

## 사외이사 특성과 주식성과 : KOSDAQ, NASDAQ IPO기업을 중심으로

전호진\*

### 〈요 약〉

본 연구는 국내와 미국 IPO기업을 대상으로 이사회내의 사외이사의 특성, 사외이사에 대한 보상 등이 기업공개 후 누적비정상 수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 실증분석하고 있다. 본 연구를 통해 아래의 흥미로운 결과를 도출할 수 있었다.

첫째, KOSDAQ기업의 사외이사의 연령과 누적비정상수익률(CAR)간에는 유의한 관계가 나타나지 않은 반면 NASDAQ 기업에서는 유의한 양의 관계를 도출할 수 있었다. 또한 50대 초과 사외이사 그룹은 50대 이하 그룹보다 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 도출할 수 있었다.

둘째, 사외이사의 학력과 국내 KOSDAQ기업의 CAR간에는 통계적으로 유의한 결과는 도출할 수 없었다. 그러나 미국기업의 경우에는 대체로 학력이 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 발견할 수 있었다.

셋째, 사외이사의 경력과 관련해서는 전문성과 대표이사 경험을 보유한 사외이사가 회색이사 그룹 군에 비해 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 것을 살펴볼 수 있었다.

마지막으로, 사외이사의 보수와 기업가치 간의 관계에 있어서는 한국기업의 경우 유의하지 않은 음(-)의 관계를 보였으나 미국기업의 경우에는 양(+)의 유의한 관계를 도출할 수 있었다.

특히, 미국기업의 경우 사외이사의 Stock Option과 누적비정상 수익률 간에는 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있어 이러한 결과로 유추해 볼 때 사외이사의 Stock Option이 기업가치 상승에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 살펴볼 수 있었다.

핵심주제어 : IPO, 사외이사 특성, 누적비정상수익률, 지배구조

## I. 서 론

국내 기업은 과거 지속적인 경제성장에 힘입어 국제경쟁력을 키울 수 있었지만, 1990년대 후반 외환위기를 겪으면서 부채비율의 감축 등 기업 체질의 개선이 필요하게 되었다. 이와 아울러 재벌을 비롯한 국내기업의 지배구조 문제가 불거지기 시작했다. 국내 대기업들은 대부분 재벌구조의 형태를 지니면서, 재벌 총수 및 그 일가족의 지분과 계열사의 상호 연계된 출자에 의해 서로 연결되어 있으며 재벌기업의 경영철학은 총수 단독에 의해 결정되는 경우가 많은 것이 현실이다. 그러나, 외환위기를 경험하며 기업은 생존을 위해 새로운 경영, 경제 패러다임에 적응할 수밖에 없게 되었다.

특히 기업지배구조의 개선은 기업의 경쟁력, 나아가 국가경제 전체의 경쟁력을 좌우하는 핵심요소의 하나로 인식되고 있으며, 글로벌 무한경쟁 시대에서 국가를 초월하여 기업지배구조의 최적 모델을 마련해야 할 필요성이 더욱 증가하고 있다. 또한 기업경영의 투명성과 관련하여 경영상의 합리적인 의사결정이 이슈가 되고 있는 가운데, 독립적인 사외이사들이 이사회에 참여함으로써 이러한 목적들을 달성할 수 있을 것으로 기대되고 있다.

그러나 국내 기업의 현실을 볼 때 아직까지 이사회가 오너경영자 내지 최고경영자의 친구나 선·후배 등 혈연, 지연 등 연고주의로 구성되는 특성을 가지고 있으며 이렇게 구성된 이사회는 최고경영자로부터 자유로울 수 없다. 즉 이들은 경영진으로부터 독립적이지 못하기 때문에 합리적인 의견을 피력하지 못하는 경향이 있으며 이로 인해 해당회사의 기업가치를 높이는 데 공헌하지 못하고 있는 실정이다. 최고경영자에 의해 구성된 전문지식이나 경험이 없는 이사회는 해당기업의 가치창출에 전혀 기여하지 못한다. 또한 이사회는 의사결정 과정에서 최고경영자에게 조언하고 경영진을 규율하는 기능을 수행할 수 없으며 경영진의 결정에 단지 도장(Rubber Stamp)만 찍어주는 거수기 역할만을 수행하게 된다.

이에 따라 국내 기업은 코리아디스카운트로 불리듯이 외국기업에 비해 상당히 저평가되어 있으며 이러한 요인으로 외국인투자자들이 국내 기업의 지배구조에 대해 후진국 수준으로 인식하고 있는 것을 들 수 있다.

이사회를 중심으로 한 기업지배구조 문제점에 대해 이사회의 기능을 획기적으로 개선하기 위한 대안으로 사외이사제도 도입 및 감사위원회, 기업공시의 강화 등 많은 방안이 제기되고 있으며 이중 사외이사제도가 법적의무 사항으로 결정되면서 기업지배구조에 가장 영향력이 클 것으로 예상되는 사외이사제도의

도입과 관련하여 학계에서도 다양한 연구가 진행되고 있다.

우리나라의 경우 정부의 법적 의무사항에 의해 사외이사제도가 도입됨에 따라 정부주도의 사외이사의 구성의무 강제에 의한 문제점, 기업측면에서는 적정 사외이사 선임의 어려움 및 전문적이지 못한 사외이사의 선임에 따른 경영자의 사업추진 제동 등에 의한 문제점이 제기되고 있다. 사외이사 측면에서도 기업정보 획득의 어려움, 시간의 부족, 적은 보수 등의 문제점이 제기되고 있다.

우리나라보다 사외이사 제도를 도입한지 오래된 미국의 경우에도 많은 시행착오를 거치며 이를 발전시켰으며, 오늘날까지도 사외이사제도가 효율성 측면에서 긍정적인가, 아니면 부정적인가 하는 점에 대해 아직 결론이 나지 않은 상태이다. 대체로 사외이사제도에 대한 기존 연구들은 사외이사제도의 필요성에 대해 자국의 사례를 중심으로 연구하였으며 연구대상 기업에 있어서도 상장기업을 중심으로 다루어 왔다.

본 논문에서는 사외이사제도가 기업가치에 미치는 영향력과 관련하여 한국기업과 미국기업을 대상으로 2001년 이후 기업공개(IPO)에 따른 누적비정상수익률의 비교분석을 다음의 주제들을 중심으로 수행하고자 한다.

첫째, 사외이사 제도를 오래전에 도입하여 운영하고 있는 미국기업과 도입한지 얼마 되지 않은 한국기업 간에 사외이사 의무선임이 법제화된 2001년을 기준으로 이후 6년간을 연구기간으로 하여 사외이사의 특징과 보상이 IPO 이후 기업가치의 변화에 어떠한 영향을 주는지를 분석하고자 한다.

둘째, 기존의 상장주식을 통한 분석은 많이 상존하고 있으나 IPO기업을 대상으로 분석한 경우는 많지 않아, 기업이 상장하기 전에 사외이사를 선임함으로써 상장 후 기업가치에 어떠한 영향을 줄 수 있는지를 분석하고자 한다. 이에 따라 앞으로 기업공개를 하려는 기업에 대해 지배구조가 어떠한 중요성을 가지는지를 제시할 수 있다.

셋째, 사외이사에 대한 주식연계보상과 명성을 중요시하는 사외이사의 선임은 사외이사의 독립성을 제고할 수 있으며, 사외이사 경력이 오래되거나 전문경영인 경력이 있는 사람을 사외이사로 선임하는 방식에 의해 사외이사의 전문성을 확보할 수 있을 것으로 사료된다. 이에 따라 그러한 독립성과 전문성을 지닌 사외이사를 선임하는 것이 IPO 성과에 긍정적인 영향을 미치는지를 분석할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 다음 2절에서는 기존연구의 검토를 통해 실증적 시사점을 찾고, 3절에서는 연구자료 및 연구방법론을 제시하고자 한다. 4절에서는 실증분석 결과를 제시하고 해석하며, 마지막 5절에서는 논문의 요약과

결론을 제시하고자 한다.

