기업집단의 최고경영자 활용 및 퇴출에 관한 연구: 재벌집단과 비재벌집단 간 비교*

김수정
서강대학교 박사과정
한국자산관리공사 책임연구원
(philostella@kamco.or.kr)
박종훈(교신저자)
서강대학교 경영학부 교수
(johnpark@sogang.ac.kr)
김창수
서강대학교 경영학부 교수
(cskim@sogang.ac.kr)

본 연구는 선행연구와 달리 기업집단에 속한 계열사의 최고경영자 교체가 기업집단 수준에서 어떤 함의를 갖는지를 살펴보고, 재벌집단과 비재벌집단 간에 경영자인력 활용에 어떠한 차이가 나타나는지를 살펴보고자 하였다. 이를 위해 본 연구는 상장된 기업 중 기업집단에 속한 계열사를 대상으로 최고경영자의 교체 후 거취를 분석에 포함하였으며, 기업집단을 재벌집단과 비재벌집단으로 구분하여 집단별 분석을 시도하였다. 2001년부터 2007년 사이에 기업집단에 속한 계열사에서 발생한 최고경영자 교체를 살펴본 결과, 한국기업집단에 속한 계열사에서 최고경영자 교체는 동일집단 내 다른 계열사로 내부이동하거나 기업집단 외부로 퇴출되는 방식으로 나타남을 발견하였다.

계열사 성과와 최고경영자 외부퇴출 간에는 부(-)의 유의한 관계가 성립하는 반면, 최고경영자 내부이동은 기업성과와 유의한 관계를 갖지 않는 것으로 나타났다. 또한, 비재벌집단에 속한 계열사에서 최고경영자 교체는 최고경영자 외부퇴출의 형태로 빈번히 나타났으며, 계열사 성과와 최고경영자 외부퇴출 간 부(-)의 관계는 재벌집단에서 약화되는 것으로 분석되었다. 이는 외부시장의 불완전성과 정보비대칭성을 고려할 때, 다각화된 대규모기업집단인 재벌집단의 경우 내부인력시장을 통한 최고경영자의 활용이 용이하기 때문인 것으로 보인다. 즉, 다각화 정도가 높고 기업집단의 규모가 큰 재벌집단의 경우 재벌집단 고유의 기업문화에 적합한 역량 있는 최고경영자를 내부시장을 통해 효율적으로 확보할 수 있으므로 계열사의 경영자교체가 기업집단 내 이동의 형태로 빈번히 발생하는 것으로 보인다. 이는 기업지배구조의 측면에서 최고경영자인력의 전략적 활용과 계열사통제의 수단으로 외부퇴출보다 내부이동 방식의 최고경영자 교체가 발생할 유인이 더 크다는 것을 의미하는 것이다. 반면, 비재벌집단의 경우 우수인력확보에 어려움이 있으며, 상대적으로 기업집단의 규모가 작아 내부시장보다 외부에서 전문경영자를 확보·활용하려는 유인이 크기 때문에 최고경영자 교체는 기업성과와 밀접한 관계를 가지며 외부퇴출의 형태로 많이 발생하는 것으로 분석되었다. 본 연구결과는 재벌집단과 비재벌집단에서 서로 다른 유인에 의해 최고경영자 교체현상이 발생하고 있음을 보여주며, 최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인으로 기업지배구조를 포함한 기업집단의 특성을 고려해야 함을 시사하고 있다.

주제어: 기업집단, 기업지배구조, 최고경영자의 기업집단으로부터의 퇴출 및 이동

논문접수일: 2011. 12 게재확정일: 2012. 5

* 본 연구는 2011년도 서강대학교 교내연구비(과제번호:201110047.01 & 201110078.01) 지원에 의한 연구이며, 본 연구를 위해서 건설적인 제안을 해주신 익명의 심사위원들께 감사드립니다.

Ⅰ. 서 론

다각화된 기업집단(business groups)들은 보편적인 기업지배구조의 한 형태로써 특히 개도국 경제 전반에서 매우 중요한 위치를 차지하고 있다. 기업집단을 형성하는 주요 이점은 계열사 간 자본흐름을 유연화하고 자본을 재배치함으로써 계열사 간 위험을 공유할 수 있다는 것이다(예, Strachan, 1976; Pan, 1999). 이와 같은 위험공유의 논리는 많은 경제적 이론에 기반하고 있는데, 외부자본시장의 불완전성으로 인해 기업집단 내 계열사들은 집단내부에서 가용자원들을 적절하게 활용해야 한다는 주장이 그것이다(Myers and Majluf 1984; Fazzari, Hubbard, & Petersen 1987; Greenwald & Stiglitz 1993). Aoki(1984, 1988) 또한 기업을 구성하고 있는 구성원과 경영진, 금융제도 등을 계열사 간에 공유함으로써 기업집단은 효용을 극대화시킬 수 있음을 지적한 바 있다. 이러한 연구는 기업집단이 효율적인 기업형태인지에 대한 논의로 귀결되는데, 이에 대해서는 선행연구 간에 서로 상반된 연구결과를 보이고 있다. Khanna & Palepu (1997, 2000)는 자본시장과 노동시장 등의 시장기능이 제대로 발달되어 있지 않은 경우, 기업집단은 내부노동시장(internal labour market)과 내부자본시장(internal capital market)의 형성을 가능케 하며 이러한 내부시장은 외부시장을 대체·보완함으로써 소속 계열기업의 경영효율성을 높일 수 있다고 주장한 바 있다. 기업집단이 효율성을 갖고 있다는 주장은 경영자가 주주의 이익을 위해 의사결정을 내린다는 가정을 전제하고 있는데, Stein(1997), Chang & Choi(1988) 그리고 Shin & Park (1999) 등의 연구들이 이러한 주장을 하고 있다. 반면, 대리인이론(Agency theory)에 기반 하여 기업집단의 비효율성을 보여주는 연구로는 Scharfstein & Stein(2000)의 연구를 들 수 있는데, 이들은 기업내부의 자본시장이 외부자본시장에 비해 비효율적으로 자원을 배분함을 보여주고 있다.

이처럼 기업집단에 관한 논의는 기업집단이 효율적인 기업형태인지에 대한 논의를 통해 기업지배구조에 대한 논의로 자연스럽게 연결되는데, 이는 최고경영자 교체연구에 이론적 배경을 제공하고 있다. 최고경영자 교체에 관한 선행연구는 대리인 이론과 사회정치적 관점(socio-political perspective)에 기반 하여 수행되어 오고 있으며, 대부분의 연구는 최고경영자 교체와 기업성과 간의 관계를 살펴보고 있다(예, Weisbach, 1988; Denis, Denis & Sarin, 1997; Pfeffer & Salancik, 1978). 특히, 기업성과와 최고경영자 교체에 관한 국내연구들은 대부분 기업성과가 낮을 때 최고경영자 교체가 증가한다고 주장해 왔으며, 이는 개별기업을 대상으로 한 실증분석을 통해 확인되어 왔다(예, 신현한·장진호, 2005; 박준용, 1998). 최근에는 기업집단의 수준에서 재벌이 효과적인 기업지배구조 메커니즘의 역할을 수행할 수 있음을 보여준 Chang & Shin(2006)의 연구나, 한국기업지배구조 체계에서 최고경영자 교체에 대한 재벌의 역할을 논한 연구(박종훈 외, 2010) 등 국내기업집단의 지배구조특성을 반영하려는 시도가 이루어지고 있다. 그러나 이러한 선행연구들은 개별기업들이 서로 독립적이라는 전제 하에 분석을 수행함으로써 기업집단의 효율성에 대한 함의를 제공해주지 못하고 있다. 따라서 본 연구는 개별기업들이 동일 기업집단에 속할 경우 상호 영향을 받을 수 있다는 사실을 기반으로 하여 연구대상을 기업집단으로 한정하고자 한다.

본 연구의 목적은 기업집단에 속한 계열사의 최고

경영자 교체를 기업집단의 인력자원 활용, 특히 최고경영자인력의 내부 활용측면에서 분석하고 이러한 현상이 재벌집단과 비재벌집단 간에 다르게 나타나는지를 살펴봄으로써 기업집단수준에서 계열사 최고경영자 교체가 갖는 함의를 도출하는 데 있다. 이러한 연구목적을 달성하기 위해 본 연구는 다음과 같은 접근방법으로 연구를 수행할 것이다. 첫째, 기업집단수준에서 내부인력시장을 통한 최고경영자 활용 및 퇴출 현상이 발생하는지를 검증하기 위해 기업집단에 속한 계열사에서 최고경영자가 교체된 사례만을 분석 표본으로 선정하였다. 이는 선행연구가 기업집단소속에 대한 고려 없이 개별기업수준에서 최고경영자 교체현상을 분석, 최고경영자 교체현상을 교체 또는 잔류로 구분하고 이에 영향을 미치는 요인들을 살펴봄으로써 기업집단수준에서의 함의를 살펴보지 못한 한계를 극복하기 위한 것이다. 즉, 최고경영자의 활용현상이 기업집단에 존재하는지를 살펴보기 위해 연구단위를 기업집단으로 한정함으로써, 본 연구는 교체된 최고경영자를 대상으로 이들이 기업집단내부에서 다시 활용되는지, 아니면 퇴출되는지를 살펴볼 것이다. 둘째, 기업집단 내에서 내부인력시장을 통한 최고경영자 활용 및 퇴출 현상이 있는지를 확인하기 위해 교체된 계열사최고경영자들의 교체 후 이동경로를 분석에 포함하였다. 즉, 교체된 최고경영자가 기업집단 내 다른 계열사로 이동하는지, 아니면 기업집단 외부로 퇴출되는지를 살펴봄으로써 기업집단 내 내부인력시장을 통한 최고경영자 활용여부를 파악할 것이다. 계열사에서 교체된 최고경영자가 동일기업집단 내의 타 계열사 최고경영자의 직위를 맡는 경우, 이는 해당최고경영자가 기업집단 내부인력시장을 통해 재활용되었음을 의미한다고 볼 수 있다. 반면, 교체된 최고경영자가 기업집단 외부로 퇴출되어 다른 기업으로 이동하는 경우, 이는 해당최고경영자가 기업집단 내부인력시장에서 퇴출된 것을 의미한다. 따라서 본 연구에서는 교체된 최고경영자가 기업집단으로부터 퇴출(oust)되는지, 또는 기업집단 내 다른 계열사로 내부이동(transfer)하는지를 살펴봄으로써 내부인력시장을 통한 최고경영자의 활용이라는 함의를 도출할 것이다. 셋째, 기업집단수준에서 교체된 최고경영자의 이동경로를 분석함에 있어 기업집단을 세분화하여 집단 간에 차이가 나타나는지를 살펴보고자 하였다. 즉, 기업집단을 재벌집단과 비재벌집단으로 구분함으로써 최고경영자교체를 통한 인력활용방식의 차이에 대해 비교분석을 수행할 것이다. 해당기업집단에서 교체된 최고경영자의 외부퇴출이 많이 발생한다는 것은 내부이동이 적다는 의미로, 내부인력시장을 통해 최고경영자인력이 활용되는 경우가 적은 것으로 볼 수 있다. 본 연구에서는 '교체된 최고경영자의 기업집단으로부터의 외부퇴출'을 종속변수로 설정하여 분석을 진행할 것이다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 기업집단에서 형성될 수 있는 내부시장의 효율성과, 최고경영자교체와 기업 성과 간의 관계에 대한 선행연구를 살펴볼 것이다. 또한 기업집단의 특성을 고려하여 한국기업집단의 유형화를 시도한 후 이와 관련된 선행연구를 검토함으로써 기업집단 내에서의 최고경영자교체와 최고경영자 인력활용현상에 대한 가설을 수립할 것이다. 제Ⅲ장에서는 연구가설검증을 위한 연구모형과 분석 표본의 수집, 분석 방법 및 변수에 관한 조작적 정의가 제시될 것이며, 제Ⅳ장에서는 가설검증 결과가 제시될 것이다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구결과를 요약하고 의의와 한계점, 향후 연구방향에 대한 함의를 제시할 것이다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 가설 설정

