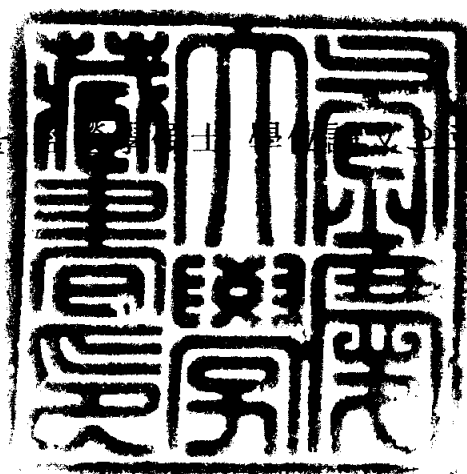


經營學碩士 學位論文

사외이사제도가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구

指導教授 丁 炯 瓚

이 論文을 釜慶大學校 大學院 經營學科 鄭美淑 提出함



2004年 8月

釜慶大學校 大學院

經 營 學 科

鄭 美 淑

鄭美淑의 經營學碩士 學位論文을 認准함

2004年 6月 24日

主 審 經營學博士

柳 日 盛



委 員 經營學博士

李 有 泰



委 員 經營學博士

丁 炯 瓚



< 차례 >

I. 서론	1
1. 연구의 배경 및 목적	1
2. 연구의 범위 및 구성	5
II. 사외이사와 기업가치에 관한 선행연구	6
III. 연구방법	11
1. 표본 선정과 자료 수집	11
2. 가설의 설정	13
2.1. 사외이사의 비율과 기업가치	13
2.2. 사외이사수와 기업가치	14
2.3. 사외이사의 활동성과 기업가치	14
2.4. 감사위원회 설치와 기업가치	15
2.5. 외국인 사외이사와 기업가치	15
3. 연구방법	17
3.1. 변수의 측정	17
3.2. 회귀분석 모형	20
IV. 실증분석	23
1. 기술적 통계량	23
2. 상관관계 분석	32
3. 회귀분석 결과	35
3.1. 단순회귀분석	35

3.2. 다중회귀분석	37
V. 요약 및 결론	47
참 고 문 헌	50
Abstract	53

< 표 차례 >

<표 4-1> 변수들의 기술 통계량	23
<표 4-2> 사외이사구성비율(ROD)의 표본분포	24
<표 4-3> 사외이사수(NOD)의 표본분포	25
<표 4-4> 사외이사의 이사회참석율(AOD)의 표본분포	27
<표 4-5> 감사위원회설치(AUDIT)의 표본 분포	28
<표 4-6> 외국인사외이사(FOD)선임여부의 표본 분포	29
<표 4-7> 기업가치(토빈q)의 표본 분포	30
<표 4-8> 사외이사 비율분포에 대한 평균 토빈q	31
<표 4-9> 모든 변수간 상관관계 (피어슨 상관계수)	32
<표 4-10> 다중공선성 분석	33
<표 4-11> 각 독립변수를 이용한 단순 회귀분석 결과	35
<표 4-12> 토빈q를 종속변수로 이용한 다중 회귀분석결과	37
<표 4-13> 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)을 종속변수로 이용한 다중 회귀분석결과	42

< 그림 차례 >

<그림 4-1> 사외이사구성비율(ROD)의 표본 분포	25
<그림 4-2> 사외이사수(NOD)의 표본 분포	26
<그림 4-3> 사외이사의 이사회참석율(AOD)의 표본 분포	27
<그림 4-4> 감사위원회 설치여부(AUDIT)의 표본 분포	28
<그림 4-5> 외국인사외이사(FOD)선임여부의 표본 분포	29
<그림 4-6> 기업가치(토빈q)의 표본 분포	31

I. 서 론

1. 연구의 배경 및 목적

기업의 존재 목적은 주주 이윤 극대화를 통한 기업가치 증대에 있다. 이러한 기업가치는 기업의 핵심역량의 구축과 활용, 최고경영자의 선임과 해임, 조직 자원의 효율적 배분, 그리고 기업 활동의 효과적 감시 등을 통해 창출되며, 이 모든 활동의 중심에는 투명한 기업지배구조가 바탕이 되어야한다. 투명한 기업지배구조가 기업의 가치를 높일 수 있는 경쟁력을 구축하는데 중요한 역할을 한다고 다양한 학문분야에서 입증되고 있다.

그러나 한국의 기업지배구조의 실태는 기업 가치를 높이기 위한 최적의 모습을 갖추고 있지 못하고 있다. 내부적으로는 한국특유의 재벌기업의 모습에서 벗어나지 못한 채 대주주경영자가 독점적 지위를 가지고 있어 경영권을 장악하고 있는 데 반해서, 외부적으로는 정부와 감독당국이라는 외부감사가 유일한 견제장치의 역할을 해 오고 있었다. 다시 말해, 기업지배구조를 통제하는 내부 메카니즘인 이사회와 주주총회를 통한 주주들의 견제가 제기능을 발휘하지 못하였고, 외부 메카니즘인 자본시장, 경영자노동시장, 그리고 M&A시장을 통한 견제기능도 제대로 작용하지 못하였다.

이러한 한국의 비효율적인 기업지배구조는 1997년 말 국제통화기금(IMF)관리체제로 들어서면서 개선의 필요성이 절실히 대두되었다. 정부는 투명한 경영구조와 책임경영을 강조하는 기업지배구조의 개선을 위하여 여러 가지 제도적 장치를 마련하고 시행하였다. 그 대표적인 예가 사외이사제도의 도입이다.

사외이사는 이사로서 상무에 종사하지 않는 자로서 통상 이사로 불리는 상근 사내이사와 구분된다. 주주총회에서 선임되는 이사회의 구성원으로서 법률

상 상권이사와 같은 권한과 책임을 가지고 지배주주의 과도한 권한 행사를 견제하고 경영진의 전문성을 보완하는 역할을 한다. 1998년 2월 한국증권거래소가 증권거래법 제 88조 제 2항의 규정에 따라 유가증권의 상장 및 상장유가증권의 관리에 관하여 필요한 사항을 규정한 「유가증권 상장규정」을 개정하여 도입되었다. 이에 따라 우리나라 모든 상장회사에 있어서 1998년 주주총회부터 사외이사를 최소한 1명 이상 선임하였고, 1999년 정기주주총회에서는 이사수의 4분의 1이상을 사외이사로 선임하게 되었다. 한편 IBRD(International Bank for Reconstruction and Development)등 국제기관과 외국투자자들은 우리나라 이사회내의 감사위원회의 설치를 강력히 권고 내지 요구하였고, 정부당국도 이를 긍정적으로 검토하여 지난 1999년 12월 법무부의 상법개정에 있어서는 회사가 그 선택에 따라 사외이사가 3분의 1이상으로 구성된 감사위원회를 도입하는 것을 인정함과 동시에 감사위원회를 두는 경우에는 현행 감사를 둘 수 없도록 하였다. 또한 1999년 9월 기업지배구조개선위원회가 마련한 “기업지배구조모범규준”에 있어서는 이사회는 사외이사가 2분의 1이상으로 구성되어야 하며, 대규모 공개기업·정부투자기관·금융기관에 있어서는 감사위원회를 설치할 것을 권고하고 있으며 이에 따라 관련법인 상법과 증권거래법의 개정이 이루어졌다. 2000년 1월 개정 증권거래법에서는 종전 「유가증권 상장규정」에 규정했던 사외이사제도를 법에 명문화하여 (1) 주권상장법인에 대해 사외이사의 선임을 의무화¹⁾, (2) 대형상장법인에 대해서는 총 이사수의 2분의 1이상(최소 3인 이상)을 사외이사로 선임할 것을 의무화²⁾, (3) 대형상장법인에

1) 주권상장법인 또는 벤처기업 중 최근 사업년도 말 현재의 자산총액이 1천억원 이상인 협회등록법인은 사외이사를 이사총수의 4분의 1이상 되도록 하여야한다. (증권거래법 제 191조 16 제 1항 본문, 동법 시행령 제 84조의 23 제 1항).

2) 최근 사업년도말 현재의 자산총액이 2조원 이상인 주권상장법인 및 협회등록법인과 증권회사의 사외이사는 3인 이상으로 하되 이사총수의 2분의 1이상이 되도록 해야한다. (증권거래법 제 191조의 16 제 1항, 동법 시행령 제 84조의 23, 제 54조의 5 제 1항, 동법 시행령 제 37조의 6 제 1항).

대해서는 사외이사후보추천위원회와 감사위원회설치를 의무화하였다. 그리고 2001년 2월 개정된 증권거래법에서는 일정 규모 이상의 협회등록법인에 대해서도 사외이사의 선임을 강제하고 있다. 또한 최근 사업년도말 현재의 자산총액이 2조원 이상인 증권회사와 이와 같은 대규모의 주권상장법인 및 협회등록법인에 감사위원회의 설치를 강제하고 있다.³⁾

하지만 현실적으로 기존 경영진 입장에서는 이러한 사외이사의 경영감시기능을 경영권에 대한 간섭이나 침해로 받아들여 부담스럽게 생각하고 소극적으로 대처하였다. 그러다가 2003년 2월에 SK글로벌의 분식회계사건이 발생하여 우리나라 제계에 큰 파장을 일으켰다. SK글로벌은 전신인 SK상사와 SK유통, SK에너지판매와 합병함으로써 기존 사업의 강화뿐 아니라 신규사업의 개발을 통해 이익을 창출하는 기업이었다.⁴⁾ 하지만 이러한 SK글로벌의 외형적인 모습 뒤엔, 70년대 이후 계속된 해외투자 실패와 IMF의 경제위기 때문에 회사 부실의 규모가 커지면서 1995년 이후 그룹차원에서 분식회계의 장소로서 활용되었다. 이 같은 이유로는 SK글로벌은 외국인 주주가 없고 특수 관계인과 소액주주밖에 없어 부당내부거래와 분식회계를 해도 다른 그룹 내의 계열사에 비해 뒷말이 나올 염려가 없고 무역회사라서 자금동원이 수월했기 때문이다. 검찰수사로 밝혀진 바로 의하면 SK글로벌의 분식회계는 국내 1조 9천억 원을 포함하여 해외 4조 원 가량의 천문학적 규모였다.

이러한 SK글로벌의 분식회계와 파산의 원인에는 여러 가지 원인이 있겠으나 기업지배구조의 실패의 관점에서 보면 경영진의 무리한 부실계열사 지원과 지배권 강화에 대하여 사외이사들이 역할을 제대로 하지 않았기 때문이라고

3) 동법 제 54조의 6 제 1항, 제 191조의 17 제 1항, 동법 시행령 제 37조의 7, 제84조의 24 제 1항.

4) SK상사때의 무역 경험을 바탕으로 많은 제품의 중개사업에 적극적으로 진출하고, SK유통, SK에너지판매와의 합병 이후 철강, 에너지, 섬유, 금융, 패션 등 다방면에 걸쳐 중개사업을 확장하고 인터넷을 통한 관련사업의 판매망 구축을 중점으로 성장하였다.

여겨진다. 이처럼 사외이사는 경영진으로부터 독립적인 지위를 가지면서 기업 경영에 대한 강력한 감시자로서의 역할뿐만 아니라 합리적인 경영의사활동을 하는데 조언자로서의 역할을 하며 기업의 가치를 증대시키는데 중요한 역할을 한다.

따라서, 본 연구는 기업지배구조 개선을 위하여 도입한 사외이사제도가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 실증분석을 통해 고찰하고자 한다. 이를 위해 사외이사 비율, 사외이사수, 사외이사의 이사회 참석율, 감사위원회의 설치여부, 그리고 외국인 사외이사를 설명변수로 두고 토빈q 및 시장가對장부가 비율(market-to-book ratio)로 측정한 기업가치를 종속변수로 하여 다중회귀 분석을 하고자 한다.

2. 연구의 범위 및 구성

본 논문은 다음과 같이 5개의 장으로 구성되어 있다.

I 장에서는 서론으로 연구의 배경과 목적, 논문의 범위 및 구성에 대해 기술하였다.

II 장에서는 기존의 선행 연구로서 사외이사제도와 기업가치에 관한 국내외의 선행연구를 살펴본다.

III 장에서는 연구방법론과 가설의 설정, 회귀분석모형을 제시한다.

IV 장에서는 사외이사 비율, 사외이사수, 사외이사의 이사회 참석율, 감사위원회 설치여부, 그리고 외국인 사외이사의 선임 등의 변수가, 토빈q와 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)로 나타낸 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 회귀분석을 통해 실증적으로 검증한다.

