

사외이사, 독립이사 그리고 기업가치: 한국과 미국의 비교연구

이창민(한양대학교)*
석우남(한국경제연구원)**

〈목 차〉

- I. 서 론
- II. 선행연구 및 이사회 독립성
- III. 연구자료 및 기초 통계량
- IV. 회귀분석 결과 및 해석
- V. 결 론

· 주제어(Keywords): 이사회, 사외이사, 이사회 규모, 이사회 독립성, 기업가치
Board, Outside Directors, Board Size,
Board Independence, Firm Value

* 제1저자, 한양대학교 경영학과 조교수
** 교신저자, 한국경제연구원 부연구위원, swn80@msn.com

【한글초록】

본 논문의 목적은 한국의 사외이사와 미국의 독립이사를 실증적으로 비교 분석하는 것이다. 최근 동일한 시기(2009년부터 2014년)의 한국과 미국 기업 자료를 바탕으로 이사회의 기업가치에 대한 영향을 분석하였다. 주요 발견은 다음과 같다. 첫째, 한국 기업의 이사회 규모는 평균 6.21명으로 미국의 9.13명에 비해 작은 편이다. 두 번째, 한국의 경우 이사회의 독립성(사외이사 비율)은 44.75%로, 미국 이사회의 독립성(독립이사 비율) 78.84%보다 낮다. 마지막으로, 한국의 경우 이사회의 독립성(사외이사 비율)과 기업가치는 유의미한 관계가 없는 것으로 분석된 반면, 미국의 경우 이사회의 독립성(독립이사 비율)이 기업가치에 긍정적인 역할을 하고 있다. 2000년대 들어 국내에서 이사회의 여러 제도개선이 진행되었으나, 아직은 미국의 선진 이사회 수준에는 미치지 못하는 것으로 나타났으며, 이사회의 독립성과 관련한 한국 사외이사제도의 개선 방안을 모색할 필요가 있다.

I. 서 론

이사회는 주요한 기업지배구조의 하나이다. 기업지배구조의 목적은 경영진의 대리인 비용을 줄이고 주주의 이익을 위해 행동하게 만드는 것이다. 주주들이 주주총회를 통해서 일일이 경영진을 감시하기는 어렵기 때문에 이사회에 권한을 위임하고 경영진을 감시하도록 한다. 경영진을 효과적으로 감시하기 위해서는 경영진과 이해관계가 적어야 한다. 그래서 이사회를 평가함에 있어 독립성, 즉 사외이사(Outside Director) 또는 독립이사(Independent Director)를 중요하게 여긴다. 사내이사는 그 기업에 고용되어 있는 경영진이기 때문이다.

미국의 경우 1990년 이전까지는 이사회가 경영진의 안건을 사후적으로 추진해주는 수동적인 역할에 머물다가, 이후 적극적으로 의사결정에 개입하기 시작했으며 자연스럽게 이사회의 역할과 독립성이 강화되

기 시작했다(Holmstrom and Kaplan, 2001; Linck et al., 2008). 그러나 2000년대 초반 엔론 회계부정 스캔들로 인하여 큰 전환점을 맞게 된다. 2002년 사베인스-옥슬리 법안(The Sarbanes-Oxley Act, 이하 SOX)이 통과되어 지배구조, 특히 이사회에 대한 규제가 강화되었다. 회계부정에 대하여 제대로 감시를 못한 이사회에 대하여 강한 책임성을 부여한 것이다. 실제로 SOX는 미국 기업의 이사회에 여러 가지 변화를 가져왔다(Linck et al., 2009). 대표적으로 SOX의 조항(Section) 101, 301, 303, 306, 307, 402, 403, 404 등이 이사회에 관한 것이며, 이는 이사회에 이해충돌방지, 독립성, 책임성에 대한 강한 규제들을 담고 있다.

한국의 경우, 1990년대 후반 IMF 금융위기 이후 기업 지배구조에 대한 대대적인 재편 작업이 일어난다. 경제위기를 불러온 주요 원인 중 하나가 한국 기업, 특히 재벌의 후진적 지배구조라는 진단이 있었기 때문이다. 그 중 하나의 의제가 이사회에 대한 독립성이었으며, 전체 이사 중 사외이사의 비율에 대해 규제가 시작되었다(Kim, 2002). 그 후 2000년대 들어 실제로 사외이사의 비율은 증가했다(조성빈, 2006; 서영미, 고재민, 이호영, 2010). 그러나 이사회에 대한 실효성에 대해서는 부정적인 의견이 강하다. 예를 들어, 경영진이 이사회에 올린 안건에 대한 이사들의 태도는 대단히 소극적이다. 경영분석 사이트 CEO스코어에 따르면 2016년 주주총회 소집공고를 낸 37개 재벌그룹 계열사 사외이사들은 3천700여건의 안건에 대해 99.7%의 비율로 찬성한 것으로 나타났다.

미국의 경우 이사회에 대한 다양한 연구가 이미 많이 진행되었다. 특히, 이사회가 기업 의사 결정에 영향을 미치고 있다는 연구로는 기업가치(Shleifer and Vishny, 1997; Core et al., 1999; Erhardt et al., 2003; Bhagat and Bolton, 2008; Cheng, 2008), 경영진 교체(Goyal and Park, 2002; Laux, 2008; Wang et al., 2015), M&A(Keys and Li, 2005; Cai and Sevilir, 2012; Schmidt, 2015)와 관련한 연구들이 있다. 일반적으로 독립적인 이사회가 기업의사결정에 긍정

적인 영향을 미친다는 것이다.

한국의 경우는 이사회와 관련한 연구들로 주로 사외이사의 독립성(이효경, 2014; 신종석, 2015), 기업성과(김상훈, 김양민, 2008; 최순재, 김영길, 2009; 남현정, 유승훈, 2011), 기업 인수합병(손영화, 2009; 김필수, 박영렬, 최순규, 2015)에 관한 연구들이 존재한다. 한국의 이사회와 관련한 연구들은 주로 사외이사의 독립성이 보장되지 않으며, 이로 인해 기업의 성과에도 큰 영향력이 없다는 부분을 지적한다.

