

코스닥 상장 벤처기업의 최고경영자교체에 관한 연구

-창업CEO와 전문CEO간 교체민감도 비교를 중심으로-

김상경 (숭실대학교 박사과정)

정대용 (숭실대학교 교수)

본 연구에서는 우리나라 중소기업 가운데 창업자 정신과 기업가 정신을 가장 잘 간직하고 있는 벤처기업을 표본으로 경영성과와 지배구조, 재무상태 등의 교체요인을 가지고 창업CEO와 전문 CEO교체에 따른 민감도를 알아보고자 하였다. 선행연구들에서 보면 교체요인으로 가장 많이 논의되는 부분이 경영성과가 좋지 않을 때인데, 과연 벤처기업에서도 그와 같은 가설을 확인할 수 있는가하는 점과 창업CEO가 지배주주인 경우 전문CEO만큼 경영성과와 연동한 교체민감도가 존재하는가 등을 알아보고 싶었고, 투자자산관리와 자유현금흐름을 통해 효율적 경영관리역량여 부에 따른 최고경영자 교체가능성을 살펴보고자 하였다.

실증분석결과에 의하면 CEO의 교체가능성은 경영성과가 낮을수록 더 잘 발생하였으며 CEO 교체 직전연도의 경영성과 악화에 더 민감한 것으로 조사되었다. 특히 이러한 경영성과의 악화는 창업 CEO보다 전문CEO 교체에 더 큰 영향을 주는 것으로 나타났고 자유현금흐름의 악화도 CEO 교체 가능성을 높이는 것으로 나타났으나, 자유현금흐름의 악화가 창업CEO의 교체가능 성보다 전문CEO 교체가능성의 민감도를 더 증가 시키지는 않는 것으로 나타났다.

그리고 기업의 성장가능성을 나타낼 수 있는 연구개발비나 투자 자산관리의 효율성을 나타내는 비유동 자산화전율이 감소하는 경우 CEO의 교체가능성을 높이는 것으로 본 연구의 결과는 나타 나고 있다. 또한 벤처기업의 CEO가 창업CEO인 경우 전문 CEO 보다 교체가능성이 낮은 것으로 나타났으나 외국인 투자자의 지분이 높을수록 CEO의 교체 가능성은 높아지는 것으로 확인되었다.

이같은 결과를 종합해보면 자유현금흐름의 악화가 창업CEO 보다 전문 CEO의 교체에 더 민 감할 거라는 가설은 기각되었지만, 벤처기업에 있 어서 경영성과의 부진이 교체가능성을 높인다는 가설 과 다른 일반적 가설은 모두 지지되는 것을 확인하였다.

본 연구는 창업CEO교체요인을 경영성과, 재무상태 등으로 실증분석을 하면서 그 가운데서도 재무 구조와 자유현금흐름, 성장가능성, 투자자산 효율성 등 기업가치 측면에서 분석하였다는 점과 지배 구조 측면에서 창 업소유CEO의 지분율과 교체관계, 외국인투자자지분과 교체 관계들을 로짓분석에 의한 사건사 분석방법으로 창업CEO와 전문CEO로 비교분석 하였다는 점에서 연구적 의의가 있다 하겠다.

Key words : 최고경영자교체, 교체요인, 기업성과, 기업가 정신, 지배구조, 벤처기업

목 차

제 1 장 서 론

제 2 장 이론적 배경

제 3 장 연구모형 및 연구가설

1. 연구모형
2. 연구가설의 설정

제 4 장 실증분석

1. 자료 수집
2. 기초 통계
3. 실증 분석

제 5 장 결론

참고문헌

1. 서론

창업자는 기업의 창조자로서 시간과 에너지, 노력과 집중을 투자하고, 자신의 가치와 조직을 동일시하여 기업을 만들고 운영하는데 자기만족을 찾는 기업가들이다. 창업자들은 대부분 기업의 최고경영자로 남아 기업의 생존과 성장을 위해 노력하게 되는데, 그 과정 속에서 창업자의 적절한 적응과 도전가운데 성공하는 기업도 있지만, 창업자의 기술과 능력이 부족해 실패하는 기업도 나타나게 된다.

산업의 급속한 발달과 그에 따른 기업의 중요성 및 영향력 증대로 인해 CEO가 지니는 중요성은 더욱 증대되고 있다. 특히 벤처기업의 창업자는 기업이 정신으로 자기만족을 찾는 기업가로서 높은 위험과 수익이 예상되는 신기술 분야에서 혁신적인 아이디어를 연구 개발하여 사업화하기 위해 설립한 엔지니어 출신이 대부분이다.

이러한 벤처기업 창업자는 회사의 발전에 대단한 열정을 보여주기도 하지만 일정한 성과가 창출되면 여러 가지 경영에 한계가 나타나기도 한다. 따라서 벤처기업 창업자의 교체가 기업의 경영성과에 어떠한 영향을 미치는가와 창업자가 기업의 어떠한 상황에서 교체 요인이 발생하는가를 연구하는 것은 의미 있는 일이다.

제2의 창업이라고 할 수 있는 기업공개(IPO)도 창업기업에 있어 중요한 단계이다. 기업은 IPO를 통해 소유권이 폐쇄적인 구조에서 일반 투자자에게 공개되는 과정에 놓이게 된다. 최고경영진의 경영능력의 발휘가 요구되며, 경영진이 외부투자자와 금융업자, 경쟁자들의 감시도 받게 된다. 결국 기업공개는 창업경영자에게 새로운 도전으로 떠오르게 되며 환경변화와 생존 및 성장을 위해 기업 스스로가 외부에 적응하기 위한 수단으로 최고경영자의 교체의 필요성이 대두되기도 한다.

창업기업에 있어 과도기 단계의 지배구조와 리더쉽구조가 어떻게 효율적인 변화와 기업성과를 활성화 시키는지에 대한 연구는 중요하고 의미있는 연구가 될 것이다. 본 연구는 국내 KOSDAQ등록기업 중에서 특히 벤처기업을 표본으로 창업자가 동시에 CEO인 경우가 많이 존재하는 국내 벤처기업의 특성을 감안하여, 표본을 창업자이면서 지배주주이기도하고 동시에 CEO이기도한 창업CEO와 CEO이기는 하지만 지분율이 없는 전문CEO로 나누어 경영성과와 연동된 CEO교체의 민감도가 CEO의 유형에 따라 어떻게 다르게 나타나는지를 실증적으로 분석하고자 한다.

선행연구에서 보면 가장 많이 논의되는 교체요인으로 경영성과가 좋지 않을 때를 들고 있는데, 과연 벤처기업에서도 그 같은 가설이 유의한가를 알아보고 싶으며, 소유구조에 의한 CEO교체에서는 지배주주인 창업CEO가 감시메카니즘에 의한 감시나 견제정도를 전문CEO같이 차별없이 받고 있나하는 것을 살펴보고자 한다. 기업의 지배구조 내에서 외국인투자자들도 경영감시 역할의 중요한 주체가 되고 있는데 벤처기업에서도 그런 외국인의 영향력이 미치는 지를 CEO교체와 연관해서 살펴보고자 하며, 기업내부에 존재하는 자유현금흐름이 CEO교체와 어떤 관련이 있는지를 연구함으로써 벤처·중소기업의 CEO교체에 관한 이해를 높이고자 한다.

또한 국내 KOSDAQ등록기업 중에서 특히 벤처기업을 표본으로 하여 경영성과와

CEO교체 간의 관계를 실증분석하고 창업자가 동시에 CEO인 경우가 많이 존재하는 국내 벤처기업의 특성을 감안하여 표본을 창업자이면서 지배주주이기도하고 동시에 CEO이기도한 창업CEO와 CEO이기는 하지만 지분율이 없는 전문CEO로 나누어 경영성과와 연동된 CEO교체의 민감도가 CEO의 유형에 따라 어떻게 다르게 나타나는지를 실증적으로 분석하고자 한다.

2. 이론적 배경

최고경영자 교체가 기업 성과에 어떤 영향을 미치는가 하는 것은 기업에 있어 매우 중요한 문제이다. 최고경영자가 교체됨으로 인해 기업의 전략수립과 조직관리, 대외연결, 세부적 업무수행 등 기업의 경영활동에 변화가 불가피 하고, 기업의 현재 뿐만 아니라 미래의 기업가치 및 기업성과에도 큰 영향을 미치기 때문이다(박준우,2007). 특히 벤처·중소기업은 경우에 따라서 최고경영자 교체가 기업의 존폐성쇠까지도 좌우될 수 있는 민감한 내용이어서 그 중요성은 더 하다고 하겠다.

