

사외이사와 기업가치 : 사외이사 독립성의 중요성¹⁾

강 윤 식 | 한국기업지배구조원 연구위원

국 찬 표 | 전 서강대학교 경영학부 교수

1. 서 론

현대 기업의 이사회에서 사외이사는 경영진으로부터 독립적이기 때문에 효율적으로 경영진을 모니터링하여 기업의 가치를 제고시키는 핵심적인 역할을 수행하는 주체로 알려져 있다(Mace, 1986; Lorsch and MacIver, 1989; Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Dahya, Dimitrov and McConnell, 2008).²⁾ 이와 관련하여 Yermack(1996)은 사외이사 비율이 높아 이사회의 독립성이 높을수록 이사회는 효율적인 모니터링을 수행함으로써 기업가치를 개선시킨다는 연구결과를 보여주었으며, 또한 Core, Holthausen, and Larcker(1999)는 사외이사 비율과 기업가치 사이에 양의 상관관계를 보인다는 연구결과를 보여주었고, Rosenstein and Wyatt(1990)는 사외이사의 선임이 주가에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다. 이외에도 많은 기존연구에 따르면 CEO의 선임과 해임(Weibach, 1988; Borokhovich, Parrino, and Trapani, 1996), 적대적 M&A 방어장치의 도입(Brickley, Coles, and Terry, 1994), 인수합병의 가치(Byrd and Hickman, 1992; Cotter, Shivdasani, and Zenner, 1997) 등과 관련된 이슈에서도 사외이사 비율이 높을수록 이사회가 경영진을

1) 본고는 “사외이사의 독립성과 기업가치”라는 제목으로 재무연구 제25권 제3호(2012년)에 게재된 논문임을 밝혀둔다. 지면 제약으로 인해 본고에서 생략된 부분은 원문을 참조하기 바란다.

2) 경영자 또는 지배주주는 자신의 사적이익을 위해 기업자원을 유용하고자 하는 유인을 가지게 되는데, 이는 기업의 시장가치를 감소시키는 결과로 이어진다. 따라서 기업가치를 제고하기 위한 방법 중의 하나가 경영진과 지배주주를 감시하여 이들에 의한 기업자원의 유용을 방지할 수 있는 독립적인 사외이사를 선임하는 것이다(Dahya, Dimitrov and McConnell, 2008).

효율적으로 모니터링하여 기업가치가 제고되는 것으로 나타났다.³⁾

이에 따라 국내외 학계 및 각국의 정부 등에서는 기업의 이사회에 사외이사의 비율을 높이도록 적극 유도하고 있지만, 현실에서는 사외이사 비율의 증가에 대한 의구심 또는 회의적인 비판이 존재하는 것도 사실이다. 이러한 비판은 단순히 사외이사의 수를 늘리는 것은 눈속임(window dressing)과 마찬가지로는 것인데, 왜냐하면 내부자 또는 최고경영자가 법률상의 독립성 정의에 부합하지만 실제로는 경영진과 친분이 있는 사외이사를 선임할 수 있기 때문이다. 이는 독립적인 사외이사를 선임하라는 요구에 대해 형식적으로 흉내만 내는 것으로 받아들여질 수 있다(Romano, 2005). 이 경우 사외이사의 독립성은 현저히 결여될 것이며, 이러한 비독립적인 사외이사는 경영진과의 관계로 인해 경영진을 효율적으로 감시하지 못하게 되어 결과적으로 기업가치 제고에 영향을 미치지 보다는 비용발생의 원천이 될 수 있다.

외환위기 이후 본격적으로 사외이사 제도가 도입된 우리나라에서도 상법과 업종별 법규에서 사외이사 제도가 본연의 취지에 맞게 운영되게끔 하기 위해 독립성, 전문성 등 사외이사의 자격요건을 규정하고 있지만, 그럼에도 불구하고 제도 도입이후 현재까지 현실의 사외이사는 단순 거수기 역할에 불과하다는 비판을 받고 있으며 사외이사 제도의 무용론까지 제기되고 있는 실정이다. 여기에는 사외이사의 역할에 대한 잘못된 인식, 운영상의 문제점 등도 원인이 될 수 있겠지만, 무엇보다도 사외이사들이 실질적으로는 경영진의 추천으로 선임되어 독립성이 떨어지는 것이 매우 중요한 원인으로 지적되고 있다. 즉 선임된 사외이사들이 법상 결격사유에 해당되지는 않지만 실질적인 독립성을 확보하고 있지는 못하다는 점에서 현재 우리나라의 사외이사 제도는 비판받고 있다.

이에 따라 국내 학계와 정부에서도 실질적으로 사외이사의 독립성을 제고시키기 위하여 많은 노력을 시도하고 있는데,⁴⁾ 이러한 노력이 효과적인 제도의 마련과 내실

3) 물론 이러한 연구결과와 달리 사외이사가 기업가치에 미치는 영향이 유의하지 않다는 연구결과도 있으며(Bhagat and Black, 1999, 2002; Hermalin and Weibach, 1991; Klein, 1998; Fields and Keys, 2003), 심지어 독립적인 사외이사가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과도 있다(Agrawal and Knoeber, 1996). 한편 최근에는 기업의 특성에 따라 독립적인 이사회가 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠수도 있고 부정적인 영향을 미칠수도 있다는 연구결과도 보고되고 있다(Hermalin and Weisbach, 1988; Raheja, 2005; Harris and Raviv, 2008; Adams and Ferreira, 2007; Coles, Daniel and Naveen, 2008; Duchin, Matsusaka, Ozbas, 2010).

4) 법무부 장관은 신년 인터뷰에서 “1998년 IMF 경제위기 때 국제기구에서 긴급 차관을 받기 위해 도입한 사외이사 제도가 좋은 취지에도 불구하고 유명무실해졌다는 지적이 많다”며 “사외이사 제도를 손질해 오는 2012년 7월쯤 국회에 회사법 개정안을 제출할 것”이라고 밝혔다. 이에 따라 법무부는 특히 기업 대주주·경영진과 친분이 있거나 정권과 가까운 인사들이 사외이사에 대거 선임되면서 기업 전반에 대한 감시와 견제 기능을

있는 관행의 정착으로 이어지기 위해서는 다양한 연구가 뒷받침되어야 할 필요가 있다. 아직 국내에서는 사외이사 독립성의 중요성을 강조하고 있는 많은 규범과 이론에도 불구하고 독립적인 사외이사의 가치에 대한 직접적인 실증연구가 전무한 실정인데, 이에 본 연구는 사외이사의 독립성이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지 실증적으로 분석하여 사외이사 제도와 관련된 국내의 논의에 시사점을 제공하고자 함을 목적으로 하고 있다.

이를 위해 본 연구에서는 사외이사를 경영진과의 관계를 통해 독립적 사외이사(independent outsiders)와 우호적 사외이사(friendly outsiders)로 구분하였는데, 이는 상술한 바와 같이 사외이사는 경영진과 독립적이다라는 이론적 설명과 달리 현실에서는 종종 비독립적인 사외이사가 존재한다는 점을 고려한 것이다. 만약 독립적 사외이사과 우호적 사외이사가 이사회에서 수행하는 역할 및 영향력이 각기 상이하다면, 단순히 사외이사 비율을 이사회 독립성의 대리변수로 하여 실증분석을 수행할 경우 두 분류의 사외이사 유효성이 상쇄되거나 왜곡되어 나타날 수 있다. 실제로 이러한 점으로 인해 사외이사 비율을 이사회 독립성의 대리변수로 다룬 기존의 다양한 연구들의 결과가 유의하게 나타나지 않거나 일관되게 나타나지 않는 것으로 판단된다.⁵⁾

이러한 문제점을 해결하기 위하여 국내 상장기업을 표본으로 하고 있는 본 연구에서는 우선적으로 2001년부터 2010년까지 10년간에 걸쳐 개별 사외이사과 관련된 방대한 자료를 수집하여 사외이사의 개인적 특성을 분석하였다.⁶⁾ 이러한 분석자료를 통해 사외이사의 개인별 학력과 과거경력을 중심으로 법으로 규정된 국내 상장기업 사외이사의 독립성 기준 보다 좀 더 엄격한 기준을 적용하여 사외이사를 독립적인 사외이사과 비독립적인(우호적인) 사외이사로 분류하였다. 이렇게 분류된 사외이사 자료를 이용하여 본 연구의 실증 분석에서는 독립적인 사외이사과 기업가치에 어떤 영향을 미치는 지를 검증하고자 하였으며, 이와 함께 기업특성에 따라 독립적 사외이사과 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 달리 나타나는지를 실증적으로 검증하고자 하였다. 이러한 본 연구는 국내 자본시장에서 논란이 되고 있는 사외이사 독립성의

못하고 있다는 여론에 따라 앞으로 사외이사제도에 '특정 자격' 요건을 신설하는 방안을 검토 중이다(매일경제, 2012년 01월 16일). 이는 우리 정부와 시장이 과거에는 사외이사 비율의 증대에 많은 관심을 가졌지만, 최근에는 사외이사 독립성의 질적 개선에 노력을 경주하고 있음을 시사한다.

5) 몇몇 연구를 제외하고 이사회의 독립성과 관련하여 지금까지 수행된 대부분의 실증연구에서는 사외이사과 독립적이다라는 가정에 사외이사 비율을 이사회 독립성의 대리변수로 사용하였다.

6) 본 연구에서 사용된 자료는 사외이사과 관련된 지금까지의 연구에서 사용된 자료와 차별화되며 가치있는 자료(unique and valuable data)라고 평가할 수 있다.

가치에 대한 중요한 실증적 근거를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

이러한 본 연구와 유사하게 몇몇의 기존 연구는 사외이사의 독립성을 판단하는 기준을 별도로 선정함으로써 사외이사를 독립적 사외이사와 우호적 사외이사로 구분하여 연구를 수행하였지만, 이러한 연구들은 본 연구와 달리 기업특성에 따른 이사회역의 역할, 규모 및 구성에 초점을 두어 실증분석을 수행하였다는 점에서 본 연구와 차이가 있다(Weibach, 1988; Shivdasani and Yermack, 1999; Boone, Field, Karpoff and Raheja; 2007). 그리고 국가별 자료를 이용하여 독립적인 사외이사 비율과 기업가치 간에 양의 상관관계를 주장하면서 사외이사의 독립성을 강조한 Dahya, Dimitrov and McConnell(2008)의 연구는 본 연구와 유사하지만, 본 연구는 국내 기업환경과 특성을 반영할 수 있는 우리나라 상장기업을 표본으로 하여 분석을 수행하였다는 측면에서 Dahya, Dimitrov and McConnell(2008)의 연구와 차별화 된다.

