

# 사외이사 임면이 기업지배구조와 주가에 미치는 영향에 관한 연구

노승재\*

요약

본 연구는 사외이사 선임 및 해임공시에 대한 주가반응과 기업지배구조그룹별 주가반응의 차이점에 대하여 측정하였다. 사건연구 방법으로 시장조정모형(market-adjusted return model)을 이용하여 사건발표일 전후 기간 -20~+20일에 대한 비정상수익률과 누적 비정상수익률의 추이를 분석하였다. 연구 결과 사외이사 선임공시가 주가에 긍정적인 영향을 보인다는 기존의 연구결과와는 달리 한국의 경우 사외이사 선임공시가 주가에 긍정적인 영향을 미치지 못하였다. 그러나 사외이사 선임공시에 따른 주가 반응을 지배구조 그룹별로 분석을 했을 경우 지배구조가 좋은 기업들이 그렇지 않은 기업들보다 사외이사 선임에 대하여 누적 비정상수익률의 크기가 큰 것으로 나타났다. 사외이사 해임공시에 대한 주가반응에 있어 지배구조 그룹에 따라서 차이를 나타냈다. 또한 사외이사 중도해임의 경우 기업들이 투자자들에게 정보의 비대칭성에 대한 우려를 일으키게 되어 주가에 부정적으로 반응하는 것으로 나타났다.

## The Effects of Appointment or Dismissal of Outside Directors on Corporate Governance and Stock Price

Sung-Jae Rowe\*

ABSTRACT

This study examines the effects of corporate governance on Korean firm values. In particular, with regard to the quality of corporate governance structure, I look into the stock price impacts of the appointment or dismissal of outside directors. I used event study and t-test methods were used for the empirical tests on the effects of the announcement effects of the appointment and dismissal of outside directors. As for the announcement effect of the appointment or dismissal of outside directors, I found that the stock price reaction depended on the quality of corporate governance structure, and further that the dismissal of outside directors, especially for firms with inferior corporate governance structure has a negative impact on stock prices, possibly due to the information asymmetry problem.

Key Words : corporate governance, appointment of director, dismissal of director, information asymmetry, corporate governance structure.

---

\* 글로벌가치창조연구소(✉rowesj@hanmail.net)

· 제1저자(First Author) : 노승재 · 교신저자(Correspondent Author) : 노승재  
· 접수일(2012년 11월 7일), 수정일(1차 : 2012년 12월 23일), 게재확정일(2012년 12월 27일)

## I. 서론

최근 기업지배구조 연구에서 사외이사의 선임과 해임이 기업성과에 미치는 영향에 대하여 많은 연구들이 발표되고 있다. 그러나 국내의 연구결과를 살펴보면 사외이사들의 임면이 기업지배구조와 기업성과에 미치는 영향은 각 나라마다 차이를 나타내고 있다. 일반적으로 기업지배구조가 잘 갖추어진 선진국의 경우, 사외이사 선임은 기업지배구조에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과가 있다. 한국의 경우 1998년 외환위기 이후 정부의 기업개혁 프로그램의 일환으로 기업들의 투명성과 견제기능을 강화하기 위하여 사외이사 제도를 본격적으로 도입하기 시작하였다. 선진시장에 비하여 기업지배구조에 대한 제도적 도입이 늦은 상황에서 연구에 대한 명확한 결론을 내리기에 무리가 있을 수 있다. 본 연구에서는 사외이사 선임 및 해임 공시가 기업의 지배구조와 주가에 미치는 영향을 살펴보고, 사외이사 임면공시가 기업지배구조 그룹별로 주가 반응의 차이를 나타내는지를 분석하려 한다. 실증분석으로 사건연구 방법론을 이용하여 사외이사 선임 또는 해임공시가 주식시장에 미치는 정보효과에 대해 분석하였다. 기업지배구조 그룹별 주가반응의 차이를 살펴보기 위하여 car 분석과 t-test 분석을 사용하였다. 실증분석의 신뢰도를 높이기 위하여 사건 수집 수를 가능한 많이 활용하였다. 연구를 위하여 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 2005~2009년 동안 사외이사 선임과 해임 공시와 관련하여 1,715개의 사건을 조사하였다.

본 연구에서 사외이사 임면 공시에 대한 주가 반응에 있어 사외이사 선임에 대하여 (+)의 값을 해임에 대하여 (-)의 값을 나타낸 기존 연구결과와 차이점이 나타나는지를 살펴볼 것이다. 또한, 기업지배구조 그룹별 분석에 있어서 지배구조 수준에 따라서 선임 및 해임에 대한 주가반응이 다르게 반응하는지도 살펴볼 것이다. 특히, 사외이사 해임이 기업과 투자가의 정보소통문제를 일으키게 되어 주가에 부정적인 영향을

미치는지를 살펴볼 것이다. 일반적으로 기업지배구조가 좋지 않은 기업들의 경우 지배구조가 좋은 기업들보다 감시기능이 더 필요하다고 생각되는데, 사외이사 해임은 이러한 견제기능 약화에 대한 시장의 우려를 증폭시킬 수 있다고 생각하여 이들 기업들에서 사외이사 해임에 대한 주가의 반응을 살펴볼 것이다.

본 연구는 주가반응을 지배구조 등급별로 분류하여 살펴봄으로써 기존 기업지배구조 연구 문헌들의 연구범위를 확장하였고 기업지배구조 수준에 따라서 정보비대칭성이 차이를 살펴보는 것에 연구의 의미를 찾고자 한다. 또한, 사외이사 임면 공시연구를 통하여 사외이사 해임이 기업과 투자가 사이에 정보의 불균형을 심화하는지를 주가반응과 비정상수익률을 통해 검증함으로써 정보비대칭성에 대한 실증분석 결과를 제시할 수 있을 것이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다.

제2장에서는 본 연구의 주요 주제와 관련된 선행연구를 분석한다. 사외이사 선임 및 해임공시가 주가에 미치는 영향과 관련된 이론과 실증적 선행연구를 분석하고자 한다.

제3장에서는 선행연구를 기초로 적절한 가설들을 도출한다. 제4장에서는 본 논문의 실증분석에 사용된 연구 자료와 연구방법론을 서술한다.

제5장에서는 연구 자료에 대한 기초통계량분석 결과와 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제6장에서는 본 논문의 결과를 요약하고, 연구 결과들의 시사점과 한계를 서술한다.

## II. 선행 연구

기업지배구조에 있어서 사외이사의 역할은 크게 두 가지로 볼 수 있다. 경영진을 채용하고, 해임하고, 보상하는 감시행위(monitoring role) 그리고 경영진들에게 중요한 전략 결정을 조언해주는 조언행위(advisory

role)로 볼 수 있다. 이러한 사외이사의 핵심기능을 효과적으로 수행하는 것이 기업 가치를 개선시키는데 큰 도움을 주게 된다.

경영진에 대한 감시기능에 대해 많은 시장참여자들은 경영진과 친분이 있는 회색이사들 보다는 독립이사들이 그 역할을 잘 할 수 있을 것으로 판단하였다. 일반적으로 소액투자자들은 스스로 감시기능을 수행하는 것에 대해 어려움을 느끼고 있으며 일반 주주들은 그들이 보유하고 있는 보통주식에 대해서만 통제를 행사할 수 있다 (John and Senbet, 1998). 한편 Fama and Jensen(1983)은 독립 사외이사들은 전문적인 심판으로서 이사회에 투명성을 향상시킬 뿐 아니라, 최고경영자들이 주주의 부를 착취하려는 행위의 가능성을 줄여주기도 한다고 주장한다.

