

## 사외이사의 비중과 기업 인수합병 성과와의 관계: 최고경영자의 이사회 의장직 겸임에 의한 상호작용 효과\*

김필수(연세대학교 경영대학 박사과정)\*\*

박영렬(연세대학교 경영대학 교수)\*\*\*

최순규(연세대학교 경영대학 교수)\*\*\*\*

### 국 문 요 약

본 연구에서는 자원의존이론을 이용하여 사외이사 비중과 최고경영자의 이사회 의장직 겸임 효과가 하이테크 산업에 속해 있는 국내 상장기업의 인수합병 성과에 미치는 영향을 2004년부터 2012년까지 수행된 인수합병거래 246개를 대상으로 실증 분석하였다. 분석결과에 따르면, 사외이사 비중은 인수합병 성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우 인수합병 성과에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 사외이사의 비중과 최고경영자의 이사회 의장직 겸임이 지닌 상호작용의 효과를 살펴본 결과, 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우 사외이사의 비중이 인수합병 성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 이사회 의장이 독립적인 지위를 가지는 경우 사외이사의 비중이 인수합병 성과에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 아울러 연구결과의 타당성을 확보하기 위해 상호작용항을 통한 회귀분석 및 다양한 사건기간을 대상으로 실증분석을 수행하여 동일한 결과를 얻을 수 있었다. 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우 리더십 강화 및 조직 내 지휘체계 확립으로 인해 기업 외부의 이해관계자로부터 정당성을 확보하게 된다. 이를 통해 이사회원의 자원의존 기능이 강화되며 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 반대로 이사회 의장이 독립적인 지위를 가지는 경우 최고경영자의 최고책임자로서의 외부 정당성이 약화된다. 따라서 이사회원의 자원의존 기능이 감소되고 인수합병 성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 기존의 선행연구에서는 최고경영자의 이사회 의장직 분리의 긍정적인 효과에 대해서 주목하였다면, 본 연구에서는 최고경영자의 이사회 의장직 겸임의 긍정적인 효과를 실증적으로 보여준다는 점에서 그 의의가 있다고 생각한다.

핵심주제어: 사외이사 비중, 최고경영자의 이사회 의장직 겸임, 인수합병 성과, 자원의존이론

## 1. 서론

본 연구에서는 국내 하이테크 산업 내 기업들의 인수합병 전략을 분석하였다. 인수합병 성과와 관련하여 선행연구들을 살펴보면 이사회 및 사외이사를 다룬 국내 연구는 매우 부족한 실정이라고 할 수 있다. 이사회를 다룬 최초의 연구에서는 한국기업지배구조센터에서 제공하는 기업지배구조점수를 이용하여 이사회와 감사기구의 점수가 높은 경우 인수합병 공시효과가 높은 것으로 나타났다(Park and Shin, 2010). 이외에도 기업 지배구조 관점에서 인수합병에 대한 연구가 수행되었는데, 인수기업을 제별기업과 비제별기업으로 구분하여 인수기업의 성과를 조명하였다(Kang, Kim, and Bae, 2001). 소유와 지분관계를 중심으로 기업지배구조를 살펴본 연구에서는 내부 투자자

의 지분보다는 외부 투자자의 지분이 인수합병성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 보고되었다(Cho and Jun, 2004). 오히려 내부 투자자의 지분이 통계적으로 합병성과를 보다 잘 설명하고 있다고 주장하는 측도 있고(Kim and Cho, 2006), 또 다른 연구결과에서는 이와 정반대되는 결과를 보여주었다(Cho and Jun, 2004). 이러한 일관되지 않는 연구결과는 지분구조 및 제별기업 여부만으로는 대리인 이론 및 자원의존이론 등 이사회 의 메커니즘을 명확하게 반영하기 어렵다는 점에서 기인하는 것이다(Park and Shin, 2010).

해외 연구의 경우 기업지배구조가 기업성과에 어떠한 영향을 미치는가에 대해서는 활발하게 연구가 수행되고 있지만, 인수합병 주제 하에서는 국내에서와 마찬가지로 많은 연구가 이루어지지 않은 상황이다. 그 중 Wright, Kroll, Lado, and van

\* 본 연구는 2012년 정부(교육과학기술부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임 (NRF-2012-S1A3A2-2012S1A3A2033412)

\*\* 제1저자, 연세대학교 경영대학 박사과정, kimseolhyun@yonsei.ac.kr

\*\*\* 교신저자, 연세대학교 경영대학 교수, yrpark@yonsei.ac.kr

\*\*\*\* 공동저자, 연세대학교 경영대학 교수, skychoe@yonsei.ac.kr

· 투고일: 2015-01-29 · 수정일: 2015-05-22 · 게재확정일: 2015-06-13

Ness(2002)의 연구에서는 인수합병 전략을 중심으로 최고경영자의 지분율이 기업의 전략 및 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 살펴보았다. Desai, Kroll, and Wright(2003)의 연구에서는 미국 제조업을 대상으로 최고경영자의 이사회 의장직 겸임이 인수합병 성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 실증적으로 검토한 바 있다.

이상과 같은 선행 연구결과에 따르면 사외이사 비중의 효과는 최고경영자의 이사회 의장직 겸임 여부에 따라 서로 다른 기업성과를 보이고 있음을 알 수 있다. 겸임하는 경우 사외이사는 인수성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 겸임하지 않은 경우는 부정적인 영향을 나타냈다. Walters, Kroll, and Wright(2007)은 최고경영자의 근속연수가 인수합병 성과에 미치는 영향과 이사회 의장직의 효과성에 대해서 인수합병 주제로 연구를 수행하였다. Kroll, Walters, and Wright(2008)과 McDonald, Westphal, and Graebner(2008)은 이사회 구성원들의 경험이 인수합병 성과에 미치는 영향을 살펴보았다. Kroll et al.(2008)의 연구는 대리인 이론에 근거하여 사외이사가 효과적인 감시 역할을 위해서는 관련된 지식과 전문성이 요구된다고 실증적으로 분석하였다. McDonald et al.(2008)의 연구는 자원의존이론에 기반하여 사외이사의 전문성과 경험에 따라 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

국내 하이테크 기업의 인수합병을 다룬 국내 연구 역시 미흡한 것으로 분석되었다. 국내에서 발행된 하이테크 산업 내 인수합병 연구를 살펴보면 모두 미국의 하이테크 기업을 대상으로 연구가 수행되었던 것이다(Song and Yoon, 2005; Han, An, Joo, and Kim, 2010). 인수합병 외에 하이테크 기업의 전략적 제휴 및 기술적 혁신을 다룬 연구도 마찬가지로 미국의 하이테크 기업을 대상으로 분석하여 보고한 것이다(Chae and Song, 2009; Song and Kim, 2007).

해외 문헌에서는 한국의 하이테크 및 기술집약 기업에 대해서 캐치업(catch-up) 전략을 중심으로 연구가 수행된 것을 확인할 수 있다(Jung and Lee, 2010; Lee and Lim, 2001; Park and Lee, 2006). 인수합병 전략을 다룬 연구에서는 인수합병으로 인한 성과 및 주주가치의 변화보다는 기술 인수(technology acquisition)에 대한 내용을 분석하였다(Hung and Tang, 2008).

이상과 같은 연구 결과들에 대한 분석 결과 인수합병 전략과 관련하여 이사회 및 최고경영자의 의사결정 과정에 대하여 연구의 공백이 존재한다는 점을 검토하게 되었다. 그리하여 본 연구는 하이테크 기업들의 인수합병 전략에 대한 실증 연구를 수행하게 되었다.

본 연구에서 특히 하이테크 기업들의 인수합병 전략에 주목한 이유는 다음과 같다.

첫째, 하이테크 산업은 산업의 특성상 기술과 지식이 매우 중요한 역할을 하는 산업이다. 따라서 새로운 기술의 출현으로 인해 기업의 성장과 생존이 크게 영향을 받는 산업이다(Han et al., 2010; Kim, 2004). 그러므로 하이테크 산업에서는 타 산업에 비해 기술의 수명주기가 상대적으로 짧고 지속적인 신기술 개발이 요구된다. 이 때문에 특히 단기간 내에 기

업 외부에서 필요한 기술과 지식을 획득할 수 있는 인수합병 전략이 하이테크 산업에서는 중요한 성장 및 생존 전략으로 대두되고 있다(Cloudt, Hagedoorn, and van Kranenburg, 2006; Graebner, Eisenhardt, and Roundy, 2010; Jeong and Son, 2007). 연구 및 개발(Research & Development) 활동은 성공 가능성 및 상용화 가능성을 예측하기 어려울 정도로 미래에 대한 불확실성이 매우 높은 편이다.

이처럼 불확실성이 높은 연구 및 개발 활동에 대해서 많은 금액을 투자하는 것은 기업 입장에서도 위험 부담률이 상당히 높기 마련이다. 그렇기 때문에 과도한 비용을 지불하더라도 이미 기술개발에 성공한 기업을 인수하려는 전략이 선호되는 것이다. 이렇듯 인수합병 전략은 기업의 성장과 생존에 중요한 영향을 미치는 전략에 해당한다. 따라서 이와 관련하여 하이테크 산업 내의 의사결정자들에게는 매우 신중한 접근이 요구되기 마련이다. 본 연구에서는 이사회가 인수합병 전략의 수립과 실행 과정에서 어떠한 역할을 수행하는지 관찰하기 위해서, 상대적으로 인수합병 전략의 중요성이 높은 하이테크 산업을 연구 대상으로 선정하였다.

