

# 이사회적 적극적인 감시기능은 항상 주주가치를 개선시키는가?

## Does the Intensive Board Monitoring Always Improve the Shareholder Wealth?

이 지 혜\* · 변 희 섭\*\*

Ji Hye Lee · Hee Sub Byun

본 연구는 이사회적 감시기능을 둘러싼 역학관계를 보다 엄밀히 파악하기 위해 감시위원회의 구조와 기업특성 간의 상호작용효과에 주목한다. 실증분석결과, 감시위원회에 소속된 사외이사 비중의 상승은 기업가치에 긍정적인 효과를 갖는 것으로 확인되었다. 하지만, 이러한 효과는 기업업력, 부채비율, 현금흐름의 불확실성, 경쟁위협과 대주주 지분율이 상승할수록 약화되는 반면, 잉여현금흐름, 자산구조의 불투명성과 기관투자자 지분율이 상승할수록 강화되는 것으로 관찰되었다. 이는 기업에 내재한 대리인문제 발생 가능성, 성장확대 전략의 필요성 등에 기초한 다양한 제약조건에 따라 이사회적 감시기능의 주주가치 제고효과가 변화될 수 있음을 시사한다. 한편, 배당정책에 미치는 효과를 확인한 결과, 기업업력, 현금흐름의 불확실성, 대주주 지분율과 이사회적 감시기능 간 상호작용효과는 앞선 기업가치 관련성과 동일하게 관찰되었다.

**국문 색인어:** 이사회 내 감시위원회, 사외이사, 기업특성, 기업가치, 배당정책

**한국연구재단 분류 연구분야 코드:** B050701, B050703

\* 한국건설산업연구원 부연구위원(jihyelee@cerik.re.kr), 제1저자

\*\* 한림대학교 경영대학 재무금융학과 조교수(heesbyun@hallym.ac.kr), 교신저자

논문 투고일: 2017. 08. 07, 논문 최종 수정일: 2017. 11. 07, 논문 게재 확정일: 2017. 11. 16

## I. 서론

전통적 대리인이론하에 이사회(board of directors)는 경영자의 사적효용추구 유인을 규율하고, 기업 내부 의사결정을 합리화하기 위한 핵심적인 통제장치로 강조되어 왔다(Jensen, 1986). 특히, 이사회 내 사외이사(outsider directors)는 감시기능의 본질적 주체로서 이해될 수 있는데, 이들은 경영자와의 독립적 지위를 바탕으로 금전적 보상 이외에도 자본시장에서 자신들의 명성을 강화하기 위해 적극적으로 대리인문제를 규율할 유인을 보유하기 때문이다(Weisbach, 1988). 이에 따라 많은 기존 연구들은 이사회 내 사외이사 비중이 증가할수록 경영자에 대한 감시기능이 강화되고, 이로 인해 주주가치가 개선될 수 있음을 주장한다(Shivdasani, 1993). 하지만 최근 연구들은 이사회 감시기능의 강화가 주주가치에 긍정적인 요인으로 작용할 것이라는 전통적 대리인이론과 다소 상충된 견해를 제시하고 있다. 관련하여 먼저, 강력한 지배구조 장치가 경영자의 위험회피성향을 강화시켜 지나치게 보수적인 투자 포트폴리오를 형성시킬 수 있다는 주장이 존재한다(Burkart et al., 2003; Cheng, 2008; Pathan, 2009). 흔히, 위험과 수익의 상충관계하에 기업은 위험인수를 통해 신사업 기회를 창출하고 성장 동력을 확보하기 위한 효율적인 경영전략을 수립해야 하는데, 과도한 이사회 감시기능이 이러한 활동의 적극적인 수행을 약화시킬 우려를 배제할 수 없다. 둘째, 이사회 감시기능의 강화가 효과적인 경영의사결정 수립을 위한 전략적 조연기능을 약화시킬 수 있다는 주장이 존재한다. 이사회, 특히, 사외이사는 감시기능(monitoring function)뿐만 아니라 전략적 조연기능도 동시에 수행하는 것으로 알려져 있는데, 주목할 것은 두 가지 기능 간에 상충관계가 존재한다는 점이다. Adams and Ferreira(2007)의 연구는 이사회 감시기능이 지나치게 강화되는 경우 경영자로부터 공유될 수 있는 정보의 양과 질이 감소함으로써 전략적 조연기능이 약화되어 효율적인 경영전략의 수립에 있어 어려움에 봉착할 수 있으며, 궁극적으로 이러한 행태가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 주장하였다(Faleye et al., 2011). 마지막으로 현실적으로도 복잡·다양한 기업의 경영행태를 고려할 때, 모든 기업에서 이사회 감시기능이 동일한 기대효과를 가질 것이라

는 전제는 제한적으로 받아들여진다. 따라서 전통적 대리인이론에서 한 발 더 나아가 이사회37의 감시기능을 둘러싼 편익과 비용에 대한 역학관계를 면밀히 파악하고 일반화될 수 있는 가설을 제기하기 위해 다각화된 접근이 요구된다.

본 연구는 이사회37의 적극적인 감시기능(intensive board monitoring)이 주주가치에 미치는 효과가 다양한 기업특성에 기초한 제약조건에 따라 달라질 수 있음을 실증적으로 확인한다. 일반적으로 대리인문제의 규율은 특정한 하나의 통제장치에 의존하는 것이 아니라(one size does not fit all) 다양한 기업 내부특성과 여타 지배구조 장치 간의 상호작용에 의해 효율적으로 이루어진다(Shleifer and Vishny, 1997). 더불어 앞서 논의한 바와 같이 이사회37의 감시기능에 대한 상충된 견해들이 제기되고 있는 점을 고려할 때, 이와 관련하여 보다 현실적이며, 일반화할 수 있는 가설을 제시할 필요성이 높다. 이러한 맥락에서 본 연구는 주주가치 연관성에 기초하여 이사회37의 감시기능의 상대적 중요도가 다양한 기업 내부특성 내지는 여타 지배구조 장치와의 상호작용 여부에 따라 달라질 수 있다는 보다 구체적인 가설을 제시한다. 가령, 특정한 내부특성을 갖추어 대리인문제의 발생 가능성이 낮거나, 적극적인 성장확대 전략이 필요한 기업에서는 이사회37의 감시기능의 편익이 희석될 것으로 판단된다.

관련하여 본 연구는 기존 대리인이론에 연관된 기업특성으로 잉여현금흐름 수준, 기업 자산구조의 불투명성, 기업업력, 부채비율과 현금흐름의 불확실성을 고려한다. 이들 기업특성은 대리인문제 발생 가능성과 연관되어 이사회37의 감시기능의 역학관계에 중요한 영향력을 보일 것으로 판단된다. 한편, 앞서 논의된 바와 같이 대리인문제의 규율은 특정한 하나의 지배구조 장치에 의존하는 것이 아니라 다양한 통제수단 간의 유기적 상호작용에 의해 최적화되는 것으로 알려져 있다. 이러한 맥락에서 이사회37의 감시기능 역시 기존 지배구조 매커니즘의 작동 여부에 따라 그 효율성이 달라질 것으로 예상할 수 있다. 따라서 본 연구는 상품시장에서의 경쟁, 대주주 지분율, 기관투자자 지분율을 여타 지배구조 매커니즘으로 고려하여 이들과 이사회37의 감시기능 간의 상호작용효과를 확인한다.<sup>1)</sup>

1) 이러한 기업특성과 이사회37의 감시기능의 상호작용효과에 대한 연구가설은 2장에서 보다 구체적으로 제시한다.

본 연구는 이사회에 적극적인 감시기능을 보다 엄밀히 지표화하기 위해 이사회 내 감시위원회(monitoring committees)에 소속된 사외이사 비중에 초점을 맞춘다 (Faleye et al., 2011; Black and Kim, 2012; Byun et al., 2013). Adams and Ferreira(2007)의 연구는 경영자의 대리인문제에 대한 전문적이며 체계적인 감시활동은 이사회 내 감시위원회를 통해 이루어질 것임을 주장하였다. 흔히, 감시위원회는 감사위원회(audit committees), 사외이사추천위원회(outsider director nominate committees), 보상위원회(compensation committee)로 분류가 가능한데,<sup>2)</sup> 동 위원회에 소속된 사외이사의 경우 감시기능에 특화되어 보다 적극적인 경영자 규율이 가능할 것이다. 이러한 지표의 산출이 중요한 이유는 흔히 사외이사는 경영자에 대한 감시기능뿐만 아니라 전략적 조언기능도 동시에 수행하는 것으로 알려져 있는데, 단순히 전체 이사회 내에서의 사외이사 비중을 감시기능의 대용치로 활용할 경우 두 가지 기능이 혼재되어 명확한 방향성을 찾아내기 어렵기 때문이다. 가령, 이사회 내 사외이사 비중이 상승하여 기업가치가 개선될 경우 이러한 효과가 경영자에 대한 효율적인 감시를 통해 유도된 것인지, 아니면 전략적 조언을 통해 최적의 경영의사결정 도출에 기여하였기 때문인 것인지를 쉽사리 분간하기가 어렵다. 무엇보다 과도한 이사회에 감시기능이 전략적 조언기능 혹은 적극적인 경영전략의 수립을 약화시킬 수 있다는 기존 연구에서 제기된 상충관계를 감안하여 연구가설을 검증하는 본 연구의 접근방식을 고려할 때, 이사회에 감시기능을 대용하기 위한 보다 명료한 지표의 활용이 중요하다.

본 연구는 국내 기업을 분석대상으로 이사회에 감시위원회 구조에 주목하여 주주가치와의 연관성을 확인하고, 이러한 관계가 기업특성과 여타 지배구조 매커니즘의 구축 여부에 따라 변화될 수 있음을 제시한다. 이를 통해 복잡·다양한 지배구조 형성과 작동에 대한 이해를 제고시키고, 지배구조의 효율성이 비단 특정 수단에 의존적이지 않음을 제시함으로써 기존 연구에서 제시된 가설을 보다 일반화하는데 기여할 수 있을 것이다. 특히, 기업특성을 제약조건으로 고려함으로써 앞

2) 미국의 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange, NYSE)에서도 동일한 기준으로 이사회 내 감시위원회를 분류하고 있다(Faleye et al., 2011).

서 논의된 이사회들의 감시기능에 관련한 상반된 견해들 간의 괴리를 좁힐 수 있을 것으로 기대된다.

국내 자본시장에서 대리인문제의 통제장치로서 이사회들의 감시기능에 대한 의존성이 비교적 크다. 이는 기존 선진국가를 중심으로 제기된 M&A 시장, 경영자노동시장 등 시장 매커니즘에 의한 규율이 지배주주의 존재로 인해 효과적으로 작동하기 어렵기 때문이다. 이에 따라 과거 경제위기 이후 정책적으로도 이사회들의 기능과 역할을 강화하는 방향으로 기업의 지배구조 개선 방안이 모색되었으며, 여전히 그 중요성이 지속적으로 강조되고 있다. 이러한 국내 자본시장의 현실을 감안할 때, 이사회들의 감시기능을 효율화·최적화하는 방안을 사전에 모색하는 것은 주주자본주의하에 기업의 측면에서 중요할뿐더러 대리인문제로 인한 사회적 비용을 최소화하고 자본시장의 건전한 발전을 도모해야 하는 정책당국의 입장에서 매우 의미있는 이슈이다. 가령, 특정한 내부특성과 외부 환경적 요인을 보유한 기업에서 경영통제장치로서 이사회들의 역할이 보다 강조되어야 하는지를 사전에 파악할 수 있다면, 정책당국의 지배구조 관련 규제입안에 있어서도 여러 가지 역학관계를 고려함으로써 불필요한 규제를 사전에 차단하고, 사회적 비용을 감소시킬 수 있을 것이다. 반대로 이사회들의 감시기능이 효율적으로 작동할 것으로 예상되는 기업을 사전에 선별하여 보다 강화된 규제를 적용시킴으로써 구체적이며, 세밀한 정책방안을 모색할 수 있을 것이다.