2.1 개발도상국의 기업집단과 내부시장의 효율성

기업지배구조는 단순히 소유와 경영의 분리여부 또는 소유구조보다 포괄적인 개념으로, 주주와 이사회, 최고경영자, 구성원, 소비자, 정부 등 기업에 직·간접적으로 이해관계를 가진 당사자들 간의 상호관계를 규정하는 메커니즘이라고 말할 수 있다(이경묵·이지환, 2003). 기업지배구조의 형성과정은 정치·경제적 발전과정과 밀접한 관련이 있으며 이는 개발도상국에서 다각화된 기업집단이 보편화된 것을 보인 선행연구를 통해서도 확인할 수 있다. 개발도상국의 경우 시장경제가 완전히 정착되지 못한 상태로 외부시장의 비효율성이 발생하게 되고, 이로 인한 정보비대칭문제가 심화되면서 내부시장에 대한 필요성이 높아졌다고 볼 수 있다. 이러한 상황에서 기업집단체제가 갖는 단점보다 장점이 부각되면서, 내부시장을 통해 경영의 효율성을 극대화하기 위한 기업형태로 대부분의 개발도상국에서 기업집단이 형성되었다고 볼 수 있다(예, Ghemawat & Khanna, 1998; Williamson, 1975; 신현한·장진호, 2005). 기업집단에 대해 Granovetter(1995)와 Luo & Chung(2005)은 법적으로 독립적인 기업들이 공식적, 비공식적 관계를 통해 하나의 집단으로 묶인 것을 의미한다고 언급한 바 있다. 한국에서 기업집단이란 동일인이 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사의 집단을 의미하며, 이때 동일인이 회사인 경우에는 그 동일인과 동일인이 지배하는 하나 이상의 회사의 집단을 의미하고, 동일인이 회사가 아닌 경우에는 그 동일인이 지배하는 2개 이상의 회사의 집단을 의미한다(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제2조 2항). 사실상 사업내용을 지배하는 회사의 기준으로 지분율요건과 지배력요건을 들 수 있는데, 지분율요건 상으로 동일인이 단독 또는 계열회사나 특수 관계인과 합하여 회사의 발행주식 총수의 30% 이상을 소유하고 있는 회사를 의미한다. 지배력요건으로는 동일인이 대표이사 또는 기타 임원의 임면 등으로 당해회사의 경영에 대하여 영향력을 행사하고 있다고 인정되는 회사이다. 여기서 '특수 관계인'이란 배우자, 8촌 이내 혈족, 4촌 이내 인척, 동일인이 설립 또는 지배하는 비영리법인(공익재단, 학교 및 의료법인 등), 계열사, 회사임원 등을 말한다. 국내에서 기업집단이 형성되기 시작한 것은 1960년에서 1970년대로 정치·경제가 불안정한 개발도상국시기라고 할 수 있다. 즉, 한국기업집단의 발전은 역사적으로 개발도상국 기업집단의 발전과정과 유사한 맥락에서 이해될 수 있으며, 이러한 측면에서 개발도상국의 기업집단에 대한 선행연구를 살펴볼 필요가 있다.

대부분의 선행연구는 내부시장에서 다뤄지는 자원을 금융자원으로 한정함으로써 내부자본시장의 존재여부에 대해 살펴보거나 내부자본시장이 기업투자에 미치는 영향을 중심으로 이루어져 왔다. 예컨대, Lamont(1996)의 연구는 석유회사의 비 석유관련 사업부의 투자행태에 관련된 것으로 1986년 석유가격의 급격한 하락에 대하여 비 석유관련 자회사가 동종 산업에서의 유사회사에 비해 현격히 투자를 줄인 것을 보여주고 있다. Shin & Stulz(1996) 연구는 Conglomerates 형태의 기업과 독립계 기업의 투자행태를 비교하고 있는데, Conglomerates 형태의 기업에서 작은 사업부문의 투자는 다른 사업부문의 현금흐름에 크게 영향을 받으며 독립계기업과 비교하여 다른 투자행태를 보이고 있다. 이상의 연구들은 연구대상 표본기업에서 일정한 내부자본시장

이 존재함을 보이는 것이라고 할 수 있다. 내부자본시장을 이론적으로 설명하려는 시도는 Gertner, Sharfstein & Stein(1994)과 Stein(1997)의 연구에서 찾을 수 있다. Gertner, Sharfstein & Stein(1994)의 모형에서는 내부자본시장과 외부자본시장의 차이를 소유권이 부여된 자본공급인지 아닌지로 판단하고 있으며, Stein(1997)의 경우에는 외부투자의 양이 더 크지 않아도 좋은 정보를 이용할 수 있기 때문에 내부자본시장이 더 효율적이라고 언급하고 있다. 이들 연구는 정보비대칭성 속에서 신용할당이 발생할 때, 그리고 감시자의 인센티브가 기업성과에 중요한 영향을 미치는 경우 내부자본시장이 외부자본시장에 비하여 효율적일 수 있는 조건을 찾는데 초점을 맞추고 있다. 선행연구 결과는 조직 내에서 사용되는 자원이 일종의 자산특수성(asset specificity)을 갖고 있다면 내부시장이 외부시장보다 더 효율적으로 자원을 재이용할 수 있음을 보여주고 있으며, 이는 특히 본 연구가 살펴보고자 하는 기업집단내부의 최고경영자 인력시장과 관련하여 많은 함의를 가진다고 할 수 있다.

조직 내 자원 활용관점에서 최고경영자교체에 관한 연구는 거의 이루어지지 않았는데, 이는 최고경영자 교체현상을 개별기업에서 일어나는 사건으로 국한해 분석한 결과라고 할 수 있다. 자원기반이론(Resource-based view)에 따르면 최고경영자는 기업의 효율성과 효과성 향상을 위한 전략을 수립하고 실행한다는 측면에서 가치가 있으며, 최고경영자 개인의 전문성과 지식, 경험, 다양한 특성을 고려할 때 쉽게 확보하기 어렵고, 해당개인의 역량을 모방하거나 대체하기 힘들다는 점에서 지속적 경쟁우위 창출을 가능케 하는 기업의 핵심자원이라고 볼 수 있다(Barney, 1991). 예를 들어, Lee & MacMillan (2008)은 재벌집단 본부와 계열사 간에 학습이 발생함으로써 재벌집단의 이윤을 증대시킬 수 있다고 주장하고 있다. 이러한 기업집단 내부의 학습효과는 정교하게 구축된 채널과 인력의 활용 등을 통해 이루어지는데, 이를 가능케 하는 것은 소유경영자에게 집중된 지배구조 때문으로 볼 수 있으며 이는 곧 재벌집단과 비재벌집단 간 학습효과의 차이로 이어진다고 할 수 있다. 이와 같은 논의는 최고경영자가 인적자원으로서 기업집단 내에서 일종의 자산특수성을 갖는다는 논리를 제공해주는데, 다각화된 대규모기업집단일수록 기업집단고유의 기업문화와 내부 인재상을 갖고 있으며 이에 적합한 최고경영진인력을 외부에서 조달·활용하는 데에는 한계가 있을 수 있기 때문이다. 경영자인력시장이 제대로 발달되지 않은 경우에는 더욱 그러할 것이며, 이는 내부인력시장을 통한 최고경영자활용에 대한 강한 유인이 된다고 볼 수 있다. 내부시장은 외부시장이 불완전한 경우에만 효율적일 수 있으므로 발전된 외부시장이 존재하는 경우 내부시장의 존립근거는 상실된다고 할 수 있다. 그러나 기업집단의 내부시장을 내부자본시장과 내부인력시장으로 구분하여 살펴볼 경우, 한국은 여전히 1997년 외환위기 이후 기업지배구조개선을 위한 노력 중에 있으며 외부경영자시장의 발달은 초기단계에 있는 상황으로 한국기업집단의 경우 내부자원시장을 통한 최고경영자 활용현상이 나타날 가능성이 선진국에 비해 높다고 할 수 있다.

2.2 한국재벌집단의 형성과정과 특징

우리나라에서는 대규모 기업집단식 경영체제를 소위 재벌식 경영이라고 부르고 있으며, 재벌식 집단경영체제의 특징은 기업집단에 속한 계열회사들이 법적으로는 독립된 기업형태를 지니고 있지만 실제로는 재벌총수아래 단일기업의 사업부처럼 운영된다

는 데 있다(예, 강명헌, 1999; 박종훈 외, 2010). 한국재벌집단은 '다수의 독과점적인 거대한 기업들이 특정 개인이나 그의 가족 혹은 소수의 인원들에 의해 소유·지배되고, 다양한 시장과 산업영역에서 다각적인 사업을 펼치고 있는 기업집단'을 의미한다고 할 수 있다(공정거래위원회, 2011). 재벌이라는 기업지배구조는 한국에서 나타나는 독특한 현상으로, 재벌은 과거 고도성장시기에 대량생산 및 대외수출의 견인차로서 한국경제발전에 적지 않은 공헌을 하였다. 1985년 이후 재벌집단은 GNP의 16% 내외의 비중을 차지하며 한국경제에서 중요한 위치를 차지하고 있으며, 특히 상위재벌집단이 차지하는 비중은 지속적으로 증가하는 추세이다. 그러나 기업집단 형성과정에서 계열회사 간 출자를 지렛대로 기업집단전체를 지배하는 소유와 지배의 괴리문제가 발생하고, 기업집단형성 후 경제력집중, 경쟁기반의 침해 등 여러 부작용이 발생하였다. 외환위기를 계기로 기업집단의 지배구조 개선노력이 지속되고 있는데, 공정거래위원회는 이러한 부작용을 시정하기 위해 이른바 대규모기업집단시책을 운용하고 있다. 현재 공정거래법에서 규정하고 있는 대규모기업집단시책에는 상호출자금지, 채무보증제한, 금융·보험사 의결권제한, 기업집단현황 공시제도 등이 있고, 넓게 보면 지주회사제도도 대규모기업집단시책에 포함될 수 있다. 이러한 제도들은 공정한 시장경쟁여건을 조성하여 대규모기업집단 소속회사와 독립·중소기업의 조화로운 발전을 도모하는 것을 목적으로 하고 있다. 아울러 소유·지배구조 개선을 통해 대규모기업집단이 책임감을 갖고 투명하게 경제활동을 수행할 수 있도록 하고, 개별기업의 부실이 다른 계열회사로 전이되어 기업집단전체가 부실화되는 위험을 미연에 방지하기 위한 목적도 갖고 있다(공정거래위원회, 2011).

이러한 대규모기업집단시책은 경제여건, 시장상황 등에 따라 그 내용과 운용방식이 조금씩 변모하여 왔다. 1987년부터 2002년까지 공정거래위원회는 재벌들의 독점과 문어발식 기업 확장 등 경제력집중을 억제하기 위해 자산총액이 많은 순으로 30개 기업집단을 지정·관리하는 '30대기업집단 지정제도'를 운영했었다. 그러나 기업규제 완화요청에 따라 공정거래법이 개정되면서 2002년 30대기업집단 일괄지정제도가 폐지되었고, 상호출자제한, 출자총액제한 및 채무보증 제한대상 등 기업집단규제가 행태별 규율방식으로 전환된 바 있다. 최근에는 기업환경의 글로벌화가 확산되고 기업경영에 대한 시장의 자율감시체계가 강화되면서 정부규제체계의 선진화 차원에서 정부에 의한 직접규제를 최소화하는 대신 사후규제와 시장 감시기능을 활용하는 방향으로 규율체계가 개편되고 있는 추세이다. 이에 따라 2009년 3월 대표적인 사전규제인 출자총액제한제도를 폐지하고, 기업집단현황공시제도를 도입하였다. 포지티브규제이자 직접적 규제였던 출자총액제한제도가 정보공개를 통한 시장의 자율적이고 간접적인 규율로 대체됨으로써 기업의 부담이 줄고 경제전반의 효율성이 개선될 것으로 기대된다. 그러나 대규모기업집단의 소유·지배구조가 선진화되고, 재벌계열사들이 참여하는 시장에 공정한 경쟁기반이 정착되기까지는 좀 더 시간이 필요할 것으로 전망된다. 아직도 많은 대규모기업집단이 계열회사 간 복잡한 출자구조를 유지하고 있고, 지배구조개선을 위한 선진국수준의 다양한 제도도입에도 불구하고 내·외부 감시장치의 실질적 작동은 미흡한 실정이기 때문이다.

