

사외이사의 실질적 독립성과 기업가치

최한수(Hansoo Choi)*

한국조세재정연구원 재정연구본부 부연구위원
choihs@kipf.re.kr

이창민(Changmin Lee)**

한양대학교 경영학과 조교수
changmin0415@gmail.com

석우남(Woonam Seok)***

한국경제연구원 연구본부 부연구위원
swn80@msn.com

국문요약

본 논문은 기존 국내 재벌(대기업집단)의 이사회 연구에서 주목하였던 사외이사 비율과는 다른 사외이사의 실질적 독립성 개념을 제시하고 이것이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는가를 분석하였다. 사외이사들은 계열사, 학연, 소송대리, 정부/채권단, 제휴, 그리고 기타 관계들로 인해 임원진 또는 고용 기업과 연계될 수 있으며, 이로 인해 이사회의 독립성을 저해할 가능성이 있다. 우리는 이러한 관계를 가진 사외이사를 제외한 이사회 구성원들이 실질적 독립성을 가질 수 있다고 간주한다. 본 연구의 주요 발견은 다음과 같다. 첫 번째, 우리의 연구표본인 대기업집단 사외이사 비율은 44.95%이나 실질적으로 독립적인 사외이사의 비율은 31.95%로 나타났다. 실질적으로는 독립적이지 않은 사외이사의 비율이 13%에 이르는 것이다. 두 번째, 회귀분석 결과 실질적으로 독립적인 사외이사 비율이 높을수록 그리고 비독립적 사외이사 비율이 낮을수록 기업가치가 높아지는 것으로 분석되었다.

핵심용어: 이사회, 사외이사, 이사회 실질적 독립성, 토빈 Q, 대리인 문제

* 제1저자
** 공동저자
*** 교신저자

I. 서론

이사회는 주요한 지배구조의 하나이다. 경영진의 도덕적 해이를 감시할 수 있는 중요한 내부 기제이기 때문이다. 특히, 국내의 연구들(대표적으로 김상훈·김양민, 2008; 손영화, 2009; 최순재·김영길, 2009; 남현정·유승훈, 2011; 이효경, 2014; 김필수·박영령·최순규, 2015; 신종석, 2015)은 사외이사(Outside or External Director)의 비율과 역할에 초점을 맞추었다. 이사회는 크게 사내이사와 사외이사로 나누어지는데 사내이사는 대부분 경영진이다. 경영진에 대한 효과적인 감시를 위해서는 경영진과 이해관계가 없어야 하고 이러한 조건을 사외이사가 만족시켜준다는 가정 하에 연구를 진행한 것이다.

국내는 상법 제 382조 3항에 사외이사의 규정 및 결격사유가 명시되어 있다. 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 등은 사외이사가 될 수 없다.

미국도 이사회에 관한 연구(Shleifer & Vishny, 1997; Core et al., 1999; Goyal & Park, 2002; Erhardt et al., 2003; Keys & Li, 2005; Bhagat & Bolton, 2008; Cheng, 2008; Laux, 2008; Cai & Sevilir, 2012; Schmidt, 2015; Wang et al., 2015)가 다양한 관점에서 진행되었다. 이러한 연구들은 사외이사의 비율이 아닌 독립이사(Independent Director)의 비율에 초점을 맞추고 있다.

세계 최대의 의결권 자문사인 ISS(Institutional Shareholder Services)는 미국 기업의 이사들을 Insider(기업내부자), Linked(또는 affiliated), 그리고 Independent(독립적인 이사)로 분류하고 있다. ISS는 이사회 멤버들 중 기업 내부자이거나 과거 고용자, 당회사와 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 Linked(또는 affiliated) 이사로 분류된다. CEO를 제외한 임원들의 경우 과거 5년 동안 회사에 고용된 이력이 있는 경우 Linked(또는 affiliated) 이사로 간주된다.

문제는 여기서 발생한다. 경영진으로부터의 독립성 또는 이해관계 유무여부는 법률의 규정으로 다 포괄하기 힘든 부분이 존재한다는 것이다. 이러한 문제의식에서 출발한 연구가 Fracassi

& Tate(2012)이다. 그들은 이사진과 CEO의 실질적 관계를 나타내는 지수를 고안하였다. 4가지 기준(Current employment, prior employment, education, and other-activity)으로 지수를 작성하였는데 (1) 현재 외부에 같이 고용되어 있는 조직이 있는지 여부, (2) 과거 동일한 조직에 고용되어서 활동했던 적이 있는지 여부, (3) 동일시기에 동일 교육기관에 다녔는지 여부(이른바 학연), (4) 그리고 비직업적인(연합회, 사회단체 또는 자선단체 등) 동일 단체의 회원여부 등이다. 각각의 이사들은 이 네 가지 기준에 따라 CEO와 얼마나 관계가 돈독한지 여부가 수치화되었다. 그리고 이사진들이 CEO와 관계가 돈독할수록 기업가치 및 여러 가지 의사결정에 왜곡을 가져오고 있는 것으로 분석되었다.

본 논문은 Fracassi & Tate (2012)와 유사한 발상에서 출발한다. 우리는 국내 대기업(공정거래 위원회가 지정한 상호출자제한 기업집단 중 상장회사)의 사외이사를 대상으로 사외이사의 실질적 독립성을 측정하였다. 실질적으로 독립적이지 않은 사외이사의 기준은 (1) 계열사 또는 해당 회사 출신, (2) 전략적 제휴 등이 있는 회사의 전/현직 임직원, (3) 정부 또는 채권단 출신, (4) 지배주주 또는 전문경영인과의 학연 (5) 지배주주나 기업의 소송대리인 또는 관련 법률회사 임직원 등으로 설정하였다. 본 논문에서 사용된 사외이사의 독립성이란 대주주 또는 사내이사와의 이해충돌 고용인, 사업상의 관계뿐만이 아니라, 사외이사들의 인적 또는 직업적 네트워크 등이 실질적으로 경영진에 대한 효율적인 감시활동을 저해할 수 있는 경우들을 포함한다.