둘째, 하이테크 산업 내에서 다루어지는 기술과 지식은 암묵 지식(tacit knowledge)의 성격을 가지므로 이러한 지식은 코드화하기 어려울 뿐만 아니라 상대방에게 전달하기 어렵다는 특징을 갖는다. 암묵 지식은 기업의 루틴(routine)이나 인적 자원 내에 존재할 뿐(Kogut and Zander, 1992), 통상적인 거래(arm's length transaction)나 전략적 제휴를 통해서도 획득하기 어렵다(Graebner et al., 2010). 그러므로 많은 하이테크 기업들은 인수합병 전략을 통해 암묵적인 기술 지식을 획득하는 방안을 실행하고 있다.

따라서 본 연구에서는 하이테크 산업 내 전략적 중요성과 역할을 고려하여 여러 가지 기업전략 중 인수합병 전략에 대해서 살펴보았다. 구체적으로 인수합병에 대한 전략적 의사결정 과정에서 이사회 및 사외이사의 역할에 대해서 자원의존이론 관점에서 규명하고, 나아가 최고경영자의 이사회 의장직 겸직이 기업성과에 어떠한 영향을 미치는지 알고자 하는 것이 본 연구의 목적이다. 2004년부터 2012년 기간에 실행되었던 국내 하이테크 기업의 인수합병 거래 중 접근 가능한 265개를 기반으로 표본 데이터를 구축하여 한국기업의 인수합병 거래에 대한 실증분석을 진행하였다.

본 논문의 내용 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 기존의 선행연구를 중심으로 가설 설정과 관련된 이론적 배경을 설명하였다. 또한 이를 바탕으로 하이테크 인수기업의 사외이사 및 최고경영자의 영향력이 인수합병 성과에 미치는 영향에 대한 가설을 수립하였다. 제III장에서는 본 연구의 표본, 변수 측정, 및 연구방법에 대해 상세히 기술하였다. 마지막으로 제IV장에서는 연구의 실증분석 결과를 제시하였으며 제V장에서는 이상과 같은 연구결과를 중심으로 본 연구의 결론과 시사점을 도출하였다.

## II. 이론적 근거

현대사회에서 조직은 외부환경의 영향 없이 생존 및 성장하기 어렵기 때문에 외부환경과의 상호작용이 중요하다. 자원의 존이론은 이러한 외부환경의 영향 및 의존도를 조직의 목표 및 관리 대상으로 바라보는 관점을 취하고 있다. 자원의존이론에서는 조직을 둘러싼 환경 속에서 조직이 생존하기 위해서는 자원이 필수적으로 소요되며 모든 자원을 내부적으로 생산 및 조달할 수 없기 때문에 외부에서도 필요한 자원을 획득해야 한다는 점을 전제로 한다(Kwak, Lee, and Min, 2011). 이와 같이 자원의존이론은 기업이 외부로부터 자원 획득을 통해 환경에 대한 의존성을 효율적으로 관리 및 통제하는 주체로 보고 조직의 행위를 분석하는 조직-환경론적 이론을 의미한다.

자원의존이론의 관점에서는 기업의 보유자원의 수준에 따라 외부환경에 대한 의존도가 결정되며 이에 따라 외부로부터 추가로 획득해야 하는 자원의 수준도 결정된다. 예를 들어 이사회는 외부로부터 자원을 조달하여 기업이 적극적으로 환경에 대응할 수 있도록 기여해야 한다(Boyd, 1990; Pfeffer and Salancik, 1978). 구체적으로는 기업 외부에서의 네트워크를 이용하여 외부환경에서 기업에 필요한 자원과 정보를 제공하는 역할을 수행한다(Hillman and Dalziel, 2003; McDonald and Westphal, 2003; Pettigrew, 1992; Pfeffer, 1972; Zald, 1969).

이사회는 다른 기업과의 네트워크를 통해 자본, 인력, 기술, 정보 등을 확보하는 데 기여할 수 있다(Lee, Baek, and Jang, 2007). 정부에 제품을 납품하는 기업이 정부 관료 출신을 이사로 선임하는 것도 이러한 관점에서 설명될 수 있다. 이러한 이사회의 자원의존 및 서비스 기능으로 인해 기업은 외부환경에 대한 의존성을 경감시킬 수 있으며(Pearce and Zahra, 1991; Pfeffer and Salancik, 1978) 나아가 기업성과 향상에 기여할 수 있다고 보는 것이다(Pfeffer and Salancik, 1978; Singh, Tucker, and House, 1986; Wernerfelt, 1984).

기업 내 최고이사결정기구인 이사회 및 사외이사의 역할은 크게 통제와 서비스로 구분할 수 있다(Forbes and Milliken, 1999). 이사회의 역할을 통제, 서비스, 자원의존으로 분류하는 관점도 있다(Johnson, Daily, and Ellstrand, 1996). 그러나 서비스와 자원의존 기능은 유사한 성격을 가지는 것으로 경영자에게 기업 의사결정에 긴요하고 조력이 되는 것을 제공한다는 측면에서 비슷한 양상을 보인다.

이사회는 통제 기능을 통해 경영자 및 경영진이 주주를 대표하여 기업의 운영에 요구되는 법적 의무의 이행여부를 감시하는 역할을 수행한다(Monks and Minow, 1995). 예를 들어 경영자 및 경영진의 사익추구 행위 또는 부당한 경영의사 결정에 대해서 감시하고 이익을 제기하는 것이 이사회가 지닌 통제 기능이다. 통제기능이 경영진에 대한 감시와 감독을 나타낸다면, 서비스 기능은 경영진에 대한 조언 역할을 강조한다고 볼 수 있다(Forbes and Milliken, 1999; Johnson et al.,

1996). 서비스 기능의 경우 통제기능과 달리 기업의 의사결정에 좀 더 적극적으로 개입한다. 경영자가 제한된 의사결정 환경에서 효과적으로 전략적 의사결정을 내릴 수 있도록 이사회는 전문성과 경험을 활용하여 기업 내부 및 외부에서 정보 및 자원을 제공해야 한다(Kim and Jeon, 2010; Pfeffer and Salancik, 1978).

최고경영자의 이사회 의장직 겸임 여부는 각각 장단점을 보유하고 있어서 양날의 검과 같은 특징을 가지고 있다(Finkelstein and D'Aveni, 1994). 최고경영자가 이사회 의장직을 겸직하는 경우 이사회의 감시 및 감독의 기능이 제대로 작동하지 못하게 되는 단점이 있다(Fama and Jensen, 1983; Morck, Shleifer, and Vishny, 1988). 이는 대리인이론(agency theory)에서 주장하는 특징적인 단점에 해당한다. 그러나 한편으로 조직이론(organization theory)에 따르면, 이사회 의장직 겸임은 조직 내 지휘 및 명령체계를 통일시켜 의사결정에 대한 리더십과 권한을 명확히 하여 효율적인 기업 운영이 가능하게 된다는 장점을 지닌다(Barnard, 1938; Fayol, 1949; Pfeffer, 1981).

## III. 가설 설정

### 3.1 사외이사 비중과 인수합병 성과

Klein(1998)은 이사회의 구성과 기업성과는 통계적인 연관성이 없다고 주장하였다. 그러나 Agrawal과 Knoeber(1996)은 이사회 내 사외이사의 비중이 클수록 기업성과는 하락한다고 주장하였다. 이와 반대로 사외이사의 비중과 기업성과의 정(+)의 관계를 제시한 연구들도 존재한다(Hill and Snell, 1988; Pearce and Zahra, 1991). 한편으로는 사외이사 비중과 기업성과 사이에 유의한 관련성을 발견하지 못한 연구 보고도 제시된 바 있다(Daily and Johnson, 1997).

본 연구에서도 역시 사외이사(Outside Director) 역할에 대하여 주목하고자 한다. 이사회를 구성하는 요인 중 하나인 사외이사는 주주에 의해 선임된 독립적인 이사로서 기업의 의사결정에 관여 및 경영진을 감시하는 역할을 할 수 있기 때문이다(So, Choi, and Heo, 2012; Lee and Ryu, 2011; Lee, Baek, and Jang, 2007). 사외이사는 해당 기업과 이해관계가 존재하지 않기 때문에 보다 객관적인 입장에서 기업의 의사결정에 관여할 수 있으며 사내이사에 비해 주주의 이익을 보호하는 측면이 강하다(Hillman and Dalziel, 2003). 사외이사는 경영자와 독립적인 관계를 가지고 있으므로 이사회의 독립성을 증가시켜 기업의 지배구조 및 기업성과 개선에 기여할 수 있다(Walters et al., 2007; Yoo, 2010). 또한 기업 외부와의 네트워크 활용이 용이하므로 서비스 및 자원의존 기능을 제공할 수 있는 존재이다(Hillman and Dalziel, 2003; McDonald and Westphal, 2003; Pettigrew, 1992; Pfeffer, 1972).

