

재임기간에 따른 사외이사 비율과 기업가치

임새훈

서강대학교 경영전문대학원 박사과정

박영석

서강대학교 경영학부 교수

The Ratio of Outside Directors according to their Tenure and Firm Value

Sae-Hun Lim^a, Young-Seog Park^b

^aSogang Business School, Sogang University, South Korea

^bSogang Business School, Sogang University, South Korea

Received 30 November 2020, Revised 16 December 2020, Accepted 21 December 2020

Abstract

Purpose - The purpose of this study was to examine the effect of the ratio of outside directors, especially the ratio of outside directors according to their tenure, on firm value.

Design/methodology/approach - This study collected total 3,861 firm-year data about companies listed KRX KOSPI market in Korea. The Pooled Ordinary Least Square Model and Panel Fixed Effects Model were hired in order to analyze the data.

Findings - First, it was found that the ratio of outside directors for total sample had no significant effect on firm value, and the estimation coefficient of dummy variable for the average tenure less than 3 years had a significant positive(+) effect on firm value. Second, the ratio of outside directors corresponding to the tenure of less than 3 years had a significant positive(+) effect on the firm value. On the contrary, the ratio of outside directors corresponding to the tenure of 3 years or more had a significant negative(-) effect on firm value. Third, the ratio of outside directors corresponding to the tenure for more than 6 years did not show any significant influence on firm value.

Research implications or Originality - First, if other matters are not additionally considered, keeping the tenure of outside directors shortly on average could help to increase firm value. Second, in the case of firms facing the decision to reappoint outside directors for the first time, it is highly likely that the firm value would decrease on average, so careful decision-making considering various aspects is required. However, this study does not take into account the legal standards for the appointment of outside directors, diversity of outside directors, and the actual independence of outside directors according to other criteria in the analysis. Therefore, if these factors are considered, there is a possibility that the empirical analysis results of this study may show different patterns.

Keywords: Board Independence, Ratio of Outside Directors, Outside Directors Tenure, Firm Value

JEL Classifications: G34, L22, M19

^a First Author, E-mail: limseah77@sogang.ac.kr

^b Corresponding Author, E-mail: yspark@sogang.ac.kr

© 2020 The Institute of Management and Economy Research, All rights reserved.

I. 서론

본 연구에서는 사외이사의 비율로 측정된 이사회 독립성이 기업 가치에 미치는 영향을 분석 하였다. 아울러 대부분의 기업들이 정관 상 사외이사의 임기를 3년으로 정하고 있는 점을 감안하여, 3년 단위의 사외이사 재임기간을 기준으로 표본에 대한 사외이사 비율을 재산정하여 이를 활용한 분석을 진행함으로써 기존 연구와는 달리 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 더욱 차별화된 시사점을 제공하고자 하였다.

국내 상장기업을 대상으로 이루어진 이사회 독립성 관련 연구들은 이사회 규모나 사외이사 비율을 대리변수로 한 연구가 주를 이루었다. 또한 소수의 연구자들이 실질적으로 독립적인 사외이사 비율을 분석에 활용하기도 하였지만 이를 재임기간으로 확장하여 분석을 진행한 경우는 드물었다. 이와 관련하여 Kim Sang-Hoon and Kim Yang-Min (2008)은 최고경영자와 사외이사의 동반 재임기간(Joint tenure)을 최고경영층과 이사회의 관계적 특성 중 하나로 활용하였고, Kim Ji-Young and Yoo Jae-Wook (2015)은 이사회 의 주요 특성과 최고경영자 재임기간의 교차 항을 구성하여 최고경영자의 재임기간에 따른 관계적 특성으로 확장하여 기업성과와의 관계를 분석하였다.

이와는 달리 본 연구에서는 사외이사과 최고경영층과의 관계적 요인이 이사회 독립성에 중요한 영향을 미친다는 선행연구 결과를 토대로, 결국 이것이 사외이사 재임기간에 반영되는 형태로 기업 가치에 영향을 미칠 것이라는 논리를 통해 분석을 진행하였다. 즉, 최고경영층과 사외이사 간 인구통계학적 상이성(Demographic dissimilarity)이 낮고, 사회적 유대관계(학연, 지연, 혈연 등)가 존재하는 사외이사를 선임한 경우라면, 최고경영층과 친밀한 관계(Friendliness with TMT)를 형성하고 있을 가능성이 높고, 만약 이러한 관계가 사외이사의 재임기간에 반영된다면 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 보고자 하는 것이다.

이사회 독립성과 관련하여 그간 이루어진 다수의 연구들은 기본적으로 사외이사가 경영진으로부터 독립적인 위치에서 그 기능과 역할을 수행하고 있다는 가정이 전제되어 있다. 이와는 달리 본 연구에서는 사외이사가 최고경영자와 친밀한 관계를 형성하여 이것이 사외이사의 재임기간에 영향을 주었을 것이라는 가정 하에, 즉 사외이사가 경영진으로부터 독립적이지 않을 가능성이 재임기간의 형태로 반영될 수 있다고 가정하여 분석을 진행한다는 차별점이 있다. 아울러 개별 사외이사의 재임기간을 사외이사의 구성 비율의 산정 기준으로 활용함으로써 최고경영자와의 관계에 국한하지 않고 다른 사내 동기이사와 친밀한 관계를 형성한 경우에도 재임기간에 반영될 수 있으므로 이를 포함하고자 하였다.

본 연구는 2012년부터 2017년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 최종 3,861개의 기업-연도(Firm-year) 표본을 대상으로 고정효과모형(Panel Fixed Effects Model)을 활용하여 분석을 진행하였고 필요한 경우 합동회귀모형(Pooled OLS Model)을 활용한 분석결과도 일부 제시하였다. 실증분석결과, 사외이사 비율은 기업 가치에 미치는 유의한 영향이 나타나지 않았다. 이러한 결과는 사외이사 비율이 당기 및 차기의 기업 가치와 아무런 관계가 없다는 Hong Gwang-Heon, Yi Ka-Youn and Seo Gon-Seok (2010)의 연구결과를 지지하는 것으로 국내 기업을 대상으로 한 연구에서는 사외이사의 수를 이사회 구성원 총수로 나누어 계산된 사외이사 비율을 이사회 독립성에 대한 대리변수로 활용하는 것이 경우에 따라서는 적절하지 않을 수 있음을 나타내는 대목으로 풀이된다.

한편 앞선 분석모형에 기업의 사외이사 평균 재임기간이 3년 미만인지를 더미변수로 추가한 분석결과 추정계수가 양(+)을 나타내어, 사외이사 비율이 재임기간에 따라 기업 가치에 영향을 미칠 것으로 예상되었다. 따라서 전체 표본기업을 구성하고 있는 개별 사외이사에 대하여 3년 단위의 사외이사 재임기간을 기준으로 사외이사 비율을 재구성하여 분석을 진행하였고, 실증분석결과 재임기간이 3년 미만에 해당하는 사외이사 비율은 기업 가치에 유의한 양(+)의 영향을, 3년에서 6년에 해당하는 사외이사 비율은 유의한 음(-)의 영향을, 6년 이상에 해당하는 사외이사 비율은 유의성이 확인되지 않는 결과를 나타내었다. 이러한 결과는 3년의 임기를 가정할 때, 평균적으로 최초 선임 시에는 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높고, 1회 재선임 이후에는 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높으며, 2회 재선임 이후에는 긍정적인 영향과 부정적인 영향이 혼재하고 있을 가능성을 암시하는 것으로 해석되었다.

본 연구는 다음의 부분에서 기존 연구와의 차별화된 기여점이 존재한다. 우선 시기 조사한 데이터를

토대로 각 사업연도 말 현재의 정확한 이사회 구성현황을 분석에 활용하여 연구결과의 신뢰성을 한층 배가시켰다. 또한 사외이사와 기업의 최고경영층과의 친밀한 관계가 형성된 경우를 가정하고, 이러한 친밀성으로 인해 사외이사가 장기 재임하는 형태로 반영되어 기업 가치가 변동될 수 있는 가능성에 대한 실증분석결과를 제시하였다. 마지막으로 사외이사의 재임기간을 사외이사 비율 산정에 활용함으로써 실질적으로 독립적인 사외이사의 역할에 대한 연구 분야의 확장에 기여한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. I 장에서의 서론에 이어, II 장에서는 사외이사 비율과 사외이사 재임기간과 관련한 기존 연구들을 고찰한다. III 장에서는 본 연구에서 활용하는 주요 변수의 정의와 측정방법을 기술하고 연구모형을 제시하며, IV 장에서는 관심변수인 사외이사 비율과 재임기간에 따른 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 분석결과를 제시한다. V 장에서는 본 연구의 분석결과를 종합하고 시사점과 한계점을 제시한다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

1. 사외이사 비율

기업지배구조를 규율하는 이사회 역할과 관련하여 그 독립성을 확보하여야 한다는 연구가 지속적으로 이루어져 왔고 이를 대리하는 변수로 사외이사 비율이 가장 빈번하게 활용되어 졌다. 하지만 분석기간, 선정된 표본기업에 따라서 혹은 기타의 다른 사유로 사외이사 비율과 기업 가치 사이의 관계에 대한 분석자들의 주장은 일치되지 않은 결과를 나타내었다.

