

최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석: 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단*

신현한

연세대학교 경영대학 경영학과
(hanshin@base.yonsei.ac.kr)

장진호

연세대학교 경영대학 경영학과
(chang@yonsei.ac.kr)

본 연구는 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업을 표본으로 하여 경영성과가 최고경영자교체에 미치는 영향을 살펴보았다. 최고경영자가 지배주주인 경우가 많으며, 대규모기업집단이 존재하는 우리나라 기업의 특성을 감안하여, 경영성과가 최고경영자교체에 미치는 영향이 전문경영자기업과 재벌소속 기업에서 어떻게 다른지 분석하였다. 연구 결과, 소유경영자는 전문경영자와 비교하여 경영성과가 좋지 않은 경우에도 교체하기 어려움을 발견하였다. 그러나, 경영성과가 좋지 않은 최고경영자가 교체될 확률은 비재벌기업과 재벌소속 기업에서 유의적인 차이가 발견되지 않았다.

1. 서론

최고경영자의 교체는 조직적응의 중요한 메커니즘으로 볼 수 있다(Pfeffer and Salancik 1978; Tushman and Romanelli 1985). 경영성과가 좋지 않은 최고경영자를 교체하는 일은 이사회가 수행하여야 하는 가장 중요한 역할 중 하나이다. 우리나라에서는 1997년 외환위기를 계기로 최고경영진을 감시하고 평가하는 이사회는 기능이 강조되었고, IMF는 사외이사의 선임을 법제화하도록 요청하였다. 미국의 기업을 표본으로 한 선행연구는 경영성과가 좋지 않은 최고경영자는 교체될 확률이 높음을 발견하였다(Wagner, Pfeffer, and O'Reilly 1984; Tushman and Romanelli 1985; Puffer and Weinthrop 1991; Ocasio 1999). 특히,

외부이사가 많은 이사회에서 최고경영자의 교체가 경영성과와 민감하게 관련되어 있음을 보고하였다(Weisbach 1988). Fama and Jensen(1983)은 경영성과가 좋지 않은 최고경영자는 내부지배구조뿐만 아니라 인수, 합병 등의 외부지배구조 메커니즘에 의하여 교체됨을 발견하였다.

최고경영자 교체에 관련한 우리나라 기업의 중요한 특징은 지배주주이면서 동시에 최고경영자인 소유경영자가 많다는 점과 재벌소속기업의 경우 최고경영자 교체가 해당 기업 이사회뿐만 아니라 재벌 그룹본부의 영향을 받는다는 점이다. 최고경영자의 유형을 지배주주 및 지배주주의 특수관계인인 소유경영자와 전문경영인 출신의 전문경영자로 나누어 볼 때, 성과와 연동된 최고경영자의 교체는 두 집단 간의 차이를 보일 것으로 여겨진다. 왜냐하면 소유경영자는 의결권 확보 이외에 우호적인 이사임

명을 통한 이사회 장악을 통하여 기업내의 절대적 영향력을 갖기 때문이다. 선행연구는 최고경영자의 소유지분이 높은 경우 경영성과와 연동한 최고경영자의 교체가 어려움을 발견하였다(McEachern 1975; Salancik and Pfeffer 1980; Denis, Denis and Sarin 1997). Salancik and Pfeffer (1980)는 내부지분소유가 높은 최고경영자의 교체는 경영성과와 민감하지 않음을 발견하였다. 최고경영자의 소유지분이 높은 경우, 이사회에 의한 내부감시기능뿐만 아니라 외부시장의 규율의 영향력도 감소하기 때문이다. 이와 관련하여, Weston (1979)는 내부경영진의 소유지분이 30%가 넘는 기업에 대해서는 한 번도 적대적 기업인수가 발생하지 않았음을 보고하였다.

소위 재벌이라 불리는 대규모기업집단에의 소속은 경영성과가 나쁜 최고경영자교체의 확률을 증가시키는 요인뿐만 아니라 동시에 감소시키는 요인으로 작용할 수 있다. 최고경영자교체 확률을 증가시키는 요인으로, 재벌소속기업은 비재벌(stand-alone)기업에 비하여 최고경영자교체비용이 낮을 수 있다. McNeil, Niehaus, and Powers(2002)에 의하면, 헤드쿼터는 여러 기업의 최고경영진후보를 평가·관리함으로써 후임최고경영자를 물색하는 탐색 비용을 낮출 수 있다. 따라서, 최고경영자교체와 경영성과 간의 민감도는 후임최고경영자 발굴이 비교적 수월한 재벌그룹 소속기업에서 더 높을 수 있다. 반면, 내부자본시장과 비슷하게, 내부노동시장 역할을 하는 재벌의 그룹본부가 계열사 최고경영자 교체에 있어 경영성과보다는 사회주의적 기준에 의

하여 의사결정을 내릴 경우, 재벌소속기업은 비재벌기업보다 더 비효율적인 최고경영자교체를 할 수 있다.

좋은 경영성과에 대한 책임으로 최고경영자가 교체되는가는 기업지배구조 메커니즘이 잘 작동되고 있는가를 나타내는 지표이다. 그러나 우리나라 기업을 표본으로 최고경영자 교체의 원인을 경영성과와 연관하여 분석한 연구는 미미한 실정이다.¹⁾ 본 연구는 우리나라 기업을 표본으로 하여 경영성과와 최고경영자교체 간의 관계를 살펴 보고, 소유경영자가 많은 우리나라 기업의 특성을 감안하여, 경영자를 지배주주이면서 최고경영자인 소유경영자와 전문경영인 출신의 전문경영자로 분류하여, 경영성과와 연동된 최고경영자 교체의 민감도가 최고경영자의 유형에 따라 어떻게 다른지 검증하고자 한다. 또한, 경영성과가 최고경영자교체에 미치는 영향을 재벌기업과 비재벌기업으로 나누어 살펴 보았다. 무작위추출표본을 대상으로 분석한 외국의 선행연구와 달리, 본 연구는 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 전체 기업을 표본으로 하여 최고경영자의 교체와 경영성과간의 관계를 검증하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 감시체계과 최고경영자의 교체에 관한 선행연구들을 논의하고, 3장에서는 표본, 연구방법 및 변수의 정의에 대하여 설명하였다. 4장에서는 실증분석결과가 제시되며, 5장에서는 본 연구의 결론이 기술된다.

1) 오회장(2002)과 심동석(2000)은 최고경영자의 교체와 주식시장의 반응에 대하여 연구하였다. 강영걸(1998)과 박준용(1998)은 최고경영자의 교체가 일어난 후 조직성과의 변화를 살펴보았다. 신현한, 장진호(2003a)는 최고경영자 교체가 일어난 기업의 교체 후 경영성과가 동 기간 비교체 기업에 비하여 향상되었음을 발견하였다. 신현한, 장진호(2003b)는 지분구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향을 살펴보았다.

II. 감시체계과 최고경영자의 교체

2.1 최고경영자에 대한 감시

최고경영자에 대한 평가와 감시역할을 하는 주체로 이사회와 외부이사와 외부지배주주를 들 수 있다. 기업 내의 직위상 최고경영자의 의견에 반대하고 감시하는 역할을 수행하기 힘든 내부이사와 달리, 외부이사는 기업감시 전문가로서의 평판을 노동시장에 알리기 위하여 경영진에 대한 감시활동을 수행한다고 여겨진다(Fama and Jensen 1983). Weisbach(1988)는 내부이사가 지배적인 이사회에 비하여, 외부이사가 지배적인 이사회가 경영성과와 연동된 최고경영자 교체에 더욱 적극적임을 발견하였다. 기업이 위기상황에 처했을 때, 외부이사는 최고경영자의 교체를 통하여 위기 전환을 시도하는 여러 사례를 볼 수 있다(Mace 1986). Friedman and Singh(1989)는 이사회가 주도한 최고경영자 교체에 대하여 긍정적인 주가반응이 존재함을 관찰하였다. 일본의 최고경영자 교체를 연구한 Kaplan and Minton(1994)과 Kang and Shivdasani(1995)는 은행에서 파견한 외부이사의 선임과 최고경영진의 교체가 유의적인 양의 상관관계가 있음을 발견하였는데, 이는 은행이 피투자기업에 대한 감시와 규율의 역할을 수행하는 것으로 해석되었다.

최고경영자에 대한 감시는 이사회에 의한 내부 감시주체뿐 아니라, 인수, 합병 등의 외부 지배구조 메커니즘에 의해서도 수행된다. Martin and McConnell(1991)은 동일산업 내 비교회사 보다 경영성과가 좋지 않은 기업이 인수·합병 되는 경우, 최고경영진의 교체 확률이 높아짐을 발견하였

다. 인수·합병이 성사되지 않더라도, 시장에서의 인수합병 활동의 활성화는 경영성과가 좋지 않은 최고경영자에 대한 압력을 증가시키는 역할을 한다. Denis and Serrano(1996)는 적대적 인수합병의 위협이 있는 경우, 경영성과가 좋지 않은 최고경영진이 교체될 확률이 증가함을 발견하였다. 인수합병이 활발한 기간에는 성과가 좋지 않은 하위 25% 기업의 최고경영자 교체 확률이 성과가 좋은 상위 25% 기업의 최고경영자 교체 확률보다 두 배 이상 높았는데, 이는 외부기업지배 메커니즘의 활성화가 이사회 내부감시메커니즘을 강화시키는 증거로 해석되었다.

2.2 소유경영자와 전문경영자

최고경영자는 주주에게서 위임된 권한으로 경영의 업무를 수행하며, 이사회는 경영의 주요 의사결정사항을 의결하고 최고경영진을 감독하는 권한을 갖는다. 그러나 우리나라의 최고경영자 중 소유경영자는 경영의 중요 의사결정사항을 독점적으로 수행하는 경우가 많다. 소유경영자는 이사회를 실질적으로 장악하여, 소유경영자가 무능하거나 사적이익을 추구하여 주주가치를 감소시키는 경우에 이를 견제하기 어렵다(Salancik and Pfeffer 1980; Fredrickson, Hambrick and Baumrin 1988). 소유경영자는 의결권 이외에 우호적인 이사 임명 및 설립자로서의 지위 등을 통하여 회사 내에 절대적인 힘을 가지기 때문이다.