인수합병 거래는 피인수기업의 자원과 지식을 단기간 내에 신속하게 획득할 수 있다는 장점을 지니고 있다. 그러나 한편

으로는 서로 다른 두 집단이 결합하는 것이므로, 이로 인한 많은 비용이 발생하여 그만큼 실패확률도 높아질 수 있는 전략적 의사결정이다. 이처럼 높은 비용이 수반되는 인수합병 전략의 경우에는 기업가치와 주주가치에 막대한 영향을 미치기 때문에, 그 사안의 중요성을 고려하여 인수합병에 대한 의사결정은 이사회에서 이루어지는 것이다(Finkelstein, Cannella, and Hambrick, 2008; Haunschild, 1993).

기업의 인수합병 의사결정 과정에는 피인수기업의 대한 평가, 미래가치, 관련 제도 등 상당한 양의 정보처리가 요구된다(Coff, 2003; Jemison and Sitkin, 1986). 동시에 다른 인수후보 기업과 경쟁적으로 입찰을 진행하기 때문에 광범위한 정보임에도 불구하고 신속하고 효과적인 처리가 요구된다(Jemison and Sitkin, 1986; McDonald et al., 2008). 이 경우 사외이사가 지닌 각종 전문성, 지식, 경험 등은 인수합병 관련된 다양한 정보를 효과적으로 처리하는 데 많은 도움을 제공한다(McDonald et al., 2008). 따라서 사외이사의 역할이 탁월할수록 인수합병 전략을 효과적으로 수립할 수 있게 된다.

특히 하이테크 산업에서는 그 특성상 급진적으로 변화하는 기술적 환경에 놓여 있으므로 이사회 구성원들은 해당 인수합병을 통해 기업가치를 상승시킬 수 있도록 주도면밀한 검토를 해야 한다. 사내이사의 경우 최고경영자의 직·간접적인 영향력을 받고 있기 때문에 최고경영자의 의견에 동조하거나 소신 있는 주장을 펼치기 어려운 환경에 놓여 있는 경우가 대부분이다. 그러므로 무엇보다 사외이사에게는 최고경영자 및 이사회가 기업가치에 기여하는 인수합병 의사결정을 하도록 지원하는 역할이 기대된다. 주주가 사외이사를 선임하는 목적은 결국 기업과 주주의 이익을 보호하기 위한 것이기 때문이다. 사외이사는 자원의존이론에 기반하여 최고경영자에게 외부로부터 풍부한 자원과 각종 지식·정보를 제공함으로써 최고경영자가 기업 가치에 기여할 수 있는 의사결정을 내릴 수 있도록 조언자의 역할을 수행해야 한다(Kim and Jeon, 2010). 하이테크 기업의 사외이사의 경우 기업의 생존과 성장에 밀접한 관련이 있는 기술 또는 재무에 전문성이 있는 이사가 주로 선임이 된다(Clarysse, Knockaert, and Lockett, 2007) 이들은 하이테크 기업의 인수합병에 있어서 보다 효과적인 자원의존 및 서비스 기능을 제공할 것으로 예상하여 인수합병 성과에 긍정적으로 기여할 것으로 기대된다.

*가설 1. 인수기업의 이사회 내 사외이사의 비중은 인수기업의 기업성장에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.*

### 3.2 최고경영자의 이사회 의장직 겸임과 인수합병 성과

이사회 및 사외이사 연구에 있어서 최고경영자는 중요한 이해관계자가 된다(Finkelstein et al., 2008). 그 이유는 최고경영자가 일상적인 경영 의사결정에 대해서 이사회로부터 위임을 받아 업무를 수행하는 주체이기 때문이다(Mintzberg, 1983;

Monks and Minow, 1995). 이사회는 최고경영자에게 운영을 위임하는 대신에 최고경영자가 효과적인 경영의사 결정을 내릴 수 있도록 감시 및 감독 기능을 수행하거나 조언 및 서비스 기능을 제공한다(Forbes and Milliken, 1999; Johnson et al., 1996). 이사회 및 사외이사 연구에 있어서 최고경영자는 반드시 고려해야 할 중요한 이해관계자가 된다.

본 연구는 기업의 인수합병 전략에 대한 의사결정 과정에서 사외이사의 효과성을 조명하는 것을 목적으로 하고 있으므로, 기업의 최고이사결정기구인 이사회 의장직 역시 중요한 요인으로 분석하였다. 기업의 의사결정 및 기업성과에는 의사결정자의 특성이 반영되기 때문에 이사회 의장직은 기업의 의사결정에 있어서 많은 비중을 차지하고 있다(Hambrick and Mason, 1984). 그러므로 본 연구에서는 기업의 인수합병과 같은 중요한 전략적 의사결정을 수행하는 이사회 의장에 주목한다.

최고경영자가 이사회 의장직을 겸직하는 경우 기업 내에서 막대한 권한과 영향력을 소유하게 된다(Cannella and Lubatkin, 1993). 이러한 겸직 효과로 인해 최고경영자가 주변의 의견에 대해서 경청하기 어려워지며 독단적인 행동을 할 가능성이 높을 것으로 보인다(Hayward and Hambrick, 1997). 또한 이 경우 최고경영자는 이사회 및 경영진의 경영성과를 객관적으로 평가하지 못하고, 기업 및 조직의 이익보다 사익을 앞세우게 될 가능성이 높다(Finkelstein and D'Aveni, 1994; Kesner, Victor, and Lamont, 1986).

하이테크 산업의 경우 다른 산업에 비해 상대적으로 경영진의 재량이 많은 산업에 속한다고 볼 수 있다(Hambrick and Finkelstein, 1987). 재량이 많다는 것은 기업의 전략적 의사결정 과정에서 경영자의 자율권이 보장되어 경영자의 의도가 상당 부분 반영될 수 있음을 의미한다(Chae and Song, 2009; Hambrick and Mason, 1984). 따라서 하이테크 산업에서 최고경영자의 이사회 의장직 겸임은 최고경영자에게 막대한 권한을 부여하게 되고, 결과적으로 이로 인한 독단성 및 사익추구 행위가 발생하여 기업성과에 악영향을 미칠 것으로 예상될 수 있다(Kang and Kook, 2010).

*가설 2. 인수기업의 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있는 경우 인수기업의 기업성장에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.*

### 3.3 사외이사 비중과 최고경영자의 이사회 의장직 겸임의 상호작용 효과

최고경영자의 이사회 의장직 겸임의 경우 장단점이 공존하는 양날의 검의 성격을 가지고 있기 때문에, 장점이 특히 중요하게 발휘될 수 있는 조건 및 환경을 파악하는 것이 중요하다(Finkelstein and D'Aveni, 1994). 이사회 의장직 겸임의 장점은 강력한 리더십 형성을 통해 조직 내 부정적인 관성을 이겨내고 의사결정 및 외부환경에 대한 대응의 속도 및 효과성을 향

상시키는 것에 있다. 관련된 선행연구들은 이사회 의장직 겸임이 긍정적으로 발휘될 수 있는 조건으로 기업 외부환경의 불확실성에 주목한다(Boyd, 1995). 외부환경의 불확실성이 높을수록 이사회를 소규모로 구성하고 다른 기업과의 겸직을 확대시키는 등 보다 효율적이고 적극적으로 우수한 자원에 접근하려는 경향이 있다는 것이다(Boyd, 1990). 또한 최고경영자가 이사회 의장직을 겸직함으로써 외부의 높은 불확실성에 대해 신속하고 효과적인 의사결정과 조치가 가능하도록 기업 지배구조를 갖추게 된다고 해석한다(Hambrick and Finkelstein, 1987).

하지만 이러한 긍정적인 효과가 존재한다고 해서 이사회 의장직 겸임의 부정적 측면이 완전히 제어되는 상태가 되는 것은 아니다. 한편으로 단점은 계속 존재하지만 장점이 이를 상쇄할 정도의 큰 상태로 발현될 수도 있다(Boyd, 1995). 따라서 이사회 의장직 겸임의 부정적인 효과를 절감하고 장점을 극대화하기 위해서는 사외이사의 역할이 여전히 중요하게 요구된다(Desai et al., 2003). 최고경영자에게 리더십과 영향력이 집중되더라도, 사외이사들이 본연의 역할을 충실히 수행하도록 함으로써 이러한 권한을 효과적으로 사용할 수 있도록 하는 것이다. 즉 사외이사들이 서비스 및 자원의존 기능을 효과적으로 제공하여 최고경영자가 적합한 의사결정을 내릴 수 있는 환경을 조성한다면, 최고경영자는 이를 기반으로 더욱 효과적인 의사결정에 도달할 수 있는 것이다.

반대로 이사회 의장직 겸임의 긍정적인 측면만 보고 사외이사의 중요성을 소홀히 한다면 겸임의 부정적인 역할이 점점 확대되어 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 이사회 의장직 겸임의 장점으로는 기업 내 지휘체계 통일로 인한 강력한 리더십 확립과 외부에 대한 대응 강화를 꼽을 수 있다(Boyd, 1995; Finkelstein and D'Aveni, 1994). 그러나 주의해야 할 사항은 이러한 리더십과 외부에 대한 대응이 기업성과 향상에 기여한다는 것과 동일한 의미는 아니라는 점이다. 최고경영자의 리더십이 사외이사를 위해 악용될 수 있는 것이고, 외부 환경의 변화에 대해서 신속하게 대응한다고 해도 부적절한 대응의 가능성은 여전히 존재한다는 의미이다. 이사회 의장직 겸임의 장점이 오용되지 않도록 사외이사의 지속적인 노력이 필요하다고 할 수 있다.