OECD는 이사회에의 핵심기능을 '1) 기업전략 검토, 2) 기업의 지배구조 규준을 효과적으로 감시, 3) 주요경영자들에 대한 선임, 보상, 감시 그리고 필요시 경영자의 교체, 4) 기업과 주주들의 장기적 이익에 부합하는 경영자와 이사의 보상 조정, 5) 이사회 구성원에 대한 공개적이고 투명한 선임절차와 기업에 대한 감시기능과 잠재적 이해상충 관리, 6) 기업재무보고 시스템의 신뢰도 유지'로 규정하고 있다.

사외이사과 기업지배구조의 관계를 연구한 기존 연구들은 이사회 규모, 독립이사의 보유주식, 이사회 회의 빈도, 주주참여도, 이사보수, 내부주주비율 등의 제한된 자료에 의존하여 논문을 발표하였다. 이러한 연구로는 Dyck and Zingales(2004), Nenova(2003)가 있다.

또한 이사회 규모, Yermack(1996); 독립이사의 비율, Klein(2002); 이사회회의 빈도, Vafeas(1999); 내부소유권, Hermalin and Weisbach(1991); 기관소유권, Hartzell and Starks(2003) 등이 있다.

사외이사 선임 및 해임이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 선행연구들은 일반적으로 사외이사 신규선임은 기업가치에 다소 긍정적인 영향을 미치는 반면 사외

이사 해임은 기업가치에 영향이 없거나 부정적인 영향을 미치는 것으로 조사되었다. 그러나 연구자와 연구대상 국가에 따라서 결과가 달랐다.

사외이사가 기업가치에 미치는 영향에 대한 해외연구에서는 사외이사의 유효성에 대해 상반된 결과를 보여준다. Rosenstein and Wyatt(1990)은 사외이사 선임일의 주가변동을 분석하였다. 그 결과 양(+)의 초과수익률을 나타내어 사외이사 제도의 중요성을 증명하기도 하였다. 또한 Kaplan and Minton(1999)은 일본기업연구에서 사외이사 선임이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구 결과를 발표하기도 하였다. 사외이사 사임의 경우 Vafeas(1999)은 회사의 실적이 저조한 경우 법적 부담을 회피하고 자신의 명성에 나쁜 영향을 피하고자 이사들은 자발적으로 회사를 떠나는 현상을 발견하였다. 이는 사외이사의 사임이 투자자들에게 악재로 해석될 수 있다는 것을 제시한 것이다.

Lin et al(2003)은 강한 감시통제 인센티브를 가지고 있는 사외이사의 선임은 대리인 문제를 완화시켜 기업가치가 향상되는 것으로 나타낸다고 했다. 사외이사 역할에 대한 부정적인 견해로는 Vafeas(2003)가 있다. 그는 사외이사의 재직기간이 길어질수록 본연의 감시기능을 잘 수행하지 못하고 경영자와 우호적인 협력관계를 나타내는 현상을 보고하였다. Yermack(2004)는 Fortune 500대 기업을 대상으로 사외이사 해임기업의 특징을 분석하였다. 그 결과 기업의 성과 부진이 사외이사 해임의 결정 요인이라는 것을 제시하였다.

최근의 연구로 Masulis and Mobbs(2008)가 발표한 내부이사가 다른 기업의 사외이사로 선임될 경우 주가는 긍정적으로 나타난다는 결과가 있다. 그러나 Peyer and Perry(2003)의 연구는 독립 사외이사 비중이 낮고 자신의 소유지분이 낮은 기업에서 재직하는 경영자가 다른 기업에 사외이사로 선임될 경우 주가에 부정적인 영향을 미친다는 것을 발표하였다.

외국인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향에 대한

연구는 다음과 같다. Masulis, Wang, Xie(2010)은 외국인 사외이사들은 사업이 외국인 사외이사가 속한 국가에서 발생할 경우 기업 성과에 긍정적인 영향을 미치나 사업이 발생하지 않을 경우 기업 성과에 상당히 부정적인 영향을 미친다는 연구 결과를 발표하였다. 투자가 보호에 대한 법적 수준이 낮은 국가들의 경우 지배구조가 강한 국가 출신의 독립외국인 사외이사를 임명하게 되면 이사회 감시와 전체적인 기업지배구조의 개선을 추진할 수 있다. 그러나 이러한 논리는 미국과 한국기업을 표본으로 한 연구 결과에서 외국인 사외이사의 역할에 대한 기대이익이 기대비용을 초과한다는 확실한 결과를 얻지 못하는 것으로 나타났다. Masulis, Wang, Xie(2010)의 연구는 외국인 사외이사 임명은 오히려 의도하지 않게 기업의 지배구조를 약화시킬 수 있다고 하였다.

외국인 사외이사들의 이러한 문제점은 미국기업에서만 일어나는 일이 아니다. 한국지배구조센터에 의하면 한국 상장기업에서 외국인 독립 사외이사의 이사회출석률이 2007년까지 3년간 지속적으로 낮은 출석률을 보였다고 발표하였다. 지배구조 센터 연구자에 의하면 외국인 독립사외이사의 낮은 출석은 많은 외국인 사외이사들이 국외에 거주하고 있으며 이사회에 참석하기 위하여 먼 거리를 여행하여야 하기 때문에 이사회회의 스케줄을 맞추는데 어려움이 있다고 한다(Hyong-Yi Park, "Foreign Outside Directors' Presence at Meetings Low," The Korea Times, August 13, 2007)

사외이사 선임 및 해임에 관련한 국내연구로 김문현, 백재승(2005)은 사외이사 해임효과를 분석하였다. 그 결과 사외이사 해임공시일 주변 초과수익률이 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 사외이사 선임에 대한 주가반응이 양(+)의 값을 나타낸다는 기존 연구를 뒷받침하였다. 이들은 독립적이고 전문적인 사외이사의 해임이 기업의 전문성과 이사회회의 독립성을 저해하게 되어 주가에 부정적으로 작용하는 것으로 해석하였다.

김동순 등(2008)은 사외이사 선임 및 해임 공시정보가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구에서 사외이사 선임은 기업가치에 긍정적 영향을 미치고, 해임은 기업가치에 영향을 미치지 못한다고 하였다. 또한 기업 특성과 관련하여서는 기업규모가 크거나 부채비율이 낮은 경우 주가반응은 긍정적이고, 기업의 성장성은 주가에 부정적인 영향을 미치는 것을 밝혔다.

정광선 등(1999)은 우리나라의 경우 사외이사 제도가 도입된지 많은 시간이 지나지 않아 사외이사의 선임이 대부분 대주주에 의하여 선임되며, 이러한 사외이사들은 감시기능의 역할을 할 수 없고 단지 조언 역할만 할 수 있기 때문에 사외이사의 역할에 대해 회의적인 결과를 발표하였다. 이는 한국기업의 경우 소유와 경영이 분리되지 않고 지배주주에 의한 기업통제로 외부 사외이사들이 사외이사로서의 기능을 제대로 수행하지 못한다는 국외 연구자의 연구논문과도 일치하는 결과이다(Pedersen and Thomsen, 1997).