본 논문의 목적은 한국의 이사회가 실질적으로 기업가치에 영향을 미치고 있는가를 실증적으로 분석하고 이를 미국과 비교하는 것이다. 특히 최근 동일한 시기(2010년부터 2015년)의 한국과 미국의 자료를 가지고 분석하여 현재 한국기업 이사회에 대한 정확한 평가를 가능하게 한다. 본 논문의 주요 발견은 다음과 같다. 첫째, 한국 기업의 이사회 규모는 평균 6.21명으로 미국의 9.13명에 비해 작은 편이다. 그러나 미국과 한국의 기업 규모 차이가 상당하기 때문에 단순비교는 어려운 점이 존재한다. 기업규모가 커짐에 따라 이사회 규모도 커지는 경향이 있기 때문이다(Linck et al., 2008). 두 번째, 한국의 경우 이사회의 독립성(사외이사 비율)은 44.75%로, 미국 이사회의 독립성(독립이사 비율) 78.84%보다 매우 낮은 수준이다. 2000년대 들어 이사회의 독립성이 꾸준히 개선되고는 있으나 아직까지 미국의 수준에는 크게 못 미치는 것이다. 마지막으로, 한국의 경우 이사회의 독립성(사외이사 비율)과 기업가치는 유의미한 관계가 없는 것으로 분석된다. 그러나 미국의 경우 이사회의 독립성(독립이사 비율)이 기업가치에 긍정적인 역할을 하고 있다. 한국 기업 이사회가 실질적인 역할을 못하고 있다는 실증 근거로 해석할 수 있다. 또 다른 해석은 미국의 경우 투자자들이 이사회의 독립성을 중요시 생각하나 한국의 경우 중요한 요소로 고려하지 않는다는 것이다. 투자자들은 학연과 지연 등으로 얽힌 한국기업 사외이사의 독립성에 의문을 품고 있

을 가능성도 존재한다.

본 연구는 미국의 독립이사 제도에 비해 한국의 사외이사제도가 독립적인 이사진의 역할을 충실히 이행하지 못한다는 것을 실증분석을 통해 보여주고 있다. 본 연구는 한국의 기업가치와 사외이사제도에 대한 분석이라는 부분에 있어 Choi et al.(2007)과 강윤식, 국찬표(2012)와 비슷하다. Choi et al.(2007)은 1999년부터 2002년까지 한국기업을 대상으로, 사외이사의 비율과 독립적인 사외이사의 비율이 기업가치와 정(+)의 관계에 있다는 것을 실증적으로 보였다. 강윤식, 국찬표(2012)는 실증분석을 통해 2001년부터 2010년까지 한국기업을 대상으로 독립적인 사외이사의 비율이 높을수록 기업가치가 높은 반면, 비독립적인(우호적인) 사외이사의 비율은 기업가치와 관계가 없거나, 부(-)의 관계에 있다는 것을 보인다. 본 연구의 분석 기간은 2010년부터 2015년으로, 상법개정(2009년의 사외이사 규정과 2012년의 상장회사 사외이사 결격사유 추가)을 통해 한국의 기업지배구조, 특히 사외이사의 독립성 향상 및 기업가치에 대한 영향을 판단할 수 있다는 데서 기존의 두 연구와 차이를 두고 있다. 사외이사제도는 한국의 IMF 금융위기 직후에는 긍정적인 영향을 미쳤을 수 있으나, 이후에는 독립성의 결여로 실효성이 떨어진다고 볼 수 있으며, 최근 단행된 상법개정 역시 사외이사의 독립성을 향상시키기에는 부족한 것으로 해석할 수 있다. 이는 미국 사례와의 비교를 통해 기업지배구조 특히 이사진의 독립성 향상으로 기업의 가치를 향상시킬 수 있는 가능성을 한국기업에 시사하며, 독립적인 이사 선임이 시장주도로 이루어져야 한다는 것을 암시한다.

II. 선행연구 및 이사회 독립성

1. 이사회 역할 및 선행연구

기업의 이사회는 임원진과 함께 기업 지배구조의 중요한 메커니즘으로 작용한다. 이사회 구성원들은 시의적절하고 영향력 있는 정보 수집 능력과 기업의 사업 전반과 관련한 사회 부문에 긍정적인 영향력을 미칠 수 있어야 한다. 또한 매순간 발생하는 기업 운영을 위한 선택에 참여하지는 않더라도, 기업의 전략 분석, 임원진에 대한 권고사항 제공, 임원진의 자유재량에 대한 감시 및 평가, 그리고 효율적인 임원진의 퇴출 및 선출을 위한 능력 등을 갖추어 요구 받는다. Finkelstein et al.(2009)은 이사회를 외부적인 연결고리로서의 역할과 내부적인 의사 결정권자로서의 역할을 강조하였다. 외부적인 연결고리로서의 역할은 해당 기업과 외부 여러 자원들 및 이사진 네트워크를 활용한 중요한 정보와의 가교 역할을 의미한다. 내부적으로 이사진은 기업의 중요 전략들을 설정하고, 임원진들의 경영 전반을 감시하며, 새로운 임원진을 임명하는 역할을 수행한다.

