

이사회 독립성이 기업성과에 미치는 영향 : CEO의 기업 내 경력과의 상호작용효과에 대한 연구

유재욱* · 김광수**

	<목 차>... 연구방법
I. 서론	
II. 이론적 배경 및 가설	1. 연구대상 및 자료수집
1. CEO의 경영기술 학습	2. 변수 측정
2. 이사회 독립성의 자원공급자 역할	IV. 분석 방법 및 결과
3. 연구가설 : 이사회 독립성, CEO 기업 내 경력, 기업성과	참고문헌
	Abstract

I. 서론

개인적 이익을 극대화시키고자 하는 인간의 합리성(human rationality)이라는 가정(assumption)에 기초하여 수립된 '대리인이론(agency theory)'에서는 소유와 경영이 분리(separation of ownership from control)된 현대 기업에 있어 기업경영의 대리인(agent)인 CEO(Chief Executive Officer)가 소유자인 주주(shareholder)가 아닌 자신의 사적이익 추구를 위한 기회주의적 행위(opportunistic behavior)를 할 수 있으므로 이에 대한 효율적 감시와 통제를 실행할 때 기업성과를 향상시킬 수 있음을 주장해 왔고(Fama and Jensen, 1983; Jensen and Meckling, 1976), 더불어 이와 같은 CEO 행위에 대한 내부통제수단(internal governance mechanism)으로서의 이사회 독립성의 감시기능과 역할의 중요성을 강조해 왔다(Barnhart, Marr, and Rosenstein, 1994; Daily, 1995; Daily and Dalton, 1994a,b; Baysinger and Hoskisson, 1990; Weisbach, 1988; Baysinger and

* 제1저자, 건국대학교 경영학과 교수
** 교신저자, 건국대학교 경영학과 교수

Butler, 1985).

하지만 이사회와 기능과 기업성과 간의 관계를 분석한 선행연구의 결과들은 대리인이론에 기초한 상기 주장에 대한 일관된 결과를 제시하지 못하고 있고 (Kor, 2006; Brennan, 2006; Dulewicz and Herbert, 2004; Dalton, Daily, Certo, and Roengpitya, 2002; Zahra and Pearce, 1989), 결국 이것은 대리인이론의 실용성(applicability)에 대한 의문을 불러일으키게 되었다(Shen, 2003; Hendry, 2002). 예를 들어 Hendry와 Pfeffer를 비롯한 기업지배구조 분야의 학자들은 CEO들의 기회주의적 행위를 가정하는 대리인이론의 주장과는 달리, 많은 경우 CEO들이 주주와의 협조적인 관계를 구축해야 하는 상황에 직면하게 됨을 주장하고 있다(Hendry, 2002; Pfeffer, 1997; Ghoshal and Moran, 1996, Martin, 1993; Perrow, 1986).

더불어 ‘청지기이론(stewardship theory)’의 주창자들은 CEO들이 자신의 사적 이익이 아닌 기업의 소유자인 주주의 이익 실현에 도움이 되는 방향으로 의사를 결정하고 기업을 운영하고 있으며, 따라서 CEO와 주주 간의 이해관계가 일치되지 못한다는 경제학적 관점의 가설(assumption)에 기초하여 수립된 대리인이론의 주장은 항상 옳다고 할 수 없다는 주장을 제기하고 있다(Donaldson, 1990). 그렇다면 과연 어떤 상황(situation)에서 이사회를 활용한 CEO 행위에 대한 감시와 통제가 기업성과 향상에 도움을 줄 수 있는 것일까?

기업지배구조 분야의 학자들은 CEO 통제와 기업성과 간의 관계에 대한 선행 연구들에서 일관되지 못한 결과를 보여주고 있는 주요 원인으로서는 CEO의 ‘경영기술(management technique)’에 대한 간과를 지적해 왔다(Hendry, 2002; Harris and Helfat, 1997). 즉 각종 통제수단의 활용을 통해 CEO의 기회주의적 행위들을 철저하게 감시하고 통제한다 할지라도 해당 CEO의 경영기술이 충분치 못할 경우에는 대리인이론에서 제시하고 있는 지배구조메커니즘과 기업성과 간의 관계가 나타나지 않을 수 있다는 것이다. 결국 주주의 궁극적인 목표가 CEO 감시를 통한 비용절감에 그치지 않고 기업성과 향상을 통한 이익극대화가 되어야 한다는 측면에서 기업의 지배구조메커니즘(corporate governance mechanism)은 CEO 행위에 대한 통제뿐만 아니라, 그들의 경영기술을 향상시키는데 도움을 주는 것에 목적을 두고 수립·활용되어야 한다는 것이다.

하지만 여기서 제기되는 문제점은 CEO 감시를 주요목적으로 할 경우와 경영기술 향상을 주요목적으로 할 경우의 기업지배구조의 구성 및 활용방식이 상이해질 수 있다는 것인데, 따라서 이와 같은 지배구조의 주요목적 - CEO 행위

감시 또는 경영기술 향상을 위한 지원 - 결정에 영향을 미칠 수 있는 요소들에 대한 연구의 중요성이 강조되고 있는 것이다(Shen, 2003; Hendry, 2002).

본 논문에서는 기업지배구조, 특별히 이사회 구성 및 활용방식 결정에 있어 CEO 감시에 주된 목적을 두고 실행되어야 하는 경우와 경영기술 향상에 주된 목적을 두고 실행되어야 하는 경우를 'CEO의 기업 내에서의 경력(CEO's firm specific experience)'과 관련하여 살펴보았다.

구체적으로 이사회의 독립성 확보를 통한 CEO 행위 감시의 주요방안으로서 강조되어온 '사외이사의 활용(utilization of independent, outside directors)' 및 '이사회 의장과 CEO의 분리(separating the positions of board chair and chief executive officer)'가 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용(interaction)을 통해 해당기업들의 성과에 어떤 영향을 미치는지에 대한 실증적 분석을 실행하여, CEO의 기업 내 경력에 따라 상이할 수 있는 이상적인 이사회의 구성 및 활용방식을 제시하였다.

컴퓨터 하드웨어산업부문 기업들의 17년간의 데이터를 '계층적 회귀분석(hierarchical regression analysis)'한 결과는 사외이사의 활용 및 이사회 의장과 CEO의 분리가 CEO의 기업 내에서의 경력에 따라 해당기업의 성과에 상이한 영향을 미치고 있음을 나타내고 있다. 구체적으로 사외이사의 활용은 기업 내에서의 오랜 경력을 보유한 CEO를 가진 기업들의 성과에 중대한 양(+의 영향을 미치는 반면, 이사회의 독립성 확보를 통한 감시역할 강화라는 동일한 목적 하에 실행되어온 이사회 의장과 CEO의 분리는 CEO의 기업 내 경력에 관계없이 기업성과에 중대한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이와 같은 실증적 분석의 결과는 이사회의 목적 및 활용방식과 관련하여 기업은 CEO의 기업 내 경력이 충분하지 못할 경우에는 사내이사의 비율을 높여 CEO의 경영기술 향상에 도움을 주는 이사회의 역할수행에 초점을 맞춰야 하는 반면, CEO의 기업 내 경력이 풍부한 경우에는 사외이사의 비율을 높여 CEO의 기회주의적 행위 감시역할에 초점을 맞춰야 한다는 사실을 시사하고 있다.