소유경영자의 전횡으로 인한 지배주주-소액주주 간의 갈등(controlling shareholder-minority shareholder conflict)을 견제하는 역할을 수행하여야 하는 주체는 사외이사이다. 그러나, 현실적으로 사외이사가 이사회에서 소유경영자에 대한 감시

및 견제의 기능을 효과적으로 수행하지 못할 가능성이 크다(Allen 1974; Pfeffer 1981; Patton and Baker 1987). 우리나라의 경우 사외이사의 대부분이 지배주주와의 친분에 의해 선임되어 독립성이 결여되기 쉽다. 2000년 증권거래소가 실시한 상장법인 기업지배구조 실태조사에 의하면, 사외이사의 선임에 있어서 지배주주의 추천이 전체의 73.8%를 차지하고 있으며, 사외이사의 의안 찬성률은 99%로 사외이사가 경영자의 의사결정에 대하여 견제 역할을 충실히 수행하고 있다고 보기 어렵다.²⁾ 비슷한 맥락에서, Mace(1986)과 Lorsch and MacIver(1989)는 최고경영자가 외부이사 임명에 지배적 영향을 미치는 경우, 외부이사는 최고경영자에 대한 견제 기능을 하기 보다는 최고경영자의 결정을 비판 없이 지지하는 경향이 있음을 발견하였다. 선행연구는 최고경영자의 지분소유가 높은 기업에는 내부감시기능이 약화됨을 보고하였다. 내부경영진 소유지분이 5%에서 25% 사이인 경우, 최고경영자 소유지분이 5%이하인 기업에 비하여, 최고경영자의 교체가 경영성과와 민감하지 않음을 발견하였다(Denis, Denis and Sarin 1997). 이동기, 조영곤(2001)은 소유경영자 지배기업의 경우 소유경영자에 의한 의사결정의 독점으로 인하여 의사결정에서 소외된 사외이사의 정보비대칭 문제가 발생할 수 있고 이로 인해 이사회 의 효율적 감시기능이 약화된다고 주장하였다.

본 논문은 최고경영자가 지배주주인 경우, 감시 메커니즘의 효율성을 감소시켜 소유경영자의 교체가 전문경영자의 교체보다 경영성과에 민감하지 않을 것이라고 예측하였다.

2.3 재벌기업과 비재벌기업

소위 재벌이라 불리는 기업집단(business group)은 대부분의 이머징마켓 국가에서 존재하는 조직의 형태이다(Khanna and Palepu 2000). 시장이 불완전한 이머징마켓에서 기업집단은 내부시장을 통해서 거래비용을 줄이는 효율적인 경제조직이다. 외부시장이 미발달된 경영환경에서 기업집단의 내부시장은 불완전한 외부시장을 대체하거나 보완하는 역할을 한다(Chang and Choi 1988). 또한, 기업집단은 이머징마켓에서 노동시장의 매개자 역할을 담당한다. 많은 개발도상국가의 경직된 노동법은 해고를 힘들게 하는 반면, 기업집단은 노동자원의 내부시장 형성을 통해서 노동자원의 이동성(labor mobility)을 높이는 역할을 한다(Khanna and Palepu 2000).

기업집단 내의 노동자원의 배분, 특히 경영진의 평가, 보상 및 인사발령은 재벌의 그룹본부가 깊이 관여하고 있는 사항이다. 대규모기업집단의 그룹본부는 재벌 소속 기업의 임원진에 대한 정기적인 평가관리를 통하여 비재벌(stand-alone)기업의 사외이사와 비교하여 더 많은 최고경영자 후보군을 관리하고 있다. 또한, 대규모기업집단의 그룹본부는 자체적으로 전문인사팀을 설치하여 계열사 임원들에 대한 평가, 보상 및 인사를 실시하고 있다. 일반적으로 재벌기업은 비재벌기업보다 더 체계적이고 전문적인 임원 인사시스템을 갖추고 있다. McNeil, Niehaus, and Powers(2002)는 외부이사의 경우 헤드쿼터임원과 비교하여 적절한 최고경영자후보를 찾기 힘들다고 주장하였다. 따라서, 재벌기업이 비재벌기업에 비하여 최고경영자 교체

2) 상장법인 기업지배구조 실태조사, 증권거래소 보도자료, 2000.11.29

확률이 높을 것이며, 경영성과에 따른 최고경영자 교체 민감도도 후임최고경영자 발굴이 비교적 수월한 재벌그룹 소속기업에서 더 높을 수 있다.

그러나, 지배주주와 소액주주 사이의 대리인문제가 심각할 경우, 내부시장은 외부시장에 비하여 비효율적인 자원배분을 초래한다. Shin and Stulz (1998)은 미국의 다각화된 기업의 내부자본시장은 성장기회가 가장 높은 사업부에 충분한 자원배분을 하지 않음을 발견하였다. Scharfstein and Stein (2000)은 경영성과가 나쁜 사업부를 지원하는 내부자본시장의 비효율성을 관찰하였고, 이를 자원의 사회주의적 배분(socialistic distribution)이라 정의하였다. 내부자본시장의 경우와 비슷하게, 대규모기업집단의 내부노동시장에서 재벌의 그룹본부가 경영성과보다는 사회주의적 기준에 의하여 계열사 최고경영자의 교체 의사결정을 내릴 경우, 재벌소속기업에서 비재벌기업보다 더 비효율적인 최고경영자 교체가 발생할 수 있다. 요약하면, 기업집단내의 소속은 경영성과가 나쁜 최고경영자를 교체하는 규율(discipline)을 증가시키는 요인뿐만 아니라 동시에 감소시키는 요인으로 작용할 수 있으므로, 어떠한 영향이 더 지배적인가는 경험적으로 검증하여야 할 이슈이다.

III. 표본 및 변수의 정의

3.1 표본

본 연구는 한국신용평가정보의 데이터베이스(KISLINE)를 이용하여, 증권거래소에 상장되어있는 기업과 코스닥에 등록되어있는 기업들의 경영진 구

성, 지배주주 현황 및 재무제표자료를 수집하였다. KISLINE의 경영진 구성 파일은 매 분기마다 상장기업과 등록기업의 경영진의 성명, 직위, 기업내 직급순위(변수명: SEQ), 생년월일, 학력 및 경력 등의 자료를 제공한다. 본 연구의 표본은 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업으로 구성되어 있다. 금융업에 해당되는 기업은 회계원칙이나 재무자료의 속성이 비금융업에 해당되는 기업과 차이가 나며, 금융기업의 최고경영자의 교체는 최대주주인 정부의 정치적 이유 등 기업 외적인 요소에 의하여 결정되는 경우가 많기 때문에 본 연구의 표본에서 제외하였다. 또한 동종산업의 기업수가 2개 이하인 경우, 경영성과 측정에 있어 산업조정이 어렵기 때문에 표본에서 제외하였다.

3.2 변수의 정의 및 측정

3.2.1 최고경영자

최고경영자(Chief Executive Officer)의 직명은 대표이사 회장, 대표이사 부회장, 대표이사 사장, 대표이사, 사장 또는 회장 등으로 다양하였다. 기업내의 최고경영자는 KISLINE의 기업 내 직급순위의 값이 1인 사람으로 정의하였다. 예를 들면, KISLINE은 삼성전자의 경우 2001년 이진희 대표이사 회장의 기업 내 직급순위는 1로, 윤종용 대표이사 부회장은 기업 내 직급순위는 2로 표시하였다. 포스코의 경우 KISLINE은 유상부 대표이사 회장의 기업 내 직급순위는 1로, 이구택 대표이사 사장의 기업 내 직급순위는 2로 기록하였다. 그러므로 본 연구는 2001년 삼성전자의 경우 이진희 대표이사 회장을 최고경영자로, 포스코의 경우 유상

부 대표이사를 최고경영자로 정의하였다. KISLINE은 대표이사가 2인 이상인 공동대표의 경우에도 기업 내 직급순위를 부여하였다. 이러한 KISLINE의 기업 내 직급순위는 상장회사 경영인 인명록의 임원 순서와 일치하였다.

3.2.2 최고경영자의 교체

당해 년도 말 최고경영자의 성명이 차년도 말 최고경영자의 성명과 다를 경우 당해 연도의 최고경영자가 교체된다고 정의하였다. 예를 들면, SK글로벌의 경우 2000년 말 최고경영자는 김승정 대표이사이었으며 2001년 말 최고경영자는 손길승 대표이사였다. 따라서 SK글로벌의 김승정 대표이사는 2000년 말 교체된 것으로 간주하였다. 최고경영자가 대표이사에서 경영고문이나 비상임 이사 등으로 직위가 변경된 경우, 본 연구의 최고경영자 정의에 따라 기업 내 직급순위가 바뀌므로 최고경영자의 교체가 발생한 것으로 간주하였다. 2000년 말 기준으로 교체된 것으로 KISLINE에 기록되어 있는 최고경영자는 실제로는 2000년 회계연도를 마감한 후 2001년 초 개최되는 2001년도 정기이사회에서 임명된다.

본 연구는 타의에 의한 경영자 교체와 자의에 의한 혹은 정년에 의한 경영자 교체를 구분하지 않았다. 그 이유는 타의에 의하여 교체되는 최고경영자도 대부분 건강 등 일신상의 이유를 퇴임의 사유로 언급하므로, 경제신문을 통하여도 최고경영자의 교체가 자발적인 것인지 타의에 의한 것인지 구분하기 어렵기 때문이다(Weisbach 1988). 좋지 않은 경영성과로 인하여 최고경영자가 비자발적(강제적)으로 교체되는 경우, 최고경영자교체와 경영성과 간에는 유의적인 상관관계가 관찰될 것이다. 반면

에 정년이나 건강 등의 이유로 최고경영자가 퇴임하는 자발적인 교체의 경우, 최고경영자교체와 경영성과 간에는 유의적인 상관관계가 존재하지 않을 것이다. 자발적인 교체와 비자발적인 교체를 구분하지 않은 본 연구설계는 최고경영자의 교체와 경영성과 간의 유의적인 관계의 발견을 저해할 것이다. 그러나 최고경영자의 교체가 자발적인 것인지 타의에 의한 것인지 구분하지 않았음에도 불구하고, 본 연구가 최고경영자의 교체와 경영성과 간의 유의적인 관계를 발견하게 되면, 이는 비자발적인 최고경영자 교체의 경우 경영성과와 더욱 유의적인 관계가 있음을 의미한다.

3.2.3 독립변수 및 통제변수

경영성과는 이자 및 법인세 차감 전 이익(Earnings Before Interest and Taxes: EBIT)을 기초 자산총계로 나눈 값(자산수익률)으로 측정하였다. 산업별 수익률을 조정하기 위하여 자산수익률에서 동종산업 자산수익률의 중간값을 차감하여 산업조정 자산수익률을 계산하였다. 경영성과는 최고경영자의 교체가 발생한 동일 기간으로 측정하였다. 예를 들면, SK글로벌의 김승정 대표이사는 2000년 말 교체된 것으로 간주하였고 동일기간인 2000년도의 회계적 경영성과를 김승정대표이사의 교체요인 중 하나로 분석하였다.

전문경영자더미는 최고경영자가 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인인 경우 0의 값을 취하며, 그렇지 않은 경우는 1의 값을 취한다. 최대주주의 특수관계인은 최대주주와 친인척으로 표시되어 있는 사람을 말한다. 예를 들면, 최고경영자와 최대주주 간의 관계가 처, 아들, 딸, 조카, 삼촌 등으로 사업 보고서에 명시되어 있는 경우 최고경영자는 최대주

주와 특수관계인으로 정의하였다. 재벌더미는 30대 재벌기업의 경우 1의 값을 취하고, 나머지 기업은 0의 값을 취한다. 30대 재벌은 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단에 속하는 기업들로 구성되어 있다.