## II. 기존연구의 검토와 실증적 시사점

외환위기 이후 1998년 초 국내기업의 이사회가 최고경영자의 과실을 감지하지 못하며 피상적인 기구로만 존재한 것에 대해 이러한 이사회 무능력으로 인해 기업부실을 초래했다는 분위기가 사회에 만연하자, 정부에서는 이러한 이사회 문제점을 해결하기 위해 사외이사 제도를 도입함으로써 이사회 내에서의 의사결정에 주도적인 역할을 하도록 하여 기업경영의 효율성, 투명성을 제고할 수 있도록 사외이사 규정을 강제화하기 시작하였다.

국내기업의 사외이사제도는 1980년대 초 비 상임이사라는 명칭으로 기업에 도입되었다. 사외이사의 가장 중요한 도입 배경에는 기존의 사내이사가 최고경영자로부터 독립적이지 못한 점을 해결하기 위해 경영진과 독립적인 관계를 가지는 사외이사를 임명함으로써 기업의 중요한 의사결정 과정에서의 지배주주를 비롯한 내부이사의 전횡을 방지하고, 업무집행에 대한 감시, 감독 직무를 수행하며 기업의 중대한 사항의 결정시 경영진에 대해 전문적인 지식 및 조언을 제공함으로써 기업경영의 투명성 및 기업가치 증대에 기여를 하는 데 있다.

그러나 국내의 경우 사외이사의 선임에 있어 최고경영자의 영향력이 커서 최고경영자와의 완전한 독립관계를 유지할 수 없는 문제점이 드러나고 있다. 예컨대, 한국거래소(KRX)에서 공개기업을 대상으로 한 사외이사 임명의 실태조사에서 사외이사의 추천, 임명이 최고경영자에 의해 이루어지는 경우가 76%에 달해 사외이사의 독립성이 심각하게 훼손됨을 알 수 있다.

최고경영자의 사외이사 추천, 임명은 도덕성뿐만 아니라 사외이사의 전문성에 있어서도 여러 문제점을 내포하고 있다. 이한득(2001)의 상장기업을 대상으로 한 사외이사의 전문성 조사에 대해서도 설문 응답자의 90%이상이 사외이사의 전문성에 회의적인 반응을 보여 우리나라의 사외이사제도가 근본적인 문제점을 내포하고 있음을 직설적으로 보여주고 있다.

사외이사의 전문성과 관련하여 Baysinger and Hoskisson(1990)의 연구에서도 사외이사의 경우 사내이사에 비해 기업의 내부적인 정보나 기업운영 전략에 대해 잘 알지 못하며 단지 기업의 재무분석만을 통해 경영자에게 조언하기 때문에 장기적인 관점에서 기업의 연구개발 및 투자를 저해하는 위치로 전략하는 경향이 있음을 보이고 있다.

Lin(1996)은 사외이사의 선임에 있어 특별한 자격 및 요건을 갖추어야 하는

강제 조항이 없다면 사외이사가 본래의 역할을 할 수 없음을 강조하였으며, Yeh and Woidtke(2003)는 대주주의 기업경영에 대한 영향력이 강하다면 사외이사의 임명에 있어서도 경영자의 영향력이 미침으로써 사외이사가 본래의 역할을 할 수 없다고 주장하고 있다. Shivdasani and Yermack(1998)도 최고경영자가 사외이사의 선임에 영향력을 미친다면 독립적인 이사의 기능보다는 회색이사(gray directors)로 변질될 수 있고, 이러한 이사들로 구성된 이사회는 이사회의 본질적인 역할을 하지 못한다고 밝히고 있다.

국내 사외이사에 관한 연구에서도 많은 연구자들이 사외이사제도에 대해 회의적인 관점을 보이고 있다. 정광선(1999), 김용렬(1999), 이기수(2001) 등은 우리나라의 경우 미국에 비해 사외이사제도가 도입된 지 얼마 되지 않아 사외이사의 선임이 대부분 대주주에 의해 선임이 되며 이렇게 선출된 사외이사는 최고경영자를 견제할 수 없으며 단지 조언 정도만을 할 수밖에 없음을 밝히고 있다. 정윤모, 손영락(1998)은 사외이사가 기업의 경영활동에 조언 및 자문을 하는 긍정적인 역할도 하지만 경영자의 독주를 막기에는 아직 역부족임을 제시하고 있다.

### Ⅲ. 연구자료 및 연구 방법론

#### 1. 연구자료

본 논문은 2001년 3월 국내 증권거래법에서 개정된 바와 같이 개별기업의 지배구조 개선을 위해 사외이사 의무비율 요건을 유가증권시장 뿐만 아니라 KOSDAQ 시장으로 확장한 시점인 2001년을 기준으로 하여 이후 6년간을 연구기간으로 선정하였다. 이러한 분석기간은 국내의 유가증권시장 기업뿐만 아니라 KOSDAQ기업의 사외이사의 기업가치에 미치는 영향력까지 분석 범위를 확장할 수 있어 합리적인 기간으로 사료된다.

주요 연구대상 기업으로는 국내 KOSDAQ기업으로서 2001년 이후 기업공개를 한 기업을 대상으로 한다. 유가증권시장 기업 중 과거 이미 KOSDAQ에 상장되어 거래되어 오다 소속 부 변경으로 재 상장된 경우를 제외하고 유가증권시장의 직상장의 경우가 매우 적어 본 연구에서는 유가증권시장 IPO의 경우는 제외하였으며 KOSDAQ기업 중 현재 상장이 폐지된 경우도 분석대상 기업에서 제외하였다.

국내와 마찬가지로 미국기업의 경우에도 위와 동일한 연구기간 동안 기업공개를

한 NASDAQ 기업을 대상으로 한다.

NASDAQ은 기술주 중심의 KOSDAQ과 그 특성이 비슷하여 국내 KOSDAQ 기업과 비교대상으로 적합하다고 판단되어 선정하였다.

NASDAQ의 경우 National Market 과 Small Cap Market 으로 구분되는 특성을 가지고 있지만 대다수 종목은 National Market에서 거래되며 Small Cap 마켓은 소규모로 거래되므로 이번 연구의 범위에서 제외시켰다.

연구대상 기업의 선정을 위해 국내기업의 경우 금융감독원의 전자공시(DART)를 통해 해당기간에 상장한 국내 KOSDAQ기업을 대상으로 추출하였으며 미국시장의 연구대상 기업은 *www.nasdaq.com*에서 IPO를 실시한 NASDAQ 기업을 표본으로 추출할 수 있었다.

또한, 국내외 기업 중 분석의 주요변수인 사외이사의 특징 및 보수를 전혀 살펴볼 수 없는 경우는 일부 제외하여 국내기업으로는 KOSDAQ 370개 기업, 미국 NASDAQ 230개 기업을 표본으로 설정하였다.

본 연구의 주요 변수인 사외이사의 특징은 해당기업의 기업공개 시점에서의 이사회구성을 기준으로 하였으며 국내 기업의 경우 IPO시점의 기업설명서 및 실적보고서 등을 바탕으로 이사회 구성을 살펴보았다. 기업보고서와 실적보고서를 통해 사외이사의 특징을 구분하기 어려운 경우에는 IPO 시점 각각의 공개기업의 이사회 회의록을 살펴봄으로써, 이사회의 실질 구성인원과 사외이사의 보수 및 전반적인 특징을 구하였다.