본 연구는 2004년부터 2011년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 실증분석을 수행하며, 실증분석결과, 이사회들의 적극적인 감시기능의 대응치로 감시위원회에 소속된 사외이사 비중의 상승은 기업가치에 긍정적인 효과를 갖는 것으로 확인되었다. 하지만, 이러한 효과는 기업업력, 레버리지 비율, 현금흐름의 불확실성, 경쟁위협과 대주주 지분율이 상승할수록 약화되는 것으로 관찰되었다. 반면, 잉여현금흐름, 자산의 불투명성과 기관투자자 지분율이 상승할수록 강화되는 것으로 관찰되었다. 정리하면, 이사회들의 적극적인 감시기능은 기업에 내재한 대리인문제 발생 가능성, 성장 확대 전략의 필요성 등에 기초한 기업의 제약조건에 따라 주주가치를 제고시키는 영향력이 변화될 수 있음을 시사한

다. 이는 모든 지배구조 장치가 특정한 형태에 의존하지 않을 것이라는 이론적, 실증적 주장과 일맥상통하는 것으로 이해될 수 있다. 추가적으로 이러한 관계는 글로벌 금융위기 이전과 이후의 차이가 관찰되어, 동 경제적 사건이 이사회 감시기능에 대한 투자자의 기대를 변화시키는 계기가 되었음을 확인할 수 있었다. 한편, 배당정책에 미치는 효과를 확인한 결과, 기업업력, 현금흐름의 불확실성, 대주주 지분율과 이사회 감시기능 간 상호작용효과는 앞선 기업가치 관련성과 동일하게 관찰되었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 관련 문헌의 이론적 논의를 바탕으로 연구의 주요 가설을 도출한다. 3장에서는 실증분석을 위한 자료 및 변수를 제시/도출하며, 4장에서는 이를 바탕으로 연구가설을 검증하기 위한 실증분석을 실시한다. 5장에서는 본 연구의 결론 및 시사점을 제시한다.

## II. 관련 문헌 및 가설 설정

전통적 대리인이론은 대개 이사회 감시기능의 대리인문제 규율에 초점을 맞추어 동 기능의 강화가 주주가치 제고 차원에서 어떤 효익을 가져다 줄 수 있는지를 제시하고 있다. 관련하여 Weisbach(1988)의 연구는 이사회 내 사외이사의 비중과 최고경영자 교체 간의 관계를 확인하였는데, 사외이사 비중이 높은 기업에서 성과에 대한 경영진 교체 민감도가 증가함을 통해 비효율적인 경영진 퇴출이 주주가치 제고에 긍정적인 효과를 가짐을 주장하였다. Byrd and Hickman(1992)의 연구는 기업 공개매수 시 이사회 내 사외이사 비중이 높은 매수기업(bidding firms)의 주식수익률이 더 높게 나타남을 제시하였다. 이를 바탕으로 사외이사가 주주들을 대리하여 효율적인 경영의사결정을 유도해내는 역할을 수행함을 제시하였다. Cotter et al.(1997)의 연구는 기업 공개매수 시 매도기업(target firms)의 이사회 내 사외이사 비중이 높은 경우 주주가치가 더 높게 개선될 수 있음을 제시하였다. 이들은 경영자와 주주 간 이해가 불일치할 수 있는 경영의사결정이 발생할 경우 사

외이사가 주주의 입장을 대변하여 경영자의 대리인문제를 효과적으로 견제할 수 있는 규율의 주체가 될 수 있음을 주장하였다.

이러한 부류의 연구와 달리 최근 연구들은 이사회들의 적극적인 감시기능이 반드시 기업가치에 긍정적인 요인으로 작용되지 않을 수 있음을 제시하고 있다. 대표적으로 Adams and Ferreira(2007), Faleye et al.(2011)의 연구는 감시위원회에 초점을 맞추어 이사회를 통한 지나친 감시기능의 강화가 경영자와의 정보공유와 경영 의사결정의 선택의 폭을 약화시켜 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 이론적, 실증적으로 확인하고 있다. 반면, Byun et al.(2013)의 연구는 국내 자본시장에서 감시위원회를 통한 이사회들의 감시기능이 강화될수록 기업가치가 개선될 수 있음을 주장하였다. 이들은 국내와 같은 신흥국가의 경우 영미권을 중심으로 한 선진국가와 달리 법·제도의 미비로 인해 투자자 보호(investor protection)와 자본시장의 발전 수준이 낮아 정보비대칭성으로 인한 역선택, 도덕적 해이의 문제가 가중될 수 있으며, 집중된 소유구조하에 지배주주(controlling shareholders)의 존재로 인해 기업경영권시장, 경영자노동시장 등과 같은 외부 경영통제장치가 효율적으로 작동하지 않기 때문에 내부 지배구조로서 이사회들의 감시기능의 효력이 기존 연구와 상이하게 관찰될 수 있음을 제시하였다. 이렇듯 이사회들의 감시기능에 대한 상이한 논의가 공존하기 때문에 이에 관련한 보다 면밀하며, 현실성 있는 분석이 시도될 필요성이 제기된다. 특히, 기존 연구들은 대개 이사회들의 적극적인 감시기능의 경영통제장치로서의 효율성과 기업가치에 미치는 단편적인 영향에만 주목하고 있으며, 다양한 기업의 내부특성과 여타 지배구조 장치의 작동 여부 등 제약조건을 고려치 않고 있다. 다시 말해, 이사회들의 감시기능이 강화되는 경우 기업가치가 개선 또는 약화될 것이라는 주장은 일반화되기 어려운 측면이 존재하므로 보다 정교한 접근이 요구된다.

한편, 이사회 내 감시위원회 구조에 주목한 국내 선행연구들은 대개 특정 감시위원회의 설치 여부가 경영성과 및 경영행태에 미치는 효과를 검증하고 있다. 임혜경 외(2014)의 연구는 감사위원회의 설치 여부가 기업가치 개선에 유의적인 효과를 가짐을 제시하였다. 이를 바탕으로 감사위원회 설치가 기업재무보고의 품질

이나 내부통제 등과 직접적으로 연관되는 주요한 경영통제장치로 작동함으로써 경영자의 대리인문제를 효과적으로 통제하여 외부 투자자의 가치평가에 있어 긍정적인 요인으로 작용될 수 있음을 주장하였다. 홍광현 외(2010)의 연구는 감사위원회와 보상위원회에 주목하여 동 위원회 내 사외이사 비율이 높은 기업일수록 차기 기업가치가 높게 관찰됨을 제시하였다. 이를 바탕으로 이사회 내 위원회를 통해 사외이사의 경영진에 대한 감시와 견제가 효율적으로 이루어짐에 따라 주주 가치에 개선될 수 있음을 주장하였다. 신호영(2006)의 연구는 기업의 이익조정 수준에 기초하여 감사위원회 도입에 따른 경영행태 변화를 분석하였다. 이 연구는 감사위원회 도입 이후 이익조정이 유의적으로 감소함을 근거로 동 위원회를 통한 감시기능 수행이 충분한 편익을 가져올 수 있음을 제시하였다. 김문태·박길영(2009)의 연구는 감사위원회 설치가 접대비, 복리후생비 등 경영자의 사적효용을 감소시키는 한편, 자산효율성(총자산 대비 총매출액)을 개선시키는 효과를 가짐을 제시하였다. 한편, 이상철 외(2009)의 연구는 보상위원회에 주목하여 그 도입 여부에 미치는 효과를 검증하였다. 이들은 기업집단에 소속되지 않거나, 외국인 지분율이 높은 기업일수록 보상위원회를 적극적으로 도입하고 있음을 확인하였다. 이 연구들은 감사위원회 등 특정 감시위원회에 주목한 반면, 본 연구는 이사회 의 감시기능과 밀접한 연관성을 갖는 3개 감시위원회의 구조를 종합적이며, 다각적인 측면에서 고려한 측정치를 제안하여 주주 가치 연관성을 파악한다는 측면에서 차별성을 갖는다. 특히, 감시위원회의 편익과 비용에 대한 상반된 주장이 제기되고 있는 가운데, 다양한 기업특성에 따라 관련한 역학관계가 달라질 수 있다는 점에 기초하여 새로운 연구가설을 제시한 연구는 찾아보기 힘들어 본 연구의 독창성을 재차 확인시켜준다.

## 1. 잉여현금흐름

Jensen(1986)의 연구는 기업 내부의 잉여현금흐름 확대가 경영자가 자의적으로 유용할 수 있는 자원을 증가시켜 수익성이 없는 사업안에 과잉투자하는 식의 사적효용추구 유인을 강화시킬 수 있음을 제시하고 있다. Richardson(2006)의 연구

역시 실증적으로 과도한 잉여현금흐름의 보유가 경영자의 과잉투자유인을 강화시킬 수 있음을 제시하고 있다. Harford(1999)의 연구는 높은 잉여현금흐름을 보유한 기업의 경영자가 무분별한 기업 인수를 통해 자신의 통제권을 확대하고, 이러한 행태가 해당 기업의 주시가치를 약화시킬 수 있음을 확인하고 있다. 이러한 기존 연구의 논의를 고려하면, 기업이 비교적 높은 잉여현금흐름을 보유한 경우 대리인문제 발생 가능성이 가중됨에 따라 주주 내지 투자자들은 이사회에 대한 편의를 높게 인식할 것으로 예상된다. 따라서 높은 잉여현금흐름을 보유한 기업의 경우 대리인문제 발생 가능성이 가중됨에 따라 이사회에 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 증가할 것이다(가설 1).

*가설 1: 높은 잉여현금흐름을 보유한 기업에서는 이사회에 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 증가할 것이다.*

## 2. 자산구조의 불투명성

대리인이론하에 기업 내부자와 외부 투자자 간 정보비대칭성의 존재는 사전적으로 역선택 문제를 야기하며, 사후적으로 도덕적 해이를 조장함으로써 자본시장의 효율성을 약화시키는 것으로 알려져 있다(Myers and Majluf, 1984). 더불어 기업 경영의 불투명성의 상승은 정보공개비용을 가중시킴에 따라 자본시장으로부터의 원활한 자금조달의 마찰적 요인으로 작용할 수 있다. 한편, 기존 연구는 공정 가치(fair value)에 대한 명확한 판단이 어려운 무형자산의 증가가 정보비대칭성을 가중시킴으로써 기업가치에 대한 불확실성을 확대시키는 요인으로 작용될 수 있음을 확인하고 있다(Barth et al., 2001). 이러한 맥락에서 유형자산에 비해 가시성이 낮은 무형자산을 비교적 많이 보유한 기업의 경우 경영자의 과잉투자유인을 확대시키기 위해 동 자산이 악용될 가능성이 가중될 것으로 판단된다. Dyck and Zingales(2004)의 연구는 무형자산의 증가가 기업경영의 사적효용에 대한 대리 지표로 경영권 프리미엄을 확대시키는 요인으로 작용할 수 있음을 제시하였다. 뿐만 아니라 무형자산의 증가는 기업의 청산가치(liquidation value)를 감소시킴에 따

라 기업 이해관계자의 적극적인 감시의 필요성이 더욱 중요해질 수 있다. 이러한 주장은 무형자산을 비교적 많이 보유한 기업의 경우 동 자산이 대리인문제에 악용될 가능성을 감안하여 사전에 좋은 지배구조를 구축하려는 유인을 보유한다는 주장과도 일맥상통한다(Klapper and Love, 2004). 이러한 논의들을 고려할 때, 기업의 자산구조의 불투명성이 증가하는 경우 경영자 감시의 대리인으로써 이사회 감시기능의 편익이 높게 인식될 것이며, 이로 인해 주주가치를 개선시키는 효과가 증가할 것이다(가설 2).

*[가설 2: 자산구조의 불투명성이 큰 기업에서는 이사회 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 증가할 것이다.]*

### 3. 기업업력

기업업력에는 적극적인 성장전략의 필요성과 정보비대칭성의 상승이라는 특성이 동시에 내재하므로 상반된 가설이 동시에 제기될 수 있다. Khanna and Palepu(2000)의 연구는 설립초기단계에서 외부자금조달이 어려운 상황에서는 내부 자본시장을 통한 전략적 지원이 필요하며, 이러한 행태가 기업의 지속적인 성장에 기여할 수 있음을 제시하였다. Jensen(1993)의 연구는 성장성이 높은 기업형성 초기단계에서는 경영자 감시의 편익이 높지 않을 수 있음을 주장하였다. 이러한 주장을 감안하면, 업력이 낮은 기업의 경우 적극적인 성장전략의 필요성이 보다 강조될 수 있는데, 과도한 이사회 감시기능이 경영자의 위험회피성향을 강화시키고, 정보공유 가능성을 약화시켜 이러한 전략 수행의 효율성을 저해시킬 수 있음을 유추할 수 있다. 반면, 업력이 비교적 긴 기업의 경우 축적된 영업활동에 대한 노하우를 보유하여 적극적인 성장전략의 필요성이 비교적 낮을 것으로 예상된다. 오히려 기업 내부에 유용할 수 있는 자원의 양과 다양성이 확대됨에 따라 경영자의 대리인문제 발생 확률이 가중될 수 있다. 정리하면, 이사회 감시기능의 편익은 업력이 비교적 낮은 기업에서는 크게 인식되지 않을 것으로 예상된다. 즉, 이사회 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과는 업력이 비교적 낮은

기업에서 감소할 것이다(가설 3-1).