통제변수로 부채비율, 대주주지분, 기관투자자지분, 외국인투자자지분, 최고경영자 근속연수, 최고경영자 연령 등을 고려하였다. 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 정의하였다. 부채비율이 높은 기업은 파산의 위험이 높으며, 이러한 외부적 요인은 최고경영자에 대한 내부감시기능을 강화한다. Gilson and Vetsuypens(1993)은 높은 부채비율은 경영진과 내부감시메커니즘의 규율을 증가시킨다고 주장하였다. 선행연구는 부채비율과 최고경영자 교체 간에 양의 상관관계가 있음을 발견하였다. 부채비율은 파산위험이 최고경영자의 교체에 미치는 영향을 통제한다.

대주주지분은 사업보고서의 대주주1인 및 특수관계인 지분으로 측정하였다. 기관투자자는 법인세법 시행령 제23조의 3 제1항에 의해 지정되는 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사, 은행, 투자금융회사, 종합금융회사, 상호신용금고, 정부관리기금, 민간기금 및 각종공제회를 의미한다. 외부주요주주는 최고경영자에 대한 감시의 역할을 주장한 Mikkelsen and Ruback(1985)은 5% 이상 지분을 소유한 외부대주주의 형성과 주가의 초과수익률 간에 양의 상관관계가 있음을 발견하였다. 반면에, Brickley, Lease, and Smith(1988)는 외부대주주인 기관투자자들이 경영진에 대해 효율적인 감시기능을 수행하기 보다는 경영자가 원하는 방향으로 의결권을

행사한다는 실증연구 결과를 제시하였다. 이들은 은행이나 보험회사와 같은 기관투자자가 해당기업과 거래관계를 갖거나 거래관계의 가능성을 가지고 있는 경우, 기관투자자는 기업 경영과 관련한 의사결정 사안에 대하여 경영진의 압력을 받게 되며, 경영진의 의사에 맞도록 의결권을 행사한다고 주장하였다. 김주현(1992)의 연구에서도 기관투자자지분이 기업가치에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 본 연구에서는 기관투자자의 역할이 최고경영자 교체에 미치는 영향을 통제하기 위하여 한국상장회사협의회 TS-2000에서 제공되는 금융기관, 증권회사, 보험회사 지분의 합으로 기관투자자지분을 측정하였다.

국내 자본시장이 개방되면서 외국인 투자의 폭이 확대되어 주가 변동에 큰 영향을 미치고 있으며, 외국인 투자자는 국내 투자자에 비해 상대적으로 높은 수익을 올리고 있는 것으로 보고되고 있다.³⁾ 그리고 외국인 투자자는 투자 의사결정을 수행할 때 기업의 가치와 경영투명성을 중시하는 경향이 강하다. 특히 외국인 투자자가 회사와 지분관계에 있거나 회사의 경영의사결정에 직접적으로 참여하는 경우 경영진의 경영활동에 대한 감시활동을 효과적으로 수행할 것으로 생각된다. 본 연구에서는 외국인투자자와 관련하여 외국인 투자자지분을 고려하였다. 이 변수는 감시활동을 수행하는 외국인 주주가 최고경영자의 교체에 미치는 영향을 통제한다.

최고경영자 근속연수는 최고경영자로서 연속 근무한 기간을 의미하며, 최고경영자의 연속 근무연수가 길수록 최고경영자가 내부의사결정에 많은 영

3) 매일경제신문사, "역시 외국인 교수익," 2002년 8월 26일 기사.
매일경제신문사, "외국인 지분증가기업 주식상승 돋보여," 2002년 10월 7일 기사.

향력을 행사 할 수 있을 것이므로 최고경영자의 연속 근무연수가 최고경영자의 교체에 영향을 미칠 수 있다고 보인다. 또한, 최고경영자의 연령도 일정 나이를 기준으로 퇴직을 권유하는 국내기업의 관행을 보았을 때, 최고경영자의 교체에 영향을 미칠 수 있다고 보인다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계

〈표-1〉의 패널 A는 전체표본의 기술통계량을 보여준다. 몇몇 극대 값들에 의해 왜곡된 연구결과를 얻을 수 있기 때문에 자산수익률이 +100% 또는 -100%를 넘는 기업-년수를 표본에서 제외하였다. 표본 기간 중 자산수익률(ROA)의 평균값은 7.3%이고, 중간값은 7.2%이다. 산업조정자산 수익률의 계산을 위하여, 산업분류는 표준산업분류코드4자리수 중에 첫번째 두자리를 이용하였고, 이에 의하면, 표본기업은 총 15개의 산업으로 구분된다. 산업조정자산수익률의 평균은 0.0%이고, 중간값은 -0.003%이다. 산업조정자산수익률은 자산수익률에서 각 연도-산업 별 중간값을 차감한 값이다. 자산수익률차이는 당년도 자산수익률에서 전년도 자산수익률을 차감한 값으로, 동종산업과의 상대적 성과비교보다는 동 기업의 과거성과와의 상대비교가 최고경영자 교체에 미친 영향을 살펴보기 위한 것이다. 자산수익률의 평균과 중간값이 모두 음의 값을 나타내는 이유는 표본기간 동안 우리나라 기업들의 자산수익률이 점진적으로 악화 되었음을 의미한다. 최고경영자 교체 더미의 평균값은 0.180으

로 이는 최고경영자 전체의 18%가 표본 기간 중 교체되었음을 의미한다. 부채비율의 극단치를 제거하기 위하여 부채비율 분포의 상위 1%를 표본에서 제외하였으며, 부채비율의 평균은 64%이고 중간값은 65%로 부채비율의 평균과 중간값은 큰 차이를 보이지 않았다. 표본 기간 중 대주주지분율의 평균은 30.45%였고, 중간값은 28.4%였다. 기관투자자지분율의 평균은 12.165%이고, 중간값은 7.9%였다. 미국의 기업을 표본으로 최고경영자 교체를 연구한 Denis, Denis and Sarin(1997)는 1984년 Value Line에 포함된 1,394 개 기업의 기관투자자지분의 평균이 34.4%임을 보고하였다. 이는 우리나라 기업의 기관투자자지분이 미국 기업에 비하여 현저히 낮음을 나타내며, 최고경영자 교체에 기관투자자의 역할이 미국에 비하여 상대적으로 크지 않을 것으로 생각된다. 표본 기간 중 평균 외국인 투자자 지분율은 4.163%이며, 중간값은 0.1%였다. 기관투자자 지분율과 외국인투자자 지분율의 평균과 중간값의 큰 차이는 기관투자 및 외국인투자가 소수의 기업에 집중되어 있음을 의미한다. 재벌더미는 30대 재벌기업의 경우 1의 값을 취하고, 나머지 기업은 0의 값을 취한다. 30대 재벌은 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업 집단에 속하는 기업들로 구성되어 있다. 재벌더미의 평균은 0.167로, 본 연구의 표본 중 재벌기업의 비율이 16.7%임을 알 수 있다. 최고경영자의 평균 근무연수는 3.38이고, 평균 연령은 55.8세였다. 근무연수의 측정은 최고경영자로서의 근무시작 연도를 알아야 하나 표본기간이 1987년부터 시작되어 1987년 이전에 근무가 시작된 경우 근무연수를 계산할 수 없었다.

〈표 1〉의 패널B와 패널C는 전체표본을 전문경영인 최고경영자와 소유경영인 최고경영자로 분류한

〈표 1〉 기술통계량

본 연구의 표본은 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업으로 구성되어 있다. 자산수익률은 이자 및 법인세 차감 전 이익(Earnings Before Interest and Taxes: EBIT)을 기초 자산총계로 나눈 값이다. 산업조정자산수익률은 자산수익률에서 동종산업 자산수익률의 중간값을 차감하여 계산하였다. 자산수익률차이는 당년도 자산수익률에서 전년도 자산수익률을 차감한 값이다. 최고경영자 교체더미는 차년도의 최고경영자가 당년도의 최고경영자와 다른 사람일 때, 1의 값을 가지며, 동일인인 경우 0의 값을 갖는다. 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 정의하였다. 대주주 지분율은 사업보고서의 대주주1인 및 특수관계인 지분으로 측정하였다. 기관투자자지분은 금융기관, 증권회사, 보험회사 지분의 합으로 측정하였다. 외국인투자자지분은 외국인이 소유한 지분비율을 의미한다. 재벌더미는 30대 재벌기업의 경우 1의 값을 취하고, 나머지 기업은 0의 값을 취한다. 30대 재벌은 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단에 속하는 기업들로 구성되어 있다. 최고경영자 근속연수는 최고경영자로서 연속 근무한 기간을 의미한다. 소유경영자는 최고경영자가 최대주이거나 최대주주의 특수관계인인 경우이며, 전문경영자는 그렇지 않은 경우이다.

패널 A. 전체표본

변수	표본수	평균	표준편차	최소값	Q1	중간값	Q3	최대값
자산수익률	9982	0.073	0.122	-0.988	0.037	0.072	0.110	0.989
산업조정 자산수익률	9985	0.000	0.121	-0.996	-0.035	-0.003	0.033	0.996
자산수익률차이	9880	-0.018	0.132	-0.990	-0.042	-0.007	0.018	0.977
최고경영자교체더미	10036	0.180	0.384	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
부채비율	9950	0.640	0.228	0.003	0.506	0.649	0.761	1.974
대주주 지분율(%)	9999	30.447	18.512	0.000	17.500	28.400	41.600	100.000
기관투자자 지분율(%)	10036	12.165	13.162	0.000	1.200	7.900	19.200	91.100
외국인투자자 지분율(%)	10036	4.163	10.064	0.000	0.000	0.100	3.600	100.000
재벌더미	10036	0.167	0.373	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
최고경영자근속연수	5254	3.38	2.87	1	1	2	4	17
최고경영자연령	9967	55.8	10.7	25	49	55	62	89

패널 B. 전문경영자표본

변수	표본수	평균	표준편차	최소값	Q1	중간값	Q3	최대값
자산수익률	3299	0.062	0.145	-0.988	0.026	0.065	0.105	0.988
산업조정 자산수익률	3303	-0.006	0.149	-0.996	-0.045	-0.009	0.033	0.996
자산수익률차이	3235	-0.022	0.164	-0.949	-0.048	-0.007	0.019	0.975
최고경영자교체더미	3261	0.682	0.275	0.003	0.525	0.675	0.797	1.974
부채비율	3261	0.682	0.275	0.003	0.525	0.675	0.797	1.974
대주주 지분율(%)	3307	28.348	19.375	0.000	13.500	25.800	39.500	100.000
기관투자자 지분율(%)	3323	12.304	14.236	0.000	0.900	7.300	19.200	88.900
외국인투자자 지분율(%)	3323	4.365	10.440	0.000	0.000	0.000	3.200	100.000
재벌더미	3323	0.298	0.458	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
최고경영자근속연수	2218	2.42	2.08	1	1	2	3	17
최고경영자연령	3270	55.0	8.5	27	51	55	59	88