### III. 가설의 설정

Kaplan and Minton(1999)은 일본기업을 대상으로 한 연구에서 사외이사선임이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 밝혔다. Rosenstein and Wyatt(1990)은 사외이사 선임이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 발표했다. Fama and Jensen(1980)은 사외이사가 전문적인 식견이 있으며, 명성유지를 고려할 경우 사외이사는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 하였다.

사외이사 선임이 기업 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 국내연구로 김동순(2008)의 연구가 있다. 그는 사외이사 선임공시가 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 발표하였다. 그러나 정광선(1999)등은 우리나라의 경우 사외이사 선임이 대부분 대주주에 의하여 선임되며 대주주에 의하여 선임된 사외이사들

은 감시기능을 충실히 수행할 수 없다는 이유로 사외이사의 선임에 대해 회의적인 결과를 발표하였다. 사외이사제도의 제도적 정착이 오래된 선진국과 달리, 신흥시장의 경우 대주주에 의한 회색이사(gray outsider director) 임명이 보편화 되어있다. 한국기업의 경우 사외이사선임이 기업가치 개선에 대한 기대감이 적을 것으로 판단되며 사외이사 선임이 주가에 미치는 영향은 제한적일 것을 전제로 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1. 사외이사 선임 공시는 주가에 긍정적인 영향을 미치지 못한다.

김문현, 백재승(2005)은 사외이사 해임효과를 분석하였다. 그 결과 사외이사 해임공시일 주변 초과 수익률이 음(-)의 값으로 나타나 사외이사 해임이 주가에 부정적인 영향을 미친다고 발표하였다. 김동순 등(2008)의 연구에서는 사외이사 해임공시가 주가에 영향이 없는 것으로 발표되기도 하였다. 사외이사 사임의 경우에 대한 해외연구로는 Vafeas(1999)가 있다. 이 연구에서는 회사의 실적이 저조한 경우 법적 부담과 자신의 명성에 나쁜 평판을 우려한 사외이사들이 자발적으로 회사를 떠나는 사례를 발견하여 이러한 사외이사의 자발적인 사임은 투자자들에게 좋지 않은 영향을 미친다는 것을 밝혀냈다. 우리나라의 경우 언론을 통하여 기업 지배구조에 대한 문제점이 제기 될 경우 집단적, 개별적으로 사외이사가 해임 또는 자진사퇴함을 많이 볼 수 있다. 이러한 경우를 볼 때 사외이사 해임은 기업 외부, 내부에 문제가 있을 수 있다는 시장의 우려를 줄 수 있다. 또한 사외이사들의 중도해임은 투자자들에게 정보의 비대칭성을 일으키게 됨으로 주가에 부정적인 영향을 미치게 된다. 따라서 본 연구는 사외이사 해임 공시는 주가에 부정적인 영향을 줄 것이라는 가설을 설정한다.

가설 2. 사외이사의 해임 공시는 주가에 부정적인 영향을 미친다.

대기업의 독립된 사외이사들은 이사회구성에 대해 강제조항이 없는 규모가 작은 기업들에 비하여 이사회 회의 빈도가 높고, 이사회 출석률이 높으며, 자산을 불법적으로 타인에게 헐값에 넘기는 불법적인 행위를 감시함으로써 기업의 이익을 늘어나게 하는데 기여를 하는 것으로 알려져 있다. 또한 독립된 사외이사의 요구사항이 강화될수록 소액주주보호가 잘 지켜지며 지배구조의 질이 긍정적으로 변한다는 것은 여러 연구를 통하여 확인할 수 있다(Black and Kim, 2007).

이렇듯, 기업규모가 큰 기업들이 기업자원을 이용하여 지배구조를 개선할 수 있다는 가설과는 달리 Baysinger and Hoskisson(1995)은 사외이사들은 사내이사들에 비하여 기업의 내부정보나 기업전략에 대해 잘 알지 못하기 때문에 장기적인 관점에서 기업의 연구개발 및 투자를 저해하는 요인으로 작용할 수 있다는 내용의 논문을 발표하기도 하였다.

우리나라의 경우 자산규모가 일정이상인 기업의 경우 이사회구성에 대해 법적으로 강제조항이 부과되기 때문에 기업자산규모에 따라 이사회 구성에 차이를 나타낼 수 있다.

Cotter et al(1997)은 사외이사의 전문성이 높을수록 주주가치 극대화의 노력을 더 많이 기울여 기업가치 상승을 가져온다고 하였다. 지배구조 지수가 높은 기업들은 대부분 대기업에 속한 기업들로서 전문성이 높은 사외이사를 고용하는 등 기업지배구조를 높이기 위하여 기업자원을 충분히 사용할 수 있기 때문에 능력 있는 사외이사를 영입할 수 있다. 본 연구는 좋은 지배구조를 가진 기업들은 대체적으로 기업자원을 많이 사용할 수 있다고 가정한다. 그러므로 사외이사 선임 및 해임 공시에 있어 좋은 지배구조를 가지고 있는 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비하여 높은 누적 비정상수익률을 가진다는 가설을 도출해 볼 수 있다.

가설 3. 사외이사의 선임 및 해임 공시에 대한 주가반응은 기업지배구조 수준에 따라 차이를 나타낸다.

가설 3-1. 사외이사 선임에 대하여 지배구조가 좋은 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비하여 누적 비정상 수익률이 더 크다.

가설 3-2. 사외이사 해임에 대하여 지배구조가 좋은 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비하여 누적 비정상 수익률이 더 크다.

#### IV. 연구방법론 및 연구자료

##### 4.1 연구방법론

해당 기업에 대한 사외이사 선임, 해임이 주가에 어떤 영향을 미치는지를 사건연구 방법론(event study)을 이용하여 살펴보고자 한다. 사건연구란 특정 사건이 특정기업의 주가에 미치는 영향을 측정하는 것을 가능케 하는 실증적인 금융연구기법을 말하는 것으로, 정보 상의 효율적 시장개념에서 도출된다.

즉, 증권가격이 현재 이용 가능한 정보를 모두 반영하고 있다면 증권가격의 변화는 새로운 정보를 반영할 것이고, 따라서 사건이 일어나고 있는 기간의 가격 변화를 조사함으로써 관심의 대상이 되는 사건의 중요성을 측정할 수 있다는 것이다.

사건연구의 일반적 방법은 어떤 증권에 대해 새로운 정보가 시장에 공개된 시기 전, 후의 비정상수익률(abnormal return: AR)을 추정하여 이것을 새로운 정보에 의한 것이라고 추정하는 것이다. 하지만, 이러한 사건정보를 어렵게 하는 하나의 요소가 있을 수 있는데, 그것은 정보의 누출문제이다. 관련된 사건에 관한 정보가 공식발표에 앞서 일부 투자자에게 알려졌을 때 누출이 발생하고, 이 경우 주가는 공식발표일 며칠 전 혹은 몇 주 전부터 상승하거나 하락하기 시작할 수 있다. 이 경우 공식발표일의 비정상수익률은 정보공

개의 총 영향에 대한 좋은 지표가 되지 못하기 때문에 사건 공표일 전, 후의 일정기간 동안의 비정상수익률을 단순히 합계한 누적 비정상수익률(cumulative abnormal return: CAR)이 더 좋은 지표이다. 따라서 사건연구방법은 새로운 정보의 영향을 측정하기 위해서, 공표일 전, 후의 일정기간동안의 비정상수익률과 누적 비정상수익률을 계산하여 그 크기와 통계적 유의성을 측정하게 된다.

