong, H. C.(1997), "A Study on the Event Study Methodology Appropriate to the Korean Stock Market," *The Korean Journal of Financial Management*, 14(2), pp.273-312.
- Kandel, E., and E. P. Lazear(1992), "Peer pressure and partnerships," *Journal of Political Economy*, 100(4), pp.801-817.
- Kang, S. A., and S. Min(2010), "The Impact of Foreign Ownership on the Dividend and Investment Behaviors of Korean Firms," *International Area Studies Review*, 14(2), pp.79-105.
- Kaplan, S. N.(1994), "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 10(1), pp.142-159.
- Kim J. J., and K. E. Lee(2009), "A Study on the interaction Effect of CEO Succession Types and Reasons on Firm Performance," *Korean Journal of Business Administration*, 22(3), pp.1563-1582.
- Kim, C., and K. W. Kim(1997), "Measuring Security Price Performance in Event Studies," *Korean Journal of Financial Studies*, 20, pp.301-327.
- Kim, J., and L. E. Lee(2009), "A Study on the interaction Effect of CEO Succession Types and Reasons on Firm Performance," *Korean Journal of Business Administration*, 22(3), pp.1563-1582.
- Kim, K. H., and R. Buchanan(2008), "CEO duality leadership and firm risk-taking propensity," *Journal of Applied Business Research*, 24 (1), pp.27-42.
- Ko. S. J.(2019), "Single CEO and Co-CEO Structures in Family Business Groups," *Working Paper*.
- Koo, B. Y.(2000), "A Study on the Event Study Methodology," *Review of Industry and Management*, 12(1), pp.159-183.
- Krause, R., and M. Semadeni(2013), "Apprentice, departure, and demotion: an examination of the three types of CEO-board chair separation," *Academy of Management Journal*, 56(3), pp.805-826.
- Krause, R., R. Priem, and L. Love(2015), "Who's in charge here? Co CEOs, power gaps, and firm performance," *Strategic Management Journal*, 36(13), pp.2099-2110.
- Kwak, Y. M.(2015), "A Study on the Market Reaction Associated with Type of CEO Turnover," *Korean Accounting Review*, 24(5), pp.317-355.
- Lausten, M.(2002), "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms," *International Journal of Industrial Organization*, 20(3), pp.391-414.

- Lee, J., J. H. Park, and J. Hyeon(2019), "Co-CEOs and asymmetric cost behavior," *Sustainability*, 11(4), 1046.
- Lee, J., J. Hyeon., Y. S. Choi., and M. Lee(2018), "Co-CEO Structure and Mutual Monitoring Effect: Focusing on Earnings Management," *Journal of the Korean Entrepreneurship Society*, 13(4), pp.55-84.
- Limb. S. J., and H. C. Jeong(2001), "A Study on the Relationships among Industry Structure, CEO Demography and Firm Performance," *Journal of Strategic Management*, 4(1), pp. 1-23.
- Mintzberg, H.(1989), "Mintzberg on Management: Inside our Strange World of Organizations," New York, NY: Macmillan.
- Muth, M., and L. Donaldson(1998), "Stewardship theory and board structure: A contingency approach," *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), pp.5-28.
- O'Toole, J., J. Galbraith, and E. E. Lawler(2003), "When Two (or More) Heads are Better than One: The Promise and Pitfalls of Shared Leadership," *California Management Review*, 44, pp.65-83.
- Oh, H. J.(2003), "The Effects of Top Management Changes on Common Stock Prices," *Korean Accounting Review*, 27(1), pp.55-80.
- Park, J. M., and S. T. Park(2019), "Are Effects of Corporate Name Changes all the same in the KOSDAQ Market?" *Journal of Industrial Economics and Business*, 32(2), pp.851-876.
- Park, J. M.(2019), "Is the KOSDAQ Market Efficient? : Focusing on Corporate Name Changes," *Asia-Pacific Journal of Business and Commerce*, 11(1), pp.109-142.
- Park. J., and J. Hyeon(2018), "Co-CEO and Investment Efficiency," *Korean Journal of Business Administration*, 31(3), pp.557-575.
- Pearce, C. L., and J. A. Conger(2003), "All those years ago," *Shared leadership: Reframing the hows and whys of leadership*, pp.1-18.
- Pearce, C. L., and J. A. Conger(2002), "Shared leadership: Reframing the hows and whys of leadership," Sage Publications.
- Pérez-González, F.(2006), "Inherited control and firm performance," *American Economic Review*, 96(5), pp.1559-1588.
- Pourciau, S.(1993), "Earnings management and nonroutine executive changes," *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), pp.317-336.
- Pyeon, M., and K. Choe(2011), "An Empirical Investigation of Relationships Between CEO Changes And Firm Performance: Professional CEOs vs. Owner CEOs," *Productivity Review*, 25 (4), pp.75-102.
- Qin, B., and L. Yang(2022), "CSR contracting and performance-induced CEO turnover," *Journal of Corporate Finance*, 73, pp.102-173.
- Rechner, P. L., and D. R. Dalton(1991), "CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis," *Strategic Management Journal*, 12(2), pp.155-160.
- Sachs, J., and A. Warner(1995), "Economic reform and the process of global integration," *Bookings Papers on Economic Activity*, 25th Anniversary Issue.
- Sally, D(2002), "Co-leadership: Lessons from republican Rome," *California Management Review*, 44 (4), pp.84-99.
- Scholes, M., and J. Williams(1997), "Estimating Betas from Nonsynchronous Data," *Journal of Financial Economics*, 5, pp.309-327.