본 논문의 구성을 보면, 먼저 제II장에서는 CEO의 경영기술 학습과정과 이사회의 역할과 관련한 이론 및 선행연구들에 대해 고찰하고, 이에 기초하여 이사회의 독립성 확보를 통한 감시기능 강화를 위해 폭넓게 활용되고 있는 이사회의 구성 방식들 (i) 사외이사 활용, (ii) 이사회 의장과 CEO 분리- 이 기업성과에 직접적으로 미치는 영향과 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용을 통해 미치는 영향에 대한 가설들을 제시한다. 제III장에서는 본 논문에서 실증적 연구를 위해

선정하고 활용한 연구대상의 범위, 자료수집 방법, 변수의 측정방법 등을 포괄하는 연구방법에 대해 설명하고, 제IV장에서는 분석방법 및 결과를 제시한다. 마지막으로 제V장에서는 본 연구의 이론적·실무적 차원에서의 시사점과 연구의 한계 그리고 이를 보완하기 위한 향후 연구방향을 포괄하는 결론을 제시한다.

II. 이론적 배경 및 가설

1. CEO의 경영기술 학습

기업은 기업운영 전반을 총괄하는 최종의사결정자인 CEO의 기회주의적 행위를 효율적인 통제수단을 활용하여 방지할 때 성과를 높이고 소유자인 주주들의 이익을 극대화시킬 수 있다는 주장(Zahra and Pearce, 1989)을 제시하고 있는 대리인이론에서는, CEO가 합리적인 기업운영 방안을 수립하고 이를 효율적으로 수행하는데 필요한 적절한 경영기술을 보유하고 있다는 사실을 암묵적으로 가정하고 있다(Hendry, 2002; Harris and Helfat, 1997; Hambrick and Fukutomi, 1991). 하지만 ‘CEO 리더십(CEO leadership)’분야의 학자들은 CEO들이 기업운영 결과의 최종책임자로서의 역할 수행에 필요한 기술을 확보하기 위해 많은 시간과 노력을 투자하여 학습(learning)하고 있으며, 이와 같은 학습과정은 CEO로 부임한 이후에도 상당기간 지속되고 있음을 주장하고 있다(Brennan, 2006; Shen, 2003; Harris and Helfat, 1997; Kotter, 1982).

여기서 CEO가 경영기술 향상을 위해 학습해야하는 내용들은 크게 세 가지로 분류될 수 있다(Harris and Helfat, 1997; Castanias and Helfat, 1991, 1992; Becker, 1964). 첫째는 기업의 발전사, 경영자원, 핵심역량, 강점과 약점, 문화 등 기업 내부환경과 관련된 지식들이다(Puffer and Weintrop, 1991). 이와 같은 기업 내부환경 관련지식들은 기업 내에서의 오랜 경험과 학습을 통해 습득이 가능하다는 특성을 가지고 있다. 둘째는 경쟁사정보를 포함하는 산업환경 관련 지식이다(Katz, 1974). 산업환경 관련지식은 CEO가 조직구성원들에게 경영성과 향상을 위한 주요 지시를 내리고 실행결과에 대한 올바른 평가를 실시하는데 필요한 중요 요소로서, 기업이 종사하고 있는 산업부문에 대한 오랜 경험과 학

습을 통해 습득할 수 있다는 특성을 가지고 있다(Harris and Helfat, 1997). 셋째는 리더십과 관련된 기술로서, 본 기술은 기업과 산업부문의 특성에 관계없이 이전이 가능하다는 특성을 가지고 있다.

경영기술 습득과 향상을 위한 CEO의 학습은 일반적으로 해당 CEO가 기업의 부에서 영입된 경우에서 뿐만 아니라 기업내부에서 육성된 경우에도 필요한데(Vancil, 1987), 학습의 기간과 관련해서는 기업내부에서 육성된 CEO에 비해 기업외부에서 영입된 CEO의 경우에서 일반적으로 보다 더 오랜 기간 지속되고 있음을 나타내고 있다(Harris and Helfat, 1997). 더불어 선행연구에서는 내부에서 육성된 CEO에 비해 다른 기업의 CEO, 특별히 이종산업 부분의 CEO를 외부에서 영입하는 경우 학습기간이 보다 더 오랫동안 지속되고 있음을 보여주고 있는데(Gabarro, 1987), 이는 결국 CEO가 이전 가능한 리더십과 관련된 기술의 학습보다 자신이 책임지게 될 기업내부와 산업부문에 대한 기술 학습에 보다 더 많은 시간과 노력을 투자하고 있음을 시사하고 있는 것이다(Shen, 2003).

일반적으로 CEO들은 부임초기 지식과 기술 습득을 위한 노력에 집중하는 학습과정을 거쳐 기업 운영 전반에 대한 효율적인 전략방향과 구체적인 실행방법을 결정할 수 있는 경영기술을 구비하게 된다. 하지만 많은 경우 CEO로서의 역할수행을 위한 이와 같은 학습과정에 대한 노력과 투자의 정도는 CEO의 기업 내에서의 경력이 증가됨에 따라 점차적으로 감소되는 경향을 나타내게 되는데(Hambrick and Fukutomi, 1991), 이는 CEO로서의 역할 수행을 위해 요구되는 기술의 습득 정도가 증가됨에 따라 학습에 대한 필요와 동기가 감소되기 때문이다(Katz, 1980). 더불어 이와 같은 CEO의 기술 습득 정도의 증가는 기업운영과 관련한 전략 수립과 실행에 대한 일상화(routineness) 정도를 증가시켜 CEO의 기회주의적 행위 발생의 가능성을 증가시킬 수 있다(Shen, 2003).

2. 이사회 의 자원공급자 역할

현대의 기업에 있어 이사회로부터 기대되는 첫 번째 주요 역할은 CEO와 주주의 이해관계 차이에서 발생될 수 있는 CEO의 기회주의적 행위(opportunistic behavior)를 통제하여 기업의 소유자인 주주의 이익을 극대화시키는 감시자 역할(monitoring role)이다. 하지만 최근 기업지배구조 분야의 연구자와 실무자들은 이사회 의 역할 및 기능과 관련하여 CEO의 기회주의적 행위에 대한 감시자 역할에 지나치게 집중해온 선행연구들에 대한 비판을 제기하고 있다(Kor, 2006;

Dalton, Daily, Certo, and Roengpitya 2002; Hermalin and Weisbach, 2003). 즉 소유와 경영이 분리된 현대의 기업들이 태생적으로 직면하게 되는 문제점들을 지적하고 있는 ‘대리인이론(agency theory)’에 기초하여 많은 선행연구들이 경영자의 이기적인 행위 감시에 대한 이사회 역할을 지나치게 강조해온 반면 (Dalton, Daily, Ellstrand and Johnson, 1998; Shleifer and Vishny, 1997; Jensen and Meckling, 1976), CEO의 기업운영에 도움이 되는 각종 자원(resource)을 제공하는 자원공급자(resource provider)로서의 이사회 역할은 상대적으로 소홀하게 간주되어 왔다는 것이다(Brennan, 2006; Daily, Dalton, and Cannella, 2003; Blair and Stout, 2001; Jensen, 1993; Johnson, Daily, and Ellstrand, 1996).