이사진과 기업의 성과 및 M&A와 관련한 연구들은 다음과 같다. Core, et al.(1999)는 이사회 규모, 사내이사비율, CEO에 의해 임명된 사외이사, 이사진들의 나이 및 이사직 겸임 정도 등을 이사회 구조의 대리변수로 사용하였다. 그들은 비효율적인 이사회구조를 가진 기업일수록 대리인 문제가 심각하게 나타나며, 이로 인해 CEO에게 더 많은 임금을 지불하고, 더 낮은 기업 성과를 보인다고 주장한다. Erhardt et al.(2003)은 이사진 멤버 중 여성 및 소수집단(아프리카, 히스패닉, 아시아, 미 원주민 출신)의 비율이 기업의 성과와 긍정적인 관계에 있다는 것을 실증분석을

통해 증명한다. 이러한 결과들을 통해 이들은 기업 이사진의 다양성이 기업성과를 개선할 수 있다고 주장한다. Keys and Li(2005)는 기업공개매수기간 동안 주주의 부와 이사진들의 외부 이사직 겸임 사이에 긍정적인 관계가 성립한다고 주장한다. Bhagat and Bolton(2008)은 이사들의 주식소유 및 CEO의 의장 겸직이 기업의 당해 연도 그리고 다음 년도의 총자산수익률과 긍정적인 관계에 있다고 보여준다. Cheng(2008)은 이사진 규모와 월별주가수익률 및 총자산수익률의 변동성이 부(-)의 관계에 있다는 것을 보여준다. 그는 이사진의 규모가 클 경우 합의에 도달하기 어려우며, 이로 인해 극단적인 결정이 내려질 가능성이 적다는 가능성에 기반을 두어, 기업 성과의 변동성이 낮을 것이라고 주장한다. 김상훈, 김양민(2008)은 최고경영자와 사외이사 간의 인구통계학적 상이성이 높을수록 그리고 네트워크 밀도가 낮을수록 기업성과가 높다고 주장한다. 최순재, 김영길(2009)은 이사회 내 사외이사 비율, 재무위원회 및 투자위원회 내 사내이사 비율, 감사위원회 및 보상위원회 내 사외이사 비율과 총자산수익률의 관계를 연구하였다. 이들은 2004년부터 2006년 샘플을 사용하여, 이사회 내 사외이사비율과 감사위원회 및 보상위원회 내 사외이사 비율은 총자산수익률과 유의한 관계가 없다는 것을 보여준다. 그러나 재무위원회 및 투자위원회 내 사내이사 비율이 높을수록 총자산수익률은 높게 나타난다. 이를 바탕으로 이들은 사내이사들의 기업 성과에 대한 긍정적인 영향을 주장한다. 남현정, 유승훈(2011)은 이사회 및 위원회 개최 빈도를 이사회 활동성의 대리변수로 사용하여 이에 대한 결정요인을 분석하고, 이사회 활동성과 기업성과와의 관계를 연구하였다. 이들은 이사회 활동성이 높을수록 기업 성과가 높다는 것을 보였으며, 추가적으로 사외이사 비율은 기업 성과와 무관하다는 결론도 제시하고 있다. 김필수, 박영렬, 최순규(2015)는 사외이사 비율과 첨단기술 산업에 속한 기업들의 인수합병 성과의 관계를 연구하였다. 이들은 사

외이사 비율이 높을수록 인수합병에 따른 성과가 높다는 실증분석 결과를 보여준다. 최한수, 이창민, 석우남(2017)은 한국 기업 사외이사들의 실질적인 특성, 특히 개별 사외이사들의 비독립성을 연구하였다. 이들은 실증분석을 통해 비독립적인 사외이사의 비율과 기업가치 간에 부(-)의 관계가 있음을 보여준다.

또한 기업의 이사진에 대한 연구 역시 존재한다. Yermack(2004)은 기업의 시장성과가 이사의 임금, 이사진 교체, 다른 기업에서의 이사직 겸임에 어떠한 영향을 미쳤는지 연구하였다. 그는 시장성과가 높은 기업의 이사들은 임금 성장률이 높고, 더 많은 타 기업에서 사외이사로 일하며, 해당 기업에서 이사로서의 교체율이 낮다는 것을 보여준다. Fich and Shivdasani(2007)는 사기행각을 벌인 기업의 이사진들의 이사직 겸임 변화에 대한 연구를 하였으며, 금융사기에 연루된 기업에서 이사진으로 활동한 이사들의 경우, 부정적인 대외적 평판으로 인해 타 기업에서의 사외이사 직함을 잃게 되는 상황이 발생한다고 주장한다. Faleye et al.(2011)에서는 감시활동에 중점을 둔 이사진의 감시 및 자문 활동의 효율성에 대한 연구를 수행하였다. 그들은 독립적인 이사들이 기업가치 제고를 위해 감시 및 자문 역할을 담당한다고 주장한다. 또한 감시 역할과 관련된 이사회의 위원회(감사위원회, 보수위원회, 공천위원회) 중 최소한 2개 이상의 위원회에서 활동하는 이사들의 경우 비효율적인 자문 활동을 한다고 간주한다. 그들은 실증분석을 통해 독립적인 이사들의 감시 활동과 자문 활동 사이에 상충관계가 성립한다는 것을 보여준다. 이효경(2014)은 미국과 일본 사외이사의 독립성 요건들을 살펴보고, 한국의 사외이사제도가 가진 문제점을 지적하며, 한국 사외이사제도의 개선 방안을 제시하고 있다.

본 논문에서 분석하고자 하는 이사진과 기업가치의 관계를 연구한 연구들은 다음과 같다. Dahya et al.(2008)은 22개 국가에서 지배주주가 있

는 기업들을 대상으로 독립적인 이사진의 비율과 기업가치의 관계를 연구하였다. 이들은 주주에 대한 법적 보호가 약한 국가들에서 기업가치와 독립 이사 비율이 정(+)의 관계를 나타낸다고 주장한다. Fracassi and Tate(2012)는 CEO와 이사진의 개인적인 관계, 즉 비독립적인 이사진들로 인해 기업의 가치가 저하된다는 실증분석 결과를 제시한다. Choi et al. (2007)은 한국의 IMF 금융위기 이후 이사회와 독립성과 기업가치에 대해 연구하였다. 이들은 실증분석을 통해 사외이사 비율이 높을수록 기업가치가 증가하며, 이러한 효과는 업무적으로 연관성이 있는 사외이사를 제외한 독립적인 사외이사들에게 더 두드러지게 나타난다는 것을 증명한다. 강윤식, 국찬표(2012)는 국내기업들의 사외이사를 독립적인 이사진과 우호적인 이사진으로 구분하여 분석하였다. 이들은 실증분석을 통해 우호적인 사외이사 비율은 기업가치에 영향이 없거나 부정적인 영향을 미치는 반면, 독립적인 사외이사 비율은 기업가치와 긍정적인 관계를 보인다고 주장한다.