본 논문은 사건연구에서 비정상수익률을 추정하는데 사용하는 세가지 모형 중 시장조정모형(market-adjusted return model)을 이용하여, 외국인 투자가 공시된 날을 기준으로 -20일 ~ +20일 사이의 비정상수익률(AR)과 누적 비정상수익률(CAR)을 구하여 외국인 투자자, 국내 기관투자자의 지분율 변동이 기업의 주가에 어떤 영향을 미치는지에 대해 살펴보고자 한다. 시장조정 수익률 모형을 통한 비정상수익률은 다음과 같이 구하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

여기서,  $R_{it}$ : t일의 기업(i) 주식수익률,  $R_{mt}$ : t일의 시장 포트폴리오수익률

식(1)에 의해 구해진 개별기업의 비정상수익률을 t일의 표본기업 수로 나누어 t일에서의 AR을 식(2)로 계산하였다.

$$AR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad (2)$$

$N_t$ : t일의 기업(i) 개수

CAR은 사건기간 동안의 AR을 누적한 것이며, 다음의 식(3)으로 계산한다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (3)$$

어느 특정기간 동안의 누적 비정상수익률은 식(3)과 같이 표현할 수 있다. 사건기간 동안 AR과 CAR의 통계적 유의성을 알아보기 위하여 t 검증을 실시하며, 이를 위하여 횡단면 독립성을 가정한 Brown and Warner의 방법을 사용하여 검정통계량을 구한다. 사건기간 동안의 AR과 CAR의 검정통계량은 각각 식(4)와 식(5)에 의해서 계산된다.

$$t_{AR_t} = \sqrt{N_t} \cdot \sum_{i=1}^N \frac{AR_{it}}{S(AR_{it})} \quad (4)$$

여기서,

$$\hat{S}(AR_{it}) = \sqrt{\left( \sum_{t=-20}^{+20} (AR_{it} - AR_i^*) \right) / 41}$$

$$AR_i^* = \frac{1}{41} \sum_{t=-20}^{+20} AR_{it}$$

$$t_{CAR}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t / \sqrt{\sum_{t=t_1}^{t_2} \hat{S}^2(AR_t)} \quad (5)$$

여기서,

$$\hat{S}^2(AR_t) = \frac{1}{41} \sum_{t=-20}^{+20} (AR_t - AR^*)^2$$

$$AR^* = \frac{1}{41} \sum_{t=-20}^{+20} AR_t$$

이 연구방법론을 통하여 기업지배구조가 좋은 기업들과 지배구조가 취약한 기업들이 주가에 미치는 영향에 차이를 보이는지에 대해 연구를 수행하고자 한다. 이를 위하여 기업지배구조지수 총점을 기준으로 기업을 4등급으로 분류하고 이들 기

업들이 투자지분 변동공시에 따라서 주가반응의 차이를 나타내는지를 살펴보고자 한다.

또한, 사외이사 선임 및 해임공시가 기업의 주가에 어떤 영향을 미치는 지를 연구방법론(event study)을 이용하여 살펴보고, 지배구조 그룹별로 주가반응에 차이를 나타내는지를 연구하고자 한다. 본 논문은 시장조정모형(market-adjusted return model)을 이용하여, 사외이사 선임 및 해임공시가 공시된 날을 기준으로 -20일~+20일 사이의 비정상수익률(AR)과 누적 비정상수익률(CAR)을 구하여 사외이사 선임 또는 해임이 기업의 주가에 어떤 영향을 미치는지에 대해 살펴보고자 한다. 시장조정 수익률 모형을 통한 비정상수익률은 위와 동일한 방법으로 구하였다.

#### 4.2 연구자료

사외이사 선임 및 해임 공시에 대하여 기업지배구조 그룹별 주가 반응의 차이를 분석하는데 있다. 사외이사 선임 및 해임에 대한 주가반응에 있어 기업지배구조그룹별로 차이를 나타내는지를 car 분석과 t-test 분석을 통하여 알아낼 수 있다. 특히 사외이사 해임공시와 관련하여 주가의 반응을 살펴봄으로서 기업과 투자자 사이에 직면할 수 있는 정보비대칭성 문제를 분석할 수 있게 한다.

본 논문에 필요한 기업지배구조 자료는 한국기업지배구조원에서 매년 7월1일에 전년도 실적 및 기업현황을 바탕으로 발표하는 기업지배구조 평가점수를 이용한다. 한국기업지배구조원은 한국거래소, 금융투자협회, 한국상장회사협의회, 코스닥협회를 사원기관으로 두고 있으며, 2002년에 설립되어 2003년부터 매년 상장기업의 지배구조를 실시하고 있다. 한국기업지배구조원은 사업보고서 및 각종 공시자료 등에 기초하여 매년 상장기업의 지배구조를 평가하고 있는데, 지배구조원의 지배구조 평가모형은 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 과실배분과 같이 5개의 중분류로 구

성되어 있다. 사외이사 선임 및 해임 공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구는 2005년~2010년으로 하였다. 평가에 사용된 기업지배구조 점수들은 2006년~2010년도에 발표된 지수를 사용한다. 연구대상기업은 한국증권거래소 유가증권소속기업으로 한정한다. 연구범위를 유가증권시장으로 국한한 것은 외국인 투자자들이 코스닥이나 비상장기업에 대한 투자금액이 상장기업에 비하여 적고, 대리인 문제나 지배주주에 의한 소액주주착취 등 지배구조의 핵심이슈에 대해 많은 시사점을 나타낼 수 있기 때문이다. 본 연구는 유가증권소속 국내기업들 중 아래의 요건을 충족하는 국내기업을 분석대상으로 한다.

- 1) 회계연도가 12월말로 종료되는 기업
- 2) 분석기간(2005 - 2009)년 동안 회계연도의 변경이 없는 기업
- 3) 금융업종 기업이 아닌 회사

위에 언급된 요건들 중 1), 2)는 표본의 동질성을 유지하고 자료의 분석을 용이하게 하고자 하며, 3)은 금융업종(은행, 증권회사, 보험회사)이 정부의 금융정책에 의하여 영업성과가 영향을 받는 특수성을 고려하기 때문이다.

또한 사건연구 분석을 위하여 수집된 사외이사선임 및 해임 공시자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 수집하였다.

실증분석에 사용된 사건의 수는 사외이사 선임 및 해임에 대한 실증분석에 사용된 사건의 수는 총 1,715건으로, 사외이사 선임과 해임은 각각 1,345건과 370건이었으며 이들 중 신규선임이 966건, 재선임이 379건이었다. 또한 중도해임은 220건, 정기해임에 대한 사건 수는 150개였다.

## V. 실증분석 결과

### 5.1. 사외이사 선임, 해임 공시 연구에 관한 기초통계분석결과

표 1. 사외이사 선임 및 해임공시에 대한 연도별 사건연구 수

Table 1. Number of event study on appointment, dismissal announcement of outside directors (yearly)

연도	사외이사 선임		사외이사 해임		N
	신규 선임	재선임	중도 해임	정기 해임	
2005	28	7	0	2	37
2006	218	32	0	55	305
2007	142	42	2	51	237
2008	159	50	6	36	251
2009	211	113	97	3	424
2010	208	135	115	3	461
N	966	379	220	150	1,715

<표 1>에서 사외이사 선임공시 및 해임공시에 대한 사건의 수를 살펴보면 사외이사 선임공시에 대한 사건의 수가 해임공시에 대한 사건의 수보다 월등히 많음을 알 수 있다. 이는 사외이사 선임공시에 대한 분석이 사외이사 해임공시에 대한 분석에 비하여 통계적 유의성을 더 많이 가질 것이라는 것을 유추해 볼 수 있다. 사건의 수를 살펴보면 2008년을 기점으로 사건의 수가 급증함을 알 수 있다. 이는 향후 사건연구에 통계적 유의성이 강하게 나타나 연구에 큰 도움이 될 것으로 판단된다.