최고경영자 교체원인은 질병, 사망, 정년퇴직, 전직, 해고, 개인적 사유로 인한 이직 등 다양한 형태가 있을 수 있으나 기존연구에 의하면 질병, 사망 등의 일반적 이직은 5%미만을 차지한다고 보고되고 있다(Vancil, 1987). 이런 일반적 원인을 제외한 최고경영자 교체요인 연구는 크게 보면 3가지 정도로 논의 되고 있다.

첫째는 경영성과이고, 두 번째는 소유구조로 인한 것이고, 세 번째는 CEO 역량과 관련한 연구들이 많다. 가장 많이 논의 되는 교체요인은 경영성과가 좋지 않을 때이다. 좋지 않은 경영성과에 대한 문책성 교체는 기업지배구조 메카니즘이 잘 작동되는 기업일수록 많이 이루어지는 것 같다. Warner et al (1988), Occasio (1999) 등은 미국의 기업을 표본으로 좋지 않은 경영성과와 관련해 최고경영자가 교체될 확률이 높다는 연구와 Huson et al.(2004)은 최고경영자 교체 후 경영자 자질 및 기업 경영성과가 증가한다는 개선된 경영자 가설을 주장하였다. Virany et al.(1992)은 최고경영자의 교체는 급변하는 환경 속에서 기업이 스스로를 외부에 적응시키는 기제(機制)라고 주장하면서 최고경영자 교체가 기업 성과에 긍정적 영향을 미칠 수 있다고 보았고, Pfeffer and Salancik(1978) 등도 최고경영자의 교체는 조직적응의 중요한 메카니즘으로 보았다. 우리나라에서는 신현한, 장진호(2003)가 1989년부터 1999년 사이 거래소 상장기업 3,790 기업-연수를 표본으로 선정하여 최고경영자의 교체와 경영성과 간의 관계를 조사·연구하였는데, 경영성과가 좋지 않은 전임 최고경영자 교체 후에 경영성과가 향상됨을 보여주었고, 기업지배구조 메카니즘이 잘 작동되는 기업에 있어서 경영성과가 좋지 않은 최고경영자의 교체가 이뤄진다면 최고경영자 교체 후 경영성과가 향상될 수 있음을 의미한다고 분석하였다. 박준우(2007)도 2000년부터 2005년 사이에 거래소 상장 제조기업 2,490기업-연수를 대상으로 CEO교체

에 따른 경영성과의 변화와 CEO교체에 영향을 미치는 요인을 조사하였는데 저조한 경영성과의 기업은 CEO교체 전략을 통하여 경영성과의 향상을 이룰 수 있다는 것을 보여주고 있다.

그 다음 요인으로는 소유구조가 최고경영자 교체에 영향을 주는 것인데, 신현한, 장진호(2003)는 지배주주 및 기관투자자와 외국인 투자자의 소유구조가 경영성과와 최고경영자 교체에 어떤 영향을 미치는가하는 연구를 하였는데, 지배주주의 지분율이 높을수록 경영성과가 좋지 않은 최고경영자가 교체될 확률이 증가하는 것을 발견하였고, 국내기관과 외국인 투자지분도 경영성과에 연동된 최고경영자 교체에 유의적 영향을 미친다는 것을 발견하였다. 이는 지배주주의 지분이 증가할수록 지배주주의 이해가 외부주주의 이해와 일치되어 경영성과가 좋지 않은 최고경영자의 교체를 통한 기업가치향상이 발생할 것이라는 이해일치가설을 지지하는 결과이다.

이윤진, 송재용(2007)은 1998년부터 2003년까지 코스닥에 상장된 벤처기업 120개를 대상으로 총 307건의 기업-년도 데이터를 구성하여 CEO교체에 관한 연구를 하였다. 창업CEO교체가 어떠한 요인에 의해 영향을 받는가와 CEO교체가 상장 이후 언제 발생하는지에 대해 연구한 결과, 기업의 성장률과 창업CEO의 관리업무의 경험 여부, 그리고 창업 CEO의 지분소유 비율이 창업 CEO교체에 영향을 미친다는 점을 확인하였고, 상장 이후 2년차에 창업CEO교체가 가장 많이 발생한다는 결과를 얻었다. Denis, Denis and Sarin (1997) 등은 최고경영자의 소유지분이 높은 경우 경영성과와 관련해 최고경영자를 교체하는 게 힘들다고 보았으며, 기관투자자가 존재하는 경우에는 경영성과에 대한 최고경영자 교체의 민감도가 증가한다고 하였다.

Weston(1979)은 내부경영자의 소유지분이 30%가 넘는 기업에 대해서는 한 번도 적대 적기업인수가 발생하지 않았음을 보고하였다.

Ofek(1993), Mikkelson and Partch(1997)도 소유지분과 경영진 교체 간에 음의 관계가 있음을 기술하였는데, 위의 내용들을 종합해보면 소유경영자는 많은 의결권과 더불어 우호적 이사선임을 통해 이사회를 실질적으로 장악하는 절대적 영향력을 갖게 됨으로 최고경영자의 소유지분이 높은 소유경영자일 경우 최고경영자 교체에 어려움이 있으나(신현한, 장진호 2003), 상대적으로 지분이 작거나, 없는 전문경영자 일 경우엔 교체에 차이를 보일 것으로 여겨진다.

세 번째로는 최고경영자 역량부족도 교체요인이 될 수 있는데, Smith et al(1984)은 미국 연합감리교회 목사들의 20년간의 목회경력을 연구 분석한 조사에서 유능한 목사들은 다른 교회에 가서도 긍정적인 성과와 영향을 미친다는 사실을 발견하였다. 또 Pfeffer & Davis-Blake(1986)는 유능한 감독이 부임한 팀에서는 성적향상에 긍정적 성과가 높은 것을 발견하였고, Thomas(1988)는 영국 유통업체의 최고경영자교체가 기업성장에 미치는 영향을 실증분석한 연구에서 유능한 관리자는 외부의 많은 제약이 있음에도 불구하고 어떤 형태로든 경영성과를 높인다는 연구결과를 발표하였다. 우리나라에는 강영걸(1996)이 은행장의 교체와 경영성적에 미치는 영향을 분석하였는데 능력있는 새 은행장이 부임해오면 경영성적도 긍정적으로 반전되는 효

과가 나타난다는 사실을 검증하였다. 이 같은 연구들로 보아 기업을 운용하는 최고경영자의 효율적인 기업운영과 관리역량은

최고경영자교체의 많은 영향을 미치는 요인임을 알 수 있다.

특히 최고경영자가 기업 환경의 빠른 변화를 따라잡지 못하거나, 풍부한 경험이 없이 경영에 임하게 될 때에나, 또 조직에 대한 지배력을 제대로 갖지 못한 때에는 벤처기업에 있어도 최고경영자교체의 요인이 될 수 있다고 생각된다.

3. 연구가설 및 모형

본 연구에서는 우리나라 중소기업 가운데 벤처기업을 대상으로 창업CEO와 전문 CEO의 경영성과에 의한 교체가능 민감도를 알아보고, 아울러 기업성장성과 소유구조에 의한 CEO교체에 관해서도 알아보고자 다음과 같이 가설을 설정하고 이를 검증하기 위한 모형을 제시하였다.

3.1 연구가설의 설정

가설1. 벤처기업의 경영성과가 낮을수록 CEO(창업CEO 및 전문 CEO)교체가 더 더 잘 발생할 것이다.

창업CEO라 함은 벤처기업의 창업자이면서 최고경영자인 경우를 말하며 전문CEO는 창업자가 아니지만 최고경영자의 위치에 있는 경영자를 말한다. 본 연구에서 CEO교체는 경영성과에 민감할 것으로 예측한다. 즉 CEO교체와 경영성과는 부(-)의 관계에 있을 것으로 예측한다.

가설1.1 벤처기업의 전문CEO의 교체는 창업CEO의 교체보다 경영성과의 악화에 더 민감할 것이다.

창업CEO의 기업 경영전반에 미치는 영향력은 전문CEO보다 창업CEO가 더 클 수 있으며 기업 경영의 성과에 대한 책임도 더 클 수 있다. 이처럼 창업CEO의 경영성과에 대한 더 큰 책임은 웬만한 경영성과의 악화에도 교체되지 않을 가능성으로 연결될 수 있다. 이러한 결과는 대부분의 창업CEO가 신규상장이후 일정기간 동안 지분의 대부분을 소유하는 지배주주이라는 사실과도 관련이 있다.