V 장에서는 연구의 요약 및 결론과 연구의 한계점을 제시한다.

II. 사외이사와 기업가치에 관한 선행연구

사외이사와 기업가치에 관한 연구들은 사외이사가 감시자와 조언자로서의 전문적인 역할이 긍정적으로 작용하여 기업가치에 양의 영향을 미친다는 연구와 사외이사가 제기능을 다하지 못하여 결국은 기업가치에 아무런 영향을 미치지 않거나 부정적인 영향을 미친다는 연구로 나누어 살펴볼 수 있다. 사외이사제도가 기업가치에 긍정적인 작용을 한다는 연구들에서는 사외이사가 회사경영에 있어 경영진의 잘못된 경영활동에 대해 제재를 가하거나 사외이사가 그들만의 전문적인 지식을 바탕으로 좀 더 합리적인 의사결정을 내리도록 유인하여 기업가치를 증가시키는 방향으로 영향을 미친다는 결론을 내리고 있다. 본 연구에서도 사외이사제도의 부정론적 관점보다는 긍정론적 관점에서 기업가치에 양의 영향을 미친다고 유추하고 그에 관련된 선행연구들을 우선 살펴보고자 한다.

사외이사가 기업가치에 직접적으로 어떤 영향을 미치는지에 관한 연구에 앞서 사외이사의 감시자로서의 역할과 동기에 관해 연구한 Fama(1980)와 Fama & Jensen(1983)의 연구를 살펴볼 필요가 있다. Fama(1980)는 사외이사를 심사전문가로서 포함시키는 것은 낮은 비용으로 내부적인 지배권 이전을 실현시킬 수 있는 이사회 기능의 활성화하는 방법이라고 주장하고 이러한 방법으로 최고경영자들이 담합하여 일반주주들의 이익을 침해할 가능성을 감소시킨다고 주장하고 있다. Fama & Jensen(1983)의 연구에서는 사외이사가 경영진을 감시할 동기로서 전문적인 감시자로서의 명성유지에 있다고 하였다. 사외이사는 내부 경영진과 주주간의 대리문제를 포함하는 직무를 수행할 동기를 가지고 있으며, 주주를 착취하기 위하여 경영진과 공모하지 않는다고 하였다. 사외이사가 일하는 회사의 내부결정 통제에 문제가 생기거나 회사지배권을 획득하기 위한 절차가 개시되는 경우에 그들의 인적 자본으로서의 가치가 상당

히 감소하므로, 전문가로서 명성을 유지하고 시장에 자신의 능력을 알리기 위하여 경영진을 감독할 것이라고 하였다.

이러한 사외이사의 역할이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구는 아래와 같다.

Weisbach(1988)는 1974년부터 1983년까지 10년간 뉴욕증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 사외이사가 지배적인 기업에서 최고경영자의 경질은 사내이사가 지배적인 기업에서 최고경영자를 경질하는 것과 차이가 있다는 가설을 세우고 로짓분석을 하였다. 여기서 사외이사가 지배적인 기업이라 함은 사외이사 비율이 60%를 초과하는 기업을 말하고 사내이사가 지배적인 기업은 사외이사 비율이 40%미만인 기업을 말한다. 그리고 사외이사 비율이 40~60%인 기업은 사내, 사외이사가 혼합된 기업을 말한다. 종속변수로 최고경영자가 경질되었을 경우는 1, 그렇지 않은 경우는 0으로 두고 설명변수로 주식수익률(시장조정수익률 사용)을 사용하였는데 그 결과 사외이사가 지배적인 기업일수록 기업의 경영성과 악화시 최고경영자를 경질할 가능성이 높다고 연구하고 있다. 세금차감 전 영업이익을 설명변수로 두었을 경우도 같은 결과를 보였다. 이 연구에서 사외이사 비중이 높을수록 그들이 최고경영진이 효율적인 경영활동을 하여 기업 가치를 높이도록 유인하는 역할을 함을 알 수 있다.

Pincus등(1989)은 1986년을 연구기간으로 두고 1987년 1월 나스닥에 상장된 100개의 기업을 무작위로 추출하여 감사위원회의 자발적인 형성요인에 대해 연구하였다. 종속변수로 감사위원회가 설치된 기업은 1, 그렇지 않은 경우를 0으로 두어 6개의 설명변수를 두어 로짓분석을 하였다. 연구결과 독립변수중 하나인 사외이사 비율이 높을수록 기업의 감사위원회를 구성하는 경향이 높음을 발견하였다. 다시 말해 감사위원회는 사외이사의 책임을 경감시키고 사내이사와 사외이사 사이의 정보 불균형을 감소시키기 위한 효율적인 방법이고, 이사회 내에 사외이사 비율을 높을수록 더 효율적인 경영진을 감독을 위해 감사위원회를 구성하는 경향이 높다고 주장하였다.

Rosenstein & Wyatt(1990)는 1981년부터 1985년까지 뉴욕증권거래소에 사외이사 선임이 공시된 1251개의 표본을 가지고 사외이사가 선임되기 전과 선임된 후의 주가가격 변동을 살펴보았다. 그 결과 사외이사 선임 공시가 주가가격에 긍정적으로 반응한다고 보고하고 있다. 사외이사가 선임된다는 공시는 그 기업이 새로운 투자기회를 가지거나 기업의 이익이 증가될 것이라는 좋은 신호로 작용하여 기업가치를 향상시키는 작용을 한다는 것이다. 즉 사외이사를 추가적으로 선임하는 것이 시장에 주주이익이 된다는 것으로 인식되어 기업가치를 높이는 방향으로 긍정적으로 작용한 것이다.

Beasley(1996)는 1980년에서 1991년까지 분식회계가 있었던 75개 기업과 분식회계가 없었던 75개 기업으로 분류하여 종속변수로 분식회계가 있는 경우는 1, 그렇지 않은 경우는 0으로 두어 사외이사의 비율을 설명변수로 두어 로짓 분석을 하였다. 회계분식이 있었던 기업과 없었던 기업간의 이사회 특성차이를 조사한 결과 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높을수록 분식회계가 적게 발생하는 것으로 나타났다.

Cutter 등(1997)은 1988년에서 1992년까지 169건의 위임장에 의한 인수합병 시도에서 인수대상기업의 사외이사의 역할을 조사하고 그들이 주주부를 높이기 위한 방향으로 노력하고 있는지 연구하였다. 독립적인 사외이사가 50% 이상인 기업과 그 이하인 기업을 구분하여 살펴본 결과 사외이사 중심의 이사회를 가지고 있는 기업은 그렇지 않은 기업의 주주에 비해 약 20% 더 높은 투자수익률을 올리는 것을 발견하였다. 이것은 기업이 위기 상황에 처하거나 주주와 관련하여 중요한 의사결정을 내릴 때 독립적인 사외이사 비율과 주주 부가 양의 관계가 있음을 보여준다.

신현안 등(2003)은 전문성, 독립성, 기업감시의 인센티브를 가진 외부감시 주체가 기업가치를 향상시키는지 살펴보기 위하여 2001년 증권거래소에 상장된 484개의 비금융기업을 표본으로 실증분석하였다. 설명변수로 외국인 주주와 외국인 사외이사를 사용하고 기업가치를 나타내기 위하여 종속변수로 토빈q와

시장가對장부가비율(market-to-book ratio)를 사용한 결과 외국인 주주와 외국인 사외이사는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이상에서 살펴본 사외이사와 기업가치 간에 긍정적인 관계를 가지는 연구와는 반대로 사외이사제도가 기업가치에 아무런 관계가 없거나 부정적인 영향을 미친다고 주장하는 선행연구들도 있다.

Hermalin & Weisbach(1991)는 이사회 구조와 기업성과와의 관계에 대한 실증분석을 통해 사외이사의 역할이 기업성공에 얼마만큼 영향을 미치는가에 대해 연구하였다. 토빈q로 나타낸 기업성과와 이사회 구조(사외이사의 비율), 최고경영자가 받은 인센티브와의 관련성을 실증분석을 통해 밝히고 있다. 그 결과 이사회 구조와 기업성과는 별로 큰 관계가 없는 것으로 나타났다. 오히려 사외이사의 역할과 비교되는 내부이사의 이점을 강조함으로써 실증결과를 설명하고 있다. 내부이사는 기업의 영업활동이나 의사결정 단계에 있어서 연속적인 활동을 할 수 있고, 매일 회사영업에 대한 지식과 충고를 최고경영자에게 전달할 수 있는 이점이 있다. 또한 사외이사의 존재가 대리인 문제 해결에 별 도움이 되지 않고 실질적으로 강력한 사외이사에 의해 지배되는 이사회가 대리인 문제를 어느 정도 줄일지라도 기업성과와 이사회 구조와의 회귀분석을 통해 그 연관성을 발견하는 것은 불가능하다고 주장하였다.

Yermack(1996)는 이사회 규모와 토빈q로 측정된 기업성과와의 실증연구를 통해 이사회 규모가 작을수록 더 높은 성과를 보인다고 연구하였다. 포춘지(Fortune) 선정 500대 기업 중 금융업, 기타 전기, 수도, 철도 등의 공기업을 제외한 452개 기업을 선정하여 1984년부터 1991년까지의 자료를 가지고 설명변수로 이사회 규모를 두고 기업규모, 성장기회, 다각화 정도, 사외이사 비율, 이사회 지분율 등을 통제변수로 하여 기업성과와의 관계를 회귀분석을 통해 살펴본 결과 기업성과와 이사회 규모와는 음의 관계가 있다고 결론내리고 있다. 그리고 통제변수로 사용된 사외이사 비중은 기업성과와 아무런 관련이 없음을 실증분석을 통해 밝히고 있다.

임상혁(2001)은 2000년 1년 동안 사외이사제도를 둘러싼 기업의 지배구조가 기업가치에 어떠한 영향을 주는지 연구하였다. 토빈q, 성장기회, 배당률을 종속변수로 두고 사외이사비율, 이사회규모, 사외이사의 경영참여도, 이사회 지분율을 설명변수로 두어 회귀분석을 하였다. 그 결과 토빈q로 나타낸 기업가치와 사외이사 비율은 음의 관계가 있다고 밝혔다. 그리고 사외이사 참석율은 기업가치에 아무런 영향을 미치지 않는다고 실증분석하였다.

Ⅲ. 연구방법

1. 표본 선정과 자료 수집

본 연구에서 사용된 표본은 2000년부터 2002년까지 한국증권거래소에 계속 상장된 기업을 대상으로 한다. 그리고 아래에 제시된 조건에 따라 표본을 선정하였다.

i) 비금융업에 속한 기업을 대상으로 한다.

왜냐하면 금융업에 속한 기업들의 회계원칙이나 재무자료 속성이 다른 기업들과 차이가 나기 때문이다.

ii) 정부가 출자하거나 투자하는 기업은 제외한다.

정부가 출자하거나 투자하는 기업들은 사외이사제도를 도입하기 전 이미 비상임 이사라는 이름 하에 선임되어 있거나, 다른 일반기업보다 사외이사 비율이 상대적으로 높기 때문에 비교의 효과를 높이기 위하여 제외한다.

iii) 연구기간에 포함된 기업 중 부도, 회사정리, 화의 등의 이유로 증권거래소에서 관리대상이 된 기업도 연구대상에서 배제시킨다.

iv) 표본대상 기업 중 12월말이 결산시점인 기업만을 표본으로 삼는다.

v) 사업보고서상의 사외이사의 수 및 사외이사의 참석율에 관한 자료가 누락되었거나 잘못 기재된 회사도 제외시킨다.

본 연구에서는 연구기간으로 2000년부터 2002년까지 3년을 고려하였다. 여기서 사외이사제도가 의무화된 1998년과 그 이듬해인 1999년을 연구대상기간에 포함시키지 않은 이유는 다음과 같다. 98년도는 사외이사선임을 의무한 한 첫 해이므로 아직까지 기업가치에 영향을 미칠 만큼 제도의 영향력을 평가하기 어렵다고 생각해서이고 1999년도도 사외이사 선임을 의무화하는 데 유예기간에 포함되어 있기 때문에 기간으로 산정하지 않았다. 그리고 2000년부터 연구기간으로 고려하게 된 가장 큰 이유는 본 연구에서 사외이사의 활동성을 살펴보고자 설명변수로 설정한 사외이사의 이사회 참석율에 대한 정보가 2000년부터 사업보고서에 지배구조현황에 기재되므로 1998년, 1999년도의 상황을 확인할 방법이 없어 연구기간에서 제외시켰다.