자원공급자로서의 이사회 역할과 기능은 ‘자원의존이론(resource dependence theory: Pfeffer and Salancik, 1978)’을 중심으로 연구되고 발전되어 왔는데, 본 이론에서는 이사회 구성원들이 CEO의 기업운영 전반에 도움이 되는 각종 자원(resource)을 공급해 줌으로써 전략 선택과 실행에 도움을 주고, 결국 기업성과 향상에 이바지할 수 있다는 주장을 제기하고 있다(Gales and Kesner, 1994; Boyd, 1990; Pfeffer, 1972). 여기서 이사회가 제공할 수 있는 자원의 유형으로는 CEO의 전략 선택에 도움을 줄 수 있는 각종 정보와 조언뿐 아니라 수립된 전략 실행에 도움을 줄 수 있는 외부기업과의 정보교류 및 외부자원 조달을 위한 네트워크 구축 등이 제시되어 왔는데(Hillman, Cannella, and Paetzold, 2000; Daily and Dalton, 1994a,b), 이사회가 제공하는 이와 같은 자원들은 CEO의 경영기술 강화에 도움을 주어 ‘환경 변화에 따라 직면하게 되는 불확실성을 감소시키고(Pfeffer and Salancik, 1978), 시장에서의 거래비용을 감소시켜(Williamson, 1984), 궁극적으로는 기업의 성과 향상에 도움을 준다(Singh, House and Tucker, 1986; Wernerfelt, 1984; Pfeffer and Salancik, 1978)’는 것이다. 더불어 이사회 구성원들이 CEO에게 제공하는 자원의 유형과 정도는 이사회 구성원들의 성향, 역량, 경력 등에 따라 차이를 나타내게 되는데(Geletkanycz and Hambrick, 1997), 특별히 변호사, 회계사, 교수, 타 산업부문의 최고경영자 등으로 주되게 구성되는 사외이사들의 경우 CEO 행위에 대한 감시역할 수행과 산업 외부와의 정보교류 및 자원조달을 위한 네트워크 구축에 필요한 역할을 수행하는 반면, 기업 내부인사들로 구성되는 사내이사들의 경우 기업 내부환경 및 산업환경과 관련된 정보 제공에 탁월한 역할을 수행하고 있는 것으로 나타나고 있다(Palmer, Barber, Zhou, and Soysal, 1995; Haunschild, 1994; Davis, 1991:

Lorsch and MacIver, 1989; Mace, 1986).

3. 연구가설 : 이사회 독립성, CEO 기업 내 경력, 기업성과

CEO 행위에 대한 감시자로서의 이사회 역할에 대한 주장(Boyd, 1990; Johnson et al., 1996; Mace, 1971; Pearce and Zahra, 1992; Zahra and Pearce, 1989)은 대리인이론(Berle and Means, 1932; Fama and Jensen, 1983)에 기반하여 경영학을 포함한 다양한 학문 분야에서 연구되어 왔다. 특별히 대리인이론에서는 이사회 독립성(independence) 확보를 통한 CEO 행위 감시가 CEO들의 사적이익 추구행위로 인해 발생할 수 있는 기업의 비용을 감소시키고, 결국 기업성과 향상에 도움을 줄 수 있다는 주장을 제시해 왔으며(Fama, 1980; Mizruchi, 1983; Zahra and Pearce, 1989), 이와 같은 이사회 독립성 확보를 통한 감시기능 강화를 위해서는 이사회 구성 및 활용에 있어 사내이사(inside director)들에 비해 상대적으로 CEO의 영향으로부터 자유로울 수 있는 사외이사(outside director)의 비율을 높이는 것과 함께 이사회 의장과 CEO를 분리시키는 것이 중요하다는 사실을 주장(Barnhart, Marr, and Rosenstein, 1994; Daily, 1995; Daily and Dalton, 1994a,b; Baysinger and Hoskisson, 1990; Weisbach, 1988; Baysinger and Butler, 1985)해 왔다. 하지만 이사회 독립성 확보를 통한 감시역할 강화와 기업성과 간의 관계에 대한 많은 실증적 연구들은 대리인이론에 기초한 상기의 주장이 실제적으로는 존재하지 않을 수 있음을 암시하고 있는데 (Brennan, 2006; Dulewicz and Herbert, 2004; Dalton et al., 2002; Dalton et al., 1998; Zahra and Pearce, 1989), 따라서 본 논문에서는 이와 같은 일관되지 못한 선행연구들의 결과에 기초하여 다음의 가설1을 설정하였다.

가설 1 : 이사회 독립성은 기업성과에 중대한 양(+의 영향을 미친다.

가설 1-1 : 사외이사의 높은 비율은 기업성과에 중대한 양(+의 영향을 미친다.

가설 1-2 : 이사회 의장과 CEO의 분리는 기업성과에 중대한 양(+의 영향을 미친다.

기업지배구조 분야의 학자들은 이사회 독립성 확보를 통한 감시기능 강화와 기업성과 간의 일관성 없는 실증적 연구결과들의 원인으로서 이사회 역할의

다면성 및 복잡성을 지적하고 있다(Lipton and Lorsch, 1992; Berle and Means, 1932). 사실 이사회는 CEO 행위에 대한 감시기능 외에도 자원제공과 같은 또 다른 기능들을 수행한다. 더불어 이사회 구성 및 활용방식과 같은 기업지배구조 메커니즘 상의 특성들은 기업성과에 직접적인 영향을 미치기보다는, 또 다른 요소들과의 상호작용을 통해 영향을 미칠 수 있는 가능성이 더욱 높다. 따라서 매개변수(mediating variable)와 조정변수(moderating variable)들을 포함하는 보다 포괄적 범위의 연구를 실행하여 일반적으로 예측해온 것보다 한층 더 복잡할 것으로 예상되는 이사회 구성 및 활용 방식과 기업성과 간의 관계를 명확하게 보여주는 과정(intervening process)에 대한 연구가 활성화되어야 할 것이다(Kor, 2006; Daily, Dalton and Cannella, 2003; Hillman and Dalziel, 2003). 더불어 전술한바와 같이 선행연구들이 대리인이론에 기초하여 이사회의 감시역할에 지나치게 집중해 온 사실 또한 이사회 역할과 기업성과 간의 일관성 없는 실증적 연구 결과 도출의 원인으로 지적되고 있다(Brennan, 2006; Daily et al., 2003; Blair and Stout, 2001; Jensen, 1993; Johnson et al., 1996).