그러므로 사외이사는 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하더라도 중요한 역할이 요구되는 것이며, 이에 본 연구에서는 사외이사와 최고경영자의 이사회 의장직 겸임 간의 상호작용 효과에 대해서 주목하였다(Desai et al., 2003; Yoo, 2010).

*가설 3a. 인수기업의 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있는 경우 사외이사의 비중이 높을수록 인수기업의 기업성과에 정(+ )의 영향을 미칠 것이다.*

*가설 3b. 인수기업의 이사회 의장직이 독립적인 지위를 가지고 있는 경우 사외이사의 비중이 높을수록 인수기업의 기업성과에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.*

#### IV. 연구방법

#### 4.1 연구표본 및 자료수집

본 연구는 2004년부터 2012년까지의 한국 하이테크 산업 내 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업의 완료된 인수합병 거래를 대상으로 연구를 수행하였다. 인수합병 데이터는 톰슨(Thomson) SDC 데이터베이스를 활용하여 수집하였으며, 문화 및 제도적 차이와 같은 국제경영 이슈들을 통제하기 위해 인수합병 거래는 국내 거래로 한정하여 분석하였다. 해당 기간 동안에 최초로 수집된 거래는 636개이며, 누적초과수익률 계산을 위해 주가자료를 수집하는 과정에서 288개의 거래가 확보되었다. 이후 최고경영자 및 이사회 자료를 수집하는 과정에서 252개의 데이터가 확보되었다. 마지막으로 회계자료를 수집하는 과정에서 최종적으로 246개의 데이터가 확보되어 분석에 투입되었다. 연구에 필요한 자료는 금융감독원의 전자공시시스템 내 사업보고서와 한국신용평가에서 제공하는 KISLINE 사이트에서 수집하였다. 표본 내 기업들의 세부구성은 <표 1> <표 2>에서 확인할 수 있다.

<표 1> 연도별 표본기업 분포

연도	개수	비중(%)
2004	7	2.85
2005	5	2.03
2006	24	9.76
2007	31	12.60
2008	22	8.94
2009	40	16.26
2010	37	15.04
2011	42	17.07
2012	38	15.45
합계	246	100

<표 2> 하이테크 산업 분야별 표본기업 분포

하이테크 산업	개수	비중(%)
생명공학	27	10.98
컴퓨터	56	22.76
전기전자	73	29.67
통신	89	36.18
기타	1	0.41
합계	246	100

#### 4.2 변수의 측정

##### 4.2.1 종속변수

본 연구에서는 인수합병의 성과로서 누적초과수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return)을 사용하였다. 사건연구(Event study) 방법을 적용하여 누적초과수익률을 측정하였으며 5일의 사건기간(-2에서 2까지)이 적용되었다(Brown and Warner, 1985). 0일 시점은 인수합병 거래가 공고된 날짜로 정의하였으며, 해당 자료는 톰슨(Thomson) SDC 데이터베이스를 활용하여 수집하였다. 사건연구 방법은 다양한 경제적 사건들이 기업의 시장

가치에 미치는 영향을 파악하기 위해 사용되는 방법으로, 많은 선행연구들이 해당 방법을 통해 경제적 사건들의 영향력을 파악하고 있다(Caves, 1989; Walsh and Seward, 1990; Wright, Ferris, Hiller, and Kroll, 1995). 인수합병 성과에 관한 실증연구에서도 몇 편의 연구물에 의해 사건연구 방법을 사용하여 성과를 측정하는 바 있다(Gaur, Malhotra, and Zhu, 2013; Gubbi, Aulakh, Ray, Sarkar, and Chittoor, 2010; Kohli and Mann, 2012).

#### 4.2.2 독립변수

본 연구의 독립변수는 이사회 내 사외이사의 비율로서 구체적으로 각 기업별 등기임원 수에서 사외이사가 차지하는 비율로 측정하였다(Kim and Lee, 2013; Park and Kim, 2010). 표본기업의 등기임원에 대한 정보는 금융감독원이 운영하는 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에서 제공하는 연차보고서와 KISLINE 데이터베이스에서 수집하였다. KISLINE 데이터베이스에서는 사외이사가 아닌 감사위원에 대해서 별도로 구분하여 명시하지 않기 때문에, 감사의 경우 모두 사외이사로 간주하여 사외이사의 수에 포함하였다(Kim and Lee, 2013).

#### 4.2.3 조절변수

본 연구에서는 조절변수로서 최고경영자의 영향력을 이사회 의장 겸직 여부로 살펴보았다. 먼저 최고경영자에 대한 정의와 설정이 필요하다. 그런데 한국기업의 경우 아직 최고경영자에 대한 개념이 명확하게 적용되지 않은 상황이며, 회장, 사장, 대표이사 등 여러 가지 직함으로 혼용되고 있다(Park, Sung, and Jeong, 2010). 본 연구에서도 기존 연구의 측정방법을 따라 사업보고서에 대한 작성 및 책임의 권한이 있는 대표이사를 최고경영자로 정의하였으며, 사업보고서 상에 서명이 있는 사람을 대표이사로 간주하고 조작화하였다(Park et al., 2010). 사업보고서 상 대표이사가 2인 이상인 경우 첫 번째 대표이사를 최고경영자로 간주하였다(Park et al., 2010).

#### 4.2.4 통제변수

기업의 인수합병 성과에 영향을 미치는 변수를 통제하기 위해 독립변수 이외의 기업 나이, 기업 규모, 재무구조를 통제하였고 피인수기업이 하이테크 산업인 경우 더미변수로 처리하였다. 최고경영자 및 이사회 관련하여서 최고경영자의 지분율, 나이, 대주주 여부, 특수관계자 여부와 이사회 규모를 통제하였다. 인수합병과 관련하여서 인수기업과 피인수기업 간의 관련성을 SIC 코드 4자리 기준으로 코딩하였고, 인수 후 피인수기업에 대한 지분율을 통제변수로 추가하였다. 또한 인수기업의 실패투자 결정변수 관련하여 토빈의 쿼( Tobin's q), ROE, 유동비율도 통제 목적으로 분석모델에 투입되었다.

### 4.3 분석방법

본 연구에서는 사외이사 비중과 기업성과와의 관계와 이들 관계에 대한 조절변수로 최고경영자의 이사회 의장직 겸직

여부를 실증 분석하였다. 가설을 검증하기 위해서 횡단면조절 회귀분석(moderated cross-sectional regression analysis)을 사용하였으며, 최고경영자의 이사회 의장직 겸임의 조절효과를 살펴 보기 위하여, 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우와 겸임하지 않는 경우로 나누어서 기존의 회귀분석과 동일한 통제변수 및 독립변수를 투입하여 회귀분석을 진행하였다(Desai et al., 2003; Stone-Romero and Anderson, 1994). 조절변수로 사용되는 Z가 독립변수 X와 종속변수 Y 사이에 형성된 관계 속에서 오직 두 가지 형태의 값을 가지는 경우 회귀분석은 분리되어 진행되어야 한다(Stone-Romero and Anderson, 1994). 본 연구에서 주목하고 있는 조절변수는 최고경영자의 이사회 의장직 겸임 여부이므로 겸임하는 경우와 겸임하지 않는 경우로 구분할 수 있다. 분석에 투입된 표본에 따르면 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우는 전체 246개의 인수합병 거래 중에서 185개의 거래에 해당하였고, 나머지 61개의 거래의 경우 인수기업의 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있지 않은 경우에 해당되었다. 따라서 조절효과를 분석하기 위해서 표본 데이터를 두 가지로 구분하여 각각 회귀분석을 진행하였다. 분석에는 Stata 11.0이 사용되었다.

## V. 분석결과

본 연구에 사용된 변수들의 기술통계량 및 상관관계는 <표 3>과 같다. 실증분석에 사용된 변수들의 평균, 표준편차, 상관계수를 제시하였다. 표본 내 인수합병 기업들의 누적초과수익률의 평균은 -0.028로 나타나, 인수합병 거래의 높은 위험과 불확실성을 확인할 수 있었다. 인수 관련성의 경우 평균값이 0.152로 작은 값을 보였는데, 이는 직접적으로 경쟁기업을 인수하기보다는 시너지를 창출할 수 있는 관련 기업을 인수하여 경쟁력을 확보하는 전략을 취한 것으로 해석된다. 인수 관련성 변수는 표준산업코드(SIC) 기준으로 4자리가 모두 일치하는 경우 1로 코딩하였으며, 주로 동일 제품/서비스 시장 내 직접적인 경쟁기업이 여기에 해당한다. 따라서 국내 하이테크 기업들의 경우 직접적인 경쟁기업을 인수하기 보다는 시너지를 창출할 수 있는 기업을 인수하는 것으로 분석되었다. 인수합병 경험의 경우 평균적으로 1.7회를 보이며 인수합병기업 당 2회에 가까운 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 인수합병 전략이 기업의 중요한 성장 및 생존 전략인 하이테크 산업의 특징을 잘 나타낸다고 볼 수 있다. 또한 해당 변수들을 회귀모형식에 적용하여 VIF(variation inflation factor) 지수를 산출하였고, 지수는 모두 10 이내의 값을 나타내어 분석에 투입된 변수들 간에는 다중 공선성 문제가 존재하지 않는 것으로 보았다(Park and Kim, 2010; Park, Sung, and Lee, 2014). <표 4>에는 사외이사 비율과 기업성과 간의 관계에 대한 회귀분석 결과와 이들 관계에 대한 최고경영자의 이사회 의장직 겸직의 조절효과가 제시되어 있다.

