

경영자교체가 주식수익률에 미치는 영향

이해영*

¹강남대학교 경영대학

The Effects of CEO Turnover on Stock Returns

Hae-Young Lee^{1*}

¹College of Business Administration, Kangnam University

요약 본 연구에서는 2001년부터 2012년까지 한국거래소에 상장된 382개 표본기업을 대상으로 최고경영자의 교체가 주가 수익률에 미치는 영향을 패널자료분석방법을 이용하여 분석하였다. 즉, 최고경영자의 교체가 주가수익률 상승으로 이어지는 지를 실증분석하였다. 분석결과, 최고경영자교체는 주가수익률에 양(+)¹의 유의한 영향을, 장부가치/시장가치 비율, 순이익/주가 비율, 현금흐름/주가 비율, 기업규모 등은 음(-)²의 유의한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 그러나 부채비율과 매출액 성장률은 경영자 교체와 유의한 관계를 가지지 못하는 것으로 나타났다.

Abstract This paper has analyzed the effects of CEO turnover and other fundamental variables on stock returns. Therefore, the major purpose of this study is to analyze CEO turnover having a systematical effect on the stock return. The paper uses panel data analysis. We find that the results of regressions say that CEO turnover, book-to-market ratio, earning-to-price ratio, cash flow-to-price ratio, and firm size can explain the differences in average returns across stocks.

Key Words : CEO turnover, panel data analysis, book-to-market ratio, earning-to-price ratio, cash flow-to-price ratio

1. 서론

최고경영자의 의사결정 및 그와 관련된 모든 사건은 시장과 기업가치에 중요한 영향을 미치는 것으로 알려져 있다. 이러한 의미에서 최고경영자의 교체는 기업의 장 단기 경영전략을 변경시키며 기업의 미래가치에 영향을 미치는 중대한 사건으로 볼 수 있다. 최고경영자 활동의 중요성에 비추어 최고경영자교체에 관한 많은 연구들이 이루어져 왔다. 최고경영자교체와 관련된 최근의 연구들은 크게 네 가지, 즉 첫째, Lausten[8], 신현한·장진호[15], 최웅용·배현정[3] 등의 최고경영자교체 결정요인에 관한 연구, 둘째, Hazarika et al.[5], 이아영 등[9], 광영민·최종서[7] 등의 최고경영자 교체가 이익조정에 미치

는 영향, 셋째, Denis and Denis[4], 심동석·안창호[14] 등의 최고경영자 교체에 대한 주가반응에 대한 연구, 마지막으로 이해영·신지숙[11]의 경영자교체가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구라는 영역으로 분류할 수 있다.

이와 같이 최고경영자교체가 경영성과와 밀접한 관련이 있으며, 주식시장에서도 중요한 정보로 인식되고 있다는 선행연구 결과들을 종합적으로 고려해 볼 때, 우리나라 기업을 대상으로 최고경영자의 교체가 주가수익률에는 어느 정도 기여하는지를 검토해 볼 필요가 있다. 따라서 본 연구는 최고경영자교체가 주가수익률에 미치는 영향을 직접적으로 분석하는데 연구목적³을 두고 있다.

분석기간은 2001년 1월부터 2012년 3월까지 12개년도

이 논문은 강남대학교 교내연구비 지원을 받아 연구된 것임.

*Corresponding Author : Hae-Young Lee(Kangnam Univ.)

Tel: +82-10-2278-5133 email: l7h2y1@kangnam.ac.kr

Received March 24, 2014

Revised April 9, 2014

Accepted April 10, 2014

이며, 한국거래소에 상장되어 있는 382개 기업을 표본으로 하였다. 본 연구는 횡단면자료와 시계열자료를 결합한 패널자료를 이용한 패널자료분석법을 사용하여 최고경영자교체가 주가수익률에 미치는 영향을 밝히고자 한다. 패널자료를 사용하면 횡단면 자료만 사용하여 분석할 경우 기업 경영성과에 영향을 줄 수 있는 변수가 생략되어 발생할 수 있는 이질성(heteroscedasticity) 문제와 시계열 분석에서 나타날 수 있는 다중공선성(multi-collinearity)의 문제를 동시에 해결할 수 있다는 장점이 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어 2장에서는 최고경영자교체에 관한 선행연구를 주식시장반응과 기업성과라는 측면에서 검토하고, 3장에서는 본 연구모형과 분석대상, 연구방법에 대해 기술한다. 그리고 4장에서는 연구모형을 통해 분석한 실증분석결과에 대해 기술하고 마지막으로 5장에서는 본 연구 결과의 요약 및 시사점, 그리고 한계점 등을 제시한다.

