



자본시장 CEO 재임기간과 경영성과

연구위원 이석훈
선임연구위원 조성훈

목 차

1

연구의 배경 및 목적

2

증권업 CEO 재임기간 현황

3

CEO 재임기간과 경영성과 간 관계

4

결론 및 시사점

1

연구의 배경 및 목적

연구의 배경 및 목적

○ CEO(chief executive officer)의 중요성

- › 기업의 최고·최종의 의사결정자
 - CEO는 기업의 전략 및 그에 따른 자원배분을 결정하는 최종적인 의사결정자
 - CEO의 판단은 기업의 현재 성과 뿐 아니라 장기적인 지속가능성에 매우 중요
- › 따라서 CEO의 선임과 보상, 교체는 기업에서 가장 중요한 의사결정의 하나

○ 한국 증권업에서 CEO의 중요성

- › CEO 문제가 한국 증권업의 경쟁력 제고를 방해하는 요인 중 중요한 하나로 꼽힘
 - 상당 수 CEO들은 2~3년 사이의 짧은 재임기간을 가진 후 교체
 - 짧은 CEO 재임기간으로 기업의 장기적 성장을 위한 투자가 부재하고 차별화된 역량의 축적이 이루어지기 어렵다는 것이 우려의 핵심
- › 이러한 논의들은 실증적 근거 없이 경험 등에 기반한 추론 수준에서 제기되어 왔음

○ 연구의 목적

- › 한국 증권업 CEO 재임기간에 대해 통계적 분석을 통한 fact 파악
 - 재임기간, 증권회사/CEO 특성별 차이
- › CEO 재임기간과 회사 성과 간의 관계 분석

2

증권업 CEO 재임기간 현황

분석의 개요

● 증권업 CEO 재임기간 현황

- › CEO 출신배경(증권/비증권, 내부승진/외부영입)별, 증권회사 소유구조별(증권계/비증권계) 재임기간의 현황 및 특징, CEO 교체율의 추이 등
- › 외국 주요 증권회사(IB)의 CEO 재임기간 사례

● 분석 대상 기간 및 증권회사, 자료의 출처

- › 분석 기간: 2001 ~ 2016년 (회계연도 기준)
- › 분석 대상: 분석 기간 중 존재한 증권회사 중 다음을 제외
 - 외국계 현지법인 및 사무소
 - 특정 업무로 비즈니스가 한정된 경우 (예: 한국ECN증권, KIDB채권중개 등)
- › 16년 기간에 걸쳐 총 71개사 (2017. 3 기준으로 30개사 존재)
 - 이 기간 동안 CEO 총 179명
- › Data 출처
 - 각사 사·업반·기분기 보고서: 금융감독원 DART 및 각사 홈페이지
 - 각사 영업보고서, 재무실적

CEO 출신배경(1)

CEO 출신배경 현황

- › 전문 CEO의 비중은 93.3%, 지배주주 CEO의 비중은 6.7%
- › 증권 부문에서 경력을 쌓아온 증권출신 CEO의 비중이 70.9%
 - 비증권출신 CEO는 은행과 보험 등 비증권 금융업, 산업 및 공직 경력 보유자
- › 내부승진의 비중이 51.9%로 외부영입의 비중(41.3%)보다 높았음