<표 3> 변수에 대한 기술통계량 및 상관관계 분석

	평균	표준	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
누적초과수익률	-0.028	0.229	1.00															
기업 나이	23.664	18.132	-0.07	1.00														
기업 규모	19.027	2.626	0.02	0.24	1.00													
재무구조	1.003	1.599	0.00	-0.01	-0.02	1.00												
유동 비율	0.430	1.043	0.07	-0.06	-0.05	-0.13	1.00											
토빈의 큐	0.466	0.351	0.03	0.01	-0.09	0.12	-0.19	1.00										
ROE	-0.402	3.577	0.10	0.03	0.04	-0.74	0.08	0.02	1.00									
이사회 규모	6.764	2.314	0.03	0.27	0.21	-0.05	-0.25	0.04	0.10	1.00								
CEO 나이	50.832	8.126	0.00	0.28	0.28	-0.02	-0.27	-0.07	0.09	0.23	1.00							
CEO 대주주	0.636	0.482	0.01	-0.16	-0.16	-0.02	0.20	0.08	-0.06	-0.32	-0.12	1.00						
CEO 지분율	6.912	10.852	0.03	-0.23	-0.15	-0.01	0.24	0.02	-0.01	-0.32	-0.07	0.81	1.00					
CEO 특수관계자	0.620	0.486	0.10	-0.13	0.05	0.07	0.12	0.00	-0.11	-0.16	-0.02	0.57	0.50	1.00				
인수 관련성	0.152	0.360	-0.05	-0.20	-0.03	-0.05	0.04	-0.08	0.10	-0.01	0.00	0.00	0.04	-0.02	1.00			
인수 지분율	87.920	17.520	0.00	0.01	0.00	-0.09	-0.05	0.01	0.08	0.02	0.00	-0.07	-0.16	-0.06	0.04	1.00		
사외이사 비중	0.398	0.173	0.13	0.32	0.28	0.00	-0.15	0.02	0.03	0.25	0.18	-0.23	-0.21	-0.02	-0.03	0.00	1.00	
이사회 의장 겸임	0.756	0.430	-0.11	-0.28	-0.08	0.03	0.14	0.05	-0.08	-0.41	-0.21	0.33	0.30	0.11	0.01	-0.03	-0.17	1.00

<표 4> 사외이사 비율과 기업의 성과: 다중 회귀분석 결과

	모델1		모델2		모델3		모델4		모델5		모델6		모델7		
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	
상수항	0.029	0.21	0.138	1.04	0.199	1.41	0.259	1.86	0.356	1.53	0.021	0.19	0.230	1.65	
기업 나이	-0.063	-2.64**	-0.092	-3.84***	-0.071	-3.02**	-0.095	-4.00***	-0.140	-3.62***	0.002	0.11	-0.087	-3.64***	
기업 규모	0.003	0.40	-0.003	-0.42	0.007	0.88	0.004	0.05	0.000	0.12	0.000	-0.32	-0.004	-0.05	
재무 구조	0.002	0.33	0.001	0.18	0.001	0.22	0.005	0.10	-0.001	-0.85	0.000	0.13	0.002	0.05	
유동 비율	0.025	1.20	0.030	1.50	0.026	1.32	0.031	1.57	-0.004	-0.75	0.041	5.80***	0.037	1.86†	
토빈의 큐	0.081	1.03	0.051	0.67	0.069	0.89	0.045	0.60	0.035	1.15	0.024	1.51	0.071	0.92	
ROE	0.017	1.74†	0.017	1.71†	0.015	1.48	0.014	1.50	0.052	0.40	-0.029	-0.54	0.014	1.47	
이사회 규모	0.008	1.65	0.007	1.41	0.001	0.14	0.001	0.21	0.013	1.09	0.000	0.01	0.001	0.29	
CEO 나이	0.001	0.49	0.001	0.63	0.004	0.18	0.001	0.36	-0.005	-0.38	-0.002	-0.50	0.001	0.44	
CEO 지분율	0.001	0.34	0.002	0.60	0.001	0.40	0.002	0.62	0.001	0.35	-0.001	-0.53	0.002	0.72	
CEO 대주주	-0.068	-1.13	-0.061	-1.05	-0.032	-0.53	-0.033	-0.57	-0.070	-0.95	0.390	1.47	-0.039	-0.68	
CEO 특수관계자	0.082	2.41*	0.058	1.75†	0.080	2.40*	0.060	1.81†	0.001	0.37	-0.030	-1.45	0.065	1.97*	
인수 관련성	-0.027	-0.93	-0.019	-0.67	-0.025	-0.87	-0.018	-0.65	0.104	1.78†	0.061	2.79**	-0.026	-0.93	
인수 지분율	-0.001	-0.63	-0.001	-0.69	0.000	-0.55	0.000	-0.62	-0.023	-0.54	0.014	0.55	0.000	-0.56	
사외이사 비중			0.455	4.18***			0.402	3.66***	0.541	3.68*	-0.121	-1.15*	0.029	0.13	
이사회 의장 겸임					-0.121	-3.26**	-0.096	-2.58**	(겸임하는 경우)		(겸임하지 않는 경우)		-0.111	-2.95**	
상호작용항														0.470	1.99*
관측치	246		246		246		246							246	
F값	1.61†		2.83***		2.31**		3.15***		2.64**		3.49**		3.23***		
R-squared	0.084		0.136		0.114		0.158		0.192		0.373		0.171		
Adj R-squared	0.076		0.088		0.064		0.108		0.119		0.266		0.118		

† p<0.1, \*p<0.05, \*\*p<0.01, \*\*\*p<0.001<표 5> 다양한 사건시간 분석 결과

	본 연구 (-2, +2)		(-5, +5)		(-1, -5)		(-1, +2)		(-3, +3)		(-1, 0)	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
사외이사 비중	0.029	0.13_	0.048	0.29	0.044	0.30_	0.019	0.18_	0.012	0.16_	0.002	0.00_
이사회 의장 겸임	-0.111	-2.95**	-0.074	-2.54*	-0.078	-3.09**	-0.051	-2.67**	-0.037	-2.69**	-0.025	-2.24*_
상호작용항	0.470	1.99*	0.376	2.09*	0.315	2.00*	0.264	2.33*	0.175	2.09*	0.115	1.67†

† p<0.1, \*p<0.05, \*\*p<0.01, \*\*\*p<0.001

회귀분석 모델에 통제변수, 독립변수, 조절변수를 차례로 추가하여 추정하였고(Park et al, 2014), 조절효과의 경우 이사회 의장직을 겸직하는 경우와 그렇지 않은 경우의 두 집단으로 나누어 제시하였다(Desai et al., 2003; Stone-Romero and Anderson, 1994). 통제변수만 포함된 <모델1>에서는 기

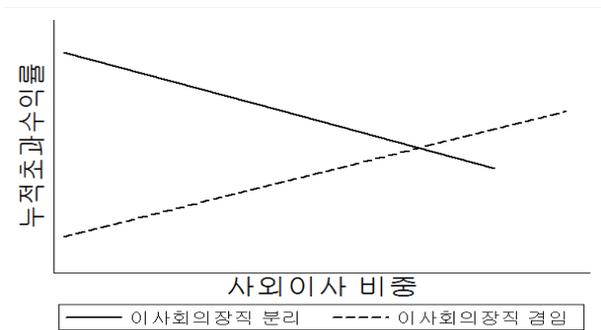
업 나이, 기업 규모, 최고경영자의 대주주 여부가 인수합병 성과와 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다.

<가설1>을 검증하기 위하여 <모델2>를 살펴보면, 사외이사 비율이 인수합병 성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 통계적으로 유의하였다(p<0.05). 따라서 <가설

1>은 지지되었다. <모델3>에서는 최고경영자의 이사회 의장직 겸임에 대한 <가설2>에 대해서 검증하였다. 분석결과 이사회 의장직을 겸임하는 경우 인수합병 성과에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다( $p < 0.01$ ). 따라서 <가설2> 역시 지지되었다.

<모델4>에서는 사외이사 변수와 이사회 의장직 겸임 변수를 동시에 투입하여 살펴보았는데 각 변수마다 독립적으로 유의하게 동일한 결과를 보였다. 최고경영자의 이사회 의장직 겸임의 조절효과를 살펴보기 위해서 표본을 두 집단으로 나누어 분석을 진행하였다. <모델5A>에는 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우의 분석결과가 나타나 있고, <모델5B>에는 이사회 의장직을 겸임하지 않는 경우의 분석결과가 나타나 있다. 분석결과에 따르면 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우 사외이사의 비중이 높을수록 인수합병 성과가 증가하는 것을 볼 수 있었다. 이는 겸임으로 인해 최고경영자의 리더십 및 기업 내 정당성 강화로 이어져 이사회의 자원의존활동이 강화되어 나타나는 긍정적인 결과로 해석할 수 있다. 반대로 겸임하지 않는 경우 사외이사의 비중이 높을수록 오히려 인수합병 성과에 악영향이 미치는 것을 발견할 수 있었다. 이러한 현상은 최고경영자의 리더십 약화로 인해 기업의 이해관계자들에게 효과적인 정당성을 전달하지 못해 이사회의 자원의존활동이 약화된 것으로 해석할 수 있다. 이를 그래프로 나타내면 <그림 1>과 같으며 따라서 <가설3a>와 <가설3b> 모두 지지되었다.