패널 C. 소유경영자표본

변수	표본수	평균	표준편차	최소값	Q1	중간값	Q3	최대값
자산수익률	6683	0.078	0.109	-0.986	0.042	0.074	0.113	0.989
산업조정 자산수익률	6682	0.002	0.104	-0.899	-0.031	-0.001	0.033	0.918
자산수익률차이	6645	-0.016	0.113	-0.990	-0.039	-0.007	0.018	0.977
최고경영자교체더미	6713	0.114	0.317	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
부채비율	6689	0.620	0.197	0.011	0.499	0.636	0.746	1.919
대주주 지분율(%)	6692	31.484	17.982	0.000	19.600	29.500	42.300	100.000
기관투자자 지분율(%)	6713	12.096	12.598	0.000	1.400	8.200	19.200	91.100
외국인투자자 지분율(%)	6713	4.063	9.872	0.000	0.000	0.100	3.700	100.000
재벌더미	6713	0.102	0.303	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
최고경영자근속연수	3036	4.08	3.15	1	2	3	6	17
최고경영자연령	6697	56.1	11.6	25	48	55	64	89

기술통계량을 보여 준다. 최고경영자가 최대주주나 최대주주의 특수관계인이 아닌 경우 그 최고경영자는 전문경영자로서 정의 되었다. 전문경영자 표본의 자산수익률 평균은 6.2%이고, 소유경영자 표본의 자산수익률 평균은 7.8%로 소유경영자가 최고경영자인 기업의 자산수익률 평균이 높음을 알 수 있다. 전문경영자 표본의 산업조정자산수익률 평균은 -0.6%이고, 소유경영자 표본의 산업조정자산수익률 평균은 0.2%로 산업평균을 조정한 후에도 소유경영자 기업의 경영성치가 높았다. 자산수익률 차이도 소유경영자 표본이 낮아 경영성치의 악화 정도가 소유경영자 기업에서 약하게 나타났다. 최고경영자 교체 더미는 두 그룹간의 가장 큰 차이를 보이는 변수이다. 전문경영자 표본의 평균 최고경영자 교체비율이 68.2%이고, 전문경영자의 평균 재임기간은 약 2.42년이었다. 반면, 소유경영자 표본의 평균 최고경영자 교체비율이 11.4%이고 소유경영자의 평균 재임기간은 약 4.08년이었다. 미국의 최고경영자 교체를 연구한 Warner et al. (1988)는 1963년 미국의 NYSE와 AMEX에 상장된 회사 중 269개 회사를 무작위로 추출하여 1978년까지 최고경영자가 교체된 비율이 평균 18.3%임을 보고하였다. 우리나라의 전문경영자의 교체비율은 미국의 평균보다 높고, 우리나라의 소유경영자의 교체비율은 미국의 평균보다 낮음을 나타낸다. 대주주지분은 전문경영자 표본 보다 소유경영자 표본에서 높게 나타났다.

기관투자자지분과 외국인투자자지분은 소유경영자 표본보다 전문경영자 표본에서 높게 나타났다. 소유경영자 표본에서 기관투자자지분의 평균은 12.09%이며 전문경영자 표본에서 기관투자자지분의 평균은 12.30%이다. 소유경영자 표본에서 외국인투자자지분의 평균은 4.06%이며, 전문경

영자 표본에서 외국인투자자지분의 평균은 4.36%임을 보인다. 이는 전문경영자 기업에 외부 감시효과가 더 클 수 있음을 의미한다. 전문경영자표본 중 재벌더미의 평균은 29.8%이며, 소유경영자표본 중 재벌더미의 평균은 10.2%로, 대규모 기업 집단 소속기업일수록 전문경영인 비율이 높음을 다시 확인 할 수 있다. 논문의 표로서 보고되지는 않았지만, 전체 표본의 67%가 소유경영인이 최고경영자인 기업이었으며, 30대 대규모 기업집단의 경우 전문경영인이 61%이었고, 비재벌기업의 경우 전문경영인이 28%이었다.

〈표 2〉는 〈표 1〉의 표본을 최고경영자 교체기업과 비교체기업으로 각각 나누어 비교하였다. 〈표 2〉의 패널A는 전체표본을 최고경영자 교체기업과 비교체 기업으로 나누어 교체요인변수들의 차이를 보여준다. 〈표 2〉의 패널B는 전문경영자 표본을 〈표 2〉의 패널C는 소유경영자 표본을 각각 최고경영자 교체기업과 비교체기업으로 나누어 교체요인변수들의 차이를 보고하였다. 모든 표본에서 자산수익률, 산업조정자산수익률, 손실더미, 연속손실더미 등으로 측정된 경영성치가 최고경영자 비교체기업에 비하여 교체기업에서 통계적으로 유의하게 낮음을 발견하였다. 특히, 자산수익률차이는 소유경영자표본에서 최고경영자 교체기업과 비교체기업간에 통계적으로 유의한 차이가 나타났는데, 이는 소유경영자의 경우 동종산업 비교기업의 당기 실적은 물론 기업의 과거실적도 최고경영자 교체요인이 됨을 의미한다. 소유구조에 있어서는 소유경영자 표본에서 대주주지분이 최고경영자 교체기업과 비교체기업 간에 통계적으로 유의한 차이를 나타냈다. 이는 소유경영자의 경우 대주주지분이 최고경영자 교체요인이 될 수 있음을 의미한다. 재벌더미의 경우, 소유경영자 표본에서 최고경영자 교체기업의 평균값이 비교체기업의

〈표 2〉 최고경영자 교체 그룹과 비교체 그룹의 비교

본 연구의 표본은 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업으로 구성되어 있다. 최고경영자 교체기업은 차년도에 최고경영자가 당년도의 최고경영자와 다른 사람인 경우이며, 비교체 기업은 동일인인 경우이다. 자산수익률은 이차 및 법인세 차감 전 이익(Earnings Before Interest and Taxes: EBIT)을 기초 자산총계로 나눈 값이다. 산업조정 자산수익률은 자산수익률에서 동종산업 자산수익률의 중간값을 차감하여 계산하였다. 자산수익률차이는 당년도 자산수익률에서 전년도 자산수익률을 차감한 값이다. 손실더미는 자산수익률이 음인 경우 1의 값을 취하고, 음이 아닌 경우 0의 값을 취한다. 연속손실더미는 당기와 전기의 자산수익률이 모두 음인 경우 1의 값을 취하고, 한 해라도 음이 아닌 경우 0의 값을 취한다. 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 정의하였다. 대주주 지분율은 사업보고서의 대주주 1인 및 특수관계인 지분으로 측정하였다. 기관투자자지분은 금융기관, 증권회사, 보험회사 지분의 합으로 측정하였다. 외국인투자자지분은 외국인이 소유한 지분비율을 의미한다. 재벌더미는 30대 재벌기업의 경우 1의 값을 취하고, 나머지 기업은 0의 값을 취한다. 30대 재벌은 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단에 속하는 기업들로 구성되어 있다. 최고경영자 근속연수는 최고경영자로서 연속 근무한 기간을 의미한다. Student t-test의 t-값은 평균값 차이의 통계적 유의성을 나타내며, Wilcoxon test의 z-값은 중간값 차이의 통계적 유의성을 나타낸다.

패널 A. 전체표본

변수	최고경영자 비교체 기업			최고경영자 교체 기업			평균 차이	
	표본수	평균	중간값	표본수	평균	중간값	t-값	z-값
자산수익률	8188	0.079	0.073	1794	0.048	0.061	-9.54	8.38
산업조정 자산수익률	8190	0.004	-0.001	1795	-0.021	-0.011	-7.48	6.98
자산수익률 차이	8111	-0.017	-0.007	1769	-0.022	-0.008	-1.29	1.30
손실더미	8227	0.112	0.000	1809	0.207	0.000	-9.04	-9.39
연속손실더미	8227	0.040	0.000	1809	0.090	0.000	8.85	-7.03
부채비율	8169	0.631	0.641	1781	0.684	0.677	7.54	-8.00
대주주 지분율 (%)	8198	30.79	28.80	1801	28.89	26.90	-4.53	3.83
기관투자자 지분율 (%)	8227	12.26	8.10	1809	11.75	7.10	-2.55	1.45
외국인투자자 지분율 (%)	8227	4.23	0.10	1809	3.86	0.10	-1.42	1.44
재벌더미	8227	0.158	0.000	1809	0.208	0.000	5.16	-4.82
최고경영자 근속연수	4029	3.63	3	1225	2.56	2	-13.20	13.36
최고경영자연령	8206	55.6	55	1761	56.5	56	3.64	-3.13

패널 B. 전문경영자표본

변수	최고경영자 비교체 기업			최고경영자 교체 기업			평균 차이	
	표본수	평균	중간값	표본수	평균	중간값	t-값	z-값
자산수익률	2262	0.069	0.067	1037	0.049	0.060	3.60	-3.65
산업조정 자산수익률	2265	0.000	-0.007	1038	-0.018	-0.011	3.29	-3.03
자산수익률 차이	2213	-0.026	-0.007	1022	-0.014	-0.007	-1.90	1.22
손실더미	2276	0.152	0.000	1047	0.215	0.000	-4.26	4.46
연속손실더미	2276	0.067	0.000	1047	0.099	0.000	-3.02	3.22
부채비율	2237	0.667	0.665	1024	0.715	0.696	-4.55	4.42
대주주 지분율 (%)	2264	28.43	25.90	1043	28.18	25.50	0.33	-0.80
기관투자자 지분율 (%)	2276	12.47	7.50	1047	11.95	6.90	0.96	-1.29
외국인투자자 지분율 (%)	2276	4.61	0.10	1047	3.84	0.00	2.07	-1.32
재벌더미	2276	0.312	0.000	1047	0.267	0.000	2.68	-2.63
최고경영자 근속연수	1438	2.57	2	780	2.14	1	5.01	-5.43
최고경영자연령	2262	54.7	55	1008	55.5	56	-2.47	3.01

패널 C. 소수경영자표본

변수	최고경영자 비교체 기업			최고경영자 교체 기업			평균 차이	
	표본수	평균	중간값	표본수	평균	중간값	t-값	z-값
자산수익률	5926	0.082	0.075	757	0.047	0.062	6.82	-7.44
산업조정 자산수익률	5925	0.006	0.000	757	-0.025	-0.010	6.11	-5.96
자산수익률 차이	5898	-0.014	-0.006	747	-0.033	-0.010	3.68	-2.67
손실더미	5951	0.096	0.000	762	0.196	0.000	-6.68	8.34
연속손실더미	5951	0.030	0.000	762	0.077	0.000	-4.76	6.65
부채비율	5932	0.617	0.634	757	0.643	0.656	-2.97	2.63
대주주 지분율 (%)	5934	31.69	29.60	758	29.87	28.20	2.64	-2.51
기관투자자 지분율 (%)	5951	12.18	8.30	762	11.47	7.45	1.47	-1.69
외국인투자자 지분율 (%)	5951	4.08	0.10	762	3.90	0.10	0.49	-0.09
재벌더미	5951	0.099	0.000	762	0.126	0.000	-2.15	2.33
최고경영자 근속연수	2591	4.22	3	445	3.29	2	6.29	-6.80
최고경영자연령	5944	55.9	55	753	57.7	57	-3.74	3.74

평균값보다 높았는데, 이는 소유경영자가 교체된 기업 중 대규모기업집단 소속기업이 상대적으로 많았음을 의미한다. 그리고, 최고경영자가 교체된 경우 근속연수가 유의하게 짧았다. 그러나, 최고경영자 연령은 교체기업의 평균이 유의하게 높았다.

