

논문접수 : 2007. 09. 25.
수정보완 : 2007. 11. 01.

코스닥 상장 벤처기업의 창업 CEO교체에 영향을 미치는 요인에 대한 연구

이윤진* · 송재용**

<국문초록>

본 연구의 목적은 벤처기업과 그 벤처기업을 설립하여 경영하고 있는 창업 CEO에 대한 관심을 바탕으로 창업 CEO교체에 영향을 미치는 요인들을 파악하는 것이다. 이를 위해 기존 문헌 연구를 바탕으로 기업의 성장에 따라 창업 CEO에게 요구되는 역량이 변화한다는 조직생명주기 이론의 측면에서 출발하여, 변화된 조직의 니즈(needs)에 대처할 역량을 지닌 창업 CEO는 교체를 덜 경험하게 된다는 CEO의 특성 측면과, 조직의 변화 요구에 저항할 수 있는 지배력을 보유한 창업 CEO 또한 교체를 덜 경험하게 된다는 CEO의 지배력 측면에 대해 총 5개의 가설을 수립하고 1998년부터 2003년까지 코스닥에 상장된 기업 중 120개 기업을 대상으로 사건사 분석(Event History Analysis)방법을 사용하여 실증하였다. 그 결과, 기업의 성장률과 창업 CEO의 관리 업무 경험 여부, 그리고 창업 CEO의 지분 소유 비율이 창업 CEO의 교체에 영향을 미친다는 점을 확인하였다.

주제어 : 창업 CEO, 벤처기업, CEO교체, 사건사 분석

* 미국 University of Southern California 박사과정(yunjin.rhee@gmail.com)

** 서울대학교 경영전문대학원 교수(jsong@snu.ac.kr), (교신저자)

A Study on the Factors Influencing Founder-CEO Turnover in Kosdaq-Listed Venture Companies

Rhee, Yun-Jin* · Song, Jae-Yong**

<Abstract>

Venture companies and their founders have caught interests of academic researchers. However, CEO succession events in venture companies did not receive sufficient attention though CEO succession has been a popular research area in the field of corporate governance. Since the founder-CEO turnover is a significant incident to the venture, there is good reason to conduct research on determinants of founder-CEO turnover.

Originating from unique interests in venture companies and the founders who continue to lead the firm since its establishment, this study aims to identify major factors influencing founder-CEO succession in venture companies. Five hypotheses are developed from three different perspectives. First of all, drawing on the Organizational Life Cycle theory which demonstrates that founder-CEOs become incapable of managing the firm as it grows and in some point, should be replaced by professional managers, a hypothesis that very high and low growth rate of the firm (U-shaped) would lead to founder-CEO succession is developed. Next, this study goes one step further and tries to identify which factors diminish the chance of founder-CEOs being replaced. The second and third hypotheses relates to founder-CEO's personal characteristics which enable him/her to better adapt to rapidly changing needs; founder-CEO's prior work experience period and experience as a manager are hypothesized to lower the possibility of founder-CEOs being replaced. Lastly, founder-CEO's power to resist the required turnover is operationalized by two factors, which are the founder-CEO's equity ownership and whether a founder-CEO is the largest owner or not.

Data are collected from venture firms listed at KOSDAQ from 1998-2003 and after careful selection process, 307 firm-year data from 120 companies are analyzed using logit analysis based on event history analysis technique. Three out of five hypotheses are supported; i) very high and low growth rate of the firm decreases the chance of founder-CEOs being replaced, ii) if founder-CEOs had prior work experience in the managing role, chances of being replaced are reduced, iii) the larger the equity ownership of the founder-CEO, the smaller the possibility of experiencing turnovers.

Key Words : Founder-CEO, CEO Turnover(succession, transition), Venture Company, Event History Analysis

* Ph.D. Candidate, College of Business Administration, University of Southern California(yunjin.rhee@gmail.com)

** Professor, Graduate School of Business, Seoul National University(jsong@snu.ac.kr)

I. 서론

1.1 CEO의 중요성과 CEO교체

마이크로소프트의 빌 게이츠나 애플의 스티브 잡스와 같은 최고경영자 (이하 CEO)들은 한 국가의 지도자에 버금갈 정도로 언론에서 자주 다루어지면서 투자자는 물론 일반 대중에게도 관심과 동경의 대상이 되고 있다. 이들 CEO들은 기업 내부적으로 사업과 조직을 총괄하고 운영하는 책임을 가지고, 대외적으로는 기업을 대표하는 상징적인 역할을 하게 되는데, 특히 산업의 급속한 발달과 그에 따른 기업의 중요성 및 영향력 증대로 인해 CEO가 지니는 중요성은 더욱 강조되고 있다. CEO는 이처럼 기업의 전략 방향과 그에 따른 성과에 크게 영향을 미치는 기업의 핵심 구성 요소이기 때문에 CEO의 교체는 기업의 입장에서 매우 중대한 사건이 된다(Wasserman, 2003). CEO의 교체는 조직의 미래 전략이나 구조, 그리고 성과에 대해 중대한 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 이에 따라 전략 및 조직 분야에서는 CEO의 교체가 교체 이후의 기업 성과에 얼마나 긍정적인 효과를 가져올 것인가에 대한 논의를 시작으로 CEO교체와 관련한 많은 연구들이 진행되어 왔으며, CEO의 내부 승진과 외부 영입 형태에 따른 CEO교체 이후의 성과 차이에 관한 연구(Gupta, 1984; Datta and Guthrie, 1994), CEO의 현업 경험, 교육 수준 등 개인적 특성이 CEO교체 발생 정도에 미치는 영향에 관한 연구(Datta and Guthrie 1994), 그리고 이사회 구성을 포함한 지배구조가 CEO교체 발생에 미치는 영향에 관한 연구(Boeker, 1992 Boeker and Goodstein, 1993) 등이 최근까지 연구의 주를 이루었다.

그러나 이와 같은 연구들이 CEO교체가 일어나게 되는 원인과 그 결과에 대해 많은 시사점을 주면서 동시에 CEO교체와 관련된 이해의 폭을 넓히는데 기여하였음에도 불구하고 대부분의 연구들이 대기업을 중심으로 이루어져 왔기 때문에(Haveman, 1993), 경제의 많은 부분을 차지하는 중소기업이나 근래에 들어 관심이 집중되고 있는 벤처기업에서의 CEO교체를 이해하기에는 부족한 점이 있다. 대기업보다 상대적으로 규모가 작은 벤처기업에서의 CEO교체는 대기업과는 다른 양상을 갖기 때문이다.

1.2 벤처기업의 부상과 창업 CEO의 특징

벤처기업이란 기업가 정신에 충만한 창업자가 높은 위험과 수익이 예상되는 신기술 분야에서 혁신적인 아이디어를 연구 개발하여, 이를 사업화하기 위해 설립하는 기업이다(한태인, 2001). 이들 벤처기업들은 특히 기업 자체의 성장과 성과만큼이나 그 기업을 설립하여 경영하는 창업 CEO들이 많은 주목을 받게 되는데, 미국의 경우 마이크로소프트의 빌게이츠, 그리고 한국의 경우 다음의 이재웅이나 휴맥스의 변대규 등이 그 예가 된다.

벤처기업의 창업 CEO들이 이처럼 주목을 받게 되는 이유는 이들 창업 CEO들이 기업이 설립된 초기 단계에서부터 기업의 성장에 많은 영향을 미치면서 결국 성공으로 이끄는 데에 결정적인 역할을 했기 때문이다. 즉, 기업은 일반적으로 규모가 커질수록 복잡성

이 증대되기 때문에 CEO가 직접적으로 조직의 업무 프로세스나 결과에 개입할 여지가 적어지는 반면, 규모가 작은 기업일수록 CEO가 기업 전반의 경영에 대해 미치는 영향의 정도가 커지게 되고(Daily and Dalton 1992), 특히 기업의 경영 전반에 영향을 행사할 수 있는 정도는 해당 CEO가 그 기업을 설립한 창업 CEO인 경우에 더 크게 나타나게 되는 것이다. 이러한 창업 CEO에 대한 관심은 벤처기업의 등장과 성공적으로 벤처기업을 이끈 기업인들이 널리 알려지기 시작하면서 많이 증가하였으나(Eisenhardt and Schoonhoven, 1990), 아직까지 창업 CEO에 대한 연구는 많지 않다. 창업 CEO와 관련된 기존 연구들은 창업CEO가 경영하는 기업이 전문경영인이 경영하는 기업에 비해 성과가 좋은지(Daily and Dalton, 1992 Begley, 1995 Jayaraman and Khorana et al., 2000), 창업CEO의 개인적 특성이 기업의 성과와 어떤 관계가 있는지(Cooper and Gimeno-Gascon et al., 1994) 등의 측면에서 이루어졌다. 그러나 Daily와 McDougall 등(2002)이 창업자가 이끄는 기업과 그렇지 않은 기업의 재무적 성과를 비교해본 결과 유의한 차이를 발견하지 못한 반면, Certo와 Covin 등(2001)은 실증 분석을 통해 창업자가 관여하는 IPO가 전문경영인이 진행하는 경우보다 저가 발행(underpricing)의 정도가 다소 높게 나타나는 경향을 보인다고 주장하는 등 창업 CEO가 기업에 미치는 영향에 대해서 일관된 결과가 도출되지는 못하고 있다. 또 조직 이론 분야나 기업이 정신, 혹은 벤처기업과 관련된 분야에서 이루어진 이러한 연구들은 보통 기업이나 창업자 개인의 개인적 특성 차원에서 연구된 경우가 많았고, 창업자의 특성과 역할에 대해서는 당연하게 여겨지거나 간과되는 경향이 많았다(Nelson, 2003). 따라서 벤처기업의 창업 CEO교체에 대해 논하기에 앞서 현재까지 창업 CEO와 관련되어 이루어진 연구들을 바탕으로 일반적인 창업 CEO의 특성을 정리해보면 다음과 같다.