아울러 강건성 검증(robustness check)를 위해서 상호작용항을 이용하여(Kim and Ahn, 2012; Kim and Park, 2012) 분석한 결과 역시 함께 제시하였으며, 본 연구에서 종속변수로 제시하였던 5일의 사건시간 외에 11일, 7일, 4일, 2일과 같은 다양한 기간을 대상으로 분석을 수행하여 함께 제시하였다. <표 4>에서 확인할 수 있듯이 상호작용항을 이용하여 분석한 결과 종속변수에 유의한 것으로 나타나 조절효과가 존재하는 것으로 확인되었으며, <표 5>에서는 다양한 기간의 사건시간을 적용하여 분석한 결과를 제시하였다.1)



<그림 1> 이사회 의장직 겸임의 조절효과

1) 본 연구의 강건성 검증(robustness check)과 관련하여 좋은 의견을 주신 익명의 심사위원님께 감사드립니다.

## VI. 논의

본 연구에서는 이사회 내 사외이사 비중과 최고경영자의 이사회 의장직 겸임이 인수합병 성과에 미치는 영향에 대해서 분석하였다. 본 연구의 결과에 따르면 이사회 내 사외이사의 비중이 많을수록 그들의 전문성과 경험으로 인해 기업의 성과가 개선되는 모습을 확인할 수 있었다. 또한 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우 기업성과에는 부정적인 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있었다. 더 나아가 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있을 때 사외이사를 비롯한 이사회의 활동이 기업성과에 긍정적인 것으로 분석되었으며, 반면에 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하지 않는 경우 이사회의 효과성이 감소하는 것으로 분석되었다.

본 연구의 결과를 바탕으로 살펴 볼 논의사항은 다음과 같다. 첫째, 이사회와 최고경영자의 개별적인 지위와 역할은 물론 양자 간의 상호작용 관계에 주목해야 한다. 그 동안의 선행연구들은 대부분 이사회와 최고경영자의 효과에 대해서 개별적으로 살펴보는데 그쳐있었다. 본 연구에서도 이와 동일하게 <가설1>과 <가설2>를 통해서 개별적으로 살펴보았으며, 이를 통해 사외이사의 긍정적인 효과와 이사회 의장직 겸임의 부정적인 효과를 확인하였다. 하지만 기존 선행연구와는 다르게 본 연구에서 두 요인 간의 상호작용을 고려하여 살펴보았던 <가설3>의 경우에서 다음과 같은 연구결과를 확인하였다. 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있는 환경에서는 이사회의 효과성이 증가하는 것으로 나타났고, 최고경영자가 이사회 의장직과 분리된 환경에서는 이사회의 효과성이 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 두 요인을 개별적으로만 분석했을 경우에는 알 수 없었던 효과들이다. 따라서 본 연구에서와 같이 두 요인의 상호작용을 고려하여 보다 통합적으로 최고경영자의 이사회 의장직 겸임의 조절효과 현상을 바라보는 관점에서 앞으로 더욱 논의가 수행되어야 할 것이다.

둘째, 환경에 대한 불확실성을 통제 및 관리하는 대안으로 최고경영자의 이사회 의장직 겸임을 고려해 볼 수 있다. 본 연구에서 분석한 하이테크 산업은 기술의존도가 높을 뿐만 아니라 기술개발 주기가 매우 짧기 때문에 매우 불확실한 경영 환경에 놓여 있게 된다. 그러므로 하이테크 산업의 인수합병 전략은 높은 불확실성과 고위험물로 실패확률이 높은 대표적인 전략 중 하나이다. 자원의존이론에 따르면 기업은 외부환경에 대한 의존도를 낮추기 위해서 외부로부터 자원을 조달하여야 한다. 따라서 하이테크 산업 내에서 인수합병을 하는 경우 불확실성이 매우 높기 때문에 효과적인 관리가 필요한 상황임을 유의해야 한다.

이러한 불확실성을 관리하는 데 있어서 최고경영자의 이사회 의장직 겸임은 긍정적인 대안이 될 수 있다. 본 연구결과에서 분석하였듯이 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임함으로써 획득한 정당성은 외부 이해관계자로부터 협력을 이끌어낼 수

있다. 그렇기 때문에 이사회의 자원의존 기능을 강화시키는 역할로 작동될 수 있다는 것이 본 논문의 연구 및 분석 내용이었다. 따라서 불확실성이 높은 외부환경에 놓인 기업의 경우 기업환경에 대한 관리 및 통제 수단으로 최고경영자의 이사회 의장직 겸임에 대해서 긍정적으로 고려해 볼 필요가 있다.

셋째, 한국기업의 사외이사 제도의 경우 대리인이론 보다는 자원의존이론이 더 적합하게 현상을 설명하는 것으로 분석되었다. 일반적으로 이사회 안건에 대해서 반대를 표하는 경우 이사회의 본연의 기능이 제대로 작동하고 있는 사례로 해석이 되는데, 이러한 해석은 이사회의 역할을 최고경영자에 대한 감시와 감독으로만 국한된 관점을 가지고 있는 경우에 해당한다. Johnson et al.(1996)의 연구에서 제시한 것처럼 이사회의 기능은 최고경영자에 대한 통제뿐만 아니라 서비스 및 자원의존 기능을 수행한다. 따라서 단순히 이사회 안건에 대해서 반대가 적다는 이유로 이사회가 본연의 역할을 제대로 수행하고 있지 않다는 해석과 판단을 내리기는 어렵다. 왜냐하면 이사회가 서비스 및 자원을 제공함으로써 상정된 안건들이 가지고 있는 취약점 및 한계점들을 보완해 줄 수 있는 가능성이 여전히 존재하기 때문이다.

최근 5년간 10대 그룹에서 이루어졌던 92개의 상장계열사들의 이사회 안건 37,635건에 대한 통계를 살펴보면 반대표는 38표로서 0.3% 비중에 해당한다. 만약 이사회가 자원의존 및 서비스 기능을 제대로 제공하지 않고 있다면 이미 수많은 계열사들이 주주가치 감소 및 경영 위기를 겪고 있어야 할 것으로 예측된다. 하지만 10대 그룹은 여전히 안정적으로 자신들의 기업 집단을 유지하고 있는 현상을 보여준다. 이 같은 현상을 반영하여 본 연구에서는 자원의존이론에 기반하여 연구를 수행하였다. 본 논문에서 연구 및 분석한 바와 같이 자원의존이론의 관점에서 한국기업의 사외이사에 대하여 접근하는 방법은, 한국 기업의 경영 현상을 바라보는 데 있어서 새로운 대안이 될 것으로 예상된다.

## VII. 결론 및 제언

본 연구는 기업의 전략적 의사결정 상황에서 사외이사의 효과성을 살펴봄으로써 기업성과 및 기업 내에서 사외이사가 주어진 역할을 제대로 수행하고 있는지 확인하고자 하였다. 이사회의 의사결정이 요구되는 중요한 전략적 의사결정 환경을 설정하기 위하여 인수합병 거래가 있는 기업을 연구대상으로 하여 조사 및 분석을 수행하였다. 특히 사외이사와 최고경영자와의 상호작용을 살펴보기 위해서 최고경영자의 재량이 다른 산업에 비해 상대적으로 많은 하이테크 산업을 중심으로 연구 및 분석을 진행하였다. 결과적으로 본 연구에서는 국내 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 기업 중 하이테크 산업에 속하면서 인수합병 경험이 있는 기업의 거래를 대상으로 실증분석을 진행하였으며, 2004년부터 2012년 동안에 실시되었던 국내 하이테크 기업의 인수합병 거래 246개를 대상으로

분석을 수행하여 다음과 같은 연구결과를 얻었다.

첫째, 이사회 내 사외이사 비율이 높을수록 기업성과가 증가하는 것으로 분석되었다. 인수합병 의사결정 과정에서 사외이사는 높은 전문성과 경험을 기반으로 서비스 및 자원의존 기능을 최고경영자에게 효과적으로 제공하여 긍정적인 기업성과 창출에 기여하고 있는 것으로 해석되었다. 이러한 관점은 최고경영자에 대한 감시 및 통제를 중요시 하는 대리인이론과 상반되는 내용으로 한국기업의 이사회 및 기업지배구조에 대해서 새로운 관점을 제시하는 것이다.

둘째, 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있는 경우 기업성과가 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 최고경영자가 이사회 의장직 겸임을 통해 주어진 막대한 권한과 영향력을 기반으로 이사회를 장악하여 독단적인 의사결정과 기회주의적 사익추구의 행동 가능성으로 인해 기업성과를 저해하는 것으로 해석된다. 적절한 견제 장치가 없는 상황에서는 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있는 경우 기업성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다.