〈표 3〉은 최고경영자 교체의 연도별 분포와 비율을 보여준다. 예를 들면, 1997년의 최고경영자의 경우 그 교체비율이 29%로 외환위기 직후의 기업 구조조정이 많았음을 알 수 있다. 특히, 1997년의 전문경영자의 경우 교체비율이 50.3%로 외환위기 직후 과반수 이상의 전문경영자가 교체되었음을 보인다. 1997년의 소유경영자의 교체비율은 17.5%이며 이는 연도별 소유경영자 교체비율 중 가장 높은 비율로, 외환위기 직후 전문경영자뿐만 아니라 소유경영자의 교체도 활발하였음을 알 수 있다.

〈표 4〉는 본 연구에 포함된 변수들의 상관관계를 나타낸다. 최고경영자 교체더미는 산업조정자산수익률, 대주주지분을 및 근속연수 등과 통계적으로 유의한 음의 관계를 나타낸다. 반면, 최고경영자 교체더미는 손실더미, 연속손실더미, 재벌더미, 전문경영자더미, 부채비율, 최고경영자 연령 등과 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 보인다. 산업조정자산수익률은 자산수익률차이, 손실더미, 연속손실더미 등의 다른 경영성과 변수들과 통계적으로 유의한 상관관계를 보인다. 따라서 회귀분석에서 이들 요인을 개별적으로 고려하여야 함을 알 수 있다. 그러나, 그 밖의 요인들 간에 상관관계는 통계적으로 유의하다 하더라도 회귀분석에서 다중공선성 문제를 일으킬 정도로 높지 않았다.

〈표 3〉 최고경영자 교체의 연도별 분포와 비율

본 연구의 표본은 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업으로 구성되어 있다. 최고경영자 교체기업은 차년도의 최고경영자가 당년도의 최고경영자와 다른 사람인 경우이며, 비교체 기업은 동일인인 경우이다. 소유경영자표본은 최고경영자가 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인 기업을 포함하며, 전문경영자표본은 그렇지 않은 경우의 기업을 포함한다. 교체비율은 최고경영자교체 기업 수를 전체 표본 기업 수로 나눈 값이다.

년도	전체 표본			전문경영자 표본			소유경영자 표본		
	최고경영자 비교체 기업	최고경영자 교체 기업	교체비율	최고경영자 비교체 기업	최고경영자 교체 기업	교체비율	최고경영자 비교체 기업	최고경영자 교체 기업	교체비율
1987	250	44	0.150	85	36	0.298	165	8	0.046
1988	312	50	0.138	86	37	0.301	226	13	0.054
1989	422	65	0.133	105	48	0.314	317	17	0.051
1990	435	73	0.144	111	47	0.297	324	26	0.074
1991	428	65	0.132	111	42	0.275	317	23	0.068
1992	504	96	0.160	110	45	0.290	394	51	0.115
1993	453	81	0.152	114	41	0.265	339	40	0.106
1994	441	85	0.162	122	54	0.307	319	31	0.089
1995	442	92	0.172	130	54	0.293	312	38	0.109
1996	442	135	0.234	112	83	0.426	330	52	0.136
1997	577	237	0.291	143	145	0.503	434	92	0.175
1998	650	153	0.191	160	84	0.344	490	69	0.123
1999	793	183	0.188	188	85	0.311	605	98	0.139
2000	978	213	0.179	243	101	0.294	735	112	0.132
2001	1100	237	0.177	456	145	0.241	644	92	0.125
총합	8227	1809	0.180	2276	1047	0.315	5951	762	0.114

〈표 4〉 변수간의 피어슨 상관관계수

본 연구의 표본은 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업으로 구성되어 있다. 최고경영자 교체더미는 차년도 최고경영자가 당년도의 최고경영자와 다른 사람일 때 1의 값을 가지며, 동일인인 경우 0의 값을 갖는다. 자산수익률은 이자 및 법인세 차감 전 이익(Earnings Before Interest and Taxes: EBIT)을 기초 자산총계로 나눈 값으로, 산업조정자산수익률은 자산수익률에서 동종산업 차감액을 차감하여 계산하였다. 자산수익률차이는 당년도 자산수익률에서 전년도 자산수익률을 차감한 값이다. 손실더미는 자산수익률이 음인 경우 1의 값을 취하고, 음이 아닌 경우 0의 값을 취한다. 연속 손실더미는 당기와 전기의 자산수익률이 모두 음인 경우 1의 값을 취하고, 한 해라도 음이 아닌 경우 0의 값을 취한다. 재벌더미는 30대 재벌기업의 경우 1의 값을 취하고, 나머지 기업은 0의 값을 취한다. 30대 재벌은 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단에 속하는 기업들로 구성되어 있다. 전문경영자더미는 최고경영자가 최대주주와 특수관계인 신분이 아닌 (전문경영인) 경우 1의 값을 취하고, 최고경영자가 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인 (소유경영자)인 경우 0의 값을 취한다. 부채 비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 정의하였다. 대주주 지분율은 사업보고서의 대주주인 및 특수관계인 지분으로 측정하였다. 기관투자자지분은 금융기관, 증권회사, 보험회사 지분의 합으로 측정하였다. 외국인투자자지분은 외국인 소유한 지분비율을 의미한다. 최고경영자 근속연수는 최고경영자로서 연속 근무한 기간을 의미한다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) 최고경영자 교체더미	1.0000	-0.0808	-0.0152	0.1092	0.0883	0.2468	0.0515	0.0903	-0.0394	-0.0148	-0.0139	0.0305	-0.1583
표본수	10036	9985	9880	10036	10036	10036	10036	9999	9999	10036	10036	9967	5254
(2) 산업조정자산수익률	-0.0808	1.0000	0.4432	-0.5577	-0.3813	-0.0312	-0.0381	-0.0957	0.1407	0.0404	0.0478	-0.0495	0.0171
p-value	<0.001		<0.001	<0.001	<0.001	0.0018	0.0001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	0.2172
표본수	9985	9985	9873	9985	9985	9985	9914	9914	9948	9985	9985	9917	5254
(3) 자산수익률차이	-0.0152	0.4432	1.0000	-0.2896	0.0067	-0.0230	0.0402	0.2409	0.0040	0.0823	0.0186	0.0913	0.0116
p-value	0.1319	<0.001		<0.001	0.5041	0.0221	<0.001	<0.001	0.6938	<0.001	0.0648	<0.001	0.4031
표본수	9880	9873	9880	9880	9880	9880	9817	9817	9843	9880	9880	9812	5202
(4) 손실더미	0.1092	-0.5577	-0.2896	1.0000	0.5926	0.0905	-0.0524	0.0720	-0.0827	-0.1535	-0.0392	-0.0727	-0.0645
p-value	<0.001	<0.001	<0.001		<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
표본수	10036	9985	9880	10036	10036	10036	9950	9950	9999	10036	10036	9967	5254
(5) 연속손실더미	0.0883	-0.3813	0.0067	0.5926	1.0000	0.0910	-0.0341	0.1556	-0.0738	-0.0884	-0.0324	-0.0483	-0.0582
p-value	<0.001	<0.001	0.5041	<0.001		<0.001	0.0006	<0.001	<0.001	<0.001	0.0012	<0.001	<0.001
표본수	10036	9985	9880	10036	10036	10036	9950	9950	9999	10036	10036	9967	5254
(6) 재벌더미	0.2468	-0.0312	-0.0230	0.0905	0.0910	1.0000	0.2478	0.1282	-0.0797	0.0075	0.0141	-0.0514	-0.2859
p-value	<0.001	0.0018	0.0221	<0.001	<0.001		<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	0.1569	<0.001	<0.001
표본수	10036	9985	9880	10036	10036	10036	9950	9950	9999	10036	10036	9967	5254
(7) 전문경영자 더미	0.0515	-0.0381	0.0402	-0.0524	-0.0341	0.2478	1.0000	0.1963	-0.1250	0.2477	0.1128	0.0157	-0.0194
p-value	<0.001	0.0001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001		<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	0.1182	0.1599
표본수	10036	9985	9880	10036	10036	10036	9950	9950	9999	10036	10036	9967	5254
(8) 부채비율	0.0903	-0.0957	0.2409	0.0720	0.1556	0.1282	0.1963	1.0000	-0.1444	0.1097	-0.0804	0.0741	-0.0686
p-value	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001		<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
표본수	9950	9914	9817	9950	9950	9950	9950	9950	9914	9950	9950	9884	5194
(9) 대주주 지분율	-0.0394	0.1407	0.0040	-0.0827	-0.0736	-0.0797	-0.1250	-0.1444	1.0000	-0.2017	-0.1919	0.0236	0.0061
p-value	<0.001	<0.001	0.6938	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001		<0.001	0.0501	0.0186	0.6584
표본수	9999	9948	9948	9999	9999	9999	9914	9914	9999	9999	9999	9931	5238
(10) 기관투자자 지분율	-0.0148	0.0404	0.0823	-0.1535	-0.0884	0.0075	0.2477	0.1097	-0.2017	1.0000	0.0450	0.0927	-0.0078
p-value	0.1372	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	0.4556	<0.001	<0.001	<0.001		<0.001	<0.001	<0.001
표본수	10036	9985	9880	10036	10036	10036	9950	9950	9999	10036	10036	9967	5254
(11) 외국인투자자 지분율	-0.0139	0.0478	0.0186	-0.0392	-0.0324	0.0141	0.1128	-0.0804	-0.1919	0.0450	1.0000	0.0634	0.0315
p-value	0.1627	<0.001	0.0648	0.0012	0.1569	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001		<0.001	0.0225
표본수	10036	9985	9880	10036	10036	10036	9950	9950	9999	10036	10036	9967	5254
(12) 최고경영자 연령	0.0305	-0.0495	0.0913	-0.0727	-0.0483	-0.0514	0.0157	0.0741	0.0236	0.0927	0.0634	1.0000	0.1659
p-value	0.0023	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	0.1182	<0.001	0.0186	<0.001	<0.001		<0.001
표본수	9967	9917	9812	9967	9967	9967	9967	9884	9931	9967	9967	9967	5226
(13) 최고경영자 근속연수	-0.1583	0.0171	0.0116	-0.0645	-0.0582	-0.2859	-0.0194	-0.0686	0.0061	-0.0078	0.0315	0.1659	1.0000
p-value	<0.001	0.2172	0.4031	<0.001	0.1599	<0.001	0.6584	<0.001	0.5727	0.0225	<0.001	<0.001	
표본수	5254	5235	5202	5254	5254	5254	5194	5194	5238	5254	5254	5226	5254