이와 관련하여 두 가지 대립되는 이론, 이해일치가설(Interest alignment hypothesis)과 경영자 안주가설(Management entrenchment hypothesis)이 존재한다. 이해일치가설에 따르면 사외이사 비율이 높을수록 경영자에 의한 대리인 비용의 발생가능성이 억제되어 주주의 이해와 일치하는 의사결정이 이루어질 가능성이 높다. 반면 경영자 안주가설에 따르면 경영자의 지배권이 확대됨에 따라 사외이사의 역할이 제한적으로 이루어져, 경영자의 사적이익 추구행위가 늘어남에 따라 대리인 비용이 증가하여 주주의 부를 침해할 가능성이 높다.

우선 사외이사 비율을 활용한 일련의 연구흐름은 사외이사 비율과 기업가치 혹은 기업성과 간에는 긍정적인 양(+)의 관련성이 존재한다는 것이다(Weisbach, 1988, Hill and Snell, 1988; Rosenstein and Wyatt, 1990; Byrd and Hickman, 1992; Yermack, 1996; Cotter, Shivdasani and Zenner, 1997). 국내 기업을 대상으로 사외이사 비율과 기업가치 혹은 기업성과와의 관계를 연구한 다수의 연구자들 역시 긍정적인 양(+)의 관계가 존재함을 보고하였다(Choi Jung-Ho, Kim Sung-Jin and Kim Sung-Jung, 2003; Shin Hyun-Han, Lee Sang-Cheol and Chang James-Jinho, 2004; Park Jong-Il and Kim Wan-Hee, 2006; Jeon Moo-Kyeong and Lee Ki-Eun, 2012). 한편 기업 특성에 따라 사외이사 비율과 기업 가치와의 관련성을 연구한 결과들은 기업규모가 크고 사업영역이 다각화된 기업들에서 사외이사 비율이 높을수록 기업 가치와 긍정적인 양(+)의 관계가 존재한다고 하였으며(Core, Holthausen and Lacker, 1999), 사외이사의 정보획득비용이 낮은 기업에서 사외이사 비율이 높을수록 기업가치가 높다(Duchin, Matsusaka and Ozbas, 2010)는 연구결과를 보고하기도 하였다.

한편 이와는 다른 연구흐름은 사외이사 비율과 기업가치 사이에는 부정적인 음(-)의 관계가 존재하거나 아무런 관련성이 없다는 것이다(Hermalin and Weisbach, 1991; Agrawal and Knoeber, 1996; Bhagat and Black, 2001; Hong Gwang-Heon, Yi Ka-Youn and Seo Gon-Seok, 2010; Kang Yoon-Sik and Kook Chan-Pyo, 2012; Choi Han-Soo, Lee Chang-Min and Seok Woo-Nam, 2017). 이와 관련하여 최근에 진행된 소수의 연구에서는 사외이사의 총수를 이사회 구성원 총수로 나누어 계산하여 실증분석에 활용하였던 사외이사 비율을 확장하여 학연, 지연 및 경력 등을 기준으로 실질적으로 독립적인 사외이사 비율을 계산정하여 분석에 이용하는 경향을 보이고 있다.

Kang Yoon-Sik and Kook Chan-Pyo (2012)는 사외이사 개인별 학력(고등학교 및 대학교), 과거 경력(당회회사 및 계열회사) 그리고 과거 경력 중 공무원, 정치인 혹은 법조인 출신인지를 기준으로 경영진

과 우호적인 사외이사과 독립적인 사외이사로 구분하여 분석을 진행하였다. 또한 Choi Han-Soo, Lee Chang-Min and Seok Woo-Nam (2017)은 당해회사 혹은 계열회사에서의 재직경력 존재여부, 당해회사와 전략적 제휴관계에 있는 회사출신 여부, 과거 정부 혹은 채권단 소속여부, 학연(고등학교 및 대학교), 당해회사와 소송관계에 있는 회사출신 여부 등 총 5가지 사항을 기준으로 독립적인 사외이사과 비독립적인 사외이사를 구분하여 분석을 진행하였다. 이들의 분석결과 독립적인 사외이사는 기업 가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치지만 우호적인 사외이사(혹은 비독립적인 사외이사)는 기업 가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치거나 분석방법에 따라 기업 가치에 미치는 유의한 영향력이 존재하지 않는 결과를 나타내어 사외이사의 실질적인 독립성과 관련한 연구의 필요성을 증대시켰다. 한편 Kang Yoon-Sik and Kook Chan-Pyo (2012)의 경우 상장회사협의회에서 발간한 경영인 목록을 통해 데이터를 수집(2001년부터 2010년까지)하였고, Choi Han-Soo, Lee Chang-Min and Seok Woo-Nam (2017)은 경제개혁연구소에서 제공하는 이사회 데이터를 분석에 활용하였다. 하지만 2010년 이후로는 상장회사협의회에서 더 이상 경영인 목록을 발간하지 않고, 경제개혁연구소의 이사회 데이터는 대기업집단을 대상으로 2년 단위로 제공되고 있어, 분석대상을 유가증권시장으로 확대하고 분석기간을 최근으로 한정할 경우 실질적으로 독립적인 사외이사에 대한 데이터를 확보하는데 어려움이 있을 것으로 보인다.

2. 사외이사 재임기간

이사회 독립성에 대한 대리변수로 재임기간(tenure)을 활용한 연구들에서는 일반적으로 최고경영층(Top management team) 혹은 이사회(Board of directors) 단위로 측정된 재임기간을 이용한 특징을 보이고 있고, 특히 국내 상장기업을 대상으로 한 관련 연구는 거의 이루어지지 않은 것으로 보인다. 한편 영국의 Combined Code에서는 10년 이상 재직한 사외이사의 경우 경영진으로부터 독립적이라고 볼 수 없다고 규정하고 있으며, 국내적으로는 최근 사외이사 재임기간을 제한하는 상법 시행령 개정안이 국회를 통과하여 본격적인 시행을 앞두고 있어,¹⁾ 상장기업들이 실질적으로 이를 적용받을 것으로 예상되는 2021년 정기주주총회를 앞둔 시점에서 사외이사 재임기간을 다루는 것은 시의적절하다고 할 수 있을 것이다.

사외이사 재임기간과 관련한 연구는 전술한 사외이사 비율에 대한 연구흐름과 마찬가지로 기업 가치에 긍정적인 양(+)의 관련성이 존재한다는 연구결과와 부정적인 음(-)의 관련성이 존재한다는 연구결과들이 혼재하고 있다. 우선 사외이사 재임기간의 증가는 사외이사의 회사에 대한 이해력을 높이고 경영자에 대한 감시기능을 증가시켜 기업 가치를 증대시킨다는 연구흐름이 존재한다(Monks and Minow, 1995; Beasley, 1996; Schnake, Fredenverger and Williams, 2005; Henderson, Miller and Hambrick, 2006; Rutherford and Buchholtz, 2007; Sharma, 2011). 사외이사가 사내이사에 비해 상대적으로 경영진으로부터 독립적이므로 주주의 권리를 더욱 잘 보호할 수 있다(Fama and Jensen, 1983)는 주장은 이러한 연구흐름을 지지하는 고전적인 이론적 배경에 해당한다.

이와 반대되는 연구흐름은 사외이사 재임기간이 증가할수록 경영진과의 유대관계가 증가하여 기업 가치가 감소할 수 있다는 것이다(Hambrick and Fukutomi, 1991; Carcello and Neal, 2000; Vafeas, 2003; Park Jong-Il and Kim Wan-Hee, 2006; Kim Sang-Hoon and Kim Yang-Min, 2008; Kim Ji-Young and Yoo Jae-Wook, 2015). 앞서 사외이사 비율에 관한 기존 연구에서 전술한 경영자 안주가설(Management entrenchment hypothesis)은 이를 뒷받침해주는 이론적 배경에 해당한다.