기존연구는 재벌집단의 특징을 경영활동상 특징과 자본조달 및 자본구조상의 특징으로 요약한 바 있는데, 본 연구에서는 인력확보상의 특징을 추가하여 재벌집단의 경영체제특징을 세 가지 측면에서

살펴보고자 한다. 경영활동상 특징으로는 첫째, 재벌집단은 고도로 다각화된 사업구조를 갖고 있다(Chang & Hong, 2000). 이는 다른 국가들의 대규모기업집단과 유사하지만, 법적인 형태와 주식의 소유·분산에서 차이가 난다고 할 수 있다. 즉 재벌집단에 속한 계열사들은 법적으로 독립되어 있지만 실질적으로 그룹의 지배를 받고 있는데 그것은 복잡한 소유관계로 맺어져 있기 때문이다. 다각화된 기업집단을 형성하는 과정은 나라마다 제도적 차이에 따라 다르게 나타나는데, 일본의 기업집단형태를 일종의 다각화된 기업집단으로 볼 때 지주회사가 금지된 가운데 상호 주식보유, 메인뱅크, 사장단회의 등이 주요한 기업지배의 수단이라고 할 수 있다. 반면 그 외의 나라에서는 지주회사, 상호 주식보유, 피라미드형 주식보유, 이사교환 등의 방법으로 그룹구조를 유지하고 있다. 한국에서는 주로 상호주식보유와 피라미드형 소유구조를 통해 집중된 소유구조를 형성하고 있으며, 아직도 많은 다각화된 기업집단의 주식소유에서 특정 가계소유(family ownership)의 비중이 크다는 것도 주목할 만하다. 둘째, 기업집단본부에 의해 기업집단전체의 자원이 배분되고 계열회사의 전략적 사업연계가 이루어진다(Chang & Shin, 2006). 단독기업의 경우 기업의 최고경영진인 이사회를 통해 사업에 대한 전략적 선택이 이루어지고 경영진의 평가 및 보상, 인사가 이루어지는 반면, 재벌집단에서는 전략기획실이나 회장실로 대표되는 재벌본부가 계열기업들의 중장기적 전략선택과 자원배분, 특히 기업집단 내 노동자원의 배분에 깊이 관여한다(신현한 & 장진호, 2005). 따라서 계열기업은 기업집단전체의 자원을 활용할 수 있으며, 기업집단수준에서 체계적인 노동시장을 갖추고 있어 기업집단 내에서 임원의 인사이동이 활발하게 일어난다. 기업집단본부에 의한 자원배분과 활용은 재벌의 수직적 계열화를 촉진한다고 할 수 있다. 기업집단본부의 역할은 기업집단 내에서 핵심계열사가 수행하거나 별도의 조직이 수행하게 된다. McNeil, Niehaus & Powers(2004)는 재벌이 계열사에 대한 정보와 통제측면에서 개별기업의 사외이사들보다 더욱 효율적일 수 있음을 주장했다. 즉, 재벌본부에 의한 적절한 후임 최고경영자의 선임과 최고경영자 교체는 경영성과를 향상시킬 수 있다는 것이다. 2003년 지주회사제도가 도입되면서 많은 기업집단에서 지주회사를 설립한 바 있으며, 이러한 경우 지주회사가 기업집단본부로서 기능하는 경우가 많다고 볼 수 있다. 요컨대, 경영활동측면에서 재벌집단은 선단식(船團式) 계열확장 및 관련·비관련 다각화로 구분되는 규모의 극대화와 과대투자, 계열사 간 상호보조와 위험분산기능을 갖는다고 볼 수 있다(Khanna & Palepu, 1997/2000).

자본조달 및 자본구조상 특징으로 재벌집단은 정부나 외부 기관투자자의 영향력을 상대적으로 적게 받는다고 할 수 있다. 재벌집단은 자본조달에 있어 정부의 여신규제를 완화할 수 있는데, 계열기업 상호 간 채무보증과 계열기업 간 내부자본시장 제공으로 투자의 유동성 제약을 완화할 수 있기 때문이다(Stein, 1997). 그 결과 재벌집단은 자본구조상으로 비재벌집단보다 상대적으로 많은 부채를 사용하고 있다. 마지막으로 인력확보 상 특징을 들 수 있는데, 재벌집단은 비재벌집단에 비해 우수인력을 확보할 수 있는 가능성이 높다고 할 수 있다. Klein(2002)은 성장가능성이 높은 기업일수록 복잡성과 불확실성이 더 크며, 복잡성과 불확실성이 큰 기업의 경우에는 사외이사보다 기업내부사정에 밝은 내부이사를 선호하는 경향이 있음을 보인 바 있다. 재벌집단은 다각화 정도가 높아 조직의 복잡성과 불확실성이 크다고 볼 수 있으며, 불확실성을 줄이기 위

한 방법으로 전·후방으로 사업의 수직계열화를 촉진시켜왔다. 따라서 재벌집단은 관련 사업에서 계열사 간 커뮤니케이션을 증진하고 경영의 연속성을 확보할 수 있는 최고경영자인력을 필요로 하게 되었으며, 이들에게는 해당기업집단의 조직문화에 익숙하고 조직학습능력을 통해 단기간에 조직을 장악할 수 있는 역량이 요구된다. Gupta & Govindarajan (2000)의 논의에 기반 하면, 일반적으로 비관련 다각화 정도가 높은 재벌집단의 최고경영자인력은 일반적인 경영역량(general management skill)뿐만 아니라 해당 분야의 전문화된 지식, 무엇보다도 계열사 간 자원공유를 가능케 하는 조직화 경영능력(coordinating management ability)을 보유하고 있을 것이라고 가정할 수 있다. 이러한 역량은 기업집단수준에서의 전략적 사고와 의사결정을 가능케 하며, 이것이 기업집단에서 계열사 간 경영자이동이 갖는 핵심적 장점이라고 할 수 있다. 이는 개별기업중심 사고가 아닌 기업집단중심 사고를 요구하며 결국 기업집단고유의 문화와 인재상으로 연결될 수 있다. 이러한 인적자원은 자원기반이론에서 언급하고 있는 기업 특정적 자원으로 확보와 대체가 어렵고, 기업문화를 바탕으로 한 인력육성과 확보는 그 다양성으로 인해 외부노동시장을 통해 이루어지기 어렵기 때문에 대부분의 재벌집단이 자체 인재개발원을 통해 정기적으로 인력을 교육·훈련시키고 있다. 이는 재벌집단의 경우 외부에 형성된 경영자인력시장보다 내부인력시장을 활용할 유인이 더 크다는 것을 보여준다고 할 수 있다. 또한, 20~30대 구직자들에게 중견기업보다 대기업에 대한 선호가 더 높게 나타난다는 사실을 고려하면, 재벌집단은 비재벌집단에 비해 우수한 신입인력확보에 유리하며, 따라서 우수한 신입인력 중에서 최고경영진까지 육성된 인력들을 내부에서 활용할 유인이 더 크게 나타날 수 있다.

2.3 비재벌집단의 특징

재벌집단을 제외한 기업집단을 일반적으로 비재벌집단으로 통칭하는데, 중견기업집단이 비재벌집단의 대부분을 구성하고 있으며, 그밖에 민영화된 공기업집단이나 재벌집단에서 계열 분리된 총수 없는 기업집단들이 이에 속한다고 볼 수 있다. 본 연구에서는 비재벌집단과 재벌집단에서의 인력활용현상을 명확하게 살펴보기 위해 비재벌집단을 중견기업집단으로 한정하여 살펴보고자 한다. 비재벌집단의 특징도 재벌집단의 경우와 마찬가지로 경영활동상 특징과 자본조달 및 자본구조상의 특징, 인력확보 상의 특징으로 구분하여 살펴볼 수 있다.

경영활동 상 비재벌집단은 재벌집단에 비해 다각화정도가 낮고 소속 계열사의 수가 재벌집단보다 작은 것이 특징이다. 이러한 특징은 기업지배구조에도 영향을 미쳐 비재벌집단의 경우 계열사수준에서 소유자와 그 특수 관계인들이 다수의 지분을 소유하게 되는데, 이는 대주주경영자가 계열사수준에서 낮은 지분율을 갖고 있으나 기업집단수준에서 계열기업 간 주식을 상호 보유함으로써 기업집단전체를 통제하는 재벌집단과 대조되는 특징이라고 할 수 있다. 즉, 계열사수준에서 비재벌집단은 최대주주의 지분보유율이 높게 나타나지만 기업집단수준에서는 재벌집단에 비해 상대적으로 지분이 분할되어 있는 반면, 재벌집단은 계열사수준에서 최대주주의 지분보유율이 낮게 나타나지만 기업집단수준에서는 지분이 소유경영자에게 집중되는 양상을 보인다고 할 수 있다. 이러한 지배구조의 특징은 재벌집단과 비재벌집단의 자본조달 및 자본구조의 특징이 다르게 나타나는 원인이 되기도 하는데, 비재벌집단은 기업집단수

준에서 재벌집단에 비해 소유경영자의 지분집중정도가 낮기 때문에 외부의 영향력을 강하게 받는다고 볼 수 있다. 비재벌집단이 외부의 영향력을 강하게 받는 또 다른 이유로는 중견기업집단이 한국경제에서 차지하는 상대적 위치에 기인한다. 일반적으로 중견기업집단은 재벌집단과 중소기업의 중간에 위치하는 기업형태로 국내에서는 중견기업에 대한 명확한 법적 정의나 규정이 없어 대부분의 경우 재벌집단규제정책의 영향을 받는 것이 현실이다. 이는 국내기업정책이 중소기업에 대한 보호정책과 재벌집단에 대한 규제정책으로 이원화되어 있기 때문이며, 실제로 국내중소기업기본법 상으로 중견기업집단은 대기업으로 분류되어 있다. 집단내부에 강력한 소유경영자가 존재하고 다수 계열사를 통한 내부자본시장이 형성되어 있는 재벌집단과 달리, 중견기업의 경우 내부자본시장의 형성이 미흡하여 외부금융기관을 통해 자본을 조달하게 되는데, 이는 중견기업집단이 채권자인 은행이나 기관투자자의 영향력에 노출될 가능성이 커짐을 의미한다. 자본구조상으로도 중견기업집단은 재벌집단보다 낮은 부채율을 나타내고 있는데, 이는 중견기업집단이 재벌집단에 비해 외부통제제도에의 영향을 많이 받고 있음을 반증하는 것이기도 하다. 즉, 중견기업집단은 외부금융기관과 채권자, 기관투자자 및 인수합병시장을 통해 기업지배구조가 통제될 가능성이 높다고 볼 수 있다. 인력확보측면에서 중견기업집단은 재벌집단보다 열위에 있어 신입사원 채용 시 우수인력확보가 어려운데, 이는 구직자들의 대기업선호현상 이외에도 상대적으로 낮은 임금수준과 높은 이직율 때문으로 볼 수 있다. 또한 중견기업집단의 경우 복잡하고 많은 업무량에 비해 우수인력이 부족하고, 내부인력의 정보 확보 및 역량활용이 미흡하여 내부에서 인력을 양성할 유인이 낮아지게 된다. 따라서 최고경영자인력을 외부시장에서 찾는 경우가 많으며 실제로 재벌집단에서 퇴직한 경영자인력들이 중견기업으로 이동하는 경우를 자주 볼 수 있다. 이처럼 중견기업집단의 경우 외부경영자시장에서 최고경영자인력을 확보하는 것이 더 효율적일 수 있다. 이는 중견기업의 다각화정도가 재벌집단에 비해 낮기 때문에 경영에 수반되는 불확실성도 상대적으로 낮으며, 재벌집단에서 퇴출된 최고경영진인력들이 외부 인력시장에 나올 경우 이들을 활용하는 것이 중견기업집단에게 더 큰 유인을 제공하기 때문이다(Berry et al., 2006).

2.4 가설 수립

2.4.1 기업성과와 최고경영자교체

최고경영자교체는 개별기업, 나아가 기업집단의 생존에 영향을 미칠 수 있는 사건으로 조직의 최고경영자를 선택하고 제한된 조직자원을 분배하는 의사결정이기 때문이다. 선행연구에서는 최고경영자교체에 가장 큰 영향을 미치는 선행요인으로 조직성과를 언급하고 있는데, 대부분의 연구에서 개별기업의 조직성과가 저조할수록 최고경영자교체가 많이 발생함을 보여주고 있다(예, Puffer & Weintrop, 1991; Occasio, 1999; 신현한 & 장진호, 2005; 박종훈 외, 2010). 개별기업에서 나타나는 조직성과와 최고경영자교체 간 부(-)의 관계는 종종 기업지배구조의 맥락에서 분석된 바 있으며, 최고경영자의 재임기간이나 최고경영자와 이사회 간의 역학관계, 대리인이론에 입각한 기업의 소유구조 등이 조직성과와 최고경영자교체간의 관계에 영향을 미친다는 연구가 이에 해당한다고 볼 수 있다(예, Allen & Panian, 1982; Dennis, Dennis, & Sarin, 1997).

