

# 이사회 의 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

김 영 규\* · 김 달 현\*\*

The Impact of Managerial Activity of Board of  
Directors on the Firm Value

< 목 차 >

개요

I. 서론

II. 선행연구

III. 자료 및 현황분석

IV. 연구방법과 가설의 설정 및 실증분석모형

V. 결론

참고문헌

ABSTRACT

## 개 요

본 연구에서는 이사회소유지분율과 기업가치, 이사회에 대한 스톡옵션부여와 기업가치, 연간이사회 개최빈도와 기업가치 그리고 CEO교체공시와 기업가치간의 관계에 대해 실증분석 하였다. 본 연구의 표본기간은 1993년 1월 1일부터 2002년 12월 31일 까지이다.

본 연구의 분석결과에 의하면 첫째, 이사회소유지분율과 기업가치간의 관계에 있

\* 성균관대학교 경영학부 교수

\*\* 성균관대학교 일반대학원 경영학과 박사

접수일자 : 2003-8-13      게재확정일자 : 2003-12-28

「경영교육논총」 제33집(2004.2.28)

이 지분이 구간별, 분석기간별로 다르지만 전반적으로 일정비율까지는 감소하다가 일정비율 이상의 경우에는 증가하여 U자형 곡선형태를 취하여 질충가설을 지지하고 있다. 둘째, 이사회에 대한 스톡옵션부여와 기업가치간에는 5%유의수준의 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 셋째, 연간 이사회개최빈도는 월 1~2회가 적당하며 그 이상 잦은 이사회개최빈도는 저조한 기업성과의 반응으로 보아 오히려 기업가치를 감소시켜 음(-)의 관계를 가지는 것으로 드러났다. 끝으로 임기만료전 CEO교체공시와 기업가치간의 관계는 유의적인 양(+)의 관계로서 공시당일 주변에서 가파른 감소세를 보이다가 곧 이어 상승하는 모습을 보였다. 이는 사전적으로는 투자자가 기업성과의 저조로 나쁘게 받아들였다가 사후적으로는 무능한 CEO교체에 대한 경영호전 기대로 바뀌어 주가가 급등하는 현상을 보인 것이다.

---

주제어 : Tobin's Q, 이사회소유지분율, 스톡옵션, 이사회개최빈도, CEO교체공시

## 1. 서론

최근 우리 기업은 IMF 금융위기 관리체제를 극복하면서 기업경영의 패러다임이 빠르게 변화하고 있으며, 이러한 변화에 적응하면서 경쟁력 제고를 위해 다각적인 노력을 기울이고 있다. 또한 기업경영의 효율성과 투명성을 높이기 위해 기존의 관행과 제도를 과감히 개선하는 데 그 역량을 집중하고 있으며, 이 중에서도 낙후된 기업지배구조 개혁이 무엇보다도 시급한 당면과제이자 핵심내용으로 추진되고 있다. 사실 기업이 날로 치열해지는 세계경쟁에서 살아남기 위해서는 세계적 흐름과 변화에 적극적이고 능동적으로 대처하여야 하며 국제화된 자본시장에서 안정적인 장기자금을 조달하기 위해서는 모범적인 기업지배구조가 무엇보다도 요구되기 때문이다.

모범적인 지배구조가 되기 위해서는 신뢰성과 국제정합성을 갖추어야 하므로 이러한 시대적 요청에 부응하여 우리 기업이 대내외적으로 신뢰받고 경영의 투명성과 효율성을 제고할 수 있는 바람직한 기업지배구조를 조속히 구축하여야 하겠다.

특히 이중의 하나가 이사회 개혁으로 더 이상 미룰 수 없는 시급하고도 중요한 과제라고 인식하게 되었으며, 그동안 추진된 주요한 이사회 개혁 조치들을 살펴보면 먼저 1998년 2월 사외이사 제도의 도입을 들 수 있다.

## 이사회의 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

다음으로 기업지배구조 개선위원회를 설치하고 기업지배구조 모범규준과 사외이사 직무수행규준을 제정·발표함으로써 기업지배구조 개혁 작업이 단기간 내에 효율적이고도 집중적으로 추진될 수 있는 계기를 조성함으로써 그 결과 기업의 경영 투명성과 신뢰성을 도모하는 바람직한 기업지배구조와 기업문화형성에 크게 기여하였다. 이를 바탕으로 상장기업들은 소유와 경영의 분리를 통해 소유경영자의 전횡과 독단경영의 폐단을 방지하여 기업경영이 소유중심체제에서 이사회중심체제로 자연스럽게 전환되는 이사회 개혁이 단행될 수 있었다.

본 연구의 목적은 앞에서 언급한 바와 같이 기업 경쟁력의 핵심요소이자 중요한 기능과 역할을 담당하고 있는 이사회에 대하여 그 동안의 개혁으로 달라진 모습을 통해 이사회의 경영활동과 기업가치 간의 관계에 대해 어느 정도의 관련성이 성립하는지를 분석하고자 하는 데 있다.

이사회의 경영활동에 있어 이사회가 소유한 주식 지분율과 기업가치 간의 관계를 대리인 이론을 중심으로 이해일치가설의 적용여부 검증 및 이사회 활동과 기업가치와의 관련성 분석을 위해 연간 이사회 개최빈도와 기업가치 간의 관계, 이사회에 대한 스톡옵션부여가 기업가치에 미치는 영향에 관해서도 분석한다.

한편 IMF 금융위기 이후 이사 특히 CEO의 임명이 기업성과와 연계되어 성과가 나쁠수록 CEO의 교체압력이 높아지고 임기만료 전 이의 교체공시가 기업 가치를 증가시킨다는 주장이 있어 사건연구로서 임기만료 전에 의한 CEO의 교체공시가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해서도 살펴보고자 한다.

본 논문은 서론에 이어 다음과 같이 구성되어 있다. 제 2장에서는 이사회 경영활동과 관련 한 선행연구를 간략히 고찰하고 제3장에서는 표본선정 과정 및 분석기간과 사용된 자료에 대하여 설명한다. 제4장에서는 연구방법론과 가설의 설정 및 실증분석모형의 설계방안을 제시하고 제5장에서는 4가지 가설 각각에 대한 실증분석 결과를 보고한다. 끝으로 제6장에서 본 연구의 결론을 내린다.

## II. 선행연구

본 연구에서 이사회 경영활동과 관련하여 이사회 소유지분율과 이사회에 대한 스톡옵션 부여 및 이사회 개최빈도 그리고 임기만료 전 CEO의 교체공시 등이 포함되며 이와 관련하여 이사회 경영활동이 기업가치에 어떤 영향을 미치는 가에 대해 선행연구들을 조사하였다.

먼저 이사회 소유지분율과 기업가치간 선행연구에 있어 Fama&Jensen(1983)은 경

영자의 소유지분이 낮을 때 기업가치 극대화를 추구한다는 경영자 안주 또는 참호 가설을 지지하였고 Morck&Shleifer&Vishny(1988)는 이사회 지분율 수준에 따라 다른 관련성을 제시하였는데 이사회 지분율이 0%~5%구간에서는 양(+)의 관계를, 5%~25%구간에서는 반대로 음(-)의 관계를, 25%이상 구간에서는 기업가치가 다시 소폭증가 한다고 주장하였다. Wruck(1989) 또한 동일한 결론을 내렸다.

한편 Hermalim&Weisbach(1991)는 지분율 수준에 따라 양(+)과 음(-)이 반복되는 비단조적(non-monotonic)관계임을 규명하였으며 McConnell&Servaes(1990)는 역시 지분율과 기업가치 간에 유의적인 곡선(curvilinear)관계가 있음을 발견하였다. 그의 실증분석 결과에 따르면 이사회 지분율이 40%~50%에 이를 때까지 기업가치가 증가하고 그 이상을 넘으면 기업가치가 감소하는 것으로 나타났다.

또한 국내연구에 있어 김주현(1992)과 김우택·장대홍·김경수등(1993)은 지분율에 따라 다른 관계를 가짐을 보여주었는데 특히 김우택 등(1993)은 지분율이 0%~20%구간에서 기업가치가 증가하다가 20%~25%구간에서 감소하고 25% 초과시 다시 증가하는 관계를 발견하였으나 각 구간의 결과가 통계적으로 유의하지 않았다. 또한 김영숙·이재춘(1999)은 이사회 지분율이 낮을수록 기업가치가 감소하고 동 지분율이 증가할수록 대리인 비용이 감소되어 기업가치가 증가하는 U자형의 곡선 관계를 나타냄을 보여주었다.

다음으로 이사회에 대한 스톡옵션부여와 기업가치간 선행연구로서 Lipton&Lorsch(1992)는 스톡옵션제도 확대를 주장하고 Hamid Mehran(1995)은 스톡옵션부여와 기업성과간 관계를 실증분석한 결과 스톡옵션부여가 경영진들로 하여금 기업가치를 증가하는 유인을 제공하여 결과적으로 스톡옵션 부여비율과 기업가치는 양(+)의 관계가 있음을 보여주었다. 또한 Eisenberget al(1998)도 이사회에게 스톡옵션확대를 통해 시간에 비례한 보상을 해야 한다고 주장하였다.

그리고 연간이사회 개최빈도와 기업가치간 선행연구에 있어 Jensen(1993)은 이사회 개최가 주주에게 이익이라는 견해를 반박하면서 이는 개선된 지배구조의 선행 척도라기보다 불꽃 튀는 논쟁에 기여하는 빈약한 기업성과에 대한 기업반응이라 보았다. Nikos Vafeas(1999)는 연간 이사회 개최빈도는 기업가치와 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. 이사회를 자주 개최하는 기업과 그렇지 않은 기업간 기업성과를 분석하였는데 결론적으로 이사회는 저조한 기업성과에 수반하여 자주 개최되었으며 자주 개최되는 이사회는 시장에 의해 가치가 낮게 평가되는데 잦은 이사회 개최빈도에 뒤이어 이사회를 개최한 년도 후에는 뒤따라 기업성과의 개선이 이루어졌다.

