

## 최고경영자 교체공시와 주가반응

심동석

세종대학교 경영대학 회계학과  
(shimds@sejong.ac.kr)

본 연구의 목적은 1993년 1월 1일부터 1997년 12월 31일 사이에 최고경영자 교체를 공시한 한국의 상장기업 중 표본으로 선정된 159개 기업을 대상으로 최고경영자 교체공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향과 비정상수익률의 결정요인을 분석하는 것이다. 본 연구의 실증분석결과를 요약하면 다음과 같다.

전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 소표본의 주가는 공시일(AD-1~AD+1)과 공시일부터 공시일 후 8일 까지의 기간(AD-1~AD+8)에 걸쳐 각각 -0.880%와 -1.746%의 큰 폭으로 하락한 것으로 나타났다. 이러한 주가의 하락은 각각 통계적으로 1% 유의수준에서 유의한 결과이다. 반면에 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 소표본의 주가는 공시일과 공시일 전후의 여러 상이한 기간에 걸쳐 별다른 양상을 보이지 않는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과에 의하면 투자자들은 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 교체를 문책성 교체로 판단하며, 이러한 문책성 교체공시를 성과가 저조한 경영자가 교체됨으로 인하여 향후 주가가 상승할 것이라는 긍정적인 정보 대신 공시시점에서의 경영성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가한다. 반면에 투자자들은 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 교체를 보상성 교체로 판단하며, 이러한 보상성 교체공시를 공시시점에서의 경영성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가하지 않는다는 것을 입증하고 있다.

한편 공시일에 나타나는 주식의 비정상수익률의 결정요인을 알아보기 위하여 전체표본을 대상으로 횡단면 회귀분석을 실시한 결과는 다음과 같다. 전임 최고경영자의 경영실적과 지위를 나타내는 가변수, 그리고 기업의 규모가 통계적으로 유의하게 나타났다. 그러나 후임자의 능력과 출신성분은 비정상수익률과 관련이 없는 것으로 나타났다.

### 1. 서론

#### 1. 연구의 목적

최고경영자는 기업의 가치를 극대화하기 위하여 이사회가 위임한 범위 내에서 기업 경영전반에 걸쳐 전략적 계획과 세부 운영계획을 수립하며, 이를 바탕으로 경영활동을 수행한다. 특히 급변하는 기업환경과 치열한 세계적 경쟁하에서 최고경영자가 수립하는 경영전략과 이에 따른 경영활동은 기업의

미래 운명을 결정하게 된다. 따라서 최고경영자 교체는 기업의 장기적인 전략을 변경시켜 기업의 존립자체에 영향을 미친다는 점에서 기업가치에 중요한 영향을 미치는 정보라고 할 수 있다.

최고경영자 교체정보가 이와 같이 증권시장에서 중요한 정보로 인식될 수 있음에도 불구하고 이러한 정보가 실제 증권시장에 전달되었을 때 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 국내의 연구는 전무한 실정이다.<sup>1)</sup> 한편 외국의 경우 최고경영자 교체공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향을 분석한 연구로는 Reinganum(1985), Beatty와 Zajac(1987),

논문 접수일 : 1999.10      게재확정일 : 2000.8

1) 다만 국내에서는 최고관리자 교체가 년 단위의 회계수치로 측정된 수익성에 미치는 영향과 그 결정요인을 분석한 강영걸(1998)의 연구밖에 없는 실정이다.

Furtado와 Rozeff(1987), Warner et al.(1988), Weisbach(1988), Bonnier와 Bruner(1989) Denis와 Denis(1995) 등이 있다. 그러나 그들의 연구 결과에 의하면 공시일의 비정상수익률이 각각 유의한 양, 음, 그리고 유의하지 않는 값을 가지는 것으로 나타나 서로 일치하지 않았다. 또한 공시일의 비정상수익률을 설명하는데 유의하게 나타난 변수들도 서로 일치하지 않았다.

외국의 연구결과들은 주주의 이해를 대표하는 이사회가 실질적으로 기업경영을 감시하고 무능한 경영진을 교체하며, 또한 기업인수시장이 발달하여 비능률적인 경영자가 기업인수의 표적이 되는 미국 기업을 표본으로 분석한 것이므로 한국증권시장에 그대로 적용되지 않는다. 왜냐하면 한국에서는 기업 내부의 이사회가 경영자의 임면권을 실질적으로 행사할 수 없으며, 기업 외부에서도 기업인수시장이 취약하여 비능률적인 경영자를 퇴진시키는 것이 어려운 실정이기 때문이다. 그러므로 이러한 한국 기업의 특수환경에서 나타나는 최고경영자 교체의 정보효과를 검토해 볼 필요가 있다.

따라서 본 연구는 한국증권시장에서 최고경영자 교체공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향과 주식의 비정상수익률의 결정요인을 분석하려고 한다. 이러한 분석결과를 바탕으로 최고경영자의 교체결정이 주주의 부를 증가시키는지 확인한다. 또한 최고경영자 교체공시시 나타나는 주식의 비정상수익률에 영향을 미치는 요인들을 파악함으로써 기업이 최고경영자를 교체할 때 고려하여야 할 사항을 확인할 수 있게 된다.

## 2. 연구의 방법과 범위

본 연구는 1993년 1월 1일부터 1997년 12월

31일 사이에 최고경영자 교체를 공시한 기업 중 표본으로 선정된 159개 기업을 대상으로 시장위협조정수익률모형(market and risk adjusted returns model)을 이용하여 측정한 공시일 전후 각 30일간의 누적비정상수익률을 근거로 최고경영자 교체공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향에 대한 가설을 검증하였다. 또한 최고경영자 교체를 공시한 기업의 비정상수익률 결정요인에 대한 가설을 검증하기 위하여 횡단면 회귀분석을 하였다. 횡단면 회귀분석식에서 종속변수로는 공시일의 주식의 누적비정상수익률(이하 공시일의 비정상수익률)을 사용하였다. 공시일의 비정상수익률을 설명하는 독립변수로는 전임 최고경영자의 특성(과거 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대한 전임 최고경영자가 달성한 경영실적, 전임 최고경영자의 지위), 후임 최고경영자의 특성(후임 최고경영자의 출신성분과 능력) 및 최고경영자가 교체된 회사의 특성(회사의 규모)을 나타내는 변수를 사용하였다. 또한 최고경영자 교체공시일이 속하는 기간의 시장국면을 나타내는 가변수를 통제변수로 사용하였다.

본 연구는 다섯 개의 장으로 구성되어 있다. I 장 서론에 이어, II장에서는 선행연구를 검토하였다. 그리고 III장에서는 연구가설을 설정하고 연구방법을 설명하였으며, IV장에서는 실증분석결과를 제시하였다. 끝으로 V장에서는 본 연구의 내용을 요약하고 결론을 도출하였다.

## II. 선행연구의 검토

최고경영자 교체가 주가에 미치는 영향을 분석한 외국 선행연구의 내용을 먼저 검토한 후, 본 연구

와 간접적인 관련을 갖는 국내 연구를 검토하여 다음과 같이 요약하였다.

Reinganum(1985)은 미국에서 1978년부터 1979년 사이에 최고경영자 교체를 공시한 기업들 중 전임 최고경영자의 지위가 공시된 158개의 표본과 그렇지 않은 353개의 표본을 각각 선정하여 최고경영자 교체가 비정상수익률에 미치는 영향을 검증하였다. 검증결과 각 표본의 공시일(AD)과 공시일을 전후한 5일간(AD-2~AD+2)의 비정상수익률이 각각 -0.06%와 0.13%로 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 또한 그는 전체표본을 전임 최고경영자(이하 전임자)의 지위, 후임 최고경영자(이하 후임자)의 출신성분, 그리고 기업의 규모를 기준으로 구분한 소표본을 대상으로 각 소표본의 비정상수익률을 검증하였다. 검증결과 전임자가 회사를 떠난 소규모 기업에 후임자가 외부로부터 영입된 소표본에서 유의한 정의 비정상수익률이 나타나는 것을 관찰할 수 있었다. Reinganum은 이러한 결과가 나타난 이유를 전임자가 회사를 떠난 기업에 후임자가 외부영입된다는 정보는 기업의 전략과 정책이 긍정적으로 변경된다는 신호를 투자자에게 전달하며, 이러한 신호전달효과는 소규모 기업에서 더 크게 나타나기 때문이라고 하였다. 그러나 이 연구는 이러한 실증결과를 이용하여 최고경영자 교체효과를 일관성 있게 설명하지는 못하였다.

Beatty와 Zajac(1987)은 미국에서 1979년부터 1980년 사이에 최고경영자 교체를 공시한 기업들 중 표본으로 선정한 209개 기업과 이를 후임자의 출신성분으로 구분한 소표본을 대상으로 최고경영자 교체가 비정상수익률에 미치는 영향을 검증하였다. 검증결과 전체표본과 각 소표본의 공시일의 비정상수익률은 통계적으로 유의하지 않게 나타났다.

그러나 후임자를 내부에서 선임한 표본의 경우 AD+1과 AD+2의 비정상수익률이 각각 -0.4% ( $t=-2.100$ ), -0.4% ( $t=-2.187$ )로 모두 통계적으로 유의한 부의 값을 가지는 것으로 나타났다. 또한 후임자를 외부에서 선임한 표본의 경우 AD+3의 비정상수익률이 -0.2% ( $t=-2.087$ )로 통계적으로 유의한 부의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과를 근거로 그들은 최고경영자 교체공시가 주가를 하락시키며, 또한 후임자의 출신성분이 주가에 미치는 영향을 선행연구들이 너무 과대평가하였다고 주장하였다.

Furtado와 Rozeff(1987)는 미국에서 1975년부터 1982년 사이에 최고경영자를 선임한 기업들 중 323개 기업을 표본으로 선정하였다. 선임표본은 다시 각각 후임자의 출신성분과 기업규모를 기준으로 4개의 소표본으로 구분한 후 전체표본과 각각의 소표본을 대상으로 최고경영자의 선임이 주주의 부에 미치는 영향을 검증하였다. 검증결과 최고경영자 선임 공시일과 전일의 2일간(AD-1~AD)의 비정상수익률은 0.95% ( $t=2.78$ )로 유의한 정의 값을 가지는 것으로 나타나, 이를 근거로 그들은 이사회가 최고경영자 선임결정이 주주의 부를 증가시키는 활동으로 볼 수 있다고 주장하였다. 또한 후임자가 내부에서 발탁된 소표본의 비정상수익률이 외부에서 영입한 소표본보다 더 큰 값을 가지며, 기업의 규모가 큰 소표본에서 이러한 관계가 현저하게 나타났다. 그들은 이러한 결과가 나타난 이유를 후임자가 내부에서 발탁되는 것은 인적자산에 대한 투자의 순현가가 0보다 크며, 또한 대규모 기업일수록 그 값이 커진다는 정보를 투자자에게 전달하기 때문이라고 설명하였다. 그러나 그들은 규모가 작은 소표본의 비정상수익률이 규모가 큰 소표본보다 더 큰 값을 가지는 이유를 설명하지 않

았다.

Warner et al.(1988)은 미국에서 1962년부터 1980년 사이에 최고경영자를 교체한 기업들 중 279개 기업을 표본으로 선정하여 최고경영자 교체 공시시 나타나는 비정상수익률을 검증하였다. 검증결과 공시일(AD-1~AD)의 전체표본의 비정상수익률은 0.31%( $z=1.36$ )로 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 그는 이러한 결과가 나타난 이유를 최고경영자 교체정보가 전달하는 유리한 효과와 불리한 효과가 상쇄되었기 때문이라고 하였다. 그러나 후임자가 외부에서 영입된 소표본의 공시일의 비정상수익률은 0.34%( $z=2.02$ )로 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타났다. 한편 공시일 이후 기간(AD+5~AD+30)의 전체표본의 비정상수익률은 -1.75%( $z=-2.69$ )로 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타나, 주가는 공시일 이후에 하락한다는 것을 보여주고 있다. 그러나 그들은 공시일 이후의 주가변동을 합리적으로 설명하지 못하였다.