본 연구와 유사한 국내연구로는 김상훈·김양민(2008)이 있다. 그들은 CEO와 사외이사 간 동반 재임기간, 연령 및 학력 관계가 기업성과에 미치는 영향을 연구하였다. 이들은 실증분석을 통해 CEO와 사외이사 간 재임기간의 유사성이 기업 성과와 역 U자 형 관계를 갖는다는 것을 증명하였다. 또한 그들의 연령 및 학력 관계가 상이할수록 기업 성과가 높게 나타났다. 이를 바탕으로 이들은 CEO와 사외이사 간 관계가 대리인 문제를 악화시킬 수 있다고 주장한다.

우리 연구의 차별점은 이사회를 분석하는 새로운 방법론을 제시한 것이다. 기존 국내 연구들은 상법 제 382조 3항에 사외이사의 규정 및 결격사유에 근거하여 사외이사의 비율, 즉 전체 이사 숫자 중 사외이사 숫자의 비율, 사외이사의 직업적 구성, 사외이사와 경영진과의 관계에 집중하였다. 그러나 우리는 사외이사의 실질적 독립성 여부를 분석하기 위해 좀 더 체계적인 분류방법을 제시한 것이다.

II. 주요발견 및 시사점

본 연구의 주요 발견은 다음과 같다. 첫 번째, 기존의 사외이사 비율, 즉 전체 이사회 숫자

중 사외이사 숫자의 비율은 43.07%이나 실질적으로 독립적인 사외이사의 비율, 즉 전체 이사회 숫자 중 실질적으로 독립적인 사외이사 숫자의 비율은 30.86%로 나타났다. 즉, 본 논문의 정의에 따라 실질적으로는 독립적이지 않은 사외이사의 비율이 13%에 이르는 것으로 나타났다. 이는 국내기업의 사외이사진 중 실질적으로 경영진으로부터 독립적이지 못할 가능성이 있는 사외이사의 비율이 상당하는 것을 의미한다.

두 번째, 사외이사 중 학연으로 얽힌 사외이사의 비율, 즉 전체 이사회 숫자 중 경영에 참여하는 지배주주 일가 또는 해당 회사의 현직 사내이사와 고교동문인 사외이사 또는 같은 대학 같은 과의 유사한 입학/졸업연도(±1)의 사외이사 숫자의 비율이 13.37%, 계열사 관계, 즉 전체 이사회 숫자 중 해당 회사 또는 해당 기업집단 계열사 임직원으로 재직할 경력에 있는 사외이사의 비율이 8.74%로 나타났다. 가장 비율이 낮은 것은 전략적 제휴 관계, 즉 당 회사 또는 계열사와 제휴 또는 기술공급계약을 맺은 회사의 전 현직 임직원, 당해 회사와 거래하는 주요 매출/매입처 회사의 전/현직 임직원, 기타 우호주주 등이 사외이사인 경우이다. 한국사회 네트워크의 전형적 병폐중 하나인 학연관계가 사외이사 구성에서도 상당히 나타나고 있는 것이다. 또한 계열사 관계가 높다는 것은 국내 재벌(대기업 집단)의 독특한 내부 노동시장의 한 단면을 드러낸다. 계열사에서 일했던 임직원들에게 이른바 은퇴 후의 자리를 보전해주는 퇴직 후 보상의 일환으로 사외이사 자리가 이용되고 있는 것이다.

세 번째, 회귀분석 결과 실질적으로 독립적인 사외이사 비율이 높을수록 기업가치가 높아지는 것으로 분석되었다. 반면, 비독립적인 사외이사 비율이 낮을수록 기업가치는 높아졌다. 이는 본 논문의 출발점이 되었던 Fracassi & Tate(2012)의 발견과 유사하다. 그들은 미국 기업에서 일반적으로 독립적이라고 간주되는 사외이사들의 비율은 기업가치와 유의한 관계를 나타내지 않는데 반해, CEO와 사회적으로 연결되어 있는 이사들의 숫자를 제외한 독립적인 사외이사의 비율은 기업가치와 양의 상관관계를 나타냄을 보였다. 추가적으로 본 논문은 한국 기업들의 자료를 바탕으로 비독립적인 사외이사가 기업가치와 부(-)의 관계에 있음을 보였는데 차별성이 있다.

본 연구는 기업가치와 기업지배구조의 관계에 대해 연구하였으며, 특히 한국 기업에 있어 이사회 독립성을 대표하는 사외이사의 한계점을 실증적으로 분석하였다. 한국은 기업지배구조 강화를 위해 사외이사에 관한 법률을 강화해왔으며, 사외이사의 비율은 꾸준히 증가해 오고 있다. 그러나 본 연구에 따르면, 기업가치에 긍정적으로 기여하는 이사는 형식적으로 독립된 이사들이 아니고, 실질적으로 회사(대주주 및 경영진보다 포괄적인 의미)와 이해관계가 없는 이사들이라고 해석될 수 있다. 또한 투자자들도 실질적 이해관계가 없는 사외이사 또는 독립적인 사외이사들에게 가치를 두고 있다는 반증이기도 하다. 추가적으로 비독립적인 사외이사는 대리인 문제를 더욱 악화시키는 것으로 보이며, 비효율적인 감시활동을 수행하거나 회사와의 네트워크로

인해 이사회에서 거수기 역할 등을 수행함으로써, 시장에서 기업의 가치를 훼손한다고 볼 수 있다. 이러한 실증결과들은 기존 문헌과 차별되며, 기업지배구조 향상을 위한 사외이사제도 개선의 필요성을 시사한다.