즉 기존의 연구와 달리 국내 상장기업의 사외이사 관련 자료를 이용하여 독립적 사외이사가 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 분석한 본 연구는 현재 국내에서 논의되고 있는 사외이사 제도의 발전 방향에 대한 시사점을 제공한다는 점에서 상당한 의미가 있다. 그리고 본 연구는 사외이사가 독립적이라는 가정 하에 사외이사 비율에 초점을 맞추어 이사회의 독립성을 판단한 기존의 많은 실증연구와 달리 사외이사의 독립성을 질적으로 재분류하여 독립적인 사외이사가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 실증결과를 제시하였다는 점에서도 의의가 있다. 이러한 결과는 실질적인 사외이사의 독립성을 제고시켜 사외이사 제도의 효율적인 운영을 유도하고자 하는 정부의 노력을 뒷받침하고 있을 뿐만 아니라 기업가치를 제고하고자 하는 우리나라 기업에게도 사외이사의 독립성이 중요하다는 메시지를 전달하고 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. Ⅱ장에서는 사외이사가 기업가치에 미치는 영향과 관련된 기존연구를 정리한다. 그리고 Ⅲ장에서는 표본선정, 변수측정 및 연구방법에 대해 설명한다. Ⅳ장에서는 주요변수들의 기초통계량을 제시하고, 실증분석 결과 및 강건성 검증 결과를 설명한다. 다음으로 Ⅴ장에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

II. 기존연구

경영자는 자신의 사적이익을 위해 기업자원을 유용하고자 하는 유인을 가지게 되는데, 이는 기업의 시장가치를 감소시키는 결과로 이어진다. 따라서 기업가치를 제고하고자 하는 경영자는 이러한 기업자원의 유용이 발생하지 않을 것이라는 신호를 시장 및 다른 주주들에게 제공할 필요가 있다. 이렇게 하기 위한 방법 중의 하나가 경영진을 모니터링하여 이들에 의한 기업자원의 유용을 방지할 수 있는 독립적인 사외이사를 선임하는 것이다(Dahya, Dimitrov and McConnell, 2008).⁷⁾ 이러한 측면에서 사외이사의 모니터링 효과를 분석하기 위하여 많은 실증 연구가 이루어졌는데, 과거에는 주로 사외이사는 독립적이다라는 가정을 전제하고 사외이사 비율을 사용하여 분석을 수행하였지만,⁸⁾ 사외이사의 모니터링 효과에 대한 결과는 일관되게 나타나지 않았다. 사외이사에 의한 모니터링 효과가 일관되게 나타나지 않는 것과 관련하여 최근에는 기업특성에 따라 사외이사의 역할 및 기능이 다를 수 있다는 연구가 진행되고 있으며, 또한 최근에는 기존의 많은 연구와 달리 사외이사가 비독립적일수도 있다는 가정 하에서 독립적 사외이사의 중요성을 강조하는 연구결과도 보고되고 있다. 이하에서는 이러한 연구동향에 따라 사외이사의 모니터링 효과와 관련된 기존 연구들을 정리하면서 본 연구의 방향을 제시한다.

우선 기업가치에 영향을 미치는 사외이사의 모니터링 효과에 대한 긍정적인 측면을 보고하고 있는 연구들을 살펴보면 대표적인 연구로 Yermack(1996)의 연구가 있는데, Yermack(1996)은 사외이사 비율이 높아 이사회 독립성이 높을수록 사외이사가 경영진을 더 효율적으로 모니터링하여 기업가치를 개선시키는 것으로 연구결과를 보고하고 있다. 이와 함께 사외이사가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 점에서 Rosenstein and Wyatt(1990)는 사외이사의 선임이 주가에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하고 있으며, Core, Holthausen, and Larcker(1999)는 사외이사 비율과 기업가치 사이에 양의 상관관계를 보인다는 연구결과를 보여주었다.

7) 기존의 많은 연구에서는 사외이사의 모니터링 효과와 관련하여 사외이사의 독립성을 강조하고 있는데, 이는 전통적인 대리인 문제에서 독립적인 사외이사가 경영진을 더 잘 모니터링 한다는 개념을 반영하고 있는 것이다(Mace, 1986; Fama and Jensen, 1983; Lorsch and MacIver, 1989; Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Hermalin and Weisbach, 1988; Raheja, 2005; Harris and Raviv, 2008; Adams and Ferreira, 2007; Linck, Netter and Yang, 2008, Dahya).

8) Fama and Jensen(1983)에 따르면 사외이사는 그들의 명성을 중요시하는 의사결정권자로서 경영자를 모니터링할 능력과 인센티브를 가지고 있다.

이외에도 몇몇의 기존연구는 CEO의 선임과 해임(Weibach, 1988; Borokhovich, Parrino, and Trapani, 1996), 적대적 M&A 방어장치의 도입(Brickley, Coles, and Terry, 1994), 인수합병의 가치(Byrd and Hickman, 1992; Cotter, Shivdasani, and Zenner, 1997) 등과 관련된 이사회에 사외이사가 어떤 영향을 끼치는지를 분석하였다. Weibach(1988)는 사외이사 비율이 높은 이사회는 성과가 부진한 CEO를 해고할 가능성이 높다는 연구결과를 보고하였으며, Brickley, Coles, and Terry(1994)는 사외이사 비율이 높은 기업에서 독약증권(poison pills) 채택과 관련된 공시를 하였을 경우 주식시장이 긍정적으로 반응한다는 연구결과를 보고하였다. 그리고 Byrd and Hickman(1992)에 따르면 사외이사 비율이 높은 인수기업(bidding firms)이 M&A 사건을 공시할 때 공시일에 더 높은 초과수익률을 보이며, Cotter, Shivdasani, and Zenner(1997)의 연구에 따르면 피인수기업에 있어서도 사외이사 비율이 높은 기업에서 M&A 사건을 공시할 때 공시일에 더 높은 초과수익률을 보인다고 한다.

그리고 한국 기업을 대상으로 실증분석을 수행한 연구에서도 비슷한 결과가 보고되고 있다. 사외이사 해임 공시 사건을 대상으로 해임효과를 실증 연구한 김문현, 백재승(2005)에 따르면 사외이사 해임 공시일 주변으로 비정상초과주가수익률이 음(-)의 값으로 산출되어 사외이사 선임에 대한 주가반응이 양(+)으로 나타난다는 기존의 연구를 지지하고 있다. 이러한 결과는 사외이사 제도의 재무적 영향을 고찰한 기존의 연구와 유사하게 국내에서도 사외이사의 해임이 당해기업의 이사회 독립성을 저해시켜 주가에 부정적으로 작용한다는 것을 보여주는 것이다. 이와 함께 Black and Kim(2012)은 한국 상장기업을 표본으로 하여 이사회 구조가 기업의 시장가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 이들은 자산 2조 이상의 기업에 사외이사 선임비율을 50% 이상으로 하고, 감사위원회 설치를 의무화한 한국 법률의 제정(legal shock)이라는 1999년 사건을 이용하여 분석을 실시하였는데, 이들의 연구결과에 따르면 이사회 독립성이 상대적으로 높은 자산 2조 이상의 대규모 상장기업에서 주가가 더 많이 상승한 것으로 나타났다.

하지만 사외이사의 긍정적인 측면을 강조한 이러한 다수의 연구와 달리 사외이사가 기업가치에 미치는 영향이 유의하지 않다는 소수의 연구결과도 있으며(Bhagat and Black, 1999, 2002; Hermalin and Weibach, 1991; Klein, 1998; Fields and Keys, 2003), 독립적인 사외이사가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과도

있다(Agrawal and Knoeber, 1996). 국내 기업을 대상으로 최근에 실증연구를 수행한 김창수(2006)의 연구에서도 사외이사 비율이 기업의 가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.⁹⁾

이와 같이 사외이사에 의한 모니터링 효과가 일관되게 나타나지 않는 것과 관련하여 최근에는 사외이사 비율의 증가로 인한 이사회 독립성 증가가 모든 기업에 획일적으로 영향을 미치지 않고 기업의 특성에 따라 한편으로는 이사회 독립성이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있고 또 다른 한편으로는 부정적인 영향을 미칠 수도 있다는 연구결과가 보고되고 있다(Hermalin and Weisbach, 1988; Raheja, 2005; Harris and Raviv, 2008; Adams and Ferreira, 2007; Coles, Daniel and Naveen, 2008; Duchin, Matsusaka, Ozbas, 2010).

이와 관련하여 Coles, Daniel and Naveen(2008)는 이사회 규모가 작을수록 그리고 이사회 독립성이 높을수록 더 우수한 이사회라는 기존의 연구결과를 실증적으로 재검증하고자 하였다¹⁰⁾. 이들은 이사회 규모의 더 많은 조언을 필요로 하는 규모가 큰 복잡한 기업(complex firms)과 부채비율이 높은 기업들에 초점을 두고 분석을 수행하였는데, 이들의 연구결과에 따르면 규모가 크고 복잡한 기업일수록 높은 사외이사 비율과 큰 이사회 규모는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만¹¹⁾, 내부자의 기업 고유의 지식(firm-specific Knowledge)이 상대적으로 중요한 R&D 중심의 기업에서는 사내이사의 비율과 기업가치 사이에 양의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다.¹²⁾

9) 하지만 외국인 사외이사가 이사회 활동을 하는 기업의 경우에는 기업 가치 향상에 도움이 되는 것으로 나타났는데, 이는 외국인 사외이사라는 존재의 의미 보다는 사외이사의 독립성이 중요하다는 점을 시사하는 결과로 해석되어 질 수 있다.

10) 이사회 효율성은 이사회 규모 및 독립성과 관련된다. Lipton and Lorsch(1992)와 Jensen(1993)에 따르면 다수 이사들의 조정비용 문제(coordination problems) 및 무임승차 문제(free riding problems) 등과 같은 이유로 해서 규모가 큰 이사회는 규모가 작은 이사회보다 덜 효과적이다. 이와 관련하여 Yermack(1996)과 Eisenberg, Sundgren, and Wells(1998) 등은 이사회 규모가 작을수록 그리고 이사회 독립성이 높을수록 더 효과적으로 모니터링을 수행하여 토빈의 Q로 측정된 기업가치가 더 높게 나타난다는 실증적인 증거를 제시하였다. 이러한 맥락에서 ISS(Institutional Shareholders Services, Inc), CII(Council of Institutional Investors) 등은 미국 기업들에게 사외이사 비율이 높고 규모가 작은 이사회를 요구하고 있다(Boone, Field, Karpoff and Raheja, 2007).

11) 사외이사의 비율이 높고, 규모가 큰 이사회 일수록 많은 경험과 지식을 보유하고 있어서 CEO에게 더 우수한 조언을 제공할 수 있기 때문에, 규모가 크고 복잡한 기업(complex firms)에서는 규모가 크고 독립성이 높은 이사회가 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Hermalin and Weisbach, 1988; Dalton, Daily, Johnson, and Ellstrand, 1999; Agrawal and Knoeber, 2001; Fich, 2005).

12) Fama and Jensen(1983)에 따르면 사내이사들은 사외이사들보다 더 우월한 정보를 가지고 있기 때문에, 그들의 경험과 정보는 기업가치 제고에 도움이 될 수 있다.

이와 함께 기존의 몇몇 이론적인 연구에 따르면 사외이사의 두 가지 주요한 역할인 모니터링(monitoring)과 조언(advising)의 효과성은 기업의 정보환경에 따라 달라질 수 있다고 한다(Hermalin and Weisbach, 1988; Raheja, 2005; Adams and Ferreira, 2007; Harris and Raviv, 2008). 즉 사외이사들의 기업정보 획득 비용이 상대적으로 높을 때 사외이사들이 수행하는 모니터링과 조언 역할의 효과성은 감소한다는 것이다. 이에 대해 Duchin, Matsusaka, Ozbas(2010)는 모든 기업에서 이사회 구성이 기업가치에 획일적 영향을 미친다고 기대하지 않고 기업특성에 따라 다른 영향을 미칠 것이라는 가설을 세우고 실증검증을 수행하였는데, 연구 결과에 따르면 사외이사의 증가가 평균적으로 기업가치에 도움도 안 되고 해로움도 안 되는 것으로 나타났다. 그러나 정보획득 비용을 고려한 경우 사외이사의 효과성은 기업정보를 획득하는데 발생하는 비용에 의해 좌우되는 것으로 나타났다. 즉 정보획득 비용이 낮을 때 이사회에서 사외이사가 증가한다면 기업가치는 유의적으로 상승하고, 정보획득 비용이 높을 때 이사회에서 사외이사가 증가한다면 기업가치가 악화되는 것으로 분석되었다.

즉 기업특성을 고려하지 않고 사외이사의 모니터링 효과를 획일적으로 분석한 이전의 연구와 달리 기업특성에 따른 사외이사의 모니터링 효과를 분석한 이와 같은 연구들은 기업특성에 따라 사외이사 비율의 변화가 기업가치 제고에 도움이 될 수도 있고 안 될 수도 있다는 점을 보여주고 있으며, 따라서 기업가치를 제고할 수 있는 사내외 이사의 최적 구성과 비율은 기업특성에 따라 다를 수 있음을 시사하고 있다.