Weisbach(1988)는 미국에서 1974년부터 1983년 사이에 최고경영자를 교체한 기업들 중 367개 기업을 표본으로 선정하여 최고경영자 교체공시일에 나타나는 비정상수익률을 검증하였다. 검증결과 공시일(AD-1~AD+1)의 전체표본의 비정상수익률은 0.28%( $t=1.77$ )로 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타났으며, 그는 이를 근거로 최고경영자 교체는 주가를 상승시킨다고 하였다. 또한 교체되는 최고경영자의 나이가 은퇴할 기간에 해당하는 소표본의 비정상수익률이 그렇지 않은 경우보다 더 작은 값을 가지는 것으로 나타났다. 그는 그 이유를 최고경영자의 나이가 은퇴할 기간에 속한다는 것은 최고경영자가 교체될 확률이 높다는 정보를 시장에 전달하므로, 그러한 정보가 미리 주가에 반영되었기

때문이라고 하였다.

Bonnier와 Bruner(1989)는 미국에서 1969년부터 1983년 사이에 최고경영자를 교체한 기업들 중 성과가 저조한 70개의 기업을 표본으로 선정하여 최고경영자 교체공시시 나타나는 비정상수익률을 검증하였다. 검증결과 공시일(AD-1~AD)의 비정상수익률은 2.48%( $t=4.39$ )로 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타나, 이를 근거로 최고경영자 교체는 주가를 상승시킨다고 하였다. 이러한 비정상수익률은 직위, 직위와 규모의 상호작용, 그리고 직위와 출신성분의 상호작용에 의하여 결정되는 것으로 나타났다. 또한 그들은 비정상수익률의 결정요인을 알아보기 위하여 공시일의 비정상수익률을 종속변수로 직위, 규모, 그리고 출신성분 등을 독립변수로 사용한 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 분석결과 직위가 높을수록, 규모가 클수록, 그리고 후임자가 외부영입된 경우가 내부발탁된 경우보다 비정상수익률이 더 큰 값을 가지는 것으로 나타났다. 그들은 이러한 결과가 나타난 이유를 다음과 같이 설명하였다. 직위가 높은 경영자가 교체될수록 기업의 중요한 정책이 보다 긍정적으로 수정되며, 외부에서 영입된 후임자는 내부발탁된 경우보다 과거 기업을 곤경에 처하게 한 정책을 보다 쉽게 변경할 수 있기 때문이다. 또한 규모가 큰 기업은 작은 기업보다 내부통제시스템이 잘 정비되어 있으므로 후임자가 정책결정을 합리적으로 할 수 있다는 유리한 정보가 투자자에게 전달되기 때문이다.

Denis와 Denis(1995)는 미국에서 1985년부터 1988년 사이에 최고경영자를 교체한 기업들 중 328개 기업을 표본으로 선정하여 최고경영자 교체공시시 나타나는 비정상수익률을 검증하였다. 검증결과 공시일(AD-1~AD)의 비정상수익률은 0.63%( $t=2.18$ )로 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타나, 이를 근

거로 최고경영자 교체는 주가를 상승시킨다고 하였다. 또한 전임자가 강제해임되는 소표본의 비정상수익률이 그렇지 않은 경우보다 더 큰 값을 가지는 것으로 나타났다. 그들은 이러한 결과가 나타난 이유를 투자자들은 과거 기업의 성과가 저조한 최고경영자일수록 해임될 확률이 클 것으로 판단한다. 이에 따라 전임자가 해임되는 경우가 그렇지 않은 경우보다 기업의 성과가 큰 폭으로 향상될 것이라는 긍정적인 정보를 전달하기 때문이라고 하였다.

한국에서는 강영걸(1998)이 최고관리자 교체가 조직성과에 미치는 영향을 처음으로 심도 있게 분석하였다. 그는 1990년부터 1994년까지 5년 동안 제조업종에 속하는 62개 기업을 대상으로 최고관리자 교체가 총자산경상이익률, 매출액경상이익률, 자기자본경상이익률에 각각 미치는 영향과 그 결정요인을 분석하였다. 분석결과 최고관리자 교체는 조직의 수익성에 부정적인 영향을 미치나, 후임자로 최고관리자 경험이 있는 내부인사를 영입해오는 경우 수익성면에서 부정적인 영향이 최소화되는 것으로 나타났다. 그러나 그는 최고관리자 교체가 기업의 미래 수익성과 위험 즉, 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 대신 단순히 총자산경상이익률, 매출액경상이익률, 자기자본경상이익률 등의 회계수치를 사용하여 측정된 기업의 수익성에 미치는 영향만을 분석하였다. 따라서 한국에서도 최고경영자 교체의 정보효과를 포괄적으로 분석하는 연구가 필요하다고 판단된다.

최고경영자 교체가 주가에 미치는 영향에 관한 외국 선행연구의 결과는 다음과 같이 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 최고경영자 교체가 주가에 미치는 영향을 분석한 실증결과가 서로 일치하지 않는 것으로 나타났다. 전체표본을 대상으로 최고경영자 교체의 정보효과를 검증한 7개의 논문 중 4개의 연

구(Furtado와 Rozeff, 1987; Weisbach, 1988; Bonnier와 Bruner, 1989; Denis와 Denis, 1995)는 공시일에 유의한 정의 비정상수익률이 나타난다는 것을 제시하고 있는 반면에, 1개의 연구(Beatty와 Zajac, 1987)는 공시일에 유의한 부의 비정상수익률이 나타나는 것을 제시하고 있다. 나머지 2개의 연구(Reinganum, 1985; Warner et al., 1988)는 공시일에 유의한 비정상수익률이 나타나지 않는다는 것을 제시하고 있다. Weisbach(1988), Bonnier와 Bruner(1989) 등은 이와 같이 상반되는 결과가 나타난 이유를 최고경영자 교체는 성과가 저조한 경영자가 교체됨으로 향후 기업의 성과가 향상될 것이라는 긍정적 실제효과(real effect)와 기업의 성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 신호효과(signalling effect)를 동시에 전달한다. 또한 이 두 효과가 서로 상쇄되어 나타나는 순효과에 의하여 기업가치가 결정되기 때문이라고 하였다. 둘째, 외국 선행연구에서 비정상수익률을 설명하기 위하여 공통적으로 사용된 후임자의 출신성분과 기업의 규모가 공시일의 비정상수익률을 설명하는데 일관성이 없는 것으로 나타났다. 먼저 Reinganum(1985), Warner et al.(1988), 그리고 Bonnier와 Bruner(1989)는 후임자의 출신성분이 외부영입인 경우가 내부발탁인 경우보다 비정상수익률에 정의 영향을 미친다는 것을 제시하고 있는 반면에, Furtado와 Rozeff(1987)는 그들과 정반대의 결과를 제시하고 있다. 또한 Beatty와 Zajac(1987)은 후임자의 출신성분에 관계없이 공시일 직후에 유의한 부의 비정상수익률이 나타난다는 것을 제시하고 있다. 다음으로 Reinganum(1985)과 Furtado와 Rozeff(1987)는 기업의 규모가 작을수록 비정상수익률이 큰 값을 가진다는 것을 제시하고 있는 반면에, Bonnier와 Bruner

(1989)는 그들과 정반대의 결과를 제시하고 있다.

이러한 선행연구를 검토하여 파악한 사실을 바탕으로 하여, 본 연구는 기업내부의 이사회가 경영자의 임면권을 실질적으로 행사할 수 없으며, 또한 기업 외부의 기업인수합병시장이 취약한 한국의 특수 상황에 보다 세심한 주의를 기울여 한국증권시장에서 최고경영자 교체의 정보효과를 분석하려고 한다.

### III. 연구가설의 설정 및 연구방법

#### 3.1 연구가설의 설정

먼저 최고경영자 교체공시가 비정상수익률에 미치는 영향에 관한 가설을 설정한 다음 최고경영자 교체공시일에 나타나는 비정상수익률을 결정하는 요인에 관한 가설을 설정하였다.

##### 3.1.1 최고경영자 교체공시가 비정상수익률에 미치는 영향에 관한 가설

미국증권시장에서 최고경영자 교체공시는 향후 기업의 성과가 향상될 것이라는 정보를 전달하는 긍정적인 실제효과와 기업의 성과가 예상보다 저조하다는 정보를 전달하는 부정적인 신호전달효과에 따라 다양하게 평가되어질 수 있다. 즉 최고경영자 교체공시가 비정상수익률에 미치는 영향은 두 효과의 긍정적인 면과 부정적인 면이 상쇄되어 나타나는 순효과에 따라 결정된다고 볼 수 있다(Weisbach, 1988; Bonnier와 Bruner, 1989).

그러나 본 연구에서는 최고경영자 교체공시의 긍정적인 실제효과가 미국보다 작게 나타날 것으로 기

대된다. 왜냐하면 미국증권시장에서는 주주들이 자신들의 이해를 대표하는 이사들을 선출하고, 그들이 최고경영자를 선임한다. 또한 기업인수시장이 발달하여 주주의 부를 증가시키지 못하는 비능률적인 최고경영자는 기업인수의 표적이 되기 때문에 새로 선임되는 최고경영자는 주주의 부를 증가시키도록 규율을 받게된다(강효석 등, 1999). 반면에 한국 현실에서는 기업인수시장에 의한 경영감시기능도 활발하지 못할 뿐만 아니라, 대표이사가 이사회와 주주총회의 의견과는 달리 지배대주주에 의하여 일방적으로 선임되므로 선임된 대표이사는 외부소액주주의 이익보다 단일지배주주의 이익을 최우선적으로 고려하기 때문이다(임용기, 1998). 최고경영자 교체공시의 긍정적인 실제효과가 미국보다 작게 나타나며, 경영자시장의 발달이 미흡한 한국의 특수상황에서 투자자들은 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 교체를 문책성 교체로 판단한다. 투자자들은 이러한 문책성 교체공시를 성과가 저조한 경영자가 교체됨으로 인하여 향후 주가가 상승할 것이라는 긍정적인 정보 대신 공시시점에서의 경영 성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가한다. 그 결과 주가는 하락하게 된다. 따라서 다음과 같은 <가설 1-a>를 설정하였다.

<가설 1-a> 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는다는 최고경영자 교체공시는 비정상수익률에 음의 영향을 미친다.

한편 최고경영자 교체공시의 긍정적인 실제효과가 미국보다 작게 나타나며, 경영자시장의 발달이 미흡한 한국의 특수상황에서 투자자들은 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 교체를 보상성

교체로 판단한다. 투자자들은 이러한 보상성 교체 공시를 공시시점에서의 경영성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가하지 않는다. 그 결과 주가는 하락하지 않게 된다. 따라서 다음과 같은 <가설 1-b>를 설정하였다.

<가설 1-b> 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명된다는 최고경영자 교체 공시는 비정상수익률에 별다른 영향을 미치지 않는다.

### 3.1.2 최고경영자 교체공시의 비정상수익률 결정 요인에 관한 가설

일반적으로 다른 조건이 일정한 경우 교체로 인한 긍정적 실제효과가 크게 발생하지 않는 한국적 실정에서 투자자들은 전임자의 성과가 저조할수록 후임자의 성과도 저조할 것이라고 판단하게 된다(김계정, 1998).<sup>2)</sup> 그 결과 교체전의 성과와 미래 성과를 반영하는 비정상수익률간에는 양의 관계가 있다고 할 수 있다. 그러므로 최고경영자 교체공시는 교체되는 경영자가 달성한 경영실적이 저조할수록 기업의 가치에 부정적인 영향을 미치게 된다는 것을 의미한다. 즉 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 교체되는 경영자가 달성한 경영실적의 상대적 크기가 작을수록 주가는 큰 폭으로 하락하게 된다. 따라서 다음과 같은 <가설 2>를 설정하였다.

