

사외이사가 기업가치에 미치는 영향

요약

1997년 외환위기 이후 사외이사 제도가 국내에 전면적으로 도입되었으나 그 실효성에 대해서는 다양한 논의가 제기되고 있음. 사외이사가 기업가치에 미치는 영향에 대한 선행연구들은 국내 기업의 사외이사들이 경영자에 대한 효율적인 모니터링 기능을 제대로 수행하지 못하고 있다는 사실을 보여줌. 이는 국내 보험회사에서 사외이사들이 기업가치의 증대에 기여하도록 하기 위해서는 그들이 독립적으로 경영자에 대한 감시와 견제 기능을 수행하고 경영자에게 객관적 조언을 제공할 수 있는 여건 마련이 필요하다는 사실을 시사함

1. 주요 내용

- 1997년 외환위기 이후 기업지배구조 개선을 위한 노력의 일환으로 국내에 사외이사 제도가 전면적으로 도입되었으나 그 실효성에 대한 비판이 지속적으로 제기되어 왔음
 - 사외이사 도입의 목적은 독립적인 이사의 선임을 통해 경영진에 대한 효과적인 감시기능을 수행하여 경영자의 사적이익 추구를 방지하는데 있음
 - 그러나 국내 기업의 사외이사들은 경영자나 지배주주의 추천에 의해 선임되는 경향이 있어 실질적인 독립성을 확보하지 못하고 있는 실정임
 - 경영진과 개인적으로 친분관계가 있는 인물을 사외이사로 선임하게 되면, 사외이사가 경영자의 행위에 대한 감시 및 견제 기능을 제대로 수행하기 어려움
- 현재 한국 상장기업의 이사회 내 사외이사의 비율은 2019년 기준 51.3%로 나타났으며, 보험회사의 경우 약 57%(생명보험 회사 56%, 손해보험회사 59%)로 나타남
 - 이는 미국의 상장회사의 이사회에서 독립적 사외이사 비율이 80% 정도인 것에 비해 낮은 수준임
- 미국의 경우 이사회의 독립성이 기업의 의사결정에 미치는 영향에 대한 다양한 연구가 진행되어 왔으며 대부분의 연구결과는 사외이사가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 보여줌
 - 이사회 내에서 사외이사 비율이 높아질수록 이사회는 효율적인 감시기능을 수행하여 기업가치가 증가하는 경향이 있음(Yermack 1996)

- 사외이사의 선임과 주가수익 간에는 양(+)¹의 상관관계가 존재함(Rosenstein and Wyatt 1990)
 - 사외이사가 기업가치에 미치는 영향은 사외이사의 독립성 정도에 따라 달라질 수 있음(Nguyen and Nielsen 2010)
- 미국의 경우와는 달리 국내 대부분의 연구는 사외이사의 비율이 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치지 못한다는 결과를 보여주고 있음
- 국내 기업에서는 독립적인 사외이사의 비율이 높을수록 기업가치가 높게 나타나는 반면, 우호적인 사외이사의 비율은 기업가치와 유의한 관계가 없거나 음(-)²의 관계가 존재함(강윤식·국찬표 2012)
 - 미국에서 이사회 독립성은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만, 한국의 경우 사외이사 비율과 기업가치 간에 유의미한 관계가 존재하지 않음(이창민·석우남 2017)
 - 국내 보험회사를 대상으로 한 연구에서는 사외이사 비율과 보험회사의 수익성과 기업가치 간에는 음(-)³의 상관관계가 존재하거나 유의한 관계가 없는 것으로 나타남(한상용·문혜정 2020)

2. 대응

- 이러한 국내외 선행연구 결과들은 1970년대에 사외이사 제도를 본격적으로 도입하여 성공적으로 운영해 온 미국에 비해, 20여 년의 역사를 가진 국내에서는 사외이사 제도가 아직 제대로 정착되지 못하고 있음을 보여줌
- 보험회사에서 사외이사의 활동이 기업가치 향상으로 이어지도록 하기 위해서는 사외이사들이 독립적으로 경영진에 대한 적절한 감시와 견제 기능을 수행하고, 경영진에게 객관적인 조언을 제공할 수 있는 여건을 조성하는 것이 필요함
- 보험회사들은 사외이사의 독립성 제고를 위해 사외이사의 선임과 관련해서 경영자와 지배주주의 영향력이 최소화될 수 있도록 보다 투명한 선임절차를 마련할 필요가 있음
- 금융당국은 사외이사가 독립적으로 의사결정을 내리지 않았을 경우 그 책임소재를 명확히 하기 위해 미국의 경영판단의 원칙(Business Judgment Rule)과 같은 법제도를 도입하기 위한 방안을 검토할 필요가 있음