Ⅲ. 선행연구 및 가설설정

이사회는 중요한 기능은 크게 감시와 자문 역할로 분류할 수 있다. 이사회는 기업 임원들의 재량권 남용에 관한 감시 역할을 수행함과 동시에 기업 이익을 극대화할 수 있는 자문 역할도 요구받는다. 이러한 역할 수행은 기업의 대리인 문제와 직결되며, 대리인 비용을 줄이고 효율적인 역할 수행을 위해 이사회는 독립성이 요구된다. 이러한 관점에서 기존 연구들은 사외이사의 독립성, 이사회는 독립성과 기업성과 그리고 이사회 역할의 상충관계에 초점을 두고 있다.

Core et al.(1999)은 이사회 규모, 사내이사비율, CEO에 의해 임명된 사외이사 등을 이사회 구조의 대리변수로 사용하였다. 이들은 실증분석을 통해, 이사회 규모가 커질수록, 사내이사의 비율이 높아질수록, 그리고 CEO에 의해 임명된 사외이사가 많을수록 대리인 문제가 심각하게 나타나며, 이로 인해 기업성과가 낮아진다고 주장한다. Westphal(1999)은 설문조사 자료를 통해 CEO와 이사진들 사이의 상호작용, 이사진의 감시 및 자문기능에 대한 연구를 하였다. 그는 CEO와 이사진의 사회적 관계가 이사진의 감시기능에 대한 효율성 저하를 초래하는 것은 아니며, 사외이사들의 자문기능을 개선하는 효과가 있다고 주장한다. 또한 이러한 CEO와 이사진의 관계는 임원진에 대한 이사진의 독립적인 감시체계를 증진시키며, 기업의 전략 설정에 있어 중요한 역할을 담당할 수 있도록 한다는 결과를 주장한다. Faleye et al.(2011)은 이사회는 감시 역할과 자문 역할 사이에 상충관계가 존재한다는 것을 실증분석을 통해 보여준다. 그들은 감시 역할을 중시하는 위원회에서 활동하는 이사진의 경우 비효율적인 자문활동을 한다고 주장한다. Knyazeva et al.(2013)은 잠재적 이사 후보들을 인접한 지역 회사의 임원진으로 간주하였으며, 잠재적 이사후보들의 규모가 클수록 이사회는 독립성이 크다는 것을 실증분석을 통해 보여준다. 또한 앞에서 언급한 잠재적 이사후보들의 규모를 도구변수로 사용하여, 이사회는 독립성이 클수록 기업 성과가 높다고 주장한다. Guo et al.(2015)은 이사회는 독립성이 높을 경우 CEO 교체는 기업성과에 더 민감하게 반응한다는 것을 보이며, 공천위원회의 독립성 또한 비슷한 효과를 나타낸다고 보여준다. 이러한 결과를 바탕으로 이들은 이사회 및 공천위원회의 독립성이 높을 경우 이사회가 CEO에 대한 감시를 더 철저히 수행한다고 주장한다.

한국 사외이사의 독립성에 대한 연구들도 존재한다. 최순재 · 김영길(2009)은 이사회 전체, 감

사위원회 그리고 보상위원회 내 사외이사 비율이 기업성과와는 유의한 관계를 보이지 않는다는 것을 보여준다. 그러나 재무위원회와 투자위원회 내 사내이사 비율이 높을수록 기업성과는 높다고 주장한다. 남현정·유승훈(2011)은 이사회 및 위원회 개최빈도가 높은 기업의 경우 기업성과가 높다는 실증분석 결과와 함께 사외이사의 비율이 기업성과와는 무관하다는 결론을 제시한다. 이효경(2014)은 현행 상법에서 요구하는 사외이사의 독립성은 형식적인 규제를 강제하고 있으며, 실질적인 사외이사의 독립성을 위해서는 사외이사 자격요건에 대한 강화가 필요하다고 주장한다. 그러나 독립성이 강조된 사외이사의 경우 임원진과의 정보 비대칭성 문제에 직면하여 효율적인 감시 역할을 수행할 수 없을 가능성도 지적하고 있다. 신종석(2015)은 2000년 후반 사외이사들의 선임비율은 평균적으로 증가하였으나, 일반적으로 대주주나 경영진에 의한 추천 및 전직 계열사 임원들로 이루어져 있어, 사외이사제도의 실효성이 낮다고 지적한다. 또한 사외이사들이 이사회에 반대 또는 수정의견을 제시한 경우가 2000년대 후반 5%에도 미치지 못한다는 자료를 제시하며, 이사회 안전에 대한 거수기 역할을 수행한다고 비판한다. 최한수·이창민·석우남(2016)은 이사회 독립성이 임원의 보수 결정에 어떠한 영향을 미치는지를 연구하였으며, 미국 임원진과 독립이사의 비율은 유의한 관계를 나타내는 반면 사외이사의 비율은 한국 임원진 보수에 유의한 영향을 미치지 못한다고 주장한다.

기업가치와 이사회 독립성의 관계에 관한 연구는 Dahya et al.(2008), Fracassi & Tate(2012), Choi et al.(2007) 등이 있다. Dahya et al.(2008)은 22개 국가에서 독립적인 이사진의 비율과 기업가치의 관계를 연구하였다. 이들의 연구에 따르면 주주에 대한 법적 보호가 약한 국가들에서는 독립이사들의 비율이 높을수록 기업가치가 높다. Fracassi & Tate(2012)는 CEO와 이사진의 개인적인 관계, 즉 인적 네트워크로 인한 이사진의 비독립성이 결국 기업가치를 저하한다는 것을 미국 기업 자료를 이용한 실증분석을 통해 증명하고 있다. Choi et al.(2007)은 1998년 한국의 IMF 경제위기 이후 기업가치와 이사회 독립성에 관해 연구하였다. 이들은 사외이사 비율과 기업가치 사이에 정(+)의 관계가 있다는 것을 실증분석을 통해 보이고 있으며, 이 관계는 업무적으로 연관성이 있는 사외이사를 제외한 독립적인 사외이사들에게 더 두드러지게 나타난다는 것을 증명한다.