4.2 다변량분석

〈표 5〉부터 〈표 8〉은 최고경영자 교체의 로지스틱 회귀모형의 결과를 보여준다. 〈표 5〉는 경영성과, 전문경영자여부, 대규모기업집단 소속기업여부가 최고경영자교체확률에 미치는 영향을 조사한 결과이다. 모형 1에서 산업조정자산수익률의 회귀계수가 통계적으로 유의한 음의 값을 나타낸다. 이는 동종산업의 타회사와 비교하여 경영성과가 좋지 않을수록 최고경영자의 교체확률이 증가함을 의미한다. 전문경영자더미는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이는데, 이는 전문경영인의 경우 교체확률이 높음을 의미한다. 부채비율의 회귀계수는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이며, 이는 재무적 곤경이 심해질수록 최고경영자교체 확률이 증가함을 나타낸다. 이 결과는 파산위험이 높은 기업에서 경영진에 대한 감시메커니즘의 규율이 증가함을 의미한다. 최고경영자 연령의 회귀계수는 통계적으로

유의한 음의 값을 보이며, 이는 최고경영자의 연령이 높을수록 교체될 확률이 높아짐을 의미한다. 재벌더미의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않았는데, 이는 기업의 재벌소속 여부가 최고경영자 교체 확률과 관계가 없음을 의미한다. 이 결과는 재벌의 그룹본부가 많은 최고경영자 후보군을 관리하여, 재벌기업의 경우 비재벌기업보다 최고경영자교체와 관련된 탐색비용이 적다는 가설을 지지하지 않는 결과이다. 모형 2는 경영성과를 자산수익률차이로 측정한 회귀분석이다. 자산수익률차이는 당년도 자산수익률에서 전년도 자산수익률을 차감한 값이다. 자산수익률차이의 회귀계수는 통계적으로 유의한 음의 값을 보이며, 이는 전년도에 비하여 자산수익률이 감소하면 최고경영자 교체 확률이 증가함을 의미한다.

모형 3과 모형 4는 기업의 손실이 최고경영자 교체확률에 미치는 영향을 살펴본 것이다. 모형 3에서 손실더미의 회귀계수는 통계적으로 유의한 양

〈표 5〉 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단이 최고경영자교체에 미치는 영향분석

변수설명은 〈표 4〉를 참조. 회귀모형에 각 연도의 최고경영자교체에 대한 거시경제적 영향을 통제 하기 위하여, 연도더미를 추가하였으나, 연도더미의 회귀계수는 보고하지 않았다. 괄호 안의 값은 회귀계수의 통계적 유의성을 나타내는 t-값이다. 위첨자 a, b, c는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 나타낸다.

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4		모형 5		
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	
산업조정자산수익률	-1.415 ^a	(-6.01)								-0.885 ^a	(-3.01)
자산수익률차이			-0.481 ^b	(-2.22)							
손실더미					0.523 ^a	(6.77)					
연속손실더미							0.494 ^a	(4.32)			
전문경영자 더미	1.269 ^a	(21.60)	1.288 ^a	(21.80)	1.253 ^a	(21.35)	1.263 ^a	(21.53)	0.981 ^a	(12.88)	
재벌 더미	-0.049	(-0.65)	-0.039	(-0.52)	-0.021	(-0.28)	-0.029	(-0.38)	-0.159 ^c	(-1.79)	
부채비율	0.465 ^a	(3.86)	0.540 ^a	(4.28)	0.405 ^a	(3.39)	0.397 ^a	(3.28)	0.196	(1.38)	
대주주 지분율	-0.002	(-1.03)	-0.003 ^c	(-1.86)	-0.002	(-1.36)	-0.003 ^c	(-1.78)	-0.003	(-1.49)	
기관투자자 지분율	0.000	(-0.05)	-0.001	(-0.40)	0.000	(0.04)	-0.001	(-0.34)	0.002	(0.52)	
외국인투자자 지분율	-0.005	(-1.60)	-0.006 ^b	(-1.99)	-0.005	(-1.59)	-0.005 ^c	(-1.79)	-0.003	(-0.67)	
최고경영자 연령	0.012 ^a	(4.33)	0.014 ^a	(4.84)	0.013 ^a	(4.83)	0.013 ^a	(4.70)	0.016 ^a	(4.27)	
최고경영자근속연수									-0.127 ^a	(-7.98)	
Pseudo R-square	0.0829		0.0804		0.0838		0.0809		0.0823		
표본수	9813		9716		9849		9849		5140		

〈표 6〉 전문경영자교체의 경영성과에 대한 민감성 분석

본 연구의 표본은 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업으로 구성되어 있다. 최고경영자 교체더미는 차년도의 최고경영자가 당년도의 최고경영자와 다른 사람일 때, 1의 값을 가지며, 동일인인 경우 0의 값을 갖는다. 경영성과는 자산수익률, 산업조정자산수익률, 자산수익률차이, 손실더미, 연속손실더미 등으로 측정하였다. 자산수익률은 이자 및 법인세 차감 전 이익(Earnings Before Interest and Taxes: EBIT)을 기초 자산총계로 나눈 값으로, 산업조정자산수익률은 자산수익률에서 동종산업 자산수익률의 중간값을 차감하여 계산하였다. 자산수익률차이는 당년도 자산수익률에서 전년도 자산수익률을 차감한 값이다. 손실더미는 자산수익률이 음인 경우 1의 값을 취하고, 음이 아닌 경우 0의 값을 취한다. 연속손실더미는 당기와 전기의 자산수익률이 모두 음인 경우 1의 값을 취하고, 한 해라도 음이 아닌 경우 0의 값을 취한다. 전문경영자더미는 최고경영자가 최대주주와 특수관계인 신분이 아닌 (전문경영인) 경우 1의 값을 취하고, 최고경영자가 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인 (소유경영자)인 경우 0의 값을 취한다. 재벌더미는 30대 재벌기업의 경우 1의 값을 취하고, 나머지 기업은 0의 값을 취한다. 30대 재벌은 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단에 속하는 기업들로 구성되어 있다. 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 정의하였다. 대주주 지분율은 사업보고서의 대주주1인 및 특수관계인 지분으로 측정하였다. 기관투자자지분은 금융기관, 증권회사, 보험회사 지분의 합으로 측정하였다. 외국인투자자지분은 외국인이 소유한 지분비율을 의미한다. 회귀모형에 각 연도의 최고경영자교체에 대한 거시경제적 영향을 통제 하기 위하여, 연도더미를 추가하였으나, 연도더미의 회귀계수는 보고하지 않았다. 괄호 안의 값은 회귀계수의 통계적 유의성을 나타내는 t-값이다. 위첨자 a, b, c는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 나타낸다.

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
산업조정자산수익률	-1.805 ^a	(-5.47)						
자산수익률차이			-0.839 ^a	(-2.78)				
손실더미					0.229 ^b	(2.23)		
연속손실더미							0.346 ^b	(2.12)
산업조정자산수익률 x 전문경영자더미	0.410	(0.89)						
자산수익률차이 x 전문경영자더미			0.317	(0.78)				
손실더미 x 전문경영자더미					0.829 ^a	(6.29)		
연속손실더미 x 전문경영자더미							0.571 ^a	(2.73)
재벌더미	0.351 ^a	(4.92)	0.370 ^a	(5.17)	0.355 ^a	(4.94)	0.369 ^a	(5.17)
부채비율	0.763 ^a	(6.39)	0.872 ^a	(7.00)	0.630 ^a	(5.27)	0.648 ^a	(5.39)
대주주 지분율	-0.003 ^c	(-1.86)	-0.004 ^a	(-2.72)	-0.003 ^b	(-2.00)	-0.004 ^b	(2.55)
기관투자자 지분율	-0.002	(-0.68)	-0.003	(-1.15)	-0.001	(-0.55)	-0.002	(0.99)
외국인투자자 지분율	-0.005 ^c	(-1.66)	-0.006 ^b	(-2.05)	-0.004	(-1.50)	-0.005 ^c	(1.78)
최고경영자 연령	0.007 ^a	(2.89)	0.009 ^a	(3.50)	0.010 ^a	(3.67)	0.009 ^a	(3.39)
Pseudo R-square	0.0311		0.0269		0.0378		0.0304	
표본수	9813		9716		9849		9849	

의 값을 보이며, 이는 회계적 손실을 보이는 기업의 최고경영자의 교체확률이 높음의 의미한다. 모형 4에서 연속손실더미의 회귀계수도 통계적으로 유의한 양의 값을 보인다. 이는 연속 손실을 기록한 기업의 최고경영자의 교체확률이 높음을 나타낸다. 모형 5는 모형 1에 최고경영자 근속연수를 추가한 회귀분석이다. 최고경영자근속연수의 회귀계수가 통계적으로 유의한 음의 값을 보이며, 근속연수가 길수록 교체확률이 낮아짐을 알 수 있었다. 모형 5에서 경영성과와 전문경영자 더미가 교체확

률에 미치는 영향은 모형1에서의 동일하였다.

〈표 6〉은 전문경영자교체의 경영성과에 대한 민감성을 보여준다. 전문경영자교체의 경영성과에 대한 민감성을 조사하기 위하여, 각각의 경영성과변수와 전문경영자더미의 교차변수가 회귀모형에 추가 되었다. 모형 1에서 산업조정자산수익률과 전문경영자더미 교차변수의 회귀계수는 양의 값을 보이거나 통계적으로 유의하지 않았다. 모형2에서 자산수익률과 전문경영자더미 교차변수의 회귀계수도 양의 값을 보이거나 통계적으로 유의하지 않았다. 한

〈표 7〉 대규모집단 소속기업 최고경영자교체의 경영성파에 대한 민감성 분석

본 연구의 표본은 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업으로 구성되어 있다. 최고경영자 교체더미는 차년도의 최고경영자가 당년도의 최고경영자와 다른 사람일 때, 1의 값을 가지며, 동일인인 경우 0의 값을 갖는다. 경영성파는 자산수익률, 산업조정자산수익률, 자산수익률차이, 손실더미, 연속손실더미 등으로 측정하였다. 자산수익률은 이자 및 법인세 차감 전 이익(Earnings Before Interest and Taxes:EBIT)을 기초 자산총계로 나눈 값으로, 산업조정자산수익률은 자산수익률에서 동종산업 자산수익률의 중간값을 차감하여 계산하였다. 자산수익률차이는 당년도 자산수익률에서 전년도 자산수익률을 차감한 값이다. 손실더미는 자산수익률이 음인 경우 1의 값을 취하고, 음이 아닌 경우 0의 값을 취한다. 연속손실더미는 당기와 전기의 자산수익률이 모두 음인 경우 1의 값을 취하고, 한 해라도 음이 아닌 경우 0의 값을 취한다. 전문경영자더미는 최고경영자가 최대주주와 특수관계인 신분이 아닌 (전문경영인) 경우 1의 값을 취하고, 최고경영자가 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인 (소유경영자)인 경우 0의 값을 취한다. 재벌더미는 30대 재벌기업의 경우 1의 값을 취하고, 나머지 기업은 0의 값을 취한다. 30대 재벌은 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단에 속하는 기업들로 구성되어 있다. 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 정의하였다. 대주주 지분율은 사업보고서의 대주주1인 및 특수관계인 지분으로 측정하였다. 기관투자자지분은 금융기관, 증권회사, 보험회사 지분의 합으로 측정하였다. 외국인투자자지분은 외국인 소유한 지분비율을 의미한다. 회귀모형에 각 연도의 최고경영자교체에 대한 거시경제적 영향을 통제 하기 위하여, 연도더미를 추가하였으나, 연도더미의 회귀계수는 보고하지 않았다. 괄호 안의 값은 회귀계수의 통계적 유의성을 나타내는 t-값이다. 위첨자 a, b, c는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 나타낸다.