<가설 2> 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 교체되는 경영자가 달성한 경영

실적의 상대적 크기는 비정상수익률과 양의 관계를 갖는다.

규모가 큰 기업은 작은 기업에 비하여 규모의 경제를 비교적 크게 누릴 수 있고, 여러 가지 투자대상에 쉽게 분산투자를 할 수 있으므로 기업의 채무 불이행위험을 감소시킬 수 있다. 또한 자금조달의 측면에서도 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비하여 회사의 지명도가 높으며, 담보자산이 충분하므로 은행여신은 물론 직접금융시장을 이용하는 데도 매우 유리하다고 할 수 있다. 그 결과 일반적으로 규모가 큰 기업은 자금경색이나 불황기에 부실화될 위험이 규모가 작은 기업보다 작다고 할 수 있다(신동령, 1995; 김지수, 1996). 더욱 규모가 큰 기업의 내부통제시스템이 작은 기업보다 잘 정비되어 있어 기업의 경영활동이 효율적으로 이루어진다(Bonnier와 Bruner, 1989). 즉, 투자자들은 다른 조건이 일정한 경우 상대적으로 규모가 큰 기업이 작은 기업에 비하여 규모의 경제와 분산투자로부터 기대되는 혜택, 필요한 자금을 용이하게 조달할 수 있는 혜택 및 정교한 내부통제시스템으로부터 기대되는 혜택이 클 것으로 판단하게 된다. 이에 따라 교체의 긍정적 실제효과가 크게 나타나지 않는 한국적 실정에서도 투자자들은 규모가 큰 기업이 작은 기업에 비하여 경영자교체의 긍정적 실제효과가 상대적으로 크게 나타날 것으로 기대한다. 그 결과 최고경영자가 교체될 때 규모가 큰 기업의 주가는 작은 기업보다 덜 하락하게 된다. 따라서 다음과 같은 <가설 3>을 설정하였다.

2) 김계정(1998)의 연구에서는 교체전 성과와 교체후 성과간에 유의수준 0.00%에서 유의한 정의 관계가 있는 것으로 나타났다. 그러나 김계정의 연구는 기업의 미래 장기적인 성과를 반영하는 비정상수익률 대신 회계수치를 사용하여 성과를 측정하였기 때문에 엄밀한 의미에서 보면 본 연구와 직접적인 비교는 할 수 없는 실정이다.

〈가설 3〉 최고경영자가 교체된 기업의 규모는 비정상수익률과 양의 관계를 갖는다.

일반적으로 다른 조건이 일정한 경우 투자자들은 능력이 있는 후임자가 영입될수록 그렇지 않은 경우보다 향후 기업의 성과가 향상될 것으로 기대한다(강영걸, 1998). 그 결과 능력이 있는 사람이 최고경영자로 선임되었을 때가 그렇지 않은 경우보다 기업의 가치가 상승하게 된다. 따라서 다음과 같은 〈가설 4〉를 설정하였다.

〈가설 4〉 후임자의 능력은 비정상수익률과 양의 관계를 갖는다.

일반적으로 다른 조건이 일정한 경우 투자자들은 과거 경영실적이 좋은 최고경영자는 영전 또는 수평이동하여 대표이사에 취임하는 반면에, 과거 경영실적이 저조한 최고경영자는 좌천 또는 대표이사를 사임하고 회사를 떠날 확률이 클 것으로 기대한다. 이에 따라 투자자들은 전임자가 좌천 또는 대표이사를 사임하고 회사를 떠났을 때가 그렇지 않을 때보다 기업의 성과가 상대적으로 더 저조하다는 것으로 판단하게 된다. 그 결과 전임자가 좌천 또는 대표이사를 사임하고 회사를 떠났다는 정보는 그렇지 않은 경우보다 기업의 가치를 더 큰 폭으로 하락시키게 된다. 따라서 다음과 같은 〈가설 5〉를 설정하였다.

〈가설 5〉 전임자가 좌천 또는 대표이사를 사임하고 회사를 떠난 경우에는 1의 값을, 영

전 또는 대표이사로 수평이동한 경우에는 0의 값을 가지는 가변수는 비정상수익률과 음의 관계를 갖는다.

한편 Bonnier와 Bruner(1989)는 후임자의 출신성분이 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 다음과 같이 주장하였다. 후임자를 외부에서 영입하는 경우 첫째, 기존 조직이 혼란해지며 둘째, 외부 인사는 기업고유의 인적자본을 가지고 있지 않으며 셋째, 내부구성원에게 동기부여를 하지 못하기 때문에, 후임자를 외부영입하는 것이 내부발탁하는 것보다 기업에 불리하다고 하였다. 그러나 그들은 후임자를 외부에서 영입하면 외부인사가 과거 기업의 정책에 얽매이지 않고 변화와 개혁을 할 수 있어 후임자를 외부영입하는 것이 내부발탁하는 것보다 기업에 유리한 점도 있다고 하였다.<sup>3)</sup> 그 결과 후임자의 출신성분은 기업가치와 관련을 가지지 않는다고 볼 수 있다. 따라서 본 연구에서는 앞에서 설명한 바와 같이 후임자의 출신성분이 기업가치와 관련이 없는지를 확인하기 위하여 이를 의미하는 가변수를 독립변수에 추가하여 횡단면 회귀분석을 실시한 후, 이 가변수가 통계적인 유의성을 갖는지를 검토하였다.

### 3.2 연구방법

본 연구에서는 최고경영자 교체공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향에 대한 가설을 검증하기 위하여 사건연구방법을 사용하였으며, 또한 비정상수익률의 결정요인에 대한 가설을 검증하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시하였다.

3) 후임자를 내부발탁과 외부영입하는 방법 중 어느 것이 유리한지는 기업이 처해있는 상황에 의하여 결정된다는 주장이 있다. 즉 경영전략을 전면적으로 수정할 필요가 있는 기업은 후임자를 외부영입하는 것이 유리한 반면에, 기존의 경영전략을 승계하여 추진할 기업은 후임자를 내부발탁하는 것이 유리하다고 볼 수 있다(Fortune, 1999년 9월 6일).

3.2.1 사건연구

본 연구는 1993년 1월 1일부터 1997년 12월 31일 사이에 최고경영자 교체를 공시한 기업 중 표본으로 선정된 159개 기업을 대상으로 시장위험조정수익률모형(market and risk adjusted returns model)을 사용하여 측정된 공시일 전후 각 30일간의 누적비정상수익률을 근거로 최고경영자 교체공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향에 대한 가설을 검정하였다.

비정상수익률의 측정 및 통계적 유의성 검정은 다음과 같은 절차에 따라 수행되었다.

첫째, 시장모형으로 조정된 특정일의 비정상수익률은 다음의 식 (1)로 측정하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt}) \dots\dots\dots (1)$$

- AR<sub>it</sub> : 기업 i의 t일의 비정상수익률
- R<sub>it</sub> : 기업 i의 t일의 수익률
- R<sub>mt</sub> : 시장포트폴리오의 t일의 수익률
- a<sub>i</sub> : 사건전 기간의 수익률 자료를 이용하여 추정한 시장모형의 회귀상수
- b<sub>i</sub> : 사건전 기간의 수익률 자료를 이용하여 추정한 시장모형의 회귀계수

시장모형에서 a<sub>i</sub>와 b<sub>i</sub>를 추정하는 데 사용한 사건전 기간은 공시전 250일에서 공시전 31일까지의 기간(AD-250~AD-31)으로 하였다.

둘째, 특정일에서 표본기업의 평균비정상수익률은 다음의 식 (2)로 측정하였다.

$$AAR_t = 1/N \sum_{i=1}^N AR_{it} \dots\dots\dots (2)$$

AAR<sub>t</sub> : t일의 평균비정상수익률

- AR<sub>it</sub> : 기업 i의 t일의 비정상수익률
- N : 표본기업의 수

셋째, AAR<sub>t</sub>의 통계적 검정은 다음의 식 (3)으로 계산된 t값을 사용하였다.

$$t = AAR_t/s \dots\dots\dots (3)$$

- AAR<sub>t</sub> : t일의 평균비정상수익률
- s : 사건전 기간(AD-250~AD-31)의 일별 평균비정상수익률의 표준편차

넷째, 누적평균비정상수익률은 다음의 식 (4)로 측정하였다.

$$CAR = \sum_k AAR_t \dots\dots\dots (4)$$

CAR: t일에서 k일까지의 누적평균비정상수익률

다섯째, CAR의 통계적 검정은 다음의 식 (5)로 계산된 t값을 사용하였다.

$$t = CAR/s\sqrt{T} \dots\dots\dots (5)$$

T: AAR<sub>t</sub>를 누적이한 일 수

3.2.2 횡단면 회귀분석

본 연구에서는 앞에서 설정한 4가지의 가설(가설 2~가설5)을 검정하며, 또한 후임자의 출신성분이 비정상수익률과 관련이 없는지를 확인하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 먼저 전체표본을 대상으로 <가설 2>, <가설 3>, <가설 4>를 검정하며, 또한 후임자의 출신성분이 비정상수익률과 관

련성이 없는지를 확인하기 위하여 식 (6)을 이용한 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 다음으로 전임자의 지위가 공시된 소표본을 대상으로 <가설 5>를 검정하기 위하여 식 (6)에 전임자 지위변수를 독립변수에 함께 포함시킨 식 (7)을 이용한 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 횡단면 회귀분석식에서 종속변수로는 최고경영자 교체공시일의 누적비정상 수익률을 사용하였다. 독립변수로는 비정상수익률의 결정요인을 설명하기 위하여 앞에서 설정한 4가지의 가설(가설2~가설5)을 검정하는데 가장 적절하다고 판단되는 대응변수, 후임자의 출신성분 및 시장국면을 나타내는 가변수를 다음의 식 (6), (7)과 같이 사용하였다.

$$CAR = a_0 + a_1 \text{PERFORM} + a_2 \text{LNSIZE} + a_3 \text{EXPER} + a_4 \text{ORIGIN} + a_5 \text{MRK} \dots\dots\dots (6)$$

$$CAR = a_0 + a_1 \text{PERFORM} + a_2 \text{LNSIZE} + a_3 \text{EXPER} + a_4 \text{ORIGIN} + a_5 \text{DISPO} + a_6 \text{MRK} \dots\dots\dots (7)$$

- CAR: 공시일의 누적비정상수익률
- PERFORM: 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 교체되는 최고경영자가 달성한 경영실적의 상대적 크기
- LNSIZE: 기업의 자기자본의 시가에 자연로그를 취한 값
- EXPER: 후임자가 최고경영자 경력이 없는 경우에는 0의 값을 가지며, 경력이 있는 경우에는 1의 값을 갖는 가변수
- ORIGIN: 후임자의 출신성분이 내부발탁인 경우에는 0의 값을 가지며, 외부영입인 경우에는 1의 값을 갖는 가변수
- MRK: 최고경영자 교체 공시일이 불황국면에 속

하면 0의 값을 가지며, 호황국면에 속하면 1의 값을 갖는 가변수

DISPO: 전임자가 좌천 또는 대표이사를 사임하고 회사를 떠난 경우에는 0의 값을 가지며, 영전 또는 대표이사로 수평이동한 경우에는 1의 값을 갖는 가변수

횡단면 회귀분석식에 사용된 독립변수를 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

(1) PERFORM

동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 최고경영자가 교체되기 전에 달성한 경영실적의 상대적 크기인 PERFORM은 <가설 2>를 검정하기 위한 독립변수이다. 본 연구에서는 PERFORM의 대응변수로 최고경영자가 교체되기 직전 년도의 해당 기업의 총자산순이익률에서 같은 기간의 산업평균 총자산순이익률을 차감한 값을 산업평균 총자산순이익률로 나눈 값을 사용하였다. 가설의 설정에서 설명한 바와 같이 PERFORM의 회귀계수인 a<sub>1</sub>는 (+)일 것으로 예상된다.