셋째, 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있는 경우 사외이사 비중과 기업성과 사이에 정(+)의 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 최고경영자의 이사회 의장직 겸임은 최고경영자의 기업 내 리더십을 구성하는 요인 중 하나로서, 이사회 의장직 겸임을 통해 최고경영자는 기업 내 지휘체계의 단일화와 강력한 리더십을 구축할 수 있다. 이로 인해 최고경영자는 외부 이해관계자로부터 자신이 해당 기업의 운명을 책임지는 최고책임자라는 정당성을 획득하게 되고, 이러한 정당성은 외부 이해관계자들로부터 협력적인 관계를 이끌어내어 이사회가 이들로부터 기업의 생존에 필요한 자원을 획득하는데 큰 도움을 제공한다. 반대로 이사회 의장이 독립적인 지위를 가지는 경우 최고경영자의 이러한 정당성이 약화되어 이사회의 자원접근이 감소하여 기업성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

이상에서 결론적으로 살펴본 본 연구의 결과는 다음과 같은 의미를 지니는 것으로 예상된다.

첫째, 하이테크 산업의 한국기업에서 사외이사의 경우 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이러한 분석 결과의 의미는 통계적으로 사외이사들이 이사회 안건에 매우 높은 찬성률을 보이더라도 해당 기업이 수익창출, 성장 및 생존을 잘하고 있다면, 결국 이사회가 주주가치 창출 및 보호라는 본연의 목적을 잘 구현하고 있는 것으로 해석된다. 최고경영자에 대한 감시 및 통제라는 전통적인 소극적 관점에서 벗어나 최고경영자에게 서비스 및 자원의존 기능을 제공하는 것으로 분석되었으므로, 앞으로 한국기업의 운영에 있어서 보다 적극적인 관점에서 사외이사가 필요하다고 본다.

둘째, 한국 하이테크 기업에서 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있는 경우 기업성과에 부정적인 영향을 미치기 때문에 단점을 보완할 수 있는 대안적 접근이 필요하다고 본다. 대부분의 한국 하이테크 기업에서는 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있으므로 해당 기업들은 이에 대한 적절한

대안적 조치가 필요하다. 최고경영자와 이사회 의장직을 분리하거나, 사외이사의 감시 및 감독 기능을 강화시키거나, 자원의존 기능을 강화시키는 방법 등이 대안이 될 수 있다. 독립적인 이사회 의장을 선임하고 최고경영자에 대한 감시 및 감독 기능을 강화의 경우 최고경영자에게 집중된 힘과 권한을 약화시켜서 균형적인 힘이 존재하는 기업지배구조를 구성하려는 의도로 볼 수 있다. 한편으로 이사회 자원의존 기능 강화의 경우 최고경영자의 힘을 약화시키기보다는 강화된 리더십을 통해서 최고경영자의 정당성을 확보하여 이사회에 긍정적인 효과를 더 강화시키는 전략이라고 본다. 본 연구에서는 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하고 있더라도 사외이사의 활동을 통해서 긍정적인 기업성평가 창출될 수 있음을 보여주었다.

셋째, 하이테크 산업 및 불확실성이 높은 산업에서는 최고경영자의 이사회 의장직 겸임에 대해서 전략적 활용을 고려해 볼 수 있다. 본 연구결과에 따르면 최고경영자가 이사회 의장직을 겸임하는 경우 이사회 자원의존 기능이 강화되어 기업의 생존과 성장에 필요한 자원에 대해서 효과적으로 접근할 수 있고 외부환경에 대한 의존도를 낮추는 것으로 나타났다. 이에 따라 하이테크 산업뿐만 아니라 불확실성이 높은 타 업종에서도 전략적으로 최고경영자의 이사회 의장직 겸임을 활용할 가치가 있다고 본다.

그러나 본 연구에서는 하이테크 산업이라는 특정 산업 내에서 인수합병의 성과를 살펴보았기 때문에 연구결과를 일반화하기 어렵다는 한계점이 있다. 따라서 후속 연구에서는 다양한 산업 및 기간을 대상으로 연구가 보완될 필요성이 있다. 다음으로, 사외이사의 활동성을 이사회 내 사외이사의 비율로 측정하였다. 하지만 사외이사의 활동이 반드시 숫자와 비례하는 것은 아니며 낮은 비율의 사외이사라도 충분히 효과적인 활동이 가능하다고 본다. 따라서 사외이사의 효과성에 대해서 질적 연구를 통해 보완한다면 보다 심도 있고 통합적인 논의가 가능해질 것이다. 마지막으로, 본 연구에서는 하이테크 기업의 전략적 의사결정에 영향을 미치는 요인으로 사외이사를 중심으로 살펴보았다. 그러나 최고경영자 및 사내이사도 마찬가지로 기업의 전략적 의사결정 과정에서 중요한 역할을 담당하고 있는 것이 한국 기업의 실제 현실이다. 따라서 후속연구에서 사외이사는 물론 최고경영자 및 사내이사를 함께 고려하는 연구가 수행된다면 기업성과 및 이사회 의사결정 메커니즘에 대해서 보다 심층적이고 다각적인 분석과 논의가 가능할 것이다.

## REFERENCE

- Agrawal, A. & Knoeber, C. R.(1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Barnard, C.(1938). *The Functions of the Executive*. Cambridge, MA, US: Harvard University Press.
- Boyd, B. K.(1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model, *Strategic Management Journal*, 11(6), 419-430.
- Boyd, B. K.(1995). CEO duality and firm performance: A contingency model, *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
- Brown, S. J. & Warner, J. B.(1985). Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Cannella, A. A. & Lubatkin, M.(1993). Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider selection, *Academy of Management Journal*, 36(4), 763-793.
- Caves, R. E.(1989). Mergers, takeovers, and economic efficiency: Foresight vs. hindsight, *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 151-174.
- Chae, H. & Song, J. Y.(2009). The impact of top management team demography on technological innovations in high-technology firms, *Journal of Strategic Management*, 12(2), 83-104.
- Cho, J. H. & Jun, S. G.(2004). The effect of corporate governance on performance of mergers and acquisitions, *Korean Journal of Financial Management*, 21(2), 1-25.
- Clarysse, B., Knockaert, M. & Lockett, A.(2007). Outside board members in high tech start-ups, *Small Business Economics*, 29(3), 243-259.
- Cloodt, M., Hagedoorn, J. & van Kranenburg, H.(2006). Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries, *Research Policy*, 35(5), 642-654.
- Coff, R. W.(2003). The emergent knowledge-based theory of competitive advantage: An evolutionary approach to integrating economics and management, *Managerial and Decision Economics*, 24(4), 245-251.
- Daily, C. M. & Johnson, J. L.(1997). Sources of CEO power and firm financial performance: A longitudinal assessment, *Journal of Management*, 23(2), 97-117.
- Desai, A., Kroll, M. & Wright, P.(2003). CEO duality, board monitoring, and acquisition performance: A test of competing theories, *Journal of Business Strategies*, 20(2), 137-156.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C.(1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fayol, H.(1949). *General and Industrial Management*, Pitman, London.
- Finkelstein, S. & D'Aveni, R. A.(1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command, *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Finkelstein, S., Cannella, B. and Hambrick, D.(2008). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*, Oxford University Press.