이러한 시각과 달리 성장초기단계 기업의 경우 높은 정보비대칭성으로 인해 경영자의 대리인문제 발생 가능성이 상승할 것으로도 예상할 수 있다(Aslan et al., 2011). 특히, 자본시장의 발전과 투자자 보호 수준이 여타 선진국가에 비해 취약한 국내 자본시장의 현실을 고려할 때, 이러한 높은 정보비대칭성으로 인한 대리인 문제 규율의 필요성은 더욱 가중될 수 있다. 가령, 설립초기단계의 기업에서 지배 주주가 높은 통제권을 행사하는 경우 경영활동을 규율할만한 이해관계자가 많지 않으며, 경영활동에 대한 불투명성이 높은 점을 악용하여 부의 이전 문제를 발생시킬 가능성이 높다. 뿐만 아니라 위험과 수익의 상충관계를 고려할 때, 비교적 적극적인 성장전략을 수행함에 있어 경영자가 과도한 위험을 인수하는 행태는 업력이 낮은 기업에서 가중될 가능성도 배제하기 힘들다. 반면, 비교적 오랜 기간 동안 경영활동을 영위한 업력이 높은 기업의 경우 경영활동의 불투명성이 낮으며, 다양한 이해관계자로부터의 규율 가능성이 높다. 더불어 대리인비용으로 인해 기업의 파산가능성이 높아짐을 전제하는 경우, 업력이 비교적 높은 기업은 역사적으로 대리인문제의 발생 빈도나 그 가능성이 상대적으로 크지 않았음을 의미하기도 한다. 정리하면, 경영자 또는 지배주주에게 집중된 경영의사결정에 대한 권한과 높은 정보비대칭성, 무엇보다 국내 자본시장의 낮은 성숙도와 외부지배구조의 취약성을 고려할 때, 오히려 업력이 낮은 기업에서 이사회 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 증가할 것으로도 예상이 가능하다(가설 3-2).

*[가설 3-1]: 업력이 낮은 기업에서는 이사회 감시기능이 기업가치를 개선시키는 효과가 감소할 것이다.*

*[가설 3-2]: 업력이 낮은 기업에서는 이사회 감시기능이 기업가치를 개선시키는 효과가 증가할 것이다.*

#### 4. 부채비율

정보비대칭성에 기인한 자본시장의 비효율성은 은행 등을 중심으로 사적정보에 기초한 부채계약으로 보완이 가능한 것으로 알려져 있다. 특히, 부채비율의 증가는 대리인문제 통제 효과를 가질 수 있다(Jensen and Meckling, 1976). 경영자는 자신의 재량권 확대와 명성 신호를 위해 과잉투자를 통해 사적효용을 추구할 유인을 보유한다. 하지만 부채비율의 증가로 파산비용과 투자위험이 확대되는 경우 이러한 방식의 대리인문제 발생 가능성을 감소하는 것으로 알려져 있다. 부채계약을 통해 이자비용이 발생하는 경우 경영자가 유용 가능한 자금여력을 감소시킴으로써 대리인문제를 사전적으로 규율하는 효과도 동시에 존재할 것이다. 뿐만 아니라 경영자 스스로가 본인은 최적의 경영의사결정을 수립하고 있으며 대리인문제 발생 가능성이 낮다는 것을 경영자노동시장에 신호하기 위한 일종의 보증수단(bonding mechanisms)으로 부채를 통한 자금조달을 활용할 가능성도 내재한다(Grossman and Hart, 1982). 이 경우 대리인문제 규율에 있어 부채비율이 이사회 의 감시기능의 일종의 대체제로서 작용함에 따라 해당 기능의 편익이 감소할 것이다. 한편, 높은 부채비율로 인해 상당한 파산위험과 자본비용을 부담해야 하는 경영자의 입장에서 선별적인 투자기회를 모색함에 있어 효율적인 경영전략을 수립할 유인이 강화될 것으로 예상된다. 이러한 논의하에 과도한 이사회 의 감시기능이 전략적 조연기능을 약화시키고, 지나치게 보수적인 투자 포트폴리오를 구성하도록 작동할 경우 오히려 주주가치 개선효과가 희석될 가능성도 내재한다. 정리하면, 부채의 대리인문제 규율효과와 효율적인 경영전략 수립의 필요성을 종합적으로 고려할 때, 이사회 의 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과는 부채비율이 높은 기업에서 감소할 것이다(가설 4).

*[가설 4: 부채비율이 높은 기업에서는 이사회 의 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 감소할 것이다.]*

## 5. 현금흐름의 불확실성

이윤 극대화라는 근본적인 목적을 갖는 경영활동에 있어 일정수준 이상의 수익성 확보는 필수적이다. 따라서 수익성의 안정성이 비교적 낮은 기업에서 이사회가 엄격한 감시기능을 수행함으로써 경영전략 선택의 폭을 약화시키는 행태는 기업가치를 오히려 약화시킬 가능성이 내재한다. Jensen and Meckling(1976)의 연구는 대리인문제에 의해 기업이 부담해야하는 추가적인 비용 요인을 감시비용(monitoring costs), 보증비용(bonding costs), 잔여손실(residual loss)로 나누어 설명하고 있다. 이러한 맥락에서 일종의 대리인비용으로서 이사회는 감시기능 강화에 수반하는 비용지출을 충당하기 위해서는 안정적인 수익원이 확보되어야 할 것이다. 이러한 특성을 고려치 않은 상황에서 무조건적으로 감시기능을 강화하는 경우 과도한 비용지출에 대한 우려로 인해 주주 혹은 투자자들로부터 외면받을 가능성도 내재한다. 이상의 논의들을 정리하면, 이사회는 감시기능의 편익이 현금흐름의 불확실성이 큰 기업에서 상대적으로 낮게 인식됨에 따라 동 기능이 주주가치를 제고시키는 효과가 감소할 것이다(가설 5-1).

Mace(1971)는 이사회가 기업의 위기상황에서 경영진을 효과적으로 교체함으로써 대리인문제를 규율하는 장치로서 적절히 작동할 것이지만, 경영의사결정에 대한 이사회는 전략적 조언기능이 기업가치를 증대시키는 인과관계는 불명확함을 주장하였다. 이러한 주장을 고려할 경우, 기업가치 극대화에 실패한 경영자에 대한 이사회는 감시기능은 오히려 수익성의 불확실성이 확대되는 상황에서 강화될 가능성도 동시에 존재한다. 즉, 비효율적인 경영진에 대한 이사회는 감시기능을 통한 규율의 필요성이 현금흐름의 불확실성이 큰 기업에서 강화될 것이라는 예상도 가능하다. 따라서 이사회는 감시기능이 주주가치를 제고시키는 효과는 현금흐름의 불확실성이 큰 기업에서 오히려 강화될 것으로도 예상이 가능하다(가설 5-2).

*[가설 5-1: 현금흐름의 불확실성이 큰 기업에서는 이사회는 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 감소할 것이다.]*

*[가설 5-2: 현금흐름의 불확실성이 큰 기업에서는 이사회는 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 증가할 것이다.]*

## 6. 상품시장에서의 경쟁

상품시장에서의 경쟁(product market competition)은 대리인문제를 통제하기 위한 외부 경영규율장치로서 고려될 수 있다. 높은 경쟁위험으로 인해 파산비용과 투자위험이 가중되는 경우 경영자는 과잉투자유인을 확대하기 어려우며, 성과 대비 교체 민감도가 상승하는 상황에서 대리인비용의 지출을 최소화해야 하기 때문이다. 더불어 경쟁적인 상품시장에서 경영자는 생산비용을 최소화함으로써 경쟁우위를 확보하기 위해 최적의 경영의사결정을 수립해야 하는데, 이러한 행태가 사적효용추구 유인을 사전에 통제할 가능성도 존재한다. 관련하여 Giroud and Mueller(2011)의 연구는 경영권 방어조항(anti-takeover provision) 채택 여부에 기초한 좋은 내부 지배구조가 기업가치를 제고시키는 효과가 비경쟁적인 상품시장에서만 관찰되며, 경쟁적인 상품시장에서 사라지거나 약화될 수 있음을 확인하였다. 이들은 이러한 분석결과를 바탕으로 경쟁위험과 내부 지배구조 간 대체관계가 성립함을 주장하였다. 따라서 이러한 논의를 고려할 때, 경쟁위험이 사전적으로 경영자의 대리인문제를 규율함에 따라 이사회 감시기능의 편익을 대체할 수 있을 것으로 예상된다. 한편, 또 다른 시각으로 치열한 경쟁 환경하에서 경쟁우위를 확보하기 위한 다양하며, 공격적인 경영전략 수립의 중요성이 더욱 강조될 수 있는데, 과도한 이사회 감시기능이 이러한 행태를 약화시킬 우려가 존재하므로 이를 주주 내지는 투자자들이 꺼려할 가능성도 제기될 수 있다. 따라서 경쟁위험이 높은 상품시장 내 기업의 경우 이사회 감시기능의 편익이 약화됨에 따라 주주 가치 개선효과가 감소할 것으로 예상 가능하다(가설 6).

*[가설 6: 경쟁위험이 높은 산업 내 기업에서는 이사회 감시기능의 적극적인 감시기능이 주주 가치를 개선시키는 효과가 감소할 것이다.]*

## 7. 대주주 지분을

전통적 대리인이론은 소유구조가 경영자의 사적효용추구의 동기와 유인의 근본적인 원인이 될 수 있음을 강조한다. 경영자의 지분율은 주주와의 이해를 합치

하는 수단으로 고려될 수 있지만(Jensen and Meckling, 1976) 동시에 지나친 통제권의 강화로 인해 기업경영권시장의 효율적 작동을 저해시켜 안주현상을 야기하는 부정적인 시각도 동시에 존재한다. 한편, 집중된 소유구조하에 대다수의 기업에서 지배주주가 존재하는 국내 자본시장의 현실을 감안할 때, 선진국가를 중심으로 제기된 소유구조에 관련한 논의에 대한 시각의 전환이 필요하다. 즉, 경영자와 주주 간의 대리인문제에서 지배주주가 소액주주의 부를 훼손하는 식의 사적효용 추구 행태로의 시각의 전환이 필요하다. 따라서 본 연구는 국내 자본시장의 현실을 고려하여 대주주 지분율에 초점을 맞춘다.

지배주주의 높은 지분율에 기인하여 소액주주와 이해상충의 문제가 완화될 경우 대리인문제 발생 가능성은 감소할 것으로 예상된다. 지배주주가 높은 지분율을 확보한 상황에서 사적효용을 확대하는 경우 자신의 지분율 가치의 하락으로 인한 손실을 입게 될 것이다. 따라서 지배주주의 지분율이 일종의 대리인문제 발생 가능성이 낮음을 보증하는 역할을 수행할 것이다. Raheja(2005)는 내부자가 자신의 배당권 가치를 증가시키기 위해서라도 대리인문제를 막기 위해 노력할 것이기 때문에 내부자 지분율이 높아 주주와 이해가 일치하는 경우 이사회는 감시기능을 대체할 수도 있음을 보여주었다. 따라서 이 경우 대리인문제의 규율장치로서 이사회는 감시기능을 지배주주 지분율의 규율기능이 대체하는 효과를 가지게 될 것이며, 여타 소액주주 내지 외부 투자자는 이사회는 강력한 감시기능의 필요성이 크지 않다고 느낄 것이다. 따라서 이 경우 이사회는 감시기능이 주주 가치를 개선시키는 효과는 대주주 지분율이 높은 기업에서 감소할 것으로 예상된다(가설 7-1).

이와 달리 지배주주는 경영권 위협을 효과적으로 방어하기 위한 수단으로 기업 정관에 여러 가지 경영권 방어(anti-takeover) 조항을 추가할 수 있으며, 자신의 선호에 맞는 경영자를 선임함으로써 경영자노동시장의 효율적 작동을 저해시킬 수도 있다. 따라서 집중된 소유구조로 인해 지배주주가 높은 지분율을 확보한 기업의 경우, 이들의 전횡을 차단하고 기업경영권시장의 효율적 작동을 유도하기 위해 이사회는 강력한 감시기능의 필요성이 증가할 가능성이 존재한다. 한편, 또 다

른 시각으로 지배주주의 지분율이 높은 기업가치를 신호하는 경우(Demsetz and Lehn, 1985) 여타 소액주주는 이들 기업의 수익성 확보를 위한 이사회적 전략적 조연기능의 필요성이 다소 낮다고 판단하여 감시기능에 집중된 이사회 구조에 대한 편익을 보다 명확하게 인식할 것으로도 예상된다. 정리하면, 이사회적 감시기능이 주주가치를 제고시키는 효과는 대주주 지분율이 높은 기업에서 증가할 것으로도 예상이 가능하다(가설 7-2).