이사회 독립성은 주로 효율적인 감시기능과 연관이 있으며, 기업의 M&A 또는 투자 결정, 임원진의 자유 재량권 남용 방지, 기업성과 개선을 위한 임원진의 교체 등 여러 경로를 통해 기업에 영향을 미친다. 본 연구에서는 한국 기업들의 이사회에 있어 비독립적 또는 독립적인 사외이사들이 존재하며, 독립적인 사외이사들의 존재가 이사회 진정 독립성을 보장할 수 있을 것으로 본다. 그래서 사외이사들 중에서 독립적인 사외이사만이 효율적으로 경영진을 감시·감독할 수 있으며, 비독립적인 사외이사의 경우 이사회에서 거수기 역할을 한다거나 대리인 문제를 해결할 수 있는 기제로서의 역할을 적절히 수행할 수 없을 것으로 예상되며 이로 인해 기업

가치에는 부정적인 영향을 줄 수 있다는 추론이 가능하다. 이를 바탕으로 우리는 다음의 가설을 설정하였다.

가설 . 기업의 독립적인 사외이사 비율은 기업 가치에 양(+)의 영향을 미친다.

IV. 실증 분석

1. 연구자료 및 기초통계량

표 1은 본 논문에서 사용한 주요 변수에 대한 정의이다. Tobin's Q는 기업의 시장가치를 자산의 대체원가로 나누어 계산하며, 이는 시장에서 해당기업의 고평가 또는 저평가를 측정할 수 있는 지표로 사용될 수 있다. 그러나 기업 자산의 대체원가를 측정하는 것이 용이하지 않기 때문에, 그 대체변수로 기업의 시장가치를 장부 가치로 나눈 값을 사용하였으며, 이는 기존 문헌(Gompers et al., 2003; Dahya et al., 2008; Fracassi & Tate, 2012)에서도 적용되는 방법이다.

본 논문에서 가장 중요한 것은 실질적으로 독립적인 사외이사의 정의이다. 본 논문의 원 자료 출처는 경제개혁연구소이다. 따라서 실질적으로 독립적이지 않다고 판단하는 기준은 경제개혁연구소의 경제개혁 리포트(2014)에 근거하였다. 즉, 경제개혁연구소의 판단기준을 그대로 사용하였다. 경제개혁연구소 자료는 2006년부터 2014년까지 짝수 년의 이사회 자료만을 제공하고 있어, 본 연구에서도 해당 자료만을 대상으로 분석하였다. 우리는 사외이사 중 실질적으로 독립적이지 않다고 판단하는 기준을 다음과 같은 것들을 사용하였다. 우선 계열사 또는 해당 회사 출신 사외이사는 해당 회사 또는 해당 기업집단 계열사 임직원으로 재직할 경우를 말한다. 두 번째, 전략적 제휴 관계에 있는 회사와 관련한 사외이사다. 이는 당 회사 또는 계열사와 제휴 또는 기술공급계약을 맺은 회사의 전/현직 임직원, 당해 회사와 거래하는 주요 매출/매입처 회사의 전/현직 임직원, 기타 우호주주 등이다. 세 번째, 정부 또는 채권단이다. 민영화된 공기업의 경우 정부 및 유관부서 출신 또는 현재 채권단 관리를 받는 기업의 경우 채권금융기관 소속이 이에 속한다. 네 번째로는, 학연이다. 학연관계는 경영에 참여하는 지배주주 일가 또는 해당 회사의 현직 사내이사와 고교동문인 경우, 같은 대학 같은 과의 유사한 입학/졸업연도(±1)의 경우를 학연관계로 파악하였다. 다섯 번째로는, 소송대리 관계에 있는 사외이사들이다. 소송대리 관계에 있는 이사들은 기업이나 지배주주와 관련한 소송의 변호인이거나 변호를 맡은 법률회사 소속인 경우가 해당된다. 기타에는 지배주주등과 사적인 이해관계가 있는 경우 등이

있다. 학연과 다른 관계가 다 있을 경우는 다른 관계에 우선을 두고 분류하였다.

〈표 1〉 변수 정의

변수	정의
이사회 규모	사내이사와 사외이사의 합
사외이사비율(%)	$\frac{\text{사외이사 수}}{\text{이사회 규모}}$
독립적인 사외이사비율(%)	$\frac{\text{독립적인 사외이사 수}}{\text{이사회 규모}}$
토빈 Q ¹⁾	$\frac{\text{총자산} + \text{자본시장가치} - \text{자본장부가치}}{\text{총자산}}$
레버리지	$\frac{\text{총부채}}{\text{자본장부가치}}$
산업조정 자산수익률	자산수익률 - (동일산업 자산수익률 중간값), 자산수익률 = $\frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}}$
산업조정 주가수익률	주가수익률 - (동일산업 주가수익률 중간값)

표 2는 사외이사 및 실질적으로 독립적인 사외이사 통계를 보여준다. 본 자료는 2006년, 2008년, 2010년, 2012년, 2014년 공정거래위원회의 대기업집단으로 분류된 기업들의 이사진 자료를 기반으로 한다. 본 자료에 포함되어 있는 이사의 숫자는 7,252명이고 이중 사외이사가 3,260명, 실질적으로 독립적인 사외이사가 2,317명이다. 사외이사의 비율은 44.95%이나 실질적으로 독립적인 사외이사의 비율은 31.95%로 두 지표사이에 약 13% 차이를 보인다. 비독립적 사외이사 중 가장 큰 비중을 보이는 것은 학연으로 45.17%이고 그 뒤로 계열사가 약 30.22%로 나타났다.