2. 선행연구

최고경영자의 교체와 주가반응에 대한 연구는 일관된 결론을 내리지 못하고 있다. 최고경영자교체에 대해 투자자들은 긍정적인 반응을 보인다는 결론을 제시한 대표적인 연구로는 Denis and Denis[4]의 연구가 있으며, 부정적인 반응을 보인다는 결론을 도출한 대표적인 연구로 Waner et al.[16]의 연구가 있다.

Denis and Denis[4]는 1985년부터 1988년까지 최고경영자교체를 공시한 기업을 대상으로 사건연구를 통해 전임 최고경영자가 강제 퇴임한 경우 주가수익률이 교체 전에는 악화되었으나 교체 후에는 향상되었으며 양(+)의 유의적인 주가반응을 보이는 것으로 보고하였다. 한편, Waner et al.[16]은 사건연구 분석결과, 최고경영자교체 공표 직전일에서 공표일까지(-1~0) 양(+)의 주가반응을 보였으나 비유의적이었으며, 최고경영자교체 공표 후 5일부터 30일까지(5~30)는 통계적으로 유의한 음(-)의 비정상수익률을 나타나 최고경영자교체에 대해 부정적인 반응을 보이는 것으로 보고하였다.

최고경영자의 교체와 주가반응에 대한 대표적인 국내 연구로는 박준우[13], 오웅락 등[12], 심동석·안창호[14] 등이 있으며, 구미연구들과 유사하게 일관된 결과는 내

리지 못하고 있다. 오웅락 등[12]은 최고경영자교체가 이루어진 기업의 회계정보와 주가와와의 관련성이 비교체기업보다 낮다는 것을 검정함으로써, 최고경영자가 교체될 때 나타나는 이익조정유인이 주식시장에 부정적인 영향을 준다는 것을 밝혔다. 그러나, 박준우[13]의 연구에서는 최고경영자교체에 따른 주식시장에서의 단기성과는 음(-)의 초과수익률을 보이나, 과거 경영성과가 저조했던 기업들은 성과가 좋았던 기업보다 최고경영자 교체로 인한 단기 경영성과가 높았으며, 교체 후 36개월 동안의 장기성과도 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 또한 심동석·안창호[14]의 연구에서도 전임최고경영자가 저성과로 교체된 경우에는 주가가 큰 폭으로 상승하였으나, 다른 이유로 교체된 경우에는 주가가 별다른 상승을 보이지 못하는 것으로 나타났다.

한편 이해영·신지숙[11]은 최고경영자의 교체가 주가상승이라는 시장에서의 경영성과와 회계적 이익의 상승이라는 경영성과의 향상으로 이어지는지를 실증적으로 분석하였다. 분석결과, 최고경영자교체는 시가총액으로 측정된 시장에서의 경영성과에 양(+)의 유의한 영향을, 회계적 성과인 총자산영업이익률, 총자산순이익률, 그리고 매출액순이익률에 대해서는 음(-)의 유의한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이는 최고경영자교체년도에 big-bath를 취하고자 이익을 하향조정하고자 하는 유인이 작용하여 회계적 성과는 음(-)의 관계를 가지나 그 이후년도부터는 이익이 개선될 것이라는 기대가 시장에서 교체년도 주가상승으로 이어진 것으로 해석하였다.