분석에 사용된 자료의 출처는 다음과 같다. 설명변수로 사용한 사외이사비율, 사외이사수, 사외이사의 이사회 참석율, 감사위원회 설치여부, 그리고 외국인 사외이사에 관한 자료는 금융감독원의 전자공시시스템을 이용하여 수집하였다. 그리고 7개의 통제변수와 종속변수인 토빈q, 시장가對 장부가비율(market-to-book ratio)의 계산에 필요한 1998년부터 2002년까지의 재무자료들은 FN가이드에서 제공되는 FnDB에서 수집하였다.

2. 가설의 설정

2.1. 사외이사의 비율과 기업가치

사외이사는 주주를 대신하여 경영자의 경영활동을 감시하는 역할을 한다. Fama(1980)는 사외이사를 심사전문가(professional referee)로 포함시키는 것은 낮은 비용으로 내부적인 지배권 이전을 실현시킬 수 있는 이사회 기능을 활성화하는 방법이라고 주장하다. 이 방법은 최고경영자와 담합하여 주주들의 이익을 침해할 가능성을 감소시킨다고 한다. 이러한 사외이사의 경영활동의 감시자로서의 역할은 자신이 전문적인 감시인으로서의 명성을 유지하고, 외부 시장에 자신의 능력을 알리기 위함이다(Fama and Jensen, 1983).

그런데 사외이사가 기업경영을 효과적으로 감시하고 경영자에게 전문적인 조언을 하기 위해서는 그들의 목소리를 강하게 반영할 수 있도록 이사회 내에서 사외이사의 비율이 높아야 한다. 이사회의 구성은 이사회 내의 사내이사 와 사외이사의 상대적 혼합비율로 정의되는데(Sundaramurthy, Rechner, & Wang, 1996), 사외이사는 사내이사에 비해 최고경영자와 독립적이므로 더 객관적인 조언과 감시활동을 할 수 있는 장점이 있다(Zahra & Pearce, 1989).

사외이사의 비율과 기업가치에 관한 연구로 Baysinge & Butler(1985)는 사외이사 비율이 높을수록 자기자본수익률(ROE)로 측정된 기업성파가 높아진다고 실증 분석하였다. 이동기와 조영곤(2001)은 사외이사 비율이 높을수록 기업가치의 향상과 밀접한 관련이 있는 연구개발투자가 증가함을 발견하였다. 따라서 본 연구에서는 사외이사의 비율이 높을수록 기업가치에 양의 영향을 미칠 것이라고 가설을 세워 실증 분석하고자 한다.

<가설 1> 사외이사 비율이 높을수록 기업가치가 증대될 것이다.

2.2. 사외이사수와 기업가치

<가설 1>에서 기업경영을 감시하고 경영진이 합리적인 의사결정을 내릴 수 있도록 전문적인 조언자로서의 역할을 하는 사외이사가 전체 이사회 구성에서 차지하는 비율이 기업가치와 관련하여 양의 관계를 가진다고 설정하였다. 하지만 동일한 사외이사의 비율이라고 하더라도 규모가 큰 이사회에서 사외이사의 중요성과 작은 규모의 이사회에서 사외이사의 중요성은 차이가 날 것이다. 예를 들어 50명의 이사 중 5명이 사외이사일 경우와 10명의 이사 중 1명이 사외이사일 경우 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율은 10%로 동일하지만, 1명의 사외이사가 이사회에서 의사결정시 더 큰 영향을 미친다고 생각된다. <가설 2>에서는 사외이사의 상대적인 비율이 아니라 절대적인 수가 기업가치에 양의 영향을 미칠 것이라고 가설을 세워 실증 분석하고자 한다.

<가설 2> 사외이사수가 많을수록 기업가치가 증대될 것이다.

2.3. 사외이사의 활동성과 기업가치

경영진의 책임경영을 강조하고 투명한 지배구조를 조성하기 위해 최근 사외이사의 비중을 증가시키는 추세이다. 하지만 숫자상으로 사외이사 비율을 높이고, 실제적으로 이사회에 참석하는 정도가 낮다면 사외이사의 본래의 기능이 제대로 작동하지 못할 것이다. 사외이사가 회사의 주요 의안을 심의 결정하는 이사회에 적극적으로 참석하여 투명한 기업지배구조를 위해 노력한다면 기업가치에 긍정적인 영향을 미치리라고 예상된다. 하지만 임상혁(2001)의 연구에서는 사외이사의 참석율이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는다고 밝혔다. 이러한 결과는 사외이사제도의 도입 초기에 연구한 결과로 연구기간이 짧고 표본의 수가 적어 유의하지 못하다고 단정짓기엔 설득력이 부족하다. 오

히려 사외이사가 이사회에 참석하는 비율이 증가할수록 회사경영의 중대한 사항에 관심을 가지고 정보교환을 하거나 의사를 표명할 수 있는 기회를 많아져 기업가치에 양의 영향을 미칠 것이라고 생각된다. 따라서 사외이사의 참석율과 기업가치를 양의 관계가 있다고 생각되어 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 3> 사외이사의 참석율이 높을수록 기업가치가 증대될 것이다.

2.4. 감사위원회 설치와 기업가치

기업 지배구조를 개선하기 위한 일환으로 2000년부터 증권거래법상으로 자산 규모 2조원 이상의 상장법인을 대상으로 감사위원회의 설치를 의무화하였다. 그 구성에 있어서 감사위원회의 전체 인원은 3인 이상으로 구성되어야 하며, 그 중 3분의 2 이상이 사외이사로 구성되어 있어야 된다고 명시하고 있다. 즉 감사위원회는 이사회를 구성하고 있는 사외이사들로 구성되어 좀더 조직적인 팀워크를 발휘하여 기업경영을 감독하는 역할을 한다. 오상혁(2002)의 연구에서는 이사회내 사외이사의 비율이 높아질수록 감사위원회의 사외이사 비율(독립성)이 높아진다는 연구결과를 발표했다. 즉 감사위원회의 독립성은 사외이사 비율과 정의 관계를 가지고 있다. 따라서 본 연구에서는 이러한 사외이사와의 관계를 가지고 있는 감사위원회가 설치되었을 경우, 투자자들에게 좀더 그 기업에 대한 신뢰성을 심어주어 기업가치가 증대될 것이라는 가설을 아래와 같이 설정한다.

<가설 4> 감사위원회의 설치가 기업가치를 증대시킬 것이다.

2.5. 외국인 사외이사와 기업가치

기업에서 외국인 투자지분이 증가하면서 외국인 투자자들이 그들의 이익을

대변하고 투명한 기업경영을 감시하기 위하여 외국인 사외이사를 선임하기를 요구한다. 그리고 일찍이 사외이사제도가 도입되어 발달된 외국의 사외이사를 경영감시자로서 선임하여 효과적인 기업활동이 이루어져 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 게다가 외국인 사외이사는 내국인 사외이사보다 대주주나 최고경영진으로부터 독립성이 보장될 가능성이 높은 이점도 있어 투명한 기업지배구조를 조성하여 기업가치가 증가될 수 있다. 따라서 <가설 5>로 외국인 사외이사의 선임이 기업가치와 양의 관계를 가질 것이라고 설정할 수 있다. 신현안 등(2003)의 연구에서도 외부감사 주체로서 외국인 사외이사가 존재 시 토빈q나 시장가對장부가비율로 나타낸 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 실증분석 하였다.

<가설 5> 외국인 사외이사의 선임은 기업가치를 증대시킬 것이다.

3. 연구방법

우선 설명변수인 사외이사 비율(ROD), 사외이사수(NOD), 사외이사의 이사회 참석율(AOD), 감사위원회 설치여부(AUDIT), 외국인 사외이사(FOD)가 토빈q로 나타낸 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 단순회귀분석을 통해 살펴본다.

그리고 설명변수 이외에 기업가치에 영향을 주리라고 예상되는 통제변수를 포함하여 종속변수인 토빈q와 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)에 어떠한 영향을 미치는지 2000년부터 2002년까지 전 기간에 걸쳐 총 366개의 표본을 사용하여 다중회귀분석을 실시하였다.

3.1. 변수의 측정

3.1.1. 종속변수의 측정

본 연구에서 기업가치를 나타내는 종속변수로 토빈q와 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)을 사용하였다. 토빈q는 기업의 시장가치에 대한 유형고형자산과 재고자산 대체비용의 비율로서 기업의 단위 유형자산에 대한 시장가치를 나타낸다. 기업이 우수한 투자기회를 가지고 있거나 미래성장을 위하여 연구 기술 개발투자나 광고에 투자를 많이 했거나, 우수한 경영진을 가지고 있으면 기업의 시장가치가 높아 토빈q의 값도 높아진다. 토빈q의 분자는 기업의 총 시장가치로 원칙적으로 보통주의 시장가치, 우선주의 시장가치, 그리고 부채의 추정시장가치의 합으로 산출되어야 한다. 그러나 부채의 추정시장가치를 추정하기가 어려움으로 대안적으로 근사한 부채의 장부가치로 대체하였다.

시장가對장부가비율(market-to-book ratio)은 보통주의 시장가치를 장부가치

로 나누어 계산하였다.

① 토빈q

$$= \frac{[(\text{보통주주식수} \times \text{보통주종가}) + (\text{우선주주식수} \times \text{우선주종가}) + \text{부채장부가치}]}{\text{총자산의 장부가치}}$$

② 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)

$$= (\text{보통주의 시장가치}) \div (\text{보통주의 장부가치})$$

3.1.2. 설명변수의 측정

본 연구에서 설명변수는 사외이사 비율, 사외이사수, 사외이사의 이사회 참석율, 감사위원회의 설치여부, 그리고 외국인 사외이사 존재여부 등이다.

① 사외이사의 비율은 사외이사수를 총 이사회 구성원수로 나누었다.

$$\cdot \text{사외이사비율(ROD)} = \text{사외이사수} \div \text{총 이사수}$$

여기서 분자에 사용되는 사외이사의 수는 사업보고서를 공시하는 시기의 사외이사 현황이 아닌 12월 결산시점의 현황이다. 따라서 12월 결산 당시 사외이사가 사임한 경우에는 그 수에 포함시키진 않았고 다음해 주주총회 때 선임되는 사외이사도 포함되지 않았다. 사외이사 비율이 법정 하한선인 25%에 미달되는 기업들은 이러한 이유에서이다.

② 사외이사수는 이사회에서 사외이사의 절대적인 수이다.

$$\cdot \text{사외이사수(NOD)} = \text{사외이사의 절대수}$$

③ 사외이사의 참석율은 매 회 사외이사의 참석인원수를 총사외이사수로 나눈

값을 모두 더한 후 총 이사회 개최수로 나누었다.

· 사외이사의 이사회 참석율(AOD) = $[\sum (\text{사외이사 참석인원} \div \text{총사외이사 수})] \div \text{총 이사회 개최횟수}$

④ 감사위원회의 설치여부는 더미변수로 사용한다.

· 감사위원회의 설치여부(AUDIT) : 설치시 1, 미설치시 0

⑤ 외국인 사외이사의 선임여부는 더미변수로 사용한다.

· 외국인 사외이사 선임여부(FOD) : 선임시 1, 미선임시 0

3.1.3. 통제변수의 측정

본 연구에서 종속변수인 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상되어 통제변수로 삼은 변수는 다음과 같다.

① 30대 재벌 더미변수 : 30대 재벌기업들을 통제하기 위하여 더미변수를 취한다.

· 30대 재벌 더미변수(CHABOL) : 포함시 1, 포함되지 않을시 0

② 기업 안정성 : 부채비율로 총부채의 장부가에서 자기자본의 장부가를 나누었다.

· 부채비율(LEV) = $(\text{부채의 장부가} \div \text{자기자본의 장부가}) \times 100$

③ 기업규모 : 총자산의 로그값을 취한다

· 기업규모(LSIZE) = $\log (\text{총자산})$.

(4) 수익성 : 총자산영업이익률로 영업이익에서 총자산을 나누었다.

$$\cdot \text{총자산 영업이익률(EBIT)} = (\text{영업이익} \div \text{총자산}) \times 100$$

(5) 성장성 : 지난 3년간 매출액증가율을 평균하였다.

$$\cdot \text{평균매출액증가율(GROWTH)} = (\text{지난 3년간 매출액증가율의 합} \div 3) \times 100$$

(6) R&D 투자효율 : 무형자산가치를 통제하기 위하여 연구개발비를 매출액으로 나누었다.

$$\cdot \text{R\&D 투자효율(RAD)} = (\text{연구개발비} \div \text{매출액}) \times 100$$

(7) 설립경과년수 : 설립된 이후 현재까지 경과한 연수에 로그값을 취한다.

$$\cdot \text{설립경과년수(LAGE)} = \log (2004 - \text{회사설립년도})$$

3.2. 회귀분석 모형

모형 1에서 사외이사비율, 사외이사의 이사회 참석율, 외국인 사외이사선임여부를 설명변수로 두고 기업가치와 어떤 관계가 있는지 회귀분석한다.