	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
	회귀계수 t-값	회귀계수 t-값	회귀계수 t-값	회귀계수 t-값
산업조정자산수익률	-1.415 ^a (-5.81)			
자산수익률차이		-0.450 ^b (-2.00)		
손실더미			0.533 ^a (6.53)	
연속손실더미				0.496 ^a (4.08)
전문경영자더미	1.260 ^a (22.10)	1.280 ^a (22.36)	1.250 ^a (21.94)	1.257 ^a (22.12)
산업조정자산수익률 x 재벌더미	0.013 (0.01)			
자산수익률차이 x 재벌더미		-0.395 (-0.51)		
손실더미 x 재벌더미			-0.068 (-0.35)	
연속손실더미 x 재벌더미				0.011 (0.03)
부채비율	0.456 ^a (3.80)	0.529 ^a (4.22)	0.402 ^a (3.39)	0.390 ^a (3.26)
대주주 지분율	-0.002 (-1.00)	-0.003 ^c (-1.83)	-0.002 (-1.34)	-0.003 ^c (-1.77)
기관투자자 지분율	0.000 (-0.18)	-0.001 (-0.51)	0.000 (0.00)	-0.001 (-0.42)
외국인투자자 지분율	-0.005 ^c (-1.70)	-0.006 ^b (-2.08)	-0.005 (-1.63)	-0.005 ^c (-1.86)
최고경영자 연령	0.012 ^a (4.34)	0.014 ^a (4.82)	0.013 ^a (4.84)	0.013 ^a (4.71)
Pseudo R-square	0.0829	0.0804	0.0838	0.0809
표본수	9813	9716	9849	9849

편, 모형 3에서 손실더미와 전문경영자더미 교차변수의 회귀계수는 통계적으로 유의한 의 값을 보인다. 모형4에서도 연속손실더미와 전문경영자더미 교차변수의 회귀계수는 통계적으로 유의한 양의 값을 나타낸다. 이는 손실 또는 연속손실이 발생하는 경우, 소유경영자에 비하여 전문경영자의 교체확률이 높음을 의미한다. 즉 경영성파를 손실여부로 측정할 경우, 소유경영자에 비하여 전문경영자의 교체가 경영성파에 더 민감함을 알 수 있다.

〈표 7〉은 대규모기업집단 소속기업 최고경영자교체의 경영성파에 대한 민감성을 보여준다. 대규모 기업집단 소속기업 최고경영자교체의 경영성파에 대한 민감성을 조사하기 위하여, 각각의 경영성파 변수와 재벌더미의 교차변수가 회귀모형에 추가 되었다. 교차변수의 회귀계수는 대규모기업집단 소속기업 최고경영자교체의 경우 비재벌기업에 비하여 경영성파에 따른 교체 민감도를 나타낸다. 회귀분석결과, 교차변수의 회귀계수가 모두 통계적으로

〈표 8〉 대규모기업집단 소속기업 전문경영자교체의 경영성과에 대한 민감성 분석 및 이사회구조에 따른 최고경영자 교체의 경영성과에 대한 민감성 분석

본 연구의 표본은 1987년부터 2001년 사이에 증권거래소 및 코스닥에 상장·등록되어 있는 금융기업을 제외한 기업으로 구성되어 있다. 최고경영자 교체더미는 차년도의 최고경영자가 당년도의 최고경영자와 다른 사람일 때, 1의 값을 가지며, 동일인인 경우 0의 값을 갖는다. 경영성과는 자산수익률로 측정하였다. 자산수익률은 이자 및 법인세 차감 전 이익(Earnings Before Interest and Taxes: EBIT)을 기초 자산총계로 나눈 값이다. 전문경영자더미는 최고경영자가 최대주주와 특수관계인 신분이 아닌 (전문경영인) 경우 1의 값을 취하고, 최고경영자가 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인 (소유경영자)인 경우 0의 값을 취한다. 재벌더미는 30대 재벌기업의 경우 1의 값을 취하고, 나머지 기업은 0의 값을 취한다. 30대 재벌은 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단에 속하는 기업들로 구성되어 있다. 감사위원회더미는 감사위원회가 설치되어 있는 기업은 1의 값을 가지고, 그렇지 않으면 0의 값을 가진다. 사외이사비율은 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율이다. 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 정의하였다. 대주주 지분율은 사업보고서의 대주주1인 및 특수관계인 지분으로 측정하였다. 기관투자자지분은 금융기관, 증권회사, 보험회사 지분의 합으로 측정하였다. 외국인투자자지분은 외국인이 소유한 지분비율을 의미한다. 회귀모형에 각 연도의 최고경영자교체에 대한 거시경제적 영향을 통제 하기 위하여, 연도더미를 추가하였으나, 연도더미의 회귀계수는 보고하지 않았다. 괄호 안의 값은 회귀계수의 통계적 유의성을 나타내는 t-값이다. 위첨자 a, b, c는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 나타낸다.

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4		
	회귀계수	t-값	전문경영자 표본 회귀계수	t-값	소유경영자 표본 회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	
산업조정자산수익률	-1.413 ^a	(-5.99)	-0.766 ^b	(-2.48)	-2.447 ^a	(-6.43)	-1.467 ^a	(-4.23)	
전문경영자더미	1.357 ^a	(21.06)					0.837 ^a	(7.19)	
재벌더미	0.287 ^b	(2.35)					0.238	(1.38)	
재벌더미 x 전문경영자더미	-0.492 ^a	(-3.34)							
산업조정자산수익률 x 재벌더미			-0.539	(-0.54)	0.598	(0.28)			
산업조정자산수익률 x 감사위원회더미							-1.616	(-0.64)	
산업조정자산수익률 x 사외이사비율								-2.210	(-0.74)
부채비율	0.455 ^a	(3.76)	0.440 ^a	(2.93)	0.565 ^a	(2.84)	0.723 ^a	(3.83)	
대주주 지분율	-0.002	(-0.98)	0.001	(0.70)	-0.005 ^b	(-2.02)	-0.005	(-1.61)	
기관투자자 지분율	0.000	(-0.17)	-0.001	(-0.35)	0.003	(0.90)	-0.003	(-0.58)	
외국인투자자 지분율	-0.005	(-1.59)	-0.007	(-1.58)	-0.004	(-0.97)	0.004	(0.77)	
최고경영자 연령	0.012 ^a	(4.41)	0.008 ^c	(1.67)	0.014 ^a	(4.05)	0.015 ^a	(2.87)	
Pseudo R-square	0.0841		0.0281		0.0361		0.0577		
표본수	9813		3184		6629		2463		

유의적이지 않았다. 즉, 재벌소속여부가 최고경영자교체의 경영성과 민감도에 영향을 미치지 않는다는 것을 의미한다. 재벌의 그룹분부는 재벌소속 기업들의 최고경영자에 대한 평가, 보상 및 인사발령에 깊이 관여하고 있었지만 경영성과와 연동한 최고경영자 교체에 있어 비재벌기업보다 경영성과를 고려한 최고경영자 평가 및 교체의 역할을 더 적극적으로 수행한다고 볼 수 없다.

〈표 8〉의 모형 1은 대규모기업집단 소속기업 중 최고경영자가 전문경영인인 경우 교체의 경영성과에 대한 민감성을 보여준다. 모형 1에서는 재벌더

미와 전문경영자 더미의 교차변수를 포함하였다. 이 교차변수의 회귀계수는 음의 값을 보였고, 통계적으로 유의하였다. 즉, 재벌기업의 전문경영자가 비재벌기업의 전문경영자에 비하여 교체확률이 낮음을 의미한다.

재벌기업이 경영성과에 따라서 전문경영자들을 교체하는지를 분석하기 위하여 〈표 8〉의 두 번째 회귀분석에서는 최고경영자가 전문경영인인 기업만을 표본으로 하였다. 분석 결과, 산업조정자산수익률의 회귀계수는 통계적으로 유의한 음의 값을 보이며, 전문경영인의 교체확률이 경영성과에 의하여

영향을 받음을 알 수 있다. 하지만, 경영성과와 재벌더미의 교차변수의 회귀계수는 통계적으로 비유의적이어서, 재벌기업이 비재벌기업에 비하여 경영성과에 따른 최고경영자교체에 더 적극적이라고 해석할 수 없다. <표 8>의 세 번째 회귀분석은 최고경영자가 소유경영인인 기업만을 표본으로 한 분석 결과이다. 분석결과, 산업조정자산수익률의 회귀계수는 통계적으로 유의한 음의 값을 보이며, 이는 소유경영자의 경우에도 경영성과가 좋지 않으면 교체확률이 증가함을 의미한다. 그러나, 재벌소속여부가 소유경영자의 교체확률에 영향을 미치지 못하였고, 재벌소속기업의 성과에 따른 소유경영자교체가 비재벌기업에 비하여 더욱 민감하지는 않았다.

<표 8>의 모형 3과 모형 4에서는 이사회구조에 따라 최고경영자 교체의 경영성과 민감도가 다른지 조사하였다. 감사위원회의 유무와 사외이사비율 자료는 2000년 이후부터 수집이 가능하기 때문에 모형3과 모형4의 회귀분석의 표본 수는 모형1과 모형2에 비하여 적다. 모형 3에서는 이사회 내 감사위원회의 유무가 최고경영자 교체의 경영성과에 대한 민감도에 영향을 미치는지 살펴보았으며, 모형 4에서는 이사회 내 사외이사비율이 최고경영자 교체의 경영성과에 대한 민감도에 영향을 미치는지 살펴보았다. 회귀분석결과, 감사위원회의 유무 및 사외이사비율이 최고경영자 교체의 경영성과에 대한 민감도에 영향을 미치는 것이 발견되지 않았다. 그러나, 이사회 구조에 관한 변수를 측정할 수 있는 표본기간이 2000년 이후로서 짧은 표본기간의 결과를 가지고 이사회구조가 최고경영자교체에 미친 영향에 대한 결론을 내리기 보다는, 연구기간을 더 늘릴 수 있는 향후 연구에서 이점을 다시 살펴 보아야 할 것으로 생각된다.

V. 결론

최고경영자교체에 영향을 미치는 요인으로 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단을 분석한 본 연구는 다음과 같은 결과를 발견하였다. 첫째, 경영성과가 좋지 않을수록 최고경영자교체 확률이 증가함을 발견하였다. 경영성과를 산업조정자산수익률 뿐만 아니라, 자산수익률변화, 손실더미, 연속손실더미 등으로 측정한 회귀분석 결과에서도 경영성과와 최고경영자교체 확률 간에는 음(-)의 관계가 존재함을 보였다. 이 결과는 우리나라 기업에서 경영성과와 연동된 최고경영자 교체의 규율(discipline)이 존재함을 의미한다.