이상의 연구들은 대부분 이사회의 독립성을 판단하는 기준으로 사외이사 비율 변수를 사용하였는데, 이는 사외이사는 경영진으로부터 독립성을 담보하고 있기 때문에 사외이사 비율이 높을수록 이사회의 독립성이 높아진다는 전제를 하고 있다. 하지만 최근에는 사외이사의 독립성에 대한 의문이 제기되고 있는데, 만약 사외이사가 비독립적이라고 한다면 사외이사의 비율이 높다고 하더라도 이사회의 독립성이 높아지지는 않을 것이며 따라서 이사회가 이론적으로 요구되는 제 기능을 다하지 못할 것이다. 이 경우 사외이사 비율을 이사회 독립성의 대리변수로 사용한 기존의 실증연구는 편의를 가질 수밖에 없을 것이며, 이러한 이유로 사외이사에 의한 모니터링의 효과가 기존 연구들에서 일관되게 나타나지 않을 수도 있다.

이에 따라 최근에 진행된 소수의 연구는 사외이사가 비독립적일 수도 있다는 가정 하에서 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사를 구분하여 실증분석을 수행함으로써

독립적인 사외이사의 중요성을 강조하고 있다. 대표적으로 22개 국가에서 지배주주가 있는 799개 기업을 표본으로 하여 독립적인 사외이사 비율과 기업가치 간의 관계를 실증분석을 실시한 Dahya, Dimitrov and McConnell(2008)의 연구는 실증분석을 위하여 독립적인 사외이사(independent directors)와 우호적인 사외이사(affiliated directors)로 사외이사를 구분하였는데,¹³⁾ 이들의 연구결과에 따르면 독립적인 사외이사 비율과 기업가치 간에 양의 상관관계가 존재하였고, 특히 주주권익을 보호하는 법체계가 약한 국가에서 독립적인 사외이사 비율과 기업가치 간의 양의 상관관계는 더 강하게 나타났다. 이는 주주권익을 보호하는 법체계가 약한 국가에서 경영자 및 지배주주로 인해 할인되는 기업가치가¹⁴⁾ 독립적인 사외이사의 선임으로 인해 상쇄됨을 의미한다.¹⁵⁾

그리고 1994년부터 2007년까지 미국 상장기업 사외이사의 갑작스런 죽음(sudden deaths)이 주가 반응에 미치는 영향을 분석함으로써 독립적인 사외이사의 중요성을 주장한 Nguyen and Nielsen(2010)에 따르면 사외이사의 죽음 이후로 기업가치는 약 0.85% 하락하였는데, 사외이사가 기업가치에 미치는 영향은 사외이사의 독립성의 정도에 따라 달라진다고 한다. 이러한 결과에 대해 Nguyen and Nielsen(2010)는 독립적인 사외이사가 효과적으로 경영진을 모니터링하고 적절한 자문을 수행할 것이라는 시장의 기대가 존재하는 상황에서, 독립적 사외이사의 죽음은 독립적 사외이사의 순기능이 사라지는 것을 의미하기 때문에 그러한 결과가 나타나는 것이라고 주장한다. 아울러 이들은 새로운 사외이사가 선임될 경우 관련된 선임비용과 학습비용이 추가로 발생하고 또한 독립적이지 못한 사외이사가 선임될 수도 있기 때문에 독립적 사외이사의 죽음에 대해 시장이 부정적으로 반응하는 것이라고 해석하고 있다.

이와 같은 기존 연구의 흐름과 사외이사의 독립성에 대해 비판이 제기되고 있는 국내 현황을 반영하여 본 연구에서는 국내 상장기업에서 사외이사의 독립성이 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고자 한다.

13) 이들의 연구에서 우호적인 사외이사를 구분하는 기준으로 사외이사가 지배주주인 경우, 사외이사가 당해기업의 임직원인 경우, 사외이사가 소유구조 상 관련이 있는 기업 및 그 기업 사회사의 임직원인 경우, 지배주주와 동일한 성(姓)을 가진 경우(혈족), 지배주주가 외국인일 때 사외이사가 지배주주와 동일한 국적일 경우, 지배주주가 정부일 때 사외이사가 정치인이거나 공무원일 경우를 적용하였다.

14) 주주권익이 약한 국가에서 기업가치가 할인된다는 것은 Claessens et al.(2002), Durnev and Kim(2005), La Porta et al.(2002)에서 제시되었다.

15) 이 경우 독립적인 사외이사를 선임함으로써 발생하는 비용은 지배주주가 유용할 수 있는 사적이익의 감소를 의미하기 때문에 모든 기업의 지배주주가 독립적인 사외이사를 선임하지는 않을 것이다. 따라서 독립적인 사외이사를 선임하는 기업에서 기업가치가 상승한다는 통계적인 결과가 나타난다.

III. 표본 및 연구방법

1. 자료수집 및 표본선정

본 연구의 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도까지 10년간이다. 실증분석을 위해 사용된 표본은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5715개 상장기업 패널자료이다. 표본선택에서 금융업종을 제외하는 이유는 규제 수준, 재무적 특성, 수익구조 등이 비금융업종과 상이하여 직접적으로 비교하기가 불가능하기 때문이다.

그리고 실증분석에서 사용된 이사회 구성 및 사외이사의 특성(학력, 직업, 과거경력 등)에 관한 자료는 주로 상장회사협의회에서 매년 편찬하는 경영인인명록에서 추출하였고, 부족한 정보는 금융감독원 전자공시시스템에 공시되어 있는 각 기업의 사업보고서와 언론 자료 등에서 수집하였다. 이사회 구성원인 사외이사들의 개인별 특성 정보를 분석한 동 자료는 법 규정보다 엄격한 기준으로 사외이사의 독립성을 파악할 수 있는 유용한 자료로 평가할 수 있다. 이외에 표본기업의 재무자료, 주가자료, 지분율 자료 등은 DataGuidePro를 통해 수집하였다.

2. 변수측정 및 연구모형

여기에서는 본 연구의 실증분석에 사용된 연구모형을 제시하고, 연구모형에서 사용된 주요 변수들에 대해서 설명한다. 주요 변수들의 측정에 대한 설명은 <표 1>에 요약되어 있다.

2.1 연구모형

본 연구는 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고 있다. 그리고 최근에 보고되고 있는 기존연구를 반영하여 기업특성에 따라 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 나타나는지를 분석하고 있다. 따라서 기존연구를 참고하여 이사회 독립성 외에 기업가치에 영향을 미치면서 동시에 다양한 기업특성을 의미하는 여러 가지 통제변수를 모형에 포함시켰다. 다양한 통제변수를

모형에 포함시키는 것은 생략변수로 인한 연구결과의 편의(omitted variable bias)를 줄일 수 있다는 장점도 있다.

그리고 본 연구에서 사용된 표본은 10년간에 걸친 5715개 상장기업 패널자료이다. 이에 따라 pooled regression model과 함께 패널자료의 횡단면적인 특성과 시계열적 특성을 동시에 고려할 수 있는 랜덤효과모형(random effect model)과 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 실증분석을 수행하였지만, 3개의 모형 중에서 고정효과모형이 가장 효율적인 것으로 나타나 본 연구에서는 주로 고정효과모형을 통해 산출된 추정치로 실증결과를 해석한다. 고정효과 모형을 사용 하면 관측되지 않은 기업특성으로 인해 발생할 수 있는 편의를 줄일 수 있는 장점이 있다. 아울러 본 연구에서는 clustered standard error 추정법을 통해 패널 그룹 내에서 잔차 간 서로 독립이라는 가정을 완화하여 표준오차를 계산함으로써 잔차 간 상관성으로 인한 편의를 크게 줄였다.

한편 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 본 연구에서 설정한 구체적인 연구모형은 아래와 같다.

$$\begin{aligned} Value_{it} = & \alpha + \beta_1 independent_{it} + \beta_2 boardsize_{it} + \beta_3 firm size_{it} + \beta_4 leverage_{it} + \\ & \beta_5 firmage_{it} + \beta_6 sales growth_{it} + \beta_7 rd_{it} + \beta_8 adver_{it} + \beta_9 capex_{it} + \\ & \beta_{10} ebit_{it} + \beta_{11} mgt_{it} + \beta_{12} volatility_{it} + \beta_{13} fcf_{it} + \beta_{14} ppe_{it} + \beta_{15} lsh_{it} + \\ & \beta_{16} foreign_{it} + \beta_{17} insti_{it} + \beta_{18} regul_{it} + \beta_{19} industry_i + \beta_{20} year_t + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

그리고 기업특성에 따라 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 나타나는지를 분석하기 위해서는 위 모형에서 기업특성 변수와 독립적인 사외이사 비율 변수간의 교차변수를 포함시켜 추정하였다. 교차변수의 부호가 어떻게 나타나는가를 살펴봄으로 해서 기업특성과 상관없이 독립적인 이사회가 중요한지 아니면 기업가치 제고 측면에서 기업특성에 따라 이사회 구성과 특성이 달라질 수 있는지를 검증해 볼 수 있을 것으로 기대된다.

〈표 1〉 주요 변수들의 정의

변수명	변수설명
outside	사외이사 비율임
independent	경력과 학력 면에서 회사 또는 경영진에 독립적인 사외이사 비율임
friendly	경력과 학력 면에서 회사 또는 경영진에 우호적인 사외이사 비율임
tobinq	기업가치의 대리변수로 [(자본의 시장가치 + 부채의 장부가치)/자산의 장부가치]로 계산됨
board size	이사회 규모를 의미하며 ln(이사회 규모)로 계산됨
firm size	기업규모의 대리변수로 ln(총자산)으로 계산됨
leverage	레버리지의 대리변수로 (총부채/총자산)으로 계산됨
firm age	업력을 의미하며 ln(해당회계연도-기업설립연도)로 계산됨
sales growth	과거 3년간 매출액 성장률임
r&d	(연구개발 비용/매출액)으로 계산됨
adver	(광고선전비 비용/매출액)으로 계산됨
capex	(자본적지출/매출액)으로 계산됨
ebit	(ebit/매출액)으로 계산됨
mgt	(판매비와 관리비/매출액)으로 계산됨
volatility	시장위험의 대리변수로서 1년간 일별수익률의 표준편차임
fcf	잉여현금흐름을 의미하며 [(ebit-ebit에대한세금조정+감가상각비-총투자)/총자산]으로 계산됨
ppe	(고정자산/매출액)으로 계산됨
lsh	최대주주 및 특수관계인의 지분율을 의미함
foreign	외국인의 지분율을 의미함
insti	기관투자자의 지분율을 의미함
regul	자산총액이 2조원 이상인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 가지는 더미 변수임
year dummy	연도별 더미변수임
industry dummy	한국거래소에서 분류하는 주식업종에 따른 산업별 더미변수임

2.2 독립적 사외이사 비율(이사회 독립성) 변수 측정

몇몇 연구를 제외하고 기존의 많은 연구에서는 사외이사가 독립적이라는 가정에 근거하여 이사회의 독립성을 측정하는 변수로 사외이사 비율을 사용하였다.¹⁶⁾ 하지만 사외이사가 회사 또는 경영진과 직간접적인 관계가 있는 경우 더 이상 독립적인

사외이사라고 평가할 수 없다. 따라서 본 연구에서는 이사회 독립성을 사외이사 비율 변수로 하지 않고, 사외이사 중에서도 독립적 사외이사와 우호적 사외이사를 구분하여 독립적 사외이사 비율을 이사회 독립성의 변수로 사용한다. 즉 본 연구에서는 관련 법률에서 정의하는 사외이사의 독립성 요건¹⁷⁾ 이상으로 엄격한 기준을 설정하여 사외이사의 독립성을 판별하여 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향을 분석한다.