먼저, 창업 CEO는 일반적으로 자신이 창업한 기업의 성공을 위해 이후에 기업을 경영하게 되는 CEO들에 비해 기업의 경영에 더 많은 시간과 노력을 쏟게 된다. 이는 창업 CEO 본인의 정체성이 기업에 강하게 반영됨에 따라 창업CEO의 신념, 태도, 가치관 등이 기업에 투영되어 “심리적 유대감”이 형성되기 때문이다(O'Reilly and Chatman, 1986). 곧, 자신의 명예와 동일시되는 기업의 성공을 위해 이후의 CEO들이나 전문경영인에 비해 보다 열심히 일에 몰두할 가능성이 높다는 것이다. 이는 실제로 창업CEO가 경영하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 더 좋은 성과를 낸다는 연구 (Begley, 1995)의 바탕이 되는 논리이기도 하다. 또한 창업 CEO들은 일반적으로 위험을 감수하는 경향이 크고 성취 욕구가 높은 특징을 지닌다(Begley, 1995). 그러나 창업 CEO가 차기 CEO들과 가장 크게 다른 점은 일정한 시점까지 지분의 대다수를 소유한다는 데에 있다. 이는 CEO교체 혹은 승계의 연구에 있어서 큰 차이를 가져올 수 있는 부분으로, 기존의 CEO교체 관련 연구들이 소유주와 경영자 사이의 이해관계 차이 때문에 발생하는 대리인 문제로부터 CEO교체에 대한 연구를 출발하였던 것에 반해, 지분의 대부분을 소유하고 있는 창업CEO가 논의의 초점이 되는 경우 대리인 문제는 더 이상 발생하지 않게 되는 것이다 (Wasserman, 2003). 그러므로 이러한 창업 CEO의 특징들을 종합해 볼 때, 이후의 CEO들과는 상이한 특성을 지닌 창업 CEO의 교체에 대한 연구에 기존에 이루어져 온 CEO교체 연구를 그대로 적용하기에는 어려움이 있으며, 따라서 추가적인 연구가 필요함을 확인할 수 있다.

1.3 벤처기업의 창업CEO 교체

한국에서의 상황에만 국한시켜 생각해 보더라도, ‘이재웅’하면 바로 ‘다음’이라는 기업을 연상시킬 수 있을 만큼 벤처기업을 창업한 CEO의 정체성이나 철학이 곧 기업과 동일시되기 때문에 창업 CEO의 교체가 해당 기업에 적지 않은 영향을 미칠 수밖에 없음을 알 수 있다. 또한 벤처기업의 경우 CEO가 기업의 성공 여부에서 차지하는 비중이 대기업보다 상대적으로 높기 때문에(박상용·김연정, 2004) CEO의 교체로 인해 기업이 직면할 변화의 영향력 또한 커서, 벤처기업에서의 CEO교체 발생, 특히 창업 CEO교체의 발생에 대해서는 별도의 접근이 필요하다고 할 수 있다.

벤처기업은 창업을 주도한 CEO 및 임원진들이 보유하고 있는 기술이나 사업 아이디어를 기반으로 설립되는 경우가 대부분이다. 이렇게 설립된 벤처기업들은 창업 초기에 신생 조직의 불리(liability of newness)로 인한 어려움을 겪으며 상대적으로 낮은 생존율을 보이게 된다(Romanelli 1989). 하지만 이 단계를 지나 일단 생존에 성공한 기업들은 설립 초기 단계를 거쳐 성장 단계에 접어들게 되고, 벤처기업과 이를 창업한 CEO는 이때부터 다시 새로운 과제들에 직면하게 된다. 즉, 기업이 성장하며 규모가 커짐에 따라 기업의 운영과 관리 문제가 중요하게 부각되게 되고(Flamholtz, 1995), 설립 초기에 창업가 특유의 열정과 기술력, 아이디어를 바탕으로 기업을 이끌던 창업 CEO들은 기업에 효율적으로 운영해 나아갈 수 있는 관리 역량까지 갖추도록 요구받게 되는 것이다. 그리하여 기업이 일정 수준 이상으로 성장하게 되면 관리 역량이 상대적으로 부족한 창업 CEO들을 대신할 전문경영인으로 CEO가 교체되게 된다는 것이 벤처기업의 창업 CEO가 교체되기까지의 과정에 대한 일반적인 설명이다(Boeker and Karichalil, 2002).

지금까지 CEO의 중요성과 교체의 의미, 벤처기업의 부상과 그에 따른 창업 CEO에 대한 관심의 증대, 그리고 벤처기업에서의 창업 CEO교체에 대한 논의를 통해, 벤처기업 및 창업 CEO에 대한 최근의 관심과 창업 CEO만의 고유한 특성에도 불구하고 벤처기업의 창업 CEO 교체라는 사건에 대해 활발한 연구가 진행되지 않았음을 확인할 수 있었다. 또한 거의 모든 연구가 미국의 기업들을 대상으로 진행되었기 때문에 한국의 벤처기업의 창업 CEO교체가 어떠한 요인들에 의해 영향을 받아 발생하게 되는지를 명확하게 이해하기에는 부족함이 있다. 즉, 수많은 벤처기업들이 설립되어, 이를 창업 CEO의 지휘 하에 성장 혹은 실패를 겪기도 하며, 또 창업 CEO가 본인이 설립한 기업을 떠나게 되는 일이 빈번하게 발생하는 현실에도 불구하고 아직 이러한 현상을 잘 설명해줄 수 있는 체계적인 실증 연구가 미미하기 때문에 후속 연구가 필요한 상황인 것이다. 따라서 본 논문에서는, 한국의 상황에서 벤처기업의 창업 CEO에 대한 교체가 어떠한 요인들에 의해 그리고 언제 발생하게 되는지를 살펴보고자 한다. 이를 위해 기존의 관련 연구들 및 기타 관련 연구들을 통합하여 i) 기업의 성장에 따라 창업 CEO에 대해 요구되는 니즈가 변화하여 창업 CEO교체 발생에 영향을 미친다는 조직성장주기 측면과, ii) 변화하는 니즈에 대한 창업 CEO들의 상이한 대처 역량이 창업 CEO교체 발생에 영향을 미치는 측면, 그리고 iii) 변화하는 니즈에 대해 저항할 수 있는 능력이 창업 CEO교체 발생에 영향을 미치는 측면 등 모두 세 가지 측면을 바탕으로 창업 CEO가 어떻게 그리고 언제 교체되는지를 연구하고 있다.