한편 국내 상장기업을 대상으로 진행된 연구는 Kim Sang-Hoon and Kim Yang-Min (2008)과 Kim Ji-Young and Yoo Jae-Wook (2015)이 대표적이다. Kim Sang-Hoon and Kim Yang-Min (2008)은 최고경영자와 사외이사의 동반 재임기간을 측정하여 기업성과(ROA)와의 관계를 연구하였다. 이들의 실증

1) 2020년 1월 국회는 사외이사 재직기간을 6년(계열회사 포함 최대 9년)으로 제한하는 상법 시행령 개정안을 의결하였다. 또한 금번 상법 시행령 개정안에는 계열회사의 임직원에 대해서도 냉각기간(cooling periods)을 기존 2년에서 3년으로 확대하는 사항도 포함되어 있다. 따라서 이를 적용 받는 상장법인들은 2021년 정기주주총회에서 그간 장기 재직해 온 다수의 사외이사가 교체될 것으로 판단되고, 향후 이의 시행으로 인해 이사회 독립성에 증가에 따른 기업지배구조의 개선이 이루어질 것으로 기대된다.

분석결과 동반 재임기간은 기업성과와 역 U자형의 관계(Reverse U-Shaped)가 존재하여, 동반 재임기간의 초기에는(즉 사외이사가 선임된 초기) 기업 가치가 증가하는 양상을 보이지만, 동반 재임기간이 길어질수록 기업 가치가 감소하는 결과를 나타내었다. 하지만 이들의 연구는 사외이사제도가 국내에 도입된 이후 얼마 지나지 않은 기간(1998년부터 2004년까지)을 분석대상으로 하고 있어, 사외이사제도가 어느 정도 정착되었을 것으로 판단되는 현재 시점에서도 적용될 수 있을 것으로 보기에 한계가 있을 것으로 보인다. 또한 이들의 연구에서는 기업성과에 영향을 미치는 재무적 요인들이 분석에 고려되지 않은 점도 이들의 분석결과를 일반화하기 어려운 이유에 해당한다.

Kim Ji-Young and Yoo Jae-Wook (2015)은 최고경영자 재임기간을 통해 최고경영자와 이사회와의 관계적 특성을 연구하였다. 실증분석결과 학연과 지연으로 측정된 사외이사와 최고경영자 간 네트워크 밀도는 최고경영자 재임기간과의 상호작용을 통해 기업성과에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 사외이사 비율로 측정된 이사회 특성은 최고경영자 재임기간과의 상호작용을 통해 기업성과에 유의한 영향을 미치지 않는 결과를 나타내었다. 이러한 결과는 최고경영자 재임기간이 증가할수록 이사회 구성원들과의 협력적인 관계가 형성될 가능성이 높아질 수 있음을 의미한다. 한편 이들의 연구에서는 분석기간이 2010년의 1개년에 불과하여 분석결과를 일반화하기 어렵고, 최고경영자 재임기간을 조절변수로만 활용함으로써 사외이사 재임기간이 분석에 고려되지 않은 한계점이 존재한다.

3. 가설설정

상기 선행연구의 논의를 토대로 본 연구에서는 다음의 가설을 설정하였다. 사외이사 비율에 대한 기존 연구결과는 분석기간, 분석방법 등에 따라 기업 가치에 미치는 영향이 혼재되어 있다. 따라서 본 연구에서는 이를 감안하여 사외이사 비율이 기업 가치에 영향을 미치지만 긍정적이거나 부정적인 영향력을 예측하지 않은 가설 **H1**을 설정하였다. 또한 사외이사 재임기간 초기에는 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 기존 연구결과를 바탕으로 가설 **H1-1**을 설정하였다. 또한 본 연구는 사외이사 독립성에 대한 기존 연구들의 결과를 토대로 사외이사가 경영진으로부터 독립적이지 않음을 가정하여 기업 경영진과 우호적인 관계를 형성하고 있는 사외이사의 경우가 장기의 재임기간의 형태로 반영될 것으로 판단하여 실증분석을 진행하고 있다. 따라서 이를 검증하기 위한 가설 **H2**를 설정하였다. 한편 본 연구의 분석결과가 강건한지를 검증하기 위해 경영자의 영향력이 상대적으로 클 것으로 예상되는 대규모 기업집단 소속기업인지의 여부(Group Dummy)를 추가한 가설 **H3**을 설정하였다.

H1 사외이사 비율은 기업 가치에 영향을 미칠 것이다.

H1-1 사외이사 재선임 여부(Under 3year)는 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

H2 사외이사 재임기간에 따른 구성 비율은 기업 가치에 상이한 영향을 미칠 것이다.

H3 재벌기업 여부에 따라 사외이사 비율은 기업 가치에 상이한 영향을 미칠 것이다.

III. 연구방법론

1. 표본 선정

Table 1. Sample Distributions

Key Variables	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
Outsider Ratio (Total sample)	39.23%	39.46%	39.61%	40.52%	40.76%	41.13%
Outsider Ratio 1 (Under 3y)	20.76%	20.78%	20.18%	21.30%	21.96%	22.02%
Outsider Ratio 2 (Over 3y)	16.50%	16.85%	17.54%	17.29%	17.05%	17.62%
Outsider Ratio 3 (3y to 6y)	8.91%	8.76%	9.41%	9.32%	9.18%	9.74%
Outsider Ratio 4 (Over 6y)	7.58%	8.09%	8.14%	7.97%	7.87%	7.88%
Outsider Tenure	4.36y	4.45y	4.50y	4.51y	4.39y	4.35y
Sample Size	637	639	640	639	648	658

Notes: 1. All variables are explained in <Table 2>.

2. The sample size represents the number of firms, respectively.

Source: DART(금융감독원 전자공시시스템).

본 연구의 분석 대상은 한국거래소 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인이다. 이사회 독립성을 분석한 기존 연구들과 마찬가지로 표본 기업의 선정 시, 타 기업들보다 보다 엄격한 기준을 적용 받는 금융회사와 존속 기간이 결정되어 있는 특수목적회사, 본국에서의 기준이 회사 경영에 반영되는 외국주권회사 등은 기본적으로 분석에서 제외하였다. 또한 추가적으로 다음의 기준을 반영하여 최종 분석대상 기업 선정에서 제외하였다. 각 분석대상 사업연도 말 시점에 사외이사가 일시적으로 존재하지 않는 기업²⁾, 당해 상장(IPO)되어 전기의 재무자료 등을 활용할 수 없는 기업, 그리고 사업연도 중 상장 폐지되어 기말 시점의 재무자료 등을 확인할 수 없는 기업의 경우가 그러한 경우에 해당한다. 본 연구에서는 이와 같은 기준을 통해 최종 3,861개의 기업-연도(Firm-year) 표본을 확정하였고, 상기 <Table 1>은 최종 선정된 기업들의 표본분포를 기술하고 있다.

2. 변수의 정의와 측정

본 연구에서는 종속변수인 기업 가치의 대용변수로 이사회 독립성을 연구한 기존 연구들에서 주로 활용되어 온 Tobin's Q를 활용하였다. Tobin's Q는 사업연도 말 시점의 자본의 시장가치에 부채의 장부 가치를 더한 값을 자산의 장부 가치로 나눈 값으로 계산하여 분석에 활용하였다. 또한 본 연구의 주요 관심변수인 사외이사 비율은 표본기업의 개별 사외이사 비율의 평균값으로 계산된 값으로 측정하였다. 사외이사 재임기간별 비율은 각 재임기간에 해당하는 기업별 사외이사 비율에 대한 평균값으로 측정하였고 이렇게 측정된 연도별 사외이사 비율 분포는 <Table 1>에 기술하였다. 사외이사 재임기간은 기업별 평균 사외이사 재임기간을 전체 표본기업에 대한 평균값을 구하여 측정하였다. 한편 전술한 사외이사 비율과 재임기간의 산정을 위해서는 각 사업연도 말 현재의 정확한 이사회 구성현황을 파악하는 것이 선행되었다. 이를 위해 우선 분석기간 동안 각 개별기업의 사업보고서에 기술된 이사회 구성현황을 파악한 후 직전의

2) 사외이사의 일신상 이유 등으로 일시적으로 분석 사업연도 말에 사외이사가 존재하지 않는 기업이 존재한다. 예를 들어, STX(062780)의 경우 기업회생절차의 진행으로 인해 2015년 12월 31일 현재 사외이사가 전원 중도 퇴임하여 이사회가 전원 사내이사(기타비상무이사 포함)로만 구성되어 있었고 FY2015의 분석에서는 제외되었다.