## 이사회의 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

끝으로 사건연구로서 임기만료 전 CEO교체공시가 기업가치에 미치는 선행연구로서 Weisbach(1988)는 CEO 퇴임이 증권시장에 공시될 때 이사회가 무능한 경영자를 해고시켜 경영호전을 기대하여 기업가치를 증가시킨다고 하였다. 또한 Kang&Shivasani(1995)·(1996)는 임기만료 전 CEO교체의 경우 저조한 기업성과와 관련된다고 추정되어 기업성과는 매우 유의적으로 호전됨을 발견하였다. 그리고 CEO교체가 주가에 미치는 사건연구 결과 교체공고일 전후 주가가 유의하게 양(+)으로 나타났고 그 중 임기 전 사임 또는 해임시 주가상승이 높고 CEO를 외부인물 영입시 더 큰 폭으로 주가가 상승하였다. 따라서 CEO의 교체공시가 사전적으로는 투자자에게 나쁜 정보로 받아들여지지만 사후적으로는 주식수익률 상승으로 이어지는 것이 특징이다.

### III. 자료 및 현황분석

#### 1. 표본기업 및 자료수집

본 연구의 분석대상 표본기업은 표본기간인 1993년 12월 31일부터 2002년 12월 31일까지 10년간 한국증권거래소에 계속 상장된 12월 결산법인으로서 금융업종과 공기업을 제외한 12개산업, 231개 제조업을 영위하는 기업만을 대상으로 하였으며 기업개선작업(work-out) 또는 관리대상종목이거나 외부감사인의 감사의견 부적정 의견 표시기업, 결산기 변경기업 등도 제외하였다.

한편 이 연구의 표본기간 동안 우리나라는 초유의 IMF 금융위기 관리체제를 경험하고 이를 극복하는 과정에서 엄청난 변화와 개혁이 동시에 이루어졌다. 따라서 기간에 따라 기업을 에워싼 경영여건이 급변하고 기업성과 또한 많은 차이를 보인 특수한 상황을 고려하여 동 표본기간을 주요사건 발생기간에 따라 처음부터 IMF 이전기간 5년(1993~1997), IMF 기간 2년(1998~1999), IMF 이후기간 3년(2000~2002) 및 전체기간 10년(1993~2002)으로 구분하여 구분된 기간별로 따로 분석하고 전체기간을 함께 분석하여 기간별 변화 추세와 특징을 파악하고자 하였다.

한편 주요 분석 자료의 수집경과와 편집 및 가공과정을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 이사회 지분율 및 최대주주 이사회참여와 최대주주 지분율 등 통제변수 관련 자료는 한국상장회사협의회로부터 구하였다. 그러나 IMF 이전기간 5년간의 자료는 Database에 수록되지 않아 동 협의회가 발간한 「상장회사 경영인명록」 책

자와 사업보고서 내용을 담은 CD를 확인하여 그 내용을 수정, 보완하여 별도로 컴퓨터에 수작업으로 입력하였다.

둘째, 이사회에 대한 스톡옵션부여 관련자료는 동 협의회로부터 얻고 이를 금융감독원의 전자공시시스템에 대한 인터넷 검색을 통해 대조 확인 후 자료를 확정하였다.

셋째, 연간이사회 개최빈도 또한 금융감독원의 전자공시 내용을 확인하여 2000년부터 2002년까지 3년간 자료를 직접 구하였는데 이사회개최 횟수와 개최일이 불일치한 경우 개최일을 기준으로 횟수를 조정하여 자료를 확정하였다.

넷째, 2000년부터 2002년까지 3년간 CEO교체 발표공시자료는 금융감독원의 전자공시 시스템과 일간경제신문을 직접 조회하여 사건을 표본추출 하였다.

## 2. 분석대상 변수의 선정 및 정의

### 2. 1 종속변수

기업가치를 측정하는 대용변수로서 Tobin's Q를 선정하였다. Tobin's Q는 기업의 시장가치를 보유 자산의 대체원가로 나눈 비율로서 아래와 같이 구하고자 한다.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{기업의 시장가치}}{\text{유형고정자산 및 재고자산의 대체원가}}$$

분자의 기업의 시장가치는 부채의 시장가치와 지분의 시장가치를 합하여 구하는데 부채의 시장가치는 재무제표 상의 유동부채에서 유동자산을 차감하고 그 차액에 고정부채의 장부가액을 합하여 계산하였다. 한편 지분의 시장가치는 보통주와 우선주로 나누어 보통주 발행주식수와 우선주 발행주식수에 당해연도말 종가를 각각 곱한 후 이를 합하여 계산하였으며 분모 역시 대체원가의 대용치로서 재무제표상의 장부가치를 그대로 활용하였다.

### 2. 2 설명변수

설명변수는 선행연구에서 기업가치에 영향을 미친다고 분석한 이사회 경영활동 부문에서 이사회 소유지분율, 이사회에 대한 스톡옵션 부여 및 연간이사회 개최빈도 등 3개변수를 선정하였다. 이사회 소유지분율은 개별이사의 소유주식수를 합계한

## 이사회의 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

후 이를 총발행주식수로 나누어 계산하는데 여기에서 이사라 함은 등기된 이사로서 이사회 구성원만을 말한다. 따라서 비등기 임원은 물론 등기되었다 하더라도 상임 감사 또는 사외감사는 역시 제외하였다.

한편 이사회에 대한 스톡옵션부여와 연간 이사회 개최빈도 역시 외국의 선행연구 결과를 고려해 볼 때 우리나라에서도 기업가치와 유의적인 상관관계가 있을 것으로 예상되어 이를 검증하기 위해 변수로 선정하였다.

### 2. 3 통제변수

종속변수와 설명변수간의 관계를 잘 반영하기 위한 통제변수로 선행연구에서 기업가치와 유의적인 관계가 있다고 보고되어 사용한 R&D비율, 최대주주 지분율, 기업규모 및 기업역사등을 선정하였다.

R&D비율은 기업의 성장기회를 측정하는 변수로서 매출액에서 기업이 연구개발비로 지출한 금액이 차지하는 비율로 정의할 수 있으며 또한 최대주주 지분율은 내부 지분율의 대표적인 지표로서 사용할 수 있는데 이에는 최대주주본인과 친족 및 그 특수관계인이 소유한 지분을 모두 포함한다.

한편 기업규모는 총자본의 대용변수로서 여기에서는 총자산규모에 자연로그를 취한 값을 사용하고 기업역사 또한 기업설립연수를 측정하는 대용변수로 당해기업의 창립이후 분석연도까지의 경과연수를 말하며 기업설립연수에 자연로그를 취한 값을 사용한다.

## 3. 경영활동 현황 분석

### 3. 1 산업별 이사회 소유지분율과 최대주주 지분율

<표1>에서 보는 바와 같이 전체 10년간 평균 이사회 소유지분율과 최대주주 지분율이 각각 8.39%와 28.61%를 보이고 있다.\* 먼저 이사회 소유지분율을 살펴볼 때 비금속광물이 21.43%로 가장 높고 그 다음이 음식료품이 17.94%이며 운수장비와 유통업이 각각 5.16%와 6.42%로서 최저수준이다.

한편 최대주주 지분율에 있어서는 철강금속 44.15%, 기계 38.97%, 비금속광물

---

\* 이사회 소유지분율에 대한 연도별 변화추이는 10년간 평균 8%~9%수준을 계속 유지해 왔으며 1993년 10.33%로 가장 높았고 IMF기간동안 7.81%로 낮아 졌다가 소폭 상승하여 2002년 8.59% 를 나타냈다.

37.74%로서 비교적 높아 주식소유의 분산정도가 낮은 것으로 평가된다. 그리고 유통업과 전기·전자 및 종이·목재의 지분율이 20%대 이하로 낮아 분산이 고도화되고 소유와 경영이 분리된 것으로 볼 수 있다.

<표1> 산업별 이사회 소유지분율 및 최대주주 지분율(1993~2002)

(단위 : 사, 천주, %)

| 산업별   | 기업 수 |       | 이사회소유지분율(평균) |       | 최대주주지분율(평균) |       |
|-------|------|-------|--------------|-------|-------------|-------|
|       | 기업수  | 구성비   | 소유주식수        | 비율    | 소유주식수       | 비율    |
| 건설업   | 14   | 6.1   | 136,180      | 7.32  | 486,861     | 26.17 |
| 기계    | 11   | 4.8   | 55,327       | 13.46 | 160,152     | 38.97 |
| 비금속광물 | 11   | 4.8   | 114,446      | 21.43 | 201,518     | 37.74 |
| 섬유의복  | 12   | 5.2   | 98,219       | 17.54 | 165,458     | 29.55 |
| 운수장비  | 16   | 6.9   | 129,787      | 5.16  | 644,395     | 25.61 |
| 운수상고  | 9    | 3.9   | 147,445      | 15.58 | 246,918     | 26.09 |
| 유통업   | 15   | 6.5   | 186,385      | 6.42  | 483,520     | 16.66 |
| 음식료품  | 17   | 7.4   | 182,012      | 17.94 | 377,283     | 37.19 |
| 전기전자  | 35   | 15.2  | 377,905      | 6.98  | 1,209,025   | 22.35 |
| 종이목재  | 7    | 3.0   | 44,011       | 9.63  | 104,271     | 22.81 |
| 철강금속  | 18   | 7.8   | 259,582      | 10.47 | 1,094,841   | 44.15 |
| 화학섬유  | 66   | 28.6  | 545,503      | 6.79  | 2,586,409   | 32.19 |
| 계(12) | 231  | 100.0 | 2,276,803    | 8.39  | 7,760,651   | 28.61 |

### 3. 2 이사회에 대한 스톡옵션 부여 현황

경영자 보상의 일환으로 많이 시행되는 스톡옵션부여는 <표2>에서 보는 바와 같이 5년간 표본기업 231개사 중 16.8개사가 이를 실시함으로써 7.27%라는 매우 저조한 실적을 보이고 있다. 사실 동 제도가 1997년 1월 처음 도입되어 동년 5월 1개사 시행 후 1998년부터 점진적으로 기업에서 이를 활용하고 있다. 그러나 우리나라의 경우 아직도 초기 수준을 벗어나지 못하여 경영자 보상을 통한 경영의욕 촉진 대책이 미미하지만 해가 거듭할수록 증가 추세에 있으며 화학 섬유와 전기전자 산업의 경우 매년 지속적으로 스톡옵션 제도를 이용하고 있다.