사실 많은 경우 기업 경영의 대리인인 CEO들은 신의성실의 원칙에 의거하여 사적이익이 아닌 주주의 이익 증대를 위해 노력하고 있다(Donaldson, 1990). 만약 주주의 이익실현을 위해 노력하는 이와 같은 정직한 CEO들을 대리인이론에서 제시하고 있는 각종 지배구조메커니즘(governance mechanism)을 활용하여 감시하고 통제할 경우 오히려 CEO들의 기업 성장과 주주이익 극대화를 위한 노력에 대한 동기(motivation)를 감소시키고 이사회와의 우호적이고 협조적인 관계 구축에 실패하게 되어 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있는데(Davis, Schoorman, and Donaldson, 1997), 특별히 이와 같은 부정적 효과는 경영기술 향상을 위한 학습에 집중하는 기업 내 경력이 짧은 CEO들에게 보다 더 중대하게 나타날 수 있다. 따라서 기업 내 경력이 짧은 CEO를 보유하고 있는 기업들의 경우 이사회 운영에 대한 주요목적과 활용방식에 있어 CEO 행위에 대한 감시와 통제가 아닌 경영기술 향상을 위한 자원제공이라는 측면을 강조해야 할 것이다. 반면 오랜 경력에 기초하여 기업내부 및 산업환경에 대한 풍부한 지식과 정보를 소유하고 있는 CEO들의 경우에는 경영기술 향상을 위한 학습 동기는 낮은 반면 자신들의 사적이익을 추구하는 기회주의적 행위를 도모할 가능성이 높으므로(Shen, 2003), 이사회 운영의 주요목적과 활용방식에 있어 CEO 행위에 대한 감시와 통제라는 측면이 강조되어야 할 것이다. 결국 이와 같은 이론적 주장들은 CEO에 대한 이사회의 감시역할이 CEO의 기업 내 경력 정도에 따

라 달라져야 함을 나타내고 있는데, 구체적으로 CEO의 기업 내 경력이 충분치 못한 경우에는 사외이사비율 확대를 통한 감시기능 강화가 바람직하지 않은 반면, CEO의 기업 내 경력이 풍부한 경우에는 사외이사비율의 확대를 통한 감시기능 강화가 기업성과 향상에 도움을 줄 수 있다는 것이다. 따라서 본 논문에서는 이와 같은 이론적 주장에 기초하여 다음의 가설 2를 설정하였다.

가설 2 : 사외이사 비율의 확대를 통한 이사회 독립성 확보는 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용을 통해 기업성과에 중대한 양(+)의 영향을 미친다.

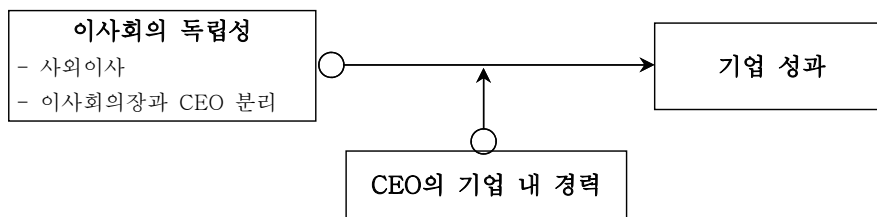
이사회 구성 및 활용방식에 있어 이사회 의장과 CEO의 분리를 통한 감시역할 강화는 사외이사 비율 확대에서와 마찬가지로 대리인이론의 관점에서 그 중요성이 강조되어 왔다. 즉 이사회 의장과 CEO를 분리할 경우 CEO의 기회주의적 행위를 감시하고 통제하는데 필요한 이사회 독립성이 강화되어 기업의 성과를 향상시킬 수 있다는 것이다(Baysinger and Hoskisson, 1990; Fama and Jensen, 1983; Alchian and Demsetz, 1972). 하지만 실증적 분석의 결과들과 실무적 차원에서의 실행 결과들은 이와 같은 이론적 주장을 뒷받침하지 못하고 있는데 (Daily et al., 2003; Dalton et al., 2002; Dalton et al., 1998), 실제적으로 일부 기업들에서는 이사회 의장과 CEO를 분리함으로써 경영 성과가 향상되었지만, 또 다른 기업들에서는 오히려 성과가 하락되었음을 나타내고 있음을 볼 수 있다. 따라서 이사회 의장과 CEO의 분리 여부는 각 기업의 내·외부환경을 구성하는 다양한 요소들에 대한 충분한 고려에 기초하여 선택하는 것이 가장 바람직하다는 주장이 제기되고 있다(한국상장회사협의회, 2006; Baysinger and Hoskisson, 1990).

CEO의 기업 내 경력과 관련해서는 CEO의 기업 내 경력이 충분치 못한 경우에는 이사회 의장과 CEO의 분리를 통한 이사회 감시기능 강화가 사외이사의 비율 확대를 통한 감시기능 강화에서와 마찬가지로 기업성과 향상에 도움이 되지 못하는 반면, 개인적 이익 추구 행위의 가능성이 높은 기업 내 경력이 풍부한 CEO의 통제를 통한 비용 절감과 성과 향상에는 유용한 수단이 될 수 있음을 추론해 볼 수 있다. 특별히 이사회 의장을 겸임하고 있는 CEO들의 경우 자신의 강력한 지위(authority)를 활용하여 사적이익 추구를 위한 기회주의적 행위 도모의 가능성이 보다 더 높다는 사실은, 이와 같은 추론의 근거를 더해 준

다고 할 수 있을 것이다. 따라서 본 논문에서는 이사회 의장과 CEO의 분리를 통한 이사회 독립성 확보와 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용이 기업 성과에 미치는 영향과 관련하여 다음의 가설 3을 설정하였다.

가설 3 : 이사회 의장과 CEO의 분리를 통한 이사회 독립성 확보는 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용을 통해 기업 성과에 중대한 양(+)의 영향을 미친다.

<그림 1>은 본 논문에서 제시한 이사회 독립성 확보를 위한 구성 및 활용 방법, CEO의 기업 내 경력, 기업 성과 간의 관계를 도식적으로 표현하고 있다.



<그림 1> 이사회 독립성, CEO의 기업 내 경력, 기업 성과

Ⅲ. 연구방법

1. 연구대상 및 자료수집

본 연구에서는 컴퓨터 하드웨어부문의 기업 이사회 독립성 확보를 위한 구성 및 활용방식들이 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용을 통해 기업 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 연구대상인 컴퓨터 하드웨어산업부문 기업의 선정은 Cross-reference volume in Dun and Bradstreet's Reference Book of Corporate Management, Standard and Poor's Industry Surveys, Standard & Poor's Register of Corporation, Directors and Executive 등의 광범위한 참고 문헌조사를 통해 실행하였고, 선정된 기업들의 이사회 독립성과 관련한 자료들은 Dun and Bradstreet's Reference Book of Corporate Management, Standard and Poor's Register of Corporations, Directors and Executives, 10-K and

Proxy Statement의 조사를 통해 수집하였으며, 해당기업의 성과(영업이익률)에 대한 정보는 COMPUSTAT 파일에서 수집하였다.