Hölmstrom(1982)은 장기간 재직한 최고경영자

의 경우, 최고경영자 명성이나 그동안 쌓아온 실적 때문에 최근의 성과부진으로 교체될 확률이 낮다는 것을 보인바 있으며, 사외이사 비율이 압도적으로 높을 경우 조직성과와 최고경영자교체 간의 부(-)의 관계가 나타날 수 있다(Weisbach, 1988). Dennis & Serrano(1996)는 적대적 인수합병의 위협이 있는 경우, 경영성과와 최고경영자교체 간 부(-)의 관계가 더욱 두드러진다고 지적했으며, 성숙기에 접어든 대기업의 경우 조직성과가 최고경영자교체에 미치는 영향력이 두드러지게 나타났다(Boeker, 1992). 이러한 선행연구들은 개별기업에서의 최고경영자교체현상을 유임과 교체로 구분하여 기업성과가 저조하거나 외부 통제수단의 영향을 많이 받을 경우 최고경영자교체가 나타남을 보여주고 있으며 이러한 관계는 기업집단을 연구대상으로 한정할 경우에도 적용될 수 있다. 예를 들어, Belenzon & Patacconi (2011)는 최고경영자를 포함한 최고경영진의 계열사 간 활용을 기업집단의 경쟁우위를 강화하기 위한 자원의 재배치로 보고 논의를 전개하고 있다. 즉, 본 연구에서 퇴출은 기업집단외부로 최고경영자가 교체되는 것을 의미하므로 다음과 같은 가설이 수립될 수 있다.

가설 1: 기업집단의 계열사성과가 낮을수록 계열사 최고경영자가 기업집단 외부로 퇴출(oust)될 가능성이 높을 것이다.

2.4.2 재벌집단과 비재벌집단에서의 최고경영자 외부퇴출

국내에서 집단경영을 수행하는 기업은 재벌집단과 비재벌집단으로 구분할 수 있는데, 두 집단은 경영활동과 지배구조, 자본조달 및 자본구조, 그리고 인력확보측면에서 차이를 나타내고 있다. 이러한 차이점은 외부영향력에 노출된 정도의 문제로 귀결되며, 본 연구에서는 이를 인력확보측면에서 실증적으로 살펴보고자 한다. 자원기반이론에 따르면 최고경영자인력은 기업집단고유의 특정적 자원으로 지속적 경쟁우위창출을 가능케 하는 기업의 핵심자원이라고 할 수 있다. 기존연구에서도 최고경영자를 기업의 핵심자원으로 인식하고 최고경영자교체현상을 분석하고 있는데, Krug(2003)는 은행산업에서의 인수 · 합병 이후 피인수기업의 최고경영자교체와 성과 간의 관계를 살펴보면서 피인수기업의 최고경영자가 인수 · 합병 이후 교체될 경우 합병된 기업의 성과가 인수 · 합병을 겪지 않은 기업의 성과보다 나빠진다는 것을 보인 바 있다. 조직의 복잡성과 최고경영자인력시장을 통해 최고경영자 교체와 기업성과 간의 관계를 분석한 Berry, Bizjak, Lemmon & Naveen(2006)의 연구는 다각화된 기업일수록 조직이 복잡해지고 최고경영자에게 많은 역량이 요구됨을 보이고 있다.

자원 확보와 활용측면에서 재벌집단과 비재벌집단은 현저한 차이를 보이는데, 재벌집단이 우수한 신입사원확보에 이점을 갖는 반면, 비재벌집단은 우수인력확보가 어렵다. 이러한 인력자원의 문제는 최고경영진인력의 확보와 관련해서는 다른 양상을 보이게 되는데, 재벌집단은 고도의 역량을 보유하고 자사의 인재상을 갖춘 최고경영자에 대한 필요성이 크지만 외부 인력시장에서 이러한 인력을 확보하기는 쉽지 않다. 반면, 비재벌집단은 집단내부의 인력풀(pool)이 작고 우수인력확보에서 열위에 있기 때문에 외부에서 우수인재를 확보할 유인이 크며, 재벌집단에 비해 다각화정도가 낮아 외부시장에서 검증된 인력을 최고경영자로 영입하는 것이 효율적이라고 할 수 있다. 또한 비재벌집단의 경우 외부통제기

제의 영향력을 많이 받으므로 최고경영자교체는 재벌집단보다 기업성과에 더 민감하게 발생할 수 있다. 이와 같은 집단별 차이점을 고려할 때, 재벌집단의 경우 최고경영자인력의 외부확보가 어려워 계열사성과가 낮은 경우에도 계열사 최고경영자는 기업집단 내에 잔존할 가능성이 크다. 반면, 비재벌집단의 경우 외부영향력에 많이 노출되어 있어 기업성과가 저조할 경우 최고경영자를 교체할 유인이 크고, 최고경영자인력을 외부에서 확보하기가 용이하므로 최고경영자는 기업집단에 잔존하기보다 외부로 퇴출되는 방식으로 교체될 가능성이 크다. 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설수립이 가능하다.

가설 2: 재벌집단보다 비재벌집단에서 계열사 최고경영자가 기업집단 외부로 퇴출될 가능성이 높을 것이다.

2.4.3 가설 1에 대한 재벌의 조절효과

선행연구에서 보여준 기업성과와 최고경영자교체 간 부(-)의 관계는 기업집단으로 연구대상을 한정할 경우에도 계열사수준에서 동일하게 나타날 수 있으나, 실질적으로 계열사는 단독기업이 아니라 기업집단에 속해 있으므로 해당계열사가 어느 기업집단에 속해 있는지에 따라 가설 1의 관계는 다르게 나타날 수 있다. 이는 재벌집단과 비재벌집단의 서로 다른 특징 때문에 나타날 수 있다. 재벌집단은 다각화정도가 높고 보유계열사가 많아 비재벌집단보다 높은 불확실성에 노출되며, 기업집단에 대한 소유경영자의 영향력이 크기 때문에 장기적 경영이 가능하고 기업집단전체의 이익을 위해 의사결정을 내릴 가능성이 높다. 이에 반해, 비재벌집단은 다각화정도가 낮고 상대적으로 지분이 분할되어 있으며 재벌집단에 비해 외부통제기제의 영향을 많이 받게 되어 상대적으로 단기적 안목에서 의사결정이 이루어질 수 있다. 이는 비재벌집단에서는 재벌집단에 비해 상대적으로 계열사중심으로 자원배분 및 지배구조에 관한 의사결정이 일어날 수 있음을 의미한다.

기업성과와 최고경영자교체에 대한 선행연구는 기업지배구조의 맥락에 따라 기업성과와 최고경영자교체 간의 관계는 다르게 나타날 수 있음을 보여주고 있다. Kim(1996)은 최고경영자의 권력이 클수록 성과부진으로 교체될 가능성이 낮음을 지적한 바 있으며, McEachern (1975)의 연구에서는 최고경영자가 소유경영자인 경우 경영성과와 연동한 최고경영자교체가 어려운 것으로 나타났다. Berry et al. (2006)의 연구는 다각화된 기업일수록 조직이 복잡해지고 최고경영자에게 많은 역량이 요구되므로 최고경영자교체는 기업성과와 유의미한 관계를 갖지 않는다고 분석하고 있다. 이들의 주장에 따르면, 다각화정도가 높은 기업에 비해 다각화정도가 낮은 기업들의 경우 최고경영자교체는 기업성과와 유의한 부(-)의 관계를 나타냄을 보이면서, 기업의 다각화정도가 클수록 조직의 복잡성이 심화되고 이러한 조직을 경영하는 데 필요한 역량을 가진 최고경영자의 희소성으로 인해 기업성과와 최고경영자교체 간에 부(-)의 관계가 나타나지 않을 수도 있음을 시사하고 있다.

이러한 선행연구의 내용을 기업집단수준에 한정할 경우 이러한 관계는 좀 더 명확하게 드러날 수 있다. 특히 자원기반이론을 바탕으로 최고경영자인력을 기업집단에 특정적인 자원으로 인식할 경우, 최고경영자육성 및 활용방안으로 기업집단에서 최고경영자교체가 일어날 수 있으며 집단별 특징은 이에 대한 논리적 근거를 제시해 줄 수 있다. 재벌집단이 고도로 다각화되어 있음을 고려할 때, 기업집단의 다각화정

도가 클수록 기업성과와 최고경영자 교체 간에 부(-)의 관계는 나타나지 않을 것이라고 예측할 수 있다. 재벌집단에 형성된 고유의 기업문화와 인재상에 적합한 인력을 외부시장에서 찾는 것보다 내부시장에서 찾는 것이 더욱 효율적이라는 점에서 재벌집단은 내부인력시장을 통해 최고경영자인력을 활용할 유인이 클 것이다(Williamson, 1975). 따라서 재벌집단에서 최고경영자교체가 단행될 경우, 최고경영자는 현직에서 교체되어 타 계열사의 최고경영자로 이동함으로써 기업집단수준에서는 잔류하게 된다. 이는 성과가 좋은 최고경영자를 기업집단차원에서 전략적으로 중요한 계열사로 재배치하거나 성과가 부진한 계열사로 재배치하는 형태로 나타날 수 있다. 반대로 계열사성과가 저조하더라도 기업집단수준에서 해당계열사가 기업집단의 목적달성을 위해 손해를 감수한 경우라면 계열사의 최고경영자는 교체되지 않을 것이다. 또한 국내에서 최고경영자인력시장이 제대로 형성되어 있지 않고, 재벌집단에서는 우수한 신입사원의 확보가 용이하므로 우수인력을 내부에서 육성하여 지속적으로 최고경영자인력으로 활용하려는 유인이 클 것이고, 이는 재벌집단에 속한 계열사의 최고경영자가 교체된 후에도 기업집단에 잔류할 가능성을 높일 것이다. 이처럼 최고경영자교체가 기업집단 내 이동의 형식으로 발생할 경우, 이는 재벌집단수준에서 인력의 전략적 운용 및 육성측면에서 단행된 것으로 볼 수 있다. 이상의 논의는 계열사성과와 최고경영자의 외부퇴출 간 부(-)의 관계가 재벌집단에서 약화될 수 있음을 의미하며, 따라서 다음과 같은 가설을 수립할 수 있다.

가설 3: 재벌집단보다 비재벌집단에서 계열사성과와 최고경영자의 외부퇴출 간 부(-)의 관계는 더욱 두드러질 것이다.

Ⅲ. 연구방법

3.1 표본선정과 자료수집

본 연구는 2001년부터 2007년까지 한국증권거래소 유가증권시장에 상장된 기업을 연구대상으로 함으로써, 지배구조에 영향을 미칠 수 있는 경제적 요인을 최대한 배제하고자 하였다. 즉, 2001년 국제통화기금(이하 IMF)체제가 끝나고 기업들이 기업지배구조 개선규제에 적응했다고 판단되는 시기의 상장기업들로 분석대상을 한정함으로써 IMF체제에서의 지배구조 개선에 대한 상황적 압력을 배제할 것이다. 이는 2008년 금융위기가 기업성과와 최고경영자 교체 간의 관계에 미칠 수 있는 외부요인을 배제하기 위한 것이기도 하다. 본 연구에서는 분석대상에서 금융기업을 제외시켰는데, 이는 금융기업들이 산업특성상 다른 산업보다 정부의 통제와 규제를 많이 받고 있으며, 분석대상이 되는 재무제표 상의 지표에 대해 다른 기준이 적용되기 때문이다. 연구의 표본선정 과정은 다음과 같다. 2007년 12월 현재 자산순위 200대 회사로 이루어진 'KOSPI 200'에 속한 기업들로 표본을 한정하였고, 금융업에 속한 18개 기업들을 제외하였다. 본 연구의 분석대상은 기업집단에 속한 계열사이므로 개별기업 7개를 제외한 결과, 175개 기업이 표본기업으로 선정되었으며, 7개년을 대상으로 총 1,185단위의 기업-연도 관찰치를 얻을 수 있었다. 이 중 기업집단에서 발생한 최고경영자교체현상을 살펴보기 위해 최고경영자가 교체된 경우만 선정한 결과 237개의 교체사례를 확보하였으며, 민영화된 공기업집단과 총수 없는 민간 기업집단을 제외하고 최종적으로 214개의 교체사례를 확보하였다. 최종 분석 표본은 121개 회사

에서 2001년부터 2007년 간 발생한 최고경영자교체사례를 담고 있다. 연구에 필요한 자료는 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템(Data Analysis, Retrieval and Transfer System)의 사업보고서에 나타난 '대표이사의 확인서명'과 '임원 및 직원에 대한 사항'항목, 그리고 감사보고서의 재무제표를 바탕으로 하였으며, 최고경영자 재임기간 등의 추가적인 정보를 수집하기 위해 한국신용평가(주)에서 제공하는 Kisline 사이트를 이용하였다.