## 이사회 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

<표2> 산업별 연도별 스톡옵션 부여 변화 추이

| 산업별   | 기업수 | 1998 |      | 1999 |      | 2000 |       | 2001 |       | 2002 |       |
|-------|-----|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|-------|
|       |     | 기업수  | %    | 기업수  | %    | 기업수  | %     | 기업수  | %     | 기업수  | %     |
| 건설업   | 14  | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 2    | 14.29 | 1    | 7.14  | 2    | 14.29 |
| 기계    | 11  | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 1    | 9.09  | 1    | 9.09  | 1    | 9.09  |
| 비금속   | 11  | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 1    | 9.09  | 0    | 0.00  | 0    | 0.00  |
| 섬유의복  | 12  | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 1    | 8.33  | 0    | 0.00  | 2    | 16.67 |
| 운수장비  | 16  | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 3    | 18.75 | 1    | 6.25  | 2    | 12.50 |
| 운수창고  | 9   | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 1    | 11.11 | 1    | 11.11 | 1    | 11.11 |
| 유통업   | 15  | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 4    | 26.67 | 2    | 13.33 | 3    | 20.00 |
| 음식료   | 17  | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 2    | 11.76 | 2    | 11.76 | 3    | 17.65 |
| 전기전자  | 35  | 0    | 0.00 | 2    | 5.71 | 7    | 20.00 | 6    | 17.14 | 4    | 11.43 |
| 종이목재  | 7   | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 0    | 0.00  | 1    | 14.29 | 1    | 14.29 |
| 철강금속  | 18  | 0    | 0.00 | 0    | 0.00 | 0    | 0.00  | 0    | 0.00  | 2    | 11.11 |
| 화학섬유  | 66  | 1    | 1.52 | 2    | 3.03 | 7    | 10.61 | 5    | 7.58  | 9    | 13.64 |
| 계(12) | 231 | 1    | 0.43 | 4    | 1.73 | 29   | 12.55 | 20   | 8.66  | 30   | 12.99 |

(※주): 5년간 부여기업 평균 7.27% (16.8개사/231개사)

### 3. 3 연간 이사회 개최빈도

<표3>에서와 같이 산업별 2000년부터 2002년까지 3년간 평균 이사회 개최빈도는 연간 평균 15회, 월간 1.3회를 나타내 월 1회 이상 이사회를 개최하고 있다. 이사회를 가장 빈번하게 개최하는 산업은 음식료품과 비금속광물로서 월 2회 이상 개최하며 가장 낮은 개최율을 보이는 산업은 기계, 전기전자로 월 1회 미만에 그치고 있다.

<표3> 산업별 연간이사회 개최빈도(2000~2002)

(단위 : 사, 횟수)

| 산업별   | 기업수 | 구성비(%) | 이사회개최(평균) |     |
|-------|-----|--------|-----------|-----|
|       |     |        | 연간        | 월간  |
| 건설업   | 14  | 6.1    | 14.5      | 1.2 |
| 기계    | 11  | 4.8    | 10.2      | 0.9 |
| 비금속광물 | 11  | 4.8    | 21.4      | 1.8 |
| 섬유의복  | 12  | 5.2    | 12.1      | 1.0 |
| 운수장비  | 16  | 6.9    | 12.9      | 1.1 |
| 운수차고  | 9   | 3.9    | 13.2      | 1.1 |
| 유통업   | 15  | 6.5    | 14.7      | 1.2 |
| 음식료품  | 17  | 7.4    | 21.9      | 1.8 |
| 전기전자  | 35  | 15.2   | 11.4      | 1.0 |
| 종이목재  | 7   | 3.0    | 19.6      | 1.6 |
| 철강금속  | 18  | 7.8    | 16.8      | 1.4 |
| 화학섬유  | 66  | 28.6   | 15.2      | 1.3 |
| 계(12) | 231 | 100.0  | 15.0      | 1.3 |

#### IV. 연구방법과 가설의 설정 및 실증분석모형

##### 1. 연구방법론

본 연구의 실증모형으로는 종속변수 1개, 설명변수 3개, 그리고 통제변수 4개의 조합으로 이루어진 회귀방정식  $y = a + \sum_{i=1}^n \beta_i x_i + \epsilon_i$ 을 검증모형으로 삼고 IMF 이전, IMF 기간, IMF 이후 및 전체기간으로 구분하여 횡단면 다중회귀분석을 실시한다. 한편 임기만료 전 CEO교체 발표공시가 기업가치, 즉 주식초과수익률에 미치는 영향에 대해 추가적으로 사건연구(event study)를 함에 있어 선정된 자료를 바탕으로 각 기업의 개별주식 수익률과 종합주가지수 수익률을 이용하여 10일간, 30일간 누적초과수익률(CAR: Cumulative abnormal return)을 다음과 같은 산식에 의거 계산하여 분석한다.

$$CAR_{it} = \sum_{t=0}^T AR_t$$

(여기에서  $CAR_{it}$ 는 t일부터 특정일(T)까지의  $AR_t$ 를 누적시킨 누적초과수익률이다.)

## 이사회 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

본 연구에서 또 다른 실증모형으로 비율 또는 구간분류에 따른 특정한 패턴을 찾고자 다중회귀분석 이외에 추가적으로 Piecewise 다중회귀분석도 실시한다.

## 2. 가설의 설정 및 실증분석모형

### 2. 1 가설의 설정

먼저 이사회 소유지분율과 기업가치간의 관계에 있어 다수의 국내의 선행연구에서 이사회 소유지분율과 기업가치간 유의한 관계가 있음을 밝히고 있다. 따라서 이사회 소유지분율의 증가는 기업가치를 증가시킬 것으로 판단되어 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

<가설 1> : 이사회 소유지분율과 기업가치간에는 양(+의) 관계가 있다.

한편 이사회에 대한 스톡옵션부여와 기업가치간의 관계에 대해서는 동 부여가 당해 경영진의 성취의욕과 명성을 고취시키는 긍정적인 결과를 가져와 동 제도의 지속적 시행을 위해서라도 경영진은 기업가치를 크게 증가시킬 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

<가설2> 이사회에 대한 스톡옵션부여와 기업가치간에는 양(+의) 관계를 가진다.

다음으로 연간이사회 개최빈도와 기업가치간의 관계를 언급함에 있어 기업이 순조롭게 경영되고 실적이 좋아 어려운 문제가 없을 때에는 이사회 개최빈도도 그 만큼 낮아지나 그 반대의 경우에는 이를 타개하기 위해 이사회를 자주 개최하고 그에 따라 주가가 하락하는 현상을 보인다고 선행 연구에서 주장한다.

국내연구에서도 ROA가 낮을수록 이사회 개최빈도가 높게 나타난다고 했는데 이는 기업의 수익성 등 성과가 나쁠 경우 보다 빈번한 이사회개최가 필요한 사안이 많음을 시사한다.\* 따라서 이러한 점을 고려하여 다음과 같이 가설을 설정할 수 있다.

<가설3> 연간 이사회 개최빈도가 적정빈도를 초과할 경우 기업가치와 음(-)의 관계가 있다.

---

\* 박경서,이은정,장하성, “한국 상장기업의 사외이사제도 운영에 관한 연구”,2003년 한국증권학회 제4차 정기학술대회 발표논문,2003. 10,pp.125-127.

끝으로 CEO 교체공시와 기업가치간의 관계에 대하여는 임기 만료 전 CEO 교체 발표공시가 기업가치, 즉 주식의 초과수익을 실현여부와 밀접한 관련이 있는 것으로 많은 선행연구에서 밝히고 있다.

따라서 우리나라에 있어서도 이러한 현상이 나타나리라 예상하고 사건연구(event study)로서 2000년부터 2002년까지 3년간 표본기업 중 임기만료 전 CEO교체를 발표하고 이를 공시한 기업에 대하여 사건 전·후 각각 10일, 30일로 나누어 주식초과수익률여부를 분석하는데 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

<가설4> : CEO교체 특히 임기만료 전 교체발표공시는 기업가치, 즉 주식초과수익률과 양(+)의 관계가 있다.

## 2. 2 실증분석 모형

<가설1>, <가설2> 및 <가설3>을 검증하기 위한 실증모형으로 기업가치인 토빈Q를 종속변수로, 이사회 소유지분율, 이사회에 대한 스톡옵션부여 및 연간 이사회 개최빈도를 각각 설명변수로 도입하고 통제변수로는 R&D비율, 최대주주 지분율, 기업규모 및 기업역사를 설정하였다. 또한 설명변수와 기업가치간의 회귀계수를 추정하기 위해 다중회귀모형에 의한 분석을 실시하며 특히 <가설1>과 <가설3>에 있어서는 그래프를 통해 변화추세의 특정 패턴을 파악한 후 패턴에 대한 분석을 위해 Piecewise다중회귀 분석방법도 병행한다. 그리고 <가설2>에 대하여는 스톡옵션부여 여부에 따른 기업가치 차이를 분석하는 분산분석을 실시하고 스톡옵션부여 여부에 대한 더미변수를 통해 다중회귀계수 추정치를 비교한다.

한편 CEO교체 발표공시의 주식초과수익률과의 관계에 대한 실증모형은 아래와 같이 설계할 수 있으며 각 기업의 일일 증가자료와 한국증권거래소의 종합주가지수를 한국신용평가(주)의 KIS-SMAT자료를 이용하여 실현초과수익률을 계산한다. 종합주가지수로 차감한 개별주식의 수익률로 실현초과수익률을 계산하며 각 기업에 대해 초과수익률의 계산을 위한 시장조정수익률모형(market return adjusted model)은 다음과 같다.