II. 이론적 배경 및 연구 가설

2.1 이론적 배경

Rubenson and Gupta(1996)는 창업자의 교체에 영향을 미치는 요인들에 대한 개념적인 상황 모형을 제시한 바 있는데 이는, 1) 기업의 성장에 따라 조직의 니즈(needs)가 변화하고 있는지 2) 창업자가 변화하는 니즈에 대해 적응해 나갈 수 있는 역량과 욕구를 가지고 있는지, 3) 그리고 창업자가 교체의 발생을 방해할 수 있는 능력이 있는지의 세 가지 관점을 바탕으로 하고 있다. 즉, 성장을 통해 진화하는 조직과 특정 창업자가 지닌 고유의 특성간의 적합성을 기반으로 창업자의 현재와 미래의 효용을 판단하여 교체가 일어날지의 여부를 판단할 수 있는 모형이라 할 수 있다. Boeker and Karichalil(2002)은 창업자가 어떠한 요인들의 영향으로 본인이 설립한 기업을 떠나게 되는지에 대한 연구에서, 기업의 규모가 커질수록, 창업자의 지분 소유 비율과 이사회의 사외 이사 비율이 증가할수록 창업자가 기업을 떠나게 될 확률이 커지며, 기업의 성장률과는 U의 형태를 보인다는 사실을 반도체 관련 벤처기업들에 대한 실증적인 연구를 통해 밝혀냈다. 이는 기존에 고속 성장을 하게 되면 최고 경영진의 교체 확률이 낮아진다는 기존의 연구 결과와는 상이한 결론이었다. 또한, R&D와 관련된 직무를 수행하거나 핵심 경영진일 경우에는 기업을 떠날 확률이 줄어든다고 설명한다. Boeker and Karichalil(2002)의 연구는 창업 CEO가 아닌 창업자(CEO인지의 여부에 상관없이)에 대한 연구로 좀 더 포괄적으로 진행되기는 했지만, 창업 CEO교체에 영향을 주는 다양한 요인을 제시함으로써 향후 연구의 발전에 도움을 주었다는 의의가 있다고 하겠다. Wasserman(2003)은 창업 CEO의 교체에 초점을 맞춘 연구를 진행함에 있어서 상품 개발의 완료와 외부 투자자들로부터의 자금 유치라는 두 가지 이벤트를 기준으로 각각이 창업 CEO교체에 어떠한 비율로 효과를 미치는지를 인터넷 벤처기업을 바탕으로 실증하였다. 그 결과, 각각의 이벤트를 성공적으로 완료했을 경우 창업 CEO의 교체 비율이 현저히 증가함을 발견하였고, 이를 ‘성공의 패러독스(Paradox of entrepreneurial success)’, 즉 성공을 거둘수록 기업을 떠나야 하는 모순이라고 명명하였다. 이외에 Adams and Almeida 등 (2003)도 기업의 성과가 좋을수록 창업 CEO의 교체 확률이 증가한다는 결론을 바탕으로 이것이 “계획된 교체(controlled succession)”의 효과, 혹은 단순히 창업자들이 기업의 성과가 좋을 때 승계를 하려고 하기 때문이라고 설명하고 있다. 마지막으로 Boeker and Wiltbank(2005)는 CEO를 포함한 신생 기업의 최고 경영진의 교체에 영향을 미치는 요인들에 대한 연구에서 기업의 성장률이 아주 낮거나 아주 높을 때, 즉 성장률과 최고 경영진의 교체 간에는 U 형태의 관계가 있으며 이는 최고 경영진의 기능적 다양성에 의해 완화되는 경향이 있음을 밝혔다. 또한 벤처 캐피탈의 소유 지분이 높을수록, 이사회의 외부 이사 비율이 높을수록, 그리고 최고 경영진의 지분율이 낮을수록 교체의 발생에 영향을 미치게 된다고 설명하였다.

본 논문에서는 Rubenson and Gupta (1996)에서 제시한 개념적 모델을 기존의 연구들을 기반으로 수정하여 조직생명주기의 측면, 창업 CEO의 개인적 역량 측면, 그리고 창업

CEO의 지배력 측면에서 창업 CEO의 교체에 영향을 미치는 요인들에 대한 분석을 실시하고 있다.

2.2 조직생명주기 측면: 기업의 성장에 따른 니즈의 변화

조직생명주기(Organizational Life Cycle)와 관련된 연구는 1960년대부터 활발히 진행되어 온 역사가 깊은 분야이며, 매우 다양한 모델들이 존재한다. 하지만 이들 다양한 조직생명주기 모델들 간에는 공통점이 존재하는데, i) 모든 조직들은 시간이 경과함에 따라 일관성 있는 특성을 보이는 일련의 발전 단계를 거치게 되며, ii) 각 단계에서의 조직의 구조와 활동들은 단계마다 서로 다른 특성을 지닌다는 것이다(Dodge and Robbins, 1992). 예를 들어, Greiner (1972)는 조직이 총 5개의 연속적인 단계(1단계: 기업가적인 창조적 단계-2단계: 합리적 리더십 기반의 성장 단계-3단계: 권한위임을 통한 성장 단계-4단계: 조화를 통한 성장 단계-5단계: 협력을 통한 성장 단계)를 거치며 발전하고, 각 단계들에서 야기되는 중대한 조직적 문제를 성공적으로 해결해야만 보다 발전된 다음 단계에 이를 수 있다고 지적하였다. Dodge and Robbins(1992) 또한 실증 분석을 바탕으로 특히 중소기업들이 조직생명주기를 거치며 겪게 되는 문제들을 각 성장 단계별로 분류함으로써, 소유경영자가 다양한 문제들을 해결할 수 있는 유연한 경영 역량을 개발할 필요가 있음을 주장하였다. 한편, 김영배·하성욱(2000)은 국내 벤처기업들에 대한 설문 조사 결과의 분석을 바탕으로 핵심 경영 문제를 기준으로 구분한 각 성장 단계별 핵심성공요인의 변화와 그에 따른 최고경영자의 역할 변화의 필요성에 대해 연구하였다.

조직생명주기 이론들과 관련된 다양한 연구들은 초기의 기업가 단계로부터 보다 관료적인 경영 체제로의 전환의 필요성을 중요하게 다루었다(Smith and Miner 1983). 즉, 이는 기업가 정신을 바탕으로 기업을 창업한 사람과 이후의 성장 단계를 효과적으로 관리할 수 있는 사람은 많은 측면에서 서로 다르다는 논리를 바탕으로 하는 것이다. Hoffer와 Charan(1984)는 창업 CEO 체제에서 전문경영인 체제로 성공적으로 전환하기 위한 개념적 모델을 제시한 연구에서, 창업 CEO가 경영하는 기업의 특징으로 크게 i) 집중화된 의사결정체계, ii) 창업 CEO에 대한 과도한 의존, iii) 관리 기술 및 인재 교육 소홀, iv) 가족주의적 분위기의 4가지를 지적하였다. 특히 이러한 특징들이 소규모 신생 기업의 초창기 성공에 긍정적으로 작용했다 할지라도 일정 시점 이후에는 장애 요인으로 전락하게 된다는 점을 강조하였다. 또, Jayaraman and Khorana 등 (2000)은 창업자가 지속적으로 성장하고 있는 기업의 경영에 계속하여 관여하는 것은 점차 그 가치가 퇴색됨은 물론 심지어 치명적으로 작용할 수도 있다는 점을 지적하였다.

이러한 현상은 상대적으로 더 빠르게 성장한 조직에 있어서 더 명백하게 나타나게 되는데, 이는 빨리 성장하는 조직일수록 기업의 경영 역량을 더욱 적극적으로 조정해 나갈 필요가 있고, 특히 최고 경영진들이 빠르게 성장하는 조직을 관리하는데 적합한 역량을 보유할 필요성이 크기 때문이다(Boeker and Wiltbank, 2005). 그리고 빠른 변화가 요구되는 상황에서는 일반적으로 적응과 학습을 통해 필요한 역량을 획득하기 보다는 필요로 하는 역량을 이미 보유하고 있는 새로운 CEO를 영입하는 것이 조직의 성장에 따라 새롭

게 발생하는 문제들의 조속한 해결에 보다 효과적이기 때문에 벤처기업일수록 최고 경영진에 대한 변화가 더 많이 발생하게 되는 것이다(Flamholtz, 1990).

반면 벤처기업의 설립 후 어느 정도의 성장 단계를 거쳐 안정적으로 그 다음의 단계에 진입하지 못하는 벤처기업에 있어서는 그 기업의 창업 CEO를 포함한 최고 경영진들에게 책임이 돌아오게 마련이다. 실제로 기업의 성장률이 낮을수록 창업자가 기업을 떠나게 되는 경우가 많이 발생하는 것으로 나타나는 등 (Boeker and Karichalil 2002) 성장을 제대로 이끌지 못하는 벤처기업의 창업 CEO는 보다 효율적으로 기업을 이끌 수 있는 새로운 CEO의 수혈을 통해 교체될 확률이 높아질 것이다. 따라서 기업의 성장률이 창업 CEO의 교체에 미치는 영향에 대해서는 다음과 같은 가설을 도출할 수 있다.

가설 1: 기업의 성장률이 아주 낮거나 아주 높을수록(U자 형태) 창업 CEO교체가 더 잘 발생할 것이다.

2.3 창업 CEO의 특성 측면 : 변화하는 니즈에 대한 대처역량

조직의 성장에 따라 창업CEO에 대해 요구되는 역량들이 변화할 때 이에 대응하여 새로운 관리 기술을 습득하는 것이 가능하기는 하지만, 창업 CEO의 경영 스타일에 대한 근본적인 변화는 불가능하다는 것이 기존 연구들의 일반적인 주장이다 (Certo and Covin et al., 2001). 그리고 이처럼 근본적인 변화가 불가능하다는 것은 곧 창업 CEO의 역량이 성장한 조직에 더 이상 적합하지 않게 되면 교체가 발생할 수밖에 없음을 의미한다. 하지만 만약 해당 벤처기업을 창업한 CEO가 변화하는 니즈에 대해 적절하게 대처할 수 있는 역량을 가지고 있다면, 즉 창업 CEO 개개인이 보유하고 있는 개인적 특성 중 변화하는 니즈에 적합한 역량이 이미 존재하고 있거나 쉽게 개발될 수 있는 여지가 크다면 그러한 창업 CEO에 대한 교체는 덜 발생하게 될 것이다.