*[가설 7-1]: 대주주 지분율이 높은 기업에서는 이사회적 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 감소할 것이다.*

*[가설 7-2]: 대주주 지분율이 높은 기업에서는 이사회적 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 증가할 것이다.*

## 8. 기관투자자 지분율

기관투자자는 비교적 높은 지분율을 바탕으로 경영자에 대한 효율적인 감시기능을 수행하는 한편, 단기적 투자수익 확대에만 집착하여 오히려 여타 소액주주의 가치를 약화시킬 가능성도 동시에 내재한다. Pound(1988)의 연구는 기관투자자의 유인에 대한 3가지 가설을 제안하고 있는데, 먼저, 기관투자자들이 일반 소액주주에 비해 풍부한 전문지식과 낮은 감시비용을 보유하므로 이들의 지분율이 상승할 경우 대리인문제가 효율적으로 규율됨으로써 기업가치가 개선될 것임을 주장하였다. 다시 말해, 기관투자자는 사적협상(private negotiation), 주주행동주의(shareholder activism) 등을 통해 경영자의 사적효용추구 유인을 효과적으로 규율할 뿐만 아니라 경영자 감시의 무임승차문제(free rider problem)를 완화시킬 수 있을 것이다. 따라서 높은 지분율을 확보한 기관투자자가 존재하는 경우 경영자의 대리인문제에 대한 효율적인 감시활동이 이루어질 것이고 이러한 행태가 이사회적 감시기능을 대체할 가능성이 존재한다. 이 경우 이사회적 감시기능의 편익이 감소함에 따라 동 기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 감소할 것으로 예상된다(가설 8-1).

반면, 기관투자자는 기업과 여타 수익성 있는 경영관계(business relationship)로 인해 경영자의 선호에 따라 의결권을 행사할 가능성이 존재하며, 단기적 투자 수익 확대에 집착하여 경영자와 공동의 이익만을 추구할 경우 오히려 여타 소액주주의 가치를 약화시킬 수 있다는 가설도 동시에 제기된다. 특히, 기관투자자가 경영자 감시와 적극적인 투자전략 간의 선택에 직면하게 되며, 이들이 주식 매매거래를 통해 단기수익에 집착할 수 있다는 연구도 이러한 주장을 뒷받침한다(Pound, 1988). 현실적으로도 국내 자본시장에서 기관투자자의 적극적인 의결권 행사 등 주주행동주의를 통해 경영자를 견제하는 행태는 쉽사리 관찰하기 힘들다.<sup>3)</sup> 한편, 전문적 투자지식을 보유한 기관투자자의 높은 지분율 자체가 높은 기업가치를 신호할 경우, 이사회는 경영전략을 효율화하는 전략적 조언기능보다는 경영자 견제기능에 따르는 편익이 더 높게 관찰될 것으로도 예상이 가능하다. 따라서 이러한 논의하에서는 이사회는 감시기능이 강조될 것이다. 즉, 일정수준의 지분율을 확보한 기관투자자가 존재하는 경우 이사회는 감시기능의 편익이 오히려 높게 관찰됨에 따라 주주가치 개선효과가 증가할 것으로도 예상할 수 있다(가설 8-2).

*[가설 8-1]: 기관투자자 지분율이 높은 기업에서는 이사회는 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 감소할 것이다.*

*[가설 8-2]: 기관투자자 지분율이 높은 기업에서는 이사회는 적극적인 감시기능이 주주가치를 개선시키는 효과가 증가할 것이다.*

3) 국내 자본시장에서 기관투자자의 의결권 행사 지침인 스튜어드십 코드(stewardship code)의 도입 논의 등이 이러한 주장을 뒷받침한다.

### III. 분석자료 및 변수

#### 1. 분석자료

본 연구의 분석표본은 데이터 확보 가능성과 기업 간 비교 용이성을 전제로 한국거래소 유가증권시장 상장기업 중 금융 및 보험업을 제외한 기업이다. 분석기간은 2004년부터 2012년까지로 설정한다.<sup>4)</sup> 기업재무 관련 여타 문헌들과 동일하게 본 연구의 주요 변수들은 각 사업연도의 재무제표에 근거하여 산출되었으며, 자연히 분석표본도 연도별 관측치를 바탕으로 구축된다. 주요 변수로 이사회 내 감시위원회의 구조를 파악하기 위해 본 연구는 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 개별 기업의 연간 사업보고서를 활용한다. 먼저, 기업의 등기임원 중 사외이사로 명시된 숫자와 명단을 파악한다. 본 연구는 기존 연구에 기초하여 감시위원회로서 감사위원회, 사외이사추천위원회, 보상위원회를 고려한다(Faleye et al., 2011). 따라서 이상의 위원회 구축 여부와 이에 소속된 사외이사의 숫자와 명단을 확인한다.<sup>5)6)</sup> 추가적으로 각 감시위원회 내 포함된 등기인원(사내이사, 사외이사) 숫자와 의장의 사외이사 여부에 대한 자료도 추가적으로 파악하여 변수 설정 시 활용한다. 여타 기업의 재무·회계 자료 및 소유구조 자료는 한국상장회사협의회가 구축한 TS-2000 데이터베이스에서 추출하였으며, 주시가격 자료는 FN-Guide 데이터베이스로부터 확보하였다.

- 4) 본 연구가 비교적 과거의 분석표본을 사용함에 따라 분석결과의 현실성이 약화될 우려가 존재한다. 특히, 이는 본 연구의 주요 변수와 직접적으로 연관되는 이사회 관련 규제의 도입/폐지와 같은 외생적 변화가 관찰되는 경우 더욱 가증될 수 있다. 따라서, 본 연구의 분석기간 이후 '상법' 내 이사회 관련 규제의 변화를 확인한 결과, 눈에 띄는 개정사항은 관찰되지 않고 있음을 확인할 수 있었다. 이는 외생적 요인의 변화에 의해 본 연구의 주요 분석결과가 영향을 받을 가능성이 크지 않아 일반화하는데 큰 어려움은 없음을 시사한다.
- 5) 현행 국내 법체계하에서는 지배주주의 특수관계인, 과거 계열사 임직원, 임원의 직계존비속 등이 사외이사로 활동하는 것을 제한하고 있으므로 독립성을 보유하고 있다는 전제를 바탕으로 분석을 수행한다.
- 6) 이사회 내 위원회 관련 자료가 수작업을 통해 이루어지는 관계로 본 연구는 비교적 과거의 분석표본을 활용하였다는 한계가 존재한다. 향후 보다 광범위한 분석자료의 확보가 이루어진다면, 통계적 모형의 신뢰성은 물론, 분석결과의 현실성을 강화시킬 수 있을 것으로 기대된다.

## 2. 변수설정

### 가. 이사회의 적극적인 감시기능

본 연구는 감시위원회 구조에 주목하여 이사회의 적극적인 감시기능을 대응하기 위한 보다 명료한 지표를 산출하고, 실증분석에 활용한다. 본 연구는 이사회 내 위원회 정보를 바탕으로 3개의 대응치를 계산한다. 이를 위해 먼저 이사회 위원회 중 감시기능을 수행하는 위원회로 감사위원회, 사외이사추천위원회, 보상위원회를 고려한다. 이러한 기준은 Faleye et al.(2011)에서 사용된 바 있으며, 한국기업을 대상으로 분석한 Black and Kim(2012), Byun et al.(2013)에서도 활용되었다.

첫 번째 대응치로서 전체 사외이사 중 각 감시위원회에 포함된<sup>7)</sup> 사외이사의 비중을 평균한 값(BMI)을 사용한다. 이러한 측정방식은 Faleye et al.(2011)에 근거하며, 동 지표가 높은 경우 감시기능에 초점을 맞추어 이사회가 작동되고 있으며, 경영자에 대한 통제가 적극적으로 이루어지고 있음을 가정한다.<sup>8)</sup> 두 번째 대응치로서 각 감시위원회 내 사외이사 구성비율을 평균한 값(BMI<sub>Compo</sub>)을 사용한다. 일반적으로 사내이사와 달리 사외이사는 노동시장에서 자신의 명성증가에 따른 효용을 상승시키기 위해서 경영자 감시를 적극적으로 수행할 유인을 갖는다. 반면, 사내이사는 위임권한이 대부분 최고경영자에 의해 좌지우지되기 때문에 경영자를 적극적으로 감시할 유인이 감소한다(Weisbach, 1988). 그러므로 감시위원회에 사

7) 본 연구의 분석표본에서는 감시위원회가 설치되지 않은 기업도 포함하게 된다. 다시 말해, 본 연구의 주요 변수로 BMI는 감시위원회 설치 여부에 대한 정보도 내포한다. 이러한 설정의 이유는 미국 등 선진적 경영통제수단이 잘 발달된 국가들과 달리(가령, 미국의 경우 상장회사에 대한 감시위원회의 설치가 필수적이다.) 국내 자본시장에서는 감시위원회 설치가 활발하지 않아 동 위원회의 설치 여부도 이사회의 적극적인 감시기능 수준을 측정함에 있어 매우 중요한 정보로 활용될 수 있기 때문이다. 이러한 국내 자본시장의 현실을 고려할 경우, 감시위원회가 설치되지 않은 기업에서는 사외이사 수에 관계없이 전문적이며, 적극적인 감시기능이 이루어지기 힘들 것이라는 추론이 가능하다. 이러한 논의를 연장하면, 동 위원회가 설치되지 않은 기업을 표본에서 제외하는 것은 이사회의 적극적인 감시기능 수준을 측정함에 있어 중요한 정보를 누락할 우려가 제기될 수 있다.

8) 상법상 모든 유가증권시장 상장기업은 일정수준 이상의 사외이사를 이사회에 두어야 하므로 본 연구가 전제하는 바와 같이 이사회 내 감시위원회에 소속된 사외이사의 숫자가 증가한다는 의미는 감시기능이 보다 강화되는 것으로 일반화할 수 있다.

외이사 비중이 사내이사보다 높은 경우에만 경영자 감시가 보다 효과적으로 이루어질 것이다. 마지막 대용치로서 감시위원회 의장(chairman)의 사외이사 여부를 사용한다. Brickley et al.(1997)은 최고경영자가 이사회 의장이 아닌 경우 이사회 의 감시기능이 효율적으로 작동함으로써 대리인비용이 감소하고 경영성과가 개선될 수 있음을 보여주었다. 동일한 맥락에서 감시위원회에 사외이사가 존재하더라도 위원회 내에서 가장 큰 영향력을 갖는 의장이 사내이사이거나 극단적으로 최고경영자인 경우 감시기능이 희석될 가능성이 존재한다. 반면, 사외이사가 감시위원회 의장인 경우 감시기능이 보다 강화될 것으로 예상할 수 있다. 본 연구는 각 감시위원회에 있어 사외이사가 위원회 의장으로 재임하는 경우 1의 값을 부여한 지수의 합계(최대 = 3, 최소 = 0)를 활용한다(BMI<sub>Chair</sub>).

## 나. 기업특성

본 연구는 기업특성 변수로 (1) 잉여현금흐름 수준(Chae et al., 2008), (2) 자산구조의 불투명성(Barth et al., 2001), (3) 기업업력(Morck et al., 1988), (4) 부채비율(Byun et al., 2013), (5) 현금흐름의 불안정성(Aslan et al., 2011), (6) 경쟁위협(Karuna, 2007), (7) 대주주 지분율(Byun et al., 2012), (8) 기관투자자 지분율(Byun et al., 2012)을 활용하며, 관련한 기존 연구의 정의에 따라 지표화한다.