### 5.2. 사외이사 선임 (신규선임, 재선임)공시 사건연구 분석결과

사외이사 선임발표에 대한 주가반응을 보여주는 평균 비정상수익률과 누적 비정상수익률들의 값은 아래 <표 2>에 요약되어 있다. 다수의 국내외 문헌들

이 사외이사 선임공시가 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보여준 것과 다르게 본 논문의 실증분석에서는 사외이사 선임공시에 대한 주가반응은 전반적으로 양(+)<sup>1</sup>의 값을 나타내지 못하는 것으로 나타났다. 이 결과는 우리나라의 경우, 사외이사 선임이 주가에 영향을 미치는 못하고 비정상수익률이 (+)의 값을 가지지 못한다는 본 논문의 가설 1을 지지하는 것이라고 볼 수 있다. 사외이사 선임에 대한 사건연구에서 사건발표일 -7~-2일, 발표일 +2~+4일, +13~+18일 기간 동안 통계적 유의성을 나타내고 있으며 발표일 이후 +13~+18일은 양(+)<sup>1</sup>의 값을, 그 외 통계적 유의성을 보인 날에서는 음(-)<sup>1</sup>의 값을 나타냈다.

사외이사 선임공시에 대한 주가반응을 기업지배구조 그룹에 따라서 살펴보면 <그림 1>에서 볼 수 있듯이 사외이사 선임에 대한 전체 사건연구 결과와 차이를 보이고 있다. 이 결과는 사외이사 선임공시에 대한 주가의 반응은 기업지배구조에 따라서 차이를 보일 것이라는 가설 3을 지지하는 것이다. 기업지배구조 그룹에 따라서 조사한 누적 비정상수익률의 값이 양(+)<sup>1</sup>과 음(-)<sup>1</sup>을 반복하는 등 일관성을 가지지 못하는 사실을 사건연구 분석을 통하여 알 수 있다.

표 2. 사외이사 선임공시에 대한 평균 AR, CAR  
Table 2. Average AR, CAR on appointment of outside directors

	AR	CAR
-20	0.00040	0.00040
-19	-0.00255***	-0.00215*
-18	-0.00164**	-0.00379***
-17	0.00095	-0.00284*
-16	0.00290***	0.00006
-15	0.00590*	0.00596
-14	-0.00244***	0.00351
-13	-0.00268***	0.00083
-12	-0.00093	-0.00010
-11	-0.00047	-0.00057

-10	-0.0002	-0.00077
-9	-0.0018**	-0.00258
-8	-0.00196**	-0.00454
-7	-0.0032***	-0.00774*
-6	-0.00064	-0.00838*
-5	0.00018	-0.00819*
-4	0.00039	-0.0078*
-3	-0.00212***	-0.00992**
-2	0.00263***	-0.00729
-1	0.00340***	-0.00389
0	-0.00037	-0.00433
+1	-0.00126*	-0.00559
+2	-0.0029***	-0.00851*
+3	-0.00159**	-0.0101**
+4	0.00113	-0.00898*
+5	0.00213**	-0.00683
+6	0.00270***	-0.00415
+7	0.00452***	0.00036
+8	0.00260***	0.00298
+9	0.00043	0.00338
+10	-0.00184**	0.00153
+11	0.00186**	0.00337
+12	0.00308***	0.00648
+13	0.00281***	0.00930*
+14	0.00190**	0.01120**
+15	0.00020	0.01133**
+16	0.00495***	0.01627***
+17	0.00013	0.01638***
+18	-0.00494**	0.01139*
+19	-0.00441**	0.00704
+20	-0.00226***	0.00479

주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

사외이사 신규선임공시에 대한 주가반응을 살펴 보면 사건발표 후 +15일, +16일에 통계적 유의성을 보이며 평균 누적 비정상수익률의 값은 각 0.8976%, 1.3056%의 양(+)<sup>1</sup>의 값을 보이고 있다. 사외이사 신규

선임공시에 있어 대부분의 사건 조사기간 동안에 음(-)의 값을 나타내었으나 통계적 유의성은 나타내지 않는다. 사외이사 재선임의 경우 사건발표 전 -12일 ~-10일, -8일, -7일, -5일, -3일에 유의성을 나타내며 음(-)의 값을 나타낸다. 또한 발표일 후 +13~+20일까지도 유의성을 나타내며 양(+)의 값을 보이고 있다. 통계적 유의성이 나타난 날들을 살펴 볼 때 재선임의 경우 주가는 다소 긍정적으로 반응하는 것으로 나타났으나 사건조사기간 전체로 볼 때는 주가 반응이 중립적 이라고 볼 수 있다. 사외이사 재선임은 신규선임에 비하여 통계적 유의성이 상대적으로 높기는 하나 주가반응에 대한 결과가 어느 한 방향을 지지하지 못한다.

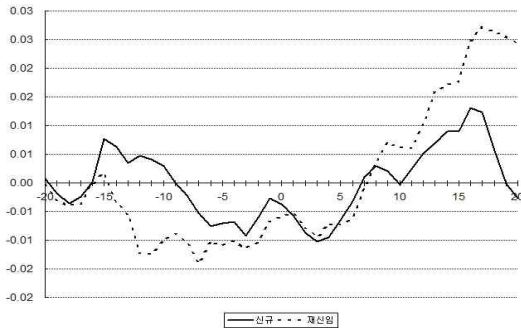


그림 1. 사외이사 선임 (신규선임, 재선임)에 대한 CAR 추이  
Fig 1. CAR trend on appointment of outside directors (new appointment, reappointment)

<그림 1>을 통하여 볼 수 있듯이 신규선임, 재선임 공시에 대하여 주가는 긍정적인 움직임을 보여주지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Kaplan and Minton(1994), Rosenstein and Wyatt(1999) 등 국외의 연구결과와 다른 결과를 나타내는 것이다. 이는 한국의 경우 사외이사들의 상당수가 지배주주들에 의하여 일방적으로 임명되는 회색이사들이 주종을 이루고 있고 이렇게 임명된 이사들은 대주주에 대한 감시기능을 하기 힘들다는 것을 투자자들이 판단하고 있음을 보여주는 것이라고 볼 수 있다.

### 5.3 사외이사 선임에 대한 지배구조 그룹별 CAR 분석결과

사외이사 선임전체 사건연구결과는 국외의 경우와 달리 사외이사 선임공시가 주가에 긍정적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 다음으로 본 연구는 사외이사 선임공시가 주가에 미치는 영향을 지배구조 그룹별로 분석하여 사외이사 선임에 대한 주가반응이 기업지배구조 그룹별로 차이를 보이는지를 살펴보고자 한다.