표본기업은 재벌집단과 비재벌집단으로 구성되어 있으며, 이때 재벌집단은 공정거래위원회가 매년 발간하는 2001~2007년의 공정거래백서에 의거하여 선정하였다. 2009년 3월 출자총액제한제도가 폐지되었으나 본 표본의 기업집단은 기업-연도를 단위로 하여 관측되었으므로, 2009년 이전의 제도에 기반하여 재벌집단을 '출자총액제한기업과 상호출자제한 및 채무보증제한 기업집단 중 총수 있는 민간 기업집단'으로 정의하였다. 이때 출자총액제한 기업집단이란 공정거래법상 동일기업집단 소속회사의 자산총액 합계액이 일정금액 이상을 초과하는 기업집단으로 2004년까지는 5조원 이상인 기업집단을 대상으로 선정하였으나, 기업규모가 점차 증가하면서 2005년과 2006년에는 자산총액 합계액 6조원 이상인 기업집단을 선정하였으며, 2007년 이후에는 법 개정을 통해 자산총액 합계액 10조원 이상인 기업집단을 선정하고 있다. 상호출자제한 기업집단이란 공정거래법상 동일기업집단 소속회사 자산총액의 합계액이 2조원 이상인 기업집단을 가리키며, 자산 2조원 이상 기업집단으로 지정되면 계열사 간 상호출자가 금지되고, 1년 내에 기존 상호출자를 완전 해소해야 한다. 채무보증제한 기업집단은 공정거래법에 의하여 동일기업집단에 속하는 계열사 간 상호채무보증의 제한대상이 되는 기업집단을 의미하며, 상호출자제한의 대상이 되는 기업집단(자산총액 기준 2조원 이상)과 동일한 기업집단을 의미한다. 따라서 본 연구에서 재벌집단은 공정거래위원회에 의해 매년 지정된 출자총액제한 기업집단과 상호출자제한 및 채무보증제한 기업집단 중 총수 있는 민간 기업집단을 포함하는 것으로 한다. 비재벌집단은 전체표본 중 재벌집단을 제외한 집단경영 수행기업 중 민영화된 공기업집단이나 총수 없는 민간 기업집단을 제외한 중견기업집단으로 보았다. 최종적으로 최고경영자 교체가 일어난 214개 교체사례를 확보했으며, 이는 34개 재벌집단에 속한 계열사에서의 132회 최고경영자 교체와 49개 비재벌집단에 속한 계열사에서의 82회 최고경영자 교체로 분류되었다.

3.2 변수의 측정

3.2.1 종속변수

본 연구에서 종속변수는 계열사 최고경영자의 기업집단 외부로의 퇴출(oust)로 보았으며, 최고경영자가 현직에서 교체된 후 동일기업집단 내 타 계열사로 이동(transfer)한 경우를 0으로, 기업집단 외부로 퇴출(oust)된 경우를 1로 측정하였다. 이때 최고경영자는 사업보고서상 임원현황에 나타난 제1직급 순위자가 아닌, 사업보고서상의 대표이사를 최고경영자로 정의하여 살펴보았다. 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 사업보고서상의 대표이사와 차년도 사업보고서상의 대표이사 성명이 다를 경우 차년도에 최고경영자교체가 이루어진 것으로 보았으며, 교체된 최고경영자가 동일기업집단 내 다른 계열사로 이동한 경우를 '기업집단 내 이동'으로, 기업집단 외부로 퇴출된 경우를 '외부퇴출'로 정의하였다. 이때 동일기업집단 내의 비상장계열사로 옮긴 경우에

도 '기업집단 내 이동'으로 보았으며, 기업집단 내 이동은 최고경영자에서 최고경영자로의 자리이동으로 한정하였다.

3.2.2 독립변수

본 연구의 가설 1에서 독립변수는 기업성과로, 기존연구에서 보여준 최고경영자교체와 기업성과 간의 부(-)의 관계가 한국기업집단에서는 어떻게 나타나는지를 살펴보기 위한 것이다. 한편, 가설 2의 독립변수는 재벌여부로써, 같은 기업집단으로 분류되더라도 재벌집단에 속한 계열사와 비재벌집단에 속한 계열사 간에 최고경영자교체현상이 다르게 나타남을 보기위한 것이다.

기업성과는 산업조정 자산수익률(adjusted return on assets)을 활용하여 측정했으며, 산업조정 자산수익률은 각 기업의 자산수익률에서 9차 한국 산업표준분류(KISC) 중분류(2-digit)기준으로 동종 산업의 해당연도 평균자산수익률을 뺀 값으로 측정하였다. 동종 산업의 해당연도 평균자산수익률은 해당 산업분류에 속하는 모든 KOSPI 상장회사들의 총 당기순이익의 합을 총 자산의 합으로 나눈 값으로 보았다. 기업성과가 최고경영자교체에 미치는 인과관계를 명확히 하기위해 최고경영자교체가 일어난 전년도 산업조정 자산수익률을 활용함으로써 기업성과와 최고경영자교체 간 1년의 시차를 두었으며, 산업조정 자산수익률은 2000년에서 2006년간의 자료를 활용하여 계산하였다.

재벌여부는 전술한 바와 같이 공정거래위원회에 의해 매년 지정된 출자총액제한 기업집단과 상호출자제한 및 채무보증제한 기업집단에 속한 총수 있는 민간 기업집단으로 정의했다. 신현한 · 장진호(2005)는 최고경영자교체에 있어 기업이 재벌집단에 속하는 것은 기업성과가 나쁜 최고경영자교체의 확률을 증가시키는 요인뿐만 아니라 동시에 감소시키는 요인으로 작용한다고 보았으며, 본 연구결과는 이에 대해 보다 명확한 설명력을 제공할 것으로 생각된다. 재벌집단의 경우 1로, 비재벌집단의 경우 0으로 코딩했다.

3.2.3 통제변수

통제변수로는 독립변수 이외에 최고경영자교체에 영향을 줄 수 있는 변수를 설정하였다. 기업수준변수로 기업규모, 부채비율, 최대주주지분율을 고려했으며, 최고경영자 및 이사회수준변수로 최고경영자 재임기간과 이사회규모, 사외이사비율을 고려하였다. 연도와 산업효과를 통제하기 위해 연도더미변수와 산업더미변수를 포함하였다. 이때 산업은 한국산업표준분류표의 대분류(1-digit)를 기준으로 구분하여 총 10개 산업에 속하는 기업집단이 포함되었다. 연도효과를 통제하기 위한 더미변수에서는 2001년 항목을 배제하였으며, 산업효과를 통제하기 위한 더미변수에서는 산업 대분류에서 A산업에 속한 '농업, 임업 및 어업' 항목을 배제하였다.

'기업규모'는 Grusky(1960), Kriesberg(1962), Trow(1961) 등의 연구에서 최고경영자교체에 영향을 주는 요인으로 나타난 바 있으며, 이들은 기업규모가 커질수록 최고경영자교체율이 증가함을 보였다. 그러나 Boeker(1992)에 따르면, 기업규모가 큰 경우 최고경영자에 대한 통제제도의 효과성이 떨어질 수도 있는 반면, 최고경영자교체가 일상적 제도로 존재할 경우 교체의 증가요인으로 작용할 수도 있다. 따라서 기업규모는 최고경영자교체에 어떤 방식으로든 영향을 줄 수 있다. 본 연구에서는 기업규모의 이분산성(heteroscedacity)을 완화하기 위해

자산규모 값에 자연로그를 취해 통제변수로 활용하였다.

'부채비율'은 기업 활동을 위한 자본조달의 재무위험정도를 나타내는 안정성지표로, 부채비율이 높은 경우 파산의 위험이 높기 때문에 최고경영자에 대한 감시필요성이 증가한다(신현한·장진호, 2003a/2003b). Gilson & Vetsuypens(1993)의 연구에 따르면 부채비율이 높을수록 최고경영자교체확률이 증가하며, 국내연구에서도 이러한 관계가 발견된 바 있다(신현한·장진호, 2003b; 박종훈 외, 2010). 따라서 부채비율이 최고경영자교체에 미치는 영향을 통제했으며, 부채비율의 값은 총부채를 총자본으로 나눈 값으로 측정하였다. 부채비율 역시 이분산성(heteroscedacity)을 완화하기 위해 자연로그를 취한 값을 활용했다.

'최대주주지분율'은 소유구조에 대한 연구에서 많이 고려되는 변수로 최고경영자교체에 영향을 미치는 주요변수이다(신현한·장진호, 2003a; 박종훈 외, 2010). 최대주주지분율이 최고경영자교체에 미치는 영향에 대해서는 Jensen & Meckling(1976)의 이해일치가설, 즉 최대주주지분이 증가할수록 최대주주의 영향력이 커진다는 가정 하에 최대주주와 소액주주의 이해가 일치한다는 가설과 Fama & Jensen(1983)의 경영자안주가설, 즉 최대주주는 소액주주의 이익을 침해하여 자신들의 이익을 추구한다는 가설이 대립하고 있다. 그러나 두 주장 모두 최대주주지분율이 기업성과를 통해 최고경영자교체에 영향을 미친다고 보고 있으므로 통제변수로 고려했으며, 사업보고서에 나타난 본인 및 특수 관계인의 지분의 합을 총 발행주식수로 나누어 계산하였다. 이때 특수 관계인은 법인세법상에 정의된 개인·법인을 지칭한다.[1)]

'최고경영자재임기간' 또한 최고경영자교체에 유의한 영향을 미칠 수 있다. 최고경영자의 재임기간이 길어질수록 최고경영자의 권위에 대한 합법성이 높아지고, 경영진과 이사회의 헌신이 커지며, 최고경영자가 활용할 수 있는 자원이 증가하게 된다(Pfeffer, 1981). 또한 Zajac & Westphal(1996)은 최고경영자의 재임기간이 길어질수록 최고경영자의 영향력이 증가하게 됨을 보인 바 있으며, Vafeas(2003)는 최고경영자재임기간이 길어질수록 이사회와의 유대관계를 형성할 가능성도 증가하게 되어 기업전반에서 최고경영자의 영향력이 증가하게 된다고 언급한 바 있다. 따라서 연구표본의 각 년도에서 최고경영자가 그 직위에 오른 년도를 제외한 값으로 최고경영자재임기간을 측정하여 이를 통제하였다.

'이사회규모'는 이사회구성원인 등기이사의 수로 측정하였다. 일반적으로 이사회규모가 클수록 최고경영자가 자신이 원하는 대로 이사회활동을 주도하기 위해서는 많은 노력과 시간이 필요해진다. 따라서 최고경영자가 이사회를 주도할 가능성이 낮아지고, 상대적으로 이사회독립성이 커진다(Muth & Donaldson, 1998). 선행연구에서 나타난 바와 같이 최고경영자를 교체함에 있어서 이사회규모가 영향력을 미칠 수 있으므로(박종훈 외, 2010), 본 연구에서는 전자공시시스템 상에 나타난 등기이사의 수를 측정하여 통제변수로 사용하였다. 본 변수도 이분산성(heteroscedacity)을 완화하기 위해 자연로그를 취한 값을 활용하였다.

'사외이사비율'은 이사회 내 사외이사비율로 등기

1) ① 주주 1인과 친족관계에 있는 자 ② 당해 주주가 법인인 경우에는 당해 법인이 50% 이상을 출자하고 있는 법인과 당해 법인에 50% 이상을 출자하고 있는 법인이나 개인 ③ 당해 주주가 개인인 경우에는 당해 개인과 그 친족이 50% 이상을 출자하고 있는 법인 ④ 당해 주주와 그 친족이 이사의 과반수이거나 출연금의 50% 이상을 출연하고 그 중 1인이 설립자로 되어 있는 비영리법인.