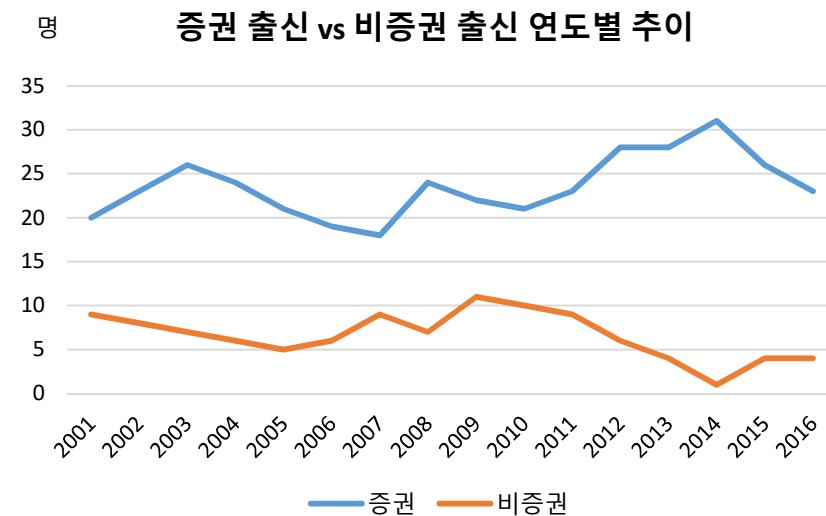
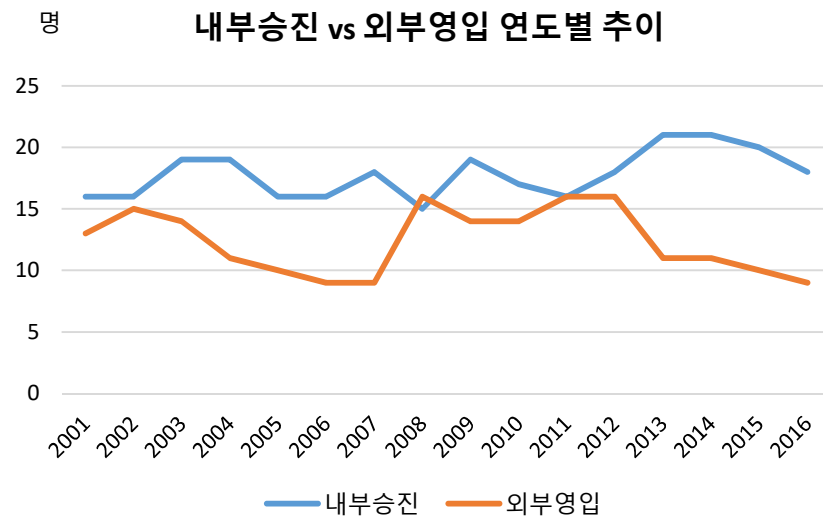
전문 CEO				지배주주 CEO	계
내부승진		외부영입			
증권출신	비증권출신	증권출신	비증권출신		
67 명 (37.4%)	26 명 (14.5%)	60 명 (33.5%)	14 명 (7.8%)	12 명 (6.7%)	179 명 (100.0%)

CEO 출신배경(2)

전문 CEO 출신 배경 연도별 추이

› 내부승진, 증권출신의 비중이 점차 높아지는 추이

- 내부승진과 외부영입, 증권출신과 비증권출신의 상대적 비중은 주기적으로 변화



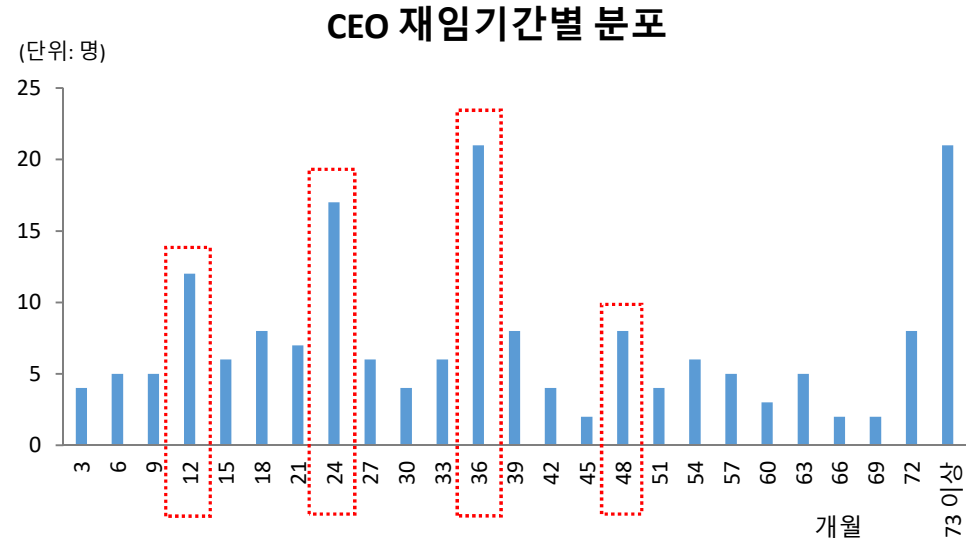
- 주: 지배주주가 CEO인 경우 제외

CEO 재임기간(1)

CEO 재임기간 (총괄)