구체적으로 본 연구에서는 사외이사의 독립성을 판별하는 기준으로 사외이사의 개인별 학력과 과거 경력을 적용하였다.¹⁸⁾ 학력의 경우 한국 사회에서 학연이 갖는 특수성을 고려하여 현 경영진과 동일 고등학교 출신이거나 동일 대학(원)의 동일 학과 출신이면 비독립적인 사외이사로 분류하였다. 왜냐하면 한국 사회에서 출신학교 동문들의 경우 대부분 긴밀한 인간관계가 유지되기 때문에 경영진과 동문인 사외이사는 경영진과의 이해관계를 벗어나 객관적인 입장에서 경영진을 감시하고 견제하는 역할을 충실히 수행할 것이라고 기대하기 어렵기 때문이다. 그리고 과거 경력의 경우 사직 이후 냉각 기간을 고려하지 않고 과거에 당해 회사 및 계열회사의 임직원이었다면 비독립적인 사외이사로 분류하였다. 왜냐하면 당해 회사 및 계열회사의 임직원이었다면 자의 경우 회사에 대한 충성도로 인해 경영진에 대한 효과적인 감시나 견제를 할 수 없어 독립성을 담보할 수 없기 때문이다. 이러한 기준에 비추어 비독립적인 사외이사가 아닌 경우 독립적인 사외이사로 분류하였다. 이렇게 분류된 독립적 사외이사의 비율(독립적 사외이사의 수/이사회 규모)을 이사회 독립성의 대리변수로

16) 사외이사의 독립성을 엄격히 구분하여 실증분석을 수행한 연구로 Weibach(1988)와 Shivdasani and Yermack(1999)는 사외이사의 독립성을 판단하는 기준으로 당해 회사의 전현직 임직원의 여부를 적용하였다. 그리고 기업특성에 따른 이사회 규모와 구성을 실증적으로 분석한 Boone, Field, Karpoff and Raheja(2007)은 연구에서 사외이사를 우호적 사외이사(affiliated outsiders)와 독립적 사외이사(independent outsiders)로 구분하였다. 이들이 우호적 사외이사로 구분한 기준은 사외이사들 중에서 당해 기업과 중요한 사업관계(substantial business relations)가 있거나, 당해 기업의 내부자와 관계가 있거나, 당해기업의 전직 임직원인 경우이다. 또한 Dahya, Dimitrov and McConnell(2008)는 실증분석을 위하여 독립적인 사외이사(independent directors)와 우호적인 사외이사(affiliated directors)로 사외이사를 구분하였는데, 이들의 연구에서 우호적인 사외이사(affiliated directors)를 구분하는 기준은 다음과 같다. 1) 사외이사가 지배주주인 경우, 2) 사외이사가 당해기업의 임직원인 경우, 3) 사외이사가 소유구조 상 관련이 있는 기업 및 그 기업 자회사의 임직원인 경우, 4) 지배주주와 동일한 성(姓)을 가진 경우(혈족), 5) 지배주주가 외국인일 때 사외이사가 지배주주와 동일한 국적일 경우, 6) 지배주주가 정부일 때 사외이사가 정치인이거나 공무원일 경우.

17) 상법에서 정의하는 사외이사의 독립성 요건은 ‘〈부록〉 사외이사의 선임과 자격요건’을 참조하기 바란다.

18) 본 연구에서 사용된 자료는 상장회사협의회가 편찬한 경영인인명록과 사업보고서 등에 공개된 정보에만 근거해서 이루어진 것으로, 사외이사의 공개되지 않은 이해관계는 파악하지 못하는 한계가 있다. 예를 들어 계열사 임직원 경력은 상대적으로 확인하기 쉬운 편이나 전략적 업무제휴나 법률자문 등은 확인이 쉽지 않다. 따라서 본 연구에서 분류된 비독립적인 사외이사의 비중이 실제로는 더 높을 수 있다.

하여 분석을 수행하였다.¹⁹⁾ 아울러 우리나라에서는 고위 공무원, 정치인 및 법조인(판·검사) 출신의 사외이사들이 본연의 역할을 수행하지 못한다는 비판에 입각하여 본 연구에서는 강건성 분석에서 과거 경력이 공무원, 정치인, 법조인 출신이라면 비독립적인 사외이사로 분류하여 본 연구결과의 강건성을 검증하였다.²⁰⁾

본 연구에서 사외이사의 독립성을 판별하기 위해 사용된 3가지 기준 중 학연 및 경력(고위 공무원, 정치인 및 판·검사 출신의 사외이사)의 경우 사외이사의 독립성을 판단함에 있어서 한국의 독특한 특성이 반영된 기준이며, 이는 미국을 비롯한 외국의 독립적 사외이사 분류 기준과 차별화되는 점이다.²¹⁾

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 기초통계 분석

본 장에서는 실증분석 결과를 보고한다. 우선 주요 변수들의 기초통계량에 따르면 상장 기업의 이사회 규모(board size)는 평균 6.1명으로 나타나고 있으며, 사외이사 비율(outside)은 평균 32.68%로 나타나고 있다. 사외이사들 중에서 당해기업의 경영진과 학연관계에 있거나 과거에 당해기업의 임직원이었다던 자로서 경영진과 우호적인 사외이사의 비율(friendly)은 평균 8.58%로 나타났으며, 이와 달리 경영진과

19) 우리나라의 경우 인적 네트워크의 특성상 학연 뿐만 아니라 지연 또한 중요한 이해관계의 원인이 된다. 이에 따라 사외이사의 독립성에 지연도 상당한 영향을 미칠 수 있다. 하지만 본 연구에서는 사외이사의 독립성 판단 기준으로 지연을 고려하지 않았다. 이는 지연을 고려하기 위해 필요한 사외이사 개인별 출신지의 세부자료를 획득할 수 없는 현실적 한계에 기인한다.

20) 우리나라에서는 정치권, 법조계 및 정부 관료 출신의 사외이사도 독립성이 결여될 수 있는데, 이와 관련하여 자본시장과 언론 등에서는 기업들이 정치권, 법조계 및 정부 관료들을 사외이사로 선임하여 각종 로비를 통해 법안이나 정책 생산에 관여한다는 비판을 종종 제기하고 있다. 이는 공무원, 정치인, 법조인 출신의 인사들이 기업의 사외이사로 선임되어 이사회에서 효과적인 모니터링과 가치 있는 조언을 제공하는 역할을 하지 않고 다양한 로비를 수행함으로써 당해 기업에 유리한 방향으로 제도변화를 도모하거나 검찰 수사나 법원 판결, 국세청 세무조사 등을 무력화한다는 점을 지적하는 것이다.

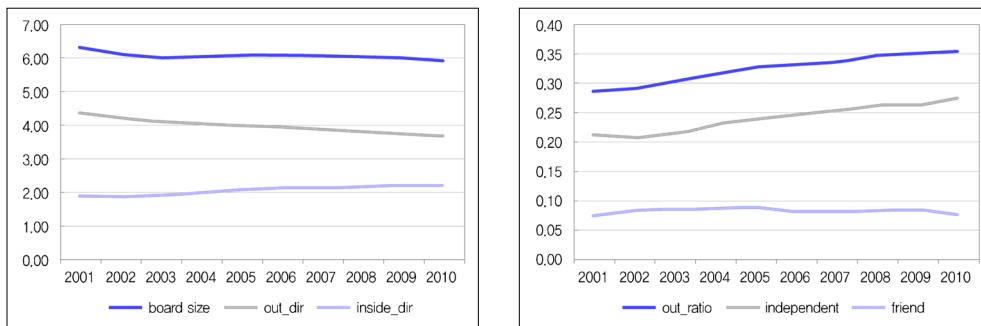
21) 본 연구에서는 사외이사의 독립성 이외의 변수가 기업가치에 미치는 영향을 통제하고, 또한 다양한 기업특성에 따라 사외이사의 독립성이 기업가치에 미치는 영향이 달라지는 가를 분석해 보기 위하여 다양한 기업특성 변수를 통제변수로 연구모형에 포함시켰다. 이는 특정 변수 하나가 성장기회, 수익성 등 기업특성을 완벽히 통제하지는 못한다는 점을 반영한 것이며, 이렇게 다양한 통제변수를 모형에 포함시키면 생략된 변수로 인해 발생할 수 있는 내생성 문제(omitted variables problem)를 완화할 수 있다는 장점도 있다. 본 연구에서 사용된 종속변수와 통제변수에 대한 설명은 <표 1>에 요약되어 있으며, 이에 대한 자세한 설명은 원문을 참조하기 바란다.

독립적인 사외이사의 비율(independent)은 24.08%로 나타났다.

이와 관련하여 <그림 1>은 연도별로 사외이사의 추이를 보여주고 있는데, 왼쪽 그림에서 이사회 규모는 2001년 이후 부터 크게 변하지 않았으나 사내이사의 수(inside_dir)는 감소하고 사외이사의 수(out_dir)는 증가하는 추세를 보이고 있다. 이는 오른쪽 그림에서와 같이 우호적인 사외이사의 비율 증가에 의해서가 아니라, 독립적인 사외이사가 선임되는 비율이 증가한 것에 기인한다. 즉 2001년 이후부터 최근까지 이사회의 규모는 크게 변화지 않았으나 이사회에서 사외이사의 비율이 지속적으로 증가하고 있으며, 사외이사들 중에서도 독립적인 사외이사의 선임이 증가하고 있음을 <그림 1>을 통해 알 수 있다.

이러한 추이는 우리나라에서 사외이사 제도가 의무화된 1998년 이후부터 최근까지 제기되고 있는 사외이사의 독립성에 대한 문제 인식에 대해 상장기업에서 선임되는 사외이사의 독립성이 조금씩 개선되고 있음을 증명하고 있다. 즉 독립적인 사외이사의 선임이 증가하여 이사회의 독립성이 조금씩 지속적으로 제고되고 있음을 알 수 있는데, 이러한 현상이 이사회의 역할 충실화로 이어져 상장기업의 가치 보존 및 제고로 나타나는지는 실증적으로 검증해 볼 필요가 있다.

<그림 1> 연도별 사외이사 추이



실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5715개 상장기업 패널자료이다. 아래 왼쪽 그림에서 board size는 이사회 규모의 평균값을 의미하고, out_dir는 사외이사 수의 평균값을 나타내며, inside_dir는 사내이사 수의 평균값을 의미한다. 그리고 아래 오른쪽 그림에서 out_ratio는 사외이사 비율의 평균값을 의미하고, independent는 독립적인 사외이사 비율을 나타내며, friendly는 비독립적인 사외이사의 비율을 의미한다.

그리고 주요 변수들 간의 상관계수를 살펴보면 기업가치는 사외이사 비율 및 이사회 규모와 양의 상관관계를 보인다. 여기서 기업가치와 사외이사 비율의 양의 상관관계는 사외이사 중에서도 독립적인 사외이사에 기인하는 것으로 나타난다. 왜냐하면 우호적인 사외이사의 비율은 기업가치와 음의 상관관계를 보이지만, 이와 달리 독립적인 사외이사의 비율은 기업가치와 양의 상관관계를 보이기 때문이다. 실제로 이러한 현상이 단순히 상관관계 분석으로만 나타나는지 아니면, 기업가치에 영향을 미치는 기업특성 변수를 통제한 회귀모형에서도 나타나는지 좀 더 정교한 모형으로 분석을 해 볼 필요가 있다.

2. 독립적인 사외이사과 기업가치

앞의 분석을 통해 표본기간 동안 우리나라 상장기업에서 독립적인 사외이사의 선임이 증가하여 이사회 독립성이 개선되고 있는 추이를 알 수 있었다. 또한 상관관계 분석에서 기업가치와 독립적인 사외이사의 비율로 측정될 수 있는 이사회 독립성의 수준은 기업가치와 양의 상관관계를 보이는 반면 우호적인 사외이사의 비율로 측정될 수 있는 이사회 우호성의 수준은 기업가치와 음의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다.

여기에서는 기업가치에 영향을 미치는 다른 기업특성들을 통제한 이후에도 독립적인 사외이사의 비율 즉 이사회 독립성의 수준이 기업가치에 양의 영향을 미치는 지를 분석해 보고자 한다.²²⁾ 그 결과가 <표 2>에 제시되어 있는데, (식1)~(식3)은 pooled regression model로 계수를 추정한 결과이며, (식4)~(식6)은 랜덤효과모형(random effect model)으로 계수를 추정한 결과이고, (식7)~(식9)는 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 계수를 추정한 결과이다. 검증통계량으로 검증해 본 결과 3가지 모형 중에서 고정효과모형이 가장 효율적인 모형으로 나타났지만, 실증결과는 3가지 모형에서 일관되게 나타났다.