분기보고서를 열람하여 일치여부를 수기 확인하였고, 일치하지 않을 경우 임시주주총회 혹은 정기주주총회에서 신규 선임된 임원이 포함되었는지를 파악하여 최종적으로 각 사업연도 말 현재 시점의 이사회 구성현황을 확정하였다.

또한, 본 연구에서는 선행연구들에서 기업 가치에 영향을 미칠 수 있는 것으로 알려진 사내이사규모(Insider Size), 기업규모(Firm Size), 매출액성장률(SGR), 부채비율(LEV), 잉여현금흐름(FCF) 및 소유구조(OWN)를 통제변수로 활용하였다. 사내이사규모는 이사회 구성원 중 사내이사의 수로 측정하였는데, 기존 연구들에서는 이사회 구성원 총수로 측정할 것을 변형하였다. 이는 국내 상장기업들의 경우 사외이사 선임에 대한 법적 기준(상법 상 사외이사의 수 및 비율을 동시에 충족하여야 함)이 사내이사의 수를 기준으로 달라지는 점을 감안한 것이다. 기업규모는 각 사업연도 말의 자산총액의 장부가액에 로그 값을 취하여 계산한 값으로 측정하였다. 매출액성장률은 당기의 총매출액에서 전기의 총매출액을 차감한 후 이를 전기의 총매출액으로 나누어 준 값으로 측정하였다. 부채비율은 각 사업연도 말의 부채총액의 장부가액을 자산총액의 장부가액으로 나누어 준 값으로 측정하였고, 잉여현금흐름은 세후영업이익에 감가상각비를 더해준 값을 자산총액의 장부가액으로 나누어 계산한 값으로 측정하였다. 한편 잉여현금흐름의 측정에는 경영자에 의한 대리인비용의 발생가능성을 포함하기 위해 순 투자금액을 가산하지 않았다. 다음의 <Table 2>에는 본 연구에서 활용하고 있는 변수들에 대한 정의를 요약 기술하였다.

한편 이러한 변수들의 측정에는 KisValue 데이터베이스를 활용하였고, 추가적으로 상장회사협의회회의 TS2000을 통해 부족한 부분을 보충하였다. 또한 결측값이 존재하는 경우에는 개별 기업의 공시보고서를 수기 조사하여 보완하였다.

Table 2. Variable Definition

Variables	Variable Measure Descriptions
Tobin's Q	= (자본의 시장가치 + 부채의 장부가치) / 자산의 장부가치
Outsider Ratio	= 사외이사 총수 / 이사회 구성원 총수
Outsider Ratio_1	= 3년 미만의 재임기간을 가진 사외이사 비율
Outsider Ratio_2	= 3년 이상의 재임기간을 가진 사외이사 비율
Outsider Ratio_3	= 3년 이상 6년 미만의 재임기간을 가진 사외이사 비율
Outsider Ratio_4	= 6년 이상의 재임기간을 가진 사외이사 비율
Insider Size	= 이사회 내 사내이사 총수
Firm Size	= log (자산총액 장부가치)
SGR	= (당기 매출총액 - 전기 매출총액) / 전기 매출총액
LEV	= 부채총액 장부가치 / 자산총액 장부가치
FCF	= (세후 영업이익 + 감가상각비) / 자산총액 장부가치
OWN	= 최대주주 및 그 특수관계자 지분율
Group Dummy	= 대규모 기업집단 소속 기업이면 1, 아니면 0을 부여한 더미변수
Year Dummy	= 연도별 더미변수
Industry Dummy	= 산업별 더미변수. 표준산업분류상 15개 대분류

3. 연구 모형

본 연구는 관심변수인 사외이사 비율과 재임기간에 따라 재산정한 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 분석한다. 이를 위해 다음과 같은 2개의 식을 구성하여 패널 고정효과모형(Panel Fixed Effects Model)을 통해 분석을 진행하였는데, 이는 본 연구의 분석 데이터가 패널 형태의 자료에 해당하고, Hausman Test 결과 p값이 1% 유의수준에서 귀무가설을 기각하여 고정효과모형이 더욱 효과적인 것으로 판명되었기 때문이다. 이러한 분석을 위해 본 연구에서는 다음과 같은 2개의 식을 구성하였는데, Equation

1은 전체표본에 대한 사외이사 비율과 기업 가치와의 관계에 대한 **H1**을 검증하기 위한 식에 해당한다. 이에 더해 **H1-1** 검증에는 Equation 1에 Under 3year Dummy 변수를 추가한 분석이 이루어졌다. Equation 2는 사외이사 재임기간에 따른 사외이사 비율과 기업 가치와의 관계에 대한 **H2**를 검증하는 식에 해당하며, 이후 본 연구의 결과가 강건한지를 보기위한 **H3**을 검증하기 위해 Equation 1과 Equation 2에 Group Dummy 변수를 추가한 분석이 이루어졌다.

(Equation 1)

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{Outside director Ratio} \\ & + \beta_2 \text{Board Size} + \beta_3 \text{Firm Size} + \beta_4 \text{SGR} + \beta_5 \text{LEV} \\ & + \beta_6 \text{FCF} + \beta_7 \text{OWN} + \sum \text{Year Dummy} + \sum \text{Industry Dummy} + \varepsilon \end{aligned}$$

(Equation 2)

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{Outside director Ratio}_1(\text{or Outside director Ratio}_2, 3, 4) \\ & + \beta_2 \text{Board Size} + \beta_3 \text{Firm Size} + \beta_4 \text{SGR} + \beta_5 \text{LEV} \\ & + \beta_6 \text{FCF} + \beta_7 \text{OWN} + \sum \text{Year Dummy} + \sum \text{Industry Dummy} + \varepsilon \end{aligned}$$

IV. 실증분석 결과

1. 기초통계량

Table 3. Descriptive Statistics

Variables	Mean	St. Dev.	Min	Median	Max	N
Tobin's Q	1.211	0.849	0.194	0.985	12.068	3,861
Outsider Ratio	0.382	0.134	0.143	0.333	0.900	3,861
Outsider Tenure	4.426	3.678	0.003	3.281	20.008	3,861
Insider Size	3.417	1.224	1.000	3.000	10.000	3,861
Firm SIZE	26.871	1.524	22.685	26.645	32.921	3,861
SGR	0.130	4.384	-0.999	0.015	268.901	3,861
LEV	0.419	0.226	0.001	0.414	2.075	3,861
FCF	0.020	0.167	-1.513	0.028	5.014	3,861
OWN	0.442	0.170	0.018	0.442	0.996	3,861

Notes: 1. All variables are explained in <Table 2>.

2. The maximum value of LEV(2.705) indicates that impaired capital firms were included in the sample.

상기 <Table 3>은 본 연구에서 활용한 변수들의 기초통계량을 나타낸다. 주요 관심변수인 표본기업의 사외이사 비율은 평균 38.2%이고, 사외이사 재임기간은 평균 4.4년인 것으로 조사되었다. 또한 분석기업의 사내이사의 수는 평균 3.42명이고, 최대주주 및 그 특수관계자 지분율은 평균 44.2%인 것으로 나타났다. 한편 사외이사 재임기간의 표준편차는 3.7년 정도로 평균과 비교해 상대적으로 큰 값을 나타내었는데, 이는 개별 기업의 사외이사 재임기간에 대한 측정값이 편차가 비교적 크다는 것으로 해석되고, 실제 장기의 재임기간을 가진 기업과 비교적 짧은 재임기간을 가진 기업이 표본 기업에 다수 존재하여 예상한 결과이다.