잉여현금흐름 수준을 파악하기 위해 영업이익에서 법인세, 이자비용, 배당액을 차감한 값을 총자산으로 나눈 값(FCF)을 활용하며, 동 지표가 높다는 것은 경영자가 유용할 수 있는 자금여력이 확대됨에 따라 대리인문제 발생 가능성이 가중됨을 의미한다. 무형자산 보유 비중에 기초한 자산구조의 불투명성을 파악하기 위해 1에서 유형자산 보유비율(유형자산/총자산)을 차감한 값(Intangible)을 활용하며, 동 지표가 크다는 것은 자산구조의 불투명성이 높음을 의미한다. 기업업력의 대용치로 현재연도에서 설립연도를 차감한 후 1을 더한 값에 자연로그를 취한 값(Age)을 활용하며, 동 지표가 낮다는 것은 적극적인 성장전략의 필요성이 높음과 동시에 높은 정보비대칭성이 내재함을 의미한다. 부채비율의 대용치로 총부채를

총자산으로 나눈 값(Leverage)을 활용하며, 동 지표가 높다는 것은 부채의 규율효과로 인해 대리인문제 발생 가능성이 감소함을 의미한다. 효율적 시장 가설하에 기업의 이용 가능한 모든 정보는 주식가치에 반영되는 것으로 알려져 있는데, 주식수익률의 변동성이 확대된다는 것은 높은 위험요인이 내재함에 따라 미래 현금흐름의 불확실성이 가중될 수 있음을 의미한다. 따라서 현금흐름의 불안정성의 대응치로 과거 1년간 주식수익률의 표준편차(Volatility)를 활용하는데, 동 지표가 높다는 것은 기업에 유입될 현금흐름의 불안정성이 높음을 의미한다.

경쟁위험의 대리변수로 가격 대비 비용 마진을 활용하는데, 동 지표는 각 산업 내 기업의 매출액 합계를 영업비용(매출원가 + 판매관리비)의 합계로 나눈 값(Price-cost margin)으로 산출된다(Karuna, 2007). 동 지표가 높은 값을 갖는다는 것은 투입된 자원에 비해 상당한 독과점적 이윤을 얻고 있으므로 경쟁위험이 낮음을 의미하며, 낮다는 것은 한계비용에 비해 한계수익이 같거나 작은 상태로 시장 구조가 경쟁적인 상태임을 의미한다. 산업 구분의 현실성을 고려하여 기존 연구와 동일하게 한국표준산업분류 3자리를 활용하여 각 기업을 특정 산업으로 구분한다. 동 지표를 계산함에 있어 상장기업(KOSPI, KOSDAQ)뿐만 아니라 비상장기업(외부감사법인)을 대부분 포함하여 산출된 지표의 엄밀성을 확보한다. 대주주 지분율의 대응치로 대주주의 직접 지분율뿐만 아니라 친인척의 지분율과의 합계(Block)를 활용하며, 동 지표가 상승하는 경우 소액주주의 이해와 일치함과 동시에 경영권위험 가능성이 약화될 수 있음을 의미한다. 기관투자자 지분율의 대응치로 이들의 지분율이 5% 이상인 경우 해당 지분율을, 5% 미만인 경우 0의 값을 갖는 변수(Institution)를 활용하며, 동 지표가 상승하는 경우 기관투자자의 경영자 감시 유인이 강화됨과 동시에 단기적 시세차익을 추구할 유인이 강화될 것으로 예상된다. 흔히, 기관투자자가 일정수준 이상의 지분율을 확보한 경우 보다 적극적으로 경영에 관여할 가능성이 상승하며, 시세차익에 대한 민감도가 상승할 것으로 예상되므로 5%를 기준으로 변수화한다.

### 다. 종속변수 및 통제변수

본 연구는 주요 연구가설을 확인하기 위해 기존 연구와 동일하게 투자자의 기대와 예상을 반영하는 주가가격에 기초한 기업가치를 활용한다. 이에 대한 대응치로 기존 기업재무 분야의 다수의 연구에서 활용된 TobinQ를 활용하며, 동 지표는 보통주주식수에 연말 종가를 곱한 값과 부채의 장부가치의 합계를 자산의 장부가치로 나눈 값(TobinQ)을 통해 산출한다. 추가적인 종속변수인 배당정책의 대응치는 현금배당액과 자사주 매입액의 합계를 총자산으로 나누어(Dividend) 산출한다.

한편, 이사회적 적극적인 감시기능이 기업가치에 미치는 효과가 기업특성에 따라 변화될 수 있음을 확인함에 있어 누락변수의 편의에 기초한 내생성 문제를 완화시키기 위해 다양한 통제변수를 실증분석모형에 포함한다. 먼저, 기업의 규모가 주가가치에 미치는 영향을 사전에 고려하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값을 통제변수로 추가한다(Size). 기업의 부채확대는 경영자의 가용한 현금흐름의 규모를 감소시켜 대리인문제를 완화시키거나 절세효과를 야기하지만, 경영자가 위험회피적인 성향이 강해짐에 따라 과소투자로 인해 기업가치를 하락시킬 수 있다. 이러한 자금조달구조의 효과를 통제하기 위해 총부채를 총자산으로 나눈 값을 모형에 추가한다(Leverage). 높은 수익성은 기업의 자본가치를 상승시킴에 따라 자본시장의 투자자의 평가가 개선될 수 있다. 수익성의 효과를 고려하기 위해 ROA(당기순이익/총자산)를 통제변수로 활용한다. 기업의 성장단계에 따른 기업가치의 차이를 통제하기 위한 변수로 설립연수에 자연로그를 취한 값을 통제변수로 활용한다(Age).

〈Table 1〉 Definition of variables

This table shows the definition of variables,

Variable		Definition
BMI		Average of the portion of outside directors belonging to the monitoring committee (audit, outside director nominate, compensation) among total outside directors
BMI <sub>Compo</sub>		Average ratio of outside directors (outside directors/total directors) in each monitoring committee
BMI <sub>Chair</sub>		Total number of monitoring committees in which outside directors are chairman
TobinQ		Firm value $[(\text{market value of equity} + \text{book value of debt}) / \text{book value of total asset}]$
Dividend		Payout policy $[(\text{cash dividend} + \text{share repurchase}) / \text{total asset}]$
Character	FCF	Free cash flow $[(\text{operating income} - \text{corporate tax} - \text{interest expense} - \text{dividend}) / \text{total asset}]$
	Intangible	Opacity of asset $[1 - (\text{tangible asset} / \text{total asset})]$
	Age	Firm age $[\text{natural log}(\text{current year} - \text{foundation year} + 1)]$
	Leverage	Leverage $[\text{debt} / \text{total asset}]$
	Volatility	Uncertainty of cash flow $[\text{standard deviation of daily stock returns for the past one year}]$
	Price-cost Margin	Product market competition $[\text{Sales divided by operating costs in each industry (3-digit Korea Standard Industry Code)}]$
	Block	Ownership of blockholders (controlling shareholders, their relatives)
	Institution	Institutional ownership who own more than 5%, otherwise zero.
Character dummy		Dummy variables that take the value of '1' if firm characteristics (Character) is over the median in the sample, otherwise zero.
High Character dummy		Dummy variables that take the value of '1' if firm characteristics (Character) is in the highest tertile in the sample, otherwise zero.
Median Character dummy		Dummy variables that take the value of '1' if firm characteristics (Character) is in the median tertile in the sample, otherwise zero.
Low Character dummy		Dummy variables that take the value of '1' if firm characteristics (Character) is in the lowest tertile in the sample, otherwise zero.
Size		Log(total assets)
ROA		Net income/total assets
Risk		The past five years' standard deviation of return on assets.
Invest		$(\text{CAPEX} + \text{R\&D expense}) / \text{sales}$
Growth		The average of sales growth over the past five years.
Asset dummy		Dummy variable that takes a value of 1 if the total asset is more than 2 trillion won, '0' if otherwise

한편, 위험과 수익의 상충관계하에 기업의 경영활동에 내재한 위험 역시 자본시장 내 투자자의 해당 기업의 평가에 중요한 영향을 미친다. 따라서 이러한 효과를 고려하여 과거 5년간 총자산 대비 당기순이익 비율의 표준편차(Risk)를 모형에 포함한다. 투자지출은 투자기회의 실현 가능성과 밀접한 연관성을 가지며, 이는 주식가격 평가에 중요한 요인으로 작용될 수 있다. 따라서 이러한 효과를 고려하여 기업의 자본적 지출(CAPEX)과 연구개발비를 더한 값을 매출액으로 나눈 값(Invest)을 통제변수로 활용한다. 마지막으로 성장성이 높은 기업에 대해 투자자들은 비교적 높은 투자가치가 있을 것으로 판단하여 높은 기업가치를 부여할 것으로 예상된다. 따라서 과거 5년간 매출액 성장률 평균값(Growth)을 통제변수로 활용한다. 한편, 본 연구는 이사회와 감시기능과 기업가치 간 역의 인과관계에 기초한 내생성 문제를 완화하기 위해 2단계 최소자승법을 통한 강건성 검증을 실시한다. 이를 위해 도구변수로 총자산이 2조 원 이상인 기업은 1의 값을, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 설정한다. 이러한 설정의 기본 논리는 국내 자본시장에서 기업의 이사회 관련 규제가 자산 2조 원을 기준으로 적용되고 있기 때문이다.<sup>9)</sup> 동 변수에 대한 적합성과 타당성에 대한 논의는 실증분석 파트에서 재논의한다.

### 3. 기술통계량

〈표 2〉은 이사회 내 각 감시위원회의 구조와 특성을 정리한 결과이다. 두 번째 행은 이사회 내 감시위원회가 설치된 기업의 비중을 제시한다. 분석표본의 약 23.81%는 최소 1개 이상의 감시위원회가 설치된 것으로 확인되었다. 구체적으로 분석표본 중 감사위원회 설치 기업은 약 22.12%, 사외이사추천위원회 설치 기업은 약 14.15%, 보상위원회 설치 기업은 약 3.54%로 확인되었다. 이는 미국 등 선진국가와 달리 국내 자본시장에서는 이사회 내 감시위원회 설치가 비교적 적극적이

9) 예를 들어, 자산 2조 원 이상인 상장기업의 경우 사외이사 수를 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반 이상이 되도록 보다 강화된 규제가 적용되어, 동 기준이 이사회 구축에 있어 중요한 외생적 요인으로 고려될 수 있다.

지 않음을 의미한다. 따라서 국내 기업에서는 감시위원회 설치 여부 자체로도 이사회들의 적극적인 감시기능을 대용할 수 있음을 유추할 수 있다. 세 번째 행은 각 감시위원회 내 사외이사가 포함된 기업의 비중을 제시한다. 전체 연구표본 중 감사위원회가 설치되어 사외이사가 활동하는 기업은 약 23.42%로 관찰되었다. 보다 세부적으로 감사위원회에 사외이사가 포함된 기업의 비중은 약 22.04%, 사외이사추천위원회의 경우 약 14.13%, 보상위원회의 경우 약 2.97%로 나타났다. 네 번째 행은 전체 사외이사 중 감시위원회에 포함된 사외이사 비중의 평균을 제시하고 있다. 전체 사외이사의 약 9.38%가 감시위원회에 소속되어 있는 것으로 관찰되었다. 동 지표가 다소 낮게 관찰되는 이유는 감시위원회가 설치되지 않은 기업이 다수 존재하기 때문으로 이해될 수 있다.<sup>10)</sup> 감시위원회가 설치된 기업에 국한하여 동 지표를 산출한 경우 약 39.41%로 관찰되었다. 각 감시위원회에 소속된 사외이사 비중의 평균으로 감사위원회의 경우 약 18.45%로 가장 높게 관찰되었으며, 사외이사추천위원회의 경우 약 7.88%, 보상위원회의 경우 약 2.03%로 확인되었다. 다섯 번째 행은 감시위원회의 전체 이사(사내이사 + 사내이사) 대비 사외이사의 비중을 평균한 지표를 제시하고 있다. 동 지표의 전체 표본 평균은 약 9.93%로 관찰되었다. 각 감시위원회의 사외이사 비중은 감사위원회의 경우 약 20.73%, 사외이사추천위원회의 경우 약 8.94%, 보상위원회의 경우 약 0.11%로 확인되었다. 마지막 행은 사외이사가 감시위원회의 의장으로 활동하는 기업의 비중을 나타내고 있다. 동 지표의 표본 평균은 약 20.62%로 관찰되었다. 각 감사위원회에서 사외이사가 의장으로 활동하는 기업의 비중은 감사위원회의 경우 약 20.19%, 사외이사추천위원회의 경우 약 4.28%, 보상위원회의 경우 약 2.06%로 관찰되었다.

10) 본 연구의 전제가 이사회 내 감시위원회가 미설치된 경우 적극적인 감시기능이 이루어지기 힘들 뿐만 아니라, 전략적 조언기능과의 상충관계를 명확하게 구분하기 어렵다는 측면에서 이러한 변수의 설정이 당위성을 가질 것으로 판단하였다.

〈Table 2〉 Structure of monitoring committees in board

This table shows the structure of monitoring committees in board focusing on the outside directors.