사외이사 중 실질적으로 독립적이지 않은 사외이사들의 사례로는, (주)리바트의 경우 윤OO 이사는 이전에 계열사 중의 하나인 현대중공업에 재직할 경력이 있다. 이는 계열사 관계를 가지는 것으로 실질적으로 독립적이지 않은 이사로 분류하였다. (주)대우조선해양의 이OO 이사의 경우 주채권은행 출신으로 독립적이지 않다고 판단하였다. (주)한화의 황OO 이사의 경우 주요매출처에 근무를 하였고, (주)만도의 김OO 이사의 경우 지배주주인 정OO의 고등학교 선배로 학연관계로

1) Fracassi & Tate(2012)에서는 토빈 Q를 $\frac{\text{Total Assets} + \text{Market Value of Equity} - \text{Book Value of Equity}}{\text{Total Assets}}$ 으로 정의하고

있으며, 본 연구에서는 이를 바탕으로 한국기업들의 토빈 Q를 계산하였다. 본 연구에서 사용한 토빈 Q의 계산방법은 김민철·기현희·최경아(2013)에서 사용한 토빈 Q 측정 방법과 동일하며, 김문철·전영순(2015)과 이호갑(2015)에 제시된 토빈 Q와 유사한 변수 통계량으로 확인되었다.

분류하였다.

〈표 2〉 사외이사의 독립성

패널 A: 이사-년도 샘플			
	샘플	%(전체이사 대비)	%(사외이사 대비)
이사	7252	100.00%	
사내이사	3992	55.05%	
사외이사	3260	44.95%	100.00%
독립적 사외이사	2317	31.95%	71.07%
비독립적 사외이사	943	13.00%	28.93%

패널 B: 비독립적 사외이사 관계(이사-년도 샘플)			
관계	샘플	%(사외이사 대비)	%(비독립적 사외이사 대비)
계열사	285	8.74%	30.22%
학연	426	13.07%	45.17%
소송대리	80	2.45%	8.48%
정부/채권단	79	2.42%	8.38%
전략적 제휴	43	1.32%	4.56%
기타	30	0.92%	3.18%

10명의 이사(계열사(6), 학연(1), 소송대리(1), 전략적 제휴(1), 기타(2))들의 경우 학연과 함께 관계가 있는 것으로 나타났으며, 학연보다는 다른 관계에 우선순위를 두고 분류하였음.

표 3은 이후 회귀분석에 사용된 기업별 각 변수의 기초통계량을 보여준다. 토빈 Q를 제외한 변수에 대해 2006, 2008, 2010, 2012, 2014년도의 자료를 수집하였으며, 회귀모형에서 발생할 수 있는 내생성 문제를 해결하기 위해 토빈 Q의 경우 다음 년도 자료를 수집하였다.

기업가치에 영향을 주는 독립변수들은 Fracassi & Tate(2012)에서 사용한 기업규모, 레버리지를 사용하였으며 추가적으로 기업성과를 사용하였다. 기업 규모는 기업과 관련한 여러 실증분석에서 독립변수로 사용되고 있으며, Brick et al.(2006)은 기업규모를 이사진들의 업무 복잡성에 대한 대체변수로 사용하였다. 기업규모는 규모의 경제를 실현할 수 있는 기반이 되는 변수로 기업 특성 중 가장 기본적인 변수로 인식된다. Modigliani & Miller(1963)와 Kraus & Litzenger(1973)는 기업이 자금조달에 있어 조세부문의 이득을 향유하는 수단으로 부채를 사용할 수 있으며, 이로 인해 기업가치를 높일 수 있다고 주장하였다. 이러한 의미에서 레버리지는 기업가치와 연관이 있다. 좋은 성과를 내는 기업의 경우 시장에서 높은 가치로 평가될 수 있다. 그러나 성과지표

〈표 3〉 변수 기초통계량

패널 A: 기업-년도 샘플						
변수	샘플	평균	중간값	표준편차	최소값	최대값
이사회 규모	1021	7.10	7.00	2.39	3.00	17.00
사외이사 비율(%)	1021	43.07	44.44	15.53	0.00	90.00
독립적인 사외이사 비율(%)	1021	30.86	30.00	18.03	0.00	90.00
Tobin's Q	1021	1.17	0.99	0.58	0.37	5.69
기업규모 (1000억원)	1021	8,620	1,950	21,400	0.0238	230,000
레버리지	1021	2.39	1.31	5.21	0.01	126.75
산업조정 자산수익률	1021	-0.13	0.06	6.16	-47.63	17.53
산업조정 주가수익률	1021	8.02	0.47	41.33	-79.80	253.22

패널 B: 비독립적 사외이사 관계(기업-년도 샘플)				
관계	샘플	%(사외이사 대비)	샘플	%(비독립적 사외이사 대비)
계열사	1020	10.31%	547	31.36%
학연	1020	13.39%	547	46.65%
소송대리	1020	2.12%	547	9.53%
정부/채권단	1020	1.98%	547	7.26%
전략적 제휴	1020	1.03%	547	4.13%
기타	1020	0.67%	547	2.51%

Note: 기업규모는 총자산을 바탕으로 수집하였음. 패널 B는 기업 수준에서 평균적인 비독립적 이사의 평균값을 보여줌. %는 사외이사가 존재하는 경우에만 계산하였으며, 1021개 기업 중 1개 기업은 사외이사가 존재하지 않았고, 474개 기업의 사외이사는 모두 독립적인 사외이사였음.

의 경우 산업 지표에 영향을 받을 수 있으며, 이러한 요인을 통제하기 위해 우리는 산업조정 재무성과와 산업조정 시장성과를 독립변수로 추가하였다.