- 전문 CEO 재임기간은 평균 3년 6개월, 지배주주 CEO 재임기간은 평균 8년
- 재임기간별 분포를 보면, '2년 또는 3년 임기' 사례가 빈번
 - 정기 주주총회가 있는 시점에서 임기 만료인 CEO가 교체
- 재임기간 6년을 초과한 CEO의 수는 21명 (이 중 전문 CEO는 13명)

CEO 유형	N	Mean	Median
전문 CEO	167	38.90 개월	36 개월
지배주주 CEO	12	93.58 개월	92 개월
전체	179	42.57 개월	36 개월

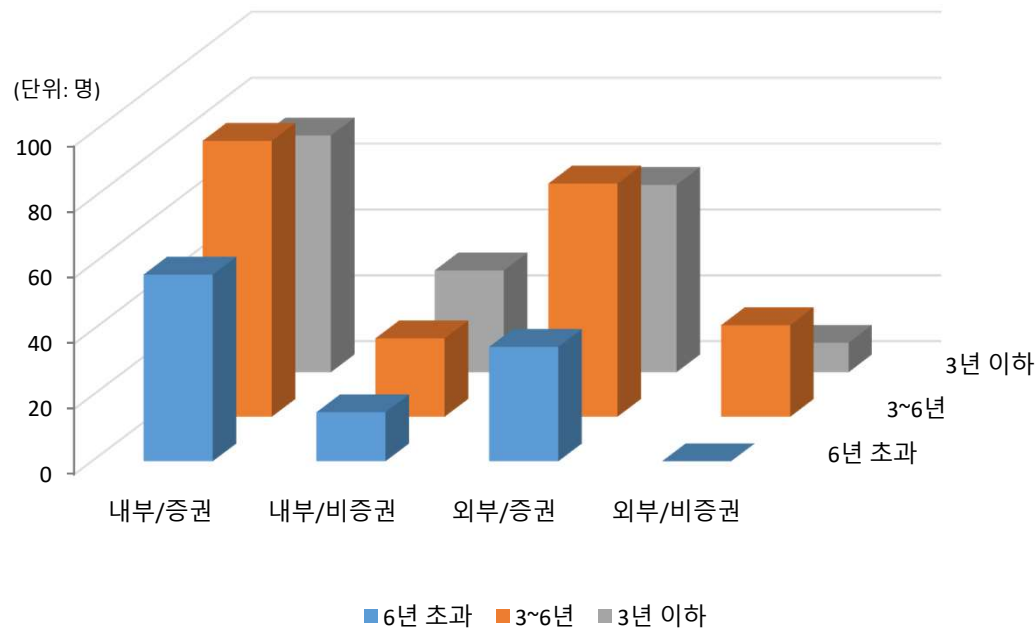


- 주: 3개월 단위로 교체된 CEO 수를 계산, 이를 테면 12개월은 10~12개월 재임기간 후 교체된 CEO 수. '73 이상'은 재임기간이 72개월을 초과한 CEO 수

CEO 재임기간(2)

CEO 출신배경별 재임기간 분포

- › 내부승진·증권출신에서 장기재임(6년 초과) CEO의 비중이 가장 높았음
 - 외부영입·비증권출신에서는 장기재임한 사례는 전무
- › 외부영입 CEO는 내부승진 CEO에 비해 중기재임 비중이 높았음



- 장기재임 CEO 비중이 과소평가되지 않도록 각 연도별 CEO에 대해 교체까지의 재임기간으로 평가, 즉 6년간 재임한 CEO는 6번 합산에 포함

CEO 재임기간(3)

○ 증권회사 소유구조별 CEO 재임기간 분포

- › CEO 평균 재임기간은 증권회사 소유구조에 따라 차이가 있음
 - 증권계 증권회사 CEO인 경우 평균 재임기간이 약 1년 정도 길
- › 증권계 증권회사에서 장기재임(6년초과) CEO 비중이 높았음

증권회사 소유구조	재임기간 평균(중위값)		3년 이하 CEO 수(비중)	3년~6년 CEO 수(비중)	6년 초과 CEO 수(비중)
증권계	48.2 개월 (36 개월)		24 명 (52.17%)	15 명 (32.61%)	7 명 (15.22%)
비증권계	35.4 개월 (35 개월)		74 명 (61.16%)	41 명 (33.88%)	6 명 (4.96%)