미국의 경우 기업공개를 위해서는 각종 기업관련 서류들(registration statements, periodic reports, and other forms)을 SEC에 제출해야 하는 의무가 있어 기 제출된 서류들을 통해 해당기업의 이사회 보수 및 사외이사의 전반적인 특징을 살펴볼 수 있었으며 공개기업의 추가적인 기업정보 및 사외이사의 세부정보는 *EDGAR Online pro*를 통해 자료를 수집하였다.

국내기업의 전체 표본기간의 주가는 한국신용평가(주)의 *KIS-FAS*, *KIS-SMAT*에서 구하였으며 미국기업의 주가는 *www.yahoo.com*에서 구했다. 비정상수익률을 구하기 위한 시장지수는 한국의 경우 KOSDAQ Index를 사용하는 한편, 미국시장의 NASDAQ기업의 경우 NASDAQ Index를 활용하였으며, 각각의 지수 자료는 *Thomson Financial Datastream* 데이터베이스에서 구했다.

## 2. 연구방법론

본 연구에서는 실증분석하기 위한 방법론으로 시장조정모형(market-adjusted

return model)을 이용한 사건연구방법론을 이용한다. 이러한 시장조정모형을 이용함으로써 주가지수의 상승기와 하락기에 대한 차이를 감안한 결과를 획득할 수 있을 것이다.

$$AR = R - R_{mt}$$

$R$ :  $t$ 일의 표본기업( $i$ ) 주식수익률,  $R_{mt}$ :  $t$ 일의 시장 포트폴리오 수익률

위의 식에 의해 구해진 개별 표본기업의 비정상수익률을  $t$ 일의 표본기업 수로 나누어  $t$ 일에서의  $AR$ 을 다음 식으로 계산한다.

$$AR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR \quad N_t: t \text{ 일의 표본기업}(i) \text{ 개수}$$

어느 특정기간 동안의 누적비정상수익률( $CAR$ )은 사건기간 동안의  $AR$ 을 누적한 것이며, 다음의 식으로 계산한다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t$$

사건기간 동안  $AR$ 과  $CAR$ 의 통계적 유의성을 알아보기 위하여  $t$  검정을 실시하였으며, 이를 위하여 횡단면 독립성을 가정한 Brown and Warner(1985)의 방법을 사용하여 검정통계량을 구한다. 사건기간 동안의  $AR$ 과  $CAR$ 의 검정통계량은 다음 각각의 식에 의해서 계산된다.

$$t_{AR_t} = \sqrt{N_t} \cdot \sum_{i=1}^{N_t} \frac{AR}{\hat{S}(AR)}$$

$$\text{여기서, } \hat{S}(AR_{it}) = \sqrt{\left( \sum_{i=0}^t (AR_{it} - AR_i^*) \right) / t} \quad AR_i^* = \frac{1}{t} \sum_{t=0}^t AR$$

$$t_{CAR}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t / \sqrt{\sum_{t=t_1}^{t_2} \hat{S}^2(AR_t)}$$

$$\text{여기서, } \hat{S}^2(AR_t) = \frac{1}{t} \sum_{t=0}^t (AR_t - AR^*)^2 \quad AR_i^* = \frac{1}{t} \sum_{t=0}^t AR_t$$

IPO기업의 사건분석기간은 상장 일을 사건일( $t = 0$ 일)로 설정한 후 영업일을 기준으로 하여 1주 5영업일, 2주 10영업일, 4주 22영업일을 살펴보았으며 최종적으로 [0일~+5일], [0일~+10일], [0일~22일]을 수익률 누적기간으로 한다.

추가적으로 국내 IPO기업의 사외이사 특징에 따라 수량적으로 표현하기 어려운 정성적인 사항은 가변수(dummy variable)를 이용하고자 한다. 또한 누적비정

상수익률을 종속변수로 한 횡단면분석에서 기업규모를 통제변수로서 사용한다.

## IV. 실증분석

### 1. 사외이사의 연령과 기업가치

국내 및 미국기업의 사외이사의 연령과 누적비정상수익률간의 관계를 분석하였으며 추가적으로 국내와 미국기업 공통으로 사외이사 중 가장 많은 비중을 차지하는 연령인 50대를 기준으로 하여, 50대 미만 사외이사의 경우 1의 값을 취하는 가변수(D1), 50대 초과 사외이사의 경우 1의 값을 취하는 가변수(D2)로 구분하여 회귀분석을 실시하였다.

<표 1>에서 국내 KOSDAQ기업의 경우 사외이사의 연령과 누적비정상수익률 간에는 유의한 관계가 나타나지 않았지만, 50대 미만 사외이사를 나타내는 가변수 D1보다 50대 초과 사외이사를 나타내는 D2의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 나타냄으로써 높은 연령의 사외이사 그룹이 낮은 연령의 그룹보다는 기업가치에 보다 긍정적인 영향을 미치고 있었다.

이에 대해 <표 2>에서 NASDAQ기업의 경우에는 전반적으로 사외이사의 연령이 높아짐에 따라 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 준다는 결과가 나타났고, 이러한 결과는 특히 50대 미만의 사외이사를 나타내는 가변수 D1의 계수가 음(-)의 유의한 값을 나타냄으로써 더욱 강화되고 있다. 한편, 50대 초과 그룹인 D2의 계수는 유의하지는 않지만 양(+)의 값을 보이고 있다.

추가적으로 50대 미만의 사외이사 평균연령을 나타내는 기업군의 CAR와 50대 초과의 연령을 나타내는 기업군의 CAR간에 유의한 차이가 있는지를 분석하기 위해  $t$  검정을 실시한 결과, <표 3>,<표 4>에서 살펴볼 수 있는 것처럼 국내 KOSDAQ기업에 있어서는 차이가 없는 것으로, 미국의 NASDAQ 기업 등에서는 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 Brickly et al.(1994)의 기업인수 연구에서 경영활동에서 은퇴한 전문경영자가 인수기업의 임원이 될 경우 다년간의 경험에 의해 피인수기업의 가치 산정을 합리적으로 할 것으로 투자자들은 기대하여 기업가치가 상승한다는 결과와 일치하는 것이다. 즉, 사외이사가 연령이 높은 전직 전문경영자일 경우 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 예측할 수 있다.

한편, 김문현, 백재승(2004)은 상장기업의 사외이사 해임 공시와 기업가치 간



의 관계를 분석한 바, 해임된 사외이사의 연령이 낮을수록 해당기업의 주가 하락폭이 커진다는 것을 밝혔다. 이러한 결과는 본 연구가 IPO기업을 대상으로 한 것과는 달리 표본에 있어 공개기업을 대상으로 한다는 점에서 표본이 상이하지만, 본 연구의 사외이사 연령과 기업가치 간의 결과와는 다소 상이한 것이라고 할 수 있다.

또한, 이러한 결과는 국내 KOSDAQ기업의 경우 사외이사의 평균연령 52.8세, 유가증권시장 기업의 경우 56.2세로서 유가증권시장에 비해 KOSDAQ기업의 낮은 연령의 사외이사 선임 추세<sup>2)</sup>와는 반대로, 사외이사의 연령이 높을수록 전문적인 지식과 경영실무 경력이 풍부하여 사외이사의 중요한 역할인 경영자에 대한 전문적인 지식, 정보제공 및 합리적인 경영전략 수립에 많은 기여를 할 수 있는 것으로 사료된다. 반면에 연령이 낮은 사외이사의 경우 경험 부족 및 경영의사결정 과정에 제약을 걸어 경영활동에 부정적인 영향을 주는 것으로 해석할 수 있다.