(2) LNSIZE

기업의 규모인 LNSIZE는 <가설 3>을 검정하기 위한 독립변수이다. 본 연구에서는 기업의 규모로 최고경영자가 교체되기 직전 연도 말의 자기자본의 시가에 자연로그를 취한 값을 사용하였다. 가설의 설정에서 설명한 바와 같이 LNSIZE의 회귀계수인 a<sub>2</sub>는 (+)일 것으로 예상된다.

(3) EXPER

후임자의 능력을 나타내는 EXPER은 <가설 4>를 검정하기 위한 독립변수이다. 본 연구에서는 후임자의 능력으로 후임자가 최고경영자 경력이 있는지의

여부를 사용하였다. EXPER는 후임자가 대표이사의 경력이 없는 경우 0의 값을 가지며, 대표이사의 경력이 있는 경우 1의 값을 갖는 가변수를 사용하였다. 가설의 설정에서 설명한 바와 같이 EXPER의 회귀계수인  $a_3$ 는 (+)일 것으로 예상된다.

(4) DISPO

전임자의 지위를 나타내는 DISPO는 <가설 5>를 검정하기 위한 독립변수이다. 본 연구에서는 DISPO로 전임자가 고문으로 좌천되거나 또는 대표이사를 사임하고 회사를 떠난 경우 0의 값을 가지며, 회장과 부회장으로 영전 또는 대표이사로 수평이동한 경우 1의 값을 가지는 가변수를 사용하였다. 가설의 설정에서 설명한 바와 같이 DISPO의 회귀계수인  $a_5$ 는 (+)일 것으로 예상된다.

(5) ORIGIN

후임자의 출신성분을 나타내는 ORIGIN은 후임자의 출신성분이 내부발탁인 경우 0의 값을 가지며, 외부영입인 경우 1의 값을 갖는 가변수로 정의하였다.

(6) MRK

시장국면이 정보내용에 영향을 미칠 수 있으므로<sup>4)</sup> 시장국면을 나타내는 가변수인 MRK를 통제변수로 사용하였다. 본 연구에서 MRK는 불황국면(95.1~97.12)에는 0의 값을 가지며, 호황국면(93.1~94.12)에는 1의 값을 갖는 가변수로 정의하였다.

3.3 표본의 선정

본 연구의 분석대상에 포함된 표본기업은 다음과 같은 기준에 의하여 선정되었다.

- (1) 1993년 1월 1일부터 1997년 12월 31일 사이에 최고경영자가 교체된 날이 경제신문과 시중 일간지에서 명확하게 확인할 수 있는 기업<sup>5)</sup>
- (2) 주가의 반응을 분석할 수 있는 상장기업
- (3) 최고경영자가 교체된 회사 중 자기자본이 잠식된 것과 같은 비정상적인 상황에 있지 않았던 기업
- (4) 은행, 보험, 증권업종을 제외한 기업
- (5) 특정 연도에 최고경영자 교체를 2회 이상 공시한 기업의 경우 처음 공시를 표본에 포함하였음
- (6) 한국신용평가주식회사가 발간한 재무제표 및 일별 주가수익률 자료를 이용할 수 있는 기업 셋째 기준을 적용한 이유는 자기자본이 잠식된 것과 같은 비정상적인 기업의 재무구조는 일반 기업에 비하여 매우 열악하며, 또한 정확한 회계수치의 획득이 용이하지 않으므로 이들의 기업이 회귀분석의 표본에 포함되면 본 연구의 결과가 왜곡될 수 있는 가능성이 있기 때문이다. 또한 넷째 기준은 이들 업종에 속한 기업이 사실상 공적 기업으로 최고경영자의 선임과정이 일반 기업과 많은 차이가 있기 때문에 이러한 업종에 속한 기업을 표본에서 제외시키기 위하여 적용되었다. 다섯째 기준은 경영자의 경영성과를 나타내는 회계수치가 년 단위로

4) 한신경제연구소(1993)는 시설투자공시라는 일종의 호재가 약세시장에서는 전반적인 재료부족으로 인하여 강하게 주가에 반영되었으나, 강세시장에서는 전체시장여건이 호조를 보이므로 시설투자 공시정보라는 호재가 주가에 크게 부각되지 않는다고 주장하였다.  
 5) 본 연구에서는 최고경영자를 대표이사 사장으로 정의하였으며, 교체되는 기업의 대표이사의 수가 단수인 경우만을 표본에 포함시켰다. 그 이유는 복수의 대표이사 중 한 명의 대표이사가 교체될 때의 정보효과는 단수의 대표이사가 교체될 때와 다를 것으로 판단되기 때문이다. 또한 공동 대표이사중 어느 대표이사가 실질적인 의사결정권을 가지는지를 객관적으로 파악하는 것이 불가능하기 때문이다.

측정되기 때문에 적용되었다.

위와 같은 기준을 적용하여 본 연구의 표본으로 최종선정된 기업은 159개이었으며, 그 중 전임자의 지위가 공시된 기업은 82개인 것으로 나타났다. 최종표본으로 선정된 159개 기업과 전임자의 지위가 공시된 82개 기업의 각각 연도별 표본회사의 수와 산업별 분포는 각각 다음의 <표 1>과 <표 2>와 같다.

<표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 연도별 표본수는 1994년이 36개 기업으로 가장 많았으며, 1997

년이 24개 기업으로 가장 적었으나 연도별 표본수는 거의 비슷하였다. 또한 <표 2>에서 볼 수 있는 바와 같이 표본기업의 업종별 분포에 의하면 화합물 및 화학제품제조업과 건설업이 각각 27개 회사로 가장 많았으며, 그 다음으로는 섬유제품제조업이 14개 회사로 많았다. 나머지 대부분의 업종에는 3~7개의 회사가 있는 것으로 나타났다. 그리고 기타 업종에는 자동차판매·수리 및 차량소매업, 숙박 및 음식점업, 운송 및 창고관련서비스업 등의 7개 업종에 각각 1~2개 회사가 포함되어 있는 것으로 나타났다.

<표 1> 연도별 표본기업의 수

연도별	회사수
1993	35(19)
1994	36(11)
1995	33(15)
1996	31(22)
1997	24(15)
총	159(82)

<표 2> 업종별 표본기업의 수

업종별	회사수
음식료제품제조업	11(6)
섬유제품제조업	14(7)
의복 및 모피제품제조업	4(1)
펄프, 종이 및 종이제품제조업	4(2)
화합물 및 화학제품제조업	27(14)
비금속광물제품제조업	8(4)
제1차금속산업	12(7)
기계 및 장비제조업	6(3)
전기기계 및 전기변환장치제조업	3(1)
영상, 음향 및 통신장비제조업	7(3)
자동차 및 트레일러제조업	7(6)
가구 및 기타제조업	4(2)
건설업	27(11)
도매 및 상품중개업	9(5)
소매업 및 소비용품 수선업	4(1)
기타 업종	12(9)
총	159(82)

( )속의 숫자는 전임자의 지위가 공시된 소표본의 수를 의미함

## IV. 실증분석결과

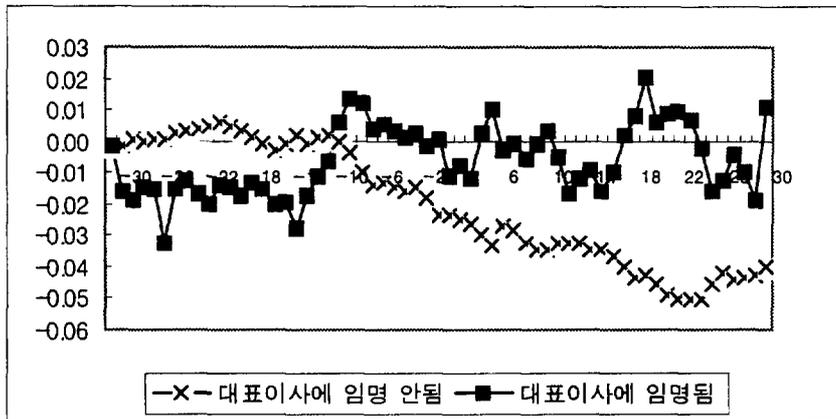
### 4.1 최고경영자 교체공시가 주가에 미치는 영향

최고경영자 교체공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향에 대한 <가설 1-a>와 <가설 1-b>를 검증하기 위하여 각 소표본의 공시일 전후 각 30일간 (AD-30~AD+30)의 비정상수익률(AAR), 누적비정상수익률(CAR) 및 t값을 정리하면 <부표 1>과 같다. 또한 <부표 1>에 나타나 있는 누적비정상수익률을 그림으로 나타내면 [그림 1]과 같다. <부표 1>에 나타나 있는 비정상수익률의 분석결과에 의하면, 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않은 소표본의 주가는 [그림 1]에서 볼 수 있는 바와 같이 공시일전의 기간(AD-30~AD-2)과 공시일 9일 이후의 기간(AD+9~AD+30)에 걸쳐 별다른 양상을 보이지 않는다. 그러나 공시일

(AD-1~AD+1)과 (AD-1~AD+8)기간에 걸쳐 주가는 하락하는 양상을 보이고 있는 것으로 나타났다. 한편 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 소표본의 주가는 <부표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 공시일 전후기간(AD-30~AD+30)에 걸쳐 별다른 양상을 보이지 않는 것으로 나타났다. 두 소표본의 공시일 전후기간의 비정상수익률을 보다 구체적으로 분석하기 위하여 공시일과 공시일 전후 상이한 여러 기간의 비정상수익률을 표로 나타내면 다음의 <표 3>과 같다.

<표 3>에서 볼 수 있는 바와 같이 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않은 소표본의 공시일 (AD-1~AD+1)과 공시일부터 공시일 후 8일까지의 기간(AD-1~AD+8)의 비정상수익률은 -0.880%( $t=-2.921$ )와 -1.746%( $t=-3.179$ )로 각각 유의수준 1%에서 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타났다.<sup>6)</sup> 이러한 분석결과에 의하면 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는다는 최고경영자

[그림 1] 최고경영자 교체공시일 전후 주식의 비정상수익률 행태



6) 시장조정수익률모형을 이용한 공시일 전후 비정상수익률의 측정 및 통계적 유의성을 검증한 결과는 다음과 같다. 전임자가 대표이사에 임명되지 않은 소표본의 AD-1~AD+1과 AD-1~AD+8 기간의 비정상수익률이 각각 -0.579%( $t=-1.907$ )과 -1.014%( $t=-1.829$ )로 유의한 음의 값을 가지는 것으로 나타났다. 반면에 전임자가 대표이사에 임명되는 소표본의 AD-1~AD+1과 AD-1~AD+8 기간의 비정상수익률은 각각 -1.235%( $t=-0.925$ )과 -1.352%( $t=-0.550$ )으로 유의한 음의 값을 가지지 않는 것으로 나타났다. 또한 나머지 기간의 비정상수익률행태도 본 연구의 결과와 유사하게 나타나, 이를 분리하여 보고하지 않았다.

〈표 3〉 공시일과 그 전후기간의 주식의 비정상수익률

구분	대표이사에 임명되지 않은 소표본	대표이사에 임명된 소표본
CAR(AD-30~AD-2) t값	-1.500% (-1.601)	0.277% (0.066)
CAR(AD-1~AD+1) t값	-0.880% (-2.921)***	-1.415% (-1.055)
CAR(AD-1~AD+8) t값	-1.746% (-3.179)***	-0.836% (-0.341)
CAR(AD+9~AD+30) t값	-0.742% (-0.911)	1.643% (0.452)

교체공시는 공시일과 공시일 후 8일까지 주가를 하락시킨다는 것을 보여주고 있다. 따라서 한국증권시장에서 전임자가 대표이사에 임명되지 않는 최고경영자 교체공시는 주식의 비정상수익률에 음의 영향을 미친다고 할 수 있으므로<sup>7)</sup> 〈가설 1-a〉은 채택된다. 반면에 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 소표본의 비정상수익률은 공시일과 공시일 전후 여러 상이한 기간에 걸쳐 유의하지 않게 나타났다. 따라서 한국증권시장에서 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명된다는 최고경영자 교체공시는 주식의 비정상수익률에 별다른 영향을 미치지 않는다고 할 수 있으므로 〈가설 1-b〉는 채택된다.