변화하는 니즈에 대한 이러한 창업 CEO의 대처 역량과 관련하여 기존의 벤처기업 성과 및 창업 CEO 교체와 관련된 연구에서는 창업 CEO의 기존 경험이 가지는 영향력에 대한 연구가 활발히 이루어졌다. Eisenhardt and Schoonhoven(1990)은 산업 실무 경험이 많은 경영자일수록 그렇지 않은 경우에 비해 기업에 훨씬 많은 영향을 끼친다고 하였는데, 경험이 많은 경영자일수록 기업의 성장과 전략적 변화로 인해 발생한 니즈의 변화에 보다 잘 적응할 수 있기 때문이라고 설명하고 있다. Rubenson and Gupta(1996)는 상황의 특성에 따라 상이한 대처가 필요하고, 개인의 특성과 경험에 의해 어떤 경영자들은 다른 경영자들에 비해 적절한 대처와 반응을 하기에 더 적합하다는 점을 강조하면서 1) 창업자가 창업 이전에 받은 교육의 정도 2) 일반 관리자로서의 경험 여부 3) 창업자가 경험한 기능적 다양성과 종류, 그리고 4) 산업이나 시장에서의 경험 정도의 네 가지를 제시한 바 있다. 창업자의 풍부한 경험은 투자자들에게도 신뢰를 제공함으로써 창업 CEO에 대한 교체가 발생할 확률을 낮추게 된다(Wasserman, 2003). 따라서 이를 바탕으로 창업 CEO가 보유한 기존의 근무경험 및 관리자로서의 경험이 교체의 발생에 미치는 영향에 대해 다음과 같은 가설의 도출이 가능하다.

가설 2-1: 창업 CEO의 창업 이전 총 근무경험이 길수록 CEO교체가 덜 발생할 것이다.

가설 2-2: 창업 CEO가 창업 이전에 관리자로서의 역할을 수행했을 경우 CEO교체가 덜 발생할 것이다.

2.4 창업 CEO의 지배력 측면 : 변화하는 니즈에 대한 저항 능력

기업의 성장과 함께 변화하는 니즈와 그에 따라 대두되는 CEO교체의 압력을 창업 CEO가 보유하고 있는 역량으로 적절히 대처함으로써 창업 CEO교체가 덜 발생할 수도 있지만, 반대로 창업 CEO가 가지고 있는 지배력 (power)을 바탕으로 CEO교체의 필요성에 대해 저항함으로써 창업 CEO의 교체가 덜 발생하도록 할 수도 있다.

Finkelstein(1992)은 최고 경영진의 지배력이 전략적 의사 결정에 어떠한 영향을 미치는 지 알아보기 위한 실증 분석에 앞서 지배력에 대해 ‘개인이 그들의 의지를 관철시킬 수 있는 역량’이라고 정의하면서 이와 관련하여 지배력의 근원을 네 가지로 구분한 바 있다. 그 첫 번째인 구조적 지배력은 공식적인 조직 구조와 위계적 질서로부터 기인하는 것이고, 두 번째 소유 지분의 지배력은 지분의 소유 비율에 보유하게 되는 지배력을 뜻한다. 세 번째인 환경의 변화에 대응하여 조직의 성공에 성공적으로 기여할 수 있는 전문가로서의 지배력을 뜻하고 마지막 명성의 지배력은 경영자 개인의 지위나 평판에 의해 발생하는 지배력이다. 이 중 세 번째인 전문가로서의 지배력은 앞 장에서 살펴본 창업 CEO의 대처 역량과 유사하다고 볼 수 있으며, 본 논문에서는 특히 두 번째인 소유 지분의 지배력을 바탕으로 창업 CEO의 지분 소유 비율과 집중도가 창업 CEO의 교체에 미치는 영향에 대해 알아보려고 한다.

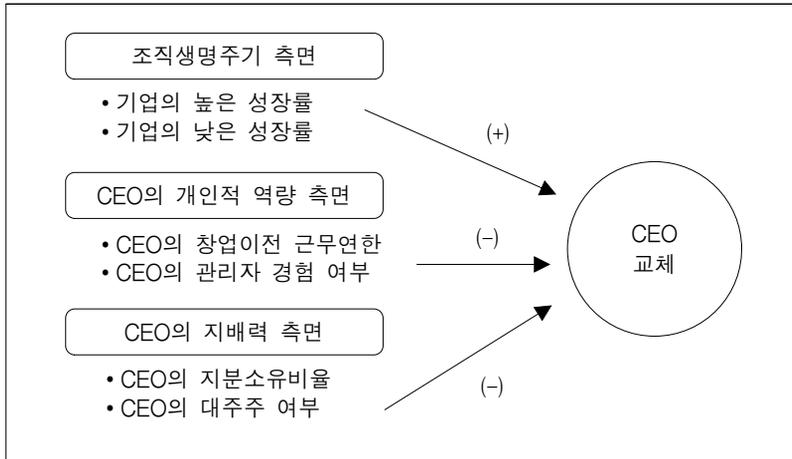
기업의 지분 소유 구조와 그 집중도는 조직 내의 지배력을 결정짓는 가장 중요한 두 가지 요소이다. Fredrickson and Hambrick 등(1988)은 소유 구조를 CEO교체 발생을 낮추는 CEO의 특성 중 하나로 보았으며, Boeker(1992) 또한 소유 구조는 CEO 승계자를 선정할 때 많은 영향을 미치는 지배력의 원천이라고 표현한 바 있다. CEO의 지분 소유 비율이 높을 경우에 대한 기존의 연구들을 살펴보면, Boeker and Karichalil (2002)도 CEO의 지분 소유 비율이 높을수록 창업자가 교체될 확률이 감소함을 밝혔다. 또한 신현한과 장진호(2005)도 소유 경영자는 전문 경영자에 비해 경영 성과가 좋지 않은 경우에도 교체하기 어려움을 밝혔다. 이러한 논의는 벤처기업의 창업 CEO의 경우에도 그대로 적용될 수 있는데, 창업 CEO가 기업의 전체 지분 중 얼마만큼을 소유하고 있는지의 여부는 창업 CEO교체 발생 정도에 많은 영향을 미친다. 특히 창업 CEO는 기업을 설립하였기 때문에 이후의 여타 CEO들에 비해 많은 지분을 소유한 대주주로서 보다 큰 영향력을 미칠 가능성이 크다. 따라서 창업 CEO의 지분율이 높거나 대주주일 경우 기업의 성장에 따라 창업CEO에 대해 요구되는 니즈가 변화함에도 불구하고 이는 창업 CEO교체의 발생 정도를 약화시켜주는 역할을 할 수 있을 것이다.

가설 3-1: 창업 CEO의 지분 소유 비율이 높을수록 CEO교체가 덜 발생할 것이다.

가설 3-2: 창업 CEO가 대주주일 경우 CEO교체가 덜 발생할 것이다.

지금까지 도출된 총 5가지의 가설을 다시 정리해보면, <그림 1>과 같은 연구 모형으로 표현할 수 있다.

<그림 1> 벤처기업의 창업CEO 교체에 대한 연구 모형



Ⅲ. 연구 방법

3.1 표본 및 자료 수집 방법

본 논문의 연구대상은 1998년~2003년 중 코스닥에 상장된 기업들 중 벤처기업으로 지정된 바 있는 기업들로서, 법인화를 기준으로 한 기업의 설립 시점에서 코스닥 상장 시점까지 소요된 기간이 7년을 초과하지 않는 신생 벤처기업들의 창업 CEO교체 여부를 상장 시점부터 2004년 말까지 연구하였다. 기업의 설립 이후 7년까지의 기간만을 연구 대상으로 한 것은, Boeker and Karichalil(2002)의 연구에서 제시된 바와 같이 설립된 지 7년이 초과된 기업은 조직생명주기에서 말하는 설립 초기 단계에 더 이상 속하지 않아 본 연구의 목적에 적합하지 않기 때문이다. 또한 코스닥 상장 기업을 연구대상으로 하는 것은 기업공개(IPO) 여부에 따른 기타 영향 요인들을 통제하는 효과를 가지며, 그 중 벤처기업을 중심으로 연구한 것은 대기업을 중심으로 혹은 CEO의 창업자 여부에 초점을 두지 않고 이루어진 기존의 CEO교체 관련 연구들과는 달리, 본 논문에서 주목하고 있는 창업 CEO교체에 영향을 미치는 요인에 대한 연구를 위해서는 창업 CEO의 영향력이 상대적으로 강하게 작용하는 벤처기업으로 연구의 대상을 한정할 필요가 있기 때문이다. 코스닥에서의 벤처기업 지정은 1998년부터 시작되었기 때문에 코스닥 거래소에 기업들이 최초로 상장되기 시작한 1996년이 아닌 1998년을 연구의 시작 시점으로 정하였다. 연구에 필요한 데이터는 금융감독원 전자공시시스템 및 코스닥 시장본부에 게재된 각 기업

의 해당년도 사업보고서 및 기업 공시 자료, 기업정보웨어하우스(TS2000P)와 KIS-FAS_KOSDAQ 데이터베이스를 통해 수집하였다.