	Total	Audit committee	Outside director nominate committee	Compensation committee
Proportion of firms that installed the monitoring committees	0.2381	0.2212	0.1415	0.0354
Proportion of firms that include outside directors in the monitoring committees	0.2342	0.2204	0.1413	0.0297
Average proportion of outside directors included in the monitoring committees among all outside directors(=BMI)	0.0938	0.1845	0.0788	0.0203
Average proportion of outside directors in monitoring committees	0.0993	0.2073	0.0894	0.0011
Proportion of firms whose outside directors serve as chairman of the monitoring committees	0.2062	0.2019	0.0428	0.0206

〈표 3〉의 Panel A는 실증분석모형에 포함될 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 앞선 〈표 2〉에서 확인된 바와 같이 전체 사외이사 중 감시위원회에 포함된 사외이사의 비중(BMI)의 평균은 약 9.38%, 감시위원회의 전체 이사(사내이사 + 사내이사) 대비 사외이사의 비중(BMI<sub>Compo</sub>)의 평균은 약 9.93%로 관찰되었다. 감시위원회의 위원장이 사외이사인 경우 1의 값을, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 합하여(BMI<sub>Chair</sub>) 산출된 지표의 평균은 약 0.2653으로 확인되었다. 기업가치와 배당정책의 대용치로 TobinQ와 Dividend의 평균은 약 1.0277과 약 0.0114로 나타났다. 이사회에 감시기능이 기업가치에 미치는 효과에 영향을 미칠 것으로 예상되는 기업특성으로 잉여현금흐름(FCF)의 평균은 약 0.0075로 나타났으며, 자산구조의 불투명성을 대리하는 총자산 중

무형자산이 차지하는 비중(Intangible)의 평균은 약 0.6769로 관찰되었다. 기업  
 업력(Age)의 평균은 약 3.4774로 나타났으며, 부채비율(Leverage)의 평균은 약  
 0.4418로 확인되었다. 현금흐름의 불안정성을 대리하는 과거 1년간 주식수익  
 률의 표준편차(Volatility)의 평균은 약 0.0319로 관찰되었다.

〈Table 3〉 Summary statistics and correlations

This table shows the summary statistics (Panel A) and correlations (Panel B) of variables. BMI is the average of the portion of outside directors in each monitoring committee (audit, outside director nominate, compensation) among total outside directors. BMI<sub>Compo</sub> is the average ratio of outside directors (outside directors/total directors) in each monitoring committee. BMI<sub>Chair</sub> is the total number of monitoring committees in which outside directors act as a chairman. TobinQ is computed by the market value of total asset (market value of equity+book value of debt) divided by book value of total asset. Dividend is calculated by payout amount (cash dividend plus share repurchase) divided by total asset. FCF is the free cash flow (operating income minus corporate taxes, interest expenses, and dividend) divided by total asset. Intangible is the value of one minus the ratio of tangible asset to total asset. Age is the natural log of firm age (current year-foundation year+1). Leverage is the ratio of debt to total asset. Volatility is the standard deviation of daily stock returns for the past one year. Price-cost margin is the sales divided by operating costs in each industry (3-digit Korea Standard Industry Code). Block is the ownership of blockholders (controlling shareholders, their relatives). Institution is the ownership of institutions who own more than 5%, otherwise zero. Size is the natural log of total asset. ROA is computed by net income divided by total asset. Risk is the standard deviation of return on assets for the past five years. Invest is computed by the investment expenditure (CAPEX+R&D expense) divided by sales. Growth is the average of sales growth over the past five years. Asset dummy is the dummy variable that takes a value of 1 if the total asset is more than 2 trillion won, '0' if otherwise. The highlighted coefficients are significant at least at the 0,05 level.

Panel A: summary statistics						
Variable	Obs	Mean	Median	Std.Dev	Max	Min
BMI	4,855	0,0938	0,0000	0,1815	1,0000	0,0000
BMI <sub>Compo</sub>	4,855	0,0993	0,0000	0,1929	0,6933	0,0000
BMI <sub>Chair</sub>	4,855	0,2653	0,0000	0,5827	3,0000	0,0000
TobinQ	4,855	1,0277	0,8902	0,5583	7,3278	0,1883
Dividend	4,855	0,0114	0,0067	0,0195	0,3210	0,0000
FCF	4,855	0,0075	0,0123	0,0676	0,3844	-0,7413
Intangible	4,855	0,6769	0,6884	0,1879	1,0000	0,0189
Age	4,855	3,4774	3,6109	0,6224	4,7449	1,0986
Leverage	4,855	0,4418	0,4485	0,1972	0,9889	0,0006
Volatility	4,804	0,0319	0,0297	0,0120	0,1256	0,0064

Price-cost margin	4,855	1,0746	1,0638	0,0680	1,5602	0,7276
Block	4,846	0,4171	0,4140	0,1660	0,9354	0,0000
Institution	4,855	0,0359	0,0000	0,0841	0,7978	0,0000
Size	4,855	26,4546	26,1749	1,5090	32,3971	22,7584
ROA	4,855	0,0235	0,0359	0,1053	0,9141	-0,9153
Risk	4,855	0,0714	0,0329	0,2114	6,2482	0,0001
Invest	4,855	0,0592	0,0303	0,0980	1,8562	0,0000
Growth	4,851	0,1478	0,0757	0,5078	9,2687	-0,4230
Asset dummy	4,855	0,1182	0,0000	0,3229	1,0000	0,0000

## Panel B: Correlation

Variable	BMI	BMI <sub>Compo</sub>	BMI <sub>Chair</sub>	TobinQ	Dividend	FCF	Intangible
BMI <sub>Compo</sub>	<b>0.9122</b>						
BMI <sub>Chair</sub>	<b>0.8290</b>	<b>0.9015</b>					
TobinQ	<b>0.1622</b>	<b>0.1715</b>	<b>0.1746</b>				
Dividend	<b>0.0528</b>	<b>0.0566</b>	<b>0.1082</b>	<b>0.2737</b>			
FCF	<b>0.1111</b>	<b>0.1173</b>	<b>0.1145</b>	<b>0.1075</b>	<b>0.2065</b>		
Intangible	-0.0237	-0.0368	-0.0306	0.1009	0.1016	0.0394	
Age	<b>-0.0421</b>	<b>-0.0331</b>	<b>-0.0358</b>	<b>-0.1641</b>	<b>-0.1071</b>	<b>-0.0929</b>	<b>-0.0598</b>
Leverage	<b>0.1015</b>	<b>0.1323</b>	<b>0.0992</b>	<b>0.0949</b>	<b>-0.2639</b>	<b>-0.2271</b>	<b>-0.1508</b>
Volatility	<b>-0.0784</b>	<b>-0.0867</b>	<b>-0.0916</b>	<b>0.1486</b>	<b>-0.1944</b>	<b>-0.2431</b>	<b>0.0431</b>
Price-cost margin	<b>0.0514</b>	<b>0.0572</b>	<b>0.0748</b>	<b>0.0719</b>	<b>0.1528</b>	<b>0.1705</b>	<b>0.1212</b>
Block	<b>-0.1096</b>	<b>-0.1290</b>	<b>-0.1427</b>	<b>-0.1540</b>	0.0114	0.1258	-0.0246
Institution	<b>0.0737</b>	<b>0.0899</b>	<b>0.0640</b>	<b>0.0375</b>	-0.0115	0.0609	-0.0172
Size	<b>0.5573</b>	<b>0.6727</b>	<b>0.6191</b>	<b>0.1246</b>	<b>0.0657</b>	<b>0.2541</b>	<b>-0.0782</b>
ROA	<b>0.0890</b>	<b>0.1017</b>	<b>0.1005</b>	<b>0.0731</b>	<b>0.2821</b>	<b>0.7214</b>	<b>0.0386</b>
Risk	<b>-0.0565</b>	<b>-0.0637</b>	<b>-0.0517</b>	<b>0.0827</b>	<b>-0.0714</b>	<b>-0.2759</b>	<b>0.0542</b>
Invest	<b>0.1074</b>	<b>0.1044</b>	<b>0.1129</b>	<b>0.1562</b>	0.0112	<b>-0.0603</b>	<b>-0.1421</b>
Growth	0.0137	0.0167	0.0227	<b>0.1183</b>	0.0095	0.0185	<b>0.0539</b>
Asset dummy	<b>0.6087</b>	<b>0.7734</b>	<b>0.7070</b>	<b>0.1374</b>	<b>0.0511</b>	<b>0.0962</b>	<b>-0.0547</b>
Variable	Age	Leverage	Volatility	Price-cost margin	Block	Institution	Size
Leverage	0.0018						
Volatility	-0.0230	<b>0.2521</b>					
Price-cost margin	<b>-0.0752</b>	<b>-0.2223</b>	<b>-0.0860</b>				
Block	<b>-0.1107</b>	<b>-0.1617</b>	<b>-0.1295</b>	0.0646			
Institution	-0.0015	<b>0.0438</b>	<b>-0.0499</b>	<b>-0.0427</b>	<b>-0.0911</b>		
Size	0.0245	<b>0.1405</b>	<b>-0.2617</b>	0.0643	<b>-0.0710</b>	<b>0.1824</b>	
ROA	<b>-0.0556</b>	<b>-0.2892</b>	<b>-0.2748</b>	0.1273	0.1558	0.0681	0.2440
Risk	0.0043	<b>0.0376</b>	<b>0.2523</b>	<b>-0.0329</b>	<b>-0.0976</b>	-0.0141	<b>-0.1801</b>

Invest	<b>-0.0441</b>	<b>-0.0325</b>	<b>0.0336</b>	<b>0.0830</b>	<b>-0.0711</b>	-0.0235	<b>0.0930</b>
Growth	<b>-0.3454</b>	<b>0.0465</b>	<b>0.0481</b>	0.0140	-0.0007	-0.0079	0.0154
Asset dummy	-0.0115	<b>0.1467</b>	<b>-0.0703</b>	<b>0.0344</b>	<b>-0.1703</b>	<b>0.1063</b>	<b>0.7285</b>
Variable	ROA	Risk	Invest	Growth			
Risk	<b>-0.2906</b>						
Invest	<b>-0.0500</b>	<b>0.0763</b>					
Growth	0.0054	<b>0.0720</b>	<b>0.0643</b>				
Asset dummy	<b>0.0925</b>	<b>-0.0546</b>	<b>0.0886</b>	<b>0.0028</b>			

상품시장에서의 경쟁을 대리하는 가격-비용 마진(Price-cost margin)의 평균은 약 1.0746으로 나타났다. 대주주 지분율(Block)의 평균은 약 0.4171로 관찰되어 국내 자본시장 내 기업들이 집중된 소유구조 형태를 가지고 있음을 재차 확인시켜 주고 있다. 기관투자자 지분율(Institution)의 평균은 약 0.0359로 나타났다. 통제변수로 기업규모(Size)와 수익성(ROA)의 평균은 각각 약 26.4546과 0.0235로 관찰되었으며, 기업 경영에 내재한 위험을 대리하는 과거 5년간 수익성(ROA)의 표준편차(Risk)의 평균은 약 0.0714로 나타났다. 연구표본의 투자지출(Invest)의 평균은 약 0.0592로 관찰되었으며, 과거 5년간 매출액 성장률의 평균(Growth)의 평균은 약 0.1478로 확인되었다.<sup>11)</sup>

〈표 3〉의 Panel B는 실증분석에 활용될 변수 간 상관계수를 제시하고 있다. 이 사회의 감시기능의 대용치들(BMI, BMI<sub>Compo</sub>, BMI<sub>Chair</sub>)과 기업가치(TobinQ) 간에는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 확인되었다. 국내 자본 시장에서는 이사회 내 감시위원회를 통해 경영자의 대리인문제에 대한 규율이 강화될수록 주주가치가 개선될 수 있음을 의미한다. 잉여현금흐름(FCF), 부채비율(Leverage), 상품시장에서의 경쟁(Price-cost margin), 기관투자자 지분율(Institution) 과 이사회 감시기능 간에는 양(+)의 상관관계가 확인되었다. 반면, 자산구조의

11) 과거 1년간 일별 주식수익률의 표준편차(Volatility)는 모든 거래일의 자료가 필요한데, 거래 정지, 주식 병합 등의 사유로 확보가 어려운 경우가 존재한다. 대주주 지분율(Block)의 경우 사업 보고서상 관련한 자료가 명확하게 기입되지 않은 경우가 사례가 있으며, 과거 5년간 매출액 성장률의 평균(Growth)의 경우 상장일 이전 매출액 자료의 접근이 어려운 경우가 확인되었다. 이상의 이유로 인해 해당 변수의 관측치가 여타 변수에 비해 다소 적게 관찰되고 있다.