<표 1> KOSDAQ IPO기업 사외이사 연령과 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류		N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$ D1	$\beta_5$ D2	F	R <sup>2</sup>
(0,+5)	◇전체표본 Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 AGE$	107	-0.58 (-0.69)	-0.50* (-1.88)	0.01 (0.81)	-0.25 (-1.54)	0.05 (0.43)		1.69	0.06
	Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-0.4 (-0.67)	-0.46* (-1.74)	0.02 (0.84)	-0.28* (-1.74)	0.02 (0.61)	0.1* (1.67)	1.9*	0.08
(0,+10)	◇전체표본 Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 AGE$	107	0.006 (0.01)	-0.66* (-1.84)	0.02 (0.81)	-0.42** (-1.92)	-0.10 (-0.59)		2.08*	0.07
	Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-0.43 (-0.54)	-0.6* (-1.7)	0.02 (0.73)	-0.46** (-2.14)	0.1 (1.64)	0.15* (1.77)	2.52**	0.11
(0,+22)	◇전체표본 Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 AGE$	107	0.17 (0.13)	-0.27 (-0.62)	0.03 (0.79)	-0.35 (-1.32)	-0.23 (-1.06)		1.1	0.04
	Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-0.74 (-0.74)	-0.22 (-0.51)	0.02 (0.68)	-0.39 (-1.47)	0.13 (1.65)	0.12 (1.2)	1.26	0.05

- 1) Dummy변수 =사외이사의 연령은 50대를 평균으로 하며 사외이사 평균연령이 <50대 경우Dummy1, 사외이사 평균연령이 >50 경우 Dummy2을 취함.
- 2) BC=board composition(% outside directors), FS=firm size(log of total capital), OS=ownership, AGE=age.
- 3) FS, AGE은 잔차의 이분산성(heteroskedasticity)을 감소시키기 위해 자연로그(natural log)를 취함.
- 4) ( )은 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

2) 2005 주권, 코스닥 상장법인 사외이사 선임 현황 비교분석, 한국 상장회사협의회

<표 2> NASDAQ IPO기업 사외이사 연령과 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류		N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$ D1	$\beta_5$ D2	F	R <sup>2</sup>
(0,+5)	◇전체표본 Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 AGE$	229	-0.97 (-3.52)	0.003 (0.06)	0.017 (1.91)	0.04 (0.78)	0.16*** (3.09)		3.39***	0.05
	Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	229	-0.31* (-1.84)	0.012 (0.25)	0.017** (1.93)	0.038 (0.7)	-0.03*** (-2.56)	0.02 (0.97)	2.74***	0.05
(0,+10)	◇전체표본 Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 AGE$	229	-1.08** (-2.97)	0.03 (0.53)	0.01 (0.9)	0.02 (0.38)	0.22*** (3.08)		2.94**	0.04
	Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	229	-0.2 (-0.9)	0.05 (0.81)	0.01 (0.85)	0.02 (0.3)	-0.03** (-2.03)	0.025 (0.91)	1.75*	0.03
(0,+22)	◇전체표본 Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 AGE$	228	-0.93 (-1.55)	0.02 (0.2)	0.01 (0.67)	0.01 (0.12)	0.17 (1.5)		0.72	0.01
	Car= $\alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	228	-0.22 (-0.62)	0.03 (0.29)	0.012 (0.64)	0.01 (0.09)	-0.027 (-0.89)	0.038 (0.86)	0.56	0.01

<표 3> KOSDAQ IPO기업 사외이사 연령별 그룹 간 t 검정

연령Dummy 기간별 CAR	50대 미만 사외이사 CAR 평균 (1)	50대 초과 사외이사 CAR 평균 (2)	CAR (1 - 2)	T - value
(0, +5) CAR	-0.074	-0.018	-0.056	-0.77
(0, +10) CAR	-0.037	-0.023	-0.014	-0.16
(0, +22) CAR	-0.116	-0.15	0.0348	0.32

- 1) Dummy변수 =사외이사 평균연령이 < 50대 경우Dummy1, 사외이사 평균연령이 > 50대 경우 Dummy2을 취함
- 2) 사외이사의 연령은 기업 내 사외이사의 평균연령을 기준으로 함
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄

<표 4> NASDAQ IPO기업 사외이사 연령별 그룹 간 t검정

연령Dummy 기간별 CAR	50대 미만 사외이사 CAR 평균 (1)	50대 초과 사외이사 CAR 평균 (2)	CAR (1 - 2)	T - value
(0, +5) CAR	-0.014	0.0412	-0.055**	-2.27
(0, +10) CAR	-0.015	0.0508	-0.065**	-2.1
(0, +22) CAR	0.0002	0.0676	-0.067*	-1.52

## 2. 사외이사의 학력과 기업가치

국내 기업의 경우 현재 사외이사의 역할이 다소 형식적인 면에 치우쳐 있는 것에 비해 미국 기업에서는 최고경영자에 대한 감독기능과 함께 전문적인 지식, 정보제공 및 경영컨설팅의 제공 등의 목적에 사외이사가 실질적으로 기여하고 있다고 할 수 있다.

이러한 경영지식, 정보의 제공과 관련하여 사외이사의 자질과 기업가치 간의 관계를 분석하기 위해 사외이사의 자질에 대한 대용변수로서 사외이사의 학력을 채택하였다. 이에 따라 국내 및 미국 기업의 사외이사 중 가장 많은 비율을 차지하고 있는 대학졸업자인 학사를 기준으로 사외이사가 석사학위를 소지한 경우 1의 값을 취하는 가변수(D1), 박사학위를 소지한 사외이사 그룹에 대해 가변수(D2)를 채택하여 이들 그룹 간에 누적비정상수익률의 차이가 있는지를 분석하였다.

<표 5> KOSDAQ IPO기업 사외이사 학력과 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류		N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	F	R <sup>2</sup>
(0,+5)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-0.3 (-0.49)	-0.48* (-1.77)	0.017 (0.69)	-0.23 (-1.46)	0.005 (0.1)	-0.008 (-0.18)	1.32	0.06
(0,+10)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-0.5 (-0.59)	-0.65 (-1.77)	0.03 (0.88)	-0.422 (-1.92)	-0.019 (-0.27)	-0.03 (-0.49)	1.7	0.07
(0,+22)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-0.94 (-0.9)	-0.27 (-0.6)	0.04 (0.94)	-0.37 (-1.37)	-0.03 (-0.39)	-0.044 (-0.52)	0.71	0.03

- 1) Dummy변수 =사외이사의 학력은 학사를 평균으로 하며 사외이사 평균학력이 석사학위 보유자인 경우 Dummy1, 사외이사 평균학력이 박사학위 보유자인 경우 Dummy2를 취함
- 2) BC=board composition(% outside directors), FS=firm size(log of total capital), OS=ownership을 나타냄
- 3) FS은 잔차의 이분산성(heteroskedasticity)을 감소시키기 위해 자연로그(natural log)를 취함
- 4) ( )은 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄

<표 6> NASDAQ IPO기업 사외이사 학력과 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류		N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	F	R <sup>2</sup>
(0,+5)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	229	-0.33** (-1.91)	0.03 (0.81)	0.01* (1.79)	0.039 (0.7)	0.003 (0.24)	0.027 (1.29)	1.11	0.02
(0,+10)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	229	-0.25 (-1.11)	0.07 (1.21)	0.01 (0.85)	0.02 (0.36)	0.019 (1.05)	0.046* (1.64)	1.03	0.02
(0,+22)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	228	-0.27 (-0.72)	0.06 (0.62)	0.01 (0.66)	0.009 (0.08)	-0.011 (-0.38)	0.041 (0.88)	0.38	.008

<표 5>에서 KOSDAQ기업의 사외이사 학력 가변수와 누적초과수익률간의 관계는 음(-)의 관계가 나타났지만 통계적으로 유의하지 않아서 사외이사의 학력이 높다고 하여 기업 가치에 긍정적인 영향을 주지는 않는 것으로 나타났다.