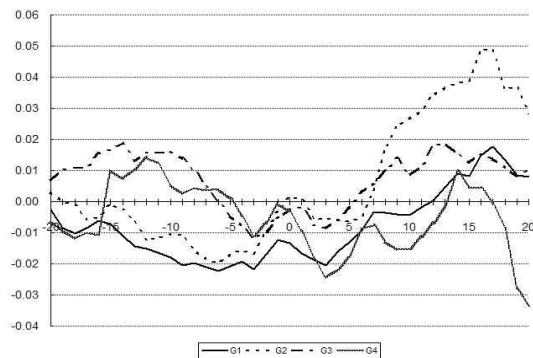


그림 2. 사외이사 선임에 대한 지배구조그룹 (G1, G2, G3, G4)별 CAR 추이  
Fig 2. CAR trend on appointment of outside directors, corporate governance structure (G1, G2, G3, G4)

기업지배구조 그룹1의 경우, 사건발표일 -20~+6일까지 1%와 5% 유의수준에서 통계적 유의성을 가지며 누적 비정상수익률은 음(-)의 값을 나타낸다. 사외이사 선임공시 발표일 후 +16~+18일에서는 통계적 유의성을 가지나 누적 비정상수익률은 양(+)값을 보이고 있다. 기업지배구조 그룹1은 대부분 음(-)의 값을 나타내다가 +12일을 기점으로 양(+)의 값을 나타낸다. 통계적으로 유의성을 가지는 날들을 중심으로 분석해보면 사외이사 선임공시에 대해 주가는 다소 부정적인 반응을 보인다는 것을 알 수 있다.

기업지배구조 그룹2의 경우 발표 전 -20, -19, -17일,

-8~-6일에서 누적 비정상수익률은 음(-)값을 보이며 10%의 유의수준에서 통계적 유의성을 나타낸다. 발표 후 +9~+19일까지 5%의 유의수준에서 유의성을 나타내며 누적 비정상수익률은 양(+)의 값을 나타낸다. 기업지배구조 그룹2에서 양(+)의 누적 비정상수익률을 보이는 기간 동안 지배구조 그룹1에 비하여 높은 양(+)의 값을 나타내고 있음을 알 수 있다.

연구결과 사외이사 선임공시에 따른 주가에 반응을 지배구조 그룹별로 분석을 했을 경우 지배구조 그룹별로 차이를 나타냈다. 이는 사외이사 선임공시에 대한 주가반응이 지배구조 그룹별로 차이를 보인다는 가설 3을 지지하는 것이라고 볼 수 있다. 기업지배구조 그룹3과 그룹4는 그룹1과2에 비하여 통계적 유의성이 떨어지는 것으로 나타났다.

#### 5.4 사외이사 해임 (정기해임, 중도해임) 공시 사건연구 분석결과

사외이사 해임에 대한 주가반응을 나타내는 비정상 수익률과 누적 비정상수익률의 값은 아래 <표 3>에 요약되어 있다. 연구결과 문헌들 중 김문현, 백재승(2005)은 사외이사 해임공시일 주변 초과수익률이 음(-)의 값으로 나타나 사외이사 해임이 주가에 부정적인 영향을 미친다고 발표하였고, 김동순 등(2008)의 연구에서는 사외이사 해임공시가 주가에 영향이 없는 것으로 발표되기도 하였다. Vafeas (1999)은 실적이 부진한 기업의 경우 법적책임에 대한 부담, 자신의 평판에 대한 우려에 대한 이유로 자발적으로 사임을 하는 경우에 주가에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과를 보여주었다.

본 논문의 실증분석 결과 사외이사 해임공시에 대해 주가반응이 음(-)값을 나타내지 않는 것으로 나타났다. 이 결과는 본 논문의 연구가설인 사외이사 해임공시가 주가에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 가설 2를 지지하지 못하는 것으로 나타났다. 또한 사외이사

해임에 대한 사건연구의 수가 사외이사 선임공시에 대한 사건연구의 수에 비하여 표본수가 적음으로 인하여 사외이사 선임 사건연구에 비하여 통계적 유의성이 떨어지는 점을 보여준다.

표 3. 사외이사 해임공시에 대한 평균 AR, CAR  
Table 3. Average AR, CAR on dismissal of outside directors

	AR	CAR
-20	0.00044	0.00044
-19	-0.00164	-0.0012
-18	-0.00222	-0.00342
-17	-0.00011	-0.00353
-16	0.00080	-0.00273
-15	0.01248	0.00976
-14	-0.00225	0.00751
-13	-0.00284	0.00466
-12	0.00136	0.00602
-11	-0.00092	0.00510
-10	0.00786	0.01296
-9	0.001834	0.01480
-8	-0.00236	0.01243
-7	0.00676	0.01919
-6	-0.00366*	0.01553
-5	-0.00165	0.01389
-4	-0.00013	0.01376
-3	-0.00034	0.01341
-2	0.00191	0.01533
-1	0.00242	0.01774
0	-0.00076	0.01686
+1	-0.00099	0.01586
+2	-0.00074	0.01506
+3	0.00326	0.01834
+4	0.00230	0.02064
+5	0.0044**	0.02504
+6	0.00179	0.02686
+7	0.00166	0.02850
+8	-0.00235	0.02616
+9	-0.00125	0.02484
+10	-0.00378**	0.02102
+11	-0.01426	0.00663
+12	-0.00126	0.00536
+13		0.00539
+14	-0.00099	0.00438

+15	-0.00816	-0.00385
+16	0.00031	-0.00354
+17	-0.00447*	-0.00803
+18	-0.00429**	-0.01235
+19	-0.01208***	-0.02445
+20	-0.00157	-0.02605

주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

사외이사 정기해임의 경우 사건발표일 +6일~+14일 동안 높은 양(+)의 값을 나타내며, 이는 10%의 유의수준에서 통계적 유의성을 나타내고 있다. 한국의 경우 사외이사의 독립성에 대하여 시장의 요구가 많은 편인데 사외이사의 해임은 이러한 새로운 독립적인 사외이사 선임에 대한 기대감이 반영되는 현상으로 유추할 수 있다. 사외이사 중도해임의 경우 발표일 후 +19일,+20일을 제외하고는 통계적 유의성을 보이고 있지 않으나, 통계적 유의성을 가지고 있는 발표일 후 +19, +20일 누적 비정상수익률의 값이 각 -6.6564%, -6.9703%를 나타내고 있다.

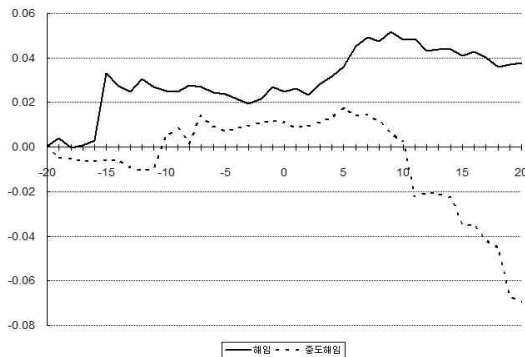


그림 3. 사외이사 해임 (정기해임, 중도해임)에 대한 CAR 추이

Fig 3. CAR trend on dismissal of outside directors (regular dismissal, mid-dismissal)

<그림 3>를 통하여 볼 수 있듯이 정기해임, 중도해임 공시에 있어 중도해임의 경우 사건발표일 +11~+20일 까지 누적 비정상수익률의 음(-)의 값이 급격히 떨어지

는 것을 볼 수 있다. 중도해임의 경우에는 사외이사 해임이 주가에 부정적인 영향을 미친다는 가설 2를 일부 지지하는 결과를 보이기도 하였다. 그러나 사외이사 정기해임의 경우는 해임전체와 중도 해임과는 달리 통계적 유의성을 나타내는 사건연구일 에서 높은 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이는 정기해임의 경우가 중도해임에 비하여 주가의 반응이 긍정적으로 나타났다. 중도해임은 정기적으로 이루어지는 정기해임과는 달리 투자자들의 입장에서 볼 때 정보의 비대칭성이 악화될 것으로 판단하기 때문에 주가의 반응이 부정적으로 나타난다.