본 연구에서는 창업자가 지배주주이면서 CEO인 경우, 창업자의 지분과 O'Reilly와 Chatman(1986)가 주장한 '심리적 유대감'으로 인하여 전문CEO의 교체보다 경영성과

에 민감하지 않을 것으로 예측한다.

또한 이러한 주장에 근거하여 지배주주의 지분율과 CEO교체와 관련된 가설을 다음과 같이 설정할 수 있다.

가설2. 창업CEO의 교체가능성은 전문CEO의 교체가능성보다 적을 것이다.

가설3. 외국인지분율이 높을수록 CEO(창업CEO 및 전문CEO)의 교체가능성은 높을 것이다.

사외이사나 이사회 감시 및 견제기능이 상대적으로 약한 국내 벤처기업의 경우를 고려하면 외국인 투자자가 국내 벤처기업의 지배구조에 미치는 영향은 더욱 클 것으로 예상된다.

가설4. 벤처기업의 성장 가능성과 투자자산의 효율성 감소는 CEO(창업CEO 및 전문CEO)의 교체 가능성을 증가시킬 것이다.

벤처기업은 창업을 주도한 창업CEO가 보유하고 있는 기술이나 사업계획을 기반으로 설립되는 경우가 대부분이다. 설립초기에 창업가 특유의 열정과 기술력, 사업계획을 바탕으로 기업을 이끌던 창업CEO들은 기업의 투자자산을 효율적으로 운영해 나갈 수 있는 경영관리 역량까지 갖추도록 요구받게 된다. 이러한 도전과 요구를 극복하고 부응해나가지 못하는 창업CEO나 전문CEO는 교체를 내부적으로나 외부적으로 요구 받을 수 있다(Boeker와 Karichalil 2002). 따라서 성장 가능성이나 투자자산 관리의 효율성과 CEO교체 가능성은 서로 밀접한 관련성이 있을 수 있다. 벤처기업의 성장가능성으로 연구개발비(R&D) 대 총자산의 비율을, 투자자산관리의 효율성으로 비유동자산의 회전율을 사용하여 CEO의 교체가능성과의 관계를 살펴보고자 한다. 본 연구에서는 이 비율들과 CEO의 교체가능성은 서로 부의 관계에 있을 것으로 예측한다.

가설5. 벤처기업의 자유현금흐름 악화는 CEO의 교체가능성을 높일 것이다.

기업은 영업활동으로 현금을 창출하며 이 현금으로 투자를 하고 남은 현금으로 부채를 상환하거나 주주에게 배당을 지급한다. 자유현금흐름은 기업 본연의 영업활동에서 발생하며 기업의 자금제공자, 부채와 자본의 제공자에게 분배할 수 있는 현금흐름 합계액 이라고도 볼 수 있다. 투자자와 채권자에게 잉여분을 그들의 몫으로 귀속시키는 사회적 책임을 다함으로써 재투자가 이루어지므로 기업에 대한 외부 정보의 판단주체인 투자자 입장에서 기업가치평가를 한다는 의미로 자유현금흐름으로 불리우며 투자판단이나 기업가치를 산정하는 데 이용되는 경우가 많다. 이러한 자

유현금흐름이 악화될 때 채권자나 주주들은 CEO의 교체를 주장할 가능성이 높으며 이에 따라 CEO가 교체될 수 있을 것이다.

가설5.1 벤처기업의 전문CEO의 교체는 창업CEO의 교체보다 자유현금흐름의 악화에 더 민감할 것이다.

자유현금흐름은 경영자가 자의로 처분할 수 있는 현금이므로, 지배주주인 창업CEO는 자유현금흐름이 크게 악화되는 경우에만 스스로 퇴진하거나 교체를 요구받을 가능성이 높다. 따라서 자유현금흐름의 악화는 창업CEO보다 전문CEO의 교체가능성이 더 높을 수 있다.

3.2 연구모형

위와 같이 설정된 가설을 검증하기 위하여 본 연구에서는 CEO교체라는 사건이 발생했는지의 여부가 어떤 요인에 의해 영향을 받아 발생했는지를 분석하기 위하여 다음과 같은 로짓(Logit) 분석을 실시하고자 한다.

$$CH_CEO = a + b_1EBITDA + b_2FCF + b_3DE + b_4RD + b_5NTURN + b_6OWN + b_7FOR + b_8SIZE + b_9LIFE + e$$

(-) (-) (-/+) (-) (-)
(-) (+) (-/+) (+)

CH_CEO	: CEO의 교체 시 1의 값을 갖는 더미변수
EBITDA	: EBITDA/매출액
FCF	: 자유현금흐름/매출액
DE	: 부채비율(부채/자본)
RD	: 연구개발비/총자산
NTURN	: 비유동자산 회전율(매출액/비유동자산)
OWN	: 창업CEO인 경우 1의 값을 갖는 더미변수
FOR	: 외국인주주지분율
SIZE	: 기업규모(매출액의 로그 값)
LIFE	: CEO의 재임기간(신규공개이후 교체 시까지 기간의 로그 값)

위의 모형에서 괄호안의 부호는 가설에 따른 추정계수의 방향성을 나타내는 부호이다. 위의 모형에 사용되는 변수들은 CEO재임기간을 나타내는 변수인 LIFE만을 제외하고 CEO교체 직전년도에 측정된 값을 사용한다. EBITDA는 EBITDA/매출액 비율

로 기업의 경영성과를 나타내는 변수이며 가설 1을 검증하기 위하여 사용되는 변수이다. 이 변수는 부의 값을 가질 것으로 예측한다.

FCF는 자유현금흐름/매출액 비율을 나타내는 변수로 이는 가설 5를 검증하기 위하여 사용되는 변수이다. 이 변수의 추정계수는 부의 값을 가질 것으로 예측한다. RD는 연구개발비/매출액 비율이고 NTURN은 비유동자산 회전율을 나타내는 변수로 RD는 기업의 성장가능성을 NTURN은 투자자산의 효율성을 측정하기 위하여 사용되었다. 가설 4는 이들 변수들을 이용하여 검증될 것이며 이 변수들의 추정계수는 부의 값을 가질 것으로 예측한다.

OWN은 창업CEO인 경우 1의 값을, 전문CEO인 경우에는 0의 값을 갖는 더미변수이다. 이 변수는 가설 2를 검증하기 위하여 사용된다. 이 변수의 추정계수는 부의 값을 가질 것으로 예측한다. FOR은 외국인주주들의 지분율을 나타내는 변수로 이 변수는 가설 3을 검증하기 위하여 사용된다. 이 변수의 추정계수는 정의 값을 가질 것으로 예측한다.

가설 1-1과 가설 5-1을 검증하기 위하여 다음과 같은 교호작용 변수들을 위의 식(1)에 추가하고자 한다.

$$OWN*EBITDA$$

$$OWN*FCF$$

OWN은 창업CEO일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이고 EBITDA와 FCF는 모두 부의 값을 갖는 것으로 예측되었기 때문에 가설 1-1과 가설 5-1이 기각되지 않는다면 즉, 전문CEO의 교체가 창업CEO의 교체보다 자유현금흐름 또는 EBITDA의 약화에 더 민감할 것이라면 전문CEO의 교체에 대한 자유현금흐름과 EBITDA의 추정계수 절대 값이 창업CEO의 추정계수 절대 값보다 크기 때문에 위의 교호작용 변수들은 모두 정의 값을 가져야 됨을 예측할 수 있다.

위의 식(1)에서 DE는 부채비율을 나타내는 변수이며, SIZE는 기업규모를 나타내는 변수로 각 벤처기업의 매출액에 로그를 취한 값이다. 그리고 LIFE는 CEO의 재임년수를 나타내는 변수로 코스닥시장에 신규상장시점을 출발점으로 하여 측정된 변수이다. 일반적으로 CEO의 재임기간이 3년으로 정해져 있으므로 이 변수는 CEO의 교체와 정의 관계에 있을 것으로 예측한다. 이 세 변수들은 통제변수로 사용하기 위하여 식(1)에 삽입하였다.