이러한 분석결과에 의하면 투자자들은 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 교체를 문책성 교체로 판단하며, 이러한 문책성 교체공시를 성과가 저조한 경영자가 교체됨으로 인하여 향후 주가가 상승할 것이라는 긍정적인 정보 대신 공시시점에서의 경영성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가한다. 반면에 투자자들은 전임자가 다른

회사의 대표이사에 임명되는 교체를 보상성 교체로 판단하며, 이러한 보상성 교체공시를 공시시점에서의 경영성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가하지 않는다는 것을 입증하고 있다.

#### 4.2 횡단면 회귀분석결과

먼저 〈가설 2〉, 〈가설 3〉, 〈가설 4〉를 검정하며, 또한 가설의 설정에서 설명한 바와 같이 후임자의 출신성분이 비정상수익률과 관련이 없는지를 확인하기 위하여 전체표본을 대상으로 식 (6)을 이용한 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석식 (6)에서 종속변수로 CAR(AD-1~AD+8)을 사용하였으며, 그 이유는 〈표 3〉에서 볼 수 있는 바와 같이 최고경영자 교체공시가 공시일부터 공시 8일 후까지 주가를 큰 폭으로 하락시키는 것이 관찰되었기 때문이다. 다음으로 〈가설 5〉를 검정하기 위하여 전임자의 지위가 공시된 소표본을 대상으로 식 (7)을 이용한 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석식 (7)

7) 최고경영자 교체공시의 정보효과를 실증분석한 선행연구의 결과 최고경영자 교체공시일 전후에 유의한 부의 비정상수익률이 나타난다는 것을 제시하고 있는 연구는 Beatty와 Zajac(1987)의 연구밖에 없는 실정이다. 그들의 연구에서는 후임자를 내부에서 선임하는 경우 AD+1과 AD+2에 각각 -0.4%, 후임자를 외부에서 선임하는 경우 AD+3에 -0.2%의 유의한 비정상수익률이 나타난다는 것을 제시하고 있다. 본 연구의 분석결과 공시일의 비정상수익률은 -0.88%로 Beatty와 Zajac(1987)의 연구결과보다 작은 값을 가진다고 할 수 있다.

에서 종속변수로 CAR(AD-1~AD+3)을 사용하였다. 그 이유는 <부표 2>에서 볼 수 있는 바와 같이 공시일 3일 후까지 주가가 연속적으로 하락하는 것이 관찰되었으며, 또한 CAR(AD-1~AD+3)이 CAR(AD-1~AD+8)보다 통계적으로 더 유의한 값을 가지는 것으로 나타났기 때문이다. 횡단면 회귀분석식 (6)과 (7)에서 독립변수로는 두 식에서 볼 수 있는 바와 같이 각 가설을 검정하는데 적합한 대응변수를 사용하였다.

횡단면 회귀분석에 사용된 변수들의 기초통계치는 다음의 <표 4>와 같다.

또한 식 (6)을 이용하여 횡단면 회귀분석을 실시한 결과는 다음의 <표 5>와 같다.

<표 5>에서 볼 수 있는 바와 같이 식 (6)을 사용한 회귀식 1의 조정된 결정계수(adj-R<sup>2</sup>)는 8.90%이며, F값은 3.897으로 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 또한 <가설 2>와 <가설 3>을 검정하기 위한 독립변수의 회귀계수는 예상한 것과 같은 부호를 가지며, 적어도 유의수준 5%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 그러나 <가설

4>를 검정하기 위한 독립변수의 회귀계수는 유의하지 않게 나타났다.

회귀식 1의 개별회귀계수를 근거로 <가설 2>, <가설 3>, <가설 4>를 검정한 내용은 다음과 같다.<sup>8)</sup>

PERFORM의 회귀계수 a<sub>1</sub>은 예상한 것과 같은 (+)부호를 가지며, 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 교체되는 최고경영자가 달성한 경영실적의 상대적 크기와 주가변동은 양의 관계에 있다는 <가설 2>를 지지하는 것을 의미한다.

LNSIZE의 회귀계수 a<sub>2</sub>는 예상한 것과 같은 (+)부호를 가지며, 유의수준 5%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 기업의 규모와 주가변동은 양의 관계에 있다는 <가설 3>을 지지하는 것을 의미한다.

EXPER의 회귀계수인 a<sub>3</sub>는 예상한 것과 같은 (+)부호를 가지나 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 이러한 결과는 후임자가 최고경영자의 경력이 있는 경우 주가는 덜 하락하게 된다는 <가설 4>를 입증하지 못한다는 것을 의미한다.<sup>9)</sup>

<표 4> 변수들의 기초통계치

변수	평균	표준편차	최소값	최대값
CAR(-1,8)	-0.02	0.09	-0.26	0.29
CAR(-1,3)*	-0.02	0.07	-0.25	0.14
PERFORM	0.86	39.25	-30.70	95.75
LNSIZE	10.25	1.54	6.34	13.94
ORGIN	0.26	0.44	0.00	1.00
EXPER	0.22	0.41	0.00	1.00
DISPO*	0.70	0.46	0.00	1.00
MRK	0.44	0.50	0.00	1.00

주: \*는 전임자의 지위가 공시된 소표본의 값을 의미함

8) 회귀식 1에서 LNSIZE로 자기자본의 시가 대신 총자산에 자연로그를 취한 값을 사용하여 회귀분석한 결과는 다음과 같다. 전체식의 adj-R<sup>2</sup>와 F값은 6.30%, 3.030으로 각각 회귀식 1보다 작은 값을 가지는 것으로 나타났다. 또한 LNSIZE 변수의 회귀계수는 0.003(t=0.468)으로 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다.

9) 익명의 심사위원이 지적한 바와 같이 요즈음과 같이 연공서열이 붕괴되는 상황에서는 오히려 파격적인 인사의 시행이 비정상수익률에 정의 영향을 미칠 수도 있기 때문에 후임자가 대표이사의 경력이 있어야 반드시 회사의 전망이 좋다고 할 수는 없다는 것과 맥을 같이 하고 있다.

〈표 5〉 전체표본의 비정상수익률 결정요인분석

$$CAR = a_0 + a_1 \text{PERFORM} + a_2 \text{LNSIZE} + a_3 \text{EXPER} + a_4 \text{ORIGIN} + a_5 \text{MRK}$$

변수	예상 부호	회귀식 1			회귀식 2		
		회귀계수	t값	VIF	회귀계수	t값	VIF
INTERCEPT		-0.1491	-2.405***		-0.163	-2.085***	
PERFORM	+	0.002	2.913***	1.024	0.002	2.569***	1.140
LNSIZE	+	0.013	2.010**	1.773	0.015	1.938**	2.553
EXPER	+	0.027	1.377	1.235	0.028	1.387	1.303
ORGIN		-0.028	-1.476	1.265	-0.032	-1.536	1.496
MRK		-0.001	-0.050	1.773	-0.000	-0.200	1.973
GROWTH					0.000	0.644	1.052
PER*ORI					0.002	0.562	1.344
OWN					-0.000	-0.169	1.169
GROUP					-0.012	-0.698	1.397
R <sup>2</sup>		0.119			0.129		
adj-R <sup>2</sup>		0.089			0.072		
F		3.897***			2.294**		

주) 1. 독립변수를 정의하면 다음과 같음.

PERFORM: 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 교체되는 최고 경영자가 달성한 경영실적의 상대적 크기

LNSIZE : 기업의 자기자본의 시가에 자연로그를 취한 값

ORIGIN : 후임자의 출신성분이 내부발탁인 경우 0의 값을 가지며, 외부영입인 경우 1의 값을 갖는 가변수

EXPER : 후임자가 최고경영자 경력이 없는 경우 0의 값을 가지며, 경력이 있는 경우 1의 값을 갖는 가변수

MRK : 불황국면에는 0의 값을 가지며, 호황국면에는 1의 값을 갖는 가변수

GROWTH : 총자산증가율

PER\*ORI : PERFORM과 ORIGIN을 곱한 값

OWN : 대주주 1인 지분율

Group : 기업집단인 경우 1의 값을 가지며, 기업집단이 아닌 경우 0의 값을 갖는 가변수

2. \*\*\*는 1%, \*\*는 5% 유의수준에서 유의함을 의미함.

ORIGIN의 회귀계수인  $a_4$ 는 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 이러한 결과는 후임자를 내부발탁과 외부영입하는 방법 중 어느 것이 유리한지는 기업이 처해있는 상황에 의하여 결정된다는 것을 나타내고 있다.

한편 회귀식 2는 기업의 성장성(GROWTH), 전

임자의 성과와 후임자의 출신성분을 함께 고려한 변수(PER\*ORI), 대주주지분율(OWN) 및 대기업집단에 속하는지의 여부(GROUP)가 비정상수익률에 영향을 미치는지를 확인하기 위하여 식 (6)의 독립변수에 두 변수를 추가하여 회귀분석한 결과를 나타내고 있다.<sup>10)</sup> 분석결과 회귀식 2의 조정된 결

10) 익명의 심사위원이 지적한 바와 같이 성장하는 기업의 경우 경영자 교체는 기업의 사활을 좌우하는 중요한 결정이며, 전임자의 성과가 낮고 후임자가 외부영입인 경우 비정상수익률이 높게 나타날 가능성이 있다. 또한 대주주지분율과 대기업집단에 속하는지의 여부가 비정상수익률에 영향을 미칠 가능성이 있다. 따라서 본 연구에서는 이러한 가능성을 확인하기 위하여 회귀식 2를 이용한 회귀분석을 실시하였다.

〈표 6〉 전임자의 지위가 공시된 소표본의 비정상수익률 결정요인분석

$$CAR = a_0 + a_1 \text{PERFORM} + a_2 \text{LNSIZE} + a_3 \text{EXPER} + a_4 \text{ORIGIN} + a_5 \text{DISPO} + a_6 \text{MRK}$$

변수	예상부호	회귀계수	t값	VIF
INTERCEPT		-0.117	-1.897*	
PERFORM	+	0.005	2.591***	1.089
LNSIZE	+	0.010	1.565	2.015
EXPER	+	-0.027	-1.380	1.389
ORGIN		-0.022	-1.110	1.427
DISPO	+	0.027	1.672*	1.071
MRK		-0.019	-0.925	2.218
R <sup>2</sup>			0.174	
adj-R <sup>2</sup>			0.106	
F			2.562**	

주) 1. 독립변수를 정의하면 다음과 같음.  
 PERFORM : 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 교체되는 최고 경영자가 달성한 경영실적의 상대적 크기  
 LNSIZE : 기업의 자기자본의 시가에 자연로그를 취한 값  
 EXPER : 후임자가 최고경영자 경력이 없는 경우 0의 값을 가지며, 경력이 있는 경우 1의 값을 갖는 가변수  
 ORIGIN : 후임자의 출신성분이 내부발탁인 경우 0의 값을 가지며, 외부 영입인 경우 1의 값을 갖는 가변수  
 DISPO : 전임자가 좌천 또는 대표이사를 사임하고 회사를 떠난 경우 0의 값을 가지며, 승진 또는 대표이사로 수평이동된 경우 1의 값을 갖는 가변수  
 MRK : 불황국면에는 0의 값을 가지며, 호황국면에는 1의 값을 갖는 가변수  
 2. \*\*\*는 1%, \*\*는 5%, \*는 10% 유의수준에서 유의함을 의미함.