- Shim, D. S.(2000), "An Analysis of Stock Price Reaction to Top Management Changes," *Korean Management Review*, 29(4), pp.685-710.
- Shin, H. H., J. Chang(2003a), "Firm Performance Following CEO turnover," *Asian Review of Financial Research*, 16(2) pp.231-256.
- Shin, H. H., J. Chang(2003b), "The Effect of Ownership Structure on the Sensitivity of CEO Turnover to Firm Performance," *Journal of Money and Finance*, 8(2), pp.15-39.
- Shin, H. H., J. Chang(2005), "An Analysis of the Determinants of CEO Turnover: Firm Performance, Professional CEO, and Business Group," *Korean Management Review*, 34(1), pp.289-311.
- Shin, J. E., and G. Lee(2021), "Co-CEO Structure, Tax Avoidance, and Firm Value," *Korean Journal of Taxation Research*, 38(3), pp.243-275.
- Silver, S, and J. Lublin(2008), "Motorola Lures Jha to head cellphone unit: Qualcomm executive to be the co-CEO, with a package worth up to \$94 million," *The Wall Street Journal*, 5 August: B1.
- Sim, D. S., and C. H. Ahn(2012), "CEO Turnover and Firm Value," *Korean Accounting Information Review*, 30(10), 315-335.
- Simon, H. A(1997), "Administrative Behavior: A Study of Decision-making Processes in Administrative Organizations (3rd edn)," Free Press: London, UK, Collier Macmillan: New York.
- Son, H. C., and S. K. Park(2016), "The Influence of the Owners Management Participation Level on Earnings Management," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 16(2), pp.107-137.
- Strauss, K., M. A. Griffin, and A. E. Rafferty(2009), "Proactivity directed toward the team and organization: The role of leadership, commitment and role-breadth self-efficacy," *British Journal of Management*, 20(3), pp.279-291.
- Villalonga, B., and R. Ami(2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?," *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp.385-417.
- Worrell, D. L., C. Nemece., and W. N. III. Davidson (1997), "One hat too many: key executive plurality and shareholder wealth," *Strategic Management Journal*, 18(6), pp.499-507.
- Yang, T., and S Zhao(2014), "CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment," *Journal of Banking and Finance*, 49, pp.534-552.
- Yoo, S. W., G. Lee, J. E. Shin, and J. Kim(2021), "Firm performance and the adoption of a co-CEO structure: Evidence from Korea," *Asia Pacific Journal of Management*, 38(4), pp.1351-1368.

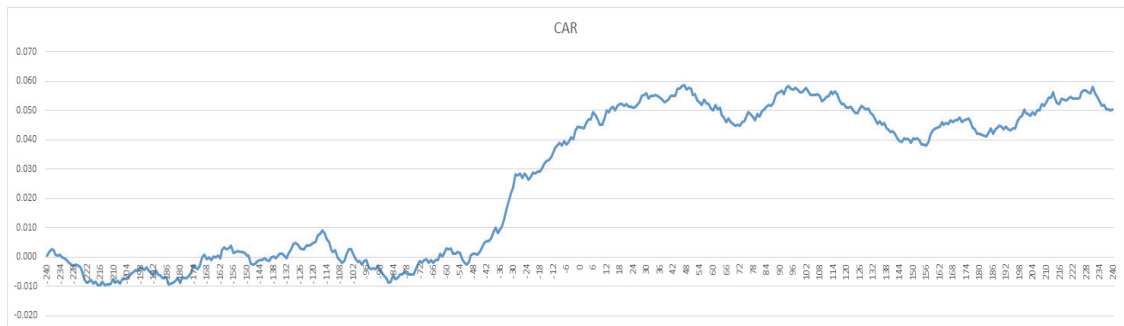
-
- The author Shin Yoojin is currently an assistant professor at the Division of Business Administration of Wonkwang University. She obtained a master's degree and doctoral degree in the Department of Accounting at Chungnam National University and her specialty is financial accounting. The main areas of research are financial accounting and auditing.
 - The author Jung-Mi Park is currently a visiting professor in the Division of Business Administration, Wonkwang University. She received her master's and doctoral degrees from Wonkwang University, majoring in financial management. Her main areas of interest are Corporate Finance, Management Strategy, and Firm Value.

〈부 록〉

〈Table 9〉 일표본 검정($H_0: \mu=0$)

사건기간	표본 수	평균	t-stat.	표준편차
전체기간 (-60~+60)	989	0.052	4.438***	0.365
공시전 (-60~-1)	989	0.043	4.466***	0.302
공시후 (0~+60)	989	0.007	1.203	0.226

주 1) *는 $P < 0.10$ **는 $P < 0.05$, ***는 $P < 0.01$ 수준의 유의성(유의확률: 양측검정)을 의미한다.



주 1) 경영자 교체와 관련하여 시장조정수익률모형을 적용하여 비정상수익률을 추출하여 일자별로 누적시켜 누적비정상수익률을 산출하여 작성되었다. -60일 이전기간에는 불규칙적으로 오르내리다가 -60일 근처에 CAR가 상승하기 시작하였으며 사건 일(0) 인근에서 누적비정상수익률이 더 이상 올라가지 않고 그 상태로 +240일까지 작게 오르내리고는 있으나 비교적 일정하게 CAR를 유지하고 있으므로 CEO 변경에 의해 기업의 주가가 상승했다고 할 수 있다. 공시 ±60의 경우 대응표본 T검정을 한 결과, 평균차(공시후-공시전)가 -0.034에 t값 -2.774($p < 0.006$, 양측검정)로 통계적으로 매우 유의하게 나타났다(±240 기간동안은 평균차 -0.037, t값 -1.665, $p < 0.096$).

〈Figure 1〉 CEO 교체 공시에 의한 누적비정상수익률(CAR: -240~+240)