- 증권계 증권회사: 최대주주 기준 금융/산업 그룹 전체 자산 대비 증권업 자산의 비중이 30% 이상인 증권회사

CEO 교체율 추이

CEO 교체율의 추이

- CEO 교체율은 20~40% 사이에서 약 3년 주기로 상승과 하락
 - 분석기간 중 CEO 교체율에서 추세적 변화는 관찰되지 않음
- 증권업 전체 경영성과와 CEO 교체율 간 상관관계는 높지 않은 것으로 보임
 - 증권업 경영성과 지표로 당해년도 증권업 ROA와 주식수익률의 중위값을 사용



- CEO 교체율: 해당연도 분석대상 증권회사 수 대비 CEO 교체가 있었던 증권회사 수의 비율

외국 주요 증권회사(IB) 사례

CEO 재임기간 및 발탁경로

- › 전체적으로 국내 증권회사보다 CEO 재임기간이 길
 - 미국 증권회사 CEO 재임기간은 국내 증권회사의 2~3배, 일본도 평균 8개월 길
- › 미국이나 일본 모두 내부승진의 비중이 국내 증권회사보다 훨씬 높음
 - 미국이나 일본 대형 증권회사 모두 내부승진 비율이 높은데, 이는 내부에서 CEO 후보를 발굴하고 양성하는 경향이 높음을 시사
 - 노무라와 다이와 증권의 CEO 대부분은 증권회사 CEO 재임 이후 그룹 회장이 됨

		Mean (개월)	Median (개월)	Max (개월)	# of CEOs (명)	발탁배경 (명)		
						내부승진	외부영입	기타 ⁴⁾
미국	대형 ¹⁾	69.6	63	132	16	10	2	4
	중형 ²⁾	131.7	110	232	11	5	3	3
일본 ³⁾		50.6	46.5	156	18	14	3	1

주 1) JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch BoA, Citigroup,

주 2) Jefferies, Lazard, Greenhill, Evercore, Stifel Financial, Piper Jaffray (창업자의 경우 재임기간에서 제외)

주 3) Nomura, Daiwa, Mitsubishi UFJ, SBI

주 4) 기타는 창업자 또는 합병회사 중 하나의 CEO 하나의 CEO가 합병 후 CEO가 된 경우

자료: 각사 홈페이지, Annual Reports, 뉴스검색에서 추출, 분석기간은 2001년~2016년 기간 중 재임한 CEO

3

CEO 재임기간과 경영성과 간 관계 분석

분석의 개요

○ CEO 재임기간과 경영성과/경영활동

- › CEO의 단기재임(짧은 교체)은 CEO에게 단기업적주의(short-termism)의 유인 부여
→ 기업의 장기적 성장을 위한 투자와 혁신을 저해할 가능성
- › 장기적 투자와 혁신을 위해서는 재임 초기의 부진한 단기성과에 대한 관용, 장기성과에 기초한 보상이 필요 (Holmstrom, 1989; Manso, 2011)

○ 실증분석 질문

- › CEO 재임기간에 따라 경영성과에 차이가 나타나는가?
- › CEO 재임기간에 따라 경영활동에 차이가 나타나는가?

○ 사용된 경영성과 및 경영활동 지표

- › 경영성과 지표
 - ROA: 단기성과, 회계적 지표
 - CAR: 장기성과, 기업 효율성 제고나 투자 등이 반영된 미래지향적(forward-looking) 지표
- › 경영활동 지표
 - 자기자본 확충
 - 인력 확충

CEO 재임기간과 경영성과·경영활동(1)

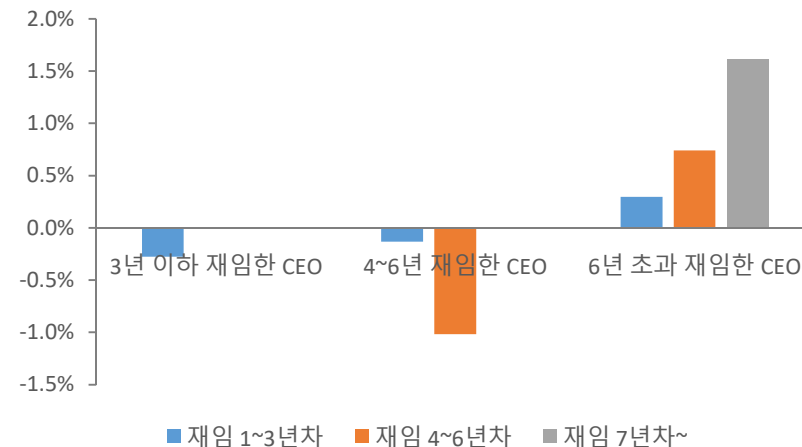
ROA (Return on Asset)