본 논문의 분석모델은 독립변수인 이사회 독립성이 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용을 통해 종속변수인 기업성과에 영향을 미치게 되는 시간적 차이를 반영하여 독립변수들이 1년과 2년 후의 평균기업성과에 미치는 영향을 분석하였는데(lagged design between independent and dependent variables), 특별히 1년과 2년 후의 평균기업성과에 미친 영향을 분석한 이유는 본 연구의 분석모델에 포함되지 않은 외부요소가 특정연도의 기업성과에 중대한 영향을 미침으로서 분석결과에 신뢰성을 저하시킬 수 있는 가능성을 최소화하기 위함이다(Meyer and Gupta, 1994; Oster, 1990). 이에 따라 1985년부터 2001년까지 17년간 측정된 독립변수들과는 달리, 종속변수의 측정은 1986년부터 2003년까지 18년간에 걸쳐 이루어졌다. 본 논문의 분석에 포함된 표본의 총 크기는 412(N=412)이다.

2. 변수 측정

독립변수인 사외이사 비율, 이사회 의장과 CEO의 분리는 다음과 같은 방법으로 측정하였다. 먼저 사외이사의 비율은 사외이사의 수를 이사회 총수로 나누어 측정하였고, 이사회 의장과 CEO의 분리여부는 더미변수(dummy variable)로 구분하여 이사회 의장과 CEO를 겸임하고 있는 경우에는 0을, 분리하고 있는 경우에는 1을 부여하였다. 더불어 또 다른 독립변수인 CEO의 기업 내 경력은 CEO가 해당기업에 근무한 연수로 측정하였으며, 마지막으로 종속변수인 기업 성과는 해당기업의 영업이익률(Return on Sales : ROS)을 조사하여 분석에 활용하였다.

본 연구의 분석에서 통제된 외생변수들과 이들을 측정하는데 사용한 방법은 다음과 같다. 첫째, 기업의 규모(size)와 성과(performance) 간에 밀접한 상관관계가 존재한다는 선행연구들의 주장(Kor, 2003; Dean, Brown, and Bamford, 1998)에 따라 총자산의 로그값(log value)으로 측정된 기업규모를 통제하였다. 둘째, 기업성과에 영향을 미칠 수 있는 또 다른 요소로서 간주되어온 기업의 존속기간을 기업이 설립된 해로부터 현재까지의 연수로 측정하여 통제하였다. 셋째, 이사회 독립성과 CEO의 기업 내 경력 간의 상호작용이 기업 성과에 영향을 미치는데 필요한 시간적 차이를 반영하여 구성된 회귀분석 모델의 특성에

따라 독립변수들이 측정된 년도의 종속변수 값(현재시점에서의 기업성과)을 측정하여 통제하였다. 이와 같은 분석 방법은 사실 종속변수에 대한 독립변수의 영향이 단시일에 나타나지 않는 경우 유용하게 사용될 수 있는 방법이며 (Geletkanycz and Hambrick, 1997; Judge, Hill, Griffiths, Lutkepohl and Lee, 1982), 더불어 ‘독립변수와 종속변수 간의 인과관계가 뒤바뀔 수 있는 잠재 가능성(reverse causality)’의 통제를 위해서도 유용하게 사용되는 분석방법이다 (Wiklund and Shepherd, 2003; Haveman, 1992).

IV. 분석 방법 및 결과

본 논문에서 제시한 가설들의 검증을 위해서는 ‘계층적 다중회귀분석(hierarchical multiple regression analysis)’을 실행하였다. 첫 번째 분석모델에서는 통제변수인 기업규모, 존속기간, 현재시점(t)에서의 기업성과와 독립변수인 사외이사비율, 이사회 의장과 CEO 분리, CEO의 기업 내 경력이 종속변수인 기업성과에 미친 직접효과(direct effect)를 분석하였다. 두 번째 분석모델에서는 이사회 의 독립성 확보를 위한 각각의 방식들과 CEO의 기업 내 경력 간의 상호작용효과가 독립변수의 측정 시점(t)에서부터 1년과 2년 후(t+1, t+2) 기업성과 평균에 미친 영향을 분석하기 위해 독립변수들 간의 상호작용변수(interaction variable)들을 포함하였다. 분석에 있어 종속변수와 독립변수간의 시간차이를 반영하여 구성한 분석모델에서 발생할 수 있는 ‘자기상관관계(autocorrelation)’가능성은 Cochrane-Orchutt 전환법(Cochrane-Orchut transformation)을 사용하여 수정하였다(Kmenta, 1986). 독립변수들 간의 완전한 선형관계의 가능성을 조사하기 위해 실행한 분산팽창인수(VIF : Variance Inflation Factor)분석은 독립변수 간에 다중공선성(multicollinearity)이 회귀분석에 장애가 되지 않음을 나타내었다. <표 1>은 본 논문의 회귀분석에 포함된 주요변수들의 평균치, 표준편차, 상관계수들은 보여주고 있다.

<표 1> 주요변수들의 기술통계량 및 상관계수*

변수	평균	표준편차	1	2	3	4	5	6
1. 기업성과 평균 (t+2, t+3)	-0.50	12.33						
2. 사외이사비율	0.70	0.21	.10					
3. 이사회 의장과 CEO 분리	0.39	0.49	-.04	.01				
4. CEO 기업 내 경력	14.92	9.56	-.07	.01	-.11			
4. CEO 기업 내 경력	32.33	26.19	.07	.32	.22	-.11		
6. 기업규모	7.23	1.75	.13	.30	.16	.38	.49	
7. 현재 기업성과 (t)	0.31	13.08	.22	.13	.11	.11	.08	.34

* 상관계수가 .08 이상인 것은 .05 수준에서 유의함 (N=412)

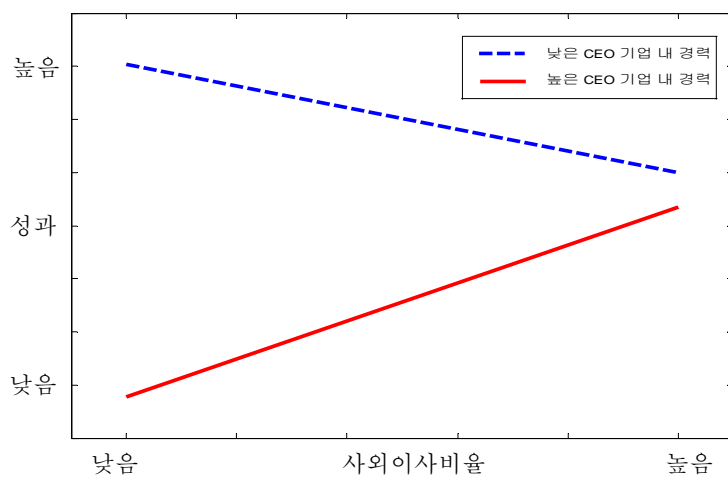
<표 2>는 종속변수인 기업성장에 대한 독립변수들과 통제변수들의 직접효과에 대한 분석결과(모델 I)와, 이사회 독립성 확보를 위한 각각의 구성 및 활용 방식들과 CEO의 기업 내 경력 간의 상호작용이 기업성장에 미치는 영향을 나타내는 상호작용변수(interaction variable)들을 포함하는 분석결과(모델 II)를 보여주고 있다.