4. 실증 분석

4.1 자료수집

본 연구는 벤처기업의 최고경영자(창업CEO와 전문CEO) 교체에 관한 여러 요인과 관련 내용의 확인을 위해 선행연구를 통한 이론적 배경을 고찰하였다. 실증분석을 위한 교체요인으로 경영성과, 소유구조, 그리고 재무상태를 사용해 창업CEO와 전문CEO 교체유형에 따라 두 그룹에 관한 CEO교체 민감도를 비교조사 하는데, 본 연구의 표본기간은 2000년부터 2007년까지이며 이 기간 중에서 2000년부터 2005년까지의 기간 중에서 코스닥시장에 신규로 등록된 벤처기업을 대상으로 창업CEO의 교체현황을 조사하였다. 본 연구의 목적이 창업CEO의 교체이전과 교체이후의 경영성과를 살펴보는 것이므로 창업CEO의 교체이후 최소한 2년간의 경영성과를 분석할 필요가 있어 창업CEO의 교체시점을 2005년까지로 한정하였다. 또한 표본기간을 2000년부터 설정한 이유는 코스닥기업의 창업CEO 및 소유구조를 파악하는 데 필요한 정보가 제공되는 전자공시시스템(DART)이 2000년부터 시작되었기 때문이다. 창업CEO의 확인은 전자공시시스템이 제공하는 표본기업의 사업보고서와 유가증권신고서 등을 이용하였으며 필요한 경우에는 해당기업의 홈페이지와 전화확인 등을 통하여 이루어졌다. 특히 벤처기업의 창업이 파트너십의 관계로 이루어지므로 벤처기업의 창업을 함께 이루었으며 코스닥시장 신규등록 시 최대주주는 아니더라도 벤처기업의 지분을 가지고 있는 CEO인 경우에는 창업CEO로 간주하였다.¹⁾

4.2 기초 통계

벤처기업을 창업한 기업가는 지적능력이 높고, 전문능력을 가지며, 고도기술을 지닌 고학력 기술자가 많다. 기술혁신으로 창업한 기업가 중에는 대기업, 대학 또는 연구소 등에서 나온 사람이 많은 것으로 알려져 있다. 신세대 감각과 모험심이 강한 30대가 주류를 이루며, 교육수준이 높고 전 직장에서 기술개발과 경영관리의 경험을 가지고 창업하는 경우가 많다. 이러한 이유에서 벤처기업의 대부분은 창업자가 경영을 담당하게 되는 경우가 많다.

1) 이는 이윤진, 송재용(2007)의 연구와 유사하다.

[표 1] 창업자가 CEO인 여부에 따른 표본기업의 수와 연도별 CEO교체 횟수

	상장시 창업자가 CEO였던 표본기업	상장시 창업자가 CEO가 아니었던 표본기업	총 표본기업
년도 \ 기업수	139	12	151
2000	0	0	0
2001	2	0	2
2002	6	2	8
2003	5	1	6
2004	9	3	12
2005	15	1	16
2006	18	3	21
2007	21	3	24
계	76	13	89

[표 1]에 의하면 총 표본 벤처기업 중에서 약 92%인 139개 회사가 제 2의 창업시점이라 할 수 있는 코스닥시장 상장 시점에 창업자가 CEO로써 경영을 책임지는 것으로 나타났으며 창업자가 CEO가 아닌 경우는 12개인 것으로 나타났다. 또한 [표 1]은 CEO의 교체상황을 연도별로 보여주고 있다. 이표에 제시된 연도별 CEO교체는 연도가 증가할수록 교체횟수가 증가하는 것으로 나타나고 있다. 이는 연도가 증가할수록 코스닥시장에 상장하는 벤처기업의 수가 증가함에 따라 교체되는 CEO의 수가 누적됨으로써 발생하는 현상이다.

[표 1]의 두 번째 열에 제시된 CEO의 교체회수는 반드시 창업CEO의 교체회수를 나타내는 것이 아니며 창업CEO가 아닌 전문CEO의 교체도 포함한다. 이는 창업CEO가 전문CEO로 교체된 이후, 그 전문CEO가 교체되는 경우도 포함하고 있다. 즉, 하나의 벤처기업이 CEO를 여러 번 교체하는 경우도 포함한다. 이처럼 하나의 기업이 여러 번 CEO를 교체하는 현상을 구분하기 위하여 교체회수에 따라 표본기업을 구분하고 그 결과를 다음의 [표 2]에 제시하였다.

[표 2] 최고 경영자(CEO)교체 횟수에 따른 표본기업의 구분

창업자CEO여부 교체 횟수	상장시 창업자가 CEO인 기업	상장시 창업자가 CEO가 아닌 기업	전체 표본기업 수
교체없음	99	2	101
1번교체	19	6	25
2번교체	11	4	15
3번교체	7	0	7
4번교체	2	0	2
5번교체	1	0	1
계	139	12	151

[표 2]는 벤처기업이 코스닥시장에 신규로 등록하는 시점에 창업자가 CEO인 경우와 그렇지 않은 경우로 구분하고 이를 CEO교체 횟수로 구분한 결과를 보여주고 있다. 표본기간 중에 한 기업이 CEO를 교체한 최대회수는 5번인 것으로 [표 2]는 보여주고 있다. 2000년부터 2007년까지의 표본기간 중에 CEO가 전혀 교체되지 않은 기업의 수는 모두 101개였으며 이 중에서 창업자가 CEO인 경우는 99개인 것으로 나타났다. 또한 CEO가 표본기간 중에 한번 교체된 경우는 25개 기업으로 교체회수 중에서 가장 많았으며 이 중에서 19개 기업은 창업자가 CEO인 경우이었다. 다음으로 CEO가 두 번째 교체된 기업의 수는 15개였으며 이 중에서 창업자가 CEO인 경우는 11개 기업이었다. 세 번 교체한 기업의 수는 모두 7개로 이 7개 기업이 모두 신규등록 시에 창업자가 CEO인 경우이었다. 네 번 및 다섯 번 교체한 기업의 수는 각각 2개와 1개로 나타났다. 이러한 결과는 표본기간 중에 상당한 수의 기업이 CEO의 교체 없이 경영을 지속적으로 하고 있음을 보여 주는 것이다.

다음으로 코스닥시장에 신규로 등록할 당시에 창업자가 CEO인 경우에 어느 정도의 지분율을 가지며 창업자가 아닌 경우에도 CEO가 지분율을 소유하는지를 살펴보기 위하여 코스닥시장 상장 시와 그 이후의 기간에 대한 CEO의 지분율을 조사하고 이를 다음의 [표 3]에 제시하였다. [표 3]에 의하면 2001년과 2002년에 코스닥시장에 신규로 등록한 벤처기업의 수가 각각 34개와 29개로 가장 많음을 알 수 있다. 또한 CEO가 창업자인 경우가 전체 표본에서 가장 높은 비중을 차지하는 것으로 나타났으며 창업CEO의 지분율 평균은 연도별로 약간 다르지만 최소 22.89%에서 최대 28.86%로 20% 중반을 유지하는 것으로 나타나 있다.

[표 3] 창업CEO와 창업CEO가 아닌 코스닥시장 신규등록 벤처기업의 수와 연도별 최고경영자(CEO)교체회수

연도별 신규등록 기업수 창업자 여부 /CEO지분율		연도별 코스닥시장 신규등록 벤처기업 수						계
		2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	
		24	34	29	19	14	31	151
창업자	CEO=1대주 주	21	24	26	16	12	27	126
	지분율(%)	28.86	28.59	25.24	27.84	22.89	23.78	
	CEO=2대주 주	---	2	---	1	---	2	5
	지분율(%)	---	8.44	---	8.73	---	8.14	
	CEO=기타 주주	1	3	2	1	1	---	8
	지분율(%)	2.51	4.04	4.37	1.1	2.35	---	
창업자 아님	CEO=지분 없음	2	5	1	1	1	2	12

또한 신규등록 벤처기업 중에서 창업CEO이면서 2대주주인 경우는 표본기간 중에 5개 기업이 있으며 CEO의 평균지분율은 8%대 인 것으로 나타났다. 기타주주로 창업CEO가 어느 정도 지분을 가지고 있는 경우는 모두 8개 기업으로 나타났으며 지분율은 1%에서 4%대인 것으로 나타났다. 마지막으로 신규등록 시에 지분이 전혀 없는 CEO는 모두 12개 기업인 것으로 [표 3]은 보여주고 있다.