< 주식 i의 t일의 초과수익률 >

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \text{ -----(1)}$$

여기서  $R_{i,t}$  는 주식 i의 t일의 수익률이며  $R_{m,t}$  는 t일의 종합주가지수 수익률이

## 이사회 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

다.

< 개별기업의 t일의 평균 초과수익률 >

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}, \quad \overline{AR}_t = \sum AR_{i,t} \text{-----}(2)$$

여기서  $AR_t$  는 개별기업의 t일에 초과수익률의 평균이며 N은 표본 수를 말한다.  
<누적 초과 수익률>

$$CAR_{i,T} = \sum_t^T AR_i \text{-----}(3)$$

여기서  $CAR_{i,T}$  는 t일부터 특정일(T)까지의 개별기업의 초과수익률( $AR_i$ )을 누적시킨 누적초과수익률이다.

## V. 실증분석 결과

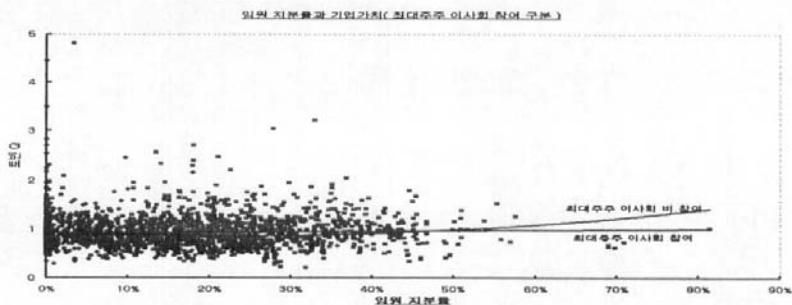
### 1. 이사회 소유지분율과 기업가치 간의 관계

이사회 소유지분율은 10년간 8%~9%수준을 유지해 왔으며 최대주주 이사회참여에 따라 그 지분율도 변화한다. 기업가치와의 상관관계에 있어 토빈Q와는 기간에 따라 음(-) 또는 양(+)의 관계를 보였다.\*

이사회 소유지분율과 기업가치와의 관계를 분석하기에 앞서 고려할 점은 최대주주가 이사회에 참여하느냐의 여부에 따라 이사회 지분율의 크기가 영향을 받게 된다는 사실이다. 따라서 먼저 이사회 소유지분율과 토빈Q값과의 상관성을 파악하기 위해 최대주주 이사회 참여와 비참여로 구분 한 후 두 변수를 plot하여 scatter diagram을 표시해 본 결과 <그림1>과 같다.

---

\* 이사회 소유지분율과 토빈Q간의 상관관계에 있어 전체기간 및 IMF 이전기간에는 비유의적인 양(+)의 관계를, IMF 기간과 IMF 이후기간에는 유의적인 음(-)의 관계를 나타냈으며 최대주주 지분율과는 전기간에 걸쳐 모두 0.1%유의수준의 높은 상관관계를 보여 주었다.



이사회 지분율

<그림1> 이사회지분율과 기업가치 상관성  
(최대주주 이사회 참여구분)(1993~2002)

<그림1>에서 보는바와 같이 최대주주가 이사회에 참여하는 경우 이사회 지분율 분포에 상관없이 거의 수평직선에 가까워 기업가치에 영향을 별로 미치지 않는 것으로 나타났다.

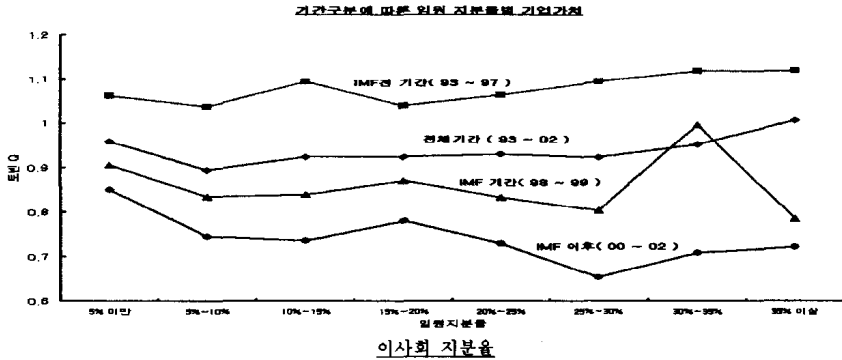
그러나 최대주주가 이사회 비참여시에는 20%수준까지는 감소하다가 그 이상 수준에서 점진적이고도 지속적인 증가 추세를 보인 후 50%이상에서는 참여시보다 훨씬 높은 기업가치를 실현하고 있어 이들 간의 관련성이 완만한 곡선관계를 이룬다.df\* 다음으로 각 기간구분에 따른 이사회 지분율과 기업가치와의 관련성을 <그림 2>를 통해 제시하였다. IMF 이전 기간의 경우 이사회 지분율이 15%~20%이하 구간까지 감소, 증가, 감소를 반복하다가 동기간 이후에는 지분율이 증가함에 따라 토빈 Q값도 계속 증가하여 <가설1>의 내용을 지지하는 결과를 보여준다.

그러나 IMF기간 및 IMF이후 기간에서는 35%까지는 비슷한 패턴을 보이다가 IMF기간에서는 급격한 하락을, IMF이후 기간에서는 완만한 상승세를 보이지만 전반적으로 볼 때 지분율이 증가할 때 기업가치가 하락한다고 볼 수 있어 가설과 반대되는 결과를 낳고 있다.

따라서 분석결과 IMF이전 기간 중 지분율이 20%이상일 경우만 <가설1>이 지지되나 다른 구간에서는 가설과 반대되는 결과가 나오고 있다.

\* 실제 지분율에 있어 이사회지분율이 50% 이상인 기업의 수가 적어 반드시 50%이상에서 최대주주 비참여가 참여에 비해 가치가 높다고 말할 수는 없다.

## 이사회 의 경영활동이 기업가치에 미치는 영향



<그림2> 기간별 이사회 지분율과 기업가치 상관성

다음으로 각 기간에 따라 이사회 지분율을 5%미만, 5%~12.5%, 12.5%~20%, 20%~30%, 30%이상의 5구간으로 분류한 후 참여와 비참여로 나누어 각 구간별로 평균의 차이가 유의한지 대해 추가적으로 분산분석을 실시하였다.

<표4> 이사회 지분율과 기업가치간의 관계(참여·비참여 구분)

| 구분        |      | 토빈 Q       |          |        |            | 관찰치수 |
|-----------|------|------------|----------|--------|------------|------|
| 이사회 지분율   | 참여여부 | 전체         | IMF 이전   | IMF 기간 | IMF 이후     |      |
| 5 % 미만    | 참여   | 1.049      | 1.057    | 1.006  | 1.067      | 61   |
|           | 비참여  | 0.950      | 1.063    | 0.895  | 0.825      | 559  |
|           | F 값  | 3.73 (+)   | 0.01     | 0.97   | 6.21 (+)   |      |
| 5%~12.5%  | 참여   | 0.893      | 1.034    | 0.826  | 0.735      | 235  |
|           | 비참여  | 0.910      | 1.084    | 0.853  | 0.740      | 152  |
|           | F    | 0.42       | 2.13     | 0.30   | 0.01       |      |
| 12.5%~20% | 참여   | 0.940      | 1.079    | 0.857  | 0.770      | 414  |
|           | 비참여  | 0.867      | 0.957    | 0.890  | 0.762      | 73   |
|           | F    | 3.43 (+)   | 5.39 (+) | 0.15   | 0.02       |      |
| 20%~30%   | 참여   | 0.928      | 1.074    | 0.822  | 0.670      | 493  |
|           | 비참여  | 0.920      | 1.188    | 0.912  | 0.707      | 19   |
|           | F    | 0.01       | 1.24     | 0.12   | 0.01       |      |
| 30% 이상    | 참여   | 0.989      | 1.126    | 0.875  | 0.713      | 296  |
|           | 비참여  | 0.903      | 0.943    | -      | 0.781      | 8    |
|           | F    | 0.51       | 2.60 (+) | -      | 0.22       |      |
| F값        | 참여   | 4.78 (***) | 2.19 (+) | 1.28   | 6.87 (***) | 1499 |
|           | 비참여  | 1.33       | 1.74     | 0.11   | 1.19       | 811  |

(주1) : 30% 이상의 경우 비 참여의 경우 데이터가 없음

(주2) : \*\*\* :p<0.001(0.1% 유의수준) \*\* :p<0.01 (1% 유의수준) \* :p<0.05 (5% 유의수준) + :p<0.1 (10% 유의수준)

앞의 <그림2>상에 파악된 것과 같이 <표4>에서 IMF 이전기간의 경우는 참여의 경우에 한하여 10% 유의수준에서 이사회 지분율이 증가함에 따라 토빈Q값도 증가하는 양(+)의 관계로 나타나 <가설1>을 지지할 뿐 다른 기간 및 구간에서는 전혀 이와 달랐다. 또한 구간별로 참여 또는 비참여시 토빈Q의 평균값이 유의적인 차이가 있는지 분석한 결과 IMF 이후 5% 미만 구간과 IMF 이전 12.5%~20%구간에서 5%유의수준의 최대주주 참여시 기업의 가치가 높은 것으로 나타났다. 한편 구간별 이사회 지분율과 토빈Q값의 차이 분석에 있어 IMF 이후기간에 0.01% 유의수준에서, IMF 이전의 10% 유의수준에서 각각 구간별 차이가 있음을 보여주고 있다.

<표4>에서 볼 수 있는 또 하나의 특징으로 이사회 지분율이 낮은 구간에서는 최대주주의 이사회 비참여 기업이 많고 반대로 높은 구간에서는 참여기업의 수가 많게 나타났다.\* 이는 이사회 지분율이 높은 기업은 대부분 최대주주가 이사회에 참여하여 기업가치에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

<그림2>의 지분구간별 토빈Q값에서 나타난 결과를 기초로 하여 Piecewise 다중 회귀분석을 위한 구간을 나누었는데 IMF 이후 및 IMF 기간은 12.5%미만, 12.5%~25%미만, 25%이상의 3개 구간으로 나누고 IMF 이전과 전체기간은 12.5%미만, 12.5%이상의 2개 구간으로 각각 나누어 회귀분석을 실시하였다.