분석결과에 따르면 우선 사외이사 비율 변수(outside)는 3가지 모형 모두에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보여 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로

22) 우리나라의 기업을 표본으로 하여 수행하는 많은 실증분석에서는 재벌의 효과를 통제하는 것이 중요하다. 따라서 본 연구에서도 공정거래위원회에서 매년 발표하는 대규모 기업집단 소속여부를 재벌 더미변수로 하여 연구모형에 포함시켰다. 하지만 고정효과모형을 이용한 실증분석 결과에서 재벌더미 변수가 생략되어 나타났기에 연구모형에서 재벌 더미변수를 포함시키지 않았다. 하지만 pooled regression model과 랜덤효과모형에 재벌 더미변수를 포함하여 추가로 분석을 수행한 결과는 본 연구의 결과와 일관되게 나타났다. 즉 이는 재벌 더미변수가 연구모형에 포함되지 않아서 연구결과가 왜곡되어 나타나지는 않았음을 의미한다.

나타났다. 이는 사외이사의 비율이 높을수록 기업가치가 높게 나타난다는 기존의 연구와 일치하는 결과이다(Rosenstein and Wyatt, 1990; Core, Holthausen, and Larcker, 1999 등). 이러한 결과에는 사외이사가 독립적으로 경영진을 모니터링하고, 기업가치를 제고할 수 있는 방향으로 경영진에게 조언을 한다는 가정이 전제되어 있다. 하지만 사외이사가 모두 독립적이지는 않아서 비독립적인 사외이사는 기업가치를 보존하고 제고시키는 역할을 하지 못한다는 비판도 있다. 만약 독립적인 사외이사와 비독립적인 사외이사의 역할과 기능이 다르다고 한다면, 사외이사 비율을 이사회 독립성의 대리변수로 하여 실증분석을 한 결과는 해석에서 편의를 가질 수 있다.

이러한 측면을 반영하여 본 연구에서는 사외이사를 경영진에 대해 독립적인 사외이사와 우호적인 사외이사로 구분하여 실증분석을 수행하였다. <표 2>의 분석 결과에 따르면 독립적인 사외이사 비율 변수(independent)는 3가지 모형 모두에서 통계적으로 유의한 양의 값으로 나타나 독립적인 사외이사의 비율이 높아 이사회 독립성 수준이 높은 기업일수록 기업가치가 높게 나타났지만, 우호적인 사외이사 비율 변수(friendly)는 기업가치에 음의 영향을 미치거나 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 독립적인 사외이사가 경영진을 효과적으로 모니터링하고 적절한 조언 기능을 수행하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석되며, 반면에 우호적인 사외이사는 경영진과의 관계로 인해 적극적인 모니터링을 수행하지 못하여 기업가치에 영향을 미치지 못하는 것으로 해석된다. 이는 사외이사의 독립성이 중요하다는 기존의 연구 및 주장과 일치하는 것이며(Dahya, Dimitrov and McConnell, 2008; Nguyen and Nielsen, 2010 등), 사외이사의 독립성을 제고시키기 위해 제도를 개선하고자 하는 시장과 정부의 노력에 대한 근거가 된다.²³⁾ 그리고 우호적인 사외이사가 기업가치와 무관하다는 결과는 결국 사외이사 제도가 기업에게는 비용부담만 가중시킨다는 의미로 이어질 수 있으며, 이러한 폐해를 개선하기 위해서는 독립적인 사외이사를 선임하여 이사회 독립성을 강화할 필요가 있음을 시사한다.

23) Nguyen and Nielsen(2010)에 따르면 사외이사가 기업가치에 미치는 영향은 사외이사가 효과적으로 경영진을 모니터링하고, 적절한 자문을 수행할 수 있는 사외이사의 독립성의 정도에 따라 달라진다고 한다.

〈표 2〉 독립적인 사외이사와 기업가치

	pooled regression model			random effects model			fixed effects model		
	(식1)	(식2)	(식3)	(식4)	(식5)	(식6)	(식7)	(식8)	(식9)
intercept	0.8199*** (2,68)	0.8134*** (2,68)	0.8611*** (2,88)	0.5424 (1,41)	0.5194 (1,36)	0.5332 (1,39)	0.3967 (0,68)	0.3567 (0,61)	0.3311 (0,57)
outside	0.2958*** (3,2)			0.3969*** (4,16)			0.3374*** (3,29)		
independent		0.2391*** (3,57)			0.2255*** (3,16)			0.1506*** (2,01)	
friendly			-0.1298* (-1,68)			-0.0335 (-0,44)			0.0271 (0,34)
board size	0.0138** (2,01)	0.0155** (2,27)	0.0155** (2,26)	0.0106** (1,93)	0.0116** (2,09)	0.0112** (2,03)	0.0081 (1,38)	0.0085 (1,45)	0.0080 (1,38)
firm size	-0.0172 (-1,19)	-0.0159 (-1,11)	-0.0139 (-0,97)	-0.0206 (-1,1)	-0.0161 (-0,87)	-0.0130 (-0,71)	-0.0915*** (-2,67)	-0.0877*** (-2,57)	-0.0862*** (-2,52)
leverage	0.8145*** (6,83)	0.8116*** (6,76)	0.8114*** (6,74)	0.8792*** (9,17)	0.8761*** (9)	0.8745*** (8,9)	0.8986*** (10,57)	0.8960*** (10,37)	0.8948*** (10,29)
firm age	-0.0558** (-2,42)	-0.0533** (-2,32)	-0.0560** (-2,42)	0.0436* (1,89)	0.0510** (1,99)	0.0522** (2,04)	0.4817*** (6,26)	0.4918*** (6,41)	0.5023*** (6,49)
sales growth	0.0520* (1,68)	0.0544* (1,79)	0.0543* (1,79)	0.0181 (0,68)	0.0208 (0,81)	0.0205 (0,79)	0.0558** (2,2)	0.0587** (2,36)	0.0592** (2,37)
r&d	3.0891*** (3,45)	3.0690*** (3,44)	3.1070*** (3,47)	2.5202*** (2,88)	2.5564*** (2,93)	2.6225*** (2,98)	1.7469 (1,56)	1.7910 (1,6)	1.8310* (1,63)
adver	4.0749*** (2,76)	4.0853*** (2,75)	4.0671*** (2,73)	3.4260*** (1,93)	3.3928*** (1,92)	3.3784* (1,91)	2.9787 (1,28)	2.9338 (1,27)	2.9490 (1,26)
capex	0.0041 (0,19)	0.0044 (0,21)	0.0048 (0,22)	0.0046 (0,43)	0.0049 (0,45)	0.0049 (0,44)	0.0027 (0,3)	0.0029 (0,31)	0.0027 (0,29)
ehit	0.0938 (1,31)	0.0977 (1,37)	0.0959 (1,34)	0.0457 (0,79)	0.0461 (0,79)	0.0440 (0,75)	0.0244 (0,44)	0.0237 (0,42)	0.0220 (0,39)
mgt	0.0788 (1,04)	0.0832 (1,1)	0.0809 (1,06)	0.0335 (0,5)	0.0335 (0,5)	0.0307 (0,46)	0.0216 (0,32)	0.0205 (0,3)	0.0183 (0,27)
volatility	0.2124** (2,44)	0.2072** (2,38)	0.2037** (2,34)	0.1362** (2,19)	0.1286** (2,06)	0.1187* (1,89)	0.1645*** (2,7)	0.1568*** (2,57)	0.1497** (2,45)
fcf	-0.0019 (-0,04)	0.0018 (0,04)	0.0031 (0,07)	-0.0160 (-0,31)	-0.0117 (-0,22)	-0.0088 (-0,19)	-0.0412 (-0,8)	-0.0373 (-0,73)	-0.0357 (-0,7)
ppe	-0.0013 (-0,44)	-0.0013 (-0,42)	-0.0013 (-0,44)	-0.0007 (-0,43)	-0.0006 (-0,39)	-0.0006 (-0,38)	-0.0003 (-0,25)	-0.0003 (-0,21)	-0.0003 (-0,19)
lsh	-0.2124*** (-2,59)	-0.2114*** (-2,58)	-0.2208*** (-2,7)	-0.0973 (-0,44)	-0.0247 (-0,29)	-0.0298 (-0,35)	-0.0827 (-0,87)	-0.0690 (-0,72)	-0.0759 (-0,8)
foreign	0.6046*** (3,32)	0.5828*** (3,2)	0.5851*** (3,23)	0.6349*** (3,33)	0.6319*** (3,32)	0.6428*** (3,4)	0.5646*** (2,7)	0.5692*** (2,73)	0.5764*** (2,78)
insti	0.4090*** (4,09)	0.4009*** (4)	0.4316*** (4,28)	0.3063*** (2,5)	0.3167*** (2,62)	0.3344*** (2,82)	0.1909 (1,51)	0.2009 (1,62)	0.2086* (1,7)
regul	0.0399 (0,66)	0.0625 (1,05)	0.1048* (1,76)	0.0569 (0,87)	0.0918 (1,43)	0.1224* (1,92)	0.0927 (1,2)	0.1226 (1,29)	0.1409* (1,86)
industry & year dummy	included	included	included	included	included	included	included	included	included
n	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654
F-value(wald chi2)	29.00***	28.82***	29.44***	1466.64***	1433.31***	1365.80***	59.48***	57.90***	54.55***
R ²	0.4537	0.4542	0.4525	0.4348	0.4350	0.4318	0.2089	0.1988	0.1917

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5715개 상장기업 패널자료이다. 종속변수는 기업가치의 대리변수인 tobin's Q이며, 주요 통제변수들에 대한 설명은 〈표 2〉에 요약되어 있다. 괄호안의 수치는 clustered standard error 추정법에 기초한 robust t-통계량 및 robust z-통계량(랜덤효과모형의 경우)을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

3. 기업특성에 따른 독립적인 사외이사와 기업가치

앞의 실증분석에서는 독립적인 사외이사가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 따라서 사외이사의 독립성을 강화하는 것이 중요함을 보여주었다. 그런데 이러한 결과가 기업마다 상이한 특성에 따라 달리 나타나는지 아니면, 기업특성과 무관하게 사외이사의 독립성이 중요한지를 분석해 볼 필요가 있다. 따라서 여기에서는 기업특성에 따라 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 나타나는지를 검증해 본다. 이를 위해 기업가치에 영향을 미치는 다양한 통제변수와 독립적인(또는 우호적인) 사외이사 비율 변수 간의 교차변수를 모형에 포함시켜 실증분석을 수행한다. 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 계수를 추정한 실증분석 결과가 <표 3>에 제시되어 있는데, <표 3>에서 홀수번호의 식은 독립적인 사외이사 비율 변수와 기업특성 변수 간의 교차변수를 포함하고 있으며, 짝수번호의 식은 우호적인 사외이사 비율 변수와 기업특성 변수 간의 교차변수를 포함하고 있다. 그리고 <표 3>에 제시되어 있는 모든 식에는 상수항과 <표 2>에서 제시된 통제변수가 모두 포함되어 있지만, <표 3>에서는 지면의 제약으로 인하여 교차변수의 계수값만 보고하고 있다.