특히 본 논문에서는 창업 CEO교체에 영향을 미치는 각 요인들의 효과를 보다 효과적으로 분석하기 위해 다음과 같은 기준을 바탕으로 코스닥에 상장된 전체 벤처기업 중 연구대상 기업을 단계적으로 선택하였다. 첫째, 조직성장주기 이론의 관점에서 기업 성장의 초기 단계의 효과를 살펴보기 위하여 i) 법인화를 기준으로 한 기업의 설립 시점에서 코스닥 상장 시점까지 소요된 기간이 7년 이상인 기업들 및 ii) 개인 기업 창업 시점의 대표자와 법인화 시점의 대표가 동일할 경우, 개인 기업으로서의 기업의 최초 설립 시점부터 코스닥 상장 시점까지 소요된 기간이 10년 이상인 기업들을 제외하였다. 둘째, 코스닥 상장 이후 1년 이내에 상장이 폐지되거나 CEO교체가 발생한 경우는 각 요인들의 효과를 충분히 검증할 수 없기 때문에 연구의 대상에서 제외하였다. 셋째, 코스닥에 상장되기 이전에 창업 CEO교체가 발생한 기업은 기업공개(IPO) 이후 발생하는 추가적인 외부환경적 요인의 효과가 다를 뿐 아니라 정확한 데이터의 수집이 용이하지 못하기 때문에 제외하였다. 또한, 넷째, 외국계 합작 기업 및 다섯째, 기존 기업으로부터의 분사를 통해 설립된 기업은 창업을 통해 설립되었다고 정의하기 모호한 면이 있기 때문에 역시 연구의 대상에서 제외하였다. 이와 같은 5가지 기준을 통해 단계적으로 선택된 본 논문의 최종 연구대상 기업은 모두 120개이다.

최종 선택된 연구대상 기업에 대해서는 코스닥에 상장된 년도부터 연구를 시작하였으며, 2004년 말까지의 기간 중 창업CEO교체가 발생하는 경우에는 교체가 발생한 해까지, 창업 CEO교체가 발생하지 않는 경우에는 2004년도까지를 연구 범위로 포함시켰다. 예를 들어, 1999년에 상장되어 2003년에 창업 CEO교체가 발생한 A기업의 경우, 2000년, 2001년, 2002년, 2003년의 4개년도 각각에 대한 기업-년도(firm-year) 데이터를 구성하게 되며, 2002년도에 상장되어 연구 기간의 종료 시점인 2004년까지 창업 CEO교체가 발생하지 않은 B기업은 2003년, 2004년에 해당하는 기업-년도(firm-year) 데이터를 구성하는 것이다. 이때 창업 CEO의 교체는 직전 년도의 여러 요인들에 의해 영향을 받는다는 가정 하에 매 년도에 대해 1년의 시차를 두고 데이터를 구성하였다. 앞서 예로 든 A기업의 경우에도 1999년에 상장되었지만 1999년도에 발생한 각 요인들이 2000년도의 교체 여부에 영향을 미칠 것이기 때문에 상장 다음해인 2000년도부터 연구대상에 포함되는 것이다. 따라서 본 논문에서는 120개 기업에 대해 이 같은 방법을 적용하여 총 307건의 기업-년도(firm-year) 데이터를 구성하여 분석에 사용하였다.

3.2 변수와 측정 방법

3.2.1 종속 변수: 창업 CEO의 교체여부

창업CEO에 대한 정확한 정의가 별도로 존재하지 않지만, 본 논문에서는 개인 기업의 설립 시점이 아닌 법인화 시점의 기업의 대표자를 창업 CEO로 정의하였다. 이는 단순히 사업자 등록을 바탕으로 하는 개인 기업의 경우 그 대표자를 최고경영자라고 칭하기 부

적절한 측면이 있기 때문이며, 따라서 법인으로 설립되거나 개인 기업의 법인화를 통해 법인 등록증을 교부 받은 시점에서의 법인의 대표자 혹은 대표이사를 창업 CEO로 정의하였다. 창업 CEO의 교체는 창업 CEO가 새로운 CEO로 교체되는 년도에 발생하는 것으로 정의한다. 단, 기존의 창업 CEO가 존재하는 상황에서 새로운 CEO를 선임하여 공동 혹은 각자 대표 체제로 전환된 경우는 창업 CEO교체가 일어났다고 보지 않았다. 따라서 종속변수의 관찰치는 120개 기업에 대해 1998년부터 2004년까지의 창업 CEO교체 발생 여부인 총 307건이며, 교체가 발생한 경우에는 1, 발생하지 않은 경우에는 0을 부여하였다.

3.2.2 독립 변수

기업의 성장률은 전년도의 종업원 수에 대한 종업원 수의 증가율로 측정하였다. 기업의 성장을 측정하는 데에는 매출액의 증가율도 종종 활용되는데(Boeker and Karichalil, 2002), 신생 벤처기업에 있어서 창업 CEO가 조직 관리 역량에 문제가 생기는 것은 매출액 증가보다는 종업원 수의 증가에 따른 조직 규모의 실질적인 확장에 따른 문제라고 여겨져 종업원 수의 연간 증가율을 통해 기업의 성장률을 살펴보았다.

창업CEO의 창업 이전 총 근무 연한은 창업 CEO가 연구대상 기업을 창업하기에 앞서 다른 기업에서 근무한 총 경험 햇수를 측정하였다. 이는 최종학력 이후 시점부터 창업 직전 시점까지를 기준으로 하며, 2개 이상의 기업에서 근무하였을 경우 이를 합산하였다. 창업CEO의 창업 이전 관리자 경험 여부는 창업 CEO가 연구대상 기업을 창업하기에 앞서 근무했던 기업에서 수행했던 역할을 분석하여 관리 역할을 담당할 경험에 있는 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0을 부여하였다.

창업 CEO의 지분소유비율은 기말 시점에서 기업 전체의 지분 중 창업 CEO가 소유하고 있는 지분의 비율(%)로 측정하였고, 창업 CEO의 대주주 여부에 대해서는 기말 시점에서 창업 CEO가 대주주일 경우 1, 대주주가 아닐 경우에 0을 부여하였다.

3.2.3 통제 변수

창업 이후 상장까지 소요된 기간은 법인화 시점에서부터 코스닥에 상장되기까지의 기간을 측정한 것으로, 창업에서 상장까지 소요되는 기간이 길어질수록 창업자의 책임 연한이나 나이가 많아져 창업 CEO교체의 확률이 높아지거나, 혹은 상장 이후 조직의 성장을 관리할만한 역량을 충분히 쌓아 교체 확률이 낮아지는 상반되는 효과가 나타날 수 있기 때문에 통제하였다. 기업 규모는 해당 년도의 기말 시점에서 자산의 규모를 측정한 후 이에 대해 자연 로그 값을 취한 것을 사용하였으며, 기존의 연구들에서 CEO교체에 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타난 ROA(자산 수익률)는 해당 년도의 기말 시점에서의 자산 규모와 이전 년도의 기말 시점에서의 자산 규모의 평균을 해당 년도의 당기 순이익으로 나눠서 구한 값을 사용하였다. 또 창업자의 나이가 너무 많거나 적은 경우 교체 확률이 커질 수 있기 때문에 이러한 효과를 통제하기 위하여 매 기말 시점에서의 창업자의 나이를 통제변수에 포함시켰다. 마지막으로, 기업이 처한 환경에 따라 CEO교체 발생 정도가 달라질 수 있을 것이기 때문에 각각의 기업이 속한 산업의 성장률로 계산한 산업성

장률 변수도 포함시켰다.

3.3 분석 방법-사건사 분석(Event History Analysis)

본 논문에서는 창업 CEO교체라는 사건이 발생했는지의 여부가 어떤 요인에 의해 영향을 받아 언제 일어나는지를 분석하기 위해 사건사 분석(Event history analysis) 방법을 사용하였다. 유사한 분야의 연구로써 사건사 분석 방법을 사용한 예로는, 신입 CEO의 선정과 관련해 기존 CEO와 이사회에의 영향이 어떻게 작용하는지를 연구한 Zajac and Westphal (1996)의 연구, 사회적 자본과 벤처 캐피탈리스트의 지배력, 그리고 창업CEO가 IPO기업의 생존에 어떻게 영향을 미치는지를 연구한 Fischer and Pollock(2004)의 연구, 그리고 창업자가 본인이 설립한 기업을 떠나게 되는 데 영향을 미치는 요인을 분석한 Boeker와 Karichalil(2002)의 연구 등이 있다.