- 장기재임의 과정에서 우수한 성과를 낸 CEO들이더라도 재임 초기 3~4년의 기간에서는 별 성과를 보이지 못하는 특징을 보임
 - 6년 초과 장기재임한 CEO들은 재임 4년차 이후 우월한 경영성과를 보여줌
 - 이들의 ROA는 재임 1~3년차에 업계 평균(중위값)과 큰 차이를 보이지 않음
- 4~6년 재임한 CEO의 ROA는 두 번째 재임기간(재임 4~6년 차)에서 업계보다 낮았음

재임연차별 조정 ROA(중위값)



재임연차별 조정 ROA(평균)

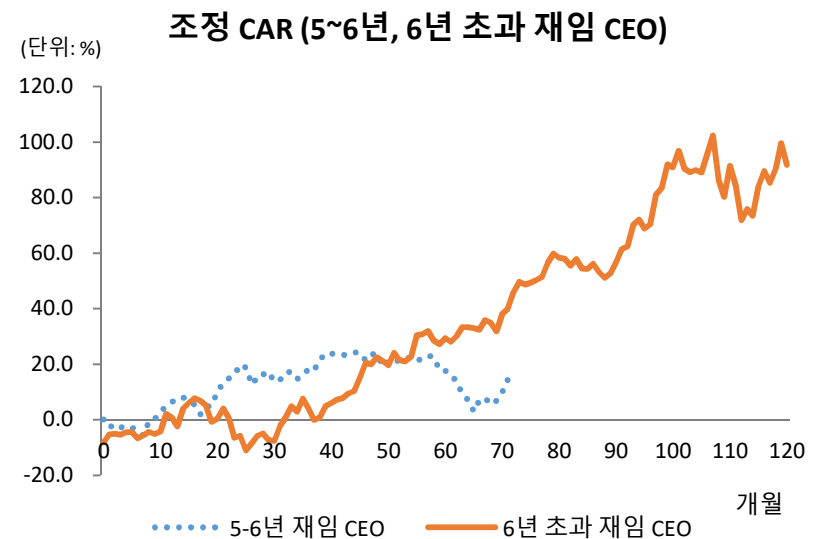
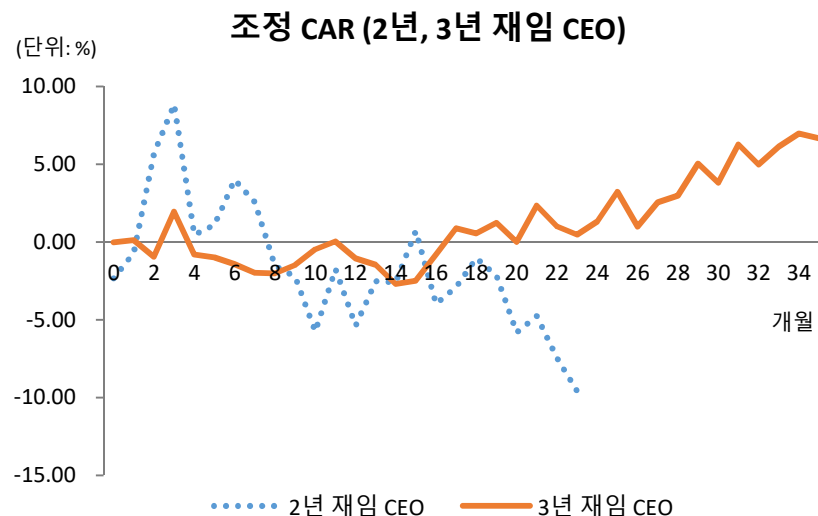


주) 조정 $ROA_t = ROA_t - \text{증권업 중위값}(ROA_t)$

CEO 재임기간과 경영성과·경영활동(2)

CAR (Cumulative Abnormal Return)