3. 실증자료와 연구모형

3.1 실증자료

본 연구는 2001년 1월부터 2012년 3월까지 기간을 기준으로 한국증권시장에 상장된 기업을 대상으로 경영자 교체와 주식수익률과의 관계를 실증적으로 분석하였다. Banz and Breen[4]에 의하면 주가수익률에 대한 연구는 실제로 일정한 기간이 지난 후 알게 되는 재무제표자료를 결산기 말에 바로 사용함으로써 나타날 수 있는 선견자 편의(look-ahead bias)에 의해서 왜곡될 수 있다. 따라서 본 연구는 선견자 편의를 제거하기 위하여 결산기 말로부터 3개월이 지난 후 재무제표자료를 사용할 수 있다고 전제하여 실증분석을 실시하였다. 이 경우 결산기말

이 12월 이 아닌 기업의 경우 재무제표가 알려지는 시점이 t년도 3월말 이전이기 때문에 다소 문제가 될 수 있으므로 본 연구에서는 표본기업을 12월 결산법인에 국한하였다.

본 연구는 1997년부터 2000년은 외환위기 영향으로 인해 전체적으로 기업성세가 저조하며 실증분석에서 노이즈가 심한 기간이기 때문에 표본선정을 2001년부터 시작하였다. 또한 2012년 3월말 현재 한국거래소 상장기업을 대상으로 하여 금융업소속 기업은 제외하고, 분석대상기간 중 계속 상장되어 있는 기업, 본 연구에 필요한 회계자료와 지분율 자료를 얻을 수 있는 기업, 자본잠식이 100% 이상인 경우가 없는 기업, 업종변경을 하지 않은 기업들을 대상으로 표본을 선정하였다.

이상의 기준에 의하여 최종적으로 선정된 표본은 382개 기업이다. 표본의 업종별 분포는 15개 산업으로 구분되며, 본 연구에 필요한 회계자료는 한국상장회사협의회 의 상장회사 Database Package System인 기업정보웨어 하우스 TS2000에서 그리고 주가수익률 자료는 (주)한국 신용평가의 KisValue에서 발췌하였다.

표본기업 중 최고경영자 교체기업에 대한 정보는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)에서 2001년부터 2010년 사이의 회사정보변경내역 중 '대표이사 변경'을 통해 확인하였다. 본 연구에서는 최고경영자를 기업의 사업보고서를 작성하고 책임져야 하는 법적 책임자이면서 임·직원현황에서 '대표이사'라는 직명을 가지고 있는 상근임원으로 정의하였다. 또한 대표이사가 2인 이상인 경우, 그중 1인이더라도 교체되었을 경우에는 최고경영자가 교체된 것으로 정의하였다. 2001년부터 2010년까지 분석기간 동안 총 958건의 최고경영자교체가 있었으며, 매년 평균 382개의 표본기업 중 22.8%에 해당하는 87개 기업에서 최고경영자 교체가 이루어진 것으로 조사되었다.

3.2 변수의 설정 및 연구모형

본 연구의 수익률 변수는 연간수익률 RT_{jt} 을 사용하였다. RT_{jt} 은 t년도 최고경영자 교체와 결산기말 재무제표자료에 의해서 산출된 변수에 대응하기 위하여 3개월 후인 t+1년도 4월말부터 t+2년도 3월말까지의 연간 주식수익률을 사용하였다. 예를 들어, 2010년도의 변수들에 대응하기 위한 연간수익률은 2011년도 4월말부터 2012년도 3월말까지의 연간 주식수익률을 사용하였다. 따라서 본 연구에서는 주식수익률 RT_{jt} 를 각 기업별

($j = 1, \dots, 382$) 및 각 연도별($t = 2001, \dots, 2010$)로 측정하여 이용하였다.

본 연구에서의 설명변수는 최고경영자교체 CV_{jt} 변수이다. CV_{jt} 는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)을 통해 대표이사변경으로 공시된 경우를 최고경영자교체로 보고 1, 아니면 0의 더미변수(dummy variable)를 사용하였다.

또한 본 연구에서는 이해영·감형규[10] 등 기존 선행연구 결과를 토대로 주가수익률에 영향을 미치는 것으로 분석된 장부가치/시장가치 비율(BM_{jt}), 순이익/주가 비율(EP_{jt}), 현금흐름/주가 비율(CP_{jt}), 기업규모(SZ_{jt}), 부채비율(LV_{jt}) 및 매출액성장률(GR_{jt})을 통제변수로 사용하였다.