계층적 회귀분석의 결과는 선행연구들(Hermalin and Weisbach, 2003; Dalton et al., 2002; Bhagat and Black, 1999; Dalton et al., 1998)에서와 같이 사외이사 활용 및 이사회 의장과 CEO의 분리를 통한 이사회 독립성 확보가 기업성장에 직접적인 영향을 미치지 않고 있음을 나타내고 있다. 따라서 가설 1-1과 가설1-2는 모두 기각되었다. 하지만 가설 2에서 제시하고 있는 바와 같이 이사회 높은 사외이사 비율은 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용을 통해 기업성장에 중대한 양(+)의 영향($\beta=0.454, p<.01$)을 미치고 있음을 나타내고 있다. 따라서 가설2는 지지되었다. 이사회 사외이사비율과 CEO의 기업 내 경력간의 상호작용이 기업성장에 미치는 영향의 패턴을 독립변수 평균값들의 상하 1-표준편차(one standard deviation)를 양극점으로 하여 표현(Aiken and West, 1991)한 <그림 2>에서는 CEO의 기업 내 경력이 높은 경우 사외이사비율을 높여 이사회 독립성과 감시 기능을 강화할 때 기업성장을 향상시킬 수 있는 반면, CEO의 기업 내 경력이 낮은 경우에는 사외이사비율 확대가 오히려 기업성장에 부정적인 영향을 미치는 있음을 나타내고 있다. 마지막으로 이사회 의장과 CEO의 분리를 통한 이사회 독립성 확보와 이를 활용한 이사회 감시기능 강화는 가설3에서의 예상과는 달리 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용을 통해 기업성장에 중대한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 따라서 가설 3을 기각되었다.

<표 2> 이사회 독립성이 기업성과에 미치는 영향(N=412)*

변수	모델 I	모델 II
사외이사비율	0.044 (0.837)	-0.147 (-1.555)
이사회 의장과 CEO 분리	-0.016 (-0.326)	-0.019 (-0.202)
CEO 기업 내 경력	-0.131 (-2.508)**	-0.531 (-3.033)***
기업 존속기간	0.025 (0.427)	0.029 (0.504)
기업 규모	0.091 (1.447)	0.094 (1.488)
현재 기업 성과(t)	0.091 (3.708)**	0.190 (3.706)***
CEO 기업 내 경력과 상호작용 효과		
사외이사비율		0.454 (2.420)**
이사회 의장과 CEO 분리		0.012 (0.124)
R ²	0.101	0.112
F-Statistic	6.743***	5.643***
△R ²		0.023
Change in F		3.220***

* p < .05; ** p < .01; *** p < .001.
 제시된 수치는 표준화된 회귀계수이고 괄호 안은 t값임.



<그림 2> 사외이사비율과 CEO 기업 내 경력의 상호작용효과

V. 결 론

본 연구는 기업지배구조, 특별히 이사회 독립성 확보를 통한 CEO 행위의 감시와 통제기능 강화가 과연 어떤 상황에서 기업성과를 향상에 도움을 줄 수 있는지를 실증적인 분석을 통해 제시하는데 그 주된 목적을 두고 실행되었다. 이를 위해 사외이사 활용 및 이사회 의장과 CEO의 분리가 CEO의 기업 내 경력과의 상호작용을 통해 기업성과에 미치는 영향을 분석하였는데, 컴퓨터 하드웨어 산업부문 기업들의 다년간의 자료를 수집하여 분석한 결과는 사외이사 활용을 통한 이사회 감시기능 강화가 기업 내에서의 오랜 경력을 보유한 CEO를 가진 기업들의 성과에는 중대한 양(+의) 영향을 미치는 반면, 기업 내에서의 낮은 수준의 경력을 보유한 CEO를 가진 기업들의 성과에는 오히려 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있었다. 하지만 이사회 독립성 확보를 통한 감시역할 강화라는 동일한 목적 하에 활용되고 있는 이사회 의장과 CEO의 분리는 CEO의 기업 내 경력에 관계없이 기업성과에 중대한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이와 같은 실증적 분석의 결과는 학문적, 실무적 차원에서 크게 세 가지 시사점을 제공하고, 이와 관련한 향후 연구방향을 제시해 준다. 첫 번째 시사점은 CEO의 기회주의적 행위에 대한 이사회 감시역할을 강조하고 있는 대리인이론에 기초한 기업지배구조 분야의 연구에서 CEO 경영기술에 대한 고려의 중요성이다. 전술한바와 같이 대리인이론에서는 CEO가 효율적인 기업 운영 방안을 수립하고 실행하는데 필요한 경영기술을 보유하고 있다는 사실을 가정하고 있다. 하지만 CEO들은 많은 경우 기업성과 향상을 위한 충분한 경영기술을 보유하고 있지 못하며, 사실 이와 같은 경영기술의 학습을 위해 오랜 기간의 시간과 노력을 투자하고 있다. 따라서 기업지배구조 분야의 향후 연구들은 CEO의 기회주의적 행위를 통제하는 이사회 감시역할을 강조하는 대리인이론에 대한 지나친 집중에서 벗어나 연구의 범위를 CEO의 경영기술 향상에 도움을 주는 이사회 역할로 확대해야 하며, 이를 위해서는 청지기이론(stewardship theory: Donaldson, 1990), 자원의존이론(resource dependence theory: Pfeffer and Salancik, 1978), 제도이론(institutional theory: DiMaggio and Powell, 1983), 사회연결망이론(social network theory: Granovetter, 1985) 등 기업지배구조와 관련한 다양한 이론들에 대한 복합적 고려와 실증적 분석이 요구되어진다

(Lynall, Golden, and Hillman, 2003).

본 논문의 두 번째 시사점은 기업성과에 대한 이사회에 대한 영향과 관련하여 CEO와 이사회 간의 상호작용(interaction between CEO and board)에 대한 고찰의 중요성을 실증적 연구의 결과로서 보여주고 있다는 것이다. 사실 이사회와 CEO의 상호작용 분석에 대한 중요성은 최근 많은 학자들(예를 들어 Kor, 2006, 2003; Shen, 2003; Daily et al., 2003)에 의해 강조되고 있는데, 본 논문에서는 특별히 CEO의 기업 내부 및 산업환경에 대한 경영기술 정도를 나타내는 CEO의 기업 내 경력과 이사회 구성 및 활용 방식들과의 상호작용을 분석하여 이와 같은 주장의 실증적 근거자료를 제시하고 있는 것이다. 하지만 본 논문에서는 선행 연구들에서 제시한 또 다른 유형의 경영기술, 즉 이전 가능한 CEO 리더십과 관련한 경영기술의 경우 이사회에 독립성과 직접적인 영향을 주고받지 않는다는 가정에 근거하여 분석에서 배제하였는데, 향후 연구에서는 이와 같은 가정의 검증을 통해 보다 포괄적이며 높은 실효성을 가진 연구결과를 도출할 수 있을 것이다.