이사 수 대비 사외이사의 수로 측정하였다. 정부는 1999년에 증권거래법을 개정하여, 상장회사 및 등록법인에게 총 이사 중 1/4 이상을 사외이사로 선임할 것을 강제화하였으며, 자산총액 2조원이 넘는 상장회사, 등록법인 및 증권회사에게는 사외이사후보추천위원회를 설치한 후 이 중 3인 이상을 사외이사로 선임하도록 한 바 있다. 이는 사외이사로 하여금 지배주주를 효과적으로 견제하는 역할을 수행하도록 하기 위함이다. Ocasio(1994)의 연구가 보여주는 바와 같이, 이사회 내 사외이사비율이 높으면 최고경영자교체에 관한 이사회영향력이 크다고 볼 수 있다.

3.3 분석방법

본 연구는 가설검정을 위해 Stata/SE 11.2버전을 활용하여 이항 로지스틱 회귀분석을 수행하였다. 이항 로지스틱 회귀분석은 분석하고자 하는 대상이 두 집단으로 나눠진 경우 개별 관측치들이 어느 집단으로 분류될 수 있는가를 분석·예측하는 모형개발에 사용되는 대표적인 통계기법이다. 로지스틱 회귀분석은 분석목적이나 절차에 있어서 일반 회귀분석과 유사하나, 종속변수가 명목척도로 측정된 범주형 변수인 경우에 사용한다는 점에서 일반 회귀분석과 차이가 있다. 또한 판별분석은 독립변수의 척도로서 등간 또는 비율척도만을 사용할 수 있지만 로지스틱 회귀분석의 경우 명목척도로 측정된 범주형 변수를 독립변수로 사용할 수 있다는 점에서 차이가 있다. 따라서 이항 로지스틱 회귀분석은 종속변수가 이항 명목변수이고, 독립변수에 명목변수와 비율척도변수를 모두 포함하는 본 연구에 적합하다고 할 수 있다(Boeker, 1992; Finkelstein and D′Aveni, 1994; 박종훈 외, 2010).

Ⅳ. 연구 결과

4.1 기술통계량과 상관관계 분석

본 연구의 분석결과에 대한 기술통계량은 〈표 1〉과 〈표 2〉에 나타나 있다.

〈표 1〉은 분석 표본의 최고경영자교체에 대한 기업집단별, 연도별, 산업별로 계열사 최고경영자의 기업집단 내 이동과 외부퇴출이 발생한 비율을 보여주고 있다. 재벌집단에 속한 계열사의 최고경영자교체는 132건으로 분석 표본의 61.7%를 차지함으로써 비재벌집단에 속한 계열사의 최고경영자교체보다 높게 나타났다. 특히 기업집단 내 이동은 159건으로 분석 표본의 74.3%를 구성하고 있어 기업집단에서의 최고경영자교체는 주로 기업집단 내 이동의 형태로 나타남을 보여주고 있다. 재벌집단의 경우에는 기업집단 내 이동이 평균보다 약 7% 더 높게 나타났으며, 비재벌집단보다 18%정도 높게 나타나 재벌집단에 속한 계열사에서 최고경영자의 기업집단 내 이동이 더 빈번히 나타남을 확인할 수 있었다. 연도별 최고경영자교체의 경우 매년 기업집단 내 이동이 외부퇴출보다 자주 발생하는 것으로 나타났으며, 2001년과 2005년을 제외할 경우 최고경영자교체의 약 75% 이상이 기업집단 내 이동방식으로 나타났다. 2001년과 2005년의 경우, 외부퇴출 방식의 최고경영자교체가 38~50%로 높게 발생했는데, 실제 데이터를 추적한 결과 당해에 외환위기를 계기로 시작된 구조조정이 마무리되거나(2001년) 기업집단 내에서 계열분리가 일어났기 때문인 것으로 분석되었다(2001년 및 2005년). 실제로 현대자동차그룹이 현대그룹에서 2001년 계열 분리되었으며, 오리온그룹 또한 동양그룹에서 계열 분리되었다. 2005

〈표 1〉 그룹 계열사의 최고경영자 교체 형태

패널 A: 재벌여부 기준

기업집단 별	기업집단 내부로의 이동(Transfer)	기업집단 외부로의 퇴출(Oust)	표본 수
재벌	107(81.1%)	25(18.9%)	132(61.7%)
비재벌	52(63.4%)	30(36.6%)	82(38.3%)
Total	159(74.3%)	55(25.7%)	214(100%)

패널 B: 연도 기준

연도별	기업집단 내부로의 이동(Transfer)	기업집단 외부로의 퇴출(Oust)	표본 수
2001	8(50.0%)	8(50.0%)	16(7.5%)
2002	20(76.9%)	6(23.1%)	26(12.2%)
2003	33(75.0%)	11(25.0%)	44(20.6%)
2004	23(79.3%)	6(20.7%)	29(13.6%)
2005	15(62.5%)	9(37.5%)	24(11.1%)
2006	34(80.9%)	8(19.1%)	42(19.6%)
2007	26(78.8%)	7(21.2%)	33(15.4%)
Total	159(74.3%)	55(25.7%)	214(100%)

패널 C: 산업 기준

산업별	기업집단 내부로의 이동(Transfer)	기업집단 외부로의 퇴출(Oust)	표본 수
A	5(83.3%)	1(16.7%)	6(2.8%)
C	104(78.2%)	29(21.8%)	133(62.2%)
D	3(37.5%)	5(62.5%)	8(3.7%)
F	18(64.3%)	10(35.7%)	28(13.1%)
G	14(66.7%)	7(33.3%)	21(9.8%)
J	11(100%)	0(0%)	11(5.1%)
Others	4(57.1%)	3(42.9%)	7(3.3%)
Total	159(74.3%)	55(25.7%)	214(100%)

A: 농업, 임업 및 어업 C: 제조업 D: 전기, 가스, 증기 및 수도 사업 F: 건설업 G: 도매 및 소매업
J: 출판, 영상, 방송통신 및 정보 서비스업 Others(B: 광업, H: 운수업, M: 전문, 과학 및 기술 서비스업, S: 협회 및 단체 및 기타 개인서비스업)

년에는 GS그룹이 LG그룹에서 분리되었으며, 한진중공업그룹이 한진그룹에서 계열분리된 것으로 나타났다.

산업별 분류의 경우, 산업 D로 구분된 전기, 가스, 증기 및 수도산업의 경우에만 외부퇴출 방식으로 최고경영자교체가 많이 일어난 것으로 나타났다. 전체 표본의 반 이상을 차지하는 133개 관측치가 제조업에 속한 것으로 나타났다.

〈표 2〉는 변수들 간 기술통계량과 상관관계 분석결과를 보여준다. 분석결과 최고경영자의 외부퇴출

〈표 2〉 변수에 대한 기술통계량 및 상관관계 분석결과

	평균	표준편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. 외부퇴출	0.257	0.438	1.000								
2. 기업성과	-0.001	0.077	-0.112	1.000							
3. 재벌여부	0.617	0.487	-0.196**	-0.035	1.000						
4. 기업규모	27.531	1.302	-0.394***	-0.038	0.534***	1.000					
5. 부채비율	0.044	0.931	-0.046	-0.026	0.035	0.052	1.000				
6. 최대주주지분율	25.307	15.400	0.171*	-0.144*	-0.059	-0.148*	0.189**	1.000			
7. 이사회규모	1.918	0.349	-0.287***	0.086	0.051	0.454***	0.064	-0.280***	1.000		
8. CEO 재임기간	4.003	4.497	-0.195**	0.117†	-0.213**	-0.118†	-0.156*	-0.072	0.092	1.000	
9. 사외이사비율	0.387	0.144	-0.172*	-0.091	0.394***	0.598***	0.120†	0.070	0.204**	-0.129†	1.000

주) 연도더미와 산업더미는 포함되지 않음. † p<0.1 *p<0.05 **p<0.01 ***p<0.001 (양측 검정)

은 재벌여부, 기업규모와 부(-)의 유의한 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 기업규모가 작은 비재벌집단의 계열사에서 외부퇴출이 많이 나타남을 보여주는 것으로 분석될 수 있다. 또한, 최고경영자의 외부퇴출은 이사회규모와 최고경영자 재임기간, 사외이사비율과 부(-)의 유의한 관계를 보임으로써, 이사회규모가 작고 사외이사비율이 낮은 계열사에 속한 최고경영자는 활용되기보다 외부로 퇴출될 가능성이 높은 것으로 나타났다. 재벌여부는 기업규모 및 사외이사비율과 양(+)의 유의한 관계를 보임으로써 재벌집단에 속한 계열사일수록 기업규모가 크고 사외이사비율이 높음을 보여주고 있다. 기업규모는 이사회규모 및 사외이사비율과 정(+)의 유의한 관계를 나타내고 있는데, 이는 외환위기 이후 재벌집단 지배구조의 투명성개선을 위해 사외이사비율을 의무화했기 때문으로 분석된다. 기업규모와 이사회규모, 사외이사비율 간 공선성 검증을 위한 변량증폭요인 값도 낮게 나타나 변수 간 다중 공선성(multi-collinearity)문제는 없는 것으로 판단된다.

〈표 3〉은 본 연구에서 선정한 표본을 대상으로 주요변수들의 집단 별 기술통계 값을 나타내고 있다. 전체 표본에서 기업성과는 -0.001의 평균값을 갖는 것으로 나타났으나, 이를 집단별로 비교한 결과, 재벌집단에서는 최고경영자교체와 연계된 기업성과는 산업평균보다 낮게(-0.004) 나타났으나, 비재벌집단에서는 산업평균보다 높은 평균값(0.002)을 보이는 것으로 나타났다. 기업규모는 27이상의 평균값을 보이고 있으며, 재벌집단에 속한 계열사의 기업규모가 비재벌집단의 계열사보다 큰 것을 알 수 있다. 부채비율의 경우에도 재벌집단 계열사가 비재벌집단의 계열사보다 높게 나타났다. 반면, 최대주주지분율은 비재벌집단 계열사의 경우(26.454) 재벌집단 계열사보다(24.594) 크게 나타남으로써 재벌집단에서는 소유경영인의 개별 기업에 대한 지분율은 낮지만 계열사 간 순환형 출자가 많이 이루어지고 있다는 사실을 간접적으로 보여주고 있다. 재벌집단 계열사의 이사회규모와 사외이사비율이 비재벌집단 계열사보다 크게 나타나고 있으며, 최고경영자 재임기간은 당해 취임한 후 교체되었음을 나타내는 0년에서 36년까지 분포되어 있고 평균적으로 4년에

〈표 3〉 변수에 대한 집단 별 기술통계 분석결과

패널 A: 재벌집단에 속한 표본

변수명	표본 수(기업-연도)	평균	표준편차	최소값	중간값	최대값
기업집단 내 이동	132	0.811	0.393	0	1	1
외부퇴출	132	0.189	0.393	0	0	1
기업성과	132	-0.004	0.087	-0.256	-0.005	0.714
기업규모	132	28.078	1.224	24.323	28.118	30.608
부채비율	132	0.069	0.877	-2.341	0.139	2.988
최대주주지분율	132	24.594	14.120	2.500	21.390	69.370
이사회 규모	132	1.932	0.338	1.099	1.946	2.773
CEO 재임기간	132	3.250	2.242	0	3	11
사외이사비율	132	0.431	0.143	0	0.5	0.8

패널 B: 비재벌집단에 속한 표본

변수명	표본 수(기업-연도)	평균	표준편차	최소값	중간값	최대값
기업집단 내 이동	82	0.634	0.485	0	1	1
외부퇴출	82	0.366	0.485	0	0	1
기업성과	82	0.002	0.056	-0.155	0.007	0.158
기업규모	82	26.650	0.872	24.898	26.770	29.190
부채비율	82	0.003	1.016	-2.048	0.000	3.903
최대주주지분율	82	26.454	17.293	1.830	21.690	89.050
이사회 규모	82	1.896	0.366	1.099	1.946	2.833
CEO 재임기간	82	5.216	6.530	0	3	36
사외이사비율	82	0.315	0.113	0.100	0.286	0.667

주) 기업규모와 부채비율, 이사회 규모는 자연로그를 취한 값이며, 연도더미와 산업더미는 생략함

한 번씩 최고경영자 교체가 발생하는 것으로 나타났다. 재벌집단 계열사의 경우 최고경영자 재임기간(3.250)이 비재벌집단 계열사(5.216)보다 낮게 나타나 재벌집단에 속한 계열사에서 최고경영자교체가 더 빈번하게 일어나고 있음을 알 수 있다.