불투명성(Intangible), 기업업력(Age), 현금흐름의 불안정성(Volatility), 대주주 지분율(Block)과는 음(-)의 상관관계가 관찰되었다. 다만, 상관계수의 크기로 미루어봤을 때, 눈에 띄는 높은 상관관계는 존재치 않는 것으로 나타나 상호작용변수를 활용한 실증분석방식이 통계적 오류를 야기할 가능성이 높지 않음을 확인할 수 있다. 한편, 여타 통제변수(Size, ROA, Risk, Invest, Growth)와 종속변수인 기업가치 간에는 유의적인 상관관계가 존재하는 것으로 관찰되었다. 이는 누락변수의 편에 기초하여 설정된 통제변수들의 적절성을 확인시켜준다. 자산 2조 원 이상 더미변수(Asset dummy)는 이사회 의 감시기능과 매우 높은 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 관찰되어 도구변수로서의 적정성이 존재함을 확인할 수 있다.

#### IV. 실증분석

본 연구는 이사회 의 감시기능이 기업가치에 미치는 한계효과가 기업특성에 따라 달라질 수 있음을 실증적으로 확인한다. 이를 먼저, 이사회 의 감시기능의 대응치가 기업가치에 미치는 효과를 OLS방식의 회귀분석을 통해 확인한다. 다음으로 이사회 의 감시기능의 대응치와 기업특성(8가지) 간 상호작용변수(interaction variable)를 형성한다. 앞선 기업특성의 중위수 이상인 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수(Character dummy)를 설정하며, 동 변수와 이사회 의 감시기능의 대리변수 간의 상호작용변수의 추정계수의 부호와 크기에 기초하여 앞선 기업가치 관련성(한계효과)에 대한 결과가 어떻게 달라질 수 있는지에 주목한다. 궁극적으로 이를 바탕으로 앞서 제시한 연구가설의 성립 여부를 파악한다. 시계열적 추세의 변화 및 산업 고유특성을 사전에 고려하기 위해 연도더미변수(Year effect,  $\lambda$ )와 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 설정된 산업더미변수(Industry effect,  $\eta$ )를 모형에 포함한다. 본 연구의 표본이 패널자료 형태를 가지므로, 발생 가능한 이분산성과 자기상관관계를 사전에 통제시키기 위해 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 활용하여 추정계수의 유의성을 검증한다. 실증분석에 활용될 모형은 아래 식 (1)과 같다.

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin}Q_{it}(\text{or Dividend}_{it}) = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{BMI}_{it} + \beta_2 \cdot \text{BMI}_{it} * \text{Character dummy}_{it} + \beta_3 \cdot \text{Character dummy}_{it} \\
 & + \beta_4 \cdot \text{Size}_{it} + \beta_5 \cdot \text{Leverage}_{it} + \beta_6 \cdot \text{ROA}_{it} + \beta_7 \cdot \text{Risk}_{it} + \beta_8 \cdot \text{Invest}_{it} + \beta_9 \cdot \text{Age}_{it} \\
 & + \beta_{10} \cdot \text{Growth}_{it} + \eta_j + \lambda_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

[여기서,  $i$ 는 기업,  $t$ 는 연도,  $j$ 는 산업을 의미하며,  $\text{BMI} = \text{BMI}, \text{BMI}_{\text{Comp}}, \text{BMI}_{\text{Chair}}$ ]

만일, 상호작용변수의 추정계수가 양(+)의 값을 가질 경우 특정 기업특성을 보유한 기업에서 이사회는 감시기능의 편익이 더 높게 관찰되고 있음을 의미할 것이다. 반대로, 음(-)의 값을 가질 경우 이사회는 감시기능의 편익이 감소하거나 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수도 있음을 확인할 수 있을 것이다. 한편, 연구표본이 패널자료 형태를 가져 잔차 간 상관성, 자기상관 등 회귀분석상의 오류를 완화시키기 위해 대안적인 모형을 바탕으로 연구결과의 강건성을 확인하며, 이를 위해 Fama and MacBeth(1973) 횡단면 분석모형을 활용한다. 흔히, 기업재무 분야 문헌에서는 실증분석모형 설정에 있어 역의 인과관계(reverse causality)에 기초한 내생성 문제를 통제해야 함을 강조하고 있으므로 본 연구는 독립변수의 1기의 시차(time-lag)를 두거나, 2단계 최소자승법 모형(2SLS)을 활용하여 연구결과의 강건성을 확인한다. 1단계에서 이사회는 감시기능의 예측치를 산출하기 위한 도구변수의 설정은 기존 연구를 참고하여 총자산 2조 원 이상인 기업의 경우 1의 값을, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수(Asset dummy)를 활용한다(Black et al., 2015).

## 1. 기업가치 관련성

<표 4>는 이사회는 감시기능이 기업가치(TobinQ)에 미치는 효과를 회귀분석을 통해 추정된 결과이다.<sup>12)</sup> 기존 연구에서 활용된 이사회는 감시기능의 대응치는 전략적 조언기능에 대한 영향력이 포함되어 감시활동 고유의 편익을 명확히 파악

12) 미국 등 선진국가와 달리 국내 기업의 경우 이사회 내 감시위원회 설치에 적극적이지 않다는 측면을 고려할 때, BMI를 활용한 분석결과가 동 위원회의 설치 여부에 지나치게 의존될 우려가 제기될 수 있다. 따라서 이러한 우려를 해소하기 위한 방편으로 본 연구의 주요 실증분석모형에 감시위원회 설치 여부(개별 감시위원회 설치 = 1, 3점 만점)를 통제변수로 추가하여 분석한 결과, 보고된 결과와 유사한 결과를 관찰할 수 있었다.

하기 힘든 어려움이 있다. 따라서 보다 순수하게 이사회 감시기능의 기업가치 개선효과를 제시할 필요성이 있다. 모형 (1)은 OLS방식을 통해 이사회 감시기능의 주요 대용치(BMI)의 효과를 추정한 결과인데, 동 변수의 추정계수는 0.3096으로 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 모형 (2)는 역의 인과관계에 기초한 내생성 문제를 통제하기 위해 모든 독립변수에 1기(t-1)의 시차를 두어 분석을 수행한 결과이다. 이사회 감시기능의 추정계수는 유의한 양(+ )의 값을 갖는 것으로 확인되었다. 모형 (3)은 Fama and MacBeth(1973)의 횡단면 분석모형을 추정한 결과인데, 모형 (1)과 동일하게 이사회 감시기능은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+ )의 값을 갖는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 감시위원회에 소속된 사외이사가 증가함에 따라 경영자에 대한 보다 전문적이고, 집중적인 감시활동이 이루어질 경우 대리인문제를 효과적으로 규율함에 따라 주주가치가 제고될 수 있음을 시사한다. 한편, 이러한 결과는 미국 등 선진국가를 중심으로 제기된 지나친 이사회 감시기능이 오히려 기업가치를 약화시킬 수 있다는 주장과 배치되는 것으로 보인다(Adam and Ferreira, 2007). 이와 관련하여 Byun et al.(2013)의 연구는 국내 자본시장의 경우 선진국가에 비해 투자자 보호가 미흡하며, M&A 시장이나 경영자노동시장 등과 같은 외부 경영통제장치가 비효율적으로 작동하기 때문에 이사회 적극적인 감시기능에 대한 투자자의 요구가 더 높기 때문으로 해석한 바 있다. 하지만 이러한 주장 역시 실증적으로 검증되지 않았을 뿐더러 외부 환경적 요인이 모든 기업에 동일한 영향을 미칠 것이라는 전제는 다소 제한적으로 받아들여진다. 이렇듯 기존 연구들 간의 논리적 상충관계와 한계점을 완화하기 위해서 보다 세밀한 접근방식을 통해 일반화될 수 있는 연구 가설을 제기할 필요성이 높다. 따라서 본 연구는 이러한 문제의식에 기초하여 기업이 직면한 다양한 외부 환경적 요인과 내부특성을 제약조건으로 인식하여 이사회 감시기능이 주주가치를 제고시키는 편익이 달라질 수 있음을 실증적으로 확인한다. 한편, 통제변수로 기업규모(Size), 부채비율(Leverage), 수익성(ROA), 경영 위험(Risk), 투자지출(Invest)과 성장성(Growth)의 추정계수는 통계적으로 유의한 양(+ )의 값을 갖는 것으로 확인되었다. 반면, 기업연령(Age)의 추정계수는 유의한

음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다.

모형 (4)와 (5)는 2단계 최소자승법을 활용하여 역의 인과관계에 기초한 내생성 문제를 완화하고 이사회 의 감시기능이 기업가치에 미치는 효과를 추정한 결과이다. 모형 (4)는 1단계 추정결과를 제시하고 있는데, 도구변수로 자산 2조 원 이상 여부 더미변수(Asset dummy)의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 값(t-통계량: 20.91)을 갖는 것으로 관찰되어 이사회 의 감시기능에 대한 높은 설명력을 보유하고 있음을 확인할 수 있다. 모형 (5)는 앞서 모형 (4)를 통해 산출된 이사회 의 감시기능의 대응치의 추정치(predicted BMI)가 기업가치에 미치는 영향력을 제시하고 있는데, 동 변수의 추정계수는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가짐을 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 앞선 모형 (1)에 제시된 결과와 대동소이하며, 역의 인과관계에 기인한 내생성 문제가 본 연구의 주요 결과에 개입될 가능성이 크지 않음을 의미한다. 도구변수의 적절성을 확인하기 위해 Durbin 통계량과 Hausman-Wu 통계량을 추정한 결과는 통계적으로 유의미하지 않은 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 1단계 모형에서 추정된 이사회 의 감시기능의 대응치의 추정치를 의미하는 오차항과 기업가치 간의 상관성이 낮음을 의미하므로 도구변수 설정이 적절함을 확인시켜준다.

〈Table 4〉 Effect of board monitoring on firm value

This table shows the effect of board monitoring on firm value. As dependent variable, TobinQ is computed by the market value of total asset (market value of equity+book value of debt) divided by book value of total asset. BMI is the average of the portion of outside directors in each monitoring committee (audit, outside director nominate, compensation) among total outside directors, Size is the natural log of total asset, Leverage is the ratio of debt to total asset, ROA is the ratio of net income to total asset, Risk is the standard deviation of return on assets for the past five years, Invest is computed by the investment expenditure (CAPEX+R&D expense) divided by sales, Age is the natural log of firm age (current year-foundation year+1), Growth is the average of sales growth over the past five years, Asset dummy is the dummy variable that takes a value of 1 if the total asset is more than 2 trillion won, '0' if otherwise, Industry effect is the industry dummy variable, Year effect is the year dummy variable. The numbers in the square brackets are z-statistics computed by Heteroscedasticity-consistent standard error. \*\*\*, \*\*, and \* mean the significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Variable	OLS	Lagged variables	Fama and MacBeth	2SLS approach	
				1 stage	2 stage
	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)
Constant	0.3842** [2.43]	0.9452*** [5.99]	1.2188*** [3.62]	-0.6258*** [-8.77]	0.5534* [1.80]
BMI (predicted)	0.3096*** [5.55]	0.3078*** [6.21]	0.3075*** [5.99]		0.4115** [2.53]
Size	0.0145** [2.26]	0.0023 [0.37]	0.0160** [2.49]	0.0305*** [13.09]	0.0073 [0.54]
Leverage	0.3945*** [9.37]	0.4046*** [9.54]	0.3957*** [11.57]	0.0216** [2.01]	0.3911*** [9.33]
ROA	0.5952*** [4.52]	0.2756** [2.04]	0.7181** [2.97]	-0.0058 [-0.29]	0.6010*** [4.66]
Risk	0.2696*** [3.92]	0.1922*** [3.08]	0.5939** [2.78]	0.0053 [1.02]	0.2670*** [3.88]
Invest	0.6635*** [5.18]	0.6244*** [5.16]	0.7481*** [4.14]	0.0753*** [2.85]	0.6556*** [5.07]
Age	-0.0858*** [-5.05]	-0.0766*** [-5.01]	-0.0850*** [-7.96]	-0.0093** [-2.49]	-0.0844*** [-4.75]
Growth	0.0535*** [2.74]	0.0575*** [2.85]	0.0665*** [3.64]	-0.0030 [-0.61]	0.0543*** [2.76]
Asset dummy				0.2403*** [20.91]	
Year/Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included
N	4,851	4,746	4,851	4,851	4,851
R <sup>2</sup>	0.183	0.161	0.193	0.421	0.182
Durbin statistics					0.5409
Hausman-Wu statistics					0.5424

본 연구는 앞서 확인된 이사회 의 감시기능이 기업가치에 미치는 영향력이 기업 특성에 따라 어떻게 변화할 수 있는지를 확인한다. <표 5>는 이에 대한 분석결과를 제시하고 있다. 모형 (1)은 잉여현금흐름(FCF)을 기업특성으로 고려한 결과인데, 이사회 의 감시기능과 교차변수의 추정계수는 약 0.2488로 1% 유의수준에서

유의미한 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이사회들의 감시기능의 대용치의 추정계수는 약 0.1618로 1% 유의수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 확인되었다. 따라서 잉여현금흐름 수준이 비교적 높은 기업에서 이사회들의 감시기능의 강화가 기업가치를 개선시키는 한계효과는 약 0.4106으로 이해될 수 있으며, 이는 그렇지 않은 기업(약 0.1618)에 비해 약 2.5배( $0.4106/0.1618$ ) 가량 높은 값을 가짐을 의미한다. 흔히, 과잉투자유인에 근거한 경영자의 대리인문제는 잉여현금흐름의 양에 비례하는 것으로 알려져 있다. 따라서 잉여현금흐름 수준이 비교적 높아 대리인문제 발생 확률이 높은 기업에서는 투자자들이 이사회들의 감시기능의 편익이 높은 것으로 인식하고 있음을 시사한다. 이는 앞선 가설 1의 지지하는 결과이다. 반면, 잉여현금흐름 수준이 낮더라도 여전히 이사회들의 감시기능의 편익은 관찰되고 있는데, 이는 여타 선진국가에 비해 국내 자본시장에서 내부 지배구조로서 이사회에 대한 의존성이 높기 때문으로 해석될 수 있다.