1021개 기업을 대상으로 한 패널데이터에서 이사회규모는 평균 7.1명, 이중 사외이사비율은 43.07%로 이사진별로 분석했을 때의 44.95%와 거의 유사하다. 실질적으로 독립적인 사외이사의 비율은 기업별로 30.86%로 이 역시 전체 31.95%와 유사하게 분석되었다. 사외이사들 중 학연과 관계된 이사들의 기업별 평균값은 13.39%로 이사진 별로 분석했을 때의 13.07%와 유사한 결과를 나타내며, 계열사 관계의 경우 기업별 평균값은 10.31%로 이사진 별 8.74%보다 조금 높은 수치를 보인다.

표 4는 다변량분석(Multivariate analysis) 전에 일변량분석(Univariate analysis)을 실시한 결과로,

각 변수들의 상관관계를 보여준다. 이 결과에 따르면 토빈 Q로 대변되는 기업가치는 독립적인 사외이사 비율이 높을수록 그리고 비독립적인 사외이사 비율이 낮을수록 높게 나타난다.

〈표 4〉 상관관계 분석

변수	1	2	3	4	5	6	7
1. 토빈 Q	1						
2. 기업규모	-0.1465***	1					
3. 레버리지	-0.0479	0.1784**	1				
4. 산업조정 자산수익률	0.2016***	0.1227**	-0.2850** *	1			
5. 산업조정 주가수익률	0.1995***	-0.0343	-0.1191***	0.3267***	1		
6. 독립적인 사외이사비율	0.0532*	0.3913**	0.0948***	0.0221	-0.0876***	1	
7. 비독립적인 사외이사비율	-0.1447***	0.2581**	0.0875***	0.0073	0.0255	-0.5524***	1

Note: *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01

2. 회귀분석 결과 및 해석

우리는 Fracassi & Tate(2012)에 따라 이사회 의 독립성과 기업가치의 관계를 연구하기 위해 다음과 같은 회귀식을 설정하였다.

$$(Firm Value)_{i,t} = \alpha + \beta_1 (Firm Accounting)_{i,t} + \beta_2 (Firm Performance)_{i,t} + \beta_3 (Firm Governance)_{i,t} + \sigma_k + \gamma_t + \epsilon_{i,t}$$

$(Firm Value)_{i,t}$ 는 기업 i 의 t 기 기업가치(Tobin's Q), α 는 상수항, $(Firm Accounting)_{i,t}$ 는 기업 i 의 t 기 재무적 특성(기업규모(총자본), 레버리지(leverage)), $(Firm Performance)_{i,t}$ 는 기업 i 의 t 기 성과(산업조정 자산수익률, 산업조정 주가수익률), $(Firm Governance)_{i,t}$ 는 기업 i 의 t 기 지배구조 특성(비독립적 사외이사 비율, 독립적 사외이사 비율), σ_k 는 기업 i 가 속한 산업에 따른 고정효과, γ_t 는 t 기의 연도 고정효과, 마지막으로 $\epsilon_{i,t}$ 기업 및 시간에 따른 오차항을 나타낸다. 변수들 중 토빈 Q와 총자본의 경우 정적편포(right-skewed)가 두드러지게 나타나며, 회귀분석에서 이 값들은 로그(log)값으로 변환하여 사용하였다.

회귀분석에 있어서는 Pooled OLS와 고정효과 모형을 사용해 패널회귀분석을 실행하였다. Pooled OLS와 고정효과 모형의 적합성을 검정하기 위해 F-test 값을 사용하였으며, <표 5>에서 결과 값을 제시하고 있다. 결론적으로 우리가 실시하는 패널회귀분석은 고정효과 모형을 사용하는 것이 더 적합하다고 F-test는 보여준다. 추가적으로 패널회귀분석의 경우 일반적으로 고정효

〈표 5〉 사외이사의 독립성과 기업가치에 관한 모형 분석 결과

종속변수: Ln(토빈 Q)	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
기업규모	-0.047*** (0.000)	-0.026*** (0.000)	-0.030*** (0.000)	-0.011* (0.094)
레버리지	0.004 (0.100)	0.006*** (0.007)	0.004* (0.062)	0.006*** (0.005)
산업조정 자산수익률	1.192*** (0.000)	1.271*** (0.000)	1.175*** (0.000)	1.254*** (0.000)
산업조정 추가수익률	0.135*** (0.000)	0.128*** (0.000)	0.131*** (0.000)	0.124*** (0.000)
독립적인 사외이사비율	0.311*** (0.000)	0.265*** (0.000)		
비독립적인 사외이사비율			-0.321*** (0.000)	-0.247*** (0.003)
상수	0.975*** (0.000)	0.643*** (0.000)	0.730*** (0.000)	0.436*** (0.002)
샘플	1021	1021	1021	1021
산업 더미	No	Yes	No	Yes
연도 더미	No	Yes	No	Yes
Adjusted R-square	0.103	0.191	0.098	0.186
VIF(mean)	54.11	3.07	50.64	2.6
F-test(F-statistics)		8.75*** (0.000)		8.79*** (0.000)
Hausman Test(chi2)		70.33*** (0.000)		88.26*** (0.000)

Note: F-statistics는 고정효과가 모두 0이라는 가설을 검증하는 F-test에 기반을 두고 있음. Hausman test 는 고정효과와 임의 효과(random effect) 모형의 차이가 체계적이 아니라는 chi-square test에 입각하고 있음. 연도 더미와 산업 더미는 테이블에서 생략되었음. 괄호 안의 값은 p-value를 나타냄. *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

과와 확률효과(random effect) 모형을 고려하며, 모형의 적합성을 위해 Hausman Test를 실시하였다. 이 검정결과 역시 확률효과 모형보다는 고정효과 모형이 본 논문의 패널회귀분석에 더 적합하다는 결과를 보인다. 또한 Adjusted R-square 역시 고정효과 모형에서 각각 0.191과 0.186으로 상대적으로 높은 수치를 보인다. 그래서 <표 5>의 검정결과들은 모형 2와 모형 4의 산업 및 연도 고정효과 모형에 기반을 둔 결과가 가장 적합하다는 것을 보이고 있다. 회귀분석에서는 독립변수들 간의 다중공선성으로 인해 계수 추정치들이 왜곡될 가능성이 있으며, 이를 위해 각 모형의 분산팽창요인(VIF: Variance Inflation Factor) 평균값을 제시하고 있다. 분산팽창계수의 최댓값은 모두 기업 규모 변수인 Ln(Total Assets)에서 나타났으며, 고정효과 모형에서는 VIF의 최댓값이 10을 넘지 않는 것으로 나타났다.