마지막으로 본 논문은 다음과 같은 이유에서 실무적 차원의 중요한 시사점을 제공하고 있다. “소유와 경영이 분리된 현대의 기업에 있어 성과향상을 위한 필수 요소인 기업지배구조 메커니즘에 대한 연구의 중요성과 실무적 차원에서의 활용은 다른 어떤 분야에 못지않게 중요하다고 할 수 있다(Shleifer and Vishny, 1997: 737).” “하지만 이와 같은 실무적 차원의 중요성에도 불구하고 현재까지 실행되어온 많은 선행연구의 결과들은 실무자가 즉각적으로 활용할 수 있는 실용성 있는 정보들을 제시하지 못해왔다(Daily et al., 2003: 371).” 사실 기업들이 원하는 실무적 차원에서의 가장 유용한 정보는 자사의 특성에 가장 잘 부합되는 효용성 높은 기업지배구조 메커니즘들의 제시와 제시된 메커니즘들의 활용방법인데, 이는 이와 같은 정보들이 자사 이사회 기능에 대한 평가제도 구축 및 활용에 유용하게 사용될 수 있기 때문이다(한국상장회사협의회, 2006; Daily et. al., 2003). 본 논문의 연구결과는 이와 같은 관점에서 실무적 차원의 중요한 시사점을 제공해 주고 있다. 구체적으로 본 논문은 이사회에 주요 목적 수립 및 활용 방식과 관련하여 기업은 CEO의 기업 내 경력을 고려하여 이사회 운영의 주요 목적을 수립하고 수립된 목적에 부합되는 사외이사비율의 조정과 이사회 기능에 대한 평가를 통해 성과를 향상시킬 수 있다는 사실을 제시하고 있다.

상기의 이론적·실무적 차원의 시사점들에도 불구하고 본 논문의 다음과 같

은 한계점들과 이와 관련한 향후 연구방향을 제시하고 있다. 첫째, 본 연구는 산업의 특성이 기업성장에 미칠 수 있는 영향의 통제를 위해 연구대상을 컴퓨터 하드웨어산업부문의 기업으로 한정하였다. 따라서 연구 결과를 일반화(generalize)할 수 없으며, 이와 같은 한계점의 극복을 위해서는 다양한 산업 부문의 기업들을 대상으로 하는 유사한 형태의 후속연구가 필요할 것이다. 둘째, 본 연구의 실증적 분석 결과는 이사회 의장과 CEO의 분리가 기업성장에 대한 직접적인 영향은 물론 CEO의 기업 내 경력이라는 특성과의 상호작용을 통해서도 기업성장에 중대한 영향을 미치지 않고 있음을 나타내고 있다. 하지만 이와 같은 연구결과가 이사회 의장과 CEO의 분리를 통한 이사회 독립성 확보가 기업의 특징적 요소를 나타내는 또 다른 요소들과의 상호작용을 통해 기업성장에 영향을 미칠 수 있는 가능성을 완전히 배제시키는 것은 아니다. 따라서 향후에는 다양한 조정변수(moderating variable)들을 포함하는 보다 포괄적인 범위의 연구를 통해 이사회 의장과 CEO의 분리와 상호작용을 통해 기업성장에 영향을 미칠 수 있는 기업 특성들을 밝혀내는 후속연구가 요구된다. 마지막으로 본 연구의 분석모델은 기업의 경영성장에 영향을 미칠 수 있는 CEO의 인구통계학적 특성과 관련한 변수들을 분석에 포함하고 있지 않다. 향후에는 이와 같은 요소들이 이사회와의 상호작용을 통해 기업성장에 어떤 영향을 미치는지에 대한 후속연구가 필요할 것이다.

참고문헌

1. 한국상장회사협의회(2006), 사외이사 직무수행 표준모델과 운영실제, 한국상장회사협의회
2. Aiken L.S. and S.G. West(1991), *Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions*, Thousand Oaks, CA: Sage Publication.
3. Alchian A.A. and H. Demsetz(1972), "Production, Information Costs and Economic Organization," *American Economic Review*, 62, 777-795.
4. Barnhart S., W. Marr, and S. Rosenstein(1994), "Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence," *Managerial and Decision Economics*, 15, 329-340.
5. Baysinger B. and H. Butler(1985), "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition," *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, 101-134.
6. Baysinger B.D. and R.E. Hoskisson(1990), "The Composition of Boards of Directors and Strategic Controls: Effects on Corporate Strategy," *Academy of Management Review*, 15, 72-87.
7. Becker G.(1964), *Human Capital*, Columbia University Press, New York.
8. Berle A.A. and G.C. Means(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.
9. Bhagat S and B.S. Black(1999), "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance," *Business Lawyer*, 54, 921-963.
10. Blair M.M. and L.A. Stout(2001), "Corporate Accountability: Director Accountability and the Mediating Role for the Corporate Board," *Washington University Law Quarterly*, 79, 403-447.
11. Boyd B.(1990), "Corporate Linkages and Organizational Environment: A Test of the Resource Dependence Model," *Strategic Management Journal*, 11, 419-430.
12. Brennan N.(2006), "Boards of Directors and Firm Performance: Is There an Expectations Gap?" *Corporate Governance*, 14, 577-593.

13. Castanias R.P and C.E. Helfat(1991), "Managerial Resources and Rents?" *Journal of Management*, 17, 155-171.
14. Castanias R.P and C.E. Helfat(1992), "Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control?" *Journal of Economic Behavior and Organization*, 18, 153-184.
15. Daily C.(1995), "The Relationship between Board Composition and Leadership Structure and Bankruptcy Reorganization Outcomes," *Journal of Management*, 21, 1041-1056.
16. Daily C. and D.R. Dalton(1994a), "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure," *Academy of Management Journal*, 37, 1603-1617.
17. Daily C. and D.R. Dalton(1994b), "Corporate Governance and the Bankrupt Firm: An Empirical Assessment," *Strategic Management Journal*, 15, 643-654.
18. Daily C., D.R. Dalton, and A.A. Cannella(2003), "Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data," *Academy of Management Review*, 28, 371-382.
19. Dalton D.R., C.M. Daily, S.T. Certo and R. Roengpitya(2002), "Meta-analysis of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion?" *Academy of Management Journal*, 46, 13-26.
20. Dalton D.R., C.M. Daily, A.E. Ellstrand, and J.L. Johnson(1998), "Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.
21. Davis G.F.(1991), "Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network," *Administrative Science Quarterly*, 36, 583-613.
22. Davis J.H., F.D. Schoorman, and L. Donaldson(1997), "Toward a Stewardship Theory of Management," *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
23. Dean T.J., R.L. Brown, and C.E. Bamford(1998), "Differences in Large and Small Firm Responses to Environmental Context: Strategic Implications from a Comparative Analysis of Business Formations,"

- Strategic Management Journal*, 19, 709-728.
24. DiMaggio P.J., and W.W. Powell(1983), "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields," *American Sociological Review*, 48: 147-160.
 25. Donaldson L.(1990), "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory," *Academy of Management Review*, 15, 369-381.
 26. Dulewicz, V. and P. Herbert(2004), "Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear Any Relationship to the Performance of Their Companies?" *Corporate Governance*, 12, 263-280.
 27. Fama E.(1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
 28. Fama E. and M. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
 29. Gabarro J.J.(1987), *The Dynamic of Taking Charge*, Boston: Harvard Business School Press.
 30. Gales L. and I. Kesner(1994), "An Analysis of Board of Director Size and Composition in Bankrupt Organizations," *Journal of Business Research*, 30, 271-282.
 31. Geletkanycz M.A. and D.C. Hambrick(1997), "The External Ties of Top Executives: Implications for Strategic Choice and Performance," *Administrative Science Quarterly*, 42, 654-681.
 32. Ghoshal S. and P. Moran(1996), "Bad for Practice: A Critique of Transaction Cost Theory," *Academy of Management Review*, 21, 13-47.
 33. Granovetter M.(1985), "Economic Action and Social Structure: A Theory of Embeddedness," *American Journal of Sociology*, 91: 481-510.
 34. Hambrick D.C. and G.D.S. Fukutomi(1991), "The Seasons of a CEO's Tenure," *Academy of Management Review*, 16, 719-742.
 35. Harris D. and C. Helfat(1997), "Specificity of CEO Human Capital and Compensation," *Strategic Management Journal*, 18, 895-920.
 36. Haunschild P.R.(1994), "How Much is That Company Worth? Inter-organizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums," *Administrative Science Quarterly*, 39, 391-411.