2. 이사회와 독립성

한국은 사외이사제도를 도입하여 기업지배구조를 향상시키려는 노력을 기울이고 있음에도 불구하고, 사외이사들의 비독립성은 여전히 개선되지 않는 것으로 보인다. 우리는 2010년에서 2015년까지 미국과 한국의 기업을 대상으로 이사회와 독립성이 기업가치와 어떠한 관계를 갖는가를 분석하고자 한다. 본 논문에서 가장 중요한 변수는 이사회와 독립성을 나타내는 변수이며, 미국과 한국은 이사회와 독립성을 측정하는 지표를 계산하는데 있어 차이가 존재한다. 미국은 독립이사, 한국은 사외이사에 대한 규제가 존재하며, 이들의 이사회 내 비율을 바탕으로 한 수치가 이사회와 독립성을 대변한다.

미국의 경우에 있어, 의결권 자문사인 ISS(Institutional Shareholder Service)는 기업 이사회와 관련한 정보 제공과 함께, 이사들을 Employer(기업내부자), Linked(또는 affiliated), 그리고 Independent(독립적인 이사)로 분류하고 있다. 이 분류에 따르면, 이사회 멤버들 중 기업 내부자이거나 과거 고용자, 해당 회사와 거래관계에 있는 자, 그리고 회사와 가족관계에 있는 이사들 이외의 경우를 독립적인 이사로 간주한다.

과거 고용자들의 경우, CEO 및 임원을 제외하고 과거 3년 동안 회사에 고용된 이력이 있는 고용자의 경우 Linked(또는 affiliated) 이사로 간주된다. 이전 CEO의 경우, 임원이나 이사진에 대한 영향력이 높다고 판단되며, 이로 인해 퇴임 시기에 관계없이 비독립적인 이사로 분류된다. CEO를 제외한 임원들의 경우 과거 5년 동안 회사에 고용된 이력이 있는 경우 Linked (또는 affiliated) 이사로 간주된다.

가족관계의 정의에 있어서는 SEC(Security Exchange Committee: 미국증권거래위원회)에서 제시하는 가족 개념을 도입하고 있다. 이에 따르면, 배우자, 부모, 자녀, 양부모, 양자녀, 형제자매, 인척(in-laws), 그리고 동거관계(세입자나 고용자를 제외한)에 있는 사람의 경우 비독립적인 이사로 간주된다. 예를 들어 CEO와 사촌 관계에 있는 이사가 있을 경우, 이는 독립적인(다른 관계가 존재하지 않는다면) 이사로 간주된다. 만약 독립적인 이사의 자녀가 동 회사에 고용되는 경우, 그는 Linked (또는 affiliated) 이사의 상황에 놓이게 된다.

뉴욕증권거래소(NYSE)나 나스닥(NASDAQ)의 경우 회사와 거래관계에 있는 자와 관련한 이사의 독립성 여부는 해당 이사가 속한 기업에 대한 지불액 정도에 의해 결정된다. NYSE의 경우 지불금 10억 달러 또는 기업 수익의 2%, NASDAQ의 경우 지불금 2십만 달러 또는 기업 수익의 5%를 초과하는 거래기업의 고용자는 비독립적인 이사로 간주된다. ISS의 경우는 거래관계에 있는 자의 독립성 여부 결정에 있어, 기업

정보나 전략적 의사결정들에 접근할 수 있는 전문적인 서비스 제공 여부에 의해 판단한다. 이러한 전문적인 서비스는 투자은행/금융자문 서비스, 상업은행 제공서비스(입금 관련 제외), 투자 관련 서비스, 보험 관련 서비스, 회계/감사 관련 서비스, 법률 관련 서비스, 컨설팅 및 마케팅 서비스, 자산관리 서비스, 부동산 서비스, 로비 관련 서비스, 임원 스카우트 관련 서비스, IT 컨설팅 서비스 등을 포함한다. ISS는 이와 같은 전문적인 서비스와 관련해 1만 달러 이상의 지불금이 발생하는 경우, 관련 이사를 Linked (또는 affiliated) 이사로 간주한다.¹⁾

위와 같은 정의에 따른 Linked (또는 affiliated) 이사의 사례를 <표 1>에 제시하였다.

<표 1> 미국 이사 중 Linked(또는 affiliated) 이사 사례

이사 선임 회사	이사	관계	회사 (이사의 주고용인)
ZIONS BANCORPORATION	L. E. SIMMONS	CEO와 형제	SCF
L BRANDS, INC.	ABIGAIL S. WEXNER	CEO의 배우자	THE CENTER FOR FAMILY SAFETY & HEALING
BERKSHIRE HATHAWAY INC.	HOWARD G. BUFFETT	CEO의 아들	BUFFETT FARMS
MARRIOTT INTERNATIONAL, INC.	JOHN W. MARRIOTT III	CEO의 아들	JWM FAMILY ENTERPRISES, L.P.
BERKSHIRE HATHAWAY INC.	RONALD L. OLSON	법적 자문 제공	MUNGER, TOLLES & OLSON LLP
INTEL CORPORATION	CHARLENE BARSHEFSKY	법적 자문 제공	WILMER CUTLER PICKERING HALE AND DORR LLP

1) ISS의 이사진 분류는 ISS 홈페이지를 참조하였다. (<https://www.issgovernance.com/file/files/Directorindependence-US.pdf>)

SYSCO CORPORATION	JONATHAN GOLDEN	법적 자문 제공	ARNALL GOLDEN GREGORY LLP
WESTROCK CO	J. POWELL BROWN	보험관련 자문 제공	BROWN & BROWN, INC.
O'REILLY AUTOMOTIVE, INC.	LARRY O'REILLY	이사회 의장과 형제	MERCY HOSPITAL SPRINGFIELD
LOEWS CORPORATION	JACOB A. FRENKEL	재무 관련 서비스 제공	JPMORGAN CHASE & CO.