산업 및 연도 고정효과 모형인 모형 2와 모형 4에 따르면 기존 이사회의 독립성 지표로 주로 사용되는 사외이사 비율은 독립적인 사외이사와 비독립적인 사외이사를 기준으로 추가적으로 세분화할 수 있으며, 기업가치에 대해서 상이한 효과를 보인다는 것을 알 수 있다. 본 논문에서 새롭게 설정한 독립적인 사외이사 비율이 높을수록 기업가치는 높게 나타나는 반면, 비독립적 사외이사 비율이 높을수록 기업가치는 낮게 나타나며 이는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 결과이다. 이와 같은 회귀분석 결과는 본 논문의 가설을 지지하고 있다.

본 연구에서 주장한 가설이 지지됨으로서 본 연구에서 주장한 내용 즉, 사외이사 모두가 독립적으로 그 기능을 수행하는 것은 아니며, 기업가치 제고 측면에서 독립적인 사외이사는 긍정적인 영향을, 비독립적인 사외이사는 부정적인 영향을 가져다줄 것이라는 본 연구의 주장이 지지되었다.

V. 결론

본 논문은 기존에 국내기업의 이사회를 분석함에 있어 중요하게 생각했던 사외이사 비율과 다른 실질적으로 독립적인 사외이사의 개념과 비율을 제시하였다. 또한 이러한 독립적인/비독립적인 사외이사 비율과 기업가치와의 관계를 실증 분석하였다. 주요 발견으로는 기존의 사외이사 중 실질적으로 독립적이지 않은 이사가 상당수 존재한다는 것이다. 이 중에는 학연과 계열사 관계로 얽힌 사외이사의 비중이 높았다. 또한 실질적으로 독립적인 사외이사들이 기업가치에 긍정적으로 영향을 끼치는 것으로 나타난 반면, 비독립적인 사외이사들은 기업가치에 부정적인 영향을 끼치는 것으로 나타났다.

이사회는 기업지배구조에서 임원진과 함께 중요한 구성요소로 손꼽힌다. 임원진은 기본적으로

로 지대를 추구하는 주체로 간주되며, 이로 인해 기업에서는 주인-대리인 문제가 발생한다. 여기서 발생하는 대리인 비용을 줄이기 위한 기제로 이사회가 존재한다. 특히 이사회 구성요소 중 사외이사들의 경우 경영진의 자유재량권 남용을 통제하기 위한 감시활동을 활발히 수행할 것을 요구받는다. 한국에서도 이러한 개념을 바탕으로 사외이사의 비율을 제도적으로 늘리려는 노력을 시행하였으며, 1998년 IMF 경제위기 이후 지속적으로 사외이사의 비율은 늘어났다. 그러나 이러한 노력에도 불구하고 한국의 사외이사 제도는 개선되어야 할 것으로 사료된다.

미국의 경우 2009년 관련법안의 수정안을 바탕으로 기업으로 하여금 이사 후보에 대한 관련 사항을 공개하도록 하였다.²⁾ 한국 역시 상법에서 이사후보에 대한 관련사항들을 공개하도록 하고 있으나, 그 범위가 미국보다 협소하다.³⁾ 미국의 경우 현직 이사와 이사후보에 대해 재직이사 및 경영진과의 가족관계, 독립성 여부, 이사로서의 자격기준 등의 세부사항을 공개토록하고 있다. 한국도 더 이상 사외이사를 양적으로 늘리려는 노력보다는 질적인 부분에서 이들의 전문성과 독립성 여부를 판단할 수 있는 정보들이 공개될 필요가 있다. 한국 사외이사들의 경우 학연 및 계열사 관계가 가장 두드러지게 나타났다. 그러나 법적으로 이러한 관계에 있는 사외이사들을 제외시키는 과잉규제는 자칫 기업의 가치를 훼손하는 또 다른 요인으로 작용할 수도 있다. 그래서 기본적인 정보들을 공개토록 유도하고 이러한 정보들을 바탕으로 시장에서 최선의 선택이 이루어지는 장을 만드는 것이 중요하다.

사외이사는 기본적으로 회사 또는 임원진/사내이사 들로부터 독립적인 위치에 있을 때, 이해충돌 상황에 맞닥뜨리지 않고, 효율적으로 이사의 역할을 수행할 수 있다. 그래서 독립적인 사외이사들은 기업가치를 높일 수 있다. 그러나 한국 기업들에서 회사 또는 임원진/사내이사들과 비독립적인 관계를 갖는 사외이사들이 존재하며, 이들로 인해 기업의 가치가 훼손될 수 있다는 것을 우리는 본 연구를 통해 보여주고 있다. 본 논문은 사외이사가 갖는 특성/네트워크를 바탕으로 독립성을 정의하고, 다른 그룹에 속하는 이들을 분류하여, 이들의 기업가치에 대한 효과를 차별화 시켰다는데 기여도가 높다고 볼 수 있으며, 이는 향후 이사회 관련 정책을 수행함에 있어서 중요한 함의를 가진다고 할 수 있다.