모형 2에서는 감시 역할을 강화하기 위하여 2000년부터 도입된 감사위원회가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위하여 모형 1의 변수를 그대로 사용하고, 덧붙여 감사위원회의 설치여부에 관한 더미변수를 포함하여 기업가치와의 관계를 살펴본다.

모형 3은 사외이사의 비율대신 사외이사의 절대수를 사용하여 기업가치와의 관계를 살펴본다.

모형 4는 모형 3의 변수를 그대로 사용하고 감사위원회의 설치여부를 포함하여 회귀분석한다.

$$\begin{aligned} \text{모형 1 : Tobin's } q = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{ROD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} \\ & + \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ & + \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ & + \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{모형 2 : Tobin's } q = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{ROD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} + \beta_3 \cdot \text{AUDIT} \\ & + \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ & + \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ & + \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{모형 3 : Tobin's } q = & \alpha + \beta_{11} \cdot \text{NOD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} \\ & + \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ & + \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ & + \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{모형 4 : Tobin's } q = & \alpha + \beta_{11} \cdot \text{NOD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} + \beta_3 \cdot \text{AUDIT} \\ & + \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ & + \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ & + \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD} \end{aligned}$$

위에서 제시한 회귀모형에 사용된 변수를 정의하면 아래와 같다.

- 토빈q (모형 1-1/2-1/3-1/4-1에서는 MTB(시장가對장부가비율)사용)
- ROD : 사외이사 비율
- NOD : 사외이사수
- AOD : 사외이사의 참석율
- AUDIT : 감사위원회 설치여부에 대한 더미변수
- FOD : 외국인 사외이사 선임여부에 대한 더미변수
- CHABOL : 30대 재벌기업 더미변수
- LEV : 기업안정성 = 부채비율

- LSIZE : 기업규모 = $\log$ (총자산)
- EBIT : 수익성 = 총자산영업이익률
- GROWTH : 성장성 = 지난 3년간 매출액 증가율 평균
- RAD : R&D 투자효율
- LAGE : 설립경과년수

IV. 실증분석

1. 기술적 통계량

실증분석에 사용된 변수들에 대한 전체적인 기술통계량을 <표4-1>에 나타내었다.

<표 4-1> 변수들의 기술 통계량

변수명		Mean	Median	Max	Min	표준편차
설명 변수	ROD	0.30	0.27	0.83	0.00	0.10
	NOD	2.12	2.00	9.00	0.00	1.28
	AOD	0.58	0.61	1.00	0.00	0.35
	AUDIT	0.13	0.00	1.00	0.00	0.34
통계 변수	CHABOL	0.03	0.00	1.00	0.00	0.17
	LEV	132.72	95.5	2143.26	9.63	154.23
	LSIZE	11.40	11.29	13.81	10.01	0.62
	EBIT	6.09	5.44	48.91	-24.98	6.29
	GROWTH	9.27	6.57	885.70	-74.41	39.57
	RAD	0.65	0.16	19.66	0.00	1.33
	LAGE	1.54	1.54	3.30	0.60	0.20
종속 변수	Tobin's q	0.76	0.73	3.51	0.05	0.28
	MTB	5.37	1.94	536	0.139	27.29

ROD : 이사회내 사외이사 비율

NOD : 이사회내 사외이사 수

AOD : 사외이사의 이사회 참석율

AUDIT : 감사위원회 설치여부의 더미변수

CHABOL : 30대 재벌 더미변수

LEV : 부채비율

LSIZE : 총자산의 로그

EBIT : 총자산 영업이익율(%)

GROWTH : 3년간 평균 매출액 증가율(%)

RAD : R&D투자효율(%)

LAGE : 설립경과년수의 로그값

FOD : 외국인 사외이사 더미변수

Tobin's q : 토빈 q

MTB : 시장가對장부가비율

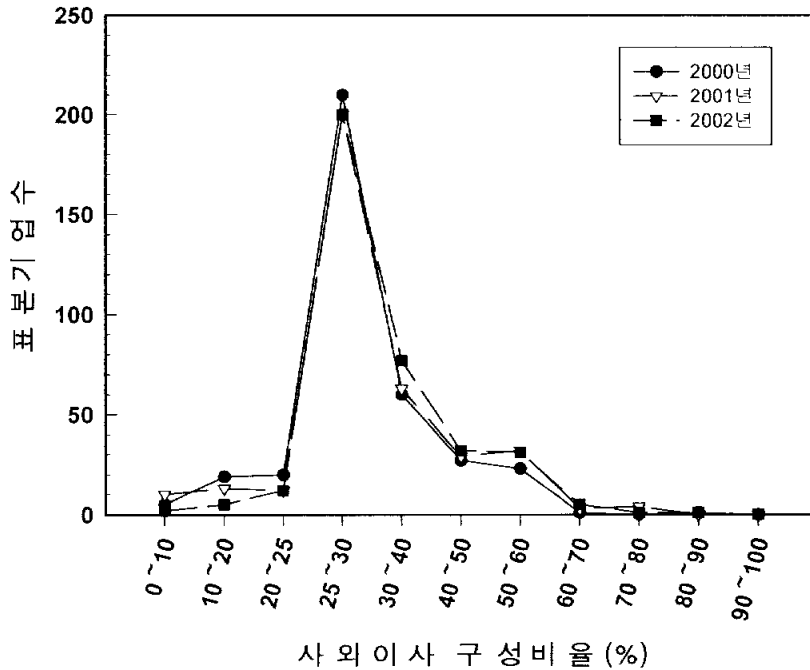
우선 설명변수의 기술통계량을 살펴보면 사외이사의 비율(ROD)의 평균은 0.3이고 중앙값은 0.27, 그리고 최대값은 0.83, 최소값은 0이다. 사외이사의 수(NOD)는 평균이 2.12이고 중앙값은 2, 최대값은 9명, 최소값은 사외이사가 한 명도 없을 때이다. 사외이사가 이사회에 참석하는 비율(AOD)은 과반수를 조금 넘는 58%이고 중앙값은 61%이다. 감사위원회의 설치여부에 해당하는 AUDIT의 평균은 0.13이고, 중앙값이 0인 이유는 AUDIT가 가변수이고 감사위원회가 설치되지 않은 0의 값이 대부분을 차지하고 있기 때문이다. 종속변수로 기업가치를 나타내기 위하여 사용한 토빈q의 평균은 0.76이고 최대값은 3.51, 최소값은 0.05이다. 또 다른 종속변수인 시장가代장부가비율(MTB)은 평균이 5.37이고 최대값은 536이고 최소값은 0.139이다.

연구기간(2000년~2002년)동안 설명변수와 종속변수에 대한 분포는 <표 4-2>에 나타내었다.

<표 4-2> 사외이사 구성비율(ROD)의 표본 분포

사외이사 구성비율(ROD)	표본 기업수 (구성비, %)			
	2000년	2001년	2002년	전기간
0~10(%)	5(1.37)	10(2.73)	2(0.55)	17(1.55)
10~20	19(5.19)	13(3.55)	5(1.37)	37(3.37)
20~25	20(5.46)	12(3.28)	12(3.28)	44(4.01)
25~30	210(57.38)	200(54.64)	200(54.6)	610(55.56)
30~40	60(16.39)	63(17.21)	77(21.04)	200(18.21)
40~50	27(7.38)	29(7.92)	32(8.74)	88(8.01)
50~60	23(6.28)	32(8.74)	31(8.47)	86(7.83)
60~70	1(0.27)	3(0.82)	5(1.37)	9(0.82)
70~80	0(0)	4(1.09)	1(0.27)	5(0.46)
80~90	1(0.27)	0(0)	1(0.27)	2(0.18)
90~100	0(0)	0(0)	0(0)	0(0)
합계	366(100)	366(100)	366(100)	1098(100)

<그림 4-1> 사외이사 구성비율(ROD)의 표본 분포

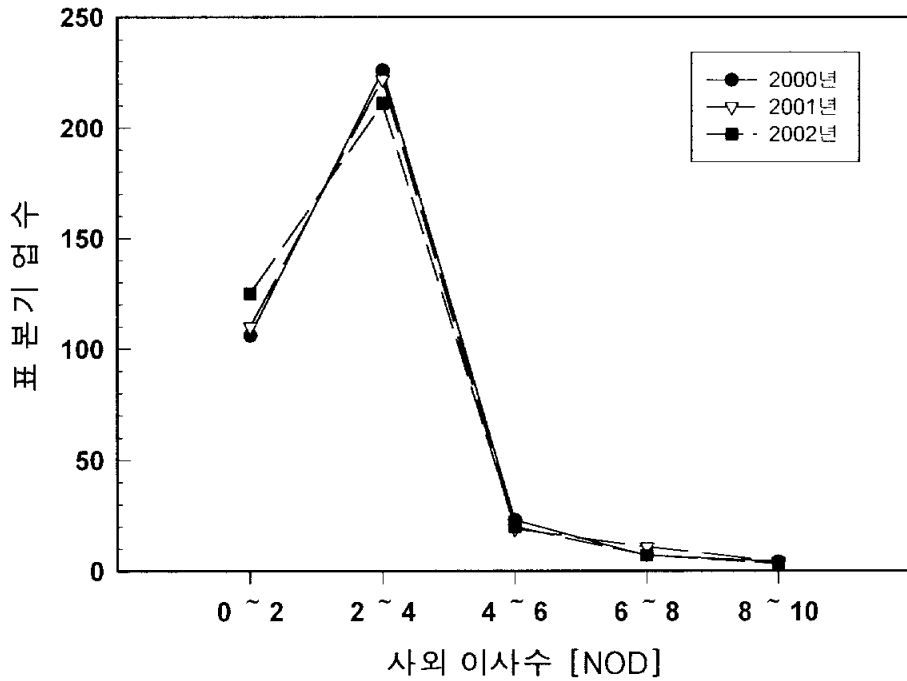


사외이사의 구성비율(ROD)은 법정하한선인 25%를 포함한 25~30%가 가장 많은 분포를 차지하고 있다. 그 다음으로 사외이사 구성비율이 30~40%에 해당하는 기업은 200개 기업이다.

<표 4-3> 사외이사수(NOD)의 표본분포

사외이사수(NOD)	표본 기업수 (구성비, %)			
	2000년	2001년	2002년	전기간
0 ~ 2	106(28.96)	110(30.05)	125(34.15)	341(31.06)
2 ~ 4	226(61.75)	222(60.66)	211(57.65)	659(60.02)
4 ~ 6	23(6.28)	19(5.19)	20(5.46)	62(5.65)
6 ~ 8	7(1.91)	11(3.01)	7(1.91)	25(2.28)
8 ~ 10	4(1.09)	4(1.93)	3(0.82)	11(1.00)
합계	366(100)	366(100)	366(100)	1098(100)

<그림 4-2> 사외이사수(NOD)의 표본 분포

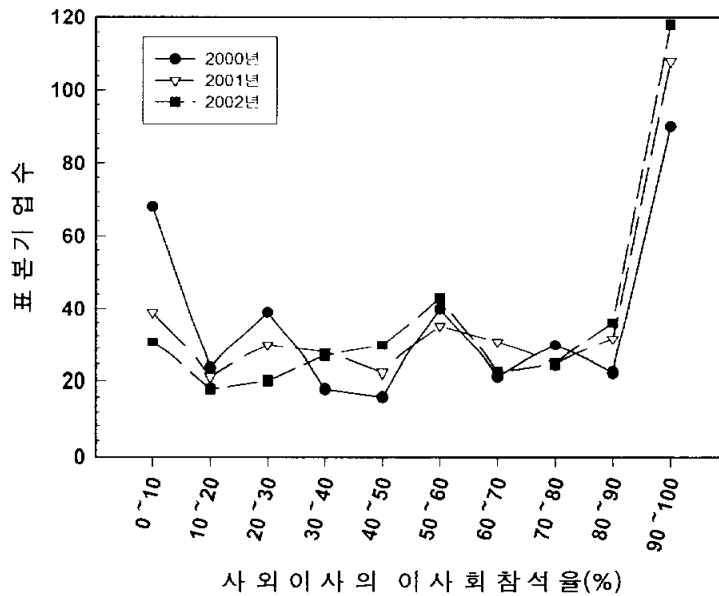


사외이사수(NOD)의 표본 분포를 살펴보면 사외이사가 2명이상 4명미만인 회사가 659개사로 전체표본 중 60.02%로 가장 많은 비중을 차지한다. 그 다음으로 0이상 2미만인 표본 기업의 31.06%, 4명이상 6명미만은 5.65%로 조사되었다.