실증분석 결과에 따르면 기업 업력(firm age), 자본적 지출(capex), 광고선전비(adver), 판매비와 관리비(mgt), 잉여현금흐름(fcf) 변수들과 독립적인 사외이사 비율 변수(independent)간의 교차변수 값은 통계적으로 유의한 양의 값으로 나타났다. 즉 기업이 오래된 기업일수록, 자본적 지출이 높고 광고선전비 비율이 높아 성장성이 높은 기업일수록, 판매비와 관리비 비율이 높아 산업내 경쟁이 높은 기업일수록 그리고 잉여현금흐름이 많아 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 기업일수록 독립적인 사외이사 비율이 높아 이사회 독립성이 높은 기업에서 기업가치가 높게 나타났다. 기업업력 변수의 경우 실증연구에서 종종 기업의 복잡성의 대리변수로 사용되고 있는데(Ferreira, Ferreira and Raposo, 2011; Duchin, Matsusaka and Ozbas, 2010), <표 3>의 결과는 기업의 복잡성이 높아질수록 독립적인 사외이사에 의한 모니터링 기능이 중요하다는 것으로 해석되어 진다. 그리고 자본적 지출이 많고 광고선전비 비율이 높아 투자가 활발하고 성장성이 높은 기업에서도 투자의 효율성에 대한 독립적인 사외이사에 의한 모니터링과 가치 있는 조언이 중요하다는 것을 시사한다. 또한 판매비와 관리비는 상품시장의 경쟁 정도를 보여주는 변수인데(Shleifer and Vishny, 1997; Masulis, Wang and Xie, 2007), 분석 결과는

상품시장의 경쟁이 치열할수록 독립적인 사외이사에 의한 경영의사결정의 모니터링과 가치있는 조언이 중요하다는 것을 보여준다. 이와 함께 잉여현금흐름은 대리인 비용과 관련된 변수로서(Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1989; Ferreira, Ferreira and Raposo, 2011), 분석결과는 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 기업일수록 경영자가 사적이익을 유용하지 못하도록 독립적인 사외이사의 모니터링이 중요한 역할을 한다는 점을 시사한다.

반면 레버리지(leverage), 매출액 성장률(sales growth), 수익률 변동성(volatility), 고정자산(ppe) 변수들과 우호적인 사외이사 비율 변수(friendly) 간의 교차변수 값은 통계적으로 유의한 음의 값으로 나타났다. 즉 분석결과는 레버리지가 높은 기업일수록, 매출액 성장률이 높은 기업일수록, 주식 수익률 변동성이 높은 기업일수록 그리고 고정자산 비율이 높은 기업일수록 이사회에서 우호적인 사외이사의 비율이 높아 이사회 독립성이 낮은 기업에서 기업가치가 낮게 나타남을 시사하고 있다. 레버리지가 높다는 것은 기업이 외부자원에 더 많이 의존하여 재무곤경에 처할 가능성이 높다는 의미인데(Pfeffer, 1972; Klein, 1998; Coles, Daniel and Naveen, 2008), <표 3>의 결과는 이러한 기업에서 우호적인 사외이사가 경영자와의 관계로 인하여 모니터링 역할을 제대로 하지 못해 기업가치가 훼손될 수 있다는 점을 시사한다. 매출액 성장률이 높은 기업에서는 향후 현금흐름이 증가하여 기업가치가 높을 수 있지만, 우호적인 사외이사로 인해 이러한 현금흐름에 대한 효과적인 모니터링이 이루어지지 않으면 매출액 성장률이 높은 기업임에도 불구하고 기업가치가 훼손될 수 있다는 점을 보여준다. 그리고 주식 수익률 변동성은 기업의 근원적인 불확실성을 보여주는 변수인데(Duchin, Matsusaka and Ozbas, 2010; Boone, Field, Karpoff and Raheja; 2007), 기업의 성과가 근원적으로 불확실함에도 불구하고 우호적인 사외이사로 인해 이사회 독립성이 제대로 작동하지 못하여 기업가치가 훼손될 수 있음을 보여준다. 고정자산이 많이 보유한 기업일수록 담보력이 강하여 원활한 자본조달과 투자가 이루어 질수 있는데(최효순, 2005), 이 경우 우호적인 사외이사로 인해 투자의 효율성을 효과적으로 모니터링하지 못하면 기업가치가 훼손될 수 있음을 보여준다.

그리고 최대주주 및 특수관계인 지분율 변수(1sh)와 독립적인 사외이사 비율 변수(independent) 간의 교차변수 값은 음의 값으로 나타났는데, 이는 최대주주의 지분율이 낮을수록 최대주주가 경영자를 감시할 유인이 낮기 때문에 이러한 기업일수록

독립적인 사외이사가 경영자를 효과적으로 모니터링하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 한편 기업규모(firm size), 연구개발비(r&d), 수익성(ebit), 외국인 지분율(foreign), 기관투자자 지분율(insti)의 변수들은 독립적인 사외이사 비율 변수(independent) 및 우호적인 사외이사 비율 변수(friendly) 간의 교차변수에서 통계적으로 유의한 값을 보이지 않는다.

요컨대 기업특성에 따라 독립적인(또는 우호적인) 사외이사 비율이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석한 <표 3>의 결과에 따르면 일부 기업특성에서는 독립적인 사외이사의 비율 변수와 기업특성 변수 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 양의 값으로 나타나 독립적인 사외이사 비율이 높아 이사회 독립성의 수준이 높은 기업일수록 기업가치가 높게 나타났지만, 반면에 일부 기업특성에서는 우호적인 사외이사의 비율 변수와 기업특성 변수 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 음의 값으로 나타나 우호적인 사외이사 비율이 높아 이사회 독립성의 수준이 낮은 기업일수록 기업가치는 낮게 나타났다. 이는 결국 사외이사 중에서도 독립적인 사외이사가 기업가치 제고에 중요한 역할을 수행한다는 의미인데, 이는 기업의 이사회가 기업가치를 극대화하기 위해 구성되어야 한다면 기업특성에 상관없이 독립적인 사외이사를 선임하여 이사회 독립성을 제고하는 것이 중요하다는 점을 시사한다.²⁴⁾

24) 본 연구의 결과는 모니터링 양과 질은 기업의 제약과 기회에 대한 정보의 양에 결정되므로 정보비대칭이 상대적으로 큰 기업(성장기회 큰, 연구개발비 큰, 추가수익률 변동성이 큰, 규모가 작은, CEO의 지분이 많은 기업 등)에서는 독립적 사외이사가 모니터링 기능을 잘 못하여 기업가치에 도움 안 될 수도 있다는 기존의 연구와는 다소 상반되는 결과이다(Raheja, 2005; Harris and Raviv, 2008). 이러한 결과는 우리나라의 기업에서는 기업특성과 무관하게 무엇보다도 이사회 독립성 즉 사외이사의 독립성이 중요하다는 점을 시사하는 것이다.

〈표 3〉 기업특성에 따른 독립적인 사외이사와 기업가치

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5715개 상장기업 패널자료이다. 모든 식은 Fixed Effects Model로 추정하였으며, 상수와 모든 통제변수를 포함하고 있다. 종속변수는 기업가치의 대리변수인 tobin's Q이며, 주요 통제변수들에 대한 설명은 〈표 2〉에 요약되어 있다. 괄호안의 수치는 clustered standard error 추정법에 기초한 robust t-통계량을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	(식1)	(식2)	(식3)	(식4)	(식5)	(식6)	(식7)	(식8)	(식9)	(식10)	(식11)	(식12)	(식13)	(식14)	(식15)	(식16)
independent	0.3217 (0.32)		0.0423 (0.35)		-0.5499 (-1.33)		0.1712* (1.82)		0.1674** (2.1)		0.1349* (1.78)		0.1557** (2.05)		0.1036 (1.72)	
friendly		-0.0277 (-0.03)		0.7327*** (3.39)		-0.0265 (-0.06)		-0.0314 (-0.34)		0.0730 (0.87)		0.0355 (0.46)		-0.0131 (-0.14)		0.0575 (0.8)
independent(or friendly) × firm size	-0.0087 (-0.18)	0.0028 (0.05)														
independent(or friendly) × leverage			0.2031 (1.08)	-1.474*** (-4.03)												
independent(or friendly) × firm age					0.2047* (1.84)	0.0154 (0.12)										
independent(or friendly) × r&d							-1.7142 (-0.24)	5.0182 (1.2)								
independent(or friendly) × sales growth									-0.0849 (-0.87)	-0.2483** (-1.99)						
independent(or friendly) × capex											0.087*** (2.84)	-0.0522 (-1)				
independent(or friendly) × ebit													-0.5528 (-1.36)	0.8226 (1.23)		
independent(or friendly) × adver															5.3315** (1.94)	-3.1533 (-1.05)
n	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654
F-value	56.74***	51.63***	56.83***	67.21***	54.84***	51.64***	79.35***	51.91***	59.99***	51.52***	57.29***	60.22***	59.69***	52.11***	55.37***	51.33***
R2	0.1987	0.1918	0.1994	0.1974	0.1950	0.1917	0.1987	0.1940	0.2007	0.1947	0.1989	0.1983	0.2001	0.1933	0.2004	0.1920

	(식17)	(식18)	(식19)	(식20)	(식21)	(식22)	(식23)	(식24)	(식25)	(식26)	(식27)	(식28)	(식29)	(식30)
independent	-0.0061 (-0.1)		0.1111 (0.89)		0.1268* (1.67)		0.1270* (1.76)		0.4426*** (2.77)		0.1744** (2.14)		0.1406* (1.91)	
friendly		0.1088 (1.25)		0.3650** (2.31)		0.0206 (0.26)		0.0684 (0.87)		-0.1167 (-0.58)		0.0453 (0.51)		0.0626 (0.81)
independent(or friendly) × mgt	0.7973*** (4.96)	-0.4630 (-1.42)												
independent(or friendly) × volatility			0.0706 (0.35)	-0.6206** (-2.35)										
independent(or friendly) × fcf					0.6597*** (3.04)	0.1173 (0.47)								
independent(or friendly) × ppe							0.0211 (1.18)	-0.0346** (-1.94)						
independent(or friendly) × lsh									-0.7531** (-2.35)	0.3350 (0.85)				
independent(or friendly) × foreign											-0.7335 (-1.48)	-0.6427 (-0.75)		
independent(or friendly) × insti													0.2499 (0.51)	-1.1260 (-1.14)
n	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654	5654
F-value	60.83***	51.29***	55.03***	51.22***	23.88***	56.73***	57.83***	69.90***	55.89***	51.86***	55.50***	51.99***	55.55***	53.00***
R ²	0.1984	0.1904	0.1986	0.1925	0.2146	0.1923	0.1990	0.1994	0.2022	0.1920	0.1989	0.1918	0.1987	0.1914

4. 강건성 검증

여기에서는 앞의 실증분석 결과가 강건하다는 점을 확인하기 위하여 주요 설명변수의 정의 및 내생성 측면에서 강건성 검증(robust test)을 실시한다. 우선 앞의 실증분석에서는 경영진과 관련된 학연과 당해 회사의 임직원이었던 경력 측면에서 사외이사의 독립성을 판단하여 이사회 독립성을 측정하였다. 하지만 우리나라에서는 정치권, 법조계 및 정부 관료 출신의 사외이사도 독립성이 결여될 수 있다는 비판이 종종 제기되고 있다. 이는 공무원, 정치인, 법조인 출신의 인사들이 기업의 사외이사로 선임되어 이사회에서 효과적인 모니터링과 가치있는 조언을 제공하는 역할을 하지 않고 다양한 로비를 수행함으로써 당해 기업에 유리한 방향으로 제도변화를 도모하거나 검찰 수사나 법원 판결, 국세청 세무조사 등을 무력화한다는 점을 지적하는 것이다.

이에 따라 본 연구에서는 강건성 검증 차원에서 공무원, 정치인, 법조인 출신의 인사가 독립적이지 않고 경영진에게 우호적인 사외이사라고 정의하여 이사회 독립성과 우호성을 측정한 변수로 실증분석을 수행하였고, 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 계수를 추정한 실증분석 결과에 따르면 새롭게 정의된 독립적인 사외이사 비율 변수는 통계적으로 유의한 양의 값을 가져 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 새롭게 정의된 우호적인 사외이사 비율 변수는 통계적으로 유의한 값으로 나타나지 않았다. 이러한 결과는 앞의 <표 2>와 일관된 결과로서 본 연구의 주된 결과가 독립적인 사외이사의 잘못된 구분으로 인하여 결과가 왜곡되지 않았음을 보여준다.