* 사례로 제공되는 기업들의 경우 2014년 S&P 500에 속한 기업 중, Linked로 분류된 임원을 임의로 추출하였다.

그러나 한국의 경우, 미국과 같은 Linked(또는 affiliated)의 개념이 없고 사내이사와 사외이사로만 분류한다. 이사회 독립성의 지표로는 주로 사외이사 비율을 사용하고 있다. 사외이사의 규정 및 결격사유는 상법 제382조 제3항에 명시되어 있으며, 상장회사의 사외이사는 상법 제542조의8 제2항에 추가적인 내용이 있다.

〈표 2〉 한국 사외이사 관련 조항

상법	사외이사의 규정 및 결격사유
제382조 제3항	<ul style="list-style-type: none"> · 회사의 상무에 종사하는 이사 및 피용자 또는 최근 2년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·감사 및 피용자 · 최대주주가 자연인인 경우 본인과 그 배우자 및 직계 존속·비속 · 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 이사·감사 및 피용자 · 이사·감사의 배우자 및 직계 존속·비속 · 회사의 모회사 또는 자회사의 이사·감사 및 피용자 · 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인의 이사·감사 및 피용자 · 회사의 이사 및 피용자가 이사로 있는 다른 회사의 이사·감사 및 피용자
제542조의8 제2항	<ul style="list-style-type: none"> · 미성년자, 금치산자 또는 한정치산자 · 파산선고를 받고 복권되지 아니한 자

- 금고 이상의 형을 선고받고 그 집행이 끝나거나 집행이 면제된 후 2년이 지나지 아니한 자
- 대통령령으로 별도로 정하는 법률을 위반하여 해임되거나 면직된 후 2년이 지나지 아니한 자
- 상장회사의 주주로서 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수를 기준으로 본인 및 그와 대통령령으로 정하는 특수한 관계에 있는 자가 소유하는 주식의 수가 가장 많은 경우 그 본인 및 그의 특수관계인
- 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유하거나 이사/감사의 선임과 해임 등 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주 및 그의 배우자와 직계 존속/비속
- 그밖에 사외이사로서의 직무를 충실하게 수행하기 곤란하거나 상장회사의 경영에 영향을 미칠 수 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자

이와 같이 미국과 한국 기업 이사회 독립성에 대한 대리변수는 독립이사의 비율과 사외이사의 비율로 각각 다른 정의에 근거를 두고 있다. 이에 따라 기업 지배구조의 한 축으로 작용하는 부분, 특히 기업가치 제고 측면에 있어서 상이한 결과를 제시할 수 있다. 이를 분석하기 위해 우리는 기업의 가치와 연관된 통제변수들과 함께 이사회 독립성의 영향을 판별할 수 있는 회귀분석을 실시하였다.

Ⅲ. 연구자료 및 기초 통계량

본 연구는 이사회 독립성과 기업가치의 영향을 미국과 한국의 기업들에 관해 분석하고 비교하고 있다. 따라서 이사회 독립성을 대변할 수 있는 변수와 기업가치에 영향을 미칠 수 있어 통제가 필요한 변수들을 포함시켰다.

우선 이사회 독립성을 나타내는 변수로 미국의 경우는 독립이사의 비율을, 한국의 경우는 사외이사의 비율을 사용하였다. 기업의 가치에 있어서는 기존 문헌에서 주로 사용되는 Tobin's Q를 사용하였다(Gompers et al., 2003; Villalonga and Amit, 2006; Dahya et al., 2008; Fracassi and Tate, 2012). Tobin's Q는 자산의 시장가치를 장부가치로 나눈 값으로, 기업 내 자산 활용에 대한 시장의 기대치를 반영한다고 볼 수 있다.

기업의 가치에 영향을 미치는 통제변수들로는 기업규모(Total Assets), 레버리지, 그리고 기업성과(산업조정 자산수익률, 산업조정 주가수익률)를 사용하였다. 기업규모는 기업 관련 여러 실증분석들에서 통제변수로 포함되고 있으며, 이사진들의 업무에 있어서 복잡성을 나타내는 변수로 인식되기도 한다(Brick et al., 2006). 기업의 자금 조달에 있어 높은 부채는 파산의 위험을 높일 수도 있으나, 조세부문의 이득을 향유하는 수단으로 작용할 수도 있다(Kraus and Litzenger, 1973). 또한 부채를 활용한 자금조달은 기업의 대리인 비용을 낮추는 효과를 발생시키기도 한다(Denis and Milhov, 2002). 이러한 의미에서 레버리지는 기업가치에 관한 실증분석에 있어 통제할 필요가 있다. 수익성이 높은 기업은 가치가 높게 평가될 가능성이 높다고 볼 수 있으며, 경기변동 등 여러 거시경제나 산업 지표에 영향을 받을 가능성을 고려하여, 동일 산업 내 상대적 수익성을 나타내는 산업조정 재무성과(Industry-adjusted ROA)와 시장성과(Industry Adjusted Stock Return)를 통제변수에 포함시켰다. <표 3>은 회귀분석을 위한 변수들의 정의를 보여준다. 미국 기업들의 자료는 WRDS의 ISS 자료와 Compustat ExecuComp 자료를 이용하였으며, 한국 기업들의 자료는 FnGuide를 이용하여 수집하였다.