한편 Piecewise 다중 회귀식 계산을 위한 구간의 정의는 다음과 같다.

1) IMF 이후 및 IMF 기간

$$\begin{aligned} \text{이사회 지분율 (0~12.5\%)} &= \text{이사회 지분율} ; \text{이사회 지분율} < 0.125 \\ &= 0.125 ; \text{이사회 지분율} \geq 0.125\text{인 경우} \\ \text{이사회 지분율 (12.5\%~25\%)} &= 0 ; \text{이사회 지분율} < 0.125\text{인 경우} \\ &= \text{이사회 지분율} - 0.125 ; 0.125 \leq \text{이사회 지분율} < 0.25 \\ &= 0.25 ; \text{이사회 지분율} \geq 0.25 \\ \text{이사회 지분율 (25\%+)} &= 0 ; \text{이사회 지분율} < 0.25\text{인 경우} \\ &= \text{이사회 지분율} - 0.25 ; \text{이사회 지분율} \geq 0.25\text{인 경우} \end{aligned}$$

2) IMF 이전 및 전체 기간

$$\begin{aligned} \text{이사회 지분율 (0~12.5\%)} &= \text{이사회 지분율} ; \text{이사회 지분율} < 0.125 \\ &= 0.125 ; \text{이사회 지분율} \geq 0.125\text{인 경우} \\ \text{이사회 지분율 (12.5\%+)} &= 0 ; \text{이사회 지분율} < 0.125\text{인 경우} \\ &= \text{이사회 지분율} - 0.125 ; \text{이사회 지분율} \geq 0.125\text{인 경우} \end{aligned}$$

\* 12% 미만시 711개사로서 전체 비참여 기업의 87.7%를 점유하는 반면, 12% 이상의 경우에는 1,203개사로서 전체 참여기업의 80.3%를 점유하고 있다.

## 이사회회 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

<표5> 이사회회 지분율과 토빈Q간의 Piecewise분석

| 변수명         | 토빈 Q      |           |           |           |           |           |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|             | 전체 기간     |           |           | IMF 이전    | IMF 기간    | IMF 이후    |
|             | 전체        | 참여        | 비참여       | 전체        | 전체        | 전체        |
| 절편          | 2.402***  | 2.460***  | 2.229***  | 2.502***  | 1.848***  | 1.225***  |
| 12.5% 미만    | -0.539**  | -0.333    | -0.568*   | -0.321    | -0.469    | -0.633 +  |
| 12.5% ~ 25% |           |           |           |           | 0.079     | -0.034    |
| 12.5% 이상    | 0.404***  | 0.546***  | 0.237     | 0.112     |           |           |
| 25% 이상      |           |           |           |           | 0.201     | -0.094    |
| R&D 비율      | 0.024***  | 0.020**   | 0.039**   | 0.013     | 0.044**   | 0.037***  |
| 최대주주 비율     | -0.575*** | -0.782*** | -0.373*** | -0.217**  | -0.447*** | -0.361*** |
| 기업규모        | -0.028*** | -0.033*** | -0.020**  | -0.045*** | -0.020+   | 0.017*    |
| 기업역사        | -0.217*** | -0.191*** | -0.234*** | -0.152*** | -0.120*   | -0.177*** |
| 참여 더미       | 0.016     |           |           | 0.037     | -0.019    | 0.022     |
| 조정R-squared | 0.155     | 0.177     | 0.130     | 0.107     | 0.071     | 0.106     |

(주) : \*\*\* :p<0.001(0.1% 유의수준) \*\* :p<0.01 (1% 유의수준) \* :p<0.05 (5% 유의수준), + :p<0.1 (10% 유의수준)

이 표는 이사회지분율과 기업가치의 회귀계수를 추정한 값이다. 회귀계수추정은 종속변수인 토빈Q와 이사회지분율 관계를 아래 검증모형을 통해 회귀분석한 것이다. 표본은 10년간 (1993~2002) 총 2,310관찰치로 구성되며 공기업, 금융업 및 관리 대상기업 등은 제외하였다.

① IMF기간/이후 :

$$Y = \alpha + \beta_1 PBD(0 \sim 12.5) + \beta_2 PBD(12.5 \sim 25) + \beta_3 PBD(25^+) + \beta_4 (RND) + \beta_5 (PLS) + \beta_6 (SIZE) + \beta_7 (YEAR) + D_{\text{참여}} + \epsilon$$

② IMF이전/ 전체 :

$$Y = \alpha + \beta_1 PBD(0 \sim 12.5) + \beta_2 PBD(12.5^+) + \beta_3 (RND) + \beta_4 (PLS) + \beta_5 (SIZE) + \beta_6 (YEAR) + D_{\text{참여}} + \epsilon$$

IMF 기간 및 IMF 이후와 IMF 이전 및 전체기간에 대해 구간을 분류하여 각각 Piecewise 다중회귀식을 도출하여 분석한 결과가 <표5>와 같다.

IMF 이후에는 모든 구간에서 음(-)의 관계를 가지지만 유의성 측면에서 12.5%미만 구간에서 10% 유의수준을 보일뿐 나머지 구간에서는 유의하지 않다. IMF 이전 및 IMF 기간 모두 12.5%미만에서 음(-)을, 그 이상에서는 양(+)의 관계를 나타낸다. 그러나 모두 유의성은 없다.

따라서 분석결과 IMF 이전과 IMF 기간 모두 지분율 12.5%이상부터 유의적이지

않지만 양(+)의 관계를 보여 기업가치를 증가시킨다. 그러나 IMF 이후기간에서는 지분율 크기에 상관없이 음(-)의 관련성을 나타냈다. 따라서 <가설1>은 일률적으로 지지받지 못하고 다만 IMF 이전 및 IMF 기간에서 지분율이 12.5%이상일 때에 적용되고 지지받는다.

즉 분석결과를 종합하여 보면 IMF 이전, IMF 기간, IMF 이후의 모두 일정비율까지는 감소하는 같은 패턴을 보여주고 있으나 일정비율이상에서는 IMF 이전 및 IMF 기간의 경우 이사회 지분율의 증가가 미약하지만 기업가치의 증가를 가져왔으며 단 비록 IMF이후에는 동 지분율의 증가가 오히려 기업가치의 감소를 가져왔더라도 IMF 이후의 최대주주 지분율의 지속적인 증가 현상을 고려한다면 전체적으로 볼 때 이사회 지분율과 기업가치와는 기존 논문의 결과처럼 U자형 곡선을 가진다고 해석 할 수 있어 절증가설을 지지한다.\*

많은 선행연구에서도 지분율에 따라 관계가 다를을 이미 살펴 보았다.

## 2. 이사회에 대한 스톡옵션부여와 기업가치간의 관계

동 제도가 1997년 1월 도입되어 1997년 1개사, 1998년 1개사, 1999년 4개사 등 그 실적이 저조하여 이를 분석대상에서 제외하고 IMF 이후기간만을 그 대상으로 하였으며 토빈Q와는 비유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다.

본 연구에서는 스톡옵션부여와 기업가치 간의 관계를 검증하기 위하여 먼저 스톡 옵션부여여부에 따라 기업을 3년 연속부여 기업과 1회 또는 2회 부여기업 및 전혀 부여하지 않은 기업 등 3개 기업군으로 분류하여 토빈Q값의 차이가 유의한지를 분석하였다. 그 다음으로 부여여부 더미변수를 이용한 다중회귀분석을 통해 회귀계수를 추정함으로써 <가설2>를 검증하였다.

먼저 스톡옵션부여 기업과 미부여 기업간 토빈Q의 평균값의 차이가 있으며 또한 유의한가를 확인하기 위해 분산분석을 실시한 결과 <표6>과 같다.

---

\* 이사회 지분율과 최대주주 지분율과는 강한 양(+)의 상관관계이며 이사회 지분율이 높은 경우 많은 기업의 최대주주가 이사회에 참여한 경우로 높은 이사회 지분율 속에는 많은 최대주주 지분율이 포함되어 있는 것으로 해석할 수 있음.

## 이사회 의 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

<표6> 스톡옵션 부여·미부여 기업의 토빈Q값 비교

| 구 분       | 토빈 Q        |     |        |     |             |     |             |     |
|-----------|-------------|-----|--------|-----|-------------|-----|-------------|-----|
|           | 전체          |     | 2000   |     | 2001        |     | 2002        |     |
| STOCK 부여  | 0.926       | 79  | 0.8463 | 29  | 1.021       | 20  | 0.9388      | 30  |
| STOCK 미부여 | 0.746       | 614 | 0.7400 | 202 | 0.775       | 211 | 0.7211      | 201 |
| F 값       | 24.03 (***) |     | 2.14   |     | 13.50 (***) |     | 18.94 (***) |     |

(주) : \*\*\* :p<0.001(0.1% 유의수준) \*\* :p<0.01 (1% 유의수준) \* :p<0.05 (5% 유의수준) + :p<0.1 (10% 유의수준)

<표6>의 경우 스톡옵션부여기업은 3년간 각각 29개사, 20개사, 30개사로 합계 79개사(부여비율 12.9%)이며 각 기간 및 전체기간 공히 부여기업의 토빈Q값이 미부여기업의 그것보다 클 뿐 아니라 그 차이 또한 2000년에서 2002년으로 해가 거듭될 수록 명확해 짐을 알 수 있다. 또한 2001년, 2002년 및 전체기간에 있어 0.01%수준의 매우 높은 양(+)의 관계를 보여주었다

다음으로 부여기업과 미부여기업간 기업가치의 차이여부를 추가 분석하기 위해 대상기업을 3년간 연속 부여한 기업과 1회 또는 2회 부여기업 그리고 전혀 부여하지 않은 기업 등 3개 기업군으로 분류한 후 토빈Q의 평균값의 차이와 이의 유의성을 점검한 결과 <표7>과 같다.