4.2 이항 로지스틱 회귀분석

본 연구에서는 기업집단에 속한 계열사의 기업성과와 최고경영자 교체방식 간의 관계를 살펴보고, 이를 통해 재벌집단과 비재벌집단 간 최고경영자 인력활용양상이 다르게 나타나는지를 분석하기 위해 이항 로지스틱 회귀분석을 실시하였다. 분석결과는 〈표 4〉에 나타나 있는데, 분석은 통제변수만을 포함한 모형1, 가설1과 가설2의 검증을 위해 독립변수로 각각 기업성과와 재벌변수를 포함한 모형2와 모형3, 독립변수를 모두 포함한 모형4, 모형2에 대한 재벌의 조절효과를 살펴보기 위한 모형5의 순서로

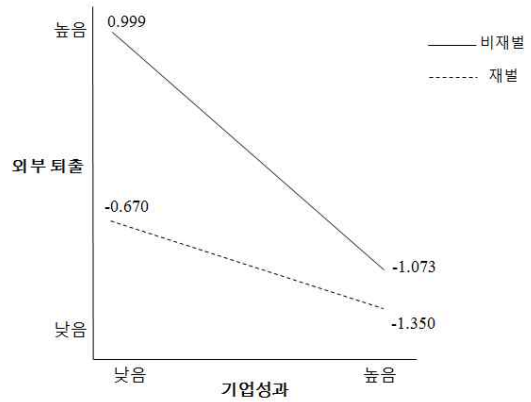
〈표 4〉 이항 로지스틱 회귀분석 결과

변 수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
상수항	27.748*** (6.210)	28.899*** (6.494)	22.750*** (6.771)	23.230*** (7.167)	20.966** (7.220)
통제변수					
기업규모	-0.987*** (0.245)	-1.031*** (0.254)	-0.759** (0.276)	-0.780** (0.289)	-0.713* (0.290)
부채비율	-0.639* (0.261)	-0.713** (0.270)	-0.671* (0.265)	-0.765** (0.276)	-0.892** (0.293)
최대주주지분율	0.024 (0.015)	0.023 (0.015)	0.024 (0.015)	0.024 (0.015)	0.027† (0.016)
이사회 규모	-0.814 (0.712)	-0.654 (0.718)	-1.110 (0.749)	-0.920 (0.751)	-0.924 (0.749)
CEO 재임기간	-0.341** (0.112)	-0.307** (0.108)	-0.348** (0.111)	-0.312** (0.107)	-0.310** (0.112)
사외이사비율	1.284 (1.789)	1.192 (1.897)	1.664 (1.817)	1.430 (1.912)	1.436 (1.978)
독립변수					
기업성과		-8.776* (4.008)		-9.476* (4.206)	-18.498** (6.570)
재벌			-0.955* (0.579)	-0.994* (0.601)	-1.026* (0.601)
조절변수					
기업성과x재벌					14.591* (7.512)
카이 제곱값	84.84***	91.66***	87.64***	94.48***	98.16***
% Correctly Classified	84.6	85.5	85.1	84.1	84.6
Pseudo R^2	0.348	0.376	0.359	0.387	0.402
표본수(기업-연도)	214	214	214	214	214

† p<0.1 *p<0.05 **p<0.01 ***p<0.001; 통제변수와 상수항은 양측검정 되었으며, 독립변수와 조절변수는 단측검정 됨. 계수값은 비표준화 값을 나타내며 괄호 안은 표준오차를 나타냄. 연도 및 산업더미의 값은 생략됨

실시되었다. 또한 비선형 회귀분석인 로지스틱 회귀모형의 적합도를 판단하기 위한 카이제곱(Chi-square) 값과 예측정확도를 나타내는 %Correctly Classified 값, 모형의 설명력을 나타내는 Pseudo R^2값이 제시되었다.

이항 로지스틱 회귀분석 결과, 추정모형1부터 추정모형5까지 카이제곱값이 0.1%수준에서 모두 유의하게 나타나 모형의 설정은 적합한 것으로 나타났다. 예측의 정확도를 나타내는 %Correctly Classified 값은 84~85%로 추정모형의 예측정확도 또한 높게 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 Pseudo R^2값은 모형에 독립변수와 조절변수가 추가됨에 따라 높



〈그림 1〉 재벌의 조절효과 도식

아지는 것으로 나타났으며, 최종모형인 모형5의 설명력은 40.2%로 나타났다. 모형1의 분석결과 기업규모, 부채비율, 최고경영자 재임기간 변수가 유의수준 0.05에서 최고경영자의 외부퇴출과 부(-)의 유의한 관계를 갖는 것으로 나타났다. 모형2의 분석결과, 기업성과가 유의수준 0.05에서 최고경영자의 외부퇴출과 부(-)의 유의한 관계를 보여줌으로써, 계열사의 기업성과가 나쁠수록 최고경영자의 외부퇴출이 증가한다는 가설1을 채택할 수 있었다. 모형3에서는 재벌여부가 유의수준 0.05에서 최고경영자 외부퇴출과 부(-)의 유의한 관계를 보임으로써, 최고경영자의 외부퇴출은 재벌집단보다 비재벌집단에서 빈번히 나타난다는 가설2도 지지되었다. 재벌집단에서 비재벌집단보다 최고경영자 교체현상이 많이 발생한다는 사실을 고려할 때, 이러한 결과는 재벌집단에서는 기업집단 내 내부 이동을 통해 최고경영자인력을 활용함을 보여주는 것이다.

가설1에 대한 재벌의 조절효과를 살펴보기 위해 모형5를 분석한 결과, 기업성과와 재벌의 곱하기 항은 유의수준 0.05에서 정(+)의 유의한 관계를 나타냄으로써 가설3도 지지되었다. 가설 3은 계열사 성과와 최고경영자의 외부퇴출 간 부(-)의 관계가 재벌집단에서 약화되고 비재벌집단에서 강화됨을 보여주는 것으로, 이는 〈그림 1〉에서 재벌집단의 기울기가 비재벌집단보다 완만하게 나타난다는 사실에서도 확인할 수 있다. 재벌의 조절효과를 도식으로 제시하기 위해 집단별로 기업성과변수의 고저값(평균기준 ±1표준편차)을 대입했으며, 비재벌집단의 경우 기울기가 급하게 나타남으로써 성과가 저조할수록 계열사 최고경영자는 외부퇴출됨을 확인할 수 있다. 본 연구는 집단별로 최고경영자 인력활용에 차이가 나타나는지를 확인하기 위해 집단별 분석을 추가로 실시했으며, 이는 〈표 5〉에 나타나 있다. 집단별 분석에서 모형1은 통제변수만을 포함한 것이며, 모형2는 독립변수로 기업성과를 포함한 것이다. 분석결과 두 집단 모두 카이제곱값이 유의수준 0.001에서 유의하게 나타났으며, Pseudo R^2값도 43%이상으로 나타나 전체표본을 대상으로 한 분석결과보다 높은 설명력을 보이는 것으로 나타났다. 집단 별 분석에서는 기업성과와 최고경영자 외부퇴출 간 부(-)의 관계가 비재벌집단에서는 유의하게 나타나고 있으나 재벌집단에서는 유의하지 않게 나타났다.

〈표 5〉 집단 별 분석: 재벌집단과 비재벌집단 간 비교

변 수	재벌집단		비재벌집단	
	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2
상수항	-1.265 (3560.84)	1.312 (2196.434)	50.283*** (14.420)	45.973** (17.058)
통제변수				
기업규모	-0.437 (0.368)	-0.497 (0.383)	-1.867*** (0.562)	-1.735** (0.668)
부채비율	-1.742*** (0.528)	-1.724*** (0.528)	-0.314 (0.418)	-0.501 (0.542)
최대주주지분율	0.030 (0.025)	0.028 (0.025)	0.043 (0.028)	0.057† (0.033)
이사회 규모	-2.677† (1.409)	-2.571† (1.401)	-1.367 (1.192)	-0.611 (1.361)
CEO 재임기간	-0.343† (0.201)	-0.303 (0.209)	-0.525* (0.237)	-0.499* (0.253)
사외이사비율	0.483 (2.781)	0.771 (2.826)	5.851† (3.446)	5.621 (4.292)
독립변수				
기업성과		-2.174 (3.587)		-24.184** (9.907)
카이 제곱값	55.85***	56.26***	50.05***	58.79***
% Correctly Classified	90.2	90.9	86.6	82.9
Pseudo R^2	0.436	0.439	0.465	0.546
표본수(기업-연도)	132	132	82	82

† p<0.1 *p<0.05 **p<0.01 ***p<0.001; 통제변수와 상수항은 양측검정 되었으며, 독립변수는 단측검정 됨.
계수값은 비표준화 값을 나타내며 괄호 안은 표준오차를 나타냄. 연도 및 산업더미의 값은 생략됨

Ⅴ. 결론

본 연구는 2001년부터 2007년까지 금융기업을 제외한 국내 유가상장기업 중 기업집단에 속한 계열사를 대상으로 최고경영자교체가 일어난 기업-연도 측정치를 살펴봄으로써 최고경영자교체가 집단 별 특성에 기인하여 기업집단 내 이동과 외부퇴출의 형태로 발생함을 보여주고 있다. 연구대상을 기업집단으로 한정하고 최고경영자의 교체 후 경력을 분석에 포함함으로써, 본 연구는 기업집단내부에서 나타나는 최고경영자교체현상을 새로운 각도에서 조망할 수 있었다. 본 연구의 분석결과는 다음과 같이 요약될 수 있다.

첫째, 기업집단에 속한 계열사성과와 최고경영자의 외부퇴출 간 부(-)의 관계가 나타남을 확인함으로써 기업집단의 경우에도 개별기업 연구에서와 같이 계열사성과가 저조할 때 최고경영자 외부퇴출이

발생함을 확인할 수 있었다. 그러나 집단 별 분석결과 재벌집단의 경우에는 기업성과가 최고경영자교체에 미치는 영향력이 미미한 것으로 나타났는데, 이러한 현상은 재벌집단에서는 최고경영자교체가 기업성과 이외의 많은 요인에 영향을 받기 때문일 수 있다.

둘째, 계열사 최고경영자의 외부퇴출은 재벌집단보다 비재벌집단에서 좀 더 빈번히 나타남을 확인함으로써 본 연구는 최고경영자교체현상이 집단별로 다르게 나타나고 있음을 보여주고 있다. 즉, 본 연구결과는 외환위기 이후 기업지배구조개선을 위한 규제에 비재벌집단이 상대적으로 더 노출되어 있음을 보여주며, 비재벌집단에서는 최고경영자인력을 외부에서 확보할 유인이 크기 때문에 최고경영자인력이 기업집단에 잔존하기보다는 외부퇴출되는 경우가 많음을 의미한다.

셋째, 본 연구는 재벌집단의 경우 계열사성과와 최고경영자 외부퇴출 간 부(-)의 관계가 약하게 나타남을 확인함으로써 재벌집단에서 내부인력시장을 통한 최고경영자인력의 활용이 발생하고 있음을 보여주고 있다. 본 연구는 자원기반이론을 바탕으로 기업집단에서 발생하는 최고경영자교체현상을 기업집단의 인력활용 및 퇴출이라는 새로운 관점에서 분석하였다. 즉 기업집단에서 최고경영자인력은 전략적 자원이자 계열사 통제수단으로 활용될 수 있는 기업 특정적 자산으로 집단 내 이동의 방식으로 계열사수준의 최고경영자교체가 발생하며, 재벌집단에서는 최고경영자인력을 내부에서 활용하고자 하는 유인이 크다는 것이다.

이러한 함의에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖고 있다. 본 연구는 추가분석을 통해 계열사성과와 최고경영자의 외부퇴출 간 부(-)의 관계가 집단 별로 다르게 나타남을 확인했으나, 이러한 현상이 나타난 명확한 원인을 살펴보지는 못했다. 이를 위해서는 향후 연구에서 기업집단의 다각화, 소유구조 등을 변수화 함으로써 재벌집단과 비재벌집단 간 차이의 특성을 실증해 볼 필요가 있다. 이러한 연구결과는 한국기업집단에 대한 논리적 구분을 가능케 하여 집단 별로 적합한 지배구조 및 인력활용에 대한 함의를 제공해줄 것이다.