〈표 3〉 변수 정의

변수	정의
이사회 규모	사내이사 및 사외이사의 합(한국) Employer + Linked + Independent(미국)
이사회 독립성(%)	사외이사/이사회 규모(한국) Independent/이사회 규모(미국)
Tobin's Q	(총자산 + 시가총액 - 자기자본 장부가치)/총자산
Total Assets	총자산
Leverage	총 부채/자기자본 장부가치
Industry Adjusted ROA	ROA - industry median ROA ROA = 순이익/총자산
Industry Adjusted Stock Return	Stock Return - industry median stock return Stock Return = 주가수익률

<표 4>는 주요 변수들의 기초통계량이다. 우선 이사회 규모는 한국이 평균 6.21명, 미국이 9.13명이다. 한국의 이사회 규모가 통계적으로 유의미하게 작다. 그러나 분석 표본에 있는 한국기업의 규모가 미국에 비해 작기 때문에 단순 비교는 힘들다고 할 수 있다. 일반적으로 기업 규모에 따라 이사회도 커지는 경향이 있기 때문이다. 한국기업의 사외이사 비율은 44.75%로 미국의 독립이사 비율 78.84%에 비해 통계적으로 유의미하게 낮다. 2000년대 들어 한국에서 이사회 제도가 꾸준히 개선되어 왔음에도 불구하고 여전히 미국의 수준에는 못 미치고 있다는 것이다.

〈표 4〉 변수 기초 통계량

Panel A: 한국기업						
	N	Mean	Median	St.Dev.	Min	Max
이사회 규모	6476	6.21	6.00	1.90	3.00	13.00
사외이사비율(%)	6476	44.75	42.86	12.75	7.69	100.00
Tobin's Q	6476	1.24	0.99	1.05	0.28	37.07
Total Assets (십억 원)	6476	2780.00	182.00	17500.00	7.11	338000.00
Leverage	6476	1.53	0.86	3.53	0.00	163.54
Industry Adjusted ROA	6476	-0.87	0.02	7.86	-47.63	20.53
Industry Adjusted Stock Return	6476	9.69	0.26	47.51	-114.96	301.66
Panel B: 미국기업						
	N	Mean	Median	St.Dev.	Min	Max
이사회 규모	7355	9.13	9.00	2.09	5.00	17.00
독립이사비율(%)	7355	78.84	81.82	11.05	0.00	100.00
Tobin's Q	7355	1.86	1.58	0.94	0.31	6.19
Total Assets (십억 달러)	7355	16393.22	2525.87	80205.69	58.96	1913902
Leverage	7355	1.08	0.40	27.49	-255.23	2183.59
Industry Adjusted ROA	7355	0.22	0.30	8.52	-226.10	70.47
Industry Adjusted Stock Return	7355	3.45	0.00	38.82	-148.92	513.24
Panel C: 미국기업과 한국기업 이사진 비교(평균)						
		미국기업	한국기업	(미국기업) - (한국기업)		
이사회 규모		9.13	6.21	2.93 (0.000)		
이사회 독립성(%)		78.84	44.75	34.09 (0.000)		

* Tobin's Q의 경우 2010~2015년도 자료를 수집하였다. 회귀분석에 있어 내생성 문제 해소를 위해 Tobin's Q를 제외한 변수에 대해서는 2009~2014년도 자료를 이용하였다. 산업 조정 변수들의 경우 미국은 Standard Industrial Classification Code 2 digit에 의해, 한국은 한국표준산업분류-대분류를 이용하였다. Panel C는 이사회 규모와 독립성에 대한 T-test 결과를 보여주고 있다. T-test에 대한 p-value 값은 괄호 안에 표시하였다.

IV. 회귀분석 결과 및 해석

이사회 독립성과 기업가치의 관계를 연구하기 위해 우리는 최소자승회귀분석을 이용하였으며, Fracassi and Tate(2012)에 따라 다음과 같은 회귀식을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 V_{i,t} = & \alpha + \beta_1 (TotalAssets)_{i,t} + \beta_2 (Leverage)_{i,t} \\
 & + \beta_3 (\text{Industry-adjusted } ROA)_{i,t} \\
 & + \beta_4 (\text{Industry-adjusted } StockReturn)_{i,t} \\
 & + \beta_5 (BoardIndependence)_{i,t} + \beta_6 (Year)_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$V_{i,t}$ 는 i 기업의 t 기 기업가치(Tobin's Q), α 는 상수항, $(BoardIndependence)_{i,t}$ 는 i 기업의 t 기 이사회 독립성을 나타내는 변수로 미국은 독립이사 비율을 한국은 사외이사 비율을 사용하였다. $(Year)_{i,t}$ 는 t 기의 연도 고정효과, 마지막으로 $\epsilon_{i,t}$ 는 기업, 시간에 따른 오차항을 나타낸다. 변수들 중 Tobin's Q와 총자본의 경우 정적편포(right-skewed)가 두드러지게 나타나며, 회귀분석에서 이 값들은 로그(log)값으로 변환하여 사용하였다.

〈표 5〉 회귀분석 결과

Dependent Variable: Ln(Tobin's Q)	한국기업		미국기업	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ln(Total Assets)	-0.059*** (0.000)	-0.055*** (0.000)	-0.056*** (0.000)	-0.058*** (0.000)
Leverage	0.006** (0.033)	0.006** (0.038)	0.000 (0.891)	0.000 (0.910)
Industry Adjusted ROA	-0.310** (0.029)	-0.305** (0.032)	1.690*** (0.000)	1.706*** (0.000)
Industry Adjusted	0.165***	0.169***	0.125***	0.126***

Stock Return	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
사외이사 비율(한국)	0.079	0.048		
	(0.352)	(0.565)		
독립이사 비율(미국)			0.181**	0.161**
			(0.026)	(0.046)
Constant	1.154***	0.996***	0.814***	0.820***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
N	6476	6476	7355	7355
Year Fixed Effect	No	Yes	No	Yes
R2	0.073	0.103	0.167	0.186

* 표준오차는 기업 수준에서 클러스터 되었으며, p-value는 괄호 안에 명시하였다. ***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

<표 5>는 회귀분석 결과를 보여준다. 미국과 한국 모두 기업의 산업조정 시장성과 즉 추가수익률과 기업가치는 정(+)의 관계를 나타낸다. 기업가치의 대리변수인 Tobin's Q가 시장의 기대치를 반영한다는 측면에서 시장성과와 정의 관계를 나타낸다는 것은 쉽게 예측할 수 있는 결과로 보인다.