다음으로 본 연구의 결과가 역의 인과관계로 인한 내생성으로 결과가 왜곡되지 않았음을 보여주기 위한 실증분석을 수행하였다. 왜냐하면 독립적인 사외이사의 선임으로 높아진 이사회 독립성이 기업가치를 제고시키는 것이 아니라, 기업가치가 높은 기업에서 독립적인 사외이사를 선임할 가능성도 있기 때문이다. 이러한 내생성 문제로 인해 본 연구의 결과가 왜곡되지 않았음을 보여주기 위해 독립적인(또는 우호적인) 사외이사 비율의 변화율이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석해 보았다. 이렇게 하면 이사회 독립성 수준의 변화가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지 분석하여 이사회 독립성의 가치를 직접적으로 평가할 수 있기 때문이다. 독립적인(또는 우호적인) 사외이사의 변화율 변수는 전년대비 이사회 독립성(또는 우호성)이 증가한 경우 1, 감소하거나 동일한 경우 0의 값을 가지는 더미변수로 측정하여 실증분석을 수행하였다. 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 계수를 추정한 실증분석 결과에 따르면 독립적인 사외이사의 변화율이 증가한 경우의 계수값은 통계적으로 유의한 양의 값을 보였다. 즉 이사회에서 독립적인 사외이사 비율의 증가는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 우호적인 사외이사의 비율이 증가한 경우의 계수값은 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았다. 이러한 결과는 독립적인 사외이사가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치기 때문에 사외이사의 독립성이 중요하다는 본 연구의 주된 결과와 일관되는 것이다.

또한 역의 인과관계가 성립하는지를 직접적으로 분석해 보기 위해 종속변수를 독립적인(또는 우호적인) 사외이사 비율변수로 하고, 기업가치의 대리변수인 Tobin's Q 변수를 통제변수에 포함시킨 분석을 수행하였다. 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 계수를 추정한 실증분석 결과에 따르면 Tobin's Q 변수는 모든 식에서

통계적으로 유의한 값을 가지지 않아, 이사회 독립성에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 즉 상기의 결과를 종합해 볼 때 본 연구의 주된 결과가 역의 인과관계로 인한 내생성 때문에 왜곡되지 않고 강건함을 알 수 있다.

V. 결론

우리나라에서 본격적으로 사외이사 제도를 도입한 지 10년이 넘었고, 제도 도입 이후 상장기업에서 사외이사의 비율은 지속적으로 증가하였다. 그럼에도 불구하고 정부, 자본시장 및 학계 등에서는 사외이사 제도가 정상적으로 작동하지 못하고 있다는 비판이 제기되고 있으며, 일각에서는 현재의 사외이사 제도 자체에 대한 무용론까지 제기하고 있는 실정이다. 이러한 문제점과 비판에는 상장기업에서 선임되는 사외이사의 독립성이 부족하다는 문제점이 기저에 깔려 있는데, 이에 본 연구는 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석함으로써 사외이사 독립성 제고의 필요성을 강조하고자 하였다.

우리나라에서 사외이사 제도가 의무화된 1998년 이후부터 최근까지 제기되고 있는 사외이사의 독립성에 대한 문제 인식과 관련하여 본 연구에서 분석한 자료에 따르면 상장기업에서 선임되는 사외이사 독립성의 수준은 조금씩 개선되는 추이를 보이고 있었다. 즉 독립적인 사외이사의 선임이 증가하여 이사회의 독립성이 조금씩 지속적으로 제고되고 있음을 분석자료를 통해 알 수 있었는데, 이러한 현상이 이사회의 역할 충실화로 이어져 상장기업의 가치 보존 및 제고로 나타나지는 좀 더 정교한 모형을 통해 실증적으로 검증을 해 볼 필요가 있다. 이에 따라 본 연구에서는 사외이사를 경영진에 대해 독립적인 사외이사와 우호적인 사외이사로 구분하여 독립적인(또는 우호적인) 사외이사가 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다.

주요 연구 결과는 다음과 같다. 독립적인 사외이사의 비율이 높아 이사회 독립성의 수준이 높은 기업일수록 기업가치가 높게 나타났지만, 우호적인 사외이사 비율은 기업가치에 부정적인 영향을 미치거나 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 독립적인 사외이사가 경영진을 효과적으로 모니터링하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석되며, 반면에 우호적인 사외이사는 경영진과의 관계로 인해 적극적인 모니터링을 수행하지 못하여 기업가치에 영향을 미치지 못하는 것으로

해석된다.

이러한 결과는 사외이사의 독립성을 제고시키기 위해 제도를 개선하고자 하는 시장과 정부의 노력에 대한 근거가 되고, 우호적인 사외이사가 기업가치와 무관하다는 결과는 결국 사외이사 제도가 기업에게는 비용부담만 가중시킨다는 의미로 이어질 수 있으며 이러한 폐해를 개선하기 위해서는 독립적인 사외이사를 선임하여 이사회 독립성을 강화할 필요가 있음을 시사한다.

그리고 본 연구는 기업특성에 따라 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향이 달리 나타나는 지를 분석하였다. 실증분석 결과에 따르면 업력이 오래된 기업일수록, 자본적 지출이 높고 광고선전비 비율이 높아 성장성이 높은 기업일수록, 판매비와 관리비 비율이 높아 산업내 경쟁이 높은 기업일수록 그리고 잉여현금흐름이 많아 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 기업일수록 독립적인 사외이사 비율이 높아 이사회 독립성의 수준이 높은 기업에서 기업가치가 높게 나타났다. 반면 레버리지가 높은 기업일수록, 매출액 성장률이 높은 기업일수록, 주식 수익률 변동성이 높은 기업일수록 그리고 고정자산 비율이 높은 기업일수록 이사회에서 우호적인 사외이사의 비율이 높아 이사회의 독립성이 낮은 기업에서 기업가치가 낮게 나타났다. 그리고 최대주주 및 특수관계인 지분을 변수와 독립적인 사외이사 비율 변수 간의 교차변수 값은 음의 값으로 나타났는데, 이는 최대주주의 지분율이 낮을수록 최대주주가 경영자를 감시할 유인이 낮기 때문에 이러한 기업일수록 독립적인 사외이사가 경영자를 효과적으로 모니터링하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

요컨대 기업특성에 따라 독립적인(또는 우호적인) 사외이사 비율이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석한 결과에 따르면 일부 기업특성에서는 독립적인 사외이사의 비율 변수와 기업특성 변수 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 양의 값으로 나타나 독립적인 사외이사 비율이 높아 이사회 독립성의 수준이 높은 기업일수록 기업가치가 높게 나타났지만, 반면에 일부 기업특성에서는 우호적인 사외이사의 비율 변수와 기업특성 변수 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 음의 값으로 나타나 우호적인 사외이사 비율이 높아 이사회 독립성의 수준이 낮은 기업일수록 기업가치는 낮게 나타났다. 이는 결국 사외이사 중에서도 독립적인 사외이사가 기업가치 제고에 중요한 역할을 수행한다는 의미인데, 이는 기업의 이사회가 기업 가치를 극대화하기 위해 구성되어야 한다면 기업특성에 상관없이 독립적인 사외이사를 선임하여 이사회의 독립성을 제고하는 것이 중요하다는 점을 시사한다. 즉 이러한 결과는 우리나라의

기업에서는 기업특성과 무관하게 무엇보다도 이사회 독립성 즉 사외이사의 독립성이 중요하다는 점을 시사하는 것이다.

사외이사의 독립성이 중요하다는 이론에 대한 실증적인 증거를 제시하고 있는 본 연구의 결과는 현재 국내에서 논의되고 있는 사외이사 제도의 발전 방향에 대한 시사점을 제공한다는 점에서 상당한 의미가 있다. 우선 정책적 시사점으로는 사외이사의 독립성을 제고하기 위해서는 관련 법에서 사외이사의 독립성을 강화할 수 기준을 좀 더 엄격히 정의할 필요성이 있으며, 나아가 사외이사의 선임절차와 관련해서도 경영진의 영향력이 최소화 될 수 있도록 투명한 선임절차를 보완할 필요가 있다. 또한 본 연구의 결과는 사외이사의 독립성을 시장에서 충분히 검토할 수 있도록 사외이사과 관련된 다양하고 상세한 정보공시 정책을 마련하여 능동적인 시장규율이 작동할 수 있도록 정책적 보완이 필요함을 시사한다. 그리고 국외에서는 Fama and Jensen(1983) 이후 지금까지 다양한 측면에서 사외이사과 관련된 연구가 진행되고 있음에도 불구하고, 아직 국내에서는 이러한 연구가 활발히 진행되고 있지 않은 상황에서 본 연구는 향후 연구에 대한 연구방향과 새로운 화두를 제시한다는 점에서도 의의가 있다.

이러한 연구 성과에도 불구하고 본 논문은 사외이사의 독립성을 정의함에 있어서 공개된 정보에만 근거하였는데, 이는 사외이사의 공개되지 않은 이해관계는 파악하지 못했다는 한계점을 가지고 있다. 즉 사외이사의 독립성을 판단함에 있어서 고려할 수 있는 모든 사항을 고려하지 못했을 수 있다는 의미이다. 예를 들어 자료수집의 현실적 한계로 인해 전략적 업무제휴나 법률자문 등에 관한 사항을 고려하지 못했다는 점과 우리나라에서 특히 중요하게 고려될 수 있는 지연과 관련된 문제를 고려하지 못했다는 점은 본 논문의 한계로 남을 수 있다. 따라서 본 연구에서 분류된 비독립적인 사외이사의 비중이 실제로는 더 높을 수 있어, 우리나라 사외이사의 독립성 문제가 본 연구에서 제시한 내용보다 더욱 심각할 수 있다. 이에 향후 연구에서는 사외이사의 독립성을 좀 더 엄격히 정의하여 본 연구를 보강할 필요가 있다. 나아가 독립적인 사외이사가 기업가치를 비롯하여 기업의 재무정책, 투자정책, 보상정책 등 기업의 여러 정책에는 어떠한 영향을 미치는지를 기업특성별로 구분하여 다양한 분석을 수행할 수도 있을 것인데 이는 향후 연구과제로 남겨둔다.

<부록> 사외이사의 선임과 자격요건²⁵⁾

1. 사외이사 제도의 연혁

우리 정부는 1998년 2월 6일 경제위기를 극복하고 회사의 경영투명성을 제고하여 기업의 경쟁력을 세계적인 수준으로 끌어올리기 위해 회사구조조정 추진방안을 발표하였다. 회사구조조정 추진방안에는 기업지배구조 개선에 의한 경영진의 책임강화가 포함되어 있으며, 그 실천방안의 하나로 주권상장법인에 대하여 전격적으로 사외이사의 선임을 의무화하기로 하였다. 즉 우리 정부는 경영감독 장치가 부실한 국내기업의 특성상 일부의 이사를 지배주주와 이해관계가 없는 사람으로 충원하여 그들로 하여금 지배주주와 그를 대표하는 경영자를 감시하는 장치로서 사외이사 제도를 도입하였다. 이러한 사외이사 제도의 연혁은 아래 <부록 표>와 같다.

<부록 표> 사외이사 제도의 연혁

연 도	주 요 내 용	관 련 근 거
1998. 2. 20	○ 유가증권상장규정을 개정함 － 주권상장법인 사외이사 선임 의무화(이사 총수의 1/4이상, 최소 1인 이상) － 사외이사의 적극적 자격요건과 소극적 자격요건을 규정	유가증권상장 규정 제48조의 5
2000. 1. 21	○ 증권거래법을 개정하고 유가증권상장규정상의 사외이사에 관한 규정은 삭제함 － 주권상장법인 사외이사 선임 의무화(이사 총수의 1/4이상, 최소 1인 이상) － 금융기관 및 자산 2조원 이상 대규모 상장기업의 경우 규정 강화(이사 총수의 1/2이상, 최소 3인 이상)	증권거래법 제191조의 16 제1항
2001. 3. 28	○ 증권거래법을 개정함 － 코스닥상장법인에 대해서도 사외이사 선임 의무화(자산 1천억 원 미만 벤처기업제외) － 자산 2조원 이상 대규모 상장기업의 경우 사외이사후보추천위원회 설치 의무화	증권거래법 제191조의 16 제1항
2003. 12. 31	○ 증권거래법을 개정함 － 자산 2조원 이상 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 경우 규정 강화(이사 총수의 과반수, 3인 이상)	증권거래법 제191조의 16 제1항
2009. 1. 30	○ 증권거래법에 규정되었던 사외이사의 정의, 선임 규정 및 자격요건 등 사외이사에 관한 규정이 “상법(상장회사에 대한 특별법)”으로 이관됨	상법 제 542조의 8

25) 상법과 정찬형(2010)의 연구보고서를 참고하여 정리한다.