NASDAQ기업의 IPO의 경우 유의한 결과는 많이 도출할 수 없었으나 <표 6>에서 보는 바와 같이 박사학위를 가진 사외이사의 학력이 (0, +10일) 기간의 누적초과수익률과 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있었다.

<표 7> KOSDAQ IPO기업 사외이사 학력별 그룹 간 t검정

기간별 CAR	학력Dummy 석사학위 보유 사외이사 CAR 평균 (1)	박사학위 보유 사외이사 CAR 평균 (2)	CAR (1 - 2)	T - value
(0, +5) CAR	-0.049	-0.104	0.0543	0.89
(0, +10) CAR	-0.045	-0.119	0.0738	1
(0, +22) CAR	-0.153	-0.206	0.0528	0.56

- 1) Dummy변수 =사외이사의 평균학력이 석사학위 보유자인 경우 Dummy1, 사외이사 평균학력이 박사학위 보유자인 경우 Dummy2을 취함.
- 2) 사외이사의 학력은 기업 내 사외이사의 평균학력을 기준으로 함.
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

<표 8> NASDAQ IPO기업 사외이사 학력별 그룹 간 t 검정

기간별 CAR	학력Dummy 석사학위 보유 사외이사 CAR 평균 (1)	박사학위 보유 사외이사 CAR 평균 (2)	CAR (1 - 2)	T - value
(0, +5) CAR	0.0081	0.0274	-0.019	-0.82
(0, +10) CAR	0.0183	0.0411	-0.023	-0.81
(0, +22) CAR	0.0105	0.0584	-0.048	-1.04

비록 유의한 결과는 많이 도출할 수 없었으나 몇몇 유의한 결과로 미루어 유추해 볼 때 미국기업의 경우 사외이사의 선임과정에서부터 사외이사가 포함된 이사 선임위원회(nomination committee)를 통해 기업이 필요로 하는 전문성을 겸비한 사외이사를 임명하기 때문에 사외이사의 전공에 따른 학식이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 판단된다. 반면, 국내기업의 경우 대체로 대주주의 의사에 의해 자신에게 순응할 수 있는 회색이사(gray outside director)를 선임할 뿐만 아니라 사외이사의 전문성보다는 사외이사의 배경, 학연, 지연 등 비 전문적인 특성 위주로 사외이사를 선임하는 것으로 판단된다.

### 3. 사외이사의 경력과 기업가치

이사회 내의 사외이사는 기업과의 관계 및 업무수행 능력 등에 따라 기업과 내부적 금전관계가 있거나 대주주에게 예속된 회색이사(gray outside director) 그룹과, 기업에 종속되지 않으며 비 상임이사로서 일상적인 경영활동에는 참여하지 않는 독립된 사외이사(independent outside director) 그룹으로 구분될 수 있다. 본 논문에서는 사외이사의 사회적 경력과 IPO시 누적비정상수익률간의 관계를 분석하기 위해 사외이사 그룹을 독립성 기준에 의해 크게 3개 그룹으로 나누었다. 독립성이 가장 약할 것으로 판단되는 계열사 임직원, 대주주 관계자, 해당기업에 자금을 공여한 금융기관 임직원 등의 회색이사 그룹과 교수, 회계사, 변호사, 연구원 등을 포함하는 전문가 그룹, 현재 미국에서 사외이사의 경력으로 많은 비중을 차지하고 있는 동일업종 기업의 대표이사(CEO) 이거나 과거 대표이사 경력을 보유한 은퇴한 대표이사 그룹 등 3개 그룹으로 구분하였다. 이에 따라 독립성이 가장 약할 것으로 예상되는 회색이사 그룹을 기준으로 전문가 그룹을 나타내는 가변수(D1), 대표이사 그룹을 나타내는 가변수(D2)를 채택하였다.

<표 9> KOSDAQ IPO기업 사외이사 경력과 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류		N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	F	R <sup>2</sup>
(0,+5)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-0.54 (-1.1)	-0.32 (-1.46)	0.02 (1.01)	-0.08 (-0.62)	0.037 (0.94)	0.31*** (6.79)	12.3***	0.37
(0,+10)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-0.63 (-0.82)	-0.52 (-1.54)	0.029 (0.95)	-0.3 (-1.44)	0.029 (0.48)	0.25*** (3.59)	4.79***	0.19
(0,+22)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	107	-1.003 (-1.03)	-0.14 (-0.34)	0.036 (0.91)	-0.25 (-0.98)	0.048 (0.62)	0.25*** (2.78)	2.34**	0.1

- 1) Dummy변수 =사외이사의 경력은 기업과 관련된 회색이사(대주주 관계자, 계열사이사, 자금공여 기업 직원 등)을 기준으로 하여 전문가 그룹(교수, 회계사, 변호사, 연구원)은 Dummy1, 대표이사 경력 보유자 그룹은 Dummy2을 취함.
- 2) 사외이사의 경력은 기업 내 사외이사의 평균경력을 기준으로 함 .
- 3) BC=board composition(% outside directors), FS=firm size(log of total capital), OS=ownership 을 나타냄.
- 4) FS은 잔차의 이분산성(heteroskedasticity)을 감소시키기 위해 자연로그(natural log)를 취함.
- 5) ( )은 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

&lt;표 10&gt; NASDAQ IPO기업 사외이사 경력과 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류		N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	F	R <sup>2</sup>
(0,+5)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	229	-0.33* (-1.94)	0.028 (0.58)	0.01 (1.7)	0.015* (1.7)	0.03* (1.85)	0.05*** (2.95)	2.54* *	0.05
(0,+10)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	229	-0.22 (-1)	0.06 (1.06)	0.007 (0.65)	0.001 (0.02)	0.04* (1.85)	0.05*** (2.63)	1.83*	0.03
(0,+22)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy1 + \beta_5 dummy2$	228	-0.24 (-0.65)	0.03 (0.34)	0.009 (0.5)	-0.009 (-0.08)	0.076** (1.97)	0.074** (2)	1.09	0.02

<표 9>에서 국내 KOSDAQ기업의 경우 대표이사 그룹이 회색이사 그룹에 비해 누적비정상수익률이 매우 유의하게 높게 나타났다. 이에 대해 전문가 그룹은 회색이사 그룹에 대해 유의하지 않은 양(+)의 계수를 나타냈다.

<표 10>에서 NASDAQ기업의 경우에도 국내 KOSDAQ기업과 마찬가지로 대표이사 그룹이 회색이사 그룹보다 유의하게 더 높은 누적비정상수익률을 기록한 가운데, 전문가 그룹도 회색이사 그룹에 비해 유의하게 더 높은 수익률을 나타냈다. 이러한 결과는 NASDAQ기업의 경우 업종 특성에 따른 전문기술 보유자 내지 전문가 그룹이 기업가치 증대에 이바지하고 있음을 유추해 볼 수 있다.

추가적으로 사외이사가 평균적으로 전문가로 구성된 기업군과 대표이사로 구성된 기업군 간에 CAR 차이가 있는지를 살펴보기 위해 t검정을 실시한 결과, 국내 KOSDAQ기업의 경우 대표이사 그룹이 전문가 그룹에 비해 보다 긍정적인 영향을 미친 반면, 미국의 NASDAQ기업에서는 두 그룹간의 차이가 없는 것으로 나타나고 있다.

종합적으로 국내 KOSDAQ기업, 미국의 NASDAQ기업들 모두 대표이사 경력의 사외이사 그룹이 회색이사 그룹보다 높은 누적비정상수익률을 기록하였으며, 전문가 그룹도 NASDAQ기업의 경우 회색이사 그룹보다 높은 수익률을 기록하였다. 이에 따라 국내, 미국 양 시장에서 공통적으로 사외이사로서 대표이사 또는 전문가 그룹이 회색이사 그룹에 비해 기업가치 증대에 더 큰 기여를 할 수 있다고 볼 수 있다.