- ▶ 6년 초과 장기재임한 CEO의 CAR는 재임4년차 이후 업계 대비 꾸준히 상승
 - 장기재임 CEO들의 경영전략과 투자활동의 성과가 가시화되고 미래 현금흐름의 개선이 나타나는 것은 중장기재임 이후 시기부터임을 시사
- ▶ ROA와 마찬가지로 재임 초기 CAR는 높지 못함
 - 이는 CEO들이 선임 직후 2~3년 사이 자신의 경영철학과 전략을 구현하기 어렵고 직전 CEO에 의한 경영여건에 의해서도 영향을 받기 때문인 것으로 사료



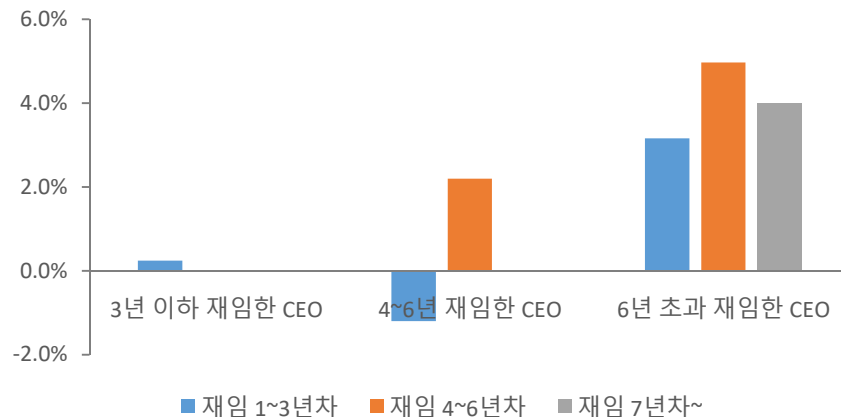
주) 조정 $CAR_t = \sum_t (AR_t - \text{증권업 중위값}(AR_t))$

CEO 재임기간과 경영성과·경영활동(3)

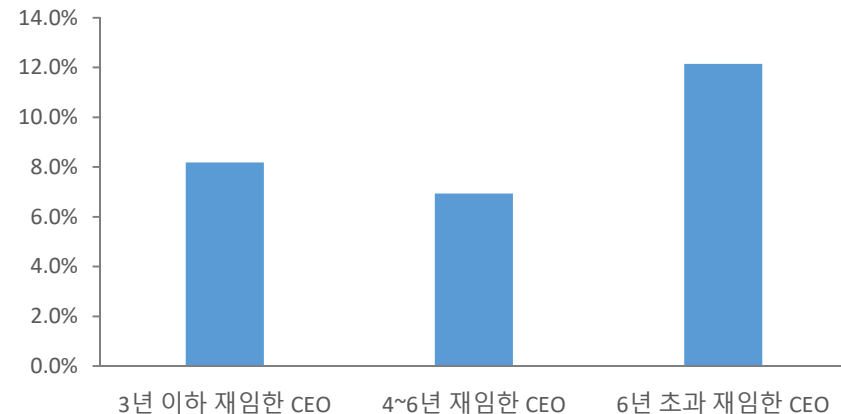
○ 자기자본 확충(유상증자)

- 장기재임한 CEO들의 경우, 연평균 유상증자 실시율이 약 4%p 높았고 재임 4~6년차에서 가장 높은 유상증자 실시율을 보임
 - 3년 이하, 4~6년, 6년 초과 재임 CEO의 유상증자 규모는 유상증자 당시 자기자본 대비 24.9%, 25.9%, 26.7%로 비슷하였음
 - 증권업 유상증자는 대부분 성장을 위한 기회로 자본확충을 목적으로 이루어짐 (예: 자본시장법 (개정) 실시 전에 유상증자 빈번)

연평균 조정 유상증자 실시율



연평균 유상증자 실시율



주1) 유상증자 실시율_{CEOi} = $1/T \sum_t (\text{유상증자 건수}_{CEOit})$, t=회계연도, 유상증자 건수_{CEOit}는 회계연도별로는 최고 1건 또는 0건, CEO 임기 중에 2건 이상 유상증자 존재