<표4-4>사외이사의 이사회참석율(AOD)의 표본분포

사외이사의 이사회 참석율(AOD)	표본 기업수 (구성비, %)			
	2000년	2001년	2002년	전기간
0~10(%)	68(18.58)	39(10.66)	30(8.20)	137(12.48)
10~20	23(6.28)	21(5.74)	18(4.92)	62(5.65)
20~30	39(10.66)	29(7.92)	20(5.46)	88(8.01)
30~40	18(4.92)	27(7.38)	26(7.10)	71(6.47)
40~50	16(4.37)	22(6.01)	29(7.92)	67(6.10)
50~60	40(10.93)	35(9.56)	43(11.75)	118(10.75)
60~70	21(5.74)	30(8.20)	22(6.01)	73(6.65)
70~80	29(7.92)	24(6.56)	24(6.56)	77(7.01)
80~90	22(6.01)	31(8.47)	36(9.84)	89(8.11)
90~100	90(24.59)	108(29.51)	118(32.24)	316(28.75)
표본합계	366(100)	366(100)	366(100)	1098(100)

<그림4-3> 사외이사의 이사회참석율(AOD)의 표본 분포

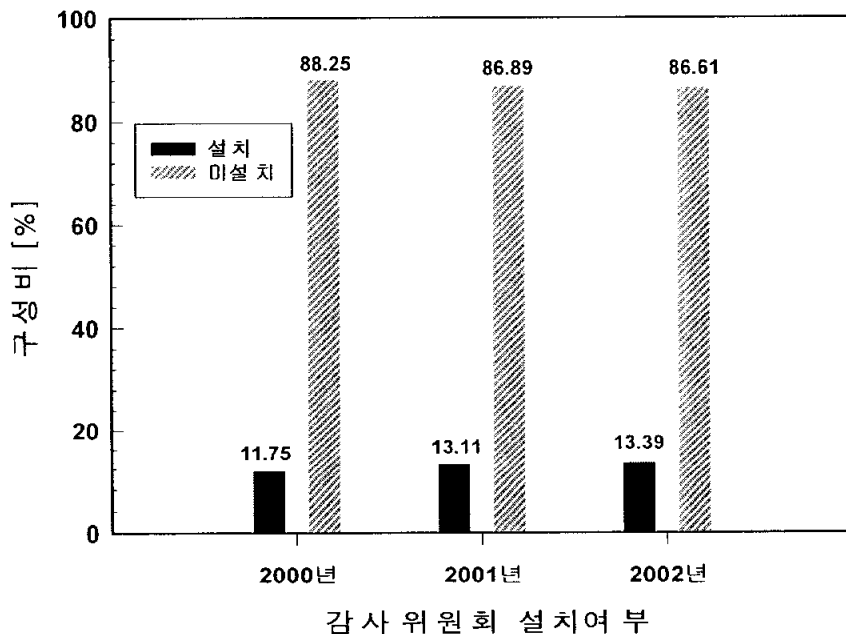


사외이사의 이사회 참석율(AOD)에 대한 분포를 살펴보면 90~100%인 기업이 316개사로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 그리고 1~10%인 기업이 137개사이고 50~60%인 기업인 118개사이다.

<표4-5> 감사위원회설치(AUDIT)의 표본 분포

감사위원회 설치여부(A UDIT)	표본 기업수 (구성비, %)			
	2000년	2001년	2002년	전기간
설치	43(11.75)	48(13.11)	49(13.39)	140(12.75)
미설치	323(88.25)	318(86.89)	317(86.61)	958(87.25)
합계	366(100)	366(100)	366(100)	1098(100)

<그림4-4> 감사위원회 설치여부(AUDIT)의 표본 분포

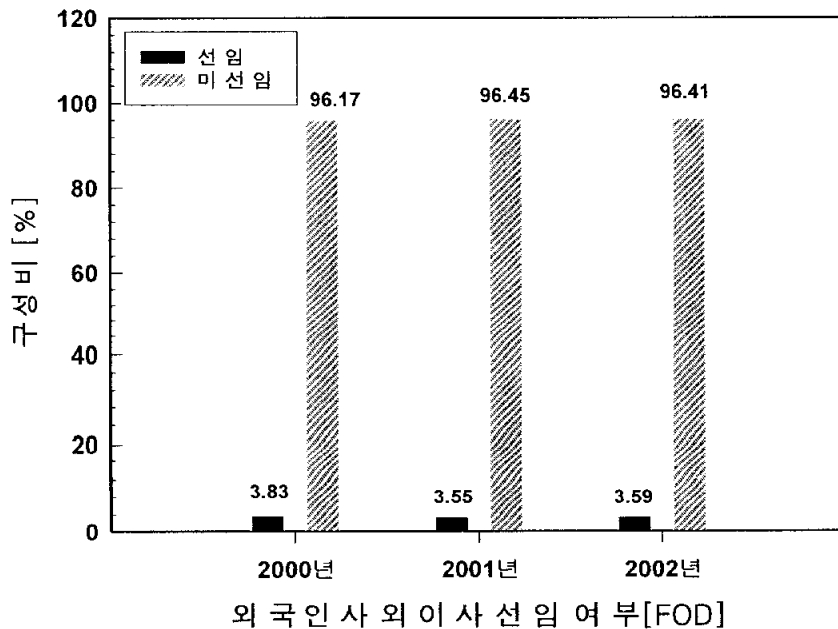


감사위원회가 설치(AUDIT)된 기업은 전체 표본 중 140개사이고 미설치된 기업은 958개사이다. 이렇게 미설치된 기업이 대다수인 이유는 감사위원회의 설치는 2000년부터 자산규모 2조원이상인 대규모 상장법인을 대상으로 의무화 하였기 때문이다.

<표4-6> 외국인사외이사(FOD)선임여부의 표본 분포

외국인사외이사선임여부(FOD)	표본 기업수 (구성비, %)			
	2000년	2001년	2002년	전기간
선임	14(3.83)	13(3.55)	14(3.83)	41(3.73)
미선임	352(96.17)	353(96.45)	352(96.17)	1057(96.27)
합계	366(100)	366(100)	366(100)	1098(100)

<그림 4-5> 외국인사외이사(FOD)선임여부의 표본 분포



외국인사외이사(FOD)의 선임여부의 표본 분포를 살펴보면 선임된 기업은 41개사로 전체 표본중 3.73%를 차지한다. 그리고 선임되지 않은 기업은 96.27%로 표본기업의 대부분이 외국인 사외이사를 선임하지 않은 것으로 조사되었다.⁵⁾

<표 4-7> 기업가치(토빈q)의 표본분포

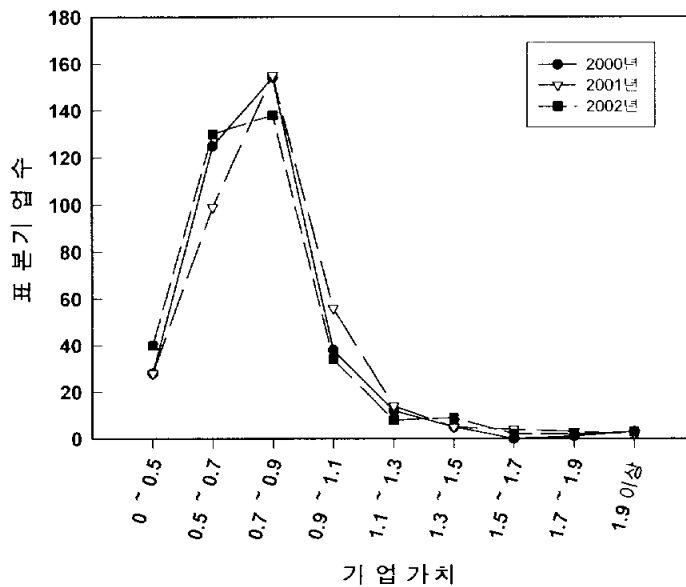
기업가치(토빈q)	표본 기업수 (구성비, %)			
	2000년	2001년	2002년	전기간
0 ~ 0.5	28(7.65)	28(7.65)	40(10.93)	96(8.74)
0.5 ~ 0.7	125(34.15)	99(27.05)	130(35.52)	354(32.24)
0.7 ~ 0.9	154(42.08)	155(42.35)	138(37.70)	447(40.71)
0.9 ~ 1.1	38(10.38)	56(15.30)	34(9.29)	128(11.66)
1.1 ~ 1.3	12(3.28)	14(3.83)	8(2.19)	34(3.10)
1.3 ~ 1.5	5(1.39)	5(1.37)	9(2.46)	19(1.73)
1.5 ~ 1.7	0(0)	4(1.09)	2(0.55)	6(0.55)
1.7 ~ 1.9	1(0.27)	3(0.82)	2(0.56)	6(0.55)
1.9 이상	3(0.82)	2(0.55)	3(0.82)	8(0.73)
합계	366(100)	366(100)	366(100)	1098(100)

종속변수인 토빈q의 분포를 살펴보면 0.7~0.9에 속한 기업이 447개사로 전체 40.71%를 차지하고 그 다음으로 0.5~0.7에 속한 기업이 354개사로 전체 32.24%로 구성되었다. 이러한 분포를 아래 <그림 4-6>에 나타내었다. 토빈q

5) CGS(Corporate Governance Service)에서 집계한 2004년 현재 외국인사외이사의 현황을 살펴보면 거래소에서 외국인사외이사 인원이 총 35명으로 전체 3.94%를 차지하고, 내국인사외이사 인원은 854명으로 96.06%로 나타났다. 그리고 코스닥에서 외국인사외이사 인원이 총 15명으로 전체 2.89%를, 내국인사외이사 인원이 총 504명으로 전체 97.11%로 선임되어있다.

의 구간이 0.7~0.9인 범주에서 가장 많은 기업수가 존재하고 있음을 확인할 수 있다.

<그림 4-6> 기업가치(토빈q)의 표본 분포



그리고 사외이사비율의 분포에 대한 토빈q의 평균값은 사외이사의 비율이 25%미만인 경우 0.752로 가장 낮은 값을 보였고, 50~60%인 경우 0.936으로 가장 높은 평균 토빈q의 값으로 나타났다.

<표 4-8> 사외이사 비율분포에 대한 평균 토빈q

사외이사 비율 (%)	토빈q의 평균값
25미만	0.752
25~30	0.745
30~40	0.734
40~50	0.785
50~60	0.936
60~ 70	0.685
70~ 80	0.781
80~ 90	0.760

2. 상관관계 분석

본 연구에서 설명변수 이외에 기업가치에 영향을 주리라고 예상되어 통제변수로 잡은 변수는 7개이다. 다중회귀분석을 하기에 앞서 변수 간에 상관관계를 살펴보았다.