### 5.5 사외이사 해임에 대한 지배구조 그룹별 CAR 분석결과

사외이사 해임공시에 대한 사건연구일 전체를 살펴 보면 사전문헌들과 달리 사외이사 해임공시가 주가에 부정적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 본 논문은 사외이사 해임공시에 따른 주가반응이 지배구조 그룹별로 차이를 나타내는지 살펴보고자 한다. 아래 <그림 4>는 지배구조 그룹별 비정상수익률 추이를 나타내고 있다.

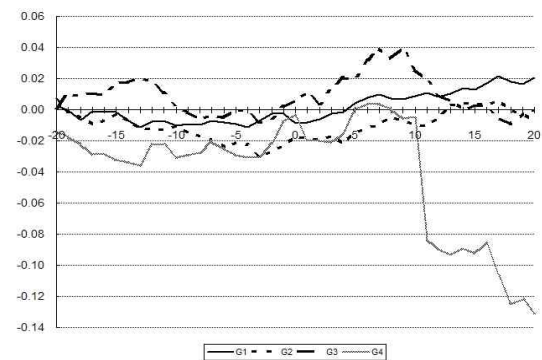


그림 4. 사외이사 해임에 대한 지배구조그룹(G1, G2, G3, G4)별 CAR 추이

Fig 4. CAR trend on dismissal of outside directors, corporate governance structure (G1, G2, G3, G4)

사외이사 해임공시를 지배구조 그룹별로 분류하여 분석해보면 기업지배구조 그룹1,2,3은 사건연구일 기간 동안 통계적 유의성을 가지지 못하는 것으로 나타났다. 기업지배구조 그룹4의 경우는 발표일 전 -20~-8일까지 음(-)의 값을 가지며 이는 10%의 유의수준에서 통계적 유의성을 나타내고 있다. 발표일 후 +18~+20일에서는 큰 폭의 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 기업지배구조가 취약할수록 이사회 감시 견제기능이 필요하다고 생각하는데 사외이사 해임은 이러한 견제기능 약화에 대한 우려를 증폭시킬 수 있음을 사건연구를 통하여 보여주는 것이라고 할 수 있다. 또한, 기업지배구조가 취약한 기업에 속한 사외이사들이 자신들의 평판을 유지하기 위하여 기업의 성과가 부진할 경우에 자발적으로 퇴진을 요청할 수도 있으며 이러한 경우도 시장에 부정적인 반응을 가져올 것이다. 이는 사외이사 해임공시에 대한 주가반응이 지배구조에 따라서 달라질 수 있다는 본 논문의 가설 3을 지지하는 것이라고 볼 수 있다.

### 5.6 사외이사 해임에 대한 지배구조 그룹별 T-test 분석결과

<표 4>에서 나타난 사외이사 해임에 대한 지배구조 그룹별 평균 비정상수익률을 바탕으로 지배구조 그룹간 t-test 검증을 실행하였다. 사외이사 해임공시에 대한 기업지배구조 그룹간 t-test 검증결과에 대하여 아래 <표 5>는 지배구조 그룹1과 그룹4에서 집단간 차이를 나타내는 것을 보여준다. 이는 지배구조가 좋은 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비하여 사외이사 해임공시에 대하여 누적 비정상수익률이 더 크다는 가설 3-2를 지지하는 것이다. 그 외 지배구조 그룹간 t-test에서는 통계적 유의성을 나타내지 못하였다. 사외이사 해임의 경우에 있어 그룹4에 속한 기업들은 정보비대칭이 더욱 심화될 것을 우려한 투자자들의 반응이 나타내는 것으로 볼 수 있다.

표 4. 사외이사 해임공시(신규해임, 중도해임)에 대한 누적 비정상수익률(CAR) 및 기업 지배구조 그룹별 주가반응 - 공시 전.후 20일

Table 4. Cumulative CAR on dismissal of outside directors (regular dismissal, mid-dismissal) and stock reaction of corporate governance structure - before, after 20days of announcement

구분	사외이사 해임	사외이사 정기해임	사외이사 중도해임
전체	-2.6052	3.7676	-6.9703**
Group 1	2.04		
Group 2	0.6		
Group 3	-0.1		
Group 4	-13.1*		

주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

표 5. 사외이사 해임공시에 대한 기업지배구조 그룹별 평균 CAR, T-test 결과

Table 5. Results of CAR, T-test on dismissal of outside directors(Regarding corporate governance structure)

구분	CAR 평균					
	Group1	Group2	Group3	Group4	차이	T-값
사외이사 선임	2.04	0.6			1.44	0.87
	2.04		-0.1		2.05	0.49
	2.04			-13.1	15.14	2.09**

주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

결론적으로 사외이사 해임공시는 사외이사 선임공시에 비하여 통계적 유의성이 떨어진다. 이는 해임공시에 대한 사건표본의 수가 선임공시에 대한 사건표본의 수보다 적음에 기인한다고 판단된다. 통계적 유의성은 선임공시에 비하여 떨어지나 유의성을 나타내는 사건연구일을 중심으로 해임공시에 대한 주가 영향을 분석한 결과 사외이사 해임공시에 대한 주가반응에 있어 지배구조 그룹별로 차이를 나타내는 것으로 밝혀졌다. 이 결과는 사외이사 공시에 대한 지배구

조 수준별 주가반응이 다르다는 가설 3을 지지하는 것이다.

중도해임공시에 대하여 주가가 부정적인 반응을 보이는 것은 투자자들이 중도해임으로 인하여 야기될 정보의 불균형에 대해 우려를 나타내기 때문이라고 생각된다. 또한 정기해임과 해임전체에 대한 연구결과는 회색사외이사가 선진국에 비하여 많은 한국기업에서 사외이사 해임은 보다 독립적인 사외이사 선임에 대한 기대를 가지게 한다는 것을 알 수 있다. 그러나 대부분 신규로 선임되는 사외이사들도 독립성에 많은 의문을 가지는 인사들로 판명되어짐으로서 건전한 견제기능을 가진 독립사외이사에 대한 시장에 기대를 충족하지 못하는 한국적인 현실이 해임에 관련된 사건연구를 통하여 유추해 볼 수 있을 것으로 생각된다.

## VI. 요약 및 결론

본 논문은 사외이사 선임공시 및 해임공시에 대한 주가반응을 측정하였다. 사건연구에는 시장조정모형(market-adjusted return model)을 이용하여 사건발표일 전후 기간 -20~+20일에 대한 비정상수익률과 누적 비정상수익률의 추이를 분석하였다. 이 연구를 통하여 사외이사 임면에 대한 주가반응은 지배구조 수준에 따라서 차이를 나타내며, 해임공시의 경우 정보비대칭성을 우려한 시장참여자들의 우려가 주가에 반응하는 것으로 나타났다.