한상용 연구위원
syhan@kiri.or.kr

별첨: 사외이사와 기업가치에 대한 연구

1. 현황

- 1997년 외환위기 이후 IMF의 권고에 따라 기업지배구조 개선 노력의 일환으로 국내에 사외이사 제도가 도입되었으며, 상법과 금융지배 구조법은 사외이사의 전문성과 독립성 등 사외이사에 대한 자격요건을 규정하고 있음
 - 사외이사의 규정 및 결격사유는 상법 제 382조 제 3항에 명시되어 있음¹⁾
 - 상법 제 542조의 8 제 2항은 상장회사의 사외이사에 대한 규정을 두고 있음
 - 상장회사는 자산 규모 등을 고려하여 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 하며 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사의 사외이사는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 함
 - 금융회사 지배구조법 제 12조는 금융회사는 이사회에 사외이사를 3명 이상 두어야 하며, 사외이사의 수는 이사 총수의 과반수가 되어야 한다고 규정하고 있음
 - 동 법률 제 16조는 이사회 내 위원회의 설치 및 구성에 있어 위원회 위원의 과반수는 사외이사로 구성하며 위원회의 대표는 사외이사로 임명해야 한다고 명시하고 있음
- 사외이사 도입의 기본 취지는 독립적인 사외이사를 선임하여 경영진에 대한 효과적인 감시기능 수행을 통해 경영자의 사적이익 추구를 방지하는 데 있지만, 국내에서는 사외이사의 역할에 대한 비판이 제기되어 왔음
 - 이는 국내 회사의 사외이사들이 대부분 경영진의 추천에 의해 선임되어 낮은 독립성을 가지고 있는 것에서 원인을 찾을 수 있음
 - 경영자가 개인적으로 친분이 있는 사외이사를 선임하게 되면 법적인 독립성에는 결격사유가 없지만, 사외이사들이 실질적 독립성을 확보하지 못해 경영자에 대한 모니터링 기능을 제대로 수행할 수 없는 문제가 발생함

1) 사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 아니하는 이사로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 자를 말함. 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 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

- 현재 한국 상장기업의 이사회에서 사외이사 비율은 2019년 기준 약 51.3%로 미국의 독립이사 비율인 80%정도인 것에 비해 낮은 편임
 - 보험회사의 경우 이사회 내 사외이사 비율은 평균적으로 약 57%(생명보험회사 약 56%, 손해보험회사 약 59%)로 나타남

2. 해외연구

- 미국의 경우 이사회의 독립성이 기업의사결정에 미치는 영향에 대한 다양한 연구가 진행되어 왔으며 대부분의 연구들이 사외이사의 긍정적인 측면을 보여주고 있음
 - Yermack(1996)은 사외이사 비율이 높아 이사회의 독립성이 높아질수록 이사회는 효율적인 모니터링을 수행하여 기업가치가 증가한다는 사실을 발견함
 - Rosenstein and Wyatt(1990)는 사외이사의 선임은 주가수익률에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하였으며, Core et al.(1999)은 사외이사의 비율과 기업가치 사이에 양(+)의 상관관계가 있음을 보여주었음
 - 이사회의 독립성이 기업의사결정에 미치는 영향에 대한 다양한 연구들은 독립적인 사외이사의 비율이 높을수록 이사회가 경영진을 효율적으로 감시·통제할 수 있어 기업의사결정에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 밝혀내었음
 - 사외이사의 독립성과 기업의 의사결정 사이의 관계에 대한 연구로는 CEO의 교체(Weibach 1988; Borokhovich et al. 1996), 경영자 보상체계(Mehran 1995), 인수합병 (Brickley et al. 1994; Schmidt 2015), 이익조정(Chen et al. 2015) 등이 있음
- 그러나 다른 한편으로 사외이사의 긍정적인 영향에 대한 연구와 달리 사외이사가 기업가치에 미치는 영향이 유의하지 않거나 부정적인 영향을 미친다는 소수의 연구도 존재함
 - Hermalin and Weibach(1991)은 독립적인 사외이사는 기업가치에 유의미한 영향을 끼치지 않는다는 사실을 발견하였으며, Agrawal and Knoeber(1996)은 사외이사가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하였음
 - Nguyen and Nielsen(2010)은 사외이사가 기업가치에 미치는 영향이 사외이사가 효과적으로 경영진을 모니터링하고, 적절한 자문을 수행할 수 있는 사외이사의 독립성의 정도에 따라 달라질 수 있다고 주장하였음