<표 4-9> 모든 변수간 상관관계 (피어슨 상관계수)

변수	ROD	AOD	AUDIT	CHABOL	LEV	LSIZE	EBIT	GROWTH	RAD	LAGE	Tobin's q
ROD	1										
AOD	0.158*** <.0001	1									
AUDIT	0.435*** <.0001	0.147*** <.0001	1								
CHABOL	0.225*** <.0001	0.015 0.6141	0.300*** <.0001	1							
LEV	0.125*** <.0001	0.019 0.5285	0.090*** 0.0030	0.088*** 0.0038	1						
LSIZE	0.371*** <.0001	0.102*** 0.0008	0.579*** <.0001	0.286*** <.0001	0.179*** <.0001	1					
EBIT	0.042 0.1739	0.056* 0.0619	0.012 0.7000	0.047 0.1218	0.124*** <.0001	0.073*** 0.0158	1				
GROWTH	0.049 0.1114	0.048 0.1151	0.022 0.4720	0.011 0.7149	0.017 0.5715	0.014 0.6518	0.145*** <.0001	1			
RAD	0.136*** <.0001	0.010 0.7348	0.152*** <.0001	0.028 0.3534	0.092*** 0.0023	0.074*** 0.0148	0.005 0.8806	0.021 0.4816	1		
LAGE	0.055* 0.0593	0.022 0.4941	0.107*** 0.0004	0.092*** 0.0022	0.009 0.7375	0.167*** <.0001	0.051* 0.0948	0.102*** 0.0007	0.078** 0.0106	1	
Tobin's q	0.100*** 0.0009	0.035 0.2571	0.113*** 0.0002	0.017 0.5620	0.208*** <.0001	0.061*** 0.0432	0.192*** <.0001	0.092*** 0.0025	0.189*** <.0001	0.107*** 0.0004	1

ROD : 이사회내 사외이사 비율

AOD : 사외이사의 이사회 참석율

AUDIT : 감사위원회 설치여부의 더미변수

CHABOL : 30대 재벌 더미변수

LEV : 부채비율

LSIZE : 총자산의 로그

EBIT : 총자산 영업이익율(%)

GROWTH : 3년간 평균 매출액 증가율(%)

RAD : R&D투자효율(%)

LAGE : 설립결과년수의 로그값

FOD : 외국인 사외이사 더미변수 (존재시 1, 미존재시 0)

Tobin's q : 토빈 q

*** : 1%수준에서 유의

** : 5%수준에서 유의적

* : 10%수준에서 유의적

<표4-9>의 상관관계 분석결과, 종속변수인 토빈q와 설명변수인 사외이사비율(ROD)과 감사위원회의 설치여부(AUDIT)가 1%의 유의수준에서 양의 상관관계를 가지는 것으로 분석되었다. 통계적으로 상관관계가 높은 변수는 감사위원회의 설치여부(AUDIT)과 총자산의 로그(LSIZE)로 약 57.9%로 나타났다. 이것은 감사위원회를 설치하는 기업들이 총자산 규모가 2조원 이상인 대규모 상장기업이므로 총자산의 로그변수와 당연히 상관관계가 높음을 알 수 있다. 본 연구에서 설명변수가 많을시 발생하는 다중공선성을 우려하여 상관계수가 높은 변수는 선택적으로 제거하여 회귀분석을 수행할 계획이었으나 대체적으로 변수간의 상관계수가 다중회귀분석결과에 영향을 미칠 만큼 크지 않으므로 통제변수를 그대로 사용하였다. 설명변수간의 상관관계가 높다면 이들의 상호작용에 의하여 개별 설명변수가 종속변수에 미치는 영향을 제대로 검정하지 못하게 되는 다중공선성의 문제가 발생한다. 다중공선성에 대한 진단은 분산팽창계수(Variance Inflation), 고유치(Eigenvalue), 허용도(Tolerance)를 통해 살펴보았다.

<표 4-10> 다중공선성 분석

변수	Variance Inflation	Eigenvalue	Tolerance
ROD	1.78729	1.25757	0.55951
NOD	2.79691	0.01000	0.35754
AOD	1.06823	0.97835	0.93612
AUDIT	1.75162	0.91929	0.57090
FOD	1.09977	0.00069	0.90928
CHABOL	1.17507	0.79431	0.85102
LEV	1.08246	0.60122	0.92382
LSIZE	2.22494	0.56506	0.44945
EBIT	1.07137	0.38069	0.93338
GROWTH	1.04402	0.22271	0.95783
RAD	1.07012	0.12594	0.93448
LAGE	1.07244	0.04809	0.93245

분산팽창계수(Variance Inflation)가 10보다 크면 다중공선성이 있다고 볼 수 있는데 표에서 10 이상인 값을 가지는 변수가 없으므로 분석에 사용된 설명변수 간에 다중공선성이 없다고 판단할 수 있다. 그리고 고유치(Eigenvalue)가 0보다 작거나 허용도(Tolerance)가 0.1 이하이면 변수간의 다중공선성이 있다고 볼 수 있는데 여기에 해당하는 변수가 없으므로 다중공선성이 없다고 판단된다.

3. 회귀분석 결과

3.1. 단순회귀분석

각 설명변수가 기업가치에 영향을 미치는지를 검정하기 위하여 우선 각 변수별로 단순회귀분석을 실시하였다.

<표4-11> 각 독립변수를 이용한 단순회귀분석 결과

$$\text{단순회귀 1 : Tobin's } q = \alpha + \beta_1 \cdot \text{ROD} + \varepsilon$$

$$\text{단순회귀 2 : Tobin's } q = \alpha + \beta_2 \cdot \text{NOD} + \varepsilon$$

$$\text{단순회귀 3 : Tobin's } q = \alpha + \beta_3 \cdot \text{AOD} + \varepsilon$$

$$\text{단순회귀 4 : Tobin's } q = \alpha + \beta_3 \cdot \text{AUDIT} + \varepsilon$$

$$\text{단순회귀 5 : Tobin's } q = \alpha + \beta_4 \cdot \text{FOD} + \varepsilon$$

	α (t-value)	β (t-value)	R^2	F-value
단순회귀 1	0.674*** (25.110)	0.291*** (3.455)	0.011	11.910***
단순회귀 2	0.707*** (42.642)	0.026*** (3.881)	0.014	15.063***
단순회귀 3	0.742*** (44.082)	0.034 (1.363)	0.002	1.858
단순회귀 4	0.749*** (81.515)	0.103*** (4.022)	0.015	16.177***
단순회귀 5	0.759*** (86.413)	0.086* (1.863)	0.003	3.471*

*** : 1%수준에서 유의적

** : 5%수준에서 유의적

* : 10%수준에서 유의적

단순회귀 1에서 사외이사비율(ROD)과 토빈q와의 분석결과, 사외이사 비율과 토빈q가 양(+)의 관계를 보이고 통계적으로 1%의 수준에서 유의하다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 사외이사비율의 높을수록 회사경영에 대한 효율적인 감독이 이루어져 기업가치가 증가할 것이라는 <가설 1>을 미약하게 지지해주는 결과라고 할 수 있다.

단순회귀 2에서 사외이사수(NOD)와 토빈q와의 분석결과, 사외이사수에 해당하는 회귀계수가 0.026으로 1% 유의수준에서 유의하게 나왔다. 이것은 사외이사수가 많을수록 기업가치가 증가할 것이라는 <가설 2>를 미약하게 지지하는 결과이다.

단순회귀 3에서는 사외이사의 이사회 참석율(AOD)이 토빈 q로 나타낸 기업가치에 통계적으로 유의하지 않게 나왔다. 이것은 사외이사의 이사회 참석율이 기업가치에 어떠한 영향도 미치지 않는 것으로 유추할 수 있다.

단순회귀 4에서는 감사위원회의 설치(AUDIT)가 토빈 q로 나타낸 기업가치에 1% 유의수준에서 유의하게 분석되었다. 이것은 감사위원회설치가 기업가치에 긍정적인 작용을 한다는 <가설 4>를 미약하게 지지하는 결과이다.

마지막으로 단순회귀 5에서는 외국인 사외이사(FOD)가 토빈 q에 10%의 유의수준에서 양의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이것은 외국인 사외이사가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 <가설 5>를 미약하게 지지하는 결과라고 할 수 있다.

하지만 이러한 단순회귀결과는 하나의 설명변수 이외에 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 여러 요인들을 고려되지 않은 결과이다. 즉 단순회귀결과는 대략적으로 설명변수와 종속변수 간에 어떠한 관계가 있는지 유추할 수 있는 예비단계에 지나지 않으므로 좀 더 엄밀한 분석을 위해 기업가치에 영향을 줄 만한 통제변수들을 포함한 다중회귀분석을 수행해야 한다.

3.2. 다중회귀분석

사외이사제도가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위하여 사외이사 비율, 사외이사수, 사외이사의 이사회 참석률, 감사위원회 설치여부, 외국인 사외이사의 선임여부를 설명변수로 두고, 설명변수 이외에 기업가치에 영향을 미치리라고 예상되는 통제변수를 포함하여 다중회귀 분석을 실시한다.

본 연구에서 종속변수인 기업가치를 나타내기 위하여 2가지 변수를 사용하였다. 우선 기업의 단위 유형자산에 대한 시장가치를 나타내기 위하여 토빈q를 사용한 것과 보통주의 시장가치를 장부가치로 나눈 시장가對장부가비율 (market-to-book ratio)이다.

3.2.1. 토빈 q를 종속변수로 이용한 회귀분석 결과

모형 1에서는 설명변수로 ROD는 사외이사 비율, AOD는 사외이사의 이사회 참석률, FOD는 외국인 사외이사로 두고, 모형 2에서는 감사위원회의 설치여부(AUDIT)를 추가하여 다중회귀분석을 하였다.

그리고 모형 3에서는 사외이사의 비율 대신 사외이사의 수(NOD)를 두어 모형 1과 비교하고자 하였다. 마찬가지로 모형 4에서도 모형 2에서 사용된 사외이사 비율 대신 사외이사의 수(NOD)를 사용하여 분석하였다.

<표4-12> 토빈q를 종속변수로 이용한 다중회귀분석결과

$$\begin{aligned}\text{모형 1 : Tobin's } q &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{ROD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} \\ &+ \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ &+ \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ &+ \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{모형 2 : Tobin's } q &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{ROD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} + \beta_3 \cdot \text{AUDIT} \\
&+ \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\
&+ \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\
&+ \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD}
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{모형 3 : Tobin's } q &= \alpha + \beta_{11} \cdot \text{NOD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} \\
&+ \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\
&+ \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\
&+ \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD}
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{모형 4 : Tobin's } q &= \alpha + \beta_{11} \cdot \text{NOD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} + \beta_3 \cdot \text{AUDIT} \\
&+ \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\
&+ \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\
&+ \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD}
\end{aligned}$$

모형 1	α	β_1	β_2		β_4	β_5	R^2	F-value
	0.888***	0.178**	0.024		0.023	0.000***		
	(5.39)	(2.04)	(1.04)		(0.46)	(8.53)		
	β_6	β_7	β_8		β_{10}	β_{12}		
	-0.011	0.010***	0.000**		-0.143***	0.038		
	(-0.76)	(7.72)	(2.19)		(-3.48)	(0.85)	0.156	19.825***
모형 2	α	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	R^2	F-value
	1.098***	0.127	0.019	0.072**	0.006	0.000***		
	(5.85)	(1.41)	(0.81)	(2.32)	(0.11)	(8.60)		
	β_6	β_7	β_8	β_9	β_{10}	β_{12}		
	-0.029*	0.010***	0.000**	0.040***	-0.145***	0.030		
	(-1.72)	(7.80)	(2.09)	(6.48)	(-3.53)	(0.66)	0.160	18.583***

모형 3	α	β_{11}	β_2		β_4	β_5	R^2	F-value
	1.184***	0.028***	0.031		0.005	0.000***		
	(6.05)	(3.18)	(1.32)		(0.11)	(8.82)		
	β_6	β_7	β_8	β_9	β_{10}	β_{12}		
	-0.038**	0.010***	0.000**	0.042***	0.145***	0.025	0.160	20.527***
	(-2.10)	(7.69)	(2.184)	(6.81)	(3.52)	(0.55)		
모형 4	α	β_{11}	β_2	β_3	β_4	β_5	R^2	F-value
	1.335***	0.024***	0.024	0.065**	-0.001	0.000***		
	(6.42)	(2.65)	(1.03)	(2.11)	(0.18)	(8.83)		
	β_6	β_7	β_8	β_9	β_{10}	β_{12}		
	-0.050***	0.010***	0.000**	0.040***	-0.146***	0.019	0.164	19.125***
	(-2.66)	(7.79)	(2.10)	(6.49)	(3.56)	(0.42)		

ROD : 이사회내 사외이사 비율

NOD : 이사회내 사외이사 수

AOD : 사외이사의 이사회 참석율

AUDIT : 감사위원회 설치여부의 더미변수

CHABOL : 30대 제벌 더미변수

LEV : 부채비율

LSIZE : 총자산의 로그

EBIT : 총자산 영업이익율(%)

GROWTH : 3년간 평균 매출액 증가율(%)

RAD : R&D투자효율(%)

LAGE : 설립경과년수의 로그값

FOD : 외국인 사외이사 더미변수 (존재시 1, 미존재시 0)

Tobin's q : 토빈 q

*** : 1% 수준에서 유의적

** : 5% 수준에서 유의적

* : 10% 수준에서 유의적

모형 1의 회귀분석 결과를 살펴보면 회귀식의 결정계수는 0.156이고 F값이 19.825로 1% 유의수준에서 유의하므로 이 회귀모형은 적절하다. 그리고 사외이사 비율(ROD)에 해당하는 회귀계수(β_1)는 0.178로 양(+)의 관계를 가지고 이는 5% 유의수준에서 유의하다. 따라서 사외이사 비율과 기업가치가 양의 관계를 가진다는 <가설 1>은 채택된다. 그런데 사외이사의 이사회 참석율(AOD)에 해당하는 회귀계수(β_2)는 0.024으로 양의 값을 가지나, 이는 통계적으로 유의하지 않다. 따라서 사외이사의 이사회 참석율과 기업가치 간에 양의 관계를 가진다는 <가설 3>은 기각된다. 그리고 외국인 사외이사 선임(FOD)에 해당하는 회귀계수(β_{12})는 양의 값을 가지나 통계적으로 유의하지 않으므로

<가설 5>는 기각된다.