또한 본 연구는 비재벌집단을 중견기업집단으로 한정하여 분석함으로써 민영화된 공기업집단, 총수없는 민간 기업집단의 최고경영자인력활용에 대해 살펴보지 못한 한계점을 지닌다. 상대적으로 민영화된 공기업집단과 총수 없는 민간 기업집단의 수가 작기 때문에 세분화된 연구를 진행하기 위해서는 무엇보다 충분한 분석대상을 확보해야 한다. 따라서 향후 연구에서는 집단 별로 충분한 연구표본을 확보하여 기업집단 별로 세분화된 연구를 수행할 필요가 있다.

본 연구는 이러한 여러 가지 한계점에도 불구하고 기업집단을 연구대상으로 하여 계열사 최고경영자교체현상을 분석함으로써 최고경영자교체현상을 집단 내 인력자원의 활용 및 퇴출이라는 새로운 접근법으로 분석하고 함의를 제공해 주고 있다. 본 연구결과는 기업집단 수준에서 내부인력시장을 통해 최고경영자가 효과적으로 활용될 수 있음을 시사함으로써 향후 기업집단 내 내부인력시장에 대한 연구가 수행될 필요가 있음을 보여주고 있다. 이러한 연구는 기업집단에서 나타나는 내부인력시장을 통한 최고경영자 활용뿐만 아니라 최고경영자의 선정 및 승계프로세스 등을 포함한 내부인력시장의 효율성에 대한 함의를 제시함으로써 기업지배구조에 대한 시사점을 제공해 줄 것이다.

참고문헌

강명헌(1999), "재벌개혁과 기업지배구조" **한국경제연구**, 3(1), 113-151

공정거래위원회(2011), **공정거래백서 2000-2011**. 공정거래위원회(www.ftc.go.kr)

박종훈 · 성연달 · 정무관(2010), "한국의 기업지배구조체계에서 최고경영자 교체에 대한 재벌의 역할" **전략경영연구**, 13(3), 89-119

박종훈 · 정무관 · 성연달(2010), "최고경영자 교체와 이사회 영향력: 사회정치적 관점" **인사 · 조직연구**, 18(2), 97-139

박준용(1998), "최고경영자의 교체가 기업의 성과 및 전략에 미치는 영향" **전략경영연구**, 1(1), 1-22

신현한 · 장진호(2003a), "소유구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향" **금융학회지**, 8(2), 15-38

_____ (2003b), "최고경영자 교체에 따른 경영성과 변화" **재무연구**, 16(2), 231-256

_____ (2005), "최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석; 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단" **경영학연구**, 34(1), 289-311

이경묵 · 이지환(2003), "한국기업의 지배구조" **노사관계연구**, 14, 57-98

Allen, M. P. and S. K Panian(1979), "Managerial succession and organizational performance: A recalcitrant problem revisited" *Administrative Science Quarterly,* 24(2), 167-180

Aoki, M.(1984), Risk-sharing in the corporate group, in M. Aoki(Eds.), *The economic analysis of the Japanese firm*, New York: North-Holland, 259-264

_____(1988), *Information, incentives and bargaining in the Japanese economy,* Cambridge: Cambridge University Press

Barney, J.(1991), "Firm resources and sustained competitive advantage" *Journal of Management,* 17(1), 99-120

Belenzon, Sharon and Andrea Patacconi(2011), "Managerial redeployment, ownership structure, and family ties," *Working Paper*

Berry, T.K., J. M. Bizjak, M. L. Lemmon, and Lalitha Naveen(2006), "Organizational complexity and CEO labor markets: Evidence from diversified firms" *Journal of Corporate Finance*, 12, 797-817

Boeker, W.(1992), "Power and managerial dismissal: scapegoating at the top" *Administrative Science Quarterly,* 37(3), 400-421

Chang, J. J. and H. H. Shin(2006), "Governance system effectiveness following the crisis: The case of korean business group headquarters" *Corporate Governance,* 14(2), 85-97

Chang, J. J. and J. Hong(2000), "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions" *Academy of Management Journal,* 43(3), 429-448

Chang, Sea-Jin and U. Choi(1988), "Strategy, structure and performance of Korean business groups" *Journal of Industrial Economics,* 37(2), 141-158

Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin(1997), "Ownership structure and top executive turnover" *Journal of Financial Economics,* 45(2), 193-221

Denis, D. J. and J. M. Serano(1996), "Active investors and management turnover following unsuccessful control contests" *Journal of Financial Economics*, 40, 239~266

Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983), "Separation of ownership and control" *Journal of Law and Economics,* 26, 301-325

Fazzari, S., G. Hubbard and B. Petersen(1987),

"Financing constraints and corporate investment" *Brookings Papers on Economic Activity,* 1, 141-195

Finkelstein, S., and R. D'Aveni(1994), "CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command" *The Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108

Gertner, R., D. Scharfstein and J. Stein(1994) "Internal versus External Capital Markets" *The Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), 1211~1230

Ghemawat, Pankaj and Tarun Khanna(1998) "The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies" *The Journal of Industrial Economics*, 46(1), 35~61

Gilson, S. C., and M. R. Vetsuypens(1993), "CEO compensation in financially distressed firms: an empirical analysis" *The Journal of Finance,* 48(2), 425-458

Granovetter, M.(1995), "Coase revisited: business groups in the modern economy" *Industrial and Corporate Change*, 4(1), 93-140

Greenwald, B., and J. Stiglitz(1993), "Financial market imperfections and business cycles" *Quarterly Journal of Economics,* 108 (February), 77-114

Grusky, O.(1960), "Administrative succession in formal organizations" *Social Forces*, 39, 105-115

Gupta, A. K., and V. Govindarajan(2000), "Knowledge flows within multinational corporations," *Strategic Management Journal,* 21, 473-496

Hölmstrom, Bengt(1982), "Moral hazard in teams" *Bell Journal of Economics,* 13(2),324~340

Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure" *Journal of Financial Economics,* 3, 305-360

Khanna, T. and K. Palepu(1997), "Why focused strategies may be wrong for emerging markets" *Harvard Business Review*, (July-August), 41-51

_____ (2000), "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified indian business groups." *Journal of Finance*, 55(2), 867-891

Kim, Yungsan(1996), "Long-term firm performance and chief executive turnover: An empirical study of the dynamics" *Journal of Law, Economics, and Organization*, 12(2), 480~496

Klein, L.(2002), "Economic determinants of audit committee independence" *The Accounting Review* 77(2), 435-452

Kriesberg, L.(1962), "Careers, organization size, and success" *American Journal of Sociology*, 68, 355-359

Krug, J. A.(2003), "Executive turnover in acquired firms: An analysis of resource-based theory and the upper echelons perspective" *Journal of Management and Governance*, 7, 117-143

Lamont, Owen(1997) "Cash Flow and Investment: Evidence From Internal Capital Markets" *The Journal of Finance*, 52(1), 83~109

Lang, L. and R. Stultz(1994), "Tobin's q, corporate diversification and firm performance" *Journal of Political Economy,* 102, 1248-1280

Lee, Jeoung Yul and Ian C. MacMillan(2008), "Managerial knowledge-sharing in chaebols and its impact on the performance of their foreign subsidiaries," *International Business*

Review, 17, 533-545

Luo, X. and C. N. Chung(2005), "Keeping it all in the family: The role of particularistic relationships in business group performance during institutional transition" *Administrative Science Quarterly*, 50(3), 404-439

McEachern, William(1975), *Managerial control and performance*, Lexington, MA: Lexington Books

McNeil, C., G. Niehaus and E. Powers(2004), "Management turnover in subsidiaries of conglomerates versus stand-alone firms" *Journal of Financial Economics*, 72(1), 63-96

Muth, M. M. and L. Donaldson(1998), "Stewardship theory and board structure: A contingency approach" *Scholarly Research and Theory Papers*, 6, 5-28

Myers, S., and N. Majluf(1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have" *Journal of Financial Economics* 13(June), 187-221

Ocasio, W.(1994), "Political dynamics and the circulation of power: CEO Succession in U.S. industrial corporations, 1960~1990" *Administrative Science Quarterly*, 39(2), 285-312

Pan, L.(1999), *The encyclopedia of the Chinese overseas,* Cambridge, MA: Harvard University Press

Pfeffer, J.(1981), *Power in organizations.* Marshfeild, MA, Pitman.

Pfeffer, J. and G. R. Salancik(1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective,* New York, Harper and Row

Puffer, S. M. and J. B. Weintrop(1995), "CEO and borad leadership: The influence of organizational performance, board composition, and retirement on CEO successor origin" *Leadership Quarterly*, 6(1), 49-68

Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein(2000), "The dark side of internal capital market: divisional rent-seeking and inefficient investment" *Journal of Finance*, 55(6), 2537-2564

Shin, H. H. and Rene Stulz(1996), "An Analysis of Divisional Investment Policies" *National Burear of Economic Research(NBER) Working Paper Series,* No. w5639

Shin, H. H. and Y. S. Park(1999), "Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean chaebols" *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 169-191

Stein, Jeremy C.(1997), "Internal capital markets and the competition for corporate resources" *Journal of Finance*, 52(1997), 111-133

Strachan, H.(1976), *Family and other business groups in economic development: The case of Nicaragua*, New York: Praeger Press

Trow, D. B.(1961), "Executive succession in small companies" *Administrative Science Quarterly*, 6(2), 228-239

Vafeas, N.(2003), "Length of board tenure and outside director independence" *Journal of Business Finance & Accounting,* 30(7-8), 1043-1064

Weisbach, M. S.(1988), "Outsider directors and CEO turnover" *Journal of financial Economics,* 20(1), 431-460

Williamson, O.(1975), *Market and hierarchies: Analysis and antitrust implication,* New York, Free press

Zajac, E. J. and J. D. Westphal(1996), "Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs" *Academy of Management Journal,* 39(1), 64-90

CEO Utilization and Weeding-out in Korean Business Groups: A Comparative Study of Chaebol and Non-Chaebol Groups

Su-Jung Kim* · Jong-Hun Park** · Changsu Kim***

Abstract

Unlike extant studies analyzing CEO turnover as an independent event of an individual firm, this study investigates CEO turnover and utilization in business groups. By choosing the cases in which CEO in an affiliated firm was changed, we examine the relationship between an affiliated firm performance and its CEO turnover at a business group level. At a business group level, CEO turnover can be broken down into 'transfer' and 'weeding-out'. The former refers to the case in which the replaced CEO was utilized in another affiliated firm as CEO, whereas the latter refers to the case in which the replaced CEO was weeded out from the very business group. We develop the following hypotheses:

Hypothesis 1: Group-affiliated firm performance is negatively associated with CEO weeding-out from the business group.

Hypothesis 2: There is a higher probability of CEO weeding-out in non-chaebol groups than in chaebol groups.

Hypothesis 3: Chaebol groups negatively moderate the negative relationship between an affiliated firm performance and CEO weeding-out.

Using the sample of KOSPI 200 firms belonging to business groups during 2001 and 2007, we found the negative relationship between an affiliated firm performance and CEO weeding-out. However, there is no significant relationship between an affiliated firm performance and

* Ph.D. candidate, Sogang Business School, Sogang University and Senior Researcher, Korea Asset Management Corporation
** Professor, Sogang Business School, Sogang University
*** Associate Professor, Sogang Business School, Sogang University

CEO transfer. As for hypothesis 2, it turned out to be a higher probability of CEO weeding-out in non-chaebol groups than in chaebol groups. We also found a negative moderating effect of chaebol groups in the relationship between an affiliate firm performance and its CEO weeding-out. These results imply that there exists the internal labor market of large, diversified business groups. Accordingly, different types of business groups should be considered as a contextual variable. Chaebol, which is highly diversified, can utilize CEO-level workforce through its internal labor market. On the other hand, non-chaebol groups tend to recruit CEO-level managers from an external labor market. As a result, there exists higher probability of CEO weeding-out resulting from poor performance in non-chaebol groups than in chaebol groups.

Key words: Business groups, Corporate governance, Transfer in the business group, Weeding-out from the business group