사건사 분석은 생존 분석(Survival analysis)이라고도 불리는데, 일반적으로 관심이 있는 어떤 사건(event)가 발생할 때까지의 자료가 시간으로 주어진 경우 이를 분석하는 통계적 방법이다. 사건사 분석은 다중 회귀 분석이나 로지스틱 분석에 비해 크게 두 가지 장점을 지니는데, 첫 번째는 사건의 발생 여부에 대한 불확실한 자료(censored data)를 포함시킬 수 있어서 알고자 하는 사건이 발생하지 않은 기간도 분석에 포함시킬 수 있다는 것이며, 두 번째로는 시간이 지남에 따라 그 값이 달라지는 변수를 분석에 포함할 수 있다는 것이다. 이런 사건사 분석은 관찰하고자 하는 사건이 연속적인 기간 안에 발생하는 경우에 대해 연구하는 Continuous time event history analysis와 분석 단위에 대해 시차를 두고 관찰하는 Discrete-time event history analysis로 나누어 볼 수 있는데 본 논문에서는 동일 벤처기업에 대해 1998년부터 2004년까지의 매 해마다 창업 CEO교체라는 사건이 발생했는지의 여부에 대해 알고자 하였으므로 Discrete-time event history analysis 분석 방법을 사용하였다. Discrete-time event history analysis는 본 연구와 같이 분기별 혹은 년도 별로 데이터가 불연속적인 시간에 대해 수집되었을 경우에 효과적이다. 분석에는 STATA를 사용했으며 사건사 분석 방법을 바탕으로 로짓(Logit) 분석을 실시하였다.

IV. 분석 결과

4.1 결과 및 해석

‘기업의 성장에 따른 니즈의 변화’, ‘변화하는 니즈에 대한 창업 CEO의 대처 역량’, 그리고 ‘변화하는 니즈에 대한 창업 CEO의 저항 능력’ 이 벤처기업 창업 CEO의 교체 발생에 미치는 영향을 예측한 가설 1~가설 3을 검증하기 위해 본 연구에서는 창업 CEO의 교체 발생 여부를 종속변수로 하는 사건사 분석 모형을 설계하여 이를 바탕으로 로짓 분석을 실시하였다. 모형의 분석에 사용된 변수들의 기술 통계치와 상관관계는 <표 1>과 같다.

〈표 1〉 기술 통계와 상관관계 (N = 307)

변수	평균	표준 편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. 창업 CEO 교체	0.140	0.348											
2. 창업이후 성장까지 소요기간	1676.515	513.314	-0.0704										
3. 기업규모	10.243	0.762	-0.1007	0.0166									
4. ROA	-0.024	0.222	-0.2804	-0.0715	0.0922								
5. 창업자 나이	42.779	4.974	0.02	0.1653	-0.0038	-0.0564							
6. 산업성장률	0.495	0.501	0.0509	-0.1278	0.1417	0.0256	-0.2077						
7. 기업성장률	0.079	0.455	0.0118	-0.0818	-0.0646	0.2428	-0.1121	0.0083					
8. 기업성장률*2	0.213	0.893	0.2121	0.0054	-0.1095	-0.0491	-0.0873	-0.0539	0.7111				
9. 창업이전 근무연한	9.691	5.044	0.0416	-0.0684	-0.0843	0.0708	0.7705	-0.0595	-0.0779	-0.1278			
10. 관리자 경험	0.756	0.430	-0.12	0.0426	-0.1045	0.0545	0.297	-0.0738	-0.1062	-0.0762	0.2737		
11. 지분소유비율	0.239	0.115	-0.2629	0.1614	-0.0055	0.2587	0.0034	-0.0826	-0.0286	-0.125	-0.0305	0.0259	
12. 대주주 여부	0.909	0.288	-0.1655	-0.1321	0.0726	0.174	-0.0667	-0.0257	-0.0639	-0.1152	-0.0419	0.0569	0.4713

상관관계를 분석한 결과 몇몇 변수들 간에 높은 상관관계가 나타났는데, 이 변수들이 모형에 함께 포함되더라도 문제가 없는지 확인해 보기 위해 다중공선성(multicollinearity)이 존재하는지를 변량 증폭 요인인 VIF(Variance Inflation Factor)값을 통해 검증해 보았다. 그 결과 변수 별 VIF값의 최대치가 다중공선성이 있다고 판단하는 기준인 10보다 훨씬 적은 3.16을, 평균치가 1.80을 보임에 따라 변수들 간에는 다중공선성의 문제가 없다고 할 수 있다. 따라서 모든 변수들을 사건사 분석 모형에 포함시켜도 문제가 없다.

사건사 분석의 결과를 <표 2>을 통해 살펴보면, 모델 1은 상수와 통제 변수만 포함되어 있는 기본 모형이고, 모델 2가 통제변수 외에 모든 독립 변수들이 다 포함된 완전 모형이다. 두 모델은 모두 높은 설명력을 가지고 있을 뿐 아니라(Pseudo-R제곱 값), 기본 모형의 로그 우도(Log likelihood) 값이 -111.766인데 비해 완전 모형의 로그 우도 값은 -94.677로 유의미하게 증가되었기 때문에 독립 변수를 모두 포함한 완전 모형이 기본 모형에 비해 크게 개선되었음을 확인할 수 있다. 따라서 본 연구의 분석 결과는 완전 모형을 바탕으로 해석하도록 한다.

먼저, 기업 성장률은 음(-)의 회귀 계수 값을 갖고, 유의 수준 0.05내에서 통계적으로 유의미하였고, 기업 성장률의 제공항은 양(+)의 회귀 계수를 갖고 유의 수준 0.01 내에서 통계적으로 유의미 하였다. 즉, 기업 성장률이 낮거나 높을수록 창업 CEO교체가 더 잘 발생하게 된다는 가설 1을 지지해 주는 것으로, 기업의 성장률과 창업 CEO교체 간에는 U자 형태의 관계가 있음을 보여준다. 이는 그 동안 창업 CEO(창업자 혹은 창업 관련 최고 경영진 포함) 교체와 관련된 연구에서 일관적으로 나타났던 기업 성장률과 교체와의 U자 형태의 관계가 한국 벤처기업의 창업 CEO 교체에서도 유사하게 나타나고 있음을 뜻하는 것이기도 하다. 한편, 기업의 성장에 따라 창업 CEO에게 요구되는 니즈의 변화에

대해 대처할 수 있는 역량의 측면에서 살펴본 창업 이전 CEO의 근무 연한과 관련해서는 예측과는 달리 양(+)의 회귀 계수 값을 나타내었으며 유의 수준 0,05 내에서 통계적으로 유의미하였고, 따라서 가설 2-1은 기각되었다. 창업 CEO의 대처 역량과 관련된 또 다른 변수인 창업 이전 관리자 경험 여부의 경우 음(-)의 회귀 계수 값을 가지며 유의 수준 0.05 내에서 지지되었다. 따라서 관리자로서의 경험이 있는 창업 CEO에 대한 교체가 덜 발생하게 될 것이라는 가설 2-2는 지지되었다. 그리고 창업 CEO에 대한 교체 가능성에 대해 저항할 수 있는 지배력 측면에서는, 창업 CEO의 지분 소유 비율이 높을수록 CEO의 교체가 덜 발생하게 될 것이라는 가설 3-1은 예측한 대로 음(-)의 회귀 계수를 보이며 지지되었다. 반면, 창업 CEO의 대주주 여부는 음(-)의 회귀 계수를 보이기는 하였지만 통계적으로 유의미하지는 않았기 때문에 지지되었다고 볼 수 없다.

〈표 2〉 사건사 분석(Event History Analysis) 결과(N=307)

변수	종속변수 : Founder-CEO의 교체여부	
	모델 1 (Base Model)	모델 2(Full Model)
상수	0.8379(3.0740)	4.8433(3.6337)
통제변수		
창업 이후 상장까지 소요기간	-0.0003(0.0003)*	-0.0003(0.0003)
기업규모-자산(L)	-0.3087(0.3051)	-0.4325(0.3231)
ROA	-2.9476(0.6293)****	-1.9163(0.8181)**
창업자 나이	0.0229(0.0396)	-0.0457(0.0671)
산업성장률	0.3069(0.3508)	0.1725(0.4165)
독립변수		
기업성장률		-1.4562(0.5787)**
기업성장률*2		1.5769(0.5955)***
창업 이전 근무연한		0.1215(0.0613)**
관리자 경험 여부		-0.9997(0.4649)**
지분소유비율		-5.4169(2.4487)**
대주주 여부		-0.0013(0.6245)
상장 후 1년		-0.9701(1.6791)
상장 후 2년		0.9495(0.5425)*
상장 후 3년		0.6527(0.5867)
상장 후 4년		
상장 후 5년		0.4219(0.5181)
Log Likelihood(Pseudo-R2)	-111.7666(0.1013)	-94.6775(0.2387)

(주) *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01, ****p < 0.005; (L) 자연로그 괄호 안 Standard Error; '상장 후 4년' 변수는 다중공선성으로 제외)

통제 변수 중에서는 ROA가 음(-)의 회귀 계수를 보이며 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 즉, 기업의 성과가 좋을수록 창업 CEO의 교체가 덜 일어나게 된다는 것으로 기존의 연구들과 일관성 있는 결과가 도출되었다. 마지막으로, 상장 후 몇 년 차에 창업

CEO의 교체가 가장 많이 발생하게 되는지에 대한 정보도 사건사 분석을 통해 얻을 수 있는데, <표 2>를 살펴보면 상장 후 1년, 3년, 5년보다 상장 후 2년 차일 때 창업 CEO에 대한 교체가 가장 많이 발생하게 됨을 알 수 있으며 이는 통계적으로 유의미하다.