이러한 결과가 시사하는 바는 먼저 기업경영 경험이 없는 회색 사외이사의 경우 기업경영의 어려움에 대해 인식하지 못할 뿐만 아니라 경영상의 문제점들이 나타날 경우 경영자에게 효율적인 전략대안의 제시가 불가능하다는 것을 투자자들이 인식하고 있다는 것이다. 이와는 대조적으로 대표이사 경력을 보유한

사외이사는 기존의 경영경험을 살려 해결안 내지 조언 등을 최고경영자에게 제시할 수 있는 한편, 의사결정 과정에서의 학습이 필요하지 않기 때문에 기업 입장에서는 불필요한 사외이사의 학습비용이 소요되지 않을 수 있다.

이와 관련한 연구로서 Lin, Pope and Young(2003)은 1993년~1996년 기간 동안 영국 기업의 사외이사 선임 공시 사례들을 분석한 결과 투자자들은 사외이사 선임에 대해 자동적으로 기업가치의 상승이 이루어질 것으로 생각하지는 않으며, 사외이사의 경영자 감시기능과 관련하여 대리인 문제가 큰 기업의 경우 사외이사의 선임이 긍정적인 평가를 받는다는 결론을 도출하였다. 또한 사외이사는 본연의 역할을 위한 충분한 시간을 필요로 하며 전문성 및 이사회 내에서의 자신의 임무를 수행할 수 있는 충분한 동기가 있어야 하며 그러한 자질이 없는 사외이사의 선임은 이사회 효율성을 떨어뜨려 오히려 기업가치 하락요인으로 작용한다고 밝히고 있다.

이러한 상황에서 은퇴한 대표이사의 경우 사외이사의 활동에 충분한 시간을 투입할 수 있기 때문에 기업가치의 증대에 이바지할 가능성이 더 커지게 된다. 대표이사 그룹과 마찬가지로 전문가 그룹 역시 기업의 의사결정과정에서 최고경영자에게 부족한 전문지식을 제공함으로써 기업가치 증대에 기여하는 것으로 판단된다.

또한 전문가와 대표이사 그룹은 경영자의 잘못된 판단에 의한 기업 손실을 사전에 예방하게 함으로써 투자자의 기업에 대한 신뢰도를 증대시킬 수 있다. 결국, 한·미 기업 모두에 있어 전문가, 대표이사 그룹은 경영 조언자의 기능과 동시에 감시자의 역할을 수행함으로써 궁극적으로 기업가치 증대에 중요한 역할을 한다고 볼 수 있다.

<표 11> KOSDAQ IPO기업 사외이사 경력별 그룹 간 t검정

기간별 CAR	경력Dummy 전문가 그룹 사외이사 CAR 평균 (1)	대표이사 그룹 사외이사 CAR 평균 (2)	CAR (1 - 2)	T - value
(0, +5) CAR	-0.129	0.1575	-0.287***	-5.71
(0, +10) CAR	-0.12	0.1316	-0.251***	-3.71
(0, +22) CAR	-0.198	0.0197	-0.218**	-2.62

- 1) Dummy변수 =전문가 그룹(교수, 회계사, 변호사, 연구원)은 Dummy1, 대표이사경력 보유자 그룹은 Dummy2를 취함.
- 2) 사외이사의 경력은 기업 내 사외이사의 평균경력을 기준으로 함 .
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

<표 12> NASDAQ IPO기업 사외이사 경력별 그룹 간 t검정

경력Dummy 기간별 CAR	전문가 그룹 사외이사 CAR 평균 (1)	대표이사 그룹 사외이사 CAR 평균 (2)	CAR (1 - 2)	T - value
(0, +5) CAR	0.0101	0.0255	-0.015	-1.09
(0, +10) CAR	0.0156	0.0295	-0.014	-0.75
(0, +22) CAR	0.0398	0.0358	0.004	0.12

#### 4. 사외이사의 보상과 기업가치

사외이사의 보수 정도가 기업가치에 어떠한 영향을 주는지를 분석하였으며, 추가적으로 일정한 보수를 지급하지 않는 기업군과, 보수를 지급하는 기업군으로 구분하여 가변수를 이용한 회귀분석을 통해 두 그룹 간에 기업가치의 차이가 있는지를 분석하였다.

<표 13> KOSDAQ IPO기업 사외이사 보수와 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류		N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$ dummy	F	R <sup>2</sup>
(0,+5)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 SA$	69	0.699 (-0.91)	-0.52 (-1.45)	0.04* (1.72)	-0.17 (-0.98)	-0.024 (-0.9)	1.76	0.09
	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy$	109	-0.33 (-0.55)	-0.51** (-1.9)	0.01 (0.8)	-0.23 (-1.47)	-0.019 (-0.43)	1.69	0.06
(0,+10)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 SA$	69	-0.96 (-1.02)	-0.42 (-0.95)	0.07** (2.2)	-0.55*** (-2.48)	-0.04 (-1.42)	0.02**	0.15
	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy$	109	-0.47 (-0.58)	-0.7** (-1.97)	0.03 (0.95)	-0.41** (-1.91)	-0.06 (-1.11)	2.4**	0.08
(0,+22)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 SA$	69	-1.15 (-0.91)	0.19 (0.33)	0.08* (1.7)	-0.54* (-1.81)	-0.056 (-1.27)	1.45	0.08
	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy$	109	-0.86 (-0.86)	-0.32 (-0.73)	0.03 (0.94)	-0.36 (-1.37)	-0.06 (-0.84)	0.99	0.03

<표 14> NASDAQ IPO기업 사외이사 보수와 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류		N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$ dummy	F	R <sup>2</sup>
(0,+5)	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 SA$	127	-0.5** (-2.32)	0.16** (2.35)	0.01 (1.19)	0.02 (0.44)	0.01 (1.01)	2.09*	0.06
	$Car = \alpha + \beta_1 BC + \beta_2 FS + \beta_3 OS + \beta_4 dummy$	229	-0.3* (-1.75)	0.04 (0.85)	0.01* (1.65)	0.03 (0.65)	-0.005 (-0.45)	1.01	0.01



(0,+10)	$Car=\alpha+\beta_1BC+\beta_2FS+\beta_3OS+\beta_4SA$	127	-0.46* (-1.75)	0.19*** (2.37)	0.001 (0.12)	0.035 (0.46)	0.02* (1.8)	1.9	0.05
	$Car=\alpha+\beta_1BC+\beta_2FS+\beta_3OS+\beta_4dummy$	229	-0.18 (-0.89)	0.08 (1.26)	0.007 (0.6)	0.018 (0.25)	0.004 (0.25)	0.55	.009
(0,+22)	$Car=\alpha+\beta_1BC+\beta_2FS+\beta_3OS+\beta_4SA$	127	-0.65* (-1.65)	0.29* (2.35)	0.009 (0.46)	-0.02 (-0.18)	0.027 (1.13)	1.62	0.05
	$Car=\alpha+\beta_1BC+\beta_2FS+\beta_3OS+\beta_4dummy$	229	-0.21 (-0.59)	0.05 (0.55)	0.01 (0.52)	0.006 (0.05)	0.006 (0.24)	0.17	.003

- 1) Dummy변수 =사외이사에게 보수를 지급하지 않는 기업일 경우 0, 사외이사에게 보수를 지급하는 기업일 경우1을 취함.
- 2) BC=board composition(% outside directors), FS=firm size(log of total capital), OS=ownership, SA=salary.
- 3) FS, SA은 잔차의 이분산성(heteroskedasticity)을 감소시키기 위해 자연로그(natural log)를 취함
- 4) ( )은 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

<표 13>에서 볼 수 있듯이 기대와는 달리 KOSDAQ기업의 경우 사외이사의 보수와 누적비정상수익률 간에 음(-)의 관계가 나타났으며, 사외이사에게 보수를 지급하는 기업군과 지급하지 않는 기업군간 비교에 있어서도 후자에 비해 전자가 보다 낮은 수익률을 보였다. 그러나 이러한 결과들은 모두 통계적으로 유의하지 않았다.