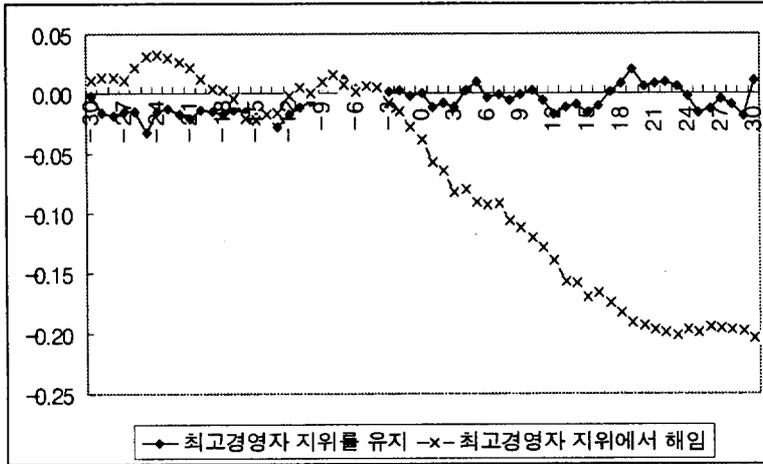
정계수(adj-R<sup>2</sup>)는 7.20%이며, F값은 2.294로 유의수준 5%에서 통계적으로 유의하게 나타났으나, 회귀식 2의 설명력과 F값이 회귀식 1보다 각각 작다는 것을 알 수 있다. 또한 GROWTH, PER\* ORI, OWN 및 GROUP의 회귀계수가 각각 통계적으로 유의하지 않게 나타난 점을 제외하면 나머지 독립변수의 유의성은 회귀식 1의 내용과 유사한 결과를 보여주고 있다.<sup>11)</sup>

한편 〈가설 5〉를 검증하기 위하여 전임자의 지위가 공시된 소표본을 대상으로 식 (7)을 이용하여 횡단면 회귀분석한 결과는 다음의 〈표 6〉에 나타나 있다.

〈표 6〉에서 볼 수 있는 바와 같이 회귀식의 조정된 결정계수(adj-R<sup>2</sup>)는 10.60%이며, F값은 2.562로 유의수준 5%에서 통계적으로 유의하게 나타났다.<sup>11)</sup> 또한 〈가설 5〉를 검증하기 위한 DISPO의 회귀계수

11) perform의 대응변수인 총자산순이익률을 계산하는데 사용한 순이익은 특별손익의 영향을 많이 받을 뿐 아니라 연도별 편차가 큰 문제점이 있다. 따라서 perform의 대응변수로 직전 연도 총자산경상이익률을 사용하여 회귀분석한 결과에 의하면 perform의 회귀계수가 회귀식 1과 2에서 각각 0.0004(t=2.307)과 0.0004(t=2.325)으로 유의수준 5%에서 유의하게 나타났다. 또한 나머지 변수들의 통계적 유의성도 본 연구결과와 유사하게 나타나 이를 분리하여 보고하지 않았다.  
 12) CAR(AD-1~AD+1)과 CAR(AD~AD+3) 등과 같이 공시일 직전후의 여러 기간의 비정상수익률을 종속변수로 사용하여 회귀분석한 결과 회귀식의 R<sup>2</sup>와 F값이 〈표 6〉의 값보다 각각 작은 것으로 나타났으며, 유의하게 나타난 독립변수의 수도 〈표 6〉의 결과보다 감소하였다. 따라서 이러한 회귀분석결과가 본 연구의 결과를 변경시키지 않는 것으로 판단하여 이를 분리하여 보고하지 않았다.

(그림 2) 전임자가 최고경영자의 지위를 유지 또는 해임된 소표본의  
누적비정상수익률



는 예상한 것과 같은 부호를 가지며, 유의수준 10%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. LNSIZE의 회귀계수가 유의수준 12%에서 유의하게 나타나 전체 표본을 대상으로 회귀분석한 결과보다 유의성이 다소 낮은 점을 제외한 나머지 독립변수의 유의성은 <표 5>의 내용과 유사하게 나타났다. 이러한 결과는 전임자가 좌천 또는 대표이사를 사임하고 회사를 떠난 기업의 주가는 그렇지 않은 경우보다 큰 폭으로 하락하게 된다는 <가설 5>를 지지하는 것을 의미한다.

전임자의 지위정보가 비정상수익률에 미치는 영향을 보다 심도있게 분석하기 위하여 전임자의 지위에 따라 소표본으로 구분한 후 각 소표본의 비정상수익률을 측정하였다.<sup>13)</sup> 측정결과 전임자가 대표이사로 수평이동하여 최고경영자지위를 유지하는 소표본과 대표이사를 사임하고 회사를 떠나는 즉,

최고경영자지위에서 해임되는 소표본의 주가행태가 가장 대조적으로 나타나, 두 소표본의 공시일 전후의 비정상수익률을 측정하여 <부표 3>에 나타내었다.<sup>14)</sup> 또한 <부표 3>에 나타나 있는 비정상수익률의 행태를 그림으로 나타내면 다음의 (그림 2)와 같다.

[그림 2]에서 볼 수 있는 바와 같이 전임자가 대표이사 사장으로 수평이동하여 최고경영자 지위를 유지한 소표본의 공시일(AD-1~AD+1)의 비정상수익률은 -1.41%이며, t값이 -1.06으로 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 반면에 전임자가 대표이사를 사임하고 별다른 지위없이 즉, 해임된 소표본의 공시일(AD-1~AD+1)의 비정상수익률은 -4.28%이며, t값이 -3.43로 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 또한 이러한 주가

13) 전임자의 지위가 공시된 총 82개의 표본은 전임자가 회장(18), 부회장(30), 사장(8), 고문(13) 등의 지위를 가진 소표본과 전임자가 대표이사를 사임하고 회사를 떠나는 즉, 해임되는 소표본(13)으로 구분할 수 있다.

14) 한국 기업의 경우 전임 최고경영자가 회장, 부회장의 직위를 가지고 수행하는 경영활동이 기업별로 큰 차이가 있으므로 전임자가 그러한 직위를 가지는 것이 대표이사의 직위를 가지는 것보다 상대적으로 더 중요한 역할을 수행한다고 단정할 수는 없는 실정이다. 그러나 투자자들은 전임자가 대표이사 사장으로 수평이동하는 경우가 최소한 해임되는 경우보다 상대적으로 해당 기업의 과거 경영실적이 좋았다는 정보로 인식한다고 볼 수 있다.

의 하락세는 공시일 이후 23일까지 지속되는 것으로 나타났다<sup>15)</sup>. 이러한 분석결과는 전임자의 지위 정보가 비정상수익률에 영향을 미친다는 것을 나타내고 있다.

한편 본 연구의 회귀분석에 사용된 독립변수들간에 다중공선성(multicollinearity)문제가 발생할 가능성이 있기 때문에 다중공선성에 대한 문제는 VIF(variance inflation factor)로 검토하였다. <표 5>와 <표 6>에 나타나 있는 횡단면 회귀분석결과에 의하면 각 독립변수의 VIF가 2.553을 초과하지 않아 심각한 다중공선성에 대한 문제는 존재하지 않는 것으로 판단할 수 있다.

앞에서 가설을 검정한 결과를 요약하면 <가설 1-a>, <가설 1-b>, <가설 2>, <가설 3> 및 <가설 5>는 지지되나, <가설 4>는 입증되지 못하는 것으로 나타났다. 또한 후임자의 출신성분은 기업가치와 관련이 없는 것으로 나타났다.

## V. 결 론

본 연구의 목적은 1993년 1월 1일부터 1997년 12월 31일 사이에 최고경영자 교체를 공시한 한국의 상장기업 중 표본으로 선정된 159개 기업을 대상으로 최고경영자 교체공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향과 비정상수익률의 결정요인을 분석하는 것이다. 본 연구의 실증분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 소표본의 주가는 공시일(AD-1~AD+1)

과 공시일부터 공시일 후 8일까지의 기간(AD-1~AD+8)에 걸쳐 각각 -0.880%와 -1.746%의 큰 폭으로 하락한 것으로 나타났다. 이러한 주가의 하락은 각각 통계적으로 1% 유의수준에서 유의한 결과이다. 반면에 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 소표본의 주가는 공시일과 공시일 전후의 여러 상이한 기간에 걸쳐 별다른 양상을 보이지 않는 것으로 나타났다. 따라서 <가설 1-a>와 <가설 1-b>는 채택된다. 이러한 분석결과에 의하면 투자자들은 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 교체를 문책성 교체로 판단하며, 이러한 문책성 교체공시를 성과가 저조한 경영자가 교체됨으로 인하여 향후 주가가 상승할 것이라는 긍정적인 정보 대신 공시시점에서의 경영성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가한다. 반면에 투자자들은 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 교체를 보상성 교체로 판단하며, 이러한 보상성 교체공시를 공시시점에서의 경영성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가하지 않는다는 것을 입증하고 있다.

둘째, 본 연구에서는 4가지의 가설(가설2~가설5)을 검정하며, 또한 후임자의 출신성분이 비정상수익률과 관련이 없는지를 확인하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 횡단면 회귀분석을 실시한 결과는 다음과 같다.

동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 교체되는 최고경영자가 달성한 경영실적의 상대적 크기(PERFORM), 기업의 규모(LNSIZE), 그리고 전임자의 지위를 나타내는 가변수(DISPO)는 공시일의 비정상수익률차이를 예상한 바와 같이 설명하는데 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 그러나

15) 본 연구의 분석결과에 의하면  $CAR(AD-1 \sim AD+23)$ 는  $-18.63\%$ ( $t=-5.18$ )로 나타나,  $CAR(AD+5 \sim AD+30)$ 이  $-4.30\%$ ( $z=-2.37$ )로 나타난 Warner et al.(1988)의 연구결과보다 주가의 하락폭이 더 크다는 것을 알 수 있다.

후임자의 능력을 나타내는 가변수(EXPER)는 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 이러한 분석결과에 의하면 <가설 2>, <가설 3>, <가설 5>는 지지되나, <가설 4>는 기각된다. 한편 후임자의 출신 성분은 비정상수익률과 관련이 없는 것으로 나타났다. 이는 후임자를 내부발탁과 외부영입하는 방법 중 어느 것이 유리한지는 기업이 처해있는 상황에 의하여 결정된다는 것을 의미하고 있다.

본 연구의 결과는 한국의 기업경영에 다음과 같은 정책적 함의를 제시한다고 할 수 있다. 첫째로 한국증권시장에서는 최고경영자 교체의 긍정적인 실제효과가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 한국적 실정에서 단일 지배주주가 독단적으로 사전에 지명된 사람이 최고경영자로 선임되므로 이사회가 최고경영자의 경영능력을 구체적으로 검증할 수 있는 기회를 가지지 못하게 된다. 따라서 이러한 단일 지배주주의 독단적인 의사결정을 견제할 수 있도록 이사회와 감사의 기능을 강화하려는 노력이 지속되어야 할 것으로 판단된다. 둘째로 최고경영자를 교체하려는 기업은 교체공시의 부정적인 효과를 제거하기 위하여 최고경영자가 교체되는 사유와 전임자의 지위에 관한 정보를 가능한 한 명확히 공시할 필요가 있다.

본 연구가 가지고 있는 실증분석상의 한계점은 다음과 같다.

첫째, 단일 지배주주가 평상시 기업경영에 행사한 영향력을 객관적으로 측정할 수 없었다. 따라서 이러한 변수가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향을 충분히 분석하지 못하였다.

둘째, 전임 최고경영자와 후임 최고경영자의 경영능력을 측정할 수 있는 변수들의 대체대용변수를 충분히 검토하지 못하였다.

셋째, 특정 소표본으로 선정된 기업의 수가 충분

하지 않아 특정 소표본의 주가반응결과를 일반화시키는데 다소 어려움이 있었다.

넷째, 최고경영자가 교체될 때 기업의 상황과 전략을 구체적으로 파악할 수 없었기 때문에 후임자의 출신성분이 비정상수익률에 미치는 영향을 충분히 분석할 수 없었다.

다섯째, 은행 등과 같은 대규모 공적 기업을 대상으로는 최고경영자 교체효과를 분석하지 못하였다.