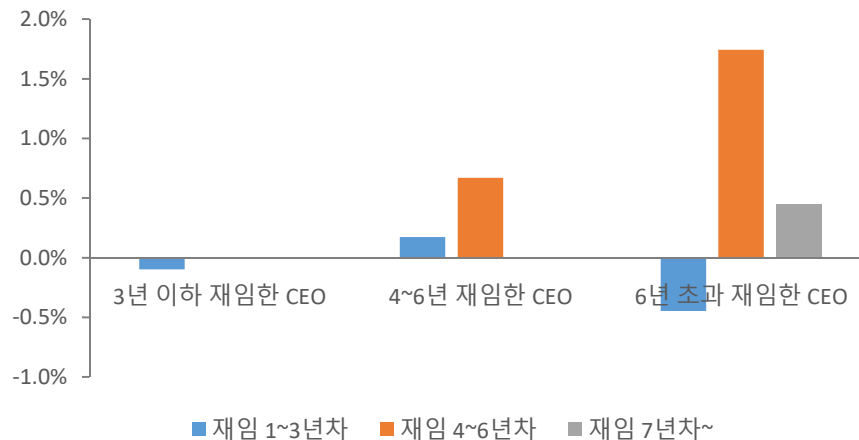
주2) 조정 유상증자 실시율_{CEOi} = $1/T_k \sum_t \{ \text{유상증자 건수}_{CEOit} - \text{증권업 평균}_t(\text{유상증자 건수}_{CEOit}) \}$, T_k=재임 1~3년차, 재임 4~6년차, 재임 6년 이후

CEO 재임기간과 경영성과·경영활동(4)

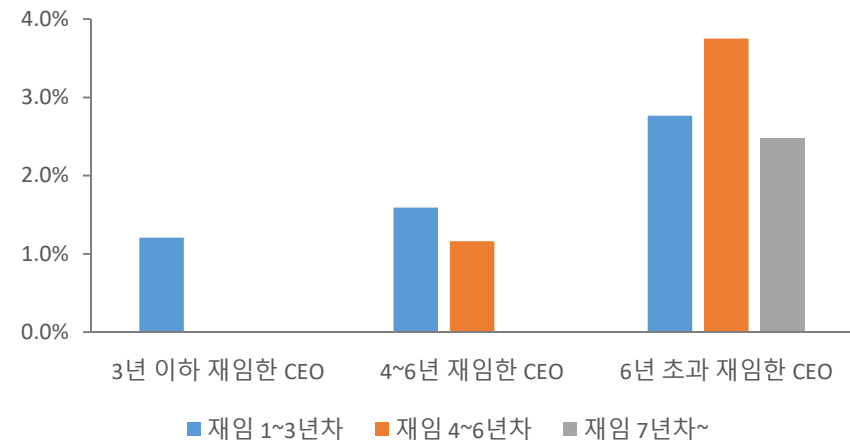
인력 확충

- 장기재임 CEO들은 재임 4~6년차 시기에 인력 확충에 적극적이었음
 - 장기재임 CEO들의 재임 4~6년차 ROA, CAR, 유상증자도 모두 활발, 즉 이 시기의 인력확충은 증권사의 성장과 관련
- 상당 수 CEO들이 재임 초기에 인력을 확충
 - 증권사 인수 또는 신설 시 CEO들이 새로 선임, 이 경우 인력 확충 가능성이 높음
 - 신규로 선임된 CEO는 자본 확충보다는 인력 확충을 통해 자신의 경영전략을 구사, 재임 초 인력 확충에 적극적일 수 있음

재임시기별 조정 임직원수 증가율(중위값)



재임시기별 조정 임직원수 증가율(평균)



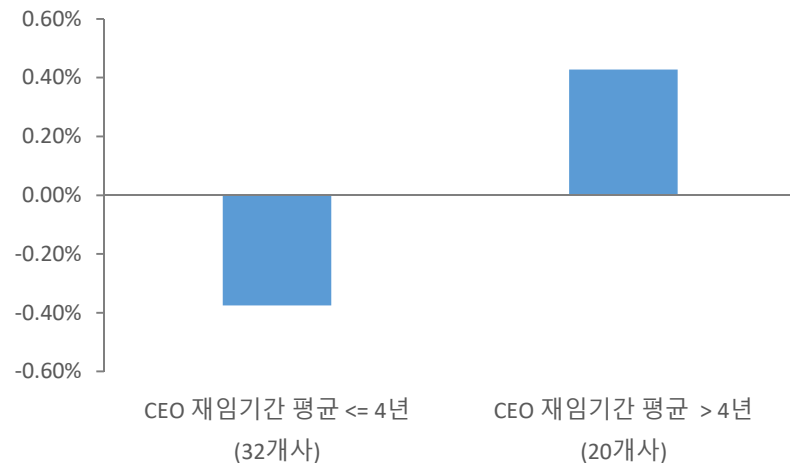
주) 조정 임직원수 증가율_t = 임직원수 증가율_t - 증권업 중위값 (임직원수 증가율_t)