<표 14>의 NASDAQ기업의 경우 사외이사의 보수가 증가 할수록 누적비정상수익률이 증가하는 것을 볼 수 있었으나 역시 통계적으로 유의한 결과는 얻을 수 없었다. 한편 수익률 누적기간이 10일인 경우 사외이사의 보수증가에 따라 기업가치가 증가하고 있었다.

<표 15> NASDAQ IPO기업 사외이사 Stock Option과 CAR간의 관계

초과수익률 누적기간, 표본분류	N	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	F	R <sup>2</sup>	
(0,+5)	$Car=\alpha+\beta_1BC+\beta_2FS+\beta_3OS+\beta_4dummy$	229	-0.34** (-1.98)	0.03 (0.7)	0.017* (1.86)	0.04 (0.74)	0.029** (2)	1.98*	0.03
(0,+10)	$Car=\alpha+\beta_1BC+\beta_2FS+\beta_3OS+\beta_4dummy$	229	-0.27 (-1.23)	0.07 (1.12)	0.011 (0.98)	0.02 (0.39)	0.058*** (3)	2.82* *	0.04
(0,+22)	$Car=\alpha+\beta_1BC+\beta_2FS+\beta_3OS+\beta_4dummy$	228	-0.33 (-0.89)	0.04 (0.43)	0.01 (0.82)	0.01 (0.16)	0.074** (2.35)	1.54*	0.02

- 1) Dummy변수 =사외이사에게 Stock Option를 지급하지 않는 기업일 경우 0, 사외이사에게 보수를 지급하는 기업일 경우 1을 취함.
- 2) BC=board composition(% outside directors), FS=firm size(log of total capital), OS=ownership.
- 3) FS은 잔차의 이분산성(heteroskedasticity)을 감소시키기 위해 자연로그(natural log)를 취함.
- 4) ( )은 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

미국기업의 사외이사 보수 지급과 관련하여 대체로 월급 형태로 지급하는 경우, 일정한 월급의 지급 없이 이사회 참가비를 지급하는 경우, 주식매입선택권 내지 스톡옵션(Stock Option)을 지급하는 경우 등 세 가지 형태로써 사외이사의 활동에 대해 보상하고 있는 반면에, 국내 KOSDAQ기업의 경우 대체로 사외이사에 대한 보수를 지급하는 경우는 상당히 적었으며 스톡옵션을 지급하는 경우 역시 매우 적은 실정이다.

사외이사의 보수가 적은 경우에는 사외이사의 적극적인 경영의사결정 참여를 위한 유인이 되지 못하며 이러한 경우 사외이사의 기능이 유명무실해 질 수밖에 없다. 이와는 반대로 너무 많은 보수를 지급하는 경우 사외이사의 독립성에 영향을 미쳐 경영자에게 독립적인 의견 제시가 어려울 수 있다.

미국기업은 한국기업과 상반되게 사외이사의 보수와 기업가치 간에 양(+)의 관계를 보이고 있어, 사외이사의 보상이 기업가치에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 이에 따라 국내 KOSDAQ기업도 사외이사에 대한 적정 보수를 지급함으로써 사외이사의 기능을 성실히 수행할 수 있는 기반을 마련해야 할 것으로 사료된다.

사외이사에 대한 보상으로서 스톡옵션 지급과 관련하여 Bhagat, Carey and Elson(1999)은 사외이사의 보수를 연봉의 형태가 아닌 스톡옵션 형태로 지급 시 스톡옵션 지급과 초과 수익률간에는 양(+)의 관계를 가진다는 것을 밝혔다. Yermack(2004)은 1994년~1996년 기간 동안 Fortune 500대 기업을 대상으로 사외이사의 스톡옵션 지급과 관련하여 사외이사는 선임될 당시 해당기업의 주식을 소유하지 않고 기업내부 정보의 숙지에도 시간이 걸리지만 시간이 지남에 따라 주식도 소유하게 되며 점차적으로 기업의 전략, 성과 등에도 많은 영향을 미치는 것을 보고하고 있다.

이러한 기존연구 내용이 IPO 기업에도 적용될 수 있는지를 살펴보기 위해 가변수를 활용하여 사외이사에게 스톡옵션을 지급하는 기업과 그렇지 않은 기업 간에 누적비정상수익률 차이를 분석하였다.

<표 15>의 NASDAQ기업의 경우를 살펴보면 스톡옵션을 지급하는 기업군이 그렇지 않은 기업군에 비해 누적비정상수익률이 유의하게 높은 것을 볼 수 있었다. 즉, 스톡옵션을 수취함에 따라 사외이사는 기업가치의 상승이 자신의 부의 증가와 직접적으로 연관되기 때문에, 스톡옵션은 기업가치의 극대화에 적극적으로 참여하는 유인이 된다.

그러나 국내 기업의 경우 IPO 당시 사외이사에게 스톡옵션을 지급하는 경우가 거의 없는 것으로 나타났다. 그러므로 국내기업도 사외이사에 대해 적은 연

봉이나 이사회 참가비 정도의 보상보다는 미국기업과 마찬가지로 기업가치 증대에 노력할 수 있는 유인으로 스톡옵션을 제공하는 것을 적극적으로 검토할 시점이라 할 수 있다.

## V. 요약 및 결론

본 연구는 국내와 미국의 IPO기업의 지배구조와 관련하여 이사회내의 사외이사의 특성이 기업 공개 후 기업가치 내지 누적비정상수익률에 어떠한 영향을 미치는지, 더 나아가 사외이사의 보상 정도가 누적비정상수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 실증분석 하였다.

본 연구의 주요 실증분석 결과는 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 사외이사의 연령과 누적비정상수익률간의 관계를 살펴본 결과, 국내 KOSDAQ기업의 경우 연령이 50대를 초과하는 사외이사를 가진 기업군이 50대의 사외이사 그룹보다 더 높은 누적비정상수익률을 유의하게 보였다. 즉, 높은 연령의 사외이사 그룹이 낮은 연령의 그룹보다는 기업가치에 보다 긍정적인 영향을 미치고 있었다.

미국 NASDAQ기업 역시 전반적으로 사외이사의 연령이 높아짐에 따라 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 결과가 도출되었다. 이러한 결과는 특히 50대 미만의 사외이사를 나타내는 가변수의 계수가 음(-)의 유의한 값을 나타냄으로써 더욱 강화되고 있다. 한편, 50대 초과 사외이사 그룹을 나타내는 가변수의 계수는 유의하지는 않지만 양(+)의 값을 보였다. 더 나아가 50대 미만의 사외이사 그룹과 50대 초과 그룹을 비교한 결과, 국내 KOSDAQ기업에 있어서는 그 차이가 없었으나, 미국 NASDAQ기업에서는 50대 초과그룹이 50대 미만 그룹에 비해 기업가치에 보다 긍정적인 영향을 끼치는 것으로 나타났다.

둘째, 사외이사의 학력과 관련하여서는 국내 KOSDAQ기업의 경우에는 사외이사의 학력이 높다고 하여 기업가치에 긍정적인 영향을 주지는 않는 것으로 나타났다. 이와 대조적으로 NASDAQ기업의 경우에는 박사학위를 가진 사외이사의 학력이 (0, +10일) 기간의 누적초과수익률과 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있었다. 미국 기업의 경우 전문성을 겸비한 사외이사의 임명으로 사외이사의 전공에 따른 학식이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 유추해 볼 수 있다.