정리해보면, 가설 1과 가설 2-2, 가설 3-1은 지지되고 가설 2-1과 가설 3-2는 기각되어 기업의 성장률과 창업 CEO의 창업 이전 관리자 경험 여부, 그리고 창업 CEO의 지분 소유 비율이 창업 CEO의 교체에 대해 유의미한 설명력을 갖는 것이 검증되었다.

V. 토 론

본 연구에서는 사건사 분석(Event History Analysis)을 기반으로 한 로짓 분석을 통해, 기업의 성장률이 낮거나 높을 때 창업 CEO의 교체 발생 정도가 증가하는 U자 형태의 관계를 갖는다는 가설 1과, 창업 CEO의 창업 이전 관리자 근무 경험이 창업 CEO의 교체가 될 발생하도록 한다는 가설 2-1과, 창업 CEO의 지분 소유 비율이 높을수록 창업 CEO의 교체가 될 발생한다는 가설 3-1을 모두 지지되었다. 본 장에서는 이러한 결과를 바탕으로 결과가 갖는 의미와 시사점에 대해 논의해보고자 한다.

기업의 성장률과 창업 CEO의 교체 발생 정도 간에 U자 형태의 관계가 존재한다는 가설 1에 대한 지지는 기존에 창업 CEO나 창업자에 대한 교체와 관련된 연구의 결과와 일관성을 갖는다. 이는 설립한 기업이 기대만큼의 성장을 못하고 있을 경우 창업 CEO가 보다 유능한 CEO로 교체될 것이라는 상식적인 결론 외에 너무 빠르게 성장하는 기업의 창업 CEO도 그만큼 교체를 당할 확률이 크다는 점을 보여준다는데 그 의미가 있다. 한국의 경우 재벌 및 가족 중심 경영을 기반으로 기업 및 경제가 성장해 온 역사가 깊기 때문에 미국 중심의 연구들에서 나타난 ‘빠르게 성장하는 기업에서의 창업 CEO 교체 발생 정도 증가’가 얼마나 유의하게 나타날 지에 대한 우려가 있었다. 창업 CEO가 그만큼 긍정적인 방향으로 성장하고 있는 기업의 경영권을 쉽사리 내놓으려고 하지 않을 것이라 생각했기 때문이다. 하지만 연구 결과 기업이 높은 성장률을 보일 때에도 창업 CEO 교체 발생 정도가 높게 나타난 것으로 보아, 조직생명주기 이론에서 설명하는 단계를 따라 성장하게 되는 신생 기업이라면 겪을 수밖에 없는 문제들과 그에 대한 해결책은 국가적 특징에 상관없이 동일하게 나타남을 확인할 수 있었다.

조직이 성장함에 따라 변화하는 니즈에 대한 창업 CEO의 대처 역량과 관련하여 분석한 2개의 가설 중에서는 창업 CEO의 창업 이전 관리자 경험 여부에 대한 가설만이 지지되었다. 이는 창업을 하기 이전 근무하던 기업에서 관리자로서의 역할을 수행해본 경험을 가지고 창업한 CEO가 그렇지 못한 경우에 비해 교체될 가능성이 적다는 것을 의미한다. 반면 이전의 관련 연구에서 대체로 일관적으로 지지 되어온(Boeker and Karichalil, 2002; Boeker and Wiltbank, 2005 외) 창업 CEO의 창업 이전 근무경험의 정도와 관련된 가설 2-1은 본 논문에서 기각되었을 뿐만 아니라 회귀 계수도 예측했던 방향(음(-))과는 반대의 방향인 양(+))을 나타내었다. 이는 연구대상이 된 벤처기업의 특성과 각 벤처기업이 속한

산업의 특성과도 관련이 있을 것으로 추측되며 향후 추가적인 연구가 필요한 부분이다.

창업 CEO의 지분 소유 비율이 높을수록 창업 CEO에 대한 교체가 발생할 확률이 감소한다는 가설 3-1은 지지된 반면 창업 CEO가 대주주일 경우 교체 발생 확률이 감소할 것이라는 가설 3-2는 기각되었다. 이는 대주주의 여부보다는 실제 보유한 지분의 비율이 높을수록 교체가 덜 발생하게 된다는 것인데, 연구대상이 된 벤처기업의 지분 소유 구조를 보다 상세히 살펴보면 설명이 가능하다. 실제로 창업 CEO가 대주주인 다수의 벤처기업에서 전체 지분의 상당한 비중을 친인척들이 소유하고 있는 경우가 많은데, 이 경우 단기적으로는 친족 경영에 의해 기업에 대한 지배력을 행사할 수 있더라도 장기적으로는 창업 CEO 개인의 상대적으로 낮은 지분소유비율(5~10%미만)이 교체에 대한 니즈에 저항하기에는 역부족일 것이기 때문이다. 한편 이러한 결과에 대해, 아직 벤처기업들의 지배구조가 여타 대기업들에 비해 개선될 여지가 많이 존재하며, CEO교체를 통한 기업의 성장 및 성과 향상이 시급함에도 자칫 창업 CEO가 높은 지분 소유 비율을 등에 업고 이에 저항하는 경우가 발생할 가능성에 대한 주의를 환기시켜 주는 결과라고 생각해 볼 수 있을 것이다.

마지막으로, 상장 이후 2년 차에 가장 창업 CEO의 교체가 많이 발생하게 된다는 결과에 대해서는 다음과 같이 생각해 볼 수 있다. 상장 이후 1년 차의 경우 이전 년도의 여러 요인들이 충분히 반영되지 않은 일종의 유예 기간과 같다고 한다면, 코스닥에 상장된 이후 완벽하게 1년을 보낸 직후의 시점인 상장 이후 2년 차에는 성장 및 성과에 대한 시장 및 주주의 많은 관심 등으로 인해 전문경영인으로서의 교체가 가장 활발히 일어나게 되는 것이다.

VI. 결론 및 향후 연구

본 연구는 벤처기업의 창업 CEO교체에 영향을 주는 요인을 파악하기 위해 기존 문헌 연구를 바탕으로, 기업의 성장에 따라 창업 CEO에게 요구되는 역량이 변화한다는 조직생명주기 이론의 측면에서 출발하여, 변화된 조직의 니즈에 대처할 역량을 지닌 창업 CEO는 교체를 덜 경험하게 된다는 CEO의 특성 측면과, 조직의 변화 요구에 저항할 지배력을 가진 창업 CEO 또한 교체를 덜 경험하게 된다는 CEO의 지배력 측면에 대해 총 5개의 가설을 수립하고 사건사 분석 방법을 사용하여 분석해 보았다. 그 결과, 기업의 성장률과 창업 CEO의 관리자 경험, 그리고 창업 CEO의 지분 소유 비율이 모두 창업 CEO의 교체에 영향을 미친다는 점을 확인하였다.

본 연구가 가지는 첫 번째 의의는, 최근 관심과 중요성이 증가되고 있는 벤처기업과 벤처기업에서의 창업 CEO 교체라는 주제에 대해 전략 분야와 기업가 정신 등을 연구하는 벤처 관련 기존 연구를 아우르는 프레임워크를 바탕으로 실증 분석을 실시하였다는 데에 있다. 특히 한국의 벤처기업을 대상으로 아직 이루어진 적 없는 창업 CEO교체에 대한 실증 분석을 통해 한국에서도 창업 CEO의 교체가 비슷한 요인들로부터 영향을 받

아 발생한다는 점을 확인할 수 있었다. 본 연구의 두 번째 의의로는 사건사 분석(Event History Analysis)를 활용한 실증 분석의 과정에서 찾을 수 있다. 단순한 회귀 분석이 아니라, 시간의 흐름에 따라 시차를 두고 관측된 자료를 바탕으로 창업 CEO교체가 어떠한 요인에 의해서 영향을 받는지 뿐 아니라 상장 이후 언제 발생하게 되는지에 대해서도 동시에 살펴 볼 수 있었다는 것이 바로 이 사건사 분석 방법의 장점이었다.