창업CEO의 지분율 분포를 자세하게 살펴보기 위하여 신규등록시에 창업자가 CEO이었던 139개 기업의 창업CEO의 지분율 기초통계를 조사하고 이를 [표 4]에 제시하였다. [표 4]에 따르면 창업CEO의 지분율 전체 평균은 24.12%이며 중위수는 24.26%인 것으로 나타났고 전체 표준편차는 11.57%인 것으로 나타났다. 또한 최소지분율 가진 창업CEO의 지분율은 2003년에 등록된 벤처기업의 1.10%인 것으로 나타났으며 최대지분율 가진 창업CEO의 지분율은 2001년에 등록된 벤처기업의 63.92%인 것으로 나타났다.

[표 4] 코스닥 신규등록기업의 창업 CEO의 지분율 기초통계

자분율 통계 연도별/기업수		기초 통계				
		평균	중위수	표준편차	최소 값	최대 값
2000	22	27.58%	29.90%	11.28%	2.51%	45.00%
2001	29	24.51%	23.62%	14.69%	1.16%	63.92%
2002	28	23.75%	20.68%	12.18%	2.05%	54.50%
2003	18	25.29%	27.85%	11.59%	1.10%	44.69%
2004	13	21.31%	20.54%	8.80%	2.35%	33.87%
2005	29	21.97%	23.27%	8.44%	7.90%	45.09%
계	139	24.12%	24.26%	11.57%	1.10%	63.92%

1%에서 2%대의 지분율을 가진 창업CEO의 경우는 대부분 창업 당시 대주주와 파트너쉽을 형성하고 벤처기업의 경영을 맡은 경우이다. 연도별로 지분율을 살펴보면 2000년에 신규등록한 벤처기업의 창업CEO의 지분율이 27.58%로 가장 높게 나타났으며 가장 낮은 지분율을 보인 것은 2004년의 21.31%인 것으로 나타났다.

[표 5] 코스닥 신규등록기업의 수와 연도별 최고경영자(CEO)교체회수

연도별 신규등록 기업수 연도별 CEO 교체회수		연도별 코스닥시장 신규등록 벤처기업 수						계
		2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	
		24	34	29	19	14	31	151
CEO교체년도		신규등록 이후의 CEO교체 기업 수						
2000		0	---	---	---	---	---	
2001		2	0	---	---	---	---	2
2002		5	3	0	---	---	---	8
2003		2	3	1	0	---	---	6
2004		3	3	5	1	0	---	12
2005		6	3	6	1	0	0	16
2006		4	5	5	1	2	4	21
2007		4	7	6	2	2	3	24
교체회수 계		26	24	23	5	4	7	89
기업당 연평균 교체빈도수		0.135	0.101	0.132	0.053	0.071	0.075	0.1071

*연평균 교체 빈도수=교체횟수/기업수/기간(연도수)

[표 5]는 코스닥시장에 2000년부터 2005년까지의 기간에 신규로 등록한 모든 벤처기

업의 수를 연도별로 제시하고 이들 기업의 CEO교체 현황을 연도별로 제시한 표이다. [표 5]의 마지막 열에서 보는 바와 같이 기업당 연평균 교체빈도수는 2000년이 0.135번으로 가장 높았으며 다음으로 2002년의 0.132번과 2001년의 0.101번 순으로 높았다. 가장 낮은 빈도수를 보인 것은 2003년의 0.053번으로 나타났다.

[표 6]은 위의 [표 5]와 유사한 것으로 표본기업을 신규등록 시에 CEO가 창업자인 경우로 국한한 경우의 결과를 보여주는 표이다.

[표 6] 코스닥 신규등록 시에 창업자가 CEO인 기업의 연도별 최고경영자(CEO) 교체회수

연도/신규등록 기업수 교체 연도 /횟수	창업자가 CEO인 벤처기업의 연도별 신규등록 기업 수						계
	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	
	22	29	28	18	13	29	139
CEO교체연도	신규등록 이후의 CEO교체 기업 수						
2000	0	---	---	---	---	---	
2001	2	0	---	---	---	---	2
2002	4	2	0	---	---	---	6
2003	2	2	1	0	---	---	5
2004	3	2	4	0	0	---	9
2005	6	2	6	1	0	0	15
2006	4	4	5	1	1	3	18
2007	4	5	6	1	2	3	21
교체회수 계	25	17	22	3	3	6	76
기업당 연평균 교체빈도수	0.142	0.084	0.131	0.033	0.058	0.068	0.0994

*총 교체회수는 89회이지만 창업자가 CEO인 기업의 교체회수는 76회이고, 창업자가 CEO가 아닌 기업의 교체회수는 13회이다.

[표 6]에 의하면 기업당 연평균 교체빈도수는 2000년이 0.142번으로 가장 높은 것으로 나타났으며 다음으로 높은 교체빈도수는 2002년이 0.131번인 것으로 나타났다. 이는 2000년에 코스닥시장에 등록된 벤처기업의 CEO 교체빈도수가 가장 높았음을 보여주는 것이다.

[표 7]은 본 논문의 실증분석에 사용될 표본의 재무적 정보에 대한 기초통계를 보여주고 있다. 본 연구는 사용되는 표본 관측치 수는 모두 736개 기업-연수표본으로 이 표본은 2000년부터 2007년까지 각 기업의 연도별 재무적 정보를 포함한 관측치이다. 이표에서 자유현금흐름(Free Cashflow)은 세후순영업이익에서 순투자를 차감하고 남은 잉여현금흐름으로서 여기서 순투자는 운전자본투자(유동자산 증감액 - 유동부채 증감액), 유형자산 투자(순유형자산 증감액), 기타투자(기타사업용자산 증감액

- 비이자비유동부채 증감액)의 합계 값으로 주주와 채권자 등 전체 투자자에게 궁극적으로 귀속 가능한 여유자금을 나타낸다. 표에 의하면 표본기간 중 표본의 자유현금흐름 평균은 -1,788백만원으로 부의 값을 갖는 것으로 나타났으며 최소값은 -84,996백만원이고 최대값은 47,721백만원인 것으로 나타났다. 전체 투자자에게 귀속가능한 자유현금흐름이 평균적으로 부의 값을 갖는 것으로 나타난 것은 대부분의 표본기업이 성장가능성이 높지만 자금력이 부족한 벤처기업의 특성을 나타낸 것이라고 볼 수 있다. 여기서 EBITDA는 당기순이익에 법인세와 감가상각비 및 감모상각비를 더한 것으로 경영자의 경영능력과 크게 관련이 없는 법인세와 감가상각비 및 감모상각비를 제외함으로써 경영자의 순수한 경영능력을 살펴볼 수 있는 대표적인 경영성과지표 중의 하나이다. EBITDA의 평균은 3,787백만원이며 최소값은 -24,257백만원이었으며 최대값은 40,261백만원이었다. 당기순이익의 평균은 EBITDA보다 낮은 1,265백만원이었으며 최소값은 -48,041백만원, 최대값은 34,365백만원인 것으로 나타났다.

[표 7] 표본에 대한 재무적 기초통계 (단위: 백만원)

변수명	표본 수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
자유현금흐름	736	-1,788	-1,184	8,783	-84,996	47,721
EBITDA	736	3,787	2,680	6,142	-24,257	40,261
당기순이익	736	1,265	1,420	6,571	-48,041	34,365
총매출액	736	33,105	24,135	29,324	1,219	187,287
총자산	736	40,143	32,571	27,865	1,632	194,009
총부채	736	13,264	8,965	13,340	310	107,812
시장가치	736	49,134	28,935	55,661	2,167	464,958
R&D	736	1,011	335	1,779	0	14,511
EBITDA/매출(%)	736	9.82	11.72	18.94	-126.95	76.03
부채비율(%)	736	67.09	43.55	97.46	-384.52	1,191.96
비유동자산회전율(회)	736	3.02	2.13	3.02	0.12	33.22
R&D/매출(%)	736	2.41	1.19	3.43	0.00	37.36
자유현금흐름/매출(%)	736	-10.66	-4.67	95.93	-1,537.30	993.74
최대주주지분율(%)	736	25.38	24.13	10.75	2.72	63.92

소액주주지분율(%)	736	44.96	43.86	14.50	0.00	99.80
외국인지분율(%)	736	3.74	0.15	8.57	0.00	65.42

* EBITDA=당기순이익+법인세+감가상각비+감모상각비

**자유현금흐름=세후순영업이익 - [기말투하자산 - 기초투하자산]

시장가치(MKVAL)는 표본기업 보통주의 시장가치를 나타내는 변수로 이 변수의 평균은 49,134백만원으로 총자산 장부가치의 평균인 40,143백만원을 초과하는 것으로 나타났다. 수익성을 나타내는 EBITDA/매출액 비율은 기업의 영업관리의 효율성을 평가하는데 흔히 사용되는 재무비율이다. 이 비율의 평균은 9.82%이며 최소값은 -126.95%, 최대값은 76.03%인 것으로 나타났다. 또한 기업의 장기지급능력을 나타내는 부채비율의 평균은 67.09%이며 최소값은 -384.52%, 최대값은 1,191.96%까지에 이르는 것으로 나타났다. 투자(자산)관리의 효율성을 나타내는 비유동자산회전율의 평균은 3.02회로 나타났으며 최소값은 0.12회, 최대값은 33.22회인 것으로 나타났다. 또한 기업의 성장가능성을 나타낼 수 있는 R&D/매출액 비율은 2.41%로 나타났으며 최소값은 0%, 최대값은 37.36%인 것으로 나타났다. 기업의 최대주주의 주식보유비율 평균은 25.38%, 최소비율은 2.72%이며 최대비율은 63.92%에 이르는 것으로 [표 7]의 결과는 보여주고 있으며 소액주주의 지분율 평균은 44.96%이며 최소비율은 0%이고 최대비율은 99.8%인 것으로 나타났다. 외국인 지분율은 그 평균이 3.74%이며 최소비율은 0%, 최대비율은 65.42%인 것으로 나타났다.