셋째, 사외이사의 경력과 관련하여 사외이사 그룹을 독립성 기준에 의해 크게 회색이사 그룹, 전문가 그룹, 대표이사 그룹 등 3개 그룹으로 구분하였다. 국내

KOSDAQ기업의 경우 대표이사 그룹이 회색이사 그룹에 비해 누적비정상수익률이 매우 유의하게 높게 나타났다. NASDAQ기업의 경우 KOSDAQ기업과 마찬가지로 대표이사 그룹이 유의하게 높은 누적비정상수익률을 기록한 가운데, 전문가 그룹도 회색이사 그룹에 비해 유의하게 높은 수익률을 나타냈다. NASDAQ기업의 경우 업종 특성에 따른 전문기술 보유자 내지 전문가 그룹이 대표이사 그룹과 마찬가지로 기업가치 증대에 이바지하고 있음을 알 수 있다.

더 나아가 KOSDAQ기업의 경우 대표이사 그룹이 전문가 그룹에 비해 보다 긍정적인 영향을 미친 반면, 미국 NASDAQ기업에서는 두 그룹간의 차이가 없는 것으로 나타났다.

넷째, 사외이사의 보상과 관련하여 국내 KOSDAQ기업의 경우 기업가치와 유의한 관계는 나타나지 않았다. 미국 NASDAQ기업의 경우에도 사외이사의 보수가 증가할수록 누적비정상수익률이 증가하는 것을 볼 수 있었으나 역시 통계적으로 유의하지 않았다. 그러나, 수익률 누적기간 (0, 10일)인 경우 사외이사에게 보수를 지급하지 않는 기업군에 비해 보수를 지급하는 기업군이 유의하게 수익률이 높은 것으로 나타나서, 사외이사의 보수 증가에 따라 기업가치가 증가하고 있었다.

한편, 스톡옵션 지급과 관련하여 NASDAQ기업의 경우 모두 스톡옵션을 지급하는 기업군이 그렇지 않은 기업군에 비해 누적비정상수익률이 유의하게 높았다. 그러므로 스톡옵션을 거의 지급하지 않는 국내기업도 사외이사에 대해 적은 연봉이나 이사회 참가비 정도의 보상보다는 미국기업과 마찬가지로 기업가치 증대에 노력할 수 있는 유인으로 스톡옵션을 제공하는 것을 적극적으로 검토할 시점이라 할 수 있다.

전반적으로 미국기업의 경우 사외이사가 연령이 높고, 고학력을 보유하여 전문적인 지식이 있거나 대표이사의 경력을 가진 경우 대체로 IPO 기업의 가치가 보다 증가하는 결과를 보였으며, 국내 KOSDAQ기업의 경우에도 대체로 연령이 높거나 대표이사의 경력을 보유한 사외이사가 기업가치에 기여하는 것을 볼 수 있었다. 사외이사의 보상으로서 미국기업은 스톡옵션이 적절한 유인이 되는 것으로 평가되며, 이에 따라 국내 코스닥기업도 이의 도입을 적극적으로 검토하여야 할 것이다.

본 연구의 확장으로는 기업가치를 측정함에 있어 누적비정상수익률 뿐만 아니라, 여러 다양한 모형이나 변수를 활용할 필요가 있으며, 이사회 또는 사외이사 구성 변화와 기업가치의 변화 간에 장기적인 관계를 분석할 필요가 있을 것이다.

## 참고문헌

1. 김문현·백재승(2005), “사외이사 해임정보가 기업 가치에 미치는 영향,” 증권학회지 34권 2호.
2. 김용렬(1999), “사외이사제와 이사회 개혁,” 산업연구원.
3. 사외이사제도 개선 및 사외이사 직무수행 기준 제정위원회 (2000), “사외이사 직무수행 기준.”
4. 연강흠(1998), “장외종목의 기업공개를 통한 코스닥(KOSDAQ)시장의 효율성 분석,” 증권학회지 23권 pp.289-323.
5. 이기수(2001), “사외이사제도의 강화를 둘러싼 쟁점” 상사법연구, 19권, 3호.
6. 이은정·박경서·장하성(2003), “한국 상장기업의 사외이사제도 운영에 관한 연구,” 한국증권학회 2003년 제4차 정기학술발표회.
7. 장하성(2001), “Korea Discount와 기업지배구조,” 기업지배구조연구 1권.
8. 정광선(1999), “이사회 활성화 방안,” 대한상공회의소 한국경영연구센터.
9. 정운모·손영락(1998), “사외이사제도의 실효성 제고방안” 한국증권연구원.
10. 진태홍(2003), “사외이사제도와 기업성과,” 재무관리논총 9권 1호.
11. 한국 상장회사협의회(2005), “2005년 주권, 코스닥 상장법인 사외이사 선임 현황 비교 분석.”
12. Anil, S. and D. Yermack(1998), “CEO Involvement in the selection of new board members: An empirical analysis,” *Center for Law and Business, Working Paper*, pp.98-015.
13. Baysinger, B. D. and R. E. Hoskisson(1990), “The composition of board of directors and strategic control,” *Academy of Management Review*, Vol. 15, pp.72-87.
14. Black, B. Jang, H. and Kim, W.(2002), “Does corporate governance act firm value?,” *Working paper 327, Stanford Law School*.
15. Brickley, J. A., J. Coles and T. I. Rory.(1994), “Outside directors and the adoption of poison pill,” *Journal of Financial Economics* 25, pp.371-390.
16. Lin, Laura.(1996), “The Effectiveness of outside directors as a corporate governance mechanism: Theories and evidence,” *90 Nw. U. L. Rev* pp.898-901.

17. Lin, S., P. F. Pope. and S. Young(2003), "Stock market reaction to the appointment of outside director," *Journal of Business Financial and Accounting* Vol.30, pp.351-382.
18. Loughran, T.(1993), "NYSE vs NASDAQ Returns : Market microstructure or the poor performance of Initial Public Offerings?," *Journal of Financial Economics*, Vol.33, pp.241-260.
19. Prasad, D.(1995), "Underpricing of IPOs on the OTC versus the NYSE," *New Directions in Finance*, Routledge,
20. Ritter, J. R.(1991), "The long-run performance of Initial Public Offering," *Journal of Finance*, Vol.46, pp.3-27.
21. Yeh, Y. H. and T. Woidtke(2005), "Commitment or entrenchment?: Controlling shareholders and Board composition," *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, pp.1857-1885.

## Abstract

### The Impact of Outside Directors' Characteristics on Performance: Focused on KOSDAQ and NASDAQ IPO Firms

Jeon, Ho-Jin\*

This study examines the impacts of outside directors' characteristics and compensation on stock performances of KOSDAQ and NASDAQ IPO firms.

The results of this study indicated the following interesting results.

First, there is no significant relation between outside directors' age and CARs on KOSDAQ firms. while significant positive relation between outside directors' age and CARs on NASDAQ firms. And the elder age group shows a more positive impact on performances compared with the younger age group.

Second, there is no relation between outside directors' academic background and CARs for KOSDAQ firms. But We find a significantly positive one for NASDAQ firms.

Third, In Relation to outside directors' careers, their professional or CEO careers group have more positive impact on stock performances than gray directors' careers group.

Lastly, there is an insignificant negative relation between the outside directors' compensation and CARs for KOSDAQ firms. while there is a positive relative for NASDAQ firms.

In particular, there is a significant positive relative between value of stock options and CARs for NASDAQ firms. from the result, I could find out the stock option for outside' directors have a positive influence on firm value.

Key Words : IPO, Outside Directors' Characteristics, CAR, Corporate Governance

---

\* (Full-time) Lecturer, Dept. of Finance & Insurance, Seoul Cyber University