최고경영자 교체공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구는 주식의 비정상수익률을 보다 정교하게 측정하는 모형과 비정상수익률의 결정요인을 보다 객관적으로 설명하는 이론적 모형을 개발하는 방향으로 지속되어야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 강영걸(1998), "최고관리자 교체와 조직성과 : 우리나라 상장제조업체를 중심으로," 경영학연구, 27, 363-389.
- 강효석, 권석균, 이원홍, 조장연(1999), 기업구조조정론: 가치창조경영의 전략방안, 서울, 홍문사
- 김계정(1998), 최고경영자 승계가 조직성과에 미치는 영향, 고려대학교 박사학위 논문.
- 김지수(1996), "중소기업의 재무적 특성과 자본비용에 관한 연구," 재무연구, 21, 135-165.
- 신동명(1995), "현금흐름이 제조업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구," 증권금융연구, 1, 93-110.
- 임용기(1998), "IMF체제하에서의 대기업·지배구조에 대한 평가," 연세경영연구, 43-72.
- 한신경제연구소(1993), 시설투자가 주가에 미치는 영향.
- Beatty, R. P. and E. J. Zajac (1987), "CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects,"

- Strategic Management Journal* 8, 305-317.
- Bonnier, K. and R. F. Bruner (1989), "An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change In Distressed Firms," *Journal of Accounting and Economics*, 11, 95-106.
- Denis, D. J. and D. K. Denis (1995), "Performance Changes Following Top Management Dismissals," *Journal of Finance*, 4, 1029-1057.
- Fortune, 1999. 9. 6.
- Furtado, E. P. H. and M. S. Rozeff (1987), "The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes," *Journal Financial Economics*, 18, 147-160.
- Reingnaum, M. R. (1985), "The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth," *Administrative Science Quarterly*, 46-60.
- Warner, J. B., R. L. Watts, and K. H. Wruck (1988), "Stock Prices and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492.
- Weisbach, M. S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

<부표 1> 전임최고경영자의 대표이사 임명여부로 구분한 소표본의 비정상수익률

Date	대표이사에 임명되지 않는 소표본				대표이사에 임명되는 소표본			
	AAR	t	CAR	t	AAR	t	CAR	t
-30	-0.00149	-0.85953	-0.00149	-0.85953	-0.00173	-0.22320	-0.00173	-0.22320
-29	0.00011	0.06448	-0.00138	-0.56218	-0.01408	-1.81852	-0.01581	-1.44371
-28	0.00189	1.08751	0.00051	0.16885	-0.00263	-0.33996	-0.01844	-1.37507
-27	-0.00092	-0.46978	0.00040	0.10299	-0.00090	-0.11599	-0.01552	-0.89639
-25	-0.00003	-0.01554	0.00037	0.58664	0.01746	2.25471	-0.01500	-0.73240
-23	0.00032	0.18538	0.00302	0.61429	0.00233	0.30108	-0.01267	-0.57865
-22	0.00093	0.53656	0.00395	0.75801	-0.00433	-0.55955	-0.01700	-0.73207
-21	0.00049	0.28267	0.00444	0.80850	-0.00348	-0.44911	-0.02048	-0.83652
-20	0.00170	0.98100	0.00615	1.06666	0.00649	0.83880	-0.01399	-0.54468
-19	-0.00171	-0.98273	0.00444	0.73756	-0.00082	-0.10540	-0.01480	-0.55192
-18	-0.00138	-0.79447	0.00306	0.48828	-0.00292	-0.37691	-0.01772	-0.63480
-17	-0.00190	-1.09442	0.00116	0.17802	0.00450	0.58176	-0.01322	-0.45623
-16	-0.00211	-1.21704	-0.00096	-0.14225	-0.00183	-0.23611	-0.01504	-0.50172
-15	-0.00203	-1.16868	-0.00299	-0.42991	-0.00507	-0.65474	-0.02011	-0.64948
-14	0.00175	1.00979	-0.00123	-0.17216	0.00035	0.04508	-0.01976	-0.61915
-13	0.00291	1.67300	0.00167	0.22702	-0.00801	-1.03449	-0.02777	-0.84554
-12	-0.00247	-1.42314	-0.00080	-0.10553	0.01046	1.35120	-0.01731	-0.51300
-11	0.00209	1.20092	0.00129	0.16568	0.00631	0.81555	-0.01100	-0.31765
-10	0.00064	0.36960	0.00193	0.24234	0.00468	0.60488	-0.00632	-0.17800
-9	-0.00242	-1.39493	-0.00049	-0.06063	0.01260	1.62762	0.00629	0.17311
-8	-0.00344	-1.97755	-0.00393	-0.47165	0.00757	0.97753	0.01385	0.37313
-7	-0.00601	-3.46114	-0.00994	-1.16822	-0.00139	-0.17928	0.01247	0.32868
-6	-0.00381	-2.19229	-0.01375	-1.58307	-0.00834	-1.07737	0.00413	0.10656
-5	0.00018	0.10478	-0.01357	-1.53178	0.00124	0.16055	0.00537	0.13598
-4	-0.00083	-0.47553	-0.01439	-1.59467	-0.00219	-0.28300	0.00318	0.07897
-3	-0.00134	-0.76914	-0.01573	-1.71128	-0.00196	-0.25342	0.00122	0.02966
-2	0.00075	0.43178	-0.01498	-1.60134	0.00156	0.20098	0.00277	0.06646
-1	-0.00292	-1.67991	-0.01790	-1.88113	-0.00428	-0.55257	-0.00151	-0.03554
0	-0.00581	-3.34485	-0.02371	-2.45130	0.00226	0.29127	0.00075	0.01735
1	-0.00006	-0.03512	-0.02377	-2.41890	-0.01213	-1.56665	-0.01138	-0.25987
2	-0.00115	-0.66033	-0.02492	-2.49692	0.00334	0.43193	-0.00804	-0.18071
3	-0.00155	-0.89004	-0.02646	-2.61256	-0.00378	-0.48812	-0.01182	-0.26174
4	-0.00305	-1.75475	-0.02951	-2.87158	0.01450	1.87277	0.00268	0.05858
5	0.00599	3.44732	-0.02707	-2.56196	-0.01317	-1.70046	-0.00319	-0.06774
7	-0.00161	-0.92746	-0.02868	-2.67847	0.00254	0.32821	-0.00065	-0.01360
8	-0.00376	-2.16523	-0.03244	-2.99063	-0.00494	-0.63782	-0.00559	-0.11556
9	-0.00182	-1.04893	-0.03426	-3.11886	0.00475	0.61392	-0.00083	-0.01703
10	0.00002	0.01094	-0.03424	-3.07888	0.00372	0.48050	0.00289	0.05822
11	0.00145	0.83650	-0.03279	-2.91293	-0.00783	-1.01150	-0.00495	-0.09856
12	0.00040	0.23086	-0.03239	-2.84365	-0.01187	-1.53294	-0.01681	-0.33118
13	0.00018	0.10478	-0.03221	-2.79536	0.00525	0.67773	-0.01157	-0.22522
14	-0.00224	-1.29016	-0.03445	-2.95645	0.00239	0.30819	-0.00918	-0.17676
15	-0.00041	-0.23316	-0.03485	-2.95852	-0.00706	-0.91243	-0.01624	-0.30936
16	-0.00177	-1.01670	-0.03662	-3.07517	0.00610	0.78726	-0.01015	-0.19121
17	-0.00320	-1.84341	-0.03982	-3.30904	0.01216	1.57040	0.00201	0.03745
18	-0.00352	-2.02591	-0.04334	-3.56452	0.00610	0.78804	0.00811	0.14965
19	0.00045	0.25907	-0.04289	-3.49206	0.01241	1.60269	0.02052	0.37480
20	-0.00236	-1.36039	-0.04525	-3.64814	-0.01424	-1.83919	0.00628	0.11357
21	-0.00398	-2.29188	-0.04924	-3.93072	0.00244	0.31503	0.00872	0.15616
22	-0.00133	-0.76281	-0.05056	-3.99824	0.00100	0.12955	0.00972	0.17247
23	-0.00008	-0.04778	-0.05064	-3.96755	-0.00300	-0.38711	0.00672	0.11819
24	0.00040	0.23086	-0.05024	-3.90019	-0.00896	-1.15758	-0.00224	-0.03898
25	0.00456	2.62694	-0.04568	-3.51417	-0.01390	-1.79514	-0.01614	-0.27852
26	0.00379	2.18423	-0.04189	-3.19390	0.00328	0.42379	-0.01286	-0.21993
27	-0.00215	-1.23719	-0.04403	-3.32870	0.00819	1.05787	-0.00467	-0.07912
28	0.00040	0.23143	-0.04363	-3.27024	-0.00486	-0.62762	-0.00952	-0.16015
29	0.00075	0.43466	-0.04288	-3.18676	-0.00920	-1.18871	-0.01873	-0.31228
30	0.00302	1.73690	-0.03986	-2.93814	0.02957	3.81930	0.01084	0.17930

<부표 2> 전임자의 지위가 공시된 소표본 주식의 비정상수익률

Date	AAR	t	CAR	t
-30	0.00171	0.61769	0.00171	0.61769
-29	0.00001	0.00397	0.00172	0.43958
-28	0.00191	0.68845	0.00363	0.75639
-27	0.00016	0.05596	0.00378	0.68303
-26	0.00095	0.34260	0.00473	0.76414
-25	-0.00138	-0.49675	0.00336	0.49476
-24	0.00347	1.25162	0.00682	0.93113
-23	-0.00265	-0.95560	0.00418	0.53314
-22	-0.00059	-0.21444	0.00358	0.43117
-21	-0.00189	-0.68303	0.00169	0.19305
-20	0.00099	0.35884	0.00269	0.29226
-19	-0.00306	-1.10542	-0.00038	-0.03929
-18	-0.00079	-0.28484	-0.00117	-0.11675
-17	-0.00159	-0.57509	-0.00276	-0.26620
-16	-0.00411	-1.48484	-0.01118	-1.00884
-14	0.00071	0.25487	-0.01047	-0.91691
-13	0.00330	1.19278	-0.00717	-0.60993
-12	0.00061	0.22166	-0.00655	-0.54281
-11	0.00122	0.44043	-0.00533	-0.43058
-10	0.00424	1.53069	-0.00109	-0.08618
-9	0.00228	0.82130	0.00118	0.09090
-8	-0.00275	-0.99134	-0.00157	-0.11781
-7	-0.00344	-1.24116	-0.00500	-0.36868
-6	-0.00606	-2.18700	-0.01106	-0.79863
-5	-0.00039	-0.13971	-0.01145	-0.81052
-4	0.00038	0.13538	-0.01107	-0.76931
-3	0.00014	0.05090	-0.01093	-0.74583
-2	0.00280	1.00903	-0.00814	-0.54549
-1	-0.00261	-0.94152	-0.01075	-0.70822
0	-0.00459	-1.65776	-0.01534	-0.99444
1	-0.00725	-2.61697	-0.02259	-1.44140
2	0.00041	0.14765	-0.02218	-1.39369
3	-0.00110	-0.39531	-0.02327	-1.44084
4	0.00014	0.05199	-0.02313	-1.41132
5	0.00541	1.95162	-0.02018	-1.19768
7	-0.00210	-0.75740	-0.02228	-1.30468
8	-0.00024	-0.08736	-0.02252	-1.30184
9	0.00114	0.41155	-0.02138	-1.22039
10	0.00097	0.34838	-0.02042	-1.15101
11	-0.00085	-0.30758	-0.02127	-1.18468
12	-0.00166	-0.60036	-0.02293	-1.26238
13	-0.00374	-1.34838	-0.02667	-1.45123
14	-0.00288	-1.03791	-0.02954	-1.58973
15	-0.00288	-1.03791	-0.03242	-1.72539
16	-0.00136	-0.49061	-0.03377	-1.77850
17	-0.00351	-1.26787	-0.03729	-1.94288
18	-0.00429	-1.54838	-0.04158	-2.14415
19	0.00182	0.65776	-0.03975	-2.02958
20	-0.00578	-2.08484	-0.04553	-2.30151
21	-0.00450	-1.62383	-0.05003	-2.50446
22	-0.00169	-0.61083	-0.05172	-2.56463
23	0.00009	0.03105	-0.05163	-2.53654
24	-0.00089	-0.32058	-0.05252	-2.55660
25	0.00006	0.02202	-0.05246	-2.53073
26	0.00023	0.08448	-0.05223	-2.49725
27	-0.00081	-0.29386	-0.05304	-2.51421
28	0.00263	0.94765	-0.05041	-2.36944
29	-0.00167	-0.60181	-0.05208	-2.42730
30	0.00345	1.24477	-0.04863	-2.24795