[표 8] CEO 교체 표본과 CEO 비교체 표본에 대한 재무적 기초통계 (단위: 백만원)

변수	CEO 비교체의 경우			CEO 교체의 경우		
	관찰수	평균값	중위수	관찰수	평균값	중위수
자유현금흐름	636	-1,663	-988	50	-2,721	-1,648
EBITDA	636	4,188	2,860	50	2,314	2,353
당기순이익	636	1,743	1,544	50	211	1,159
총매출액	636	34,140	25,290	50	27,705	20,488
총자산	636	41,331	32,922	50	30,937	26,005
총부채	636	13,427	8,913	50	12,251	8,615
시장가치	636	51,230	30,452	50	32,011	23,397
R&D	636	1,045	352	50	725	218
EBITDA/매출(%)	636	10.47	12.22	50	11.55	9.66
부채비율(%)	636	63.71	42.67	50	105.07	54.18

비유동자산회전율(회)	636	3.02	2.11	50	3.28	2.90
R&D/매출(%)	636	2.33	1.20	50	2.76	0.89
자유현금흐름/매출(%)	636	-12.40	-4.57	50	11.30	-9.70
최대주주지분율(%)	636	25.55	24.33	50	25.95	23.97
소액주주지분율(%)	636	44.54	43.30	50	44.37	45.81
외국인지분율(%)	636	3.95	0.15	50	1.98	0.03
CEO재임기간(년)	636	---	---	50	2.94	2.00

[표 8]은 모든 CEO 교체표본과 CEO 비교체 표본의 재무변수 평균값과 중위수를 비교한 것을 나타낸 표이다. 여기서 CEO라함은 창업CEO와 전문CEO를 다 포함한 의미이다. 이 표에 제시된 재무변수들의 값은 CEO 비교체의 경우 2007년까지의 재무변수의 값을 나타내며 CEO 교체의 경우는 CEO가 교체되기 직전년도 값을 나타낸다. [표 8]에 의하면 CEO가 교체된 경우는 모두 50건(기업)인 것으로 나타나고 있다. 이 50건은 모두 벤처기업이 신규상장된 이후에 CEO가 최초로 교체된 경우를 나타내기 때문에 두 번이상 CEO가 교체된 년도의 재무변수는 본 연구의 표본에 포함되지 않았다. [표 8]에서 총 관찰수는 686(636+50)개로 이는 [표 7]에 제시된 총 736개의 표본 관찰 수에서 50개가 부족하다. 이는 본 논문의 연구목적이 교체이유에 관한 것이어서 교체직전년도의 정보만이 필요함에 따라 교체가 이루어진 년도의 정보는 포함되지 않았기 때문이다. 따라서 CEO교체가 이루어진 50개 기업의 교체년도 관찰 수 50개는 736개의 표본 관찰 수에서 제외되었다. 이 표에 의하면 교체표본의 거의 모든 변수의 값이 비교체표본의 값에 비해 적은 것으로 나타나고 있다. 이는 CEO 교체표본의 경영실적과 재무상태가 비교체 표본에 비해 열등하였음을 보여주는 것이다. 자유현금흐름, EBITDA, 당기순이익, 총매출액, 총자산, 총부채 및 시장가치가 CEO교체의 경우보다 비교체의 경우에 모두 작은 것으로 나타났으며 모든 재무비율도 CEO 비교체의 경우가 CEO 교체의 경우보다 더 월등한 것으로 나타나고 있다. 기업의 소유구조를 나타내는 지분율에서는 큰 차이가 없는 것으로 나타났으며 신규상장이후 CEO가 교체되는 기간은 평균 2.94년, 중위수는 2년인 것으로 나타났다.

[표 9]는 교체된 CEO가 창업CEO인 경우와 전문CEO인 경우로 구분한 후에 교체되기 직전년도의 재무변수들의 평균과 중간값이 어떻게 나타나는지를 보여주는 표이다. 앞의 [표 8]에서 언급한 바와 같이 표본 중에서 신규상장이후 CEO가 교체된 경우는 모두 50건이 있었으며 이 50건 중에서 40건은 창업CEO가 교체된 경우이었으며 10건은 전문CEO가 교체된 경우였다. 대체적으로 경영성과를 나타내는 변수들인 EBITDA와 당기순이익은 창업CEO 교체의 경우가 전문CEO의 경우보다 작은 것으로 나타나고 있다. 자유현금흐름도 창업CEO의 경우가 전문CEO의 경우보다 더 악화된 것으로 나타나고 있다. 그러나 EBITDA/매출액 비율은 평균과 중위수가 각각 흔해진 결과로 나타났다. 부채비율과 비유

동자산화전율은 전문CEO 교체에 경우가 더 좋은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 전문 CEO의 경우, 재무적 성과나 투자성과 보다는 경영성과가 중요한 교체요인이라는 것을 보여주는 것이라 볼 수 있다. 자유현금흐름/매출액 비율은 창업CEO교체의 경우 평균은 정의 값을 갖는 것으로 나타나고 있으나 중위수는 부의 값을 갖는 것으로 나타나고 있다. 특히 중위수는 전문CEO 교체에 경우가보다 더 악화된 비율을 갖는 것으로 나타나고 있다. 이 표만으로는 정확하게 창업CEO의 교체와 전문CEO 교체가 어떻게 다른지를 구분하기 어렵지만 전반적으로 창업CEO의 교체는 전문CEO의 교체에 비하여 교체 직전년도에 경영성과 뿐만 아니라 재무성과 및 투자성과도 악화되는 것으로 나타나는 것처럼 보인다.

[표 9] 교체CEO가 창업CEO인 경우와 전문CEO인 경우에 따른 재무적 기초통계
-교체직전년도 (단위: 백만원)

변수	창업CEO교체의 경우			전문CEO교체의 경우		
	관찰수	평균값	중위수	관찰수	평균값	중위수
자유현금흐름	40	-3,227	-1,648	10	-697	-1,712
EBITDA	40	2,287	1,786	10	2,423	2,457
당기순이익	40	15	1,057	10	996	1,806
총매출액	40	28,044	19,058	10	26,351	22,720
총자산	40	30,846	26,005	10	31,302	27,129
총부채	40	13,011	8,882	10	9,210	7,825
시장가치	40	33,192	23,272	10	27,287	23,888
R&D	40	667	218	10	958	239
EBITDA/매출(%)	40	11.88	9.39	10	10.24	11.48
부채비율(%)	40	118.51	70.90	10	51.32	41.79
비유동자산회전율(회)	40	3.16	2.69	10	3.77	3.87
R&D/매출(%)	40	2.78	0.89	10	2.68	0.66
자유현금흐름/매출(%)	40	15.70	-10.72	10	-6.34	-6.25
최대주주지분율(%)	40	23.94	20.42	10	33.96	32.21
소액주주지분율(%)	40	46.17	49.51	10	37.20	39.74
외국인지분율(%)	40	1.87	0.04	10	2.45	0.00
CEO재임기간(년)	40	3.05	2.50	10	2.50	2.00

이를 좀더 자세히 살펴보기 위하여 CEO교체가 이루어진 년도의 재무정보를 창업CEO 교체의 경우와 전문CEO 교체의 경우로 나누어 다음의 [표 10]에 제시하였다.