- Forbes, D. P. & Milliken, F. J.(1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups, *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505.
- Gaur, A. S., Malhotra, S. & Zhu, P.(2013). Acquisition announcements and stock market valuations of acquiring firms' rivals: A test of the growth probability hypothesis in China, *Strategic Management Journal*, 34(2), 215-232.
- Graebner, M. E., Eisenhardt, K. M. and Roundy, P. T.(2010). Success and failure in technology acquisitions: Lessons for buyers and sellers, *Academy of Management Perspectives*, 24(3), 73-92.
- Gubbi, S. R., Aulakh, P. S., Ray, S., Sarkar, M. B. & Chittoor, R.(2010). Do international acquisitions by emerging economy firms create shareholder value: The case of Indian firms, *Journal of International Business Studies*, 41(3), 397-418.
- Hambrick, D. C. & Finkelstein, S.(1987). Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes, *Research in Organizational Behavior*, 9, 369-406.
- Hambrick, D. C. & Mason, P. A.(1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers, *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Han, J. H., An, Y. J., Joo, S. H. & Kim, Y.(2010). Analysis on the innovation performance in technological M&A: An empirical analysis by approach of exploration and exploitation, *Asia Pacific Journal of Small Business*, 32(3), 89-108.
- Haunschild, P. R.(1993). Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity, *Administrative Science Quarterly*, 38(4), 564-592.
- Hayward, M. L. & Hambrick, D. C.(1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris, *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103-127.
- Hill, C. W. & Snell, S. A.(1988). External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries, *Strategic Management Journal*, 9(6), 577-590.
- Hillman, A. J. & Dalziel, T.(2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives, *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Hung, S. W., & Tang, R. H.(2008). Factors affecting the choice of technology acquisition mode: An empirical analysis of the electronic firms of Japan, Korea and Taiwan, *Technovation*, 28(9), 551-563.
- Jemison, D. B. & Sitkin, S. B.(1986). Corporate acquisitions: A process perspective, *Academy of Management Review*, 11(1), 145-163.
- Jeong, Y. A. & Son, I. S.(2007). An exploratory study on the determinants of organizational commitment in M&A, *Korea Journal of Business Administration*, 20(3), 1011-1039.
- Johnson, J. L., Daily, C. M. & Ellstrand, A. E.(1996). Boards of directors: A review and research agenda, *Journal of Management*, 22(3), 409-438.
- Jung, M., & Lee, K.(2010). Sectoral systems of innovation and productivity catch-up: Determinants of the productivity gap between Korean and Japanese firms, *Industrial and Corporate Change*, 19(4), 1037-1069.
- Kang, J. K., Kim, J. M. & Bae, K. H.(2001). The comparison of Chaebol and non-Chaebol bidding firms: Business group and agency problem, *Asian Review of Financial Research*, 14(2), 49-88.
- Kang, Y. S. & Kook, C. P.(2010). How corporate governance and ownership structure will affect executive compensation?, *Korea Journal of Business Administration*, 23(3), 1433-1460.
- Kesner, I. F., Victor, B. & Lamont, B. T.(1986). Research Notes: Board Composition and the Commission of Illegal Acts: An Investigation of Fortune 500 Companies, *Academy of Management Journal*, 29(4), 789-799.
- Kim, S. S.(2004). A comparative study on determinants of foreign market entry strategy and its performance with focused on Korean and Taiwanese ventures, *Korea Journal of Business Administration*, 17(1), 151-166.
- Kim, D. S. & Jeon, H. J.(2010). The impacts of outside director characteristics and foreign investors on values of KOSDAQ IPO firms, *Korean Corporation Management Review*, 17(2), 43-59.
- Kim, H. S. & Cho, K. S.(2006). The effect of ownership structure on the acquirers' shareholders wealth in KOSDAQ, *Journal of Industrial Economics and Business*, 19(2), 661-679.
- Kim, I. K. & Lee, H.(2013). The effect of CEO tenure on firm performance and the moderating effect of executive job demands, *Journal of Strategic Management*, 16(1), 1-22.
- Kim, J. S. & Ahn, K. Y.(2012). The Relationship between Organizational Commitment and Intention to Leave and the Moderating Effect of Gender and Occupation in Dae-deok Venture Enterprises, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 7(4), 77-86.
- Kim, M. J. & Park, K. H.(2012). Moderating effects of psychological Empowerment in the Relationships between Leadership Competency and Job Performance, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 7(3), 75-87.
- Klein, A.(1998). Firm performance and board committee structure, *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-304.
- Kogut, B. & Zander, U.(1992). Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology, *Organization Science*, 3(3), 383-397.
- Kohli, R. & Mann, B. J. S.(2012). Analyzing determinants of value creation in domestic and cross border acquisitions in India, *International Business Review*, 21(6), 998-1016.
- Kroll, M., Walters, B. A. & Wright, P.(2008). Board vigilance, director experience, and corporate outcomes, *Strategic Management Journal*, 29(4), 363-382.
- Kwak, J. Y., Lee, Y. J. & Min, H. J.(2011). Determinants of

- the foreign-director appointment in Korean firms: A resource dependence approach, *Journal of International Trade and Industry Studies*, 16(3), 79-107.
- Lee, H. S., Baek, K. M. & Jang, Y. S.(2007). The expansion of outside directorate in Korea: Agency control, resource dependency, and neo-institutional perspectives, *Korean Journal of Sociology*, 41(2), 27-66.
- Lee, J. H. & Ryu, H. Y.(2011). A study on the relation between corporate governance improvement and audit fee: Characteristics of outside director, ownership structure, audit committee, *Korean Corporation Management Review*, 18(1), 203-220.
- Lee, K., & Lim, C.(2001). Technological regimes, catching-up and leapfrogging: Findings from the Korean industries, *Research Policy*, 30(3), 459-483.
- McDonald, M. L. & Westphal, J. D.(2003). Getting by with the advice of their friends: CEOs' advice networks and firms' strategic responses to poor performance, *Administrative Science Quarterly*, 48(1), 1-32.
- McDonald, M. L., Westphal, J. D. & Graebner, M. E.(2008). What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance, *Strategic Management Journal*, 29(11), 1155-1177.
- Mintzberg, H.(1983). *Power in and around Organizations*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Monks, R. A. & Minow, N.(1995). *Corporate Governance*, Cambridge, MA: Blackwell Publishers.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W.(1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 20(January-March), 293-315.
- Park, J. H. & Kim, Y. M.(2010). Antecedents of CEO succession and impacts of the antecedents on successor type choice decision: The role of firm performance, outside director proportion and the change of large block shareholders, *Journal of Organization and Management*, 34(1), 63-89.
- Park, J. H., Sung, Y. D. & Jeong, M. G.(2010). The role of Chaebol on CEO turnover in Korean corporate governance, *Journal of Strategic Management*, 13(3), 89-119.
- Park, J. H., Sung, Y. D. & Lee, D. H.(2014). CEO experience and firm internationalization: The moderating effect of CEO power, *International Business Journal*, 25(1), 29-58.
- Park, K. H., & Lee, K.(2006). Linking the technological regime to the technological catch-up: Analyzing Korea and Taiwan using the US patent data, *Industrial and Corporate Change*, 15(4), 715-753.
- Park, S. H. & Shin, H. H.(2010). Corporate governance and M&A announcement effect, *Korean Management Review*, 39(3), 519-540.
- Pearce, J. A. & Zahra, S. A.(1991). The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance, *Strategic Management Journal*, 12(2), 135-153.
- Pettigrew, A. M.(1992). On studying managerial elites, *Strategic Management Journal*, 13(S2), 163-182.
- Pfeffer, J.(1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment, *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-228.
- Pfeffer, J.(1981). *Power in Organizations*. Marshfield, MA: Pitman.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R.(1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, NY: Harper and Row.
- Singh, J. V., Tucker, D. J. & House, R. J.(1986). Organizational legitimacy and the liability of newness, *Administrative Science Quarterly*, 31(2), 171-193.
- So, J. I., Choi, H. J. & Heo, M. Y.(2012). Determinants of excess outside directors and firm value, *Korean Corporation Management Review*, 19(4), 215-238.
- Song, J. Y. & Kim, H. C.(2007). Knowledge transfer and acquisition through strategic alliances: A study of Asian firms' strategic alliances in the high-tech sector, *Journal of Strategic Management*, 10(1), 1-18.
- Song, J. Y. & Yoon, W. J.(2005). A study on knowledge transfer through mergers and acquisitions in knowledge-intensive industries, *Korean Management Review*, 34(2), 349-373.
- Stone-Romero, E. F. & Anderson, L. E.(1994). Relative power of moderated multiple regression and the comparison of subgroup correlation coefficients for detecting moderating effects, *Journal of Applied Psychology*, 79(3), 354-359.
- Walsh, J. P. & Seward, J. K.(1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms, *Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
- Walters, B. A., Kroll, M. J. and Wright, P.(2007). CEO tenure, boards of directors, and acquisition performance, *Journal of Business Research*, 60(4), 331-338.
- Wernerfelt, B.(1984). The resource-based view of the firm, *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Wright, P., Ferris, S. P., Hiller, J. S. & Kroll, M.(1995). Competitiveness through management of diversity: Effects on stock price valuation, *Academy of Management Journal*, 38(1), 272-287.
- Wright, P., Kroll, M., Lado, A. & van Ness, B.(2002). The structure of ownership and corporate acquisition strategies, *Strategic Management Journal*, 23(1), 41-53.
- Yoo, J. W.(2010). Effects of CEO tenure on unrelated-diversification strategy and moderating effects of board independence, *Korea Journal of Business Administration*, 23(1), 511-525.
- Zald, M. N.(1969). The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis, *American Journal of Sociology*, 75(1), 97-111.

## The Interaction Effects of Outside Director Ratio and CEO Duality on Acquisition Performance\*

Kim, Phil-Soo\*\*  
Park, Young-Ryeol\*\*\*  
Choe, Soonkyoo\*\*\*\*

### Abstract

This study examined the effects of outside directors and CEO duality on acquisition strategies and performance of Korean firms in high-technology industry. Based on the resource dependence theory, we focused on the service and resource-dependence roles from board of directors in the process of decision-making of acquisition strategies. In addition, CEO opportunism behavior rises when CEO serves as chairperson of board and induces the negative effects on acquisition performance. Specifically, we investigated the interaction effects between outside directors ratio and CEO duality. For the period of 2004 to 2012, 246 acquisitions of Korean firms in high-technology industry were analyzed to test our intended hypotheses. Our results indicate that there exist positive relationship between outside director ratio and acquisition performance for Korean high-technology firms. Negative associations prevail between CEO duality and performance consequences of acquisitions. While outside director ratio has a positive effect on acquisition performance when there is a presence of CEO duality, negative effect prevail for outside director ratio on acquisition performance in the absence of CEO duality position to hold our interaction hypothesis. The favor of dual structure can be explained with implications referring to unity of command and strong leadership driven from CEO duality that enhances the resource dependence roles of board of directors in the context of high-technology industry acquisition behaviors rendered by Korean firms.

*Keywords: Outside director ratio, CEO duality, Acquisition performance, Resource dependence theory*

---

\* This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government (NRF-2012-S1A3A2-2012S1A3A2033412)

\*\* Ph.D Candidate, School of Business, Yonsei University, kimseolhyun@yonsei.ac.kr

\*\*\* Professor, School of Business, Yonsei University, yrpark@yonsei.ac.kr

\*\*\*\* Professor, School of Business, Yonsei University, skychoe@yonsei.ac.kr