증권회사 그룹별 경영성과 비교

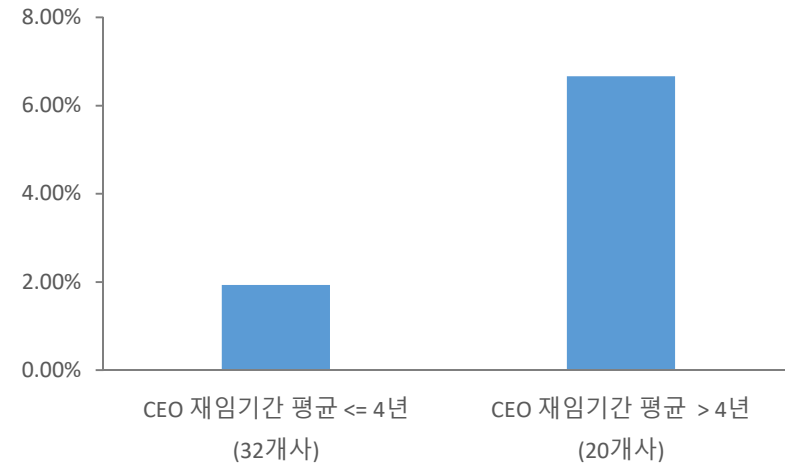
○ 증권회사 그룹별 비교

- ▶ CEO 재임기간이 평균 4년 초과인 증권회사 그룹의 조정 ROA/CAR 모두 4년 이하인 증권회사 그룹보다 높은 수치를 보임
 - 평균 CEO 재임 4년 초과인 증권회사 그룹의 평균 재임기간이 75.18개월
- ▶ CEO 재임기간이 평균 4년 초과인 증권회사 그룹의 조정 유상증자 실시율과 조정 임직원수 증가율 모두 4년 이하인 증권회사 그룹보다 높은 특징을 보임
 - 조정 유상증자 실시율이 2.74%, -0.36%; 조정 임직원수 증가율이 2.65%, 0.80%

연평균 조정 ROA



연평균 조정 CAR



4

결론 및 시사점

분석의 요약

○ CEO 단기재임 관행

- › 국내 증권업 CEO들은 '2년 혹은 3년 임기'의 틀을 기본으로 재임
- › 미국이나 일본 주요 투자은행 CEO들의 재임기간에 비해 현저하게 짧음
- › 빈번한 CEO의 교체는 단기성과 중심의 경영 인센티브를 제공할 가능성

○ CEO 선임 및 출신배경의 특징

- › 증권출신 CEO 비중이 매우 높았고, 내부승진의 비중이 외부영입보다 높았음
- › 또한 내부승진과 증권출신 CEO에서 장기재임의 비중이 높았음
- › 전문성과 CEO 역량에 대한 평가가 장기재임과 관련

○ CEO의 경영성과 시기

- › 장기재임한 CEO들은 재임 3년 차 이후 우수한 경영성과 및 활발한 경영활동의 특징을 보임
- › CEO 재임기간 그룹별로 경영 성과의 차이가 크지 않아, 선임 후 초기 2~3년의 CEO 경영활동 및 성과를 통해 CEO의 역량을 효율적으로 평가하기 어려움

시사점

- 증권업에서 역량 있는 CEO 선임과 장기적인 재임기간의 중요성을 확인
- CEO 단기재임 관행의 개선
 - › 2년 혹은 3년이라는 기간은 CEO가 자신의 비전과 철학을 경영에서 구현하여 이를 시장에 보여주기에는 짧은 시간임
 - › 또한 차별화된 역량을 구축한 증권회사가 되기까지 장기간에 걸쳐 일관성 있는 경영전략의 추진이 필요
- 효율적 CEO 선임체계의 확립
 - › 자사의 경영비전과 방침에 적합한 역량을 가진 CEO 후보를 양성하거나 철저한 검증을 통해 발굴하는 CEO 선임체계가 형성될 필요
- CEO에게 충분한 기회와 안정적 권한 부여
 - › 이사회 및 지배주주는 CEO에 대한 신뢰를 갖고 재임기간을 포함하여 경영철학과 비전의 구현을 위해 충분한 기회를 제공할 필요



Thank You!