[표 10] 교체CEO가 창업CEO인 경우와 전문CEO인 경우에 따른 재무적 기초통계
- 교체이후년도 (단위: 백만원)

변수	창업CEO교체의 경우			전문CEO교체의 경우		
	관찰수	평균값	중위수	관찰수	평균값	중위수
자유현금흐름	40	-2,835.69	-2,846.58	10	-810	-1,303
EBITDA	40	-100.96	604.92	10	1,292	2,193
당기순이익	40	-4,792.12	-701.23	10	339	1,425
총매출액	40	24,938.68	17,475.53	10	26,974	20,894
총자산	40	34,290.05	32,604.70	10	34,016	27,231
총부채	40	12,921.20	9,950.07	10	9,311	7,296
시장가치	40	43,670.87	29,372.33	10	23,941	12,485
R&D	40	830.88	223.04	10	1,011	224
EBITDA/매출(%)	40	-0.11	4.78	10	-0.43	8.63
부채비율(%)	40	79.53	55.47	10	43.35	38.53
비유동자산회전율(회)	40	2.25	1.83	10	3.45	3.18
R&D/매출(%)	40	3.23	0.76	10	2.29	0.59
자유현금흐름/매출(%)	40	-12.50	-9.29	10	-4.14	-3.79
최대주주지분율(%)	40	20.08	19.64	10	33.04	31.57
소액주주지분율(%)	40	54.17	56.91	10	37.45	36.27
외국인지분율(%)	40	2.86	0.57	10	2.54	0.01
CEO재임기간(년)	40	3.05	2.50	10	2.50	2.00

[표 10]과 [표 9]를 비교하면 교체가 이루어진 이전년도와 교체가 이루어진 년도의 경영성과를 나타내는 변수들을 비교하면 대체로 교체가 이루어진 년도의 경영성과가 악화되었음을 알 수 있다. 또한 자유현금흐름 대 총매출의 비율도 교체가 이루어지기 직전년도에 비해 악화되었음을 알 수 있다.

4.3 실증분석

[표 11]은 연구모형 (1)의 로짓분석 결과를 보여주는 표이다. [표 11]의 결과는 창업 CEO와 전문CEO의 교체를 모두 포함하는 분석결과이다. 로짓모형은 추정계수의 일관성을 보기 위하여 변수를 가감하는 방식으로 추정하였으며 추정방법은 최우추정 방법(maximum likelihood method)을 사용하였다. 모형의 적합도 판정을 위한 우도비율(likelihood ratio)의 p값은 모두 0.99이상으로 모형은 적합한 것으로 판정되었다.

[표 11]에 의하면 EBITDA 대 매출액 비율을 나타내는 변수인 EBITDA는 모두 부의

값을 갖는 것으로 나타났으며 Chi-square의 유의성을 나타내는 p값에 의하면 모형 (1)의 추정계수를 제외하고 10%수준 또는 5%수준에서 유의한 것으로 나타나 가설 1은 기각되지 않는 것으로 나타났다. 즉 CEO의 교체직전년도의 EBITDA로 나타나는 경영성과의 악화는 CEO의 교체에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 벤처기업의 전문CEO의 교체는 창업CEO의 교체보다 경영성과의 악화에 더 민감할 것이다 라는 가설 1-1을 검증하기 위하여 교호작용 변수인 OWN*EBITDA변수를 식에 삽입하고 이에 대한 추정결과를 [표 12]에 제시하였다. [표 12]에 의하면 이 변수의 추정계수는 모두 정의 값을 가지며 Chi-square의 p값이 모두 1%수준에서 유의한 것으로 나타나 가설 1-1을 지지하는 것으로 나타났다. 이 결과는 창업자가 지배주주이면서 CEO인 경우, 창업자의 지배지분과 O'Reilly와 Chatman(1986)가 주장한 '심리적 유대감'으로 인하여 전문CEO의 교체보다 경영성과에 민감하지 않다는 주장을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

[표 11] 로짓분석 결과 1

변수명	모형(1)		모형(2)		모형(3)		모형(4)	
	추정계수	p값	추정계수	p값	추정계수	p값	추정계수	p값
Intercept	-6.00		-6.56		-4.94		-10.27	
(Chi-square)	0.83	0.363	1.08	0.299	0.60	0.438	2.56	0.103
EBITDA	-0.02		-0.02		---		-0.02	
(Chi-square)	2.29	0.130	2.58	0.100	---	---	4.10	0.043
FCF	-0.53		-0.56		-0.60		---	
(Chi-square)	4.34	0.037	4.39	0.036	6.81	0.009	---	---
DE	-0.47		-0.45		-0.41		-0.50	
(Chi-square)	12.58	0.000	11.98	0.001	11.47	0.001	13.33	0.000
RD	-6.70		-8.18		-5.38		-6.80	
(Chi-square)	2.13	0.145	3.27	0.070	1.45	0.228	2.22	0.137
NTURN	-0.10		-0.11		-0.10		-0.10	
(Chi-square)	2.92	0.088	4.08	0.043	3.05	0.081	3.08	0.079
OWN	-0.89				-0.90		-0.90	
(Chi-square)	11.18	0.001	0.00		11.47	0.001	12.02	0.001
FOR	0.07		0.07		0.07		0.04	
(Chi-square)	3.29	0.070	3.10	0.078	3.30	0.069	1.59	0.207
SIZE	0.34		0.40		0.29		0.53	
(Chi-square)	1.48	0.225	2.18	0.140	1.12	0.289	3.72	0.054

LIFE	0.64		0.67		0.62		0.54	
(Chi-square)	4.66	0.031	5.17	0.023	4.38	0.037	3.44	0.064
Likelihood ratio (p 값)	239.38		248.87		242.06		243.98	
	0.99		0.99		0.99		0.99	

자유현금흐름을 나타내는 비율인 FCF는 [표 11]에 나타난 바와 같이 모든 추정계수가 부의 값을 가지며 Chi-square값의 유의성을 나타내는 p값이 모두 1%수준에서 유의한 것으로 나타나 가설 5가 지지되고 있음을 보여주고 있다. 즉 CEO교체 직전년도의 자유현금흐름의 악화는 CEO교체를 가져올 가능성이 크다는 것을 본 연구의 결과는 보여주고 있다. 또한 벤처기업의 전문CEO의 교체는 창업CEO의 교체보다 자유현금흐름의 악화에 더 민감할 것이라는 가설 5-1을 검증하기 위하여 교호작용 변수 OWNER*FCF를 식 1에 삽입하고 이를 추정하였다. 그 결과는 [표 12]에 제시되었다. 이 결과에 의하면 OWNER*FCF의 추정계수는 가설 5-1에서 예측한 바와 같이 정의 값을 갖지 않고 부의 값을 갖는 것으로 나타났으나 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타나 가설 5-1은 기각되었다.

창업CEO는 전문CEO보다 교체될 가능성이 적다는 가설 2를 검증하기 위하여 창업CEO의 여부를 나타내는 더미변수인 OWN을 식 1에 삽입하여 추정하고 그 결과를 [표 11]에 제시하였다. OWN의 추정계수는 모두 부의 값을 갖는 것으로 나타났으며 p값에 의하면 추정계수의 Chi-square가 모두 1%수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 창업CEO는 전문CEO보다 교체될 가능성이 적다는 가설 2를 지지하는 결과이다. 외국인지분율이 높을수록 CEO(창업CEO 및 전문CEO)의 교체가능성은 높을 것이라는 가설 3은 외국인 지분율을 나타내는 변수인 FOR의 추정계수 값을 살펴보면 알 수 있다. 추정결과는 [표 11]과 [표 12]에서 보는 바와 같이 FOR의 추정계수 값이 모두 정의 값을 갖는 것으로 나타났으며 p값에 의하면 이 계수의 유의성을 검증하는 Chi-square 값이 대부분 10% 또는 5%수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이 결과는 벤처기업에 외국인 투자자가 존재할 경우, CEO교체에 영향을 미칠 수 있음을 보여주는 것이다.

RD는 총자산에 대한 연구개발비의 비율을 나타내는 변수로 기업의 성장가능성을 나타내기 위한 변수로 사용되었다. [표 11]과 [표 12]에 의하면 이 변수의 추정계수는 모두 부의 값을 갖는 것으로 나타났다. [표 11]에 나타난 이 변수의 Chi-square값에 의하면 RD는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났으나 [표 12]의 결과에서는 10%수준에서 유의한 것으로 나타났다.