하지만 본 연구는 다음과 같은 몇 가지 한계점도 가지고 있다. 그 첫 번째는 분석의 대상이 된 자료가 지니는 한계점이다. 즉, 벤처기업들 중에서도 어느 정도 성공을 인정받아 코스닥에 등록을 한 기업들을 대상으로 연구하였기 때문에 생존율이 상대적으로 낮은 벤처기업 전체에 대해서 연구 결과를 직접적으로 적용하기에는 무리가 있을 수 있다. 따라서 향후 연구에서는 보다 많은 벤처기업들을 대상으로 연구 대상의 범주를 확대해 볼 필요가 있을 것이다. 둘째, 연구의 초점이 된 시점의 한계이다. 본 연구는 자료 수집상의 어려움으로 인해 창업 시점으로부터 CEO교체가 발생하기까지가 아닌 상장 시점으로부터 CEO교체가 발생하기 까지를 초점으로 연구를 진행하였다. 상장 시점 이후를 연구대상으로 삼은 것은 IPO에 따른 효과를 통계해주는 효과가 있기는 하지만 보다 정확한 연구를 위해서 향후에 설문 등을 활용하여 창업 시점으로부터 CEO교체가 발생하기까지의 시점을 대상으로 한 추가적인 연구가 필요할 것이다. 마지막으로, 산업이 미칠 수 있는 영향이 충분히 반영되지 못한 점을 들 수 있다. 각각의 벤처기업은 그 속한 산업이 다르기 때문에 산업의 특성에 의해서도 영향을 받을 수 있을 것이다. 따라서 향후 연구를 진행할 시에는 산업의 특성을 반영할 수 있는 변수를 적절히 활용하여 산업 특성이 창업 CEO의 교체에 미치는 영향 및 창업 CEO교체와 다른 변수들 간의 관계를 어떻게 조절하는 지 등에 추가로 연구함으로써 보다 창업 CEO교체가 일어나게 되는 배경에 대해 보다 명확한 이해가 가능하도록 해야 할 것이다.

〈참 고 문 헌〉

- 김영배 · 하성욱(2000), “우리나라 벤처기업의 유형 : 벤처인증기업에 대한 실증연구”, 『전략경영연구』, 제3권, 제1호, pp. 25-60.
- 박상용 · 김연정(2004), “벤처기업 CEO의 기업가 정신, 구성원의 임파워먼트와 벤처 조직 유효성의 상호 관계”, 『벤처경영연구』, 제7권, 제3호, pp. 3-31.
- 신현한 · 장진호(2005), “An analysis of the determinants of CEO turnover: Firm performance, professional CEO, and business group”, 『경영학연구』, 제34권, 제1호, pp. 289-311.
- 한태인(2001), “벤처기업의 경영자 특성과 성과와의 관계모형 개발에 관한 연구”, 『인적자원관리연구』, 제2권, pp. 125-146.
- Adams, R. B., H. Almeida, et al.(2003), Understanding the relationship between founder-CEO and firm performance, Stockholm School of Economics, New York University, SITE and FGV, pp. 1-26.
- Aldrich, H. and C. Fiol(1994), “Fools Rush In? The Institutional Context of Industry Creation,” *Academy of Management Review* Vol.19, No.4, pp. 645-670.
- Begley, T.(1995), “Using founder status, age of firm, and company growth rate as the basis for distinguishing entrepreneurs from managers of smaller business,” *Journal of Business Venturing* Vol.10, No.3, pp. 249-263.
- Boeker, W.(1992), “Power and managerial dismissal : Scapegoating at the top,” *Administrative Science Quarterly* Vol.37, No.3, pp. 400-421.
- Boeker, W. and J. Goodstein(1993), “Performance and successor choice : The moderating effects of governance and ownership,” *Academy of Management Journal* Vol.36, No.1, pp. 172-186.
- Boeker, W. and R. Karichalil(2002), “Entrepreneurial transitions: Factors influencing founder departure,” *Academy of Management Journal* Vol.45, No.3, pp. 818-826.
- Boeker, W. and R. Wiltbank(2005), “New venture evolution and managerial capabilities,” *Organization Science* Vol.16, No.2, pp. 123-133.
- Camerer, C. and D. Lovallo(1999), “Overconfidence and Excess Entry : An Experimental Approach,” *The American Economic Review* Vol.89, No.1, pp. 206-318.
- Certo, S., J. Covin, et al.(2001), “Wealth and the effects of founder management among IPO-stage new ventures,” *Strategic Management Journal* Vol.22, No.6/7, pp. 641-658.
- Cooper, A. C., F. J. Gimeno-Gascon, et al.(1994), “Initial human and financial capital as predictors of new venture performance,” *Journal of Business Venturing* Vol.9, No.5, pp. 371-395.
- Daily, C. M. and D. R. Dalton(1992), “Financial performance of founder-managed versus professionally managed small corporations,” *Journal of Small Business Management* Vol.30,

- No.2, pp. 25-34.
- Daily, C. M., P. P. McDougall, et al.(2002), "Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms," *Journal of Management* Vol.28, No.3, pp. 387-412.
- Datta, D. K. and J. P. Guthrie(1994), "Executive succession : Organizational antecedents of CEO characteristics," *Strategic Management Journal* Vol.15, No.7, pp. 569-577.
- Dodge, H. R., S. Fullerton, et al.(1994), "Stage of the organizational life cycles and competition as mediators of problem perceptions for small business," *Strategic Management Journal* Vol.15, No.2, pp. 121-134.
- Dodge, R. and J. E. Robbins(1992), "An empirical investigation of the organizational life cycle model for small business development and survival," *Journal of Small Business Management* (January), pp. 27-37.
- Eisenhardt, K. M. and C. B. Schoonhoven(1990), "Organizational growth : Linking founding team, strategy, environment, and growth among U.S. semiconductor ventures, 1978~1988," *Administrative Science Quarterly* Vol.35, No.3, pp. 504-529.
- Finkelstein, S.(1992), "Power in top management teams : dimensions, measurement, and validation," *Academy of Management Journal* Vol.35, No.3, pp. 505-538.
- Fischer, H. M. and T. G. Pollock(2004), "Effects of social capital and power on surviving transformational change: The case of initial public offering," *Academy of Management Journal* Vol.47, No.4, pp. 463-481.
- Flamholtz, E.(1995), "Managing organizational and transitions : Implications for corporate and human resource management," *European Management Journal* Vol.13, No.1, pp. 39-51.
- Fredrickson, J. W., D. C. Hambrick, et al.(1988), "A Model of CEO Dismissal," *Academy of Management Review* No.24, pp. 255-270.
- Greiner, L. E.(1972). "Evolution and revolution as organizations grow," *Harvard Business Review* Vol.50, No.4, pp. 36-46.
- Haveman, H. A.(1993). "Following the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets," *Administrative Science Quarterly* No.38, pp. 593-627.
- Hayward, M. L. A., V. P. Rindova, et al.(2004), "Believing one's own press : The causes and consequences of CEO celebrity," *Strategic Management Journal* Vol.25, No.7, pp. 637-653.
- Hoffer, C. W. and R. Charan(1984). "The transition to professional management : Mission impossible?" *American Journal of Small Business* Vol.9, No.1, pp. 1-11.
- Jayaraman, N., A. Khorana, et al.(2000), "CEO founder status and firm financial performance," *Strategic Management Journal* Vol.21, No.12, pp. 1215-1224.
- Lounsbury, M. and M. A. Glynn(2001), "Cultural Entrepreneurship: Stories, Legitimacy, and the Acquisition of Resources," *Strategic Management Journal* Vol.22, No.(6/7), pp. 545-564.

- Nelson, T.(2003), "The persistence of founder influence : Management, ownership, and performance effects at initial public offering," *Strategic Management Journal* Vol.24, No.8, pp. 707-724.
- Neumann, R. and T. Voetmann(2005), "Top executive turnovers : Separating decision and control rights," *Managerial and Decision Economics* No.26, pp. 25-37.
- 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.
- Pollock, T. G. and V. R. Rindova(2003), "Media legitimation effects in the market for initial public offering," *Academy of Management Journal* Vol.46, No.5, pp. 631-642.
- Romanelli, E.(1989), "Environments and strategies of organization start-up : effects on early survival." *Administrative Science Quarterly*, No.34, pp. 369-387.
- Rubenson, G. C. and A. K. Gupta(1992), "Replacing the founder : Exploding the myth of the entrepreneur's disease," *Business Horizon* (November-December) pp. 53-57.
- Rubenson, G. C. and A. K. Gupta(1996), "The initial succession : A contingency model of founder tenure," *Entrepreneurship Theory and Practice*(Winter) pp. 21-35.
- Smith, N. R. and J. B. Miner(1983), "Type of entrepreneur, type of firm, and managerial motivation: Implications for organizational life cycle theory," *Strategic Management Journal* Vol.4, No.4, pp. 325-340.
- Stevenson, H. and J. C. Jarillo(1990), "A paradigm of entrepreneurship : entrepreneurial management," *Strategic Management Journal* Vol.11, pp. 17-27.
- Wasserman, N(2003). "Founder-CEO succession and the paradox of entrepreneurial success," *Organization Science* Vol.14, No.2, pp. 149-172.
- 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* Vol.39, No.1, pp. 64-90.