다음의 <Table 4>는 본 연구에서 활용한 변수 간 피어슨 상관계수를 나타낸다. 우선 Tobin's Q와 주요 관심변수의 상관관계를 살펴보면 사외이사 비율은 기업 가치와 통계적으로 유의한 관계가 나타나지

않아, Kang Yoon-Sik and Kook Chan-Pyo (2012)의 결과와는 다른 양상을 나타내었다. 이러한 결과는 본 연구의 분석기간이 사외이사 제도가 국내에 최초 도입된 이후 정착되기까지 어느 정도의 시간이 지난 시점임을 감안할 때, 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 사외이사와 그렇지 못한 사외이사가 광범위하게 혼재하고 있을 가능성을 암시하는 것으로 해석되었다.³⁾

한편 사외이사 재임기간은 기업 가치와 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있어, 재임기간이 길수록 기업 가치에 부정적인 영향을 줄 수 있음을 예상케 하였다. 하지만 사외이사 비율이 기업 가치와의 유의한 상관관계를 보이지 않는 점을 감안할 때, 재임기간에 따른 사외이사 비율을 재 산정할 경우 기업 가치에 미치는 유의미한 관계가 존재할 수 있을 것으로 판단하였고 이에 대한 분석의 필요성을 증대시켰다. 또한 실질적으로 독립적인 사외이사에 대한 기존 연구결과들을 감안할 때 재임기간을 감안한 분석의 필요성이 더욱 증대되었다.

Table 4. Pearson Correlation Coefficient (Dependent Variable: Tobin's Q)

Variables	Tobin's Q	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) Outsider Ratio	0.023							
(2) Outsider Tenure	-0.117***	-0.181***						
(3) Insider Size	0.055***	-0.263***	-0.033**					
(4) Firm Size	-0.040**	0.569***	-0.160***	0.071***				
(5) SGR	0.002	-0.004	-0.008	-0.020	-0.004			
(6) LEV	-0.042***	0.129.***	-0.061***	-0.041**	0.160***	-0.023		
(7) FCF	0.027*	0.023	0.015	-0.021	0.108***	0.058***	-0.284***	
(8) OWN	-0.130***	-0.114***	-0.021	-0.009	-0.035**	0.009	-0.131***	0.091***

Notes: 1. All variables are explained in <Table 2>.

2. p: ***<0.01, **<0.05 and *<0.10.

Source: DART(금융감독원 전자공시시스템), KisValue Data

2. 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향

다음의 <Table 5>는 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 분석결과를 보여주고 있다. 모형 (1), (2)는 횡단면 분석인 Pooled OLS Model로 계수를 추정한 결과이고, 모형 (3), (4)는 본 연구의 표본이 패널 형태의 자료임을 감안하여 Fixed Effects Model로 계수를 추정한 결과를 나타낸다. 한편 Hausman Test 결과, p값이 1% 유의수준에서 귀무가설을 기각하여 고정효과모형이 랜덤효과모형보다 효율적인 것으로 나타났고 이를 반영하여 <Table 5> 이후의 분석은 모두 고정효과모형을 활용하였다.

모형 (1)에서 합동회귀분석의 실증분석 결과는 사외이사 비율이 기업 가치와 1% 수준에서 유의한 양(+의) 관계가 존재함을 나타내었다. 하지만 모형 (3)에서 시간에 따라 변하지 않는 기업 특성이 고려된 Fixed Effects Model 분석결과 사외이사 비율은 더 이상 기업 가치와 유의한 관련성이 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 고정효과모형을 통해 사외이사 비율과 기업 가치와의 관련성을 연구한 Kang Yun-Sik and Kook Chan-Pyo (2012)의 분석결과와는 대조되는 결과이다. 이들의 연구에서는 합동회귀모형, 랜덤효과모형 그리고 고정효과모형을 활용한 모든 분석에서 사외이사 비율은 기업 가치에 유의한 양(+의) 영향력을 나타내었는데, 본 연구결과와의 이러한 차이는 분석에 활용한 통제변수 혹은

3) Kang Yoon-Sik and Kook Chan-Pyo (2012)는 상관관계 분석결과, 기업 가치와 사외이사 비율 사이에 양(+의) 관련성이 존재함을 보고하였고, 이러한 관계는 사외이사 중에서 독립적인 사외이사에 기인할 것으로 예측하였다. 따라서 이들의 분석결과와 본 연구의 분석결과를 비교해보면, 시간이 흐름에 따라 기업의 경영진들이 사외이사 제도를 활용하는 방식이 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 사외이사의 비율을 점진적으로 증가시킨 것으로 예측되었고, 전체 표본기업에서 긍정적인 영향과 부정적인 영향을 미치는 사외이사가 광범위하게 혼재되어 있을 것으로 판단하였다.

분석기간의 차이에서 기인하였을 것으로 보인다.⁴⁾

한편 사외이사의 재임기간 초기에는 기업성과가 증가된다는 Kim Sang-Hoon and Kim Yang-Min (2008)의 연구결과를 활용하여, 사외이사가 최초 선임되어 첫 번째 임기에 해당하는 경우 기업 가치와 어떠한 관계를 형성하고 있는지를 추가적으로 실증 분석하고자 하였다. 만약 본 연구의 표본을 대상으로 유의한 추정결과가 보인다면 이는 사외이사 재임기간을 기준으로 사외이사 비율을 재산정하여 분석이 이루어져야 할 필요가 증대될 것이다.

Table 5. Regression Analysis Results

Variables	Tobin's Q			
	Pooled OLS Model		Fixed Effects Model	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	2.1778 *** [5.05]	2.0627 *** [4.80]	3.2560 *** [2.64]	3.1425 ** [2.55]
Outsider Ratio	0.4721 *** [3.63]	0.4707 *** [3.63]	0.0294 [0.17]	0.0147 [0.09]
Under 3year (Dummy)		0.1609 *** [6.11]		0.0452 ** [2.01]
Board_Size	0.0463 *** [3.94]	0.0117 *** [4.02]	0.0387 ** [2.45]	0.0369 ** [2.33]
Firm_Size	-0.0499 *** [-4.44]	-0.0503 *** [-4.49]	-0.0797 * [-1.72]	-0.0757 [-1.63]
SGR	-0.0005 [-0.18]	-0.0004 [-0.12]	-0.0006 [-0.30]	-0.0005 [-0.26]
LEV	0.0191 [0.29]	0.0014 [0.02]	0.4255 *** [3.92]	0.4251 *** [3.92]
FCF	0.1916 ** [2.30]	0.1903 ** [2.29]	-0.0029 [-0.05]	-0.0091 [-0.14]
OWN	-0.5657 *** [-7.10]	-0.5852 *** [-7.38]	-0.3485 ** [-2.49]	-0.3540 ** [-2.53]
Year Dummy	Included		Included	
Industry Dummy	Included		Included	
F-value	14.47***	15.45***	13.23***	12.54***
Adj-R ²	0.0832	0.0918	0.0480	0.0492
Observations	3,861	3,861	3,861	3,861

Notes: 1. All variables are explained in <Table 2>.

2. t-statistics are reported in brackets.

3. p: ***<0.01, **<0.05 and *<0.10.

Source: DART(금융감독원 전자공시시스템), KisValue Data

상법 상 사외이사의 임기는 3년을 초과하지 못하도록 규정되어 있고, 이를 감안하여 대다수 유가증권시장 상장법인들이 평균 상 사외이사의 임기를 3년으로 정하고 있다. 따라서 이를 반영하여 3년을 기준으로 한 사외이사 재임기간의 더미변수(Under 3year Dummy)를 구성하여 추가적인 분석을 진행하였고 모형 (2), (4)는 이를 검증하기 위한 모형에 해당한다. 실증분석결과 합동회귀모형과 고정효과모형을 활용한 모든 분석에서 이에 대한 추정계수가 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내어, 사외이사의

4) 본 연구에서는 <Table 2>에 기술한 것과 같이 총 6개의 통제변수를 활용하였고(추가적으로 활용한 더미변수 제외), Kang Yoon-Sik and Kook Chan-Pyo (2012)의 경우 본 연구에서 이용한 통제변수 이외에 11개의 통제변수를 추가하여 총 17개의 통제변수를 활용한 분석이 이루어졌다. 또한 이들의 표본기간은 사외이사 제도가 국내에 도입된 지 얼마 지나지 않은 2001년부터 2010년까지로 이 기간 동안의 유가증권시장 상장법인 5,715개의 기업 표본을 활용한 반면, 본 연구에서는 어느 정도 사외이사 제도가 국내에 정착된 것으로 볼 수 있는 2012년부터 2017년까지의 기간에 대해 총 3,861개의 표본을 활용한 차이가 있다.