(부표 3) 전임자 지위로 구분한 소표본의 비정상수익률

Date	최고경영자 지위를 유지하는 소표본				최고경영자 지위에서 해임된 소표본			
	AAR	t	CAR	t	AAR	t	CAR	t
-30	-0.00173	-0.22320	-0.00173	-0.22320	-0.00566	-0.78515	0.01135	1.57488
-29	-0.01408	-1.81852	-0.01581	-1.44371	0.00163	0.22651	0.01298	1.27377
-28	-0.00263	-0.33996	-0.01844	-1.37507	0.00051	-0.32172	0.01117	0.77543
-27	-0.00090	-0.11599	-0.01552	-0.89639	0.01092	1.51548	0.02209	1.37131
-25	-0.01694	-2.18807	-0.03246	-1.71156	0.00869	1.20625	0.03078	1.74428
-24	0.01746	2.25471	-0.01500	-0.73240	0.00172	0.23872	0.03250	1.70512
-23	0.00233	0.30108	-0.01267	-0.57865	-0.00266	-0.36877	0.02985	1.46461
-22	-0.00433	-0.55955	-0.01700	-0.73207	-0.00406	-0.56322	0.02579	1.19311
-21	-0.00348	-0.44911	-0.02048	-0.83652	-0.00372	-0.51603	0.02207	0.96870
-20	0.00649	0.83880	-0.01399	-0.54468	-0.01032	-1.43206	0.01175	0.49183
-19	-0.00082	-0.10540	-0.01480	-0.55192	-0.00798	-1.10715	0.00378	0.15129
-18	-0.00292	-0.37691	-0.01772	-0.63480	-0.00089	-0.12408	0.00288	0.11094
-17	0.00450	0.58176	-0.01322	-0.45623	-0.00778	-1.07967	-0.00490	-0.72722
-16	-0.00507	-0.65474	-0.02011	-0.64948	-0.00228	-0.31603	-0.02257	-0.78314
-15	0.00035	0.04508	-0.01976	-0.61915	0.00493	0.68480	-0.01764	-0.59367
-14	-0.00801	-1.03449	-0.02777	-0.84554	0.00129	0.17849	-0.01635	-0.53487
-13	0.01046	1.35120	-0.01731	-0.51300	0.01459	2.02429	-0.00177	-0.05620
-12	0.00631	0.81555	-0.01100	-0.31765	0.00677	0.93921	0.00500	0.15524
-11	0.00468	0.60488	-0.00632	-0.17800	-0.00471	-0.65357	0.00029	0.00887
-10	0.01260	1.62762	0.00629	0.17311	0.00949	1.31700	0.00978	0.28946
-9	0.00757	0.97753	0.01385	0.37313	0.00544	0.75545	0.01523	0.44062
-8	-0.00139	-0.17928	0.01247	0.32868	-0.00741	-1.02859	0.00781	0.22138
-7	-0.00834	-1.07737	0.00413	0.10656	-0.00619	-0.85899	0.00163	0.04511
-6	0.00124	0.16055	0.00537	0.13598	0.00504	0.69965	0.00667	0.18144
-5	-0.00219	-0.28300	0.00318	0.07897	-0.00165	-0.22831	0.00502	0.13411
-4	-0.00196	-0.25342	0.00122	0.02966	-0.01322	-1.83525	-0.00820	-0.21513
-3	0.00156	0.20098	0.00277	0.06646	-0.00666	-0.92491	-0.01487	-0.38314
-2	-0.00428	-0.55257	-0.00151	-0.03554	-0.01264	-1.75406	-0.02750	-0.69695
-1	0.00226	0.29127	0.00075	0.01735	-0.01116	-1.54837	-0.03866	-0.96371
0	-0.01213	-1.56665	-0.01138	-0.25987	-0.01898	-2.63442	-0.05764	-1.41424
1	0.00334	0.43193	-0.00804	-0.18071	-0.00716	-0.99389	-0.06480	-1.56566
2	-0.00378	-0.48812	-0.01182	-0.26174	-0.01697	-2.35489	-0.08177	-1.94632
3	0.01450	1.87277	0.00268	0.05858	0.00221	0.30618	-0.07956	-1.86657
4	0.00729	0.94188	0.00998	0.21474	-0.01151	-1.59806	-0.09108	-2.10680
5	-0.01317	-1.70046	-0.00319	-0.06774	-0.00235	-0.32575	-0.09342	-2.13169
7	0.00254	0.32821	-0.00065	-0.01360	0.00185	0.25690	-0.09157	-2.06178
8	-0.00494	-0.63782	-0.00559	-0.11556	-0.01399	-1.94101	-0.10556	-2.34598
9	0.00475	0.61392	-0.00083	-0.01703	-0.00594	-0.82443	-0.11150	-2.44683
10	0.00372	0.48050	0.00289	0.05822	-0.00830	-1.15212	-0.11980	-2.59673
11	-0.00783	-1.01150	-0.00495	-0.09856	-0.00907	-1.25885	-0.12887	-2.75988
12	-0.01187	-1.53294	-0.01681	-0.33118	-0.01045	-1.45066	-0.13932	-2.94882
13	0.00525	0.67773	-0.01157	-0.22522	-0.01767	-2.45191	-0.15699	-3.28476
14	0.00239	0.30819	-0.00918	-0.17676	-0.00140	-0.19417	-0.15839	-3.27700
15	-0.00706	-0.91243	-0.01624	-0.30936	-0.01078	-1.49591	-0.16916	-3.46174
16	0.00610	0.78726	-0.01015	-0.19121	0.00345	0.47856	-0.16572	-3.35492
17	0.01216	1.57040	0.00201	0.03745	-0.00881	-1.22332	-0.17453	-3.49635
18	0.00610	0.78804	0.00811	0.14965	-0.00872	-1.20972	-0.18325	-3.63331
19	0.01241	1.60269	0.02052	0.37480	-0.00733	-1.01763	-0.19058	-3.74071
20	-0.01424	-1.83919	0.00628	0.11357	-0.00328	-0.45496	-0.19386	-3.76756
21	0.00244	0.31503	0.00872	0.15616	-0.00312	-0.43289	-0.19698	-3.79119
22	0.00100	0.12955	0.00972	0.17247	-0.00210	-0.29202	-0.19908	-3.79536
23	-0.00300	-0.38711	0.00672	0.11819	-0.00211	-0.29230	-0.20119	-3.79983
24	-0.00896	-1.15758	-0.00224	-0.03898	0.00456	0.63331	-0.19662	-3.67974
25	-0.01390	-1.79514	-0.01614	-0.27852	-0.00275	-0.38112	-0.19937	-3.69766
26	0.00328	0.42379	-0.01286	-0.21993	0.00516	0.71561	-0.19421	-3.57030
27	0.00819	1.05787	-0.00467	-0.07912	-0.00194	-0.26940	-0.19615	-3.57476
28	-0.00486	-0.62762	-0.00952	-0.16015	-0.00060	-0.08383	-0.19676	-3.55525
29	-0.00920	-1.18871	-0.01873	-0.31228	-0.00152	-0.21124	-0.19828	-3.55277
30	0.02957	3.81930	0.01084	0.17930	-0.00615	-0.85413	-0.20443	-3.63289

〈부표 4〉 최고경영자 교체표본

회사코드	공시일	회사코드	공시일	회사코드	공시일	회사코드	공시일
7502	930105	6002	940312	1606	950619	3053	961130
6652	930105	3705	940319	4200	950623	7561	961205
7511	930106	3520	940319	4952	950623	5450	961211
7555	930115	1800	940323	6602	950829	7546	961211
6750	930121	4072	940404	3050	950901	7804	961211
5307	930121	5701	940420	1873	950902	5052	961213
3911	930201	4056	940427	6480	950922	6120	961213
7800	930202	2500	940430	5302	950923	8050	961221
5900	930202	7801	940502	3053	951011	4202	961224
3452	930206	4055	940528	3155	951028	7550	961226
4803	930302	4060	940531	6405	951104	6802	961227
5354	930317	2853	940713	2853	951123	8304	970103
6284	930320	7537	940715	7540	951123	6652	970103
7801	930330	8000	940721	1921	951130	6451	970107
7515	930417	7561	940806	2250	951130	7559	970117
2659	930501	7562	940908	2100	951201	7542	970124
6204	930507	1801	940916	7808	951201	3162	970129
7544	930630	4953	941001	3701	951219	6754	970224
2100	930702	5054	941024	4300	951219	3700	970227
7510	930724	1852	941028	6200	951219	4066	970303
7516	930825	7566	941109	7802	951221	5504	970304
4080	930901	6754	941201	5508	951223	7504	970304
5701	930927	2659	941203	8001	960118	8431	970311
7420	931012	7802	941203	3002	960227	2502	970315
7559	931027	7511	941222	4064	960228	6411	970315
8050	931106	4951	941228	5452	960306	4200	970318
7807	931129	5801	941228	6750	960311	6818	970318
3502	931201	5058	941228	7706	960311	7509	970319
7525	931208	4075	941228	2650	960311	7516	970319
7506	931209	3906	941228	7519	960318	2000	970324
7503	931209	2752	950223	4061	960401	7810	970331
8007	931224	3911	950228	6429	960401	4053	970401
7808	931224	3701	950303	4302	960417	8000	970409
6752	931224	4077	950308	7150	960425	7200	970515
4451	931228	3906	950311	4056	960531	6454	970610
2850	940104	5350	950311	4059	960702	3703	971107
5151	940119	3158	950318	7562	960801		
3151	940121	4950	950320	3508	960806		
5605	940129	3518	950331	2859	960829		
4053	940217	7201	950428	1870	960917		
8300	940224	6410	950503	7201	961016		

## An Analysis of Stock Price Reaction to Top Management Changes

Shim, Dong Suk\*

### Abstract

The objectives of this study are to examine abnormal stock returns associated with announcements of top management changes and to determine the factors that explain abnormal stock returns. This study is conducted using a standard event study methodology and multiple regression analysis.

The results of this study can be summarized as follows:

First, the announcements that predecessor is not employed as top management by another firm are associated with significantly negative abnormal stock returns. An average abnormal return for two day announcement period and ten trading days starting from day -1 to day +8 are respectively  $-0.880\%$  ( $t=-2.921$ ) and  $-1.746\%$  ( $t=-3.179$ ) which are significantly different from zero at 0.01 level. This result suggests that announcements that predecessor is not employed as top management by another firm convey bad news to the market that the firm's performance was worse than the market has realized. However, the announcements that predecessor is employed as top management are associated with insignificant abnormal stock returns. This result suggests that announcements that predecessor is employed as top management do not convey bad news to the market.

Second, cumulative abnormal stock returns are positively related to the relative size of predecessor's performance to industry average, firm size and dummy variable that represents the disposition of predecessor. However the dummy variables that represent the origin and ability of successor are not related to cumulative abnormal stock returns. This result suggests the origin and ability of successor do not have the information contents in Korea stock market.

Key words: Top Management Change, Stock Price Reaction, Disposition of Predecessor, Origin of Successor

---

\* Professor, Sejong University, Department of Business Administration and Accounting