모형 2의 회귀분석 결과를 살펴보면 회귀식의 결정계수는 0.160이고 F값이 18.583으로 1% 유의수준에서 유의하므로 이 회귀모형은 적절하다. 그리고 감사위원회의 설치(AUDIT)에 해당하는 회귀계수(β_3)는 0.072로 양(+)의 관계를 가지고 이는 통계적으로 5% 유의수준에서 유의하다. 이것은 감사위원회의 설치와 기업가치 간에 양의 관계를 가질 것이라는 <가설 3>을 지지하는 결과라고 볼 수 있다. 외국인 사외이사의 선임여부에 관한 회귀계수(β_{12})는 0.030으로 양의 값을 가지나 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 5>를 기각한다.

하지만 여기서 우리가 관심있게 살펴볼 결과로 모형 1에서 유의하게 분석된 사외이사비율(ROD)이 모형 2에서는 유의적이지 않게 나온 결과이다. 사외이사의 역할 중에는 경영진이 합리적인 의사결정을 할 수 있도록 그들의 전문적인 지식을 활용하여 조언하는 조언가로서의 역할과 기업의 경영활동을 감시하는 감시자로서의 역할로 분류할 수 있는데, 모형 2에서 감사위원회의 설치만 유의하게 분석된 결과를 통해 사외이사의 감시자로서의 역할이 더 중요하게 작용하여 기업가치에 유의한 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 사외이사의 이사회 참석율에 해당하는 회귀계수(β_2)는 모형 1의 결과와 마찬가지로 양의 값을 가지나 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 2>는 기각된다.

그리고 모형 3과 모형 4는 사외이사의 비율 대신에 사외이사의 절대적인 수를 설명변수로 두어 회귀 분석하였다. 분석결과, 모형 3에서는 결정계수가 0.160이고, F값이 20.527로 통계적으로 1% 유의수준에서 유의하므로 이 회귀모형은 적절하다. 사외이사의 수(NOD)에 해당하는 회귀계수(β_{11})은 0.028로 양(+)의 값을 가지고 1% 유의수준에서 유의한 결과가 나왔다. 이것은 사외이사의 수가 많을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 <가설 2>를 채택할 수 있는 결과이다. 하지만 사외이사의 이사회 참석율에 해당하는 회귀계수(β_2)는 0.031로 양의 값을 가지나 이는 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 3>을 기각한다. 그리고 외국인 사외이사의 선임여부에 해당하는 회귀계수(β_{12})

는 0.025로 양의 값을 가지나 이는 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 5>를 기각한다.

모형 4에서는 회귀식의 결정계수가 0.164이고, F값이 19.125로 1% 유의수준에서 유의하므로 회귀모형은 적절하다. 사외이사의 수(NOD)에 해당하는 회귀계수(β_{11})은 0.024로 양의 값을 가지고 이는 1%수준에서 유의하다. 이러한 결과로 사외이사의 수가 많을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 <가설 2>를 채택할 수 있다. 사외이사의 이사회 참석율에 해당하는 회귀계수는 0.024로 양의 값을 가지나 이는 통계적으로 유의하지 않아 <가설 3>을 기각한다. 그리고 감사위원회의 설치(AUDIT)에 해당하는 회귀계수(β_3)은 0.065으로 양의 값을 가지고 이는 5%수준에서 유의하다. 이것은 감사위원회의 설치와 기업가치가 양의 관계를 가진다는 <가설 3>을 지지하는 결과라고 할 수 있다. 외국인 사외이사의 선임여부에 관한 회귀계수(β_{12})는 위의 4가지 모델에서 분석된 결과와 동일하게 양의 값을 가지나 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 5>를 기각한다.

위의 네 가지 모형을 통해 공통적으로 사외이사의 이사회 참석율은 기업가치와 관계가 없음을 확인할 수 있으므로 <가설 2>는 기각된다. 그리고 모형 1을 통해 사외이사 비율과 기업가치가 양의 값을 가지는 것으로 <가설 1>을 채택한다. 모형 2와 모형 4를 통해서 감사위원회의 설치가 기업가치에 양의 관계가 있음을 확인하여 <가설 3>을 채택할 수 있다. 그리고 네 가지 회귀모형의 공통적인 결과로 외국인 사외이사의 선임여부는 기업가치와 아무런 영향을 미치지 못하므로 <가설 5>는 기각된다.

3.2.2. 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)을

종속변수로 이용한 회귀분석 결과

앞의 회귀분석한 모형과는 달리 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)을 종속변수로 사용하여 다중회귀분석을 하였다. 분석결과는 아래<표 4-13>에 나타내었다.

<표4-13> 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)을
종속변수로 이용한 다중회귀분석결과

$$\begin{aligned}\text{모형 1-1 : MTB} &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{ROD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} \\ &+ \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ &+ \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ &+ \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{모형 2-1 : MTB} &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{ROD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} + \beta_3 \cdot \text{AUDIT} \\ &+ \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ &+ \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ &+ \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{모형 3-1 : MTB} &= \alpha + \beta_{11} \cdot \text{NOD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} \\ &+ \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ &+ \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ &+ \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{모형 4-1 : MTB} &= \alpha + \beta_{11} \cdot \text{NOD} + \beta_2 \cdot \text{AOD} + \beta_3 \cdot \text{AUDIT} \\ &+ \beta_4 \cdot \text{CHABOL} + \beta_5 \cdot \text{LEV} + \beta_6 \cdot \text{LSIZE} \\ &+ \beta_7 \cdot \text{EBIT} + \beta_8 \cdot \text{GROWTH} + \beta_9 \cdot \text{RAD} \\ &+ \beta_{10} \cdot \text{LAGE} + \beta_{12} \cdot \text{FOD}\end{aligned}$$

모형 1-1	α	β_1	β_2		β_4	β_5	R^2	F value
	-77.975*** (-4.78)	11.188* (1.30)	1.169 (0.50)		6.260 (1.28)	-0.010* (-1.82)		
	β_6	β_7	β_8		β_{10}	β_{12}		
	8.022*** (5.44)	0.803*** (6.17)	0.000 (-0.01)		2.296*** (3.77)	11.005*** (-2.70)	0.097	11.600***
모형 2-1	α	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	R^2	F value
	-61.846*** (0.00)	7.260 (0.82)	0.755 (0.32)	5.551* (1.79)	7.582 (1.53)	-0.009* (-1.77)		
	β_6	β_7	β_8	β_9	β_{10}	β_{12}		
	6.697*** (4.06)	0.810*** (6.23)	-0.002 (0.09)	2.171*** (3.54)	-11.148*** (2.73)	-4.780 (-1.08)	0.100	10.859***

모형 4-1	α	β_{11}	β_2	β_3	β_4	β_5	R^2	F-value
	39.436* (-1.91)	2.220** (2.51)	1.073 (0.46)	4.483* (1.46)	-9.225** (1.855)	-0.009 (-1.64)		
	β_6	β_7	β_8	β_9	β_{10}	β_{12}		
	4.518** (2.40)	0.808*** (6.24)	-0.001 (-0.064)	2.128*** (3.49)	-11.213*** (-2.76)	-5.839 (-1.32)	0.105	11.429***

모형 3-1	α	β_{11}	β_2		β_4	β_5	R^2	F value
	49.830** (-2.57)	2.502** (2.90)	1.524 (0.67)		-8.229* (1.67)	0.009 (-1.63)		
	β_6	β_7	β_8		β_{10}	β_{12}		
	5.384*** (3.01)	0.800*** (6.18)	0.000 (-0.00)		2.241*** (3.70)	11.109*** (2.73)	0.103	12.346***

ROD : 이사회내 사외이사 비율

NOD : 이사회내 사외이사 수

AOD : 사외이사의 이사회 참석율

AUDIT : 감사위원회 설치여부의 더미변수

CHABOL : 30대 재벌 더미변수

LEV : 부채비율

LSIZE : 총자산의 로그

EBIT : 총자산 영업이익율(%)

GROWTH : 3년간 평균 매출액 증가율(%)

RAD : R&D투자효율(%)

LAGE : 설립경과년수의 로그값

FOD : 외국인 사외이사 더미변수 (존재시 1, 미존재시 0)

MTB : 시장가對장부가비율

*** : 1% 수준에서 유의적

** : 5% 수준에서 유의적

* : 10% 수준에서 유의적

모형 1-1의 회귀분석 결과를 살펴보면 회귀식의 결정계수는 0.097이고 F값이 11.600로 1% 유의수준에서 유의하므로 이 회귀모형은 적절하다. 그리고 사외이사 비율(ROD)에 해당하는 회귀계수(β_1)는 11.188로 양(+)의 관계를 가지고 이는 10% 유의수준에서 유의하다. 따라서 사외이사 비율과 기업가치가 양의 관계를 가진다는 <가설 1>은 채택된다. 그런데 사외이사의 이사회 참석율(AOD)에 해당하는 회귀계수(β_2)는 1.169로 양의 값을 가지나, 이는 통계적으로 유의하지 않다. 따라서 사외이사의 이사회 참석율과 기업가치 간에 양의 관계를 가진다는 <가설 3>은 기각된다. 그리고 외국인 사외이사 선임(FOD)에 해당하는 회귀계수(β_{12})는 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 5>는 기각된다.

모형 2-1의 회귀분석 결과를 살펴보면 회귀식의 결정계수는 0.100이고 F값이 10.859로 1%준에서 유의하므로 이 회귀모형은 적절하다. 그리고 감사위원회의 설치(AUDIT)에 해당하는 회귀계수(β_3)는 5.551로 양(+)의 관계를 가지고 이는 통계적으로 10% 유의수준에서 유의하다. 이것은 감사위원회의 설치와 기업가치 간에 양의 관계를 가질 것이라는 <가설 3>을 지지하는 결과라고 볼 수 있다. 외국인 사외이사의 선임여부에 관한 회귀계수(β_{12})는 -4.780으로 통계적으로 유의하지 않아 <가설 5>를 기각한다.

하지만 여기서 우리가 관심있게 살펴볼 결과로 모형 1-1에서 유의하게 분석된 사외이사 비율(ROD)이 모형 2-1에서는 유의적이지 않게 나온 결과이다. 사외이사의 역할 중에는 경영진이 합리적인 의사결정을 할 수 있도록 그들의 전문적인 지식을 활용하여 조언하는 조언가로서의 역할과 기업의 경영활동을 감시하는 감시자로서의 역할로 분류할 수 있는데, 모형 2-1에서 감사위원회의 설치만 유의하게 분석된 결과를 통해 사외이사의 감시자로서의 역할이 더 중요하게 작용하여 기업가치에 유의한 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 사외이사의 이사회 참석율에 해당하는 회귀계수(β_2)는 모형 1-1의 결과와 마찬가지로 양의 값을 가지나 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 2>는 기각된다.

그리고 모형 3-1과 모형 4-1은 사외이사의 비율 대신에 사외이사의 절대적인 수를 설명변수로 두어 회귀 분석하였다. 분석결과, 모형 3-1에서는 결정계수가 0.103이고, F값이 12.346으로 통계적으로 1% 유의수준에서 유의하므로 이 회귀모형은 적절하다. 사외이사의 수(NOD)에 해당하는 회귀계수(β_{11})은 2.502로 양(+)의 값을 가지고 5% 유의수준에서 유의한 결과가 나왔다. 이것은 사외이사의 수가 많을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 <가설 2>를 채택할 수 있는 결과이다. 하지만 사외이사의 이사회 참석율에 해당하는 회귀계수(β_2)는 1.524로 양의 값을 가지나 이는 통계적으로 유의하지 않으므로 가설 3을 기각한다. 그리고 외국인 사외이사의 선임여부에 해당하는 회귀계수(β_{12})는 -5.424로 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 5>를 기각한다.