한국의 경우 사외이사 비율이 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 영향을 미치고 있지 않다. 회귀분석 (1)에 보면 회귀계수는 0.079로 양수이나 통계적으로 유의미하지 않다. 회귀분석 (2)에서도 0.048이나 동일한 결과를 보여준다. 그러나 미국의 경우 다른 양상이 나타난다. 독립이사 비율이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것이다. 회귀분석 (3)에 보면 회귀계수는 0.181이고 통계적으로 유의미하다. 연도 고정효과를 고려한 회귀분석 (4)의 결과에서도 미국의 독립이사 비율은 0.161로 통계적으로 유의미하다.

이는 여러 가지 해석이 가능하다. 우선, 미국의 이사회는 기업 의사 결정에 긍정적인 방향으로 실질적 영향력을 행사하는 반면 한국은 그렇지 않다는 것이다. 또 다른 해석은 미국의 경우 투자자들이 이사회 독립성을 매우 중요하게 생각한다는 것이다. 그러나 한국의 경우, 사외

이사의 비율을 중요한 요소로 고려하지 않을 가능성이 있다. 또한 한국의 투자자들의 경우 학연과 지연 등으로 얽힌 사외이사들의 진정한 독립성에 의문을 품고 있다고 간주할 수도 있다.

<표5>의 다중회귀분석은 한국 사외이사들의 동질적인 특성 즉 독립성 측면을 가정하고 있다. 강운식, 국찬표(2012)와 최한수, 이창민, 석우남(2017)에서는 개별 사외이사들의 독립성에 차이가 존재한다는 것을 기반으로 분석을 진행하였다. 본 논문의 경우 기업의 이사 특히 내부이사 외에 이사회 구성원을 분류하는 개념이 미국과 한국에서 차이가 난다는 것을 지적하고 있다. 독립이사와 사외이사의 경우 이사회 독립성을 강조하려는 정책적인 취지는 비슷할 수 있으나, 실제로 이들의 역할 특히 기업의 가치에 대한 영향은 다르게 나타난다는 것을 본 연구에서는 실증분석을 통해 보여준다.

V. 결 론

우리는 한국의 이사회가 실질적으로 기업가치에 영향을 미치고 있는가를 실증적으로 분석하고 이를 미국과 비교하였다. 최근 동일한 시기(2010년부터 2015년)의 한국과 미국 기업들의 자료를 분석하여 비교의 신뢰성을 높였다. 이사회 독립성 및 기업가치와의 관계를 볼 때, 아직은 미국의 선진 이사회 수준에는 미치지 못하는 것으로 나타났다. 또한 미국의 독립적인 이사들에 비해 한국의 사외이사들의 경우 기업 지배구조에 있어 독립적인 역할을 수행하지 못한다고 볼 수 있다.

한국은 기업 이사회와 관련한 기업 지배구조의 개선을 위해 제도적인 측면에서 기업들의 사외이사 확충을 강요해왔다. 이러한 움직임은 투자자들과 이해관계자들에 의해 독립적인 이사진의 체계를 확립하여

이사회 감시체계와 책임을 강화하도록 한 미국의 경우를 벤치마크 한다는 부분에 있어서는 순 효과를 기대해볼 수 있다. 그러나 본 연구에서 언급하고자 하는 사외이사제도는 미국의 제도를 주먹구구식으로 모방해야 하기 보다는, 이사회 독립성으로 발생할 수 있는 기업에 대한 긍정적인 영향을 바탕으로 사외이사의 실효성을 극대화할 필요가 있다는 것이다. 한국이 제도적으로 사외이사에 대한 규제를 단행한 이유도 이러한 사회적으로 순기능적인 부분을 목표로 한다고 사료된다. 그러나 2009년과 2012년의 제도적인 보완에도 불구하고 여전히 한국의 사외이사 비율은 미국의 독립이사 비율보다 유의하게 낮은 수준을 보이고 있다. 또한 미국의 경우 높은 이사회 독립성이 기업의 가치를 높이는 효과를 보이는 반면, 한국의 경우는 이사회 독립성과 기업의 가치가 유의미한 관계를 보이지 않는다. 이러한 결과들은 제도적인 한계를 시사하며, 사외이사에 대한 직접적인 제도보다는 사외이사의 책임을 물을 수 있는 제도를 정비하고, 순기능 부분이 제대로 작동하도록 이사회 멤버들이 이해상충 관계를 벗어나 효율적으로 감시기능을 수행할 수 있는 틀을 마련해야 한다는 정책적 시사점을 제공한다.