<표7> 연속 스톡옵션 부여·미부여기업간 토빈Q값 차이

| 구 분         | 전 기간        |        | 2000     |       | 2001       |        | 2002        |        |
|-------------|-------------|--------|----------|-------|------------|--------|-------------|--------|
|             | 관측치수        | 토빈 Q   | 관측치수     | 토빈 Q  | 관측치수       | 토빈 Q   | 관측치수        | 토빈 Q   |
| 3년 연속 부여 기업 | 42          | 1.018  | 14       | 0.964 | 14         | 1.0832 | 14          | 1.0085 |
| 당해 부여 기업    | 37          | 0.8207 | 15       | 0.737 | 6          | 0.8777 | 16          | 0.8779 |
| 미부여 기업      | 614         | 0.7459 | 202      | 0.740 | 211        | 0.7751 | 201         | 0.7212 |
| F 값         | 16.26 (***) |        | 2.48 (+) |       | 7.87 (***) |        | 10.49 (***) |        |

(주) : \*\*\* :p<0.001(0.1% 유의수준) \*\* :p<0.01 (1% 유의수준) \* :p<0.05 (5% 유의수준) + :p<0.1 (10% 유의수준)

<표7>에서와 같이 전 기간에 걸쳐 3개년 간 연속부여 기업의 토빈Q값이 당해부여(1회~2회)기업 또는 미부여기업의 그것보다 모두 높았으며 유의성 또한 2000년 10% 유의수준, 2001년, 2002년 및 전체기간의 경우 0.01% 유의수준으로 매우 높았다. 따라서 스톡옵션을 지속적으로 부여한 기업의 가치가 큼을 알 수 있어 <표6>과 <표7>의 분석결과를 종합해 볼 때 <가설2>의 내용과 일치하여 지지하고 있다.

한편 IMF 이후 스톡옵션 부여에 대한 더미변수, 즉 부여기업과 부여하지 않은 기

업간 차이가 유의하며 양(+)의 값을 갖는지를 검증하기 위해 다중회귀분석을 실시한 결과 <표8>과 같다.

<표8> 스톡옵션부여와 기업가치

| Tobin's Q   | 2000     | 2001      | 2002      | 전체        |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 절편          | 1.603*** | 0.951**   | 0.928***  | 1.174***  |
| R&D 비율      | 0.035    | 0.039**   | 0.030*    | 0.036***  |
| 최대주주 비율     | -0.274+  | -0.398*** | -0.413*** | -0.359*** |
| 기업규모        | 0.003    | 0.025+    | 0.024*    | 0.017*    |
| 기업역사        | -0.237** | -0.146*   | -0.146**  | -0.178*** |
| 스톡옵션더미      | 0.049    | 0.114     | 0.124*    | 0.089*    |
| 조정R-squared | 0.0478   | 0.1380    | 0.1783    | 0.1090    |
| 부여 기업 수     | 29/231   | 20/231    | 30/231    | 79/614    |

(주) : 1) : 스톡옵션부여더미 (부여=1)

2) \*\*\* :p<0.001(0.1% 유의수준) \*\* :p<0.01 (1% 유의수준) \* :p<0.05 (5% 유의수준), + :p<0.1 (10% 유의수준)

이 표는 이사회에 대한 스톡옵션부여와 기업가치의 회귀계수를 추정한 값이다. 회귀계수추정은 종속변수인 Tobin's Q와 스톡옵션부여관계를 아래 검증모형을 통해 회귀분석한 것이다. 표본은 3년간(2000~2002) 총 693관찰치로 구성되며 공기업, 금융업 및 관리대상기업등은 제외하였다.

$$Y = \alpha + \beta_1(RND) + \beta_2(PLS) + \beta_3(SIZE) + \beta_4(YEAR) + D_{\text{옵션부여}} + \varepsilon$$

<표8>에서 부여기업과 미부여기업간 토빈Q값의 차이가 전 기간에 걸쳐 유의적으로 양(+)의 관계를 가짐을 확인할 수 있다.

그리고 유의수준 또한 개선되어 2000년에서 2002년으로 시간이 경과할수록 유의성이 증가하여 2002년도 및 전체기간 공히 5%유의수준을 나타냈다. 그리고 모형의 설명력도 매년 증가하고 있어 설득력을 더하고 있다.

따라서 앞서 분석한 분산분석 및 다중회귀분석 결과를 종합해 볼 때 결론적으로 <가설2>의 내용과 일치하여 이를 일관되게 지지하고 있다.

### 3. 연간 이사회 개최빈도와 기업가치간의 관계

## 이사회회 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

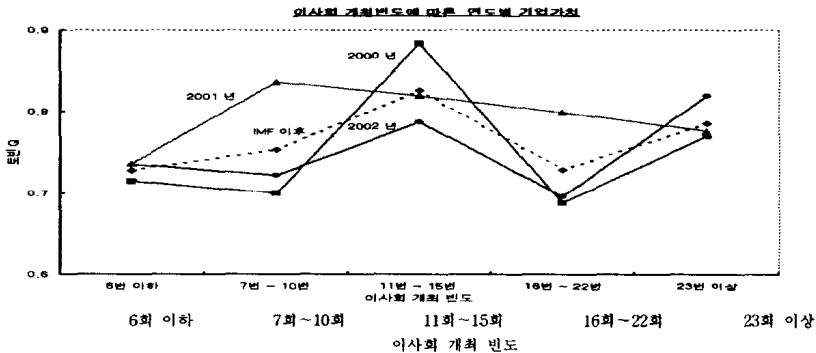
먼저 이사회회 개최빈도에 따라 6회 이하, 7회~10회, 11회~15회, 16회~22회, 23회 이상으로 5개 구간으로 나누어 구간 간 토빈Q값의 차이가 있으며 또한 유의한가를 분산분석을 통해 확인한 결과 <표9>와 같다.

<표9> 이사회회 개최빈도와 기업가치간의 관계

| 이사회회<br>개최빈도 | IMF 이후   |     | 2000     |    | 2001  |    | 2002  |    |
|--------------|----------|-----|----------|----|-------|----|-------|----|
|              | 토빈 Q     | N   | 토빈 Q     | N  | 토빈 Q  | N  | 토빈 Q  | N  |
| 6회 이하        | 0.728    | 132 | 0.715    | 46 | 0.736 | 44 | 0.735 | 42 |
| 7회 ~ 10회     | 0.7535   | 157 | 0.7001   | 55 | 0.836 | 54 | 0.722 | 48 |
| 11회 ~ 15회    | 0.8257   | 165 | 0.883    | 49 | 0.819 | 53 | 0.787 | 63 |
| 16회 ~ 22회    | 0.7287   | 127 | 0.688    | 36 | 0.799 | 43 | 0.696 | 48 |
| 23회 이상       | 0.78495  | 112 | 0.770    | 45 | 0.776 | 37 | 0.819 | 30 |
| F값           | 2.63 (*) |     | 2.30 (+) |    | 0.84  |    | 1.49  |    |

(주) : 1) \*\*\* :p<0.001(0.1% 유의수준) \*\* :p<0.01 (1% 유의수준) \* :p<0.05 (5% 유의수준), + :p<0.1 (10% 유의수준)

<표9>에서 보는바와 같이 IMF이후 기간 및 2000년에 11회~15회 구간에서 다른 구간과 비교시 토빈Q로 표시되는 기업가치 측면에서 유의적인 차이가 있음을 알 수 있다. 이에 반하여 2002년의 경우 유의적이지 않지만 23회 이상이 가장 크게 나타나 이사회회 개최빈도와 기업가치 간의 관계가 일정하지 않음을 보여준다. 이를 그림으로 나타낸 것이 <그림3>이다.



<그림3> 이사회회 개최빈도에 따른 연도별 기업가치 비교

<그림3>에서 이사회개최빈도와 기업가치 간의 관계를 살펴 볼 때 2000년 및 2002년과 IMF 이후 전체기간에서는 11회~15회 구간에서 기업가치가 가장 큰 것으로 나타나고 이를 정점으로 하여 좌우로 증가와 감소를 반복한다. 반면 2001년의 경우 7회~10회구간이 토빈Q의 값이 가장 크며 그 이후 계속적으로 감소하고 있어 본 <그림3>으로는 이사회 개최빈도와 기업가치간 명확한 패턴을 발견하기 어렵다.

따라서 특정한 변화의 유형을 찾기 위해 Piecewise 다중회귀분석이 요구되는데 이를 위해 이사회 개최빈도의 구간을 각각 2회 단위로 세분화하여 구간별 평균 토빈Q값을 계산하였다. 구간의 경우 13회~14회에서 토빈Q값이 0.904로 증가하면서 가장 큰 값을 나타내고 또한 23회~24회 구간에서 0.908로 토빈Q값이 높지만 주변구간의 값들은 가장 낮게 분포되어 있어 이러한 분포를 바탕으로 Piecewise 다중분석 구간을 13회 미만, 13회~23회 미만, 23회 이상 3개 구간으로 나누어 Piecewise 다중회귀 분석을 실시하였으며 일반 다중회귀분석도 병행하여 실시하고 이를 비교하였다.

한편 Piecewise회귀식 계산을 위한 구간의 정의는 아래와 같다.

$$\begin{aligned} \text{이사회 개최빈도 (0~13)} &= \text{이사회 개최빈도} ; \text{이사회 개최빈도} < 13 \\ &= 13 ; \text{이사회 개최빈도} \geq 13 \text{ 인 경우} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{이사회 개최빈도 (13~23)} &= \text{이사회 개최빈도} ; 0 \text{ 이사회 개최빈도} < 13 \text{ 인 경우} \\ &= \text{이사회 개최빈도} - 13 ; 13 \leq \text{이사회 개최빈도} < 23 \\ &= 23 ; \text{이사회 개최빈도} \geq 23 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{이사회 개최빈도(23+)} &= \text{이사회 개최빈도} ; 0 \text{ 이사회 개최빈도} < 23 \text{ 인 경우} \\ &= \text{이사회 개최빈도} - 23 ; \text{이사회 개최빈도} \geq 23 \end{aligned}$$

다음 <표10>은 위와 같이 분류한 구간과 정의에 따라 각각 회귀식을 도출하여 분석한 결과이다.