모형 4-1에서는 회귀식의 결정계수가 0.105이고, F값이 11.429로 1% 유의수준에서 유의하므로 회귀모형은 적절하다. 사외이사의 수(NOD)에 해당하는 회귀계수(β_{11})은 2.220으로 양의 값을 가지고 이는 1% 유의수준에서 유의하다. 이러한 결과로 사외이사의 수가 많을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 <가설 2>를 채택할 수 있다. 사외이사의 이사회 참석율에 해당하는 회귀계수는 1.073으로 양의 값을 가지나 이는 통계적으로 유의하지 않아 <가설 3>을 기각한다. 그리고 감사위원회의 설치(AUDIT)에 해당하는 회귀계수(β_3)은 4.483으로 양의 값을 가지고 이는 10% 유의수준에서 유의하다. 이것은 감사위원회의 설치와 기업가치가 양의 관계를 가진다는 <가설 3>을 지지하는 결과라고 할 수 있다. 외국인 사외이사의 선임여부에 관한 회귀계수(β_{12})는 위의 네 가지 모형에서 분석된 결과와 동일하게 양의 값을 가지나 통계적으로 유의하지 않으므로 <가설 5>를 기각한다.

위의 네 가지 모형을 통해 공통적으로 사외이사의 이사회 참석율은 기업가치와 관계가 없음을 확인할 수 있으므로 <가설 2>는 기각된다. 그리고 모형 1-1을 통해 사외이사 비율과 기업가치가 양의 값을 가지는 것으로 <가설 1>

을 채택한다. 모형 2-1과 모형 4-1을 통해서 감사위원회의 설치가 기업가치에 양의 관계가 있음을 확인하여 <가설 3>을 채택할 수 있다. 그리고 네 가지 회귀모형의 공통적인 결과로 외국인 사외이사의 선임여부는 기업가치와 아무런 영향을 미치지 못하므로 <가설 5>는 기각된다.

V. 요 약 및 결론

우리나라 대부분의 기업들은 대주주 경영자가 거의 절대적인 위치에서 의사결정을 주도하고 있으며, 이들을 효과적으로 견제하고 감독할 제도적 장치가 제대로 발휘되지 못하고 있다. 사외이사는 경영진과 독립적인 위치에서 주주를 대표하여 효과적으로 감시하고 기업경영의 의사결정시 사내이사에 비해 좀더 객관적인 조언을 할 수 있어 기업지배구조의 개선에 중요한 역할을 한다. 이로 인해 경영진들로 하여금 책임경영을 유도하고 투자자들에게는 그 기업에 대한 신뢰감을 심어주어 투자를 높여 기업가치가 증대될 수 있다.

본 연구는 최근 기업지배구조를 개선하기 위한 일환으로 도입한 사외이사제도와 관련하여 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 실증 자료를 이용하여 분석해 보는 것이다. 표본으로 2000년부터 2002년 12월까지 한국증권거래소에 계속 상장된 비금융권 기업을 대상으로 설명변수로 사외이사 비율, 사외이사 수, 사외이사의 이사회 참석율, 감사위원회의 설치여부, 그리고 외국인 사외이사 선임여부가 토빈q와 시장가對장부가비율(market-to-book ratio)로 나타낸 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 다중 회귀 분석하였다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 이사회 내의 사외이사 비율과 기업가치 간에 양(+)의 관계가 있는 것으로 분석되었다. 이것은 모형 1과 모형 1-1에서 사외이사비율이 통계적으로 유의한 양의 값을 가지는 것으로 확인할 수 있다. 이렇게 사외이사 비율과 기업가치 간에 양의 관계를 가지는 이유는 이사회 내의 사외이사 비율이 높아질수록 경영진이 효율적으로 경영을 하고 있는지 감시할 인적 자원이 많아지므로 경영자가 단기적으로 자신의 이익을 위해 과도한 투자를 하는 것을 미연에 방지할 수 있기 때문이다. 그리고 사외이사 비율이 높다는 정보가 투자자들에게 그 기업이 투명한 지배구조를 위해 많은 노력을 기울이고 있다고 긍정적인

신호를 주게 되어 그들로부터 더 많은 투자를 유인하여 기업가치가 증대된다고 볼 수 있다.

둘째, 사외이사의 수와 기업가치는 양의 관계를 갖는 것으로 분석되었다. 사외이사의 상대적인 비율도 중요하지만, 그것보다 절대적인 수도 기업가치에 의미가 있다는 것이다. 이것은 모형 3, 모형 3-1의 분석결과를 통해 확인할 수 있다.

셋째, 사외이사의 이사회 참석율은 기업가치에 아무런 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이것은 모든 모형의 분석결과를 통해 확인할 수 있다. 형식적으로 사외이사의 비중이 높으나, 실질적으로 회사의 주요 의안을 심의 결정, 감독하는 이사회에 사외이사가 참석하지 않는다면 사외이사제도의 긍정적인 역할을 논의할 수 없다는 생각에서 <가설 3>를 세워 실증분석하였으나 그 결과는 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과가 나타나는 이유는 우리나라 기업들이 오랫동안 사외이사의 감시 역할을 간과하고 이사회 개최시 그들의 적극적인 참석을 유도하지 못한 채 서면으로 보고받고 결재받은 것이 비일비재하였기 때문이다.

넷째, 사외이사의 감시 기능을 강화하기 위하여 도입된, 사외이사가 구성원의 66.7% 이상이 되도록 구성되는 감사위원회의 설치가, 기업가치와 양의 관계가 있는 것으로 분석되었다. 이것은 모형 2, 모형 2-1, 모형 4, 모형 4-1을 통해 확인할 수 있다. 감사위원회는 기존의 사외이사과 감사제도와는 달리 하나의 위원회라는 조직을 만들어 운영되기 때문에 위원회간의 팀웍으로 좀더 효과적인 감독이 이루어지게 되어 기업가치를 증대시키는 데 긍정적인 작용을 하게 된 것으로 판단된다.

다섯째, 외국인 사외이사의 선임여부는 기업가치와 아무런 관련이 없는 것으로 분석되었다. 외국인 사외이사는 내국인 사외이사보다 대주주나 최고경영진으로부터 독립성이 보장되어 투명한 기업지배구조를 조성하여 기업가치가 증가되리라고 예측되어 분석한 결과, 의미가 없는 것으로 분석되었다. 이것은 아

직까지 우리나라에서 전체 이사회중 4%도 채 못미치는 적은 비중⁶⁾으로 그들이 기업가치에 어떠한 영향을 주리만큼 큰 역할을 하지 못하고 있다는 것을 의미한다. 이것은 신현안 등(2003)의 연구와는 상반된 결과를 나타내었다.

본 연구의 한계점은 사외이사의 참석율에 해당하는 변수가 2000년부터 사업 보고서에 기재되기 때문에 더 많은 표본과 연구기간을 확보하지 못한한계가 있었다. 그리고 사외이사의 전문성이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고 싶었지만 전문성에 대한 객관적인 기준이 모호하여 관련 자료를 수집하지 못하였다.

6) CGS(Corporate Governance Service)에서 집계한 2004년 현재 외국인사외이사의 현황을 살펴보면 거래소에서 외국인사외이사 인원이 총 35명으로 전체 3.94%를 차지하고, 내국인사외이사 인원은 854명으로 96.06%로 나타났다. 그리고 코스닥에서 외국인사외이사 인원이 총 15명으로 전체 2.89%를, 내국인사외이사 인원이 총 504명으로 전체 97.11%로 선임되어있다.

참 고 문 헌

- 강영욱, “기업지배구조와 정부투자기관 이사회활동성과지표에 관한 연구“, 홍익대학교 석사학위논문, 2002.
- 신현안 · 이상철 · 장진호, “외부감시주체와 기업가치”, 기업지배구조개선 세미나, 2003.
- 이인국, “기업지배구조가 이익조정에 미치는 영향”, 연세대학교 석사학위 논문, 2002.
- 오상혁, “감사위원회의 독립성에 영향을 미치는 경제적 요인에 관한 연구”, 국민대학교 석사학위논문, 2002.
- 이동기, 조영곤, “이사회구조가 연구개발투자에 미치는 영향”, 경영학연구, 제30권, 제4호, 2001.
- 임상혁, “기업 지배구조가 기업가치에 미치는 영향 분석”, 연세대학교 석사학위논문, 2001.
- 한국지배구조의 현재와 미래, 제4장 가치를 창출하는 이사회와 설계와 운영, 김용민, 국민대학교, 2000.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 재무연구 제 5호, 1992.
- Baysinger, B. D. & H. N. Butler, “Corporate Governance and the Board of Directors : Performance Effects of Changes in Board Composition.”, Journal of Law and Economics 1, 1985.
- Beasley, M., “An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, The Accounting Review 71, 1996.
- Cotter, J., A. Shivdasani and M. Zenner, “Do independent directors

- enhance target shareholder wealth during tender offers?",
Journal of Financial Economics, 1997, 195~218.
- Fama, E. F., "Agency Problem and the Theory of the Firm", Journal
of Political Economics 88, 1990, 283~308.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and
Control", Journal of Law and Economics 26, 1983, 301~325.
- Hermalin, B. and M. Weisbach, "The Effects of Board Composition and
Direct Incentives on Firm Performance", Financial
Management 20, 1991, 101~112.
- Jensen, M., "The modern industrial revolution, exit and failure of
internal control system", Journal of Finance, 1998.
- Kaplan, S. N. and Reishus, D., "Outside Directorships and Corporate
Performance", Journal of Financial Economics 27, 1990,
389~410.
- Pincus, K., M. Rusbarsky, and J. Wong, "Voluntary Formation of
Corporate Audit Committees among NASDAQ Firms", Journal
of Accounting and Public 8, 1989, 239~265.
- Rosenstein, S. and J.G. Wyatt, "Outside Director, Board Independence,
and Shareholder Wealth", Financial Economics 26, 1990.
- Shivdasani, Anil, "Board Composition, Ownership Structure, and Hostile
Takeovers", Journal of Accounting and Economics 16, 1993,
167~198.
- Sundaramurthy, C., P. Rechner & W. Wang, "Governance Antecedents
of Board Entrenchment : The case of classified board
provision.", Journal of Management 10, 1996, 143~156.
- Weisbach, M., "Outside directors and CEO turnover", Journal of

Financial Economics 20, 1988, 431 ~ 460.

Yermack, D., "Higher market valuation of companies with a small board of director", Journal of Financial Economics, 1996, 447 ~ 476.

Zahra, S. A. & J. A. Pearce, "Boards of directors and financial performance: A review and integrative model.", Journal of Management 15, 1989, 291 ~ 334.

A Study on the Effects of Outside Directors on the Firm Value

Jung, Mi Suk

*Department of Business Administration, Graduate School,
Pukyong National University*

Abstract

The firm exists to increase its value through the profit maximization for its shareholders. The firm value is created through the efficient distribution of resources and efficient monitoring of the management activities. The maximization of the firm value should be based on the transparency in the corporate governance structure.

Corporate governance in Korean firms, however, has not been in its optimal shape enough to increase their corporate value. This comes mainly from the improper working of the check function by the internal control mechanisms such as the board of directors and shareholders meetings. This also comes from the malfunctioning of the external mechanisms such as the capital market, labor market and the market for corporate control.

Since the Asia economic crisis in 1997, a variety of systems have been prepared to improve the inefficient corporate governance in Korean firms.

One of the most representative things is the system of outside directors.

This study aims to analyze empirically the effects the system of outside directors on the firm value. For the purpose of the study, the multiple regression analysis is employed on the non-financial Korean firms listed on the Korea Stock Exchange for the period ranging from 2000 through 2002. Independent variables are used as the ratio of outside directors, the number of outside directors, their attendance rate at directors' meetings, the presence of the audit committee, and appointment of foreign outside directors. The dependent variables are used as Tobin's q and market-to-book ratio.

Five results have been found from the analysis. First, the ratio of the number of the outside directors and the firm value is positively related. The management with the higher ratio in the number of the outside directors are more responsible for the interest of shareholders rather than of the management themselves. Firms with higher ratio of the number of outside directors signal to the capital market that they make efforts to build a transparent corporate structure. This, in turn, increases the value of their firms.

Second, the number of outside directors is positively related to the value of the firm. The greater the number of the outside directors is, the more is the human resource to monitor the efficient management of the firm.

Third, the attendance rate of outside directors to the directors' meetings has no impact at all on the firm value

The installation of the audit committee for the purpose of strengthening the functioning of monitoring increases the firm value. The efficient supervision can be realized when outside directors act in an organized

teamwork rather than when they act on an individual basis.

Fifth, foreign outside directors have no impact at all on the firm value. They have accounted for only a small number and have not played to the extent that their roles can influence the firm value.

This study has some limitations in that it does not include a large size of the sample and a long period of research. In addition, this study does not address the effects which the specialization of outside directors has on the firm value because it is hard to collect objective data on the specialization of outside directors.