투자자산관리의 효율성을 나타내는 변수인 NTURN의 경우, [표 11]와 [표 12]에 의하면 추정계수의 값은 모두 부의 값을 가지며 추정된 Chi-square의 값에 의하면 이 변수들은 5% 또는 10%수준에서 모두 유의한 것으로 나타났다. 이 결과는 벤처기업의 투자자산 효율성 감소가 CEO(창업CEO 및 전문CEO)의 교체 가능성을 증가시킬

것이라는 가설 4를 지지하는 것이다.

[표 12] 로짓분석 결과 2

변수명	모형(5)		모형(6)		모형(7)	
	추정계수	p값	추정계수	p값	추정계수	p값
Intercept	-5.73		-10.28		-5.41	
(Chi-square)	0.79	0.37	2.68	0.10	0.77	0.37
EBITDA	-0.09		-0.09		---	
(Chi-square)	5.62	0.01	6.25	0.01	---	---
OWN*EBITDA	0.07		0.07		---	
(Chi-square)	3.87	0.04	3.59	0.05	---	---
FCF	2.96		---		5.53	
(Chi-square)	0.65	0.42	---	---	1.52	0.21
OWN*FCF	-3.65		---		-6.24	
(Chi-square)	0.97	0.32	---	---	1.91	0.16
DE	-0.46		-0.48		-0.39	
(Chi-square)	12.18	0.00	12.96	0.00	10.66	0.00
RD	-8.17		-7.42		-7.42	
(Chi-square)	3.14	0.07	2.66	0.10	2.83	0.09
NTURN	-0.11		-0.10		-0.11	
(Chi-square)	3.98	0.04	3.74	0.05	4.39	0.03
FOR	0.08		0.03		0.07	
(Chi-square)	3.51	0.06	1.19	0.27	3.44	0.06
SIZE	0.37		0.57		0.34	
(Chi-square)	1.76	0.18	4.41	0.03	1.70	0.19
LIFE	0.66		0.56		0.63	
(Chi-square)	4.97	0.02	3.80	0.05	4.66	0.03
Likelihood ratio	242.97		251.05		248.93	
(p 값)	0.99		0.99		0.99	

통제 변수로 사용된 부채비율 DE는 부의 값을 갖는 것으로 나타났으며 또 다른 통제변수인 총매출액의 로그 값인 SIZE 와 CEO의 재임기간인 LIFE는 모두 정의 값을 갖는 것으로 나타났다. 특히 재임기간을 나타내는 LIFE가 정의 값을 가지며 Chi-square값이 모두 5%수준에서 유의한 것으로 나타나 재임기간이 길수록 CEO가 교체될 가능성이 높다는 것을 보여주고 있다.

5. 결론

본 연구는 국내 KOSDAQ등록기업 중에서 특히 벤처기업을 표본으로 하여 경영성과와 CEO교체 간의 관계를 실증분석하고 창업자가 동시에 CEO인 경우가 많이 존재하는 국내 벤처기업의 특성을 감안하여 표본을 창업자이면서 지배주주이기도하고 동시에 CEO이기도한 창업CEO와 CEO이기는 하지만 지분율이 없는 전문CEO로 나누어 경영성과와 연동된 CEO교체의 민감도가 CEO의 유형에 따라 어떻게 다르게 나타나는지를 실증적으로 분석하였다.

본 연구의 실증분석 결과에 의하면 CEO교체 가능성은 CEO교체직전 년도의 경영성과 악화에 민감하며 특히 이러한 경영성과의 악화는 창업CEO보다 전문CEO교체에 더 큰 영향을 줄 수 있는 것으로 나타났다. 또한 자유현금흐름의 악화도 CEO의 교체가능성을 높이는 것으로 나타났으나 자유현금흐름의 악화가 창업CEO의 교체가능성보다 전문CEO 교체가능성의 민감도를 더 증가시키지는 않는 것으로 나타났다.

그리고 기업의 성장가능성을 나타낼 수 있는 연구개발비나 투자자산관리의 효율성을 나타내는 비유동자산회전율이 감소하는 경우 CEO의 교체가능성을 높이는 것으로 조사되었으며, 벤처기업의 CEO가 창업CEO인 경우 전문CEO보다 교체가능성이 낮은 것으로 나타났으나 외국인투자자의 지분이 높을수록 CEO의 교체가능성은 높아지는 것으로 본 연구의 결과는 보여주고 있다.

본 연구가 갖는 의의는 창업CEO교체요인을 경영성과, 재무상태 등으로 실증분석을 하였는데 그 가운데서도 재무구조와 자유현금흐름, 성장가능성, 투자자산 효율성 등 기업가치 측면에서의 분석하였다는 점과 지배구조 측면에서 창업소유CEO의 지분율과 교체관계, 외국인투자자지분과 교체관계들을 로짓분석에 의한 사건사 분석방법으로 창업CEO와 전문CEO로 비교 분석하였다는 점일 것이다.

그러나 창업CEO와 전문CEO의 비교분석을 확장된 표본으로 비교분석하기에는 자료의 한계가 존재하고, 두 그룹 간의 교체이전과 이후의 경영성과 비교분석에도 자료의 한계로 시도하지 못하였음을 밝힌다.

향후 연구에서는 자료의 한계로 갖지 못했던 CEO교체 이후 승계CEO유형에 의한 교체요인 연구와 코스닥 상장기업 중 벤처기업이 아닌 일반중소기업과 벤처기업 사이의 창업CEO교체요인 및 성과에 관한 비교연구를 위해 설문·방문조사 등의 연구방법을 다양화하고 연구에 필요한 자료도 충분히 보충하여 추가적으로 더 심도있는 연구가 필요하다고 보아진다.

참고문헌

<국내문헌>

- 강영걸(1996), "관리자 교체, 교체의 유형과 시기, 그리고 조직성과 : 우리나라 은행의 경우", 『인사, 조직연구』, 4-2 pp.41-76.
- 신현한, 장진호(2003), "최고경영자의 교체에 따른 경영성과 변화", 『재무연구』, 제16권 제2호, pp.231-256.
- (2003), "소유구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향", 『금융학회지』, 제8권, 제2호, pp.15-38.
- (2005), "최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석 : 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단", 『경영학연구』, 제34권, 제1호, pp.289-311.
- 이운진, 송재용(2007), "코스닥 상장 벤처기업의 창업 CEO교체에 영향을 미치는 요인에 대한 연구", 『벤처경영연구』, 제10권, 제3호, pp.1-21.

<국외문헌>

- Boeker, W.(1992), "Power and managerial dismissal : Scapegoating at the top," *Administrative Science Quarterly*, Vol.37, No.3, pp.400-421.
- Denis, D. J. and D.K. Denis, and A. Sarin(1997), "Ownership Structure and Top Executive Turnover", *Journal of Financial Economics* Vol.45, pp193-221.
- Huson, Mark R., Paul H. Malatesta and P. Robert(2004), "Managerial Succession and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 74(November), pp.237-275.
- Mikkelsen, Wayne and Megan M. Partch(1997), "The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol.44, pp205-228.
- Occasio, W., (1999), "Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44, pp.384-416.
- O'Reilly, C. and J. Chatman(1986), "Organizational commitment and psychological attachment: the effects of compliance, identification, and internalization on prosocial behavior," *Journal of Applied Psychology*, No.71, pp. 492-499.
- Ofek, Eli, (1993), "Capital Structure and Firm Response to Poor Performance",

Journal of Financial Economics, Vol. 34 , pp3-30

- Pfeffer, J. and A. Davis-Blake, (1986), "Administrative Succession and Organizational Performance : How Administrator Experience Mediates the Succession Effect", *Academy of Management Journal*, 29, pp.72-83.
- Pfeffer, J. and G. Salancik, (1978). "The External Control of Organizations, 『New York : Harper and Row』
- Smith, J. E., K. P. Carlson and R. A. Alexander(1984), "Leadership : It Can Make A Difference", *Academy of Management Journal*, 27, pp.766-776.
- Thomas, A. B. (1998), (1988), "Does Leadership Make A Difference to Organizationl Performance?", *Administrative Science Quarterly*, 33, pp.388-400.
- Virany, B., Tushman, M. L., & Romanelli, E. (1992), "Executive succession and organization outcomes in turbulent environments : An organization learning approach", *Organization Science*, pp.72-91.
- Warner, Jerold B., Ross I. Watts and Karen Wruck(1988), "Stock Prices and Top Management Changes", *Journal of Financial Economics* Vol.20, pp.461-492.