## 이사회회 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

〈표10〉 Piecewise에 의한 이사회회개최빈도와 기업가치간 관계

| 변수명               | 토빈 Q      |         |          |          |         |
|-------------------|-----------|---------|----------|----------|---------|
|                   | IMF 이후(*) | IMF 이후  | 2000     | 2001     | 2002    |
| 절편                | 1.165     | 1.190   | 1.751    | 0.886    | 0.969   |
| 13회 미만            |           | 0.009*  | 0.017*   | 0.007    | 0.004   |
| 13회~23회 미만        |           | 0.00079 | -0.00056 | -0.00095 | 0.004   |
| 23회 이상            |           | -0.0026 | -0.002   | -0.002   | -0.003  |
| 이사회 개최빈도          | 0.0003    |         |          |          |         |
| R&D 비율            | 0.039*    | 0.043*  | 0.040*   | 0.046*   | 0.040*  |
| 최대주주 비율           | -0.394    | -0.396  | -0.286   | -0.444   | -0.451  |
| 기업규모              | 0.01987*  | 0.015*  | -0.008** | 0.0276*  | 0.0223* |
| 기업역사              | -0.183    | -0.187  | -0.257   | -0.151   | -0.148  |
| 참여더미              | -0.028*   | -0.031* | -0.029*  | -0.022*  | -0.046* |
| 조정 R <sup>2</sup> | 0.102     | 0.109   | 0.056    | 0.125    | 0.159   |

(주) ① IMF이후(\*) : 다중회귀 분석실시 결과임

② : 최대주주이사회 참여 (참여1)

③ \*\*\* :p<0.001(0.1% 유의수준), \*\* :p<0.01 (1% 유의수준), \* :p<0.05 (5% 유의수준) + :p<0.1 (10% 유의수준)

이 표는 이사회회개최빈도와 기업가치의 회귀계수를 추정한 값이다. 회귀계수추정은 종속변수인 토빈Q와 이사회회개최빈도와의 관계를 아래 검증모형을 통해 회귀분석한 것이다. 표본은 3년간(2000~2002) 총 693관찰치로 구성되며 공기업, 금융업 및 관리대상기업 등은 제외하였다.

### ① 다중회귀식:

$$Y = \alpha + \beta_1(FMB) + \beta_2(RND) + \beta_3(PLS) + \beta_4(SIZE) + \beta_5(YEAR) + D_{\text{참여}} + \varepsilon$$

### ② Piecewise회귀식:

$$Y = \alpha + \beta_1 FMB(0\sim 13) + \beta_2 FMB(13\sim 23) + \beta_3 FMB(23^+) + \beta_4(RND) + \beta_5(PLS) \\ + \beta_6(SIZE) + \beta_7(YEAR) + D_{\text{참여}} + \varepsilon$$

먼저 〈표10〉에서 IMF 이후(\*)로 표시된 부분은 다중회귀분석을 실시한 결과인데 회귀계수가 거의 "0"에 가깝게 매우 낮고 유의성 또한 비유의적인 관계에서 실제로 통제변수 고려 시 이사회회 개최빈도와 기업가치 간의 관련성은 거의 없다 할 것이다.

이에 반하여 IMF이후 기간 및 각 년도에 대한 Piecewise 다중회귀분석 결과를 보면 13회 미만 구간에서 모두 양(+)의 관계를 나타내고 특히 IMF이후 기간 및 2000년에는 각각 5%수준의 유의성을 보이고 있다. 한편 13회~23회 구간에 있어서는 2000년과 2001년에 비유의적인 음(-)의 관계를 나타낸 반면 2002년과 IMF이후에서

는 비 유의적인 양(+)<sup>1</sup>의 관계를 가져 의미없는 양(+)<sup>2</sup>과 음(-)<sup>3</sup>이 교차하고 있다. 그러나 23회 이상 구간에서는 IMF이후 및 각 년도에 있어 모두 유의적이지는 않지만 음(-)<sup>4</sup>의 관계를 보여주고 있다.

따라서 분석결과를 종합해 볼 때 이사회 개최빈도가 13회(월1회)까지 기업가치를 증가시키고 그 이후 23회까지는 음(-)<sup>5</sup>과 양(+)<sup>6</sup>이 교차하는 등 일정한 관계를 보이지 않다가 23회(월2회)초과의 경우 기업가치를 감소시키는 음(-)<sup>7</sup>의 관련성을 나타냈다. 그러므로 연간 이사회 개최빈도가 최소 13회에서 23회 정도 (월기준시 1~2회)가 적정하며 그 이상의 경우 오히려 기업가치를 감소시키는 결과를 낳는다고 볼 수 있다.

결론적으로 분석결과 과다한 이사회 개최빈도는 기업가치와 음(-)<sup>8</sup>의 관계가 있는 것으로 판명되어 <가설3>의 내용과 일치하여 이를 지지한다.

#### 4. CEO 교체공시와 기업가치간의 관계

사건연구로서 임기만료 전 CEO교체발표공시가 기업가치, 즉 주식초과수익률에 유의적인 양(+)<sup>9</sup>의 관계를 가진다는 가설을 검증하기 위해 우리나라 기업공시제도가 IMF기간 이후에 이르러 겨우 확립되고 이사의 변동사항도 최근부터 공시된 점을 감안하여 분석대상기간을 IMF이후 기간 3년으로 정하였다. CEO 교체자료는 금융감독원 전자공시시스템 및 한국증권전산(주)의 check단말기를 이용한 인터넷 검색과 일간경제신문 조회를 통해 수집하였다.

한편 한국신용평가(주)의 KIS-SMAT를 이용해 당해기간의 주식수익률자료를 얻었다. 위 대상기간 중 CEO교체발표가 공시된 실적은 2000년 15개, 2001년 13개, 2002년 20개로 합계 48개 기업이었으며, 공시일을 0으로 하고 전·후 각각 10일과 30일 2가지로 나누어 누적초과수익률의 변동추이를 분석하였다.

<그림4> 및 <그림5>에서 보는 바와 같이 공시일을 기준으로 공시전 기간에는 공히 CAR가 저수준에서 완만한 형태의 곡선을 보이다가 CEO교체발표 공시가 이루어지자 급격히 감소 추세를 나타내 최저점에 다다르고 곧 이어 급격한 상승세로 반전하여 공시전 기간과 비교해 높은 CAR 수준을 보여주고 있다.

원래 임기만료 전 CEO교체는 기업성과가 좋지 않을 때 강제적으로 이루어지는 특성을 지녀 CEO교체의 공시는 투자자에게 당해 기업의 성과가 좋지 않다는 사실을 알려줄 뿐만 아니라 동시에 무능한 CEO를 교체함으로써 앞으로 효율적인 경영을 통해 경영기업성과가 좋아지리라는 기대를 갖게 된다.

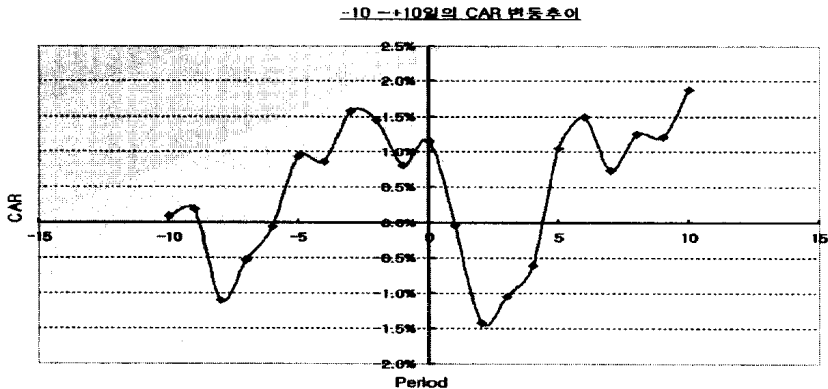
따라서 <그림4> 및 <그림5>에서 보는 바와 같이 공시당일 기점으로 CAR의 가

## 이사회와 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

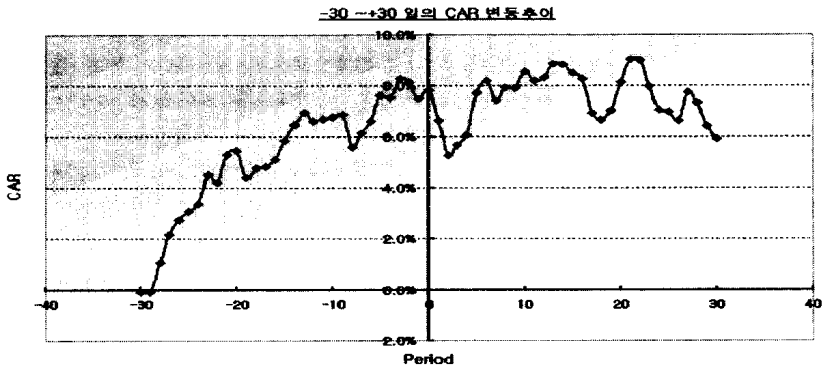
파른 감소현상이 발생하는데 이는 투자자들이 공시 전까지는 당해기업의 성과가 그렇게 나쁘다는 사실을 모르고 있다가 공시가 난 후에야 비로소 기업성과가 저조함을 알게 되어 주가가 잠시 하락하는 것이다. 한편 곧이어 종전보다 훨씬 높은 수준으로 CAR의 가파른 상승곡선을 나타내는 것은 새로운 CEO에 대한 경영호전 기대가 반영되었기 때문이다.

이러한 상황을 종합하여 볼 때 임기 만료 전 CEO의 교체발표 공시는 <가설4>의 내용을 지지하여 기업가치, 즉 주식초과수익률과 유의적인 양(+)의 관계를 갖는다고 할 수 있다.