본 연구에서는 BM_{jt} 을 자기자본의 장부가치를 시가총액으로 나눈 값으로 정의하였다. 여기에서 자기자본의 장부가치는 자기자본총계(장부가액)에서 우선주자본금(액면가액)을 공제하여 계산하였다. EP_{jt} 는 주당순이익을 해당연도의 증가로 나누어 측정하였으며, CP_{jt} 는 주당현금흐름을 해당연도의 증가로 나누어 측정하였다.

기업규모를 측정할 대응변수 SZ_{jt} 는 총자산에 자연대수를 취하여 측정하였는데, 이는 비율자료인 다른 독립변수들과 균형을 맞추고 또한 독립변수와 종속변수 사이의 선형관계를 충족시켜 주기 위함이다. 기업의 재무레버리지를 측정하는 척도로는 선행연구들에서 가장 많이 사용한 부채비율 LV_{jt} 를 이용하였다.

이상에서 변수들을 가지고 본 연구에서는 다음과 같은 다중회귀모형을 고려하였다.

$$RT_{jt+1} = \beta_0 + \beta_1 CV_{jt} + \beta_2 BM_{jt} + \beta_3 EP_{jt} + \beta_4 CP_{jt} + \beta_5 SZ_{jt} + \beta_6 LV_{jt} + \beta_7 GR_{jt} + \alpha_j + \lambda_t + u_{jt}$$

단, $j = 1, 2, \dots, 382$, $t = 2001, 2002, \dots, 2010$

본 연구에서는 위 모형을 패널자료분석법을 사용하여 분석하고자 한다. 패널자료분석법에서 모형의 적합성을 추정하는 첫 번째 단계는 모형내의 기업특성효과(α_j)와 시간특성효과(λ_t)가 존재하는가를 검정하는 것이다. 그러나 이 가설을 기각되는 경우에는 오차항은 $\alpha_j + \lambda_t + u_{jt}$ 와 같이 되고, α_j, λ_t 의 존재로 인하여 OLS로는 효율적 추정량을 구할 수 없게 된다. 추정모형에서

α_j, λ_t 의 존재가 확인되는 경우 두 번째 단계는 α_j, λ_t 를 고정효과 모형(fixed effect model)으로 추정할 것인가 혹은 임의효과모형(random effect model)으로 추정할 것인가를 검정하여야 한다. 두 모형의 적합성을 비교하기 위해서는 Hausman 검정[14]을 실시한다.

4. 실증분석결과

본 연구에서 패널분석모형이 적절한 지를 검정하기 위하여 Lagrange Multiplier 검정을 수행하였다. 검정결과를 요약하면 Breusch and Pagan[2]의 LM 통계치는 9.67로 나타나 기업특성효과와 시간특성효과가 본 연구의 모형에 존재하지 않는다는 귀무가설이 1% 유의수준에서 기각되었다. 따라서 Hausman검정[6]에 의하여 고정효과모형과 확률효과모형의 적합성을 검정할 필요가 있다.

본 연구에서 Hausman 통계량을 추정한 결과 통계량은 179.01로 나타나고 이는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의적인 것으로 나타났다. 이 결과는 기업특성변수와 독립변수사이의 상관관계가 없다는 가설을 기각하여 고정효과모형에 의한 계수추정이 적합함을 의미한다.

본 연구에서 제시된 모형을 고정효과모형에 의하여 회귀분석 결과는 [표 1]와 같다. [표 1]에서와 같이 연구 모형의 적합성 여부를 위한 F검정결과 OLS와 고정효과모형 모두 1% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났다. 또한 고정효과모형의 수정R²는 17.26%로 OLS모형(12.25%) 보다 설명변수들이 종속변수의 변동을 잘 설명하고 있음을 알 수 있다. 따라서 보다 적합하다고 판단되는 고정효과모형에 의해 회귀분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 최고경영자교체는 주가수익률에 대하여 유의수준 5%에서 유의적인 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 최고경영자의 교체가 시장에 긍정적인 영향을 준다는 것을 의미한다고 할 수 있다.