2. 사외이사의 선임 절차

자산규모 2조원 이상의 대규모 상장회사는 사외이사 후보를 추천하기 위하여 정관규정에 의해 사외이사가 총 위원의 2분의 1 이상으로 구성되는 사외이사후보추천위원회를 설치하고, 주주총회에서 사외이사 선임 시 동 위원회의 추천을 받은 자 중에서 선임하여야 한다. 하지만 대규모 상장회사에 해당되지 않는 일반 법인의 경우에는 사외이사후보추천위원회를 자율적으로 설치하여 운영할 수 있다. 즉 사외이사후보추천위원회를 설치하지 않을 경우에는 사내이사 선임방법과 동일하게 주주총회에서 보통결의로 선임하면 된다(상법 제382조, 제542조의 8). 한편 사외이사후보추천위원회(또는 자산규모 2조 미만 상장회사의 경우 이사회)가 사외이사 후보를 추천할 때 주주제안권을 행사할 수 있는 요건을 갖춘 주주가 주주총회일 6주 전에 서면 또는 전자문서로 추천한 사외이사 후보를 반드시 포함시켜야 한다(상법 제392조의 2, 제542조의 8).

이러한 절차상의 규정에도 불구하고 현실적으로 상당수의 기업에서는 자산규모와 상관없이 사외이사의 선임 과정에서 최대주주 및 경영진의 영향력이 절대적으로 작용하고 있는 것이 사실이다. 또한 주주제안의 수도 절대적으로 적으며, 주주제안을 통해 선임된 사외이사의 수도 소수이다. 그 결과 최대주주 및 경영진과 독립적이지 못한 사외이사가 대다수의 상장기업에서 선임되고 있는 것이 현실이다.

3. 사외이사의 자격요건

우리 상법에서는 사외이사를 “해당 회사의 상무에 종사하지 아니하는 이사로서 다음의 어느 하나에 해당하지 아니하는 자”로 규정하고 있다(상법 제382조).

- ① 회사의 상무에 종사하는 이사·집행임원 및 피용자 또는 최근 2년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·감사·집행임원 및 피용자
- ② 최대주주가 자연인인 경우 본인과 그 배우자 및 직계 존속·비속
- ③ 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 이사·감사·집행임원 및 피용자
- ④ 이사·감사·집행임원의 배우자 및 직계 존속·비속
- ⑤ 회사의 모회사 또는 자회사의 이사·감사·집행임원 및 피용자
- ⑥ 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인의 이사·감사·집행임원 및

피용자

- ⑦ 회사의 이사·집행임원 및 피용자가 이사·집행임원으로 있는 다른 회사의 이사·감사·집행임원 및 피용자

그리고 상법에서는 상장회사 사외이사의 경우 위의 결격사유 외에도 ‘상장회사에 대한 특례’에서 아래와 같이 구체적인 결격사유를 추가하고 있다. 자세한 내용은 상법 제542조의8을 참고하기 바란다.

- ① 미성년자, 금치산자 또는 한정치산자
- ② 파산선고를 받고 복권되지 아니한 자
- ③ 금고 이상의 형을 선고받고 그 집행이 끝나거나 집행이 면제된 후 2년이 지나지 아니한 자
- ④ 법률을 위반하여 해임되거나 면직된 후 2년이 지나지 아니한 자
- ⑤ 최대주주 및 최대주주의 특수관계인
- ⑥ 주요주주 및 주요주주의 배우자와 직계 존비속
- ⑦ 최근 2년 이내 당해 회사 또는 계열회사의 임직원 등

사외이사의 독립성을 강화하기 위하여 상기와 같은 사외이사의 결격요건을 정하고 있음에도 불구하고 현실적으로 사외이사의 독립성이 크게 증대되고 있지는 않다. 왜냐하면 상당수의 기업에서는 법적인 결격요건에 해당하지 않으면서 최대주주 및 경영진과 우호적인 사외이사를 선임하고 있기 때문이다. 즉 본문에서 언급한 바와 같이 상당수의 기업들은 법규를 위반하지 않으면서 법에서 요구하는 사외이사를 선임하는 형식적인 흉내만을 취하고 있다.

본 논문에서는 사외이사의 독립성을 판단하는 기준으로 상법에서 규정하고 있지 않은 학연과 경력(고위 공무원, 정치인 및 법조인(판·검사) 출신)을 고려하고 있으며, 또한 상법에서는 냉각기간을 2년으로 규정하고 있지만 본 논문에서는 냉각기간을 고려하지 않고 과거에 당해 회사 및 계열회사의 임직원이었던 자면 비독립적인 사외이사로 분류하여 분석을 수행하고 있다.

<참 고 문 헌>

- 강형철, 박경서, 장하성, “한국 상장기업에 있어 지배주주 지분율의 결정요인: 기업가치와 통제권간의 선택”, 증권학회지 제35권 제6호(2006), pp. 39-75.
- 김문현, 백재승, “사외이사 해임정보가 기업가치에 미치는 영향”, 증권학회지, 제34권 제2호 (2005), pp. 209-246.
- 김창수, “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”, 증권학회지, 제38권 제4호(2009), pp. 507-545.
- 김창수, “한국의 사외이사제도 도입과 기업가치”, 재무연구, 제19권 제2호(2006), pp. 105-153.
- 박경서, 이은정, “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 금융연구, 제20권 제2호(2006), pp. 73-113.
- 정찬형, 사외이사제도 개선방안에 관한 연구, 한국상장회사협의회 연구보고서, 2010.
- 최정호, 이익의 질과 기업가치에 관한 실증적 연구, 증권학회지 제37권 제5호(2008), pp. 813-839.
- 최효순, “한국 기업의 부채 선택요인과 기업가치 영향”, 증권학회지, 제34권 제2호 (2005), pp. 79-121.
- Adams, R. and D. Ferreira, "A Theory of Friendly Boards", *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 1(2007), pp. 217-250.
- Agrawal, A. and C. Knoeber, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3(1996), pp. 377-397.
- Agrawal, A. and C. Knoeber, "Do Some Outside Directors Play a Political Role?" *Journal of Law and Economics*, Vol. 44(2001), pp. 179-198.
- Allen, F., A. Bernardo, and I. Welch, "A Theory of Dividends Based on Tax Clientele", *Journal of Finance*, Vol. 55(2001), pp. 2499-2536.
- Bhagat, S. and B. Black, "Is There a Relationship between Board Composition and Firm Performance?", *Business Lawyer*, Vol. 54(1999), pp. 921-963.
- Bhagat, S. and B. Black, "The Non-correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance", *Journal of Corporation Law*, Vol. 27(2002), pp. 231-274.

- Black, B. and W. Kim, "The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data", *Journal of Financial Economics*, Vol. 104(2012), pp. 203–226.
- Black, B., H. Jang, and W. Kim, "Does Corporate Governance Affect Firms' Market Value? Evidence from Korea", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 22(2006), pp. 366–413.
- Boone, A. L., L. C. Field, J. M. Karpoff, and C. G. Raheja, "The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 85(2007), pp. 66–101.
- Borokhovich, K. A., R. Parrino, and T. Trapani, "Outside Directors and CEO Selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3(1996), pp. 337–355.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and R. L. Terry, "Outside Directors and The Adoption of Poison Pills", *Journal of Financial Economics*, Vol. 35(1994), pp. 371–390.
- Byrd, J. W. and K. A. Hickman, "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32(1992), pp. 195–221.
- Chan, S. H., J. D. Martin, and J. W. Kensinger, "Corporate Research and Development Expenditures and Share Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26(1990), pp. 255–276.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang, "Disentangling The Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, Vol. 57(2002), pp. 2741–2771.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen, "Boards: Does One Size Fit All?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87(2008), pp. 329–356.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51(1999), pp. 371–406.
- Cotter, J. F., A. Shivdasani, and M. Zenner, "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43(1997), pp. 195–218.
- Dahya, J., O. Dimitrov, and J. McConnell, "Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87(2008), pp. 73–100.

- Dalton, D., C. Daily, J. Johnson, and A. Ellstrand, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis", *Academy of Management Journal*, Vol. 42(1999), pp. 674-686.
- Demsetz, H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6(1985), pp.1155-1177.
- Drobetz, W., A. Schillofer, and H. Zimmermann, "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany", *European Financial Management*, Vol. 10(2004), pp. 267-293.
- Duchin, R., J. G. Matsusaka, and O. Ozbas, "When Are Outside Directors Effective?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 96(2010), pp. 195-214.
- Durnev, A. and E. H. Kim, "To Steal or Not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", *Journal of Finance*, Vol. 60(2005), pp. 1461-1493.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48(1998), pp. 35-54.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26(1983), pp. 301-325.
- Ferreira, D., M. A. Ferreira, and C. C. Raposo, "Board Structure and Price Informativeness", *Journal of Financial Economics*, Vol. 99(2011), pp. 523-545.
- Fich, E. M., "Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 firms", *Journal of Business*, Vol. 78, No. 5(2005), pp. 1943-1972.
- Fields, M. A. and P. Y. Keys, "The Emergence of Corporate Governance from Wall St. to Main St.: Outside Directors, Board Diversity, Earnings Management, and Managerial Incentives to Bear Risk", *The Financial Review*, Vol. 38, No. 1(2003), pp. 1-24.
- Harris, M. and A. Raviv, "A Theory of Board Control and Size", *Review of Financial Studies*, Vol. 21(2008), pp. 1797-1832.
- Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, Vol. 20(1991), pp. 101-112.

- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76(1986), pp. 323–329.
- Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol. 48(1993), pp. 831–880.
- Klein, A., "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, No. 1(1998), pp. 275–304.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, Vol. 57(2002), pp. 1147–1170.
- Linck, J. S., J. M. Netter, and T. Yang, "The Determinants of Bboard Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87(2008), pp. 308–328.
- Lipton, M. and J. W. Lorsch, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance" *Business Lawyer*, Vol. 48, No. 1(1992), pp. 59–77.
- Lorsch, J. W. and E. MacIver, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston, MA, 1989.
- Mace, M. L. *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston, MA, 1986.
- Masulis, R., W. C. Wang, and F. Xie, "Corporate Governance and Acquirer Returns", *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 4(2007), pp. 1851–1889.
- McConnell, J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, vol. 27(1990), pp. 595–612.
- Modigliani, F. and M. B. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3(1963), pp. 433–443.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20(1988), pp. 293–315.
- Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 1977, pp. 147–175.
- Nguyen, B. D. and K. M. Nielsen, "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death", *Journal of Financial Economics*, Vol. 98(2010), pp. 550–567.

- Pfeffer, J., "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 17(1972), pp. 218–229.
- Raheja, C., "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40(2005), pp. 283–306.
- Romano, R., "The Sarbanes–Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance", *Yale Law Review*, Vol. 114(2005), pp. 1521–1611.
- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt, "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26(1990), pp. 175–191.
- Shivdasani, A. and D. Yermack, "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *Journal of Finance* Vol. 54(1999), pp. 1829–1853.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94(1986), pp. 461–488.
- Shleifer A. and R. W. Vishny, "Management Entrenchment: The Case of Manager–Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25(1989), pp. 123–139.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52(1997), pp. 737–783.
- Smith, C. and R. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32(1992), pp. 263–292.
- Weisbach, M. S., "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20(1988), pp. 431–460.
- Yermack, D., "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40(1996), pp. 185–111.