평균 재임기간을 3년 미만으로 유지하는 것은 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 것으로 나타났다. 하지만 전체 표본기업을 대상으로 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 유의한 영향력을 확인하지 못한 모형 (3)의 분석결과를 감안해 볼 때, 재임기간을 기준으로 사외이사 비율을 재 산정하여 분석에 활용할 경우 기업 가치에 미치는 긍정적인 영향과 부정적인 영향이 혼재되어 있을 것임을 짐작케 하였다. 따라서 다음으로 사외이사 재임기간을 3년 단위로 구분하여 이에 해당하는 사외이사 비율을 재산정하여 이것이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 분석을 진행하였다. 한편 II장에서 고찰한 바와 같이 사외이사 재임기간이 길수록 경영진과의 우호적인 관계를 형성할 가능성이 높아 기업 가치에 미치는 부정적인 영향이 확대될 것으로 예상하였다.

Table 6. Regression Analysis Results Following to Tenures (FE Model)

Variables	Tobin's Q			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	3.2364 *** [2.63]	3.1809 *** [2.58]	3.2058 *** [2.60]	3.2532 *** [2.64]
Outsider Ratio_1 (Under 3y)	0.1581 ** [2.30]			
Outsider Ratio_2 (Over 3y)		-0.1791 ** [-2.45]		
Outsider Ratio_3 (3y to 6y)			-0.2056 *** [-2.73]	
Outsider Ratio_4 (Over 6y)				0.0403 [0.36]
Board_Size	0.0408 *** [2.98]	0.0329 ** [2.40]	0.0351 *** [2.57]	0.0378 *** [2.76]
Firm_Size	-0.0801 * [-1.74]	-0.0745 [-1.62]	-0.0763 * [-1.66]	-0.0792 * [-1.72]
SGR	-0.0005 [-0.23]	-0.0006 [-0.30]	-0.0006 [-0.28]	-0.0006 [-0.31]
LEV	0.4219 *** [3.89]	0.4245 *** [3.91]	0.4239 *** [3.91]	0.4259 *** [3.92]
FCF	-0.0069 [-0.11]	-0.0085 [-0.13]	-0.0072 [-0.11]	-0.0027 [-0.04]
OWN	-0.3468 ** [-2.49]	-0.3544 ** [-2.54]	-0.3447 ** [-2.47]	-0.3477 ** [-2.49]
Year Dummy	Included			
Industry Dummy	Included			
F-value	13.70***	13.76***	13.88***	13.24***
Adj-R ²	0.0496	0.0498	0.0502	0.0480
Observations	3,861	3,861	3,861	3,861

Notes: 1. All variables are explained in <Table 2>.

2. t-statistics are reported in brackets.

3. p: ***<0.01, **<0.05 and *<0.10.

Source: DART(금융감독원 전자공시시스템), KisValue Data

<Table 6>은 전술한 것처럼 <Table 5>의 FE Model을 활용한 모형 (3)의 분석결과가 사외이사의 재임기간에 따라 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 상이한 영향력에 기인한 것이고, 만약 그렇다면 재 산정된 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 양(+), 음(-) 영향력이 상호 회석되어 나타난 결과인지를 검증한 실증분석결과를 보고하고 있다.

모형 (1)과 모형 (2)는 최초 선임을 기준으로 각각 재임기간이 3년 미만, 3년 이상에 해당하는 사외이사의 비율을 재산정하여 적용한 것이고, 모형 (3)과 모형(4)는 1회 재선임과 2회 이상의 재선임을 기준으로

재임기간이 3년 초과 6년 미만에 해당하는 사외이사 비율과 재임기간이 6년 이상에 해당하는 사외이사 비율을 재산정하여 적용한 것이다. 한편 모형 (3)과 모형 (4)는 3년 이상의 재임기간에 해당하는 사외이사 비율에 대한 모형 (2)의 결과가 어디에서 기인한 것인지를 검증하기 위한 모형에 해당하기도 한다.

모형 (1), (2)의 분석결과 재임기간이 3년 미만에 해당하는 사외이사 비율은 기업 가치에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을, 재임기간이 3년 이상에 해당하는 사외이사 비율은 기업 가치에 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 각각 미치는 것으로 나타났다. 이는 3년 임기를 기준으로 선임 후 첫 번째 임기 중인 사외이사의 비율은 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있지만, 두 번째 이상의 임기 중인 사외이사의 비율은 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다.

한편 모형 (4)의 분석결과 재임기간이 6년 이상에 해당하는 사외이사 비율은 기업 가치에 미치는 유의한 영향력이 나타나지 않았고⁵⁾, 모형 (3)의 분석결과 재선임 되어 두 번째의 임기를 소화하고 있는 사외이사 비율은 1% 수준에서 기업 가치에 유의한 음(-)의 영향력이 존재하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 3년 이상 재임기간에 해당하는 사외이사 비율에 대한 모형 (2)의 결과가 3년 이상 6년 미만의 재임기간에 해당하는 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 음(-)의 영향력에서 기인했을 가능성이 높음을 시사한다. 왜냐하면 6년 이상의 재임기간에 해당하는 사외이사 비율에 대한 분석결과가 유의한 영향력을 나타내지 않은 것을 감안할 때, 6년 이후로는 이에 해당하는 표본기업에서의 사외이사 역할이 뚜렷이 흔재되어 있을 것으로 예상되기 때문이다. 이러한 결과는 사외이사과 최고경영자의 동반 재임기간과 기업성과 간에는 역 U자형 관계(Reversed U-Shaped)가 존재하여, 동반 재임기간 초반에는 기업성과가 증가하지만 기간이 길어질수록 기업성과가 감소한다는 Kim Sang-Hoon and Kim Yang-Min (2008)의 주장을 지지하는 결과이다.⁶⁾

사외이사 재임기간에 따른 사외이사 비율을 재산정한 <Table 6>의 분석결과와 전체 표본기업에 대한 <Table 5>의 분석결과를 종합해 볼 때, 국내 유가증권시장 상장기업의 경우 3년 단위의 재임기간에 따른 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 긍정적인 효과와 부정적인 효과가 흔재되어 있을 것으로 예상된다. 또한 2회 이상의 재임하는 사외이사의 경우만을 고려할 경우, 기업 가치에 긍정적인 역할을 수행할 것으로 예상되는 사외이사와 그렇지 않은 사외이사가 비교적 뚜렷하게 구분될 것으로 예상된다. 한편 Kang Yoon-Sik and Kook Chan-Pyo (2012)의 연구결과와 비교해 보면 다음의 해석도 가능하다. 사외이사 제도가 정착되어 감에 따라 상장법인들이 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 사외이사를 다수 선임하였거나 장기 재직하는 사외이사 비율을 높여온 것으로 보인다. 이는 사외이사 제도가 도입된 후 얼마 지나지 않은 시점에서는 사외이사 비율이 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치고 있었지만, 본 연구에서의 실증분석결과 사외이사 비율은 기업 가치에 유의한 영향을 주고 있지 않았기 때문이다.

하지만 본 연구결과에 대한 이러한 해석은 다음의 추가적인 사항들을 고려할 경우 분석결과가 달라질 가능성이 클 것으로 보인다. 우선 국내 상장기업의 경우 상법 상 사외이사 선임에 대한 규정을 강압적으로 적용 받으므로 이를 고려할 경우 본 연구의 분석결과가 달라질 가능성이 존재한다. Nam Yoon-Sung (2013; 2016)은 국내 상장기업에 대한 분석에서는 이를 고려한 분석이 이루어져야 할 것을 주장하기도 하였다. 또한 본 연구에서는 경영진으로부터 독립적인 사외이사를 고려한 분석이 선행되지 않았다. 이와 관련한 기존 연구결과를 수용하여 분석을 진행함으로써 실제 이를 사외이사 비율 산정에 반영할 경우 분석결과가 달라질 가능성이 클 것으로 보인다. 마지막으로 산업경쟁도, 소유-지배 괴리도, 최고경영자 재임기간 등의 다양한 변수가 고려된다면 본 연구의 분석결과와는 다른 양상을 나타낼 수 있을 것이다.

5) 재임기간을 6년 이상 9년 미만, 9년 이상으로 더욱 세분하여 각각이 해당하는 사외이사 비율을 재 산정하여 기업 가치에 미치는 영향을 실증 분석한 결과, 추정계수의 유의성이 나타나지 않는 결과를 보였는데 Outsider Ratio 4(Over 6year Dummy) 변수가 이러한 재임기간들을 포함하고 있으므로 이에 대한 분석결과를 <Table 6>에 제시하지는 않았다.

6) Kim Sang-Hoon and Kim Yang-Min (2008)은 그들의 분석결과를 토대로 사외이사과 최고경영자 간 동반 재임기간 초반에는 최초 선임된 사외이사의 기업에 대한 이해가 증가하여 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있고, 동반 재임기간이 길어질수록 이들 사이의 유착관계가 형성되어 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 보았다.