3. 국내 연구

- 국내 상장회사를 대상으로 한 이사회와 관련한 연구들은 대부분 사외이사의 독립성이 보장되지 않아 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지 못한다는 결과를 보여주고 있음
 - 김창수(2006)의 연구는 국내 회사에서 사외이사 비율은 기업가치에 영향을 미치고 있지 않지만 외국인 사외이사가 이사회 활동을 하는 경우에는 기업가치 향상에 도움이 되는 사실을 발견하였음
 - 강윤식·국찬표(2012)는 실증분석을 통해 2001년부터 2010년까지 한국 상장기업에서 사외이사의 독립성이 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였음
 - 사외이사의 독립성을 판별하는 기준으로 사외이사의 개인별 학력(동일 고등학교, 대학교(원) 출신)과 과거 경력(과거에 당해 회사 및 계열회사의 임직원)을 적용하여 통해 독립적 사외이사(Independent Outsiders)와 우호적 사외이사(Friendly Outsiders)로 구분하였음
 - 동 연구는 독립적인 사외이사의 비율이 높을수록 기업가치가 높은 반면, 비독립적인(우호적인) 사외이사의 비율은 기업가치와 통계적으로 유의한 관계가 없거나 음(-)의 관계에 있다는 것을 보고하였음
 - 이러한 결과는 독립적인 사외이사는 경영진을 효과적으로 감시·견제하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만, 우호적인 사외이사는 경영진과의 친밀한 관계로 인해 적극적인 모니터링 기능을 수행하지 못해 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지 못하는 것을 의미함
 - 이창민·석우남(2017)은 한국과 미국의 상장회사를 대상으로 이사회 독립성(사외이사 비율)과 기업가치의 관계를 분석하였음
 - 미국의 경우 이사회 독립성이 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치지만 한국의 경우 사외이사 비율과 기업가치는 유의미한 관계가 없다는 사실을 발견하였음
 - 미국의 투자자들은 이사회 독립성을 투자를 위한 중요한 요소로 생각하고 있으나, 한국의 투자자들은 학연과 지연 등으로 얽힌 사외이사의 독립성에 의문을 품어 상대적으로 이를 중요하게 고려하지 않고 있다는 사실을 시사하고 있음
 - 국내 보험회사를 대상으로 한 연구에서는 사외이사 비율과 보험회사의 수익성과 기업가치 간에는 음(-)의 상관관계가 존재하거나 유의한 관계가 없는 것으로 나타남(한상용·문혜정 2020)
 - 이 같은 결과는 국내 보험회사의 사외이사가 독립적인 위치에서 경영자나 지배주주에 대한 감시와 견제 기능을 제대로 수행하고 있는지에 대한 의문을 제기하고 있음

참고문헌

- 김창수(2006), 「한국의 사외이사제도 도입과 기업가치」, 『재무연구』, 19, pp. 105~153
- 강윤식·국찬표(2012), 「사외이사의 독립성과 기업가치」, 『재무연구』, 25, pp. 451~498
- 이창민·석우남(2017), 「사외이사, 독립이사 그리고 기업가치: 한국과 미국의 비교연구」, 『비교경제연구』, 24, pp. 31~54
- 한상용·문혜정(2020), 「보험회사 경영자에 대한 보상체계 연구」, 『연구보고서』, 보험연구원
- Agrawal, A. and C. Knoeber(1996), “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 377~397
- Borokhovich, K. A., R. Parrino, and T. Trapani(1996), “Outside Directors and CEO Selection”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 337~355
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and R. L. Terry(1994), “Outside Directors and the Adoption of Poison Pills”, *Journal of Financial Economics*, 35, pp. 371~390
- Chen, X., Q. Cheng, and X. Wang(2015), “Does Increased Board Independence Reduce Earnings Management? Evidence from Recent Regulatory Reforms”, *Review of Accounting Studies*, 20, pp. 899~933
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker(1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 371~406
- Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach(1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance”, *Financial Management*, 20, pp. 101~112
- Mehran, H.(1995), “Executive Compensation, Ownership, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 38, pp. 163~184
- Nguyen, B. D. and K. M. Nielsen(2010), “The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death”, *Journal of Financial Economics*, 98, pp. 550~567
- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt(1990), “Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 175~191
- Schmidt, B.(2015), “Costs and Benefits of Friendly Boards during Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, 117, pp. 424~447
- Weisbach, M. S.(1988), “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431~460
- Yermack, D.(1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185~111