선행연구에 있어 Weisbach(1988)는 이의 공시가 무능한 경영자의 해고로 받아들여 기업가치를 증가시킨다고 하였으며 Kang & Shivdasani (1995)·(1996)연구도 교체공시는 기업성과가 나쁘다는 정보를 투자자에게 제공하는 것으로써 사전적으로는 나쁘게 받아들였다가 사후적으로는 교체에 대한 기대로 바뀐다고 하여 <가설4>의 내용과 같아 이를 지지한다.



<그림4> CEO교체에 따른 사건전후 10일 CAR 변화



<그림5> CEO교체에 따른 사건전후 30일 CAR 변화

## VI. 결 론

본 연구는 이사회 경영활동과 기업가치간의 관계에 대한 가설을 검증하기 위하여 종속변수 1개, 설명변수 3개 및 통제변수 4개의 조합으로 이루어진 다중회귀방정식을 모형으로 삼고 분석 대상기간을 IMF 이전, IMF 기간, IMF 이후기간 및 전체기간으로 구분하여 분산분석과 다중회귀분석, Piecewise 다중회귀분석 등을 활용하여 실증분석을 실시하였다.

또한 추가적으로 사건연구로서 임기만료 전 CEO 교체공시와 주식초과수익률 관계에 대해서도 시장조정수익률 모형을 이용해 함께 분석하였다. 위와 같은 분석방법과 절차를 거쳐 얻은 연구결과를 부분별로 요약하면 다음과 같다.

첫째, 이사회 소유지분율과 기업가치관계에 대한 분석결과 지분의 구간별, 분석기간별로 다르지만 전반적으로는 IMF 이전, IMF 기간, IMF 이후 모두 일정비율까지는 지분율 증가에 따라 기업가치가 감소하다가 IMF 이전기간 및 IMF 기간은 지분율이 12.5% 이상부터 비유의적인 양(+)의 관계를 보인 반면 IMF 이후에는 모두 비유의적인 음(-)의 관련성을 보였다. 단 IMF 이후 경영권보장을 위해 IMF 이전에 비하여 최대주주 지분율의 증가와 함께 높은 이사회지분율에는 상당수 최대주주 지분이 포함되어 있으므로 이를 반영한다면 IMF 이전의 결과처럼 일정비율이하는 음(-)의 관계 및 그이상은 양(+)의 관계를 나타내는 이사회지분율과 기업가치간에 U

## 이사회 의 경영활동이 기업가치에 미치는 영향

자형 형태의 곡선을 가진다고 해석할 수 있다.

둘째, 이사회에 대한 스톡옵션 부여와 기업가치간의 관계를 분석한 결과 5% 유의 수준의 양(+)의 관련성을 보였다. IMF 이후기간만을 분석기간으로 하여 부여, 미부여 기업과의 차이 및 연속 부여 여부 등을 나누어 분석하였는데 해가 거듭될수록 유의성이 증가함을 발견하였다.

셋째, 연간 이사회 개최빈도와 기업가치간의 분석결과에 의하면 이사회 개최빈도가 연 13회까지 기업가치를 증가시키고 그 이후 연 23회까지 명확한 관계를 보이지 않다가 연 23회가 초과한 후에 비유의적인 음(-)의 관련성을 나타냈다. 이는 이사회 개최는 월 1~2회가 적당하며 그 이상 잦은 이사회 개최빈도는 저조한 기업성과의 반응으로 보아 오히려 기업가치를 감소시킴을 말해 준다.

그리고 사건연구로서 CEO 교체공시와 기업가치 간의 관계에 대한 임기만료 전 CEO 교체공시가 주식초과수익률에 미치는 영향에 관한 연구에서 공시 전후 10일 및 30일을 기준으로 각각 분석한 결과 공히 주식초과수익률이 공시당일 주변에서 가파른 감소세를 보이다가 곧 이어 상승하는 모습을 보였다. 이는 투자자가 공시 후에야 비로소 기업성과가 저조한 사실을 알게 되어 주가가 하락하고 동시에 새로운 CEO에 대한 경영호전 기대를 반영하여 주가가 급등하는 현상을 보여 주었다.

본 연구에서 스톡옵션제도가 아직 완벽하게 정착된 단계가 아닌 상황에서 분석되어 향후 추가분석이 요구되며 동시에 기업가치에 많은 영향을 미치는 이사회 규모와 사외이사 및 이사회 의장과 CEO분리등 이사회 구성의 다양성과 기업가치 간의 관계에 대해 추가 분석이 이루어져야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 김영숙, 이재춘, “기업 가치와 소유 구조와의 관련성” 한국증권학회 1999년 제3차 정기 학술 연구 발표 논문, 1999.10.
- 김용렬, “사의이사제와 이사회 개혁” 산업연구원, 1999.1, pp.22-32.
- 김우택, 장대홍, 김경수, “기업 가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구” 재무연구 제6호, 한국재무학회, 1993, pp.55-75.
- 김주현, “기업의 소유 구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구” 재무연구 제5호, 한국재무학회, 1992, pp.129-145.
- 김형태, “스톡옵션을 활용한 경영자보상설계의신조류”, 한국증권연구원, Issue paper 99-04호 1999.4. 박경서, 이은정, 장하성, “한국 상장기업의 사외이사제도 운영에 관한 연

- 구", 2003년 제4차 정기학술발표논문, 2003.11, pp109-135.
- 유상렬, "경영자 보상과 기업성과의 관계에 대한 실증적연구", 박사 학위논문, 고려대 대학원, 1999.6.
- 한국상장회사협의회, "「상장회사 경영인명록」, 「상장회사총람」 각 년도.
- Eisenberg, T, and Sundgren, S, and Wells M T, "Larger Board Size and decreasing Firm Value in small Firms", *Journal of Financial Economics*, 48(1998), pp. 35-54.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics*, Vol 26, June 1983, pp. 301-325.
- Hamid Mehran, "Executive compensation structure, ownerships, and firm performance", *Journal of Financial Economics* 38(1995) pp.163-184.
- Hermalin B. and Michael Weisbach, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, (1991), Vol 20, pp. 101-112.
- Jensen Michael C., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of finance*, Vol 48, (1993) , pp. 831-880.
- Jun-Koo Kang and Anil Shivdasani, "Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock-Price Effects of Top management Turnover." *The Review of Financial Studies* 9n4, 1996.
- Jun-Koo Kang and Anil Shivdasani, "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan", *Journal of Financial Economics* 38(1995) pp. 29-58.
- Lipton. M & J. W. Lorsch, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer* Vol 48, No 1, (1992), pp. 59-77.
- McConnell, J.J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics* 27, (1990) pp. 595-612. North- Holland
- Morck. R & Shleifer. A & Vishny. R, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20, (1988), pp. 293-395.
- Nikos Vafeas, "Board meeting Frequency and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 53, (1999), pp. 113-142.
- Weisbach. M, "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics* 20, (1988), pp. 431-460.
- Wruck, K.H., "Equity Ownership Concentration and Firm Value Evidence from Private Equity Finance", *Journal of Financial Economics*, Vol 23, 1989, pp. 3-28.
- Yermack. David, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics* Vol 40, (1996), pp. 185-211.

## ABSTRACT

# The Impact of Managerial Activity of the Board of Directors on the Firm Value

Kim, Young-Kyu \* · Kim, Dal-Hyun \*\*

A few years ago, Korean corporations successfully overcame the economic crisis and now they are experiencing a rapid paradigm shift in corporate management and are making varied efforts to enhance their competitiveness. In addition, they are focusing on improving existing practices and institutions in a bid to enhance the efficiency and transparency of corporate management. In particular, the reform of the backward corporate governance is being pursued as the most urgent and core task. In order to survive in the increasingly competitive international business arena, corporations have to respond actively to the international trends and changes, and good corporate governance is more than necessary in order to do so.

Korean corporations should establish desirable corporate governance in order to enhance the reliability, transparency, and efficiency of management and comply with international standards.

The reform of the board of directors was regarded as one of the most urgent and important tasks and the reform measures related to the board of directors have been taken drastically, laying the groundwork for corporate management to be led by the board of directors rather than by large shareholders.

Therefore, the purpose of this research is to analyze the influence the reformed board of directors has on corporate value, in other words, the correlation between the managerial activities of board of directors and corporate value. Included in the managerial activities of the board of directors are the ownership stake of the board of directors, annual frequency of directors meeting, and whether stock option is given to directors. I will analyze the correlation

---

\* Professor, Department of Business Administration, SungKyunKwan University

\*\* Ph D. in Management, Department of Business Administration, SungKyunKwan University

between them and corporate value and at the same time, I will take a look at the correlation between the disclosure of CEO replacement before the expiration of term of office and corporate value.

I used various analysis methods including ANOVA, multiple regression, and piecewise regression by stating the hypothesis and designing analysis model.

The analysis period of 10 years has seen dramatic changes in management conditions and corporate performance. Therefore, I divided the research period into four parts based on major changes. They are Pre-IMF period (1993~1997), IMF period (1998~1999), Post-IMF period (2000~2002), and the entire period (1993~2002). I analyzed each period separately and the entire period collectively in order to understand changing trends and characteristics for each period. The result can be summed up as follows.

First, the analysis of the correlation between the ownership stake of the board of directors and corporate value shows a U-shape line. Below a certain ratio, corporate value decreased, showing a negative (-) relationship, and above the ratio, corporate value increased, showing a positive (+) relationship.

Second, the correlation between stock option to directors and corporate value was positive (+) with a 5% significance level with the significance level rising as time went by.

Third, the correlation analysis of the annual frequency of the board of directors meeting and corporate value resulted in a negative (-) relationship when the annual frequency surpassed 22 times with no significance level. It shows that holding the board of directors meeting once or twice a month is appropriate and a more frequent meeting is interpreted as a poor business performance, pulling down corporate value.

Last but not least, the correlation between the disclosure of pre-end-of-term CEO replacement and corporate value was positive (+). On the disclosure day, CAR showed a sharp decline and then bounced back shortly, showing that the replacement works favorably to corporate value by causing investors to have expectations on better business performance.

**Keyword** : *Tobin's Q, Ownership Stake of the Board of Directors, Frequency of Directors' Meeting, Disclosure of CEO Replacement*