3. 추가분석

Table 7. Robust Test Results (Additionally Group Dummy Included)

Panel A. Regression Analysis Results (Robust Test)

Variables	Tobin's Q			
	Pooled OLS Model		Fixed Effects Model	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	4.6485 *** [9.92]	4.4950 *** [9.63]	3.2833 *** [2.63]	3.1661 ** [2.53]
Outsider Ratio	0.4832 *** [3.67]	0.4893 *** [3.73]	0.0278 [0.16]	0.0133 [0.08]
Under 3year (Dummy)		0.1624 *** [6.15]		0.0452 ** [2.01]
Group Dummy	-0.0214 [-0.54]	-0.0361 [-0.92]	0.001 [0.14]	0.0087 [0.12]
F-value	13.94***	14.93***	12.21***	11.64***
Adj-R ²	0.0830	0.0917	0.0480	0.0492
Observations	3,861	3,861	3,861	3,861

Panel B. Regression Analysis Results Following to Tenures (FE Model) (Robust Test)

Variables	Tobin's Q			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	3.2630 *** [2.62]	3.2204 *** [2.58]	3.2553 *** [2.61]	3.2848 *** [2.63]
Outsider Ratio_1 (Under 3y)	0.1580 ** [2.30]			
Outsider Ratio_2 (Over 3y)		-0.1794 ** [-2.45]		
Outsider Ratio_3 (3y to 6y)			-0.2033 *** [-2.73]	
Outsider Ratio_4 (Over 6y)				0.0408 [0.37]
Group Dummy	0.0096 [0.14]	0.0144 [0.20]	0.0179 [0.25]	0.0114 [0.16]
F-value	12.64***	12.70***	12.82***	12.22***
Adj-R ²	0.0496	0.0498	0.0502	0.0480
Observations	3,861	3,861	3,861	3,861

- Notes: 1. All variables are explained in <Table 2>.
 2. All control variables including year and industry dummies were included in the test.
 3. t-statistics are reported in brackets.
 4. p: ***<0.01, **<0.05 and *<0.10.

Source: DART(금융감독원 전자공시시스템), KisValue Data

상기 <Table 7>은 표본기업이 대규모 기업집단 소속기업인지의 여부를 추가적으로 통제된 후 사외이사 재임기간에 따른 구성 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 보여주고 있다. 일반적으로 재벌기업으로 대변되는 대규모 기업집단 소속기업⁷⁾의 경우 최고경영자의 영향력으로 인해 사외이사의 독립성이 저해될 우려가 상대적으로 높은 것으로 알려져 있고, 추가적으로 이를 분석에 반영할 경우에도 <Table 5>의 분석결과가 강건한지를 검증(Robust Test)하고자 하였다.⁸⁾

실증분석결과 <Table 7>의 Panel A에서는 대규모 기업집단 소속기업 더미변수를 추가했음에도 <Table 5>의 분석결과가 강건함을 나타내고 있다. 주요 관심변수인 사외이사 비율과 사외이사 재임기간을 3년 미만으로 유지하고 있는지에 대한 더미변수의 추정계수 부호와 유의성이 변하지 않았으며, 모든 통제변수 역시 추정계수의 부호와 유의성이 변하지 않는 것으로 나타났다. 한편 대규모 기업집단 더미변수에 대한 추정계수는 Panel A의 모든 모형에서 기업 가치에 미치는 유의한 영향력이 나타나지 않았다. 이러한 결과는 대규모 기업집단 소속기업 여부를 더미변수로 활용한 실증분석결과 기업 가치와의 관련성이 없음을 증명한 So Jong-Il, Choi Hee-Jung and Heo Min-Young (2012)의 연구결과를 지지하는 것이다. 또한 2007년 금융위기 이후 기간에서는 대규모 기업집단 소속기업 여부가 기업 가치에 영향을 미치지 않는다는 Jung Hyun-Jae (2012)의 연구결과와도 맥을 함께하는 결과이다.

<Table 7>의 Panel B에서도 대규모 기업집단 소속기업 여부에 대한 더미변수를 추가한 분석결과 <Table 6>의 분석결과가 강건한 것으로 나타났다. 주요 변수인 사외이사 재임기간 별 비율에 대한 추정계수는 모든 분석모형에서 그 부호와 유의성이 변하지 않았다. 하지만 Panel A의 분석결과와 마찬가지로 Panel B의 분석에서도 대규모 기업집단 더미변수에 대한 추정계수는 기업 가치에 미치는 유의한 영향력이 나타나지 않았다. 따라서 <Table 7>의 분석결과를 종합해보면, 재벌로 일컬어지는 대규모 기업집단 소속 기업을 통제할 경우에도 전체 표본에 대한 사외이사 비율과 사외이사 재임기간에 따른 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향이 변하지 않는 결과를 나타내어 최고 경영자의 영향력으로 인해 본 연구의 분석결과가 왜곡되지 않음을 보여준다.

V. 결론

본 연구에서는 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 실증분석하고 하였다. 그리고 추가적으로 사외이사 재임기간을 사외이사 비율에 반영하여 개별 사외이사의 재임기간에 따른 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 실증분석결과 전체 표본기업에 대한 합동회귀모형(Pooled OLS Model)을 활용한 분석에서는 사외이사 비율이 기업 가치에 양(+의 영향을 미치는 것으로 나타났지만, 패널 고정효과모형(Fixed Effects Model)을 활용한 분석에서는 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 유의한 영향이 나타나지 않았다. 하지만 기업이 사외이사 평균 재임기간을 3년 미만을 관리하고 있는지를 더미변수로 추가하여 분석한 결과 이의 추정계수가 통계적으로 유의한 양(+의 값을 나타내어 사외이사 비율에 재임기간을 반영한 분석이 이루어져야 할 것으로 판단되었다.

따라서 재임기간이 반영된 사외이사 비율이 기업 가치에 미치는 영향을 살펴보기 위해 전체 표본기업의 개별 사외이사를 3년 단위의 재임기간을 기준으로 3년 미만에 해당하는 사외이사 비율(Outsider Ratio1), 3년 이상에 해당하는 사외이사 비율(Outsider Ratio2), 3년 이상 6년 미만에 해당하는 사외이사 비율(Outsider Ratio3), 그리고 6년 이상에 해당하는 사외이사 비율(Outsider Ratio4)의 4개로 구분하여

7) 한편, 분석대상 기간(2012년~2017년) 중 대기업 집단 지정 기준이 자산총액 5조원 이상에서 10조원 이상으로 2016년 6월 9일 상향 변경되었다. 이 기준이 적용되어 2015년에 대기업 집단으로 지정된 총 65개의 대기업 집단 중 민간집단 28개와 공기업 집단 12개가 2016년의 대기업 집단에서 제외되어 큰 변동을 나타내었다. 본 연구에서는 이러한 부분을 감안하지 않고 자산총액 5조원 이상에 해당하는 경우를 지속적으로 대기업 집단으로 분류하였다.

8) Kang Yoon-Sik and Kook Chan-Pyo (2012)는 국내 기업을 대상으로 실증분석을 진행할 경우 재벌의 효과를 통제하는 것이 중요하다고 강조하였다. 실제 Jung Hyun-Jae (2012), So Jong-Il, Choi Hee-Jung and Heo Min-Young (2012) 등 국내 유가증권 시장 상장기업을 대상으로 기업 가치와의 관계를 분석한 다수의 연구들이 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모 기업집단의 소속 기업인지를 통해 재벌의 효과를 통제하여 실증분석을 진행하였다.

사외이사 비율을 재구성하여 분석을 진행하였다. 고정효과모형을 활용하여 실증 분석한 결과 재임기간이 3년 미만인 사외이사 비율은 기업 가치에 유의한 양(+)의 영향을, 3년 이상인 사외이사 비율은 유의한 음(-)의 영향을 각각 미치는 것으로 나타났다. 한편 3년 이상 6년 미만인 사외이사 비율은 기업 가치에 유의한 양(+)의 영향을, 6년 이상인 사외이사 비율은 기업 가치에 미치는 유의한 영향이 나타나지 않았다. 또한 경영자의 영향력으로 인해 본 연구의 분석결과가 달라지는지를 검증하기 위해 대규모 기업집단 소속 기업 여부를 더미변수로 두어 추가분석을 진행한 결과 본 연구의 분석결과는 여전히 강건한 것으로 나타났다.