37. Haveman H.A.(1992), "Between a Rock and a Hard Place: Organizational Change and Performance under Conditions of Fundamental Environmental Transformation," *Administrative Science Quarterly*, 37, 48-57.
38. Hendry J.(2002), "The Principal's Other Problems: Honest Incompetence and the Specification of Objectives," *Academy of Management Review*, 27, 98-113.
39. Hermalin B.E. and M.S. Weisbach(2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9, 7-26.
40. Hillman A., A.A. Cannella Jr., and R. Paetzold(2000), "The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change," *Journal of Management Studies*, 37, 235-256.
41. Hillman A.J. and T. Dalziel(2003), "Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives," *Academy of Management Review*, 28, 383-396.
42. Jensen M.C.(1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, 831-880.
43. 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.
44. Johnson J.L., C.M. Daily, and A.E. Ellstrand (1996), "Boards of Directors: A Review and Research Agenda," *Journal of Management*, 22, 409-438.
45. Judge G.G., C.R. Hill, W.E. Griffiths, H. Lutkepohl, and T. Lee(1982), *Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*, New York, NY: Wiley.
46. Katz R.(1974), "Skills of an Effective Administrator?" *Harvard Business Review*, 52, 90-102.
47. Katz R.(1980), "Time and Work: An Integrative Perspective," *Research in Organizational Behavior*, 2, 81-127.

48. Kmenta J.(1986), *Elements of Econometrics*, New York, NY: Macmillan.
49. Kor Y.Y.(2003), "Experience-based Top Management Team Competence and Sustained Growth," *Organizational Science*, 14, 707-719.
50. Kor Y.Y.(2006), "Direct and Interaction Effects of Top Management Team and Board Compositions on R&D Investment Strategy," *Strategic Management Journal*, 27, 1081-1099.
51. Kotter J.P.(1982), *The General Managers*, New York: Free Press.
52. Lipton M. and J.W. Lorsch(1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance," *The Business Lawyer*, 48, 59-77.
53. Lorsch J.W. and E. Maclver(1989), *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
54. Lynall M.D., Golden, B.R., and Hillman, A.J.(2003), "Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View," *Academy of Management Review*, 28: 416-431.
55. Mace M.(1971), *Directors: Myth and reality*, Boston: Harvard Business School Press.
56. Martin R.(1993), "The New Behaviorism: A Critique of Economics and Organization," *Human Relations*, 46, 1085-1101.
57. Meyer M. and V. Gupta(1994), "The Performance Paradox," in B.M. Staw and L.L. Cummings (Eds.), *Research in Organizational Behavior*, Vol.16, Greenwich, CT: JAI Press, 161-213.
58. Mizruchi M.(1983), "Who Controls Whom? An Examination between Management and Boards of Directors in Large American Corporations," *Academy of Management Review*, 8, 426-435.
59. Oster S.(1990), *Modern Competitive Analysis*, Oxford University Press, New York.
60. Palmer D., B.M. Barber, X. Zhou, and Y. Soysal(1995), "The Friendly and Predatory Acquisition of Large U.S. Corporations in the 1960's: The Other Contested Terrain," *American Sociological Review*, 60, 469-499.
61. Pearch J. and S. Zahra(1992), "Board Composition from a Strategic Contingency Perspective," *Journal of Management Studies*, 29, 411-438.

62. Pfeffer J.(1972), "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment," *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-228.
63. Pfeffer J.(1997), *New Directions for Organization Theory: Problems and Prospects*, Oxford: Oxford University Press.
64. Pfeffer J. and G.R. Salancik(1978), *The External Control of Organizations: A Resource-dependence Perspective*, New York: Harper & Row.
65. Puffer S. and J. Weintrop(1991), "Corporate Performance and CEO Turnover: A Comparison of Performance Indicators?" *Administrative Science Quarterly*, 36, 1-9.
66. Shen W.(2003), "The Dynamics of the CEO-board Relationship: An Evolutionary Perspective," *Academy of Management Review*, 28, 466-476.
67. Shleifer A. and R.W. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
68. Singh, J., R. House, and D. Tucker(1986), "Organizational Change and Organizational Mortality," *Administrative Science Quarterly*, 32, 367-386.
69. Vancil R.(1987), *Passing the Baton*, Boston: Harvard University Press.
70. Weisbach, M.(1988), "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
71. Wernerfelt, B.(1984), "A Resource-based View of the Firm," *Strategic Management Journal*, 5, 171-180.
72. Wiklund J. and D. Shepherd(2003), "Knowledge-based Resources, Entrepreneurial Orientation and the Performance of Small and Medium-sized Businesses," *Strategic Management Journal*, 24, 1307-1314.
73. Williamson O.(1984), "Corporate Governance," *Yale Law Journal*, 93, 1197-1229.
74. Zahra S. and J. Pearce(1989), "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model," *Journal of Management*, 15, 291-244.

Abstract

Effect of Board Independence on Performance: Interaction Effect with CEO's Firm Specific Experience

Yoo, Jae-wook* · Kim, Kwang-soo**

This paper examines the direct effects of board independence and also its interaction effects with CEO's firm specific experience on firm performance. The findings in an hierarchical regression analysis of multiyear sample of computer hardware companies indicate that independent, outsider directors are beneficial to firms' performance when CEO has high-level of firm specific experience whereas it is harmful when CEO has low-level of firm specific experience. However, separating the positions of board chair and chief executive officer that has been used as another means for increasing board independence does not influence to firms' performance. These findings imply that researchers in corporate governance should reconsider the relative weight placed on directors' monitoring and assistance role. Rather than focusing predominantly on directors' willingness or ability to control executives, in future research scholars should yield more productive results by focusing on the assistance directors provide in bringing valued resources to the CEOs and in serving as a source of advice and counsel especially for CEO's improvement of management technique. In addition, they should pay more attention on identifying intervening processes between board and firm performance in order to provide optimal governance mechanisms and configurations to practitioners.

Key Words : Agency theory, Board independence, Management technique,
CEO's firm specific experience

* Assistant Professor, College of Business Administration, Konkuk University

** Assistant Professor, College of Business Administration, Konkuk University