사외이사 선임 및 해임공시에 대한 주가반응과 기업지배구조그룹별 주가반응의 차이점에 대한 연구 결과는 다음과 같다. 첫째, 사외이사 선임공시에 따른 주가반응 분석결과에 따르면 사외이사 선임공시가 주가에 긍정적인 영향을 보인다는 기존의 연구결과와는 달리 한국의 경우 사외이사 선임공시가 주가에 긍정적인 영향을 미치지 못하였다. 이는 한국의 경우 사외이사의 역할에 대한 시장의 신뢰가 구축되지 못하였

다는 것을 반증하는 것으로 볼 수 있다. 그러나 사외이사 선임공시에 따른 주가에 반응을 지배구조 그룹별로 분석을 했을 경우 지배구조 그룹에 따라서 차이를 나타냈다. 지배구조가 좋은 기업들의 경우 그렇지 않은 기업들보다 사외이사 선임에 대하여 누적 비정상 수익률의 크기가 큰 것을 나타냈다. 이는 사외이사 선임공시에 대한 주가반응이 지배구조 그룹별로 차이를 보인다는 가설을 지지하는 것이라고 볼 수 있다.

둘째, 사외이사 해임공시에 따른 주가반응을 분석하였다. 그 결과 사외이사 해임공시에 대한 주가의 반응은 사외이사 선임공시에 대한 주가반응 분석에 비하여 통계적 유의성이 떨어지는 것으로 밝혀졌다. 이는 해임공시에 대한 사건표본의 수가 선임공시에 대한 사건표본의 수보다 적음에 기인한다고 판단된다. 통계적 유의성은 선임공시에 비하여 떨어지는 하나 통계적 유의성을 나타내는 표본일을 추출하여 해임공시에 대한 주가반응을 분석 한 결과 사외이사 해임공시에 대한 주가반응에 있어 지배구조 그룹에 따라서 차이를 나타내는 것으로 밝혀졌다. 이는 사외이사 공시에 대한 기업지배구조 그룹별 주가반응이 차이를 나타낸다는 가설을 지지하는 것이기도 하다. 회색사외이사가 선진국에 비하여 많은 한국기업에서 사외이사 해임은 독립적인 사외이사 선임에 대한 기대를 가지게 한다고 볼 수 있다. 그러나 대부분 신규로 선임되는 사외이사들도 독립성에 많은 의문을 가지는 인사들로 판명되어짐으로서 건전한 견제기능을 가진 독립사외이사에 대한 시장에 기대를 충족하지 못하는 한국적인 현실이 해임에 관련된 사건연구를 통하여 유추해 볼 수 있을 것으로 생각된다. 또한 사외이사 중도해임의 경우 기업들이 투자자들에게 정보의 비대칭성에 대한 우려를 일으키게 되어 주가에 부정적으로 반응한다는 것을 밝혀냈다.

본 논문은 지배구조연구에 있어 다음과 같은 시사점을 제공한다. 사외이사 해임에 관련하여 지배구조가 취약한 그룹에 속한 기업들의 주가반응이 부정적

인 것과 중도해임에 대한 주가반응이 부정적인 것은 정보불균형에 대한 투자자들의 우려감을 나타내는 것으로 이 결과는 국내외 기관투자자들이 기업정보 부족에 대한 우려를 나타내는 것을 유추할 수 있다.

연구 결과 및 시사점에도 불구하고, 본 논문은 한계점을 가지고 있다.

사외이사 선임 및 해임공시에 관한 연구에 대하여 사외이사 해임공시에 대한 연구의 경우 사외이사 선임공시 연구에 비하여 사건 표본의 수가 부족하여 심도 있는 분석이 부족했다. 본 연구에서는 연구기간을 6년으로 하였으나 향후 연구기간을 확장하여 사건연구의 수를 늘린다면 통계적 유의성을 더 많이 갖게 될 것이다.

### 참고 문헌

- [1] John, Kose, and Lemma W. Senbet (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness," *Journal of Banking and Finance* 22(4). pp.371-403.
- [2] Fama, E, and M.C Jensen.(1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*. 27. pp.327-349.
- [3] Dyck, A., and L. Zingales(2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison" *Journal of Finance*. 59(2.) 2004. pp.537-600.
- [4] Nenova(2003). "The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross Country Analysis," *Journal of Financial Economics*. 6. pp.325-351.
- [5] Yermack D (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors?," *Journal of Financial Economics*. Vol.40.pp.185-211.
- [6] Klein, A(2002), "Audit committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*. 33. pp.375-400.
- [7] Vafeas, Nikos (1999), "Board Meeting Frequency and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*. 53. pp.113-142.
- [8] Hermalin, Benjamin E. and Michael S. Weisbach(1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management* 20(4). 1991. pp.101-112.
- [9] Hartzell, Jay C. and Laura T. Starks(2003). "Institutional Investors and Executive Compensation," AFC 2003 Washington, D.C Meetings. 2003.
- [10] Rosenstein, S. and J.G. Wyatt(1990). "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*. 26(2). pp.175-191.
- [11] Kaplan, Steven N. and Bernadetta A. Minton(1999) "Appointment of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," working paper series.
- [12] Lin, S., Pope, F. and S. Young(2003) "Stock Market Reaction to the Appointment of Outside Director," *Journal of Business, Finance and Accounting*. 30(3-4). pp.351-382.
- [13] Vafeas, Nikos.(2003) "Length of Board Tenure and Outside Director Independence" *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol.30 pp.1043-0164.
- [14] Yermack D. Renumeration(2004) "Retention, and Reputation Incentives for Outside Director," *Journal of Finance*. 59. pp.2281-230
- [15] Masulis, Ronald W., H. Sharn Mobbs(2008). "Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market," AFA 2009 San Francisco Meetings Paper.
- [16] Peyer, U. and T. Perry(2003). "Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective," EFA 2003 Annual Conference Paper No.183.
- [17] Masulis, Ronald W., Cong Wang, Fei Xie(2010). "Globalizing the Boardroom- The Effect of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance," AFA 2011 Denver Meeting Paper.
- [18] M. Kim and J.Paik(2005). "The Effects of Dismissal of Outside Directors on Firm Valuation." *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 34(2). pp. 209-246
- [19] D.S Kim and M. Choi(2008). "The Effects of Public Disclosure of the Appointment and Dismissal of Outside

- Directors on Korean Firm Values." The Korean Academic Association of Business Administration 21(5). pp. 2257-2291
- [20] 정광선, 김영호, 문영구(1994) "한국형 사외이사 제도에 관한 연구,"상장협회 연구보고서.
- [21] Pedersen, T. and S. Thomsen(1997), "European Patterns of Corporate Ownership: A twelve-country Study. *Journal of International Business Studies*. 28(4); pp.759-778.
- [22] Black, Bernard S., Woochan Kim(2007). "The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Using Korea Data," European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No.179.
- [23] Baysinger, B. D. and H. N Butler(1995). "Corporate Governance and Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition," *Journal of Law, Economics and Organization*. 1(1). pp.102-124.
- [24] Cotter, J., Shivdasani, A. and M. Zenner(1997) "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers," *Journal of Financial Economics*. 43(2). pp.195-218.

#### 저자소개



노승재(Sung-Jae Rowe)

1992년 조지워싱턴대학교 경영대학원  
(경영학석사,MBA))

2011년 중앙대학교 대학원  
(경영학박사,국제경영학전공)

E-mail : rowesj@hanmail.net

20010년~현재 글로벌가치창조연구소

※ 관심분야 : 국제경영전략, 기업지배구조, 재무관리