둘째, 표본기간 중 전문경영자의 교체확률이 소유경영자의 교체확률보다 확연히 높았다. 또한, 전문경영자의 경우 소유경영자와 비교하여 경영성과에 따른 최고경영자교체의 민감도가 높음을 발견하였다. 이는 좋지 않은 경영성과로 인하여 최고경영자가 교체될 확률은 전문경영자의 경우 더 높으며, 소유경영자는 기업의 경영성과가 나쁘더라도 교체하기 어려움을 의미한다.

셋째, 비재벌기업에 비하여 재벌기업에서 최고경영자 교체확률이 특별히 높지 않았다. 재벌기업의 경우 비재벌기업과 비교하여 경영성과에 따른 최고경영자교체의 민감도 또한 특별히 높지 않았다. 이 결과는 재벌소속 기업들의 최고경영자에 대한 평가, 보상 및 인사발령에 깊이 관여하고 있는 재벌의 그룹본부가 경영성과와 연동한 최고경영자교체를 실시하고 있다는 가설을 지지하지 않는 결과이다.

본 연구의 결과는 최고경영자의 지배주주여부가 내부감시시스템의 효과성에 영향을 주는 중요한 요

인임을 의미한다. 최고경영자가 지배주주인 경우, 경영성과에 따른 최고경영자의 교체가 어려움이 발견되었고, 이는 지배주주이면서 최고경영자인 경우 참호효과(entrenchment effect)가 발생할 수 있음을 의미한다. 반면, 재벌기업에서 기대와는 달리 경영성과에 따른 최고경영자의 교체가 특별히 더 활발하지 않았는데, 이는 최고경영자를 견제하는 이사회 및 사외이사의 역할이 정착되지 않은 우리나라 기업에서 재벌의 그룹본부가 최고경영자, 특히 재벌소속기업의 전문경영자를 평가하고 교체하는 '사실상의 이사회'의 역할 수행에 보다 적극적인 필요성이 있음을 시사한다.

참고문헌

- 강영걸, "최고관리자 교체와 조직성과: 우리 나라 상장제조업체의 경우," *경영학연구*, 제27권, 제2호 (1998), pp. 363-389.
- 김주현, "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," *재무연구*, 제5호(1992. 12), pp. 129-154.
- 박준용, "최고경영자의 교체가 기업의 성과 및 전략에 미치는 영향," *전략경영연구*, 제1권, 제1호 (1998), pp. 1-22.
- 신현한, 장진호, "소유구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향," *금융학회지*, 제8권 2호 (2003a), pp.15-39.
- 신현한, 장진호, "최고경영자 교체에 따른 경영성과 변화," *재무연구*, 제16권 2호 (2003b), pp.231-256.
- 심동석, "최고경영자 교체공시와 주가반응," *경영학연구*, 제29권, 제4호 (2000), pp. 685-710.
- 이동기, 조영곤, "이사회구조가 연구개발투자에 미치는 영향," *경영학연구*, 제30권, 제4호 (2001), pp. 1251-1263.
- 오희장, "최고경영자의 교체와 주식시장의 반응," *회계학연구*, 제27권, 제1호 (2002), pp. 55-80.
- 증권거래소, "상장법인 지배구조 실태조사," *증권거래소 보도자료*, (2000).
- Allen, M., "The Structure of Inter-Organizational Elite Corporation," *American Sociological Review*, Vol. 39 (1974): pp. 393-406.
- Brickley, A., R.C. Lease, and W. Smith, Jr., "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1988), pp. 267-292.
- Chang, S., and U. Choi. Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups. *Journal of Industrial Economics* 37 (1988), pp. 141-158.
- Dennis, David, Diane Dennis, and Atulya Sarin, "Ownership Structure and Top Executive Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol. 45 (1997), pp. 193-221.
- Denis, David, and J. Serrano, "Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests," *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 (1996), pp. 239-266.
- Fama, E.F., and M.C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (1983), pp. 301-325.
- Fredrickson, J., D. Hambrick, and S. Baumrin, "A Model of CEO Dismissal," *Academy of Management Review*, Vol. 13 (1988), pp. 255-270.
- Friedman, S., and H. Singh, "CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content," *Academy of Management Journal*, Vol. 32 (1989), pp. 718-744.
- Furtado, E., and M. Rozeff, "The Wealth Effects of Company Initiated Management Change," *Journal of Financial Economics*, Vol. 18

- (1987), pp. 147-160.
- Gilson, S., and M. Vetsuypens, "CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, Vol. 48 (1993), pp. 425-458.
- Kaplan, S., and B. Minton, "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 36 (1994), pp. 225-258.
- Kang, Jun-Koo, and A. Shivdasani, "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics* 38 (1995), pp. 29-58.
- Khanna, T., and K. Palepu, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, Vol. 55 (2000), pp. 867-91.
- Lorsch, J. W., and E. MacIver, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston, MA: Harvard Business School Press (1989).
- Mace, M.L., *Directors: Myth and Reality*, Boston, MA: Harvard Business School Press (1986).
- Martin, K. and J. McConnell, "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover," *Journal of Finance*, Vol. 46 (1991), pp. 671-688.
- McEachern, W., *Managerial Control and Performance*, Lexington, Mass (1975).
- McNeil, C., G. Niehaus, and E. Powers, "Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates Versus Stand-alone Firms," Working Paper, University of South Carolina, (2002).
- Mikkelson, W. and R. Ruback, "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (1985), pp. 523-553.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1988), pp. 293-316.
- Occasio, W., "Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44 (1999), pp. 384-416.
- Patton, A., and J.C. Baker, "Why Won't Directors Rock the Boats?," *Harvard Business Review*, Vol. 65 (1987), pp. 10-13.
- Pfeffer, J., *Power in Organization*, Marshfield, MA: Pitman, (1981).
- Pfeffer, J. and W.M. Moore, "Average Tenure of Academic Department Heads: The Effects of Paradigm, Size, and Departmental Demography," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 25 (1980), pp. 387-406.
- Pfeffer, J. and G.R. Salancik, *The External Control of Organizations*, (1978), New York: Harper and Row
- Puffer, S.M. and J. Weintrop, "Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 36 (1991), pp. 1-19.
- Salancik, G. and J. Pfeffer, "Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations," *Academy of Management Journal* 23 (1980), pp. 653-664.
- Scharfstein, D. S., and J. C. Stein, "The Darkside of Internal Capital Market: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment," *Journal of Finance* 55 (2000), pp. 2537-2564.

- Shin, H. H., and R. M. Stultz. "Are Internal Capital Markets Efficient?" *Quarterly Journal of Economics* (1998), pp. 531-552.
- Tushman, M., and E. Romanelli, "Organizational Evolution: A Metamorphosis Model of Convergence and Reorientation," in L.L. Cummings and Barry M. Staw (eds.), *Research in Organizational Behavior*, 7 (1985), pp. 171-222.
- Wagner, G., J. Pfeffer, and C. O'Reilly, "Organizational Demography and Turnover in Top-Management Groups," *Administrative Science Quarterly* 29 (1984), pp. 74-92.
- Warner, Jerold B., Ross L. Watts, and Karen Wruck, "Stock Prices and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1988), pp.461-492.
- Weisbach, M.S., "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1988), pp. 431-460.
- Weston, J.F., *The Tender Takeover, Mergers and Acquisitions*, (1979), pp. 74-82.

An Analysis of the Determinants of CEO Turnover: Firm Performance, Professional CEO, and Business Group

Hyun-Han Shin* · James Jinho Chang*

Abstract

Replacing poorly performing CEOs is one of the most important decisions that the board of directors and major shareholders can make, and this paper examines the determinants of CEO turnover, which includes firm performance, professional CEO and conglomerate. We use KISLINE, a database maintained by Korea Investors Service, Inc., to gather information on the top management team, in relation to the largest shareholder, ownership structure, and financial statements of firms listed in the Korea Stock Exchange. Our sample is composed of companies listed in the Korea Stock Exchange between 1993 and 2002, excluding financial institutions.

Consistent with the previous findings for western firms, we also find using CEO turnover sample of Korean firms that poorly performing firm's CEOs are more likely to be replaced. We measure the performance with industry adjusted ROA, negative ROA dummy, and consecutive negative ROA dummy and we find that the results are qualitatively the same regardless of the definition of firm performance. The findings imply that the Korean firms also have a discipline to replace poorly performing CEOs.

Next we examine whether there is a relation between the CEO turnover and the CEO's relation to the largest shareholder. The existing literature reports that the CEO turnover in relation to firm performance is less likely when the ownership of the CEO is high (McEachern 1975; Salancik and Pfeffer 1980; Denis, Denis and Sarin 1997). More specifically, Salancik and Pfeffer (1980) report that the CEO turnover is not sensitive to the firm performance when the insider ownership is high. It is because when insider ownership is high, the disciplinary effect of external capital markets on the monitoring of CEO performance

* Assistant Professor, School of Business, Yonsei University.

is less. Consistent with the argument, Weston (1979) also reports that firms with insider ownership of 30% or more are never acquired.

We find that owner CEOs are less likely to be replaced than professional CEOs even though their firm performance is relatively poor. We define owner CEO as CEO identified as the largest shareholder, his/her son, daughter, cousin, uncle, etc.

Next we examine the effect of business group affiliation on the CEO turnover. A business group is an organizational form that is ubiquitous in most emerging markets (Khanna and Palepu 1997). In imperfect emerging markets, a business group is an efficient economic organization which minimizes transaction costs through internal markets. In a business environment where economic infrastructures, such as external markets, are underdeveloped, internal markets in business groups can substitute or complement imperfect external markets. By efficiently distributing scarce resources among affiliated firms within the same business group, and by decreasing transaction costs between suppliers and purchasers through vertical integration, diversified business groups can help their affiliated firms overcome market imperfection (Leff 1987 Chang and Choi 1998 Hoshi, Kashyap, and Scharfstein 1991 Khanna and Palepu 2000).

In emerging markets, business groups play an intermediary role in the market for labor. In many emerging markets, rigid labor laws make it difficult to hire and fire employees, hampering labor mobility, whereas a business group provides an internal labor market which facilitates labor mobility (Khanna and Palepu 2000). Labor resource allocation within a business group is performed by group headquarters. One of the primary roles of these staff members is the monitoring and evaluation of the performance of top executives of affiliated firms. The compensation and turnover decisions on every senior executive position in the Samsung group of affiliated firms are made by these staff members. Thus, group headquarters plays the role of the board of directors, monitoring and disciplining top management of group affiliated firms.

We find that the CEO turnover of business group firms is not more sensitive to firm performance than that of non-group firms, which is inconsistent with the argument that business group headquarter plays the role of board of directors.

Key words: CEO turnover, business group, owner CEO.