2) 1933년 제정된 증권법(Securities Act) Regulation S-K의 수정안(17 CFR 229.407)으로 상장기업들의 경우 위임장설명서(Proxy Statement)에 이사, 임원, 이사후보, 및 임원후보에 관한 관련사항 및 자격사항들을 공개하여, 투자자들이 이들의 적격성을 판단하기에 용이하게 하였다.

3) 상법 제542조의4, 상법 시행령 제31조, 기업공시서식 별지 제58호

참고문헌

- 경제개혁 리포트(2014), “2014년 대규모기업집단의 사외이사 분석”, 2014-00호, 경제개혁연구소
- 김문철·전영순(2015), “기업의 성장가능성이 사내유보이익과 기업가치의 관계에 미치는 영향”, 『경영학연구』, 제44권, 3호, pp.737-765.
- 김민철·기현희·최경아(2015), “기업구조조정의 성과와 기업가치에 미치는 영향”, 『국제회계연구』, 제50권, pp.1-20.
- 김상훈·김양민(2008), “이사회와 최고 경영층의 관계적 요인이 기업성장에 미치는 영향”, 『전략경영연구』, 제11권, 1호, pp.43-63.
- 김필수·박영령·최순규(2015), “사외이사의 비중과 기업 인수합병 성과와의 관계-최고경영자의 이사회 의장직 겸임에 의한 상호작용 효과”, 『벤처창업연구』, 제10권, 3호, pp.85-97.
- 남현정·유승훈(2011), “이사회 활동성 결정요인과 이사회 활동성이 기업성장에 미치는 영향”, 『산업경제연구』, 제24권, 6호, pp.4083-4105.
- 손영화(2009), “적대적 M&A와 이사회기능”, 『기업법연구』, 제23권, 2호, pp.137-167
- 신종석(2015), “주식회사 사외이사의 독립성 확보를 위한 법적 과제”, 『법학연구』, 제57권, pp.117-135.
- 이호갑(2015), “기업지배구조의 개선이 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향”, 『회계연구』, 제20권, 4호, pp.111-134.
- 이효경(2014), “사외이사의 독립성”, 『기업법연구』, 제28권, 1호, pp.89-120.
- 최순재·김영길(2009), “이사회 위원회 구조와 기업성과간의 관계에 관한 연구”, 『회계연구』, 제14권, 1호, pp.1-26.
- 최한수·이창민·석우남(2016), “임원의 보수 결정 과정에 대한 실증 분석: 미국과 한국의 비교”, 『Journal of the Korean Data Analysis Society』, 제18권, 4호, pp.1997-2010.
- Bhagat, S. & Bolton, B.(2008), “Corporate Governance and Firm Performance”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 3, pp.257-273.
- Cai, Y. & Sevilir, M.(2012), “Board Connection and M&A Transactions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, No. 2, pp.327-349.
- Cheng, S.(2008), “Board Size and the Variability of Corporate Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 1, pp.157-176.
- Choi, J. J., Park, S. & Yoo, S. S.(2007), “The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 2, pp.941-962.
- Core, J., Holthausen, R. & Larcker, D.(1999), “Corporate Governance, CEO Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 3, pp.371-406.

- Dahya, J., Dimitrov, O. & McConnell J.(2008), “Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 1, pp.73-100.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D. & Shrader, C. B.(2003), “Board of Director Diversity and Firm Financial Performance”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 2, pp.102-111.
- Faleye, O., Hoitash, R. & Hoitash, U.(2011), “The Costs of Intense Board Monitoring”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 1, pp.160-181.
- Fracassi, C. & Tate, G.(2012), “External Networking and Internal Firm Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 67, No. 1, pp.153-194.
- Goyal, V. K. & Park, C. W.(2002), “Board Leadership Structure and CEO Turnover”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, No. 1, pp.49-66.
- Keys, P. & Li, J.(2005), “Evidence on the Market for Professional Directors”, *Journal of Financial Research*, Vol. 28, No. 4, pp.575-589.
- Knyazeva, A., Knyazeva, D. & Masulis R.(2013), “The Supply of Corporate Directors and Board Independence”, *Review of Financial Studies*, Vol. 26, No. 6, pp.1561-1605.
- Kraus, A. & Litzenberger R. H.(1973), “A State-preference Model of Optimal Financial Leverage”, *Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4, pp.911-922.
- Laux, V.(2008), “Board Independence and CEO Turnover”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 1, pp.137-171.
- Modigliani, F. & Miller M. H.(1963), “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp.433-443.
- Schmidt, B.(2015), “Costs and Benefits of Friendly Boards during Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 117, No. 2, pp.424-447.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W.(1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp.737-783.
- Wang, C., Xie, F. & Zhu, M.(2015), “Industry Expertise of Independent Directors and Board Monitoring”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 50, No. 5, pp.929-962.

Real Independence of External Directors and Firm Value

Hansoo Choi

Korea Institute of Public Finance, Research Group for Fiscal Policies, Associate Research Fellow

Changmin Lee

Hanyang University, Business School, Assistant Professor

Woonam Seok

Korea Economic Research Institute, Research Group, Associate Research Fellow

ABSTRACT

This paper focuses on the real independence level of the corporate board rather than the ratio of external directors on board which is generally counted for the board independence in Korean firms. We provide the concept of real board independence and its impact on the firm value for Korean Chaebol (Conglomerates). The External directors on board are linked to the executives or the firms through affiliated firms, education, litigation services, main creditor bank, or partner firms. We consider that the external board members without any connections can represent the real independence level of the board. We find that the portion of external directors on board is 44.95%, while the portion of independent directors is 31.95%. There is about 13% of external directors on board who are not independent. Second, firm value is higher in a firm with greater portion of independent external directors and with lower level of non-independent external directors on board.

Key Words: board, external(outside) director, board independence, Tobin's Q, agent problem

Received February 28, 2017

Revised March 29, 2017

Accepted April 12, 2017