이러한 결과는 기업의 사외이사 중 3년 미만에 해당하는 비율이 높을수록 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있고, 3년 이상에 해당하는 비율이 높을수록 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미하는 것으로 해석되었다. 하지만 6년 이상에 해당하는 비율의 분석에서는 유의한 영향력이 확인되지 않았는데, 3년 이상 6년 미만에 해당하는 비율의 분석에서는 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 결과를 고려해 볼 때, 사외이사 재임기간이 6년 이상에 해당하는 사외이사 비율에서는 기업 가치에 미치는 영향이 혼재하고 있을 것으로 예상되었다. 이를 종합하면 본 연구에서 고려하지 않은 사외이사 특성이 추가적으로 반영되지 않는다면, 사외이사의 재임기간이 비율에 반영되어 기업 가치에 미치는 긍정적인 영향력이 3년 미만의 사외이사 비율에서 평균적으로 높고, 3년 이상 6년 미만의 비율에서는 부정적인 영향력이 평균적으로 높으며, 특히 6년 이상의 비율에서는 긍정적인 영향과 부정적인 영향이 혼재되어 기업 가치에 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

본 연구의 결과는 다음의 시사점이 존재한다. 첫째, 본 연구에서 고려한 사항들이 유지되는 기업이라면 사외이사 재임기간을 평균적으로 짧게 유지하는 것이 기업 가치 제고에 도움이 될 수 있을 것으로 보인다. 둘째, 사외이사를 최초 선임한 후 재선임의 의사결정에 직면한 기업의 경우 평균적으로 기업 가치를 저해할 수 있으므로 다양한 측면을 고려한 신중한 판단이 요구될 것으로 보인다. 또한 본 연구는 다음의 부분에서 기존 연구와의 차별화된 기여점이 존재한다. 첫째 각 사업연도 말 시점에서의 정확한 이사회 구성현황 데이터를 수기 취합하여 분석에 활용함으로써 연구결과의 신뢰성을 한층 배가시켰다. 둘째 사외이사과 최고경영층과의 친밀한 관계가 형성된 경우를 가정하고, 이러한 친밀성으로 인해 사외이사가 장기 재임하는 형태로 반영되어 기업 가치에 영향을 미칠 수 있는 가능성에 대한 실증분석 결과를 제시하였다. 셋째 실질적으로 독립적인 사외이사의 역할과 관련해 재임기간에 따라 재산정한 사외이사 비율을 활용한 분석을 진행함으로써 이와 관련한 연구 분야의 확장에 기여한다.

하지만 이러한 실증분석결과에는 다음의 한계점이 존재한다. 우선 국내 상장기업의 경우 상법 상 사외이사 선임에 대한 규정을 강압적으로 적용 받으므로 이를 고려할 경우 본 연구의 분석결과가 달라질 가능성이 존재한다. 또한 본 연구에서는 경영진으로부터 독립적인 사외이사를 고려한 분석이 선행되지 않았다. 본 연구에서는 이와 관련한 기존 연구결과를 수용하여 분석을 진행함으로써 실제 이를 사외이사 비율 산정에 반영할 경우 분석결과가 달라질 가능성이 있을 것으로 보인다. 마지막으로 사외이사의 다양성, 산업경쟁도, 소유-지배 괴리도, 최고경영자 재임기간 등 기업 가치에 영향을 줄 수 있을 것으로 판단되는 다양한 변수를 추적으로 고려한다면 본 연구의 분석결과는 다른 양상을 나타낼 수 있을 것으로 보인다.

References

- Agrawal, A. and C. R. Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Beasley, M. S. (1996), "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Bhagat, S. and b. Black (2001), "The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Performance", *Journal of Corporate Law*, 27(2), 231-274.
- Byrd, J. W. and K. A. Hickman (1992), "Do Outside Directors Monitor Managers?: Evidence from Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.

- Carcello, J. V. and R. L. Neal (2003), "Audit Committee Characteristics and Auditor Dismissals following "New" Going-Concern Reports", *Accounting Review*, 78(1), 95-117.
- Choi, Han-Soo, Chang-Min Lee and Woo-Nam Seok (2017), "Real Independence of External Directors and Firm Value", *Journal of Social Science*, 43(1), 41-57.
- Choi, Jung-Ho, Sung-Jin Kim and Sung-Jung Kim (2003), "An Empirical Study on the Agency Costs and Composition of Outside Directors to the Corporate Board", *Korean Accounting Journal*, 12(2), 61-86.
- Core, J. E., R. W. Holthausen and D. F. Lacker (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Cotter, J. F., A. Shivdasani and M. Zenner (1997), "Do Independent Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?", *Journal of Financial Economics*, 43(2), 195-218.
- Dochin, R., J. G. Matsusaka and O. Ozbas (2010), "When are Outside Directors Effective?", *Journal of Financial Economics*, 96(2), 195-214.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Hambrick, D. C. and G. D. S. Fukutomi (1991), "The Seasons of a CEO's Tenure", *Academy of Management Review*, 16, 719-742.
- Henderson, A. D., D. Miller and D. C. Hambrick (2006), "How Quickly do CEOs Become Obsolete? Industry Dynamism, CEO Tenure, and Company Performance", *Strategic Management Journal*, 27(5), 558-460.
- Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Hill, C. W. L. and S. A. Snell (1988), "External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-Intensive Industries", *Strategic Management Journal*, 9(6), 577-590.
- Hong, Gwang-Heon, Ka-Youn Yi and Gon-Seok Seo (2010), "The Board of Director Structure and Firm Value", *Korean Journal of Business Administration*, 23(6), 3083-3100.
- Jeon, Moo-Kyeong and Ki-Eun Lee (2013), "An Empirical Study on the Influences of Board Structures and Independence on Corporate Performance", *Korean Corporation Management Review*, 20(2), 235-250.
- Jung, Hyun-Jae (2012), *The Empirical Study of Corporate Governance, Leverage, and Firm Value and the Experimental Study of the Determinants of Tunneling Behavior* (Doctoral Dissertation), Seoul: Sogang University, 1-70.
- Kang, Yoon-Sik and Chan-Pyo Kook (2012), "The Effect of Independent Outside Directors on Firm Value", *Asian Review of Financial Research*, 25(3), 451-498.
- Kim, Ji-Young and Jae-Wook Yoo (2015), "An Empirical Study on the Strategy of Building the Effective CEO-Board Relational Characteristics over CEO Tenure", *Korean Journal of Business Administration*, 28(8), 1985-2003.
- Kim, Sang-Hoon and Yang-Min Kim (2008), "The Relationship between Board Composition Characteristics and Firm Performance", *Journal of Strategic Management*, 11(1), 43-63.
- Lee, Kyung-Mook and Jong-Hyang Oh (2002), "Institutional Influences on the Over-Adoption of Outside Directors", *Korean Management Review*, 31(5), 1229-1254.
- Monks, R. A. G. and N. Minow (1995), "Corporate Governance on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Nam, Yoon-Sung (2013), "A Study on Control Mechanism of Korean Firms: Focusing on Outside Director System and Upper Boss above CEO", *Journal of CEO and Management Studies*, 16(3), 23-38.
- Nam, Yoon-Sung (2016), "A Moderating Effect of Family CEO on the Influence of Outside Director System", *Journal of the Korea Contents Association*, 16(3), 439-446.
- Park, Jong-Il and Wan-Hee Kim (2006), "The Relation between Board Composition and Firm Value", *Accounting Information Review*, 24(1), 91-123.

- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt (1990), "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175-191.
- Rutherford, M. A. and A. K. Buchholtz (2007), "Investigating the Relationship between Board Characteristics and Board Information", *Corporate Governance An International Review*, 15(4), 576-584.
- Schnake, M. E., W. B. Fredenberger and R. J. Williams (2005), "The Influence of Board Characteristics on the Frequency of 10-K Investigations of Firms in the Financial Services Sector", *Journal of Business Strategies*, 22(2), 101-117.
- Sharma, V. (2011), "Independent Directors and the Propensity to Pay Dividends", *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1001-1015.
- Shin, Hyun-Han, Sang-Cheol Lee and James-Jinho Chang (2004), "Outside Monitors and Firm Value", *Asian Review of Financial Research*, 17(1), 41-72.
- So, Jong-Il, Hee-Jung Choi and Min-Young Heo (2012), "Determinants of Excess Outside Directors and Firm Value", *Korean Corporation Management Review*, 19(4), 215-238.
- Vafeas, N. (2003), "Length of Board Tenure and Outside Director Independence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(7-8), 1043-1064.
- Weisbach, M. S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.