둘째, 장부가치/시장가치 비율은 1% 유의수준에서 유의적이고 부호는 음(-)으로서 일반적인 예상과 일치하였다. 이는 장부가치/시장가치 비율이 낮을수록 주식수익률이 높아지는 현상, 즉 장부가치/시장가치 비율이 높은 가치주의 투자수익률이 성장주보다 높은 현상이 우리나라 주식시장에도 존재함을 의미한다.

셋째 순이익/주가 비율과 현금흐름/주가 비율은 1% 유의수준에서 유의적이나 부호가 음(-)으로서 일반적인 예상과 일치하지 않았다. 이는 이들 비율들이 주식수익률에 미치는 영향의 상당부분을 유사한 변수인 장부가치/시장가치 비율 등이 설명했기 때문이라 생각된다.

넷째, 기업규모는 1% 유의수준에서 유의적인 음(-) 영향을 주었으나, 부채비율은 예상과 달리 음(-)의 값을 가지면서 통계적 유의성도 없는 것으로 나타났다. 또한 매출액성장률은 예상한 바와 같이 양(+)의 값을 가지지만 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다.

이상의 횡단면회귀분석결과를 종합하면, 국내 주식시장의 경우 짧은 실증기간의 제약으로 인하여 정확한 결론을 내리기는 어려우나 경영자교체는 주가수익률에 영향을 미치며, 장부가치/시장가치 비율, 순이익/주가 비율, 현금흐름/주가 비율, 기업규모 등이 주식수익률의 차이를 설명할 수 있는 유의적인 변수라 할 수 있다.

[Table 1] Results of Regression Analysis

Variables	Ordinary Least Square	Fixed Effect Model
CV_{jt}	0.1562* (2.446)	0.1467* (2.139)
BM_{jt}	-0.0003** (-5.434)	-0.0011** (-13.142)
EP_{jt}	-0.0361* (-2.205)	-0.0605** (-3.478)
CP_{jt}	-0.0048 (-0.321)	-0.0507** (-3.088)
SZ_{jt}	-0.0050 (0.281)	-0.3210** (-3.122)
LV_{jt}	-0.0029 (-0.909)	-0.0017 (-0.510)
GR_{jt}	0.0188 (0.293)	0.0141 (0.330)
Constant	0.5081 (1.080)	
n	3,820	3,820
Adj R ²	0.1225	0.1726
F	5.89**	11.43**

1) t-values in parentheses
2) *, **: 0.05, 0.01 statistical significance respectively

5. 결론

본 연구는 2001년 1월부터 2012년 3월까지 한국거래소에 상장되어 있는 382개 기업을 대상으로 패널자료분석법을 이용하여 최고경영자교체가 주가수익률에 미치는 영향을 실증분석하였다.

최고경영자교체가 주가수익률에 미치는 영향을 분석한 연구는 본 논문에서 처음 제시되었다. 주가수익률에 영향요인을 종합적이고 체계적으로 찾고자하는 국내연구는 미국 등 선진국에 비해 미흡한 실정이다. 따라서 본 연구는 장부가치/시장가치 비율, 순이익/주가 비율, 현금흐름/주가 비율, 기업규모, 부채비율, 매출액성장률 등을 사용하여 주식수익률에 유의적인 변수를 확인하고자 하였다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다. 먼저 최고경영자교체는 주가수익률에 대하여 유의적인 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 최고경영자의 교체는 결국 시장에 긍정적인 영향을 주어 주가수익률이 증가한다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 또한 장부가치/시장가치 비율은 유의적이고 부호는 음(-)으로 나타나 가치주의 투자수익률이 성장주보다 높은 현상이 존재한다고 할 수 있다. 그러나 순이익/주가 비율과 현금흐름/주가 비율은 1% 유의수준에서 유의적이나 부호가 음(-)으로서 일반적인 예상과 일치하지 않았다. 마지막으로 기업규모는 유의적인 음(-)의 영향을 주었으나, 부채비율과 매출액성장률은 예상과 달리 통계적 유의성도 없는 것으로 나타났다.