참고문헌

- 강윤식, 국찬표(2012), “사외이사의 독립성과 기업가치,” 『재무연구』, 제25권, 제3호, pp. 451-498.
- 김상훈, 김양민(2008), “이사회와 최고 경영층의 관계적 요인이 기업성장에 미치는 영향,” 『전략경영연구』, 제11권, 제1호, pp.43-63.
- 김필수, 박영렬, 최순규(2015), “사외이사의 비중과 기업 인수합병 성과와의 관계,” 『벤처창업연구』, 제10권, 제3호, pp.85-97.
- 남현정, 유승훈(2011), “이사회 활동성 결정요인과 이사회 활동성이 기업성장에 미치는 영향,” 『산업경제연구』, 제24권, 제6호, pp.4083-4105.
- 서영미, 고재민, 이호영(2010), “사외이사 특성과 성과에 근거한 경영자 보상과의 상관관계,” 『회계연구』, 제15권, 제1호, pp.1-31.
- 손영화(2009), “적대적 M&A와 이사회기능,” 『기업법연구』, 제23권, 제2호, pp.137-167.
- 신종석(2015), “주식회사 사외이사의 독립성 확보를 위한 법적 과제,” 『법학연구』, 제57권, 제3호, pp.117-135.
- 이효경(2014), “사외이사의 독립성,” 『기업법연구』, 제28권, 제1호, pp.89-120.
- 조성빈(2006), “기업지배구조의 상호관계 및 기업성장에 관한 연구,” 『한국개발연구』, 제28권, 제2호, pp.131-177.
- 최순재, 김영길(2009), “이사회 위원회 구조와 기업성과간의 관계에 관한 연구,” 『회계연구』, 제14권, 제1호, pp.1-26.
- 최한수, 이창민, 석우남(2017), “사외이사의 실질적 독립성과 기업가치,” 『사회과학연구』, 제43권, 제1호, pp.41-57.
- Brick, I. E., O. Palmon and J. K. Wald(2006), “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?” *Journal of Corporate Finance*, 12(3), pp.403-423.
- Bhagat, S. and B. Bolton(2008), “Corporate Governance and Firm Performance,” *Journal of Corporate Finance*, 14, pp.257-273.
- Cheng, S.(2008). “Board Size and the Variability of Corporate performance,” *Journal of Financial Economics*, 87(1), pp.157-176.
- Cai, Y. and M. Sevilir(2012), “Board Connection and M&A Transactions,” *Journal of*

- Financial Economics*, 103(2), pp.327-349
- Choi, J. J., S. Park and S. S. Yoo(2007), "The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), pp.941-962.
- Core, J., R. Holthausen and D. Larcker(1999), "Corporate Governance, CEO Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 51(3), pp.371-406.
- Dahya, J., O. Dimitrov and J. McConnell(2008), "Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis," *Journal of Financial Economics*, 87(1), pp.73-100.
- Denis, D. and V. Mihov(2002), "The Choice among Bank Debt, Non-bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings," *Journal of Financial Economics*, 70(1), pp.3-28.
- Erhardt, N. L., J. D. Werbel and C. B. Shrader(2003), "Board of Director Diversity and Firm Financial Performance," *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), pp.102-111.
- Faleye, O., R. Hoitash and U. Hoitash(2011), "The Costs of Intense Board Monitoring," *Journal of Financial Economics*, 101(1), pp.160-181.
- Fich, E. M. and A. Shivdasani(2007), "Financial Fraud, Director Reputation, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 86(2), pp.306-336.
- Finkelstein, S., D. C. Hambrick and A.A. Cannella(2009). *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams and Boards*, Oxford, Oxford University Press.
- Fracassi, C. and G. Tate(2012), "External Networking and Internal Firm Governance," *The Journal of Finance*, 67(1), pp.153-194.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick(2003), "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp.107-155.
- Goyal, V. K. and C. W. Park(2002), "Board Leadership Structure and CEO Turnover," *Journal of Corporate Finance*, 8(1), pp.49-66.
- Holmström, B. and S. N. Kaplan(2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the US," *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp.121-144.
- Keys, P. and J. Li(2005), "Evidence on the Market for Professional Directors," *Journal of Financial Research*, 28(4), pp.575-589.
- Kim, K.(2002) "Corporate Restructuring: With an Emphasis on Jaebeol," *Korea Journal*,

42(1), pp.5-41.

- Kraus, A. and R. H. Litzenberger(1973), "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage," *The Journal of Finance*, 28(4), pp.911-922.
- Laux, V.(2008), "Board Independence and CEO Turnover," *Journal of Accounting Research*, 46(1), pp.137-171.
- Linck, J. S., J. M. Netter and T. Yang(2008), "The Determinants of Board Structure," *Journal of Financial Economics*, 87(2), pp.308-328.
- Linck, J. S., J. M. Netter and T. Yang(2009), "The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors," *The Review of Financial Studies*, 22(8), pp.3287-3328.
- Schmidt, B.(2015), "Costs and Benefits of Friendly Boards during Mergers and Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 117(2), pp.424-447.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance*, 52(2), pp.737-783.
- Villalonga, B. and R. Amit(2006), "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?" *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp.385-417.
- Wang, C., F. Xie and M. Zhu "Industry Expertise of Independent Directors and Board Monitoring," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), pp.929-962.
- Yermack, D.(2004) "Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors," *The Journal of Finance*, 59(5), pp.2281-2308.

Abstract

Outside Director, Independent Director and Firm Value : Case Study on US and Korea

Changmin Lee(Hanyang University)

Woonam Seok(Korea Economic Research Institute)

This paper analyzes the effect of board of directors on firm value in U.S. firms with quantitative methodologies in order to compare those of Korean firms. Our empirical analysis is based on the U.S. and Korean firms during 2009~2014. First, the average board size of Korean firms is 6.21, which is much smaller than that of U.S. firms (9.13). Second, the board independence of Korean firms (which is measured by the portion of outside directors) is 44.75%, while the portion of independent board members is 78.84% in U.S. firms on average. Finally, the firm value of Korean firms is not related to the board independence (portion of outside directors on board). However, the higher board independence leads to the greater firm value in U.S. firms. Although there were a lot of attempts to improve corporate governance in terms of board of directors in Korea since 2000, it is not sufficient to make corporate board positively influence on the firm value.

투 고 일: 2017년 3월 22일

심 사 일: 2017년 5월 25일

심사완료일: 2017년 6월 7일