그러나 본 연구에서는 실증분석기간이 불충분하여 실증결과를 일반화하는 데는 그 한계가 있을 수 있다. 또한 상장폐지기업 등을 표본에서 제거함으로써 생존자 편(survivorship bias)이 발생할 수 있다. 이러한 생존자 편의를 제거하기 위하여 분석기간 중간에 상장 폐지되거나 신규 상장된 기업들도 표본으로 포함한 연구가 필요하다.

References

[1] Banz, R.W. and W. Breen, "Sample-Dependent Results Using Accounting and Market Data : Some Evidence," *Journal of Finance* 41, pp. 779-793, Sep., 1986.
 [2] Breursh, T.S. and A.R. Pagan, "A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation,"

Econometrica 47, pp. 1287-129, 1980.
 [3] Choi, U.Y. and H.J. Bae, "The Effect of Corporate Governance on Outsider CEO Turnover," *Accounting Information Research* 27, pp. 95-124, 2009.
 [4] Denis, D.J. and D. K. Denis, "Performance Changes Following Top Management Dismissals," *Journal of Finance* 50, pp. 1029-1057, 1995.
 [5] Hazarika, S., J. M. Karpoff, and R. Nahata, "Internal Corporate Governance, CEO Turnover, and Earning Management," *Journal of Financial Economics* 104, pp. 44-69, 2012.
 [6] Hausman, J.A., "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica* 46, pp.1251- 1271, 1978.
 [7] Kwak, Y.M. and J.S. Choi, "CEO Turnover, Earnings Management, Voluntary vs. Forced Turnover, Internal Promotion vs. External Recruitment," *Accounting Research* 36, pp. 129-184, 2011.
 [8] Lausten, M., "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms," *International Journal of Industrial Organization* 20, pp. 391-414. 2002.
 [9] Lee, A.Y, S.B. Chun, and S.S. Park, "CEO Turnover, Earning Management, Timing of CEO Turnover, Voluntary vs. Forced CEO Turnover, CEO Succession Type, Performance-matched Discretionary Accruals," *Accounting Research* 32, pp. 117-150, 2007.
 [10] Lee, H.Y. and H.K. Kam, "The Effects of Fundamental Variables on Stock Returns - Evidence from Panel Data," *Journal of the Korea Academia-Industrial Cooperation Society* 13, pp. 1035-1041, 2012.
 [11] Lee, H.Y. and J.S. Shin, "The Effect of CEO Turnover on Corporate Performance," *Korean Corporation Management Review* 49, pp. 123-142, 2013.
 [12] O, O.R., Y.K. Lee, and K.T. Kong, "The Effects of CEO Turnover and Corporate Ownership Structure on the Value Relevance of Accounting Information," *Journal of Taxation and Accounting* 11(4), pp. 305-322, 2010.
 [13] Park, J.W., "The Impact of CEO Turnover on Short-run and Long-run Performance," *Journal of Business Research* 22(3), pp. 285-311, 2007.
 [14] Shim, D.S. and C.H. Ahn, "CEO Turnovers, Firm Value, Firm Performance, Response of Stock Market," *Accounting Information Research* 30, pp. 315-335, 2012.
 [15] Shin, H.H. and J.J. Chang, "An Analysis of the Determinants of CEO Turnover : Firm Performance, Professional CEO, and Business Group," *Korean*

Management Review 34, pp. 289-311, Feb., 2005.

- [16] Warner, J.B., R.L. Watts, and K.H. Wruck, "Stock Price and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics* 20, pp. 461-492, 1988.
-

이 해 영(Hae-Young Lee)

[정회원]



- 1978년 2월 : 성균관대학교 일반대학원 경영학과 (경영학석사)
- 1987년 2월 : 성균관대학교 일반대학원 경영학과 (경영학박사)
- 1980년 3월 ~ 1992년 2월 : 청주대학교 경영학과 교수
- 1992년 3월 ~ 현재 : 강남대학교 경영학부 교수

<관심분야>

재무관리, 증권투자론