모형 (2)는 무형자산의 보유수준으로 대리되는 자산구조의 불투명성(Intangible)을 기업특성으로 활용한 결과이다. 이사회들의 감시기능과 자산구조의 불투명성 수준을 대리하는 더미변수 간 교차변수의 추정계수는 약 0.1876으로 5% 유의수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 확인되었다. 이사회들의 감시기능의 원변수(약 0.2054)와 동 교차변수의 추정계수의 합계는 약 0.3930으로 무형자산이 비교적 많아 자산구조의 투명성이 높은 기업에서 이사회들의 감시기능 강화가 주주가치를 제고시키는 영향력이 그렇지 않은 기업에 비해 더 높음을 확인시켜준다. 흔히, 대리인문제의 근본적 원인은 정보비대칭성에 기초한다. 따라서 투자자들에게 양과 질 더 나가 그 청산가치가 가시화되기 힘든 무형자산을 다수 보유할 경우 경영자의 대리인문제가 발생할 우려가 클 것으로 예상할 수 있다. 따라서 이 경우 투자자들이 이사회들의 적극적인 감시기능의 중요성을 상대적으로 더 크게 인식하고 이를 주식가치에 반영하고 있는 것으로 해석될 수 있으며, 본 연구의 가설 2를 지지하는 결과이다.

모형 (3)은 기업업력(Age)을 기업특성으로 고려하여 추정한 결과이다. 이사회들의 감시기능과 기업업력이 높음을 대리하는 더미변수 간 교차변수의 추정계수는

약 -0.1967로 5% 유의수준에서 유의미한 것으로 확인되었다. 이사회 감시기능의 추정계수는 약 0.3925로 1% 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났는데, 업력이 전체 표본의 중위수 이상인 기업의 경우 이사회 감시기능이 기업가치를 개선시키는 효과가 감소( $0.3925 - 0.1967 = 0.1958$ )함을 의미한다. 반면, 업력이 낮은 기업의 경우 이러한 한계효과가 높은 기업에 비해 약 2배가량 더 높게 관찰되었다. 업력이 낮은 기업의 경우 적극적인 성장전략의 필요성과 낮은 경영 투명성이라는 2가지 특성을 동시에 보유한다. 국내 자본시장의 경우 아직까지 투자자 보호 수준이 낮으며, 시장규율수단의 비효율성으로 인해 지배주주의 부의 이전문제가 증될 수 있다. 따라서 투자자들이 이러한 특성을 감안하여 업력이 낮은 기업에서 이사회 감시기능의 편익을 비교적 더 높게 판단하고 있는 것으로 해석할 수 있으며, 본 연구의 가설 3-2를 지지하는 결과이다. 반면, 업력이 비교적 높은 기업의 경우에는 신문기사, 뉴스매체, 애널리스트 보고서 등 다양한 경로를 통해 경영에 대한 정보가 누적되었기 때문에 경영 투명성이 비교적 높으므로 이사회 감시기능의 중요성이 상대적으로 낮게 판단되고 있는 것으로 이해될 수 있다.

모형 (4)는 부채비율(Leverage)을 기업특성으로 활용하여 분석한 결과이다. 이사회 감시기능과 부채비율을 대리하는 더미변수 간 교차변수의 추정계수는 약 -0.3228로 1% 유의수준에서 유의미한 것으로 관찰되었다. 이사회 감시기능의 추정계수는 약 0.4952로 나타났는데, 부채비율이 비교적 높은 기업에서는 이사회 감시기능이 기업가치를 개선시키는 한계효과가 부채비율이 낮은 기업에 비해 감소하고 있음을 의미하며, 그 차이는 약 2.9배( $0.49522 / (0.4952 - 0.3228)$ ) 가량으로 측정되었다. 흔히, 높은 부채비율을 보유한 기업은 채권자에 의한 제약조항(restrictive covenants)으로 인해 대리인문제가 사전에 규율될 뿐만 아니라 파산위험이 상승하여 경영자의 과잉투자유인을 감소시키는 것으로 알려져 있다. 따라서 높은 부채비율이 이사회 감시기능의 일종의 대체제로 작용함에 따라 관련한 편익이 감소하고 있음을 의미한다. 한편, 높은 부채비율로 인해 높은 파산위험과 자본비용을 부담하는 기업의 입장에서 투자기회 모색에 있어 공격적인 경영전략 수립의 유인이 강화될 것이므로, 지나친 이사회 감시기능의 필요성이 낮게 평가될 것으로 판단할 수 있다. 이

러한 결과는 본 연구의 가설 4를 지지하는 결과이다.<sup>13)</sup>

모형 (5)는 현금흐름의 불안정성(Volatility)을 기업특성으로 고려하여 분석한 결과이다. 이사회에 감시기능과 현금흐름의 불안정성을 대리하는 더미변수 간 교차변수의 추정계수는 약 -0.3686으로 1% 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 이사회에 감시기능의 추정계수의 크기를 고려할 때, 현금흐름의 불안정성이 비교적 높은 기업에서 이사회에 감시기능이 기업가치에 미치는 한계효과는 약 0.0978(0.4664 - 0.3686)로 파악이 가능하다. 그러므로 현금흐름의 불안정성이 비교적 높은 기업에서는 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치 개선에 기초한 이사회에 감시기능의 편익이 4.8배가량 감소하고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 이윤 극대화라는 근본적인 목적을 갖는 경영활동에 있어 현금흐름의 불안정성이 가중될 경우 지나친 이사회에 감시기능이 적극적인 수익창출 전략을 약화시킬 우려로 인해 주주가치가 감소하고 있는 것으로 해석이 가능하다. 더불어 이사회에 감시기능에 수반하는 감시비용(monitoring costs)의 발생에 대한 우려가 반영된 결과로도 이해될 수 있다. 이러한 결과는 본 연구의 가설 5-1을 지지한다.

모형 (6)은 상품시장에서의 경쟁을 대응하는 가격 대비 비용 마진(Price-cost margin)을 기업특성으로 고려하여 분석한 결과이다. 이사회에 감시기능과 상품시장에서의 경쟁을 대리하는 더미변수 간 교차변수의 추정계수는 약 0.2527로 1% 유의수준에서 유의미한 것으로 관찰되었다. 이사회에 감시기능의 추정계수를 고려할 때, 경쟁위험이 비교적 낮은 비경쟁적인 상품시장 내 기업에서는 이사회에 감시기능이 기업가치를 개선시키는 한계효과가 약 0.4107로 더 높게 관찰되고 있음을 시사한다. 흔히, 경쟁위험이 높은 경우 파산비용과 투자위험의 증가로 인해 경영자의 과잉투자유인이 경감되고, 성과에 대한 교체 민감도가 상승하여 대리인 문제를 효율적으로 규율하는 것으로 알려져 있다. 따라서 경쟁위험이 비교적 낮은 상황에서는 이사회에 적극적인 감시기능의 필요성이 더욱 가중될 것으로 예상될 수 있다. 반면, 경쟁적인 상품시장에서는 대리인문제에 대한 우려는 비교적 감

13) Leverage와 Age의 경우 본 연구가 이사회에 감시기능과 상호작용효과가 존재할 것으로 판단하는 기업특성이다. 따라서, 이러한 상호작용효과를 분석할 시에는 이들을 통제변수에서 제외하여 동일한 특성을 중복하여 반영하지 않았다.

소하는 한편, 경쟁우위를 확보하기 위한 적극적인 경영전략의 수립이 요구될 것이므로 지나친 이사회 감시기능 강화의 편익이 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 본 연구의 가설 6을 지지한다.

모형 (7)은 대주주 지분율(Block)을 기업특성으로 활용하여 분석한 결과이다. 이사회 감시기능과 대주주 지분율을 대리하는 더미변수 간 교차변수의 추정계수는 약 -0.2173으로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이사회 감시기능의 추정계수는 약 0.3944로 관찰되어 대주주 지분율이 비교적 높은 기업에서 이사회 감시기능이 기업가치를 개선시키는 한계효과는 약 0.1771로 낮은 기업에 비해 약 2.2배(0.3944/0.1771) 가량의 차이가 관찰되었다. 따라서 대주주 지분율이 높아 여타 소액주주와의 이해가 일치하는 상황에서 이사회 감시기능의 편익은 감소하고 있음을 알 수 있다. 이는 대주주가 자신의 배당권의 가치를 증가시키기 위해 서라도 지분율이 높은 기업에서는 사적효용을 추구하지 않을뿐더러, 경영자에 대한 통제와 규율에도 적극적일 것이므로 이사회 감시기능을 일정수준 대체할 수 있기 때문으로도 이해될 수 있다. 이러한 결과는 본 연구의 가설 7-1을 지지한다. 반면, 대주주 지분율의 증가가 기업경영권시장, 경영자노동시장 등 외부 경영통제장치 비효율성을 확대시킬 우려로 인한 이사회 감시기능의 필요성에 대한 투자자들의 기대는 크지 않는 것으로 나타났다. 이는 현실적으로 지분율에 기초한 대주주의 경영 개입은 이사회로서도 통제하기 힘든 측면이 존재하기 때문이다.

모형 (8)은 기관투자자 지분율(Institution)을 기업특성으로 고려하여 분석한 결과이다. 이사회 감시기능과 기관투자자 지분율을 대리하는 더미변수 간 교차변수의 추정계수는 약 0.4492로 1% 유의수준에서 유의미한 것으로 관찰되었다. 이사회 감시기능의 추정계수가 약 0.1688임을 감안할 때, 기관투자자 지분율이 비교적 높은 기업에서 이사회 감시기능이 기업가치를 개선시키는 한계효과는 기관투자자 지분율이 낮은 기업에 비해 약 0.6180으로 약 3.7배가량 더 높음을 확인할 수 있다. 국내 자본시장에서는 기관투자자의 적극적인 의결권 행사 등 주주행동주의가 쉽사리 관찰되기 힘들며, 오히려 단기적 투자수의 확대에 집착하여 소

액주주의 약탈할 우려가 존재하므로 기관투자자를 대리인문제의 규율주체로 받아들이기 어려운 측면이 존재한다. 따라서 이러한 행태를 차단하기 위한 내부 지배구조로서 이사회 감시기능에 대한 투자자들의 기대가 반영된 결과로 해석이 가능하다. 한편으로는 전문적 투자지식을 보유한 기관투자자의 높은 지분을 자체가 일종의 높은 수익성과 성장성을 신호할 경우 이사회 감시기능이 적극적인 경영전략 수립을 약화시키는 우려가 크지 않게 받아들여지기 때문으로도 이해될 수 있으며, 본 연구의 가설 8-2를 지지한다.

정리하면, 전통적 대리인이론과 최근 이사회 관련 연구에서 제기된 감시기능을 둘러싼 논리적 상충관계는 기업특성을 감안할 때 일부나마 해소될 수 있음을 확인할 수 있었다. 대리인문제에 대한 우려가 큰 상황에서는 전통적 대리인이론에서 제시된 바와 같이 이사회 감시기능이 주주 가치를 개선시키는 효과가 높아졌다. 반대로 여타 경영통제장치의 작동 여부와 적극적인 경영전략 수립의 필요성이 큰 상황에서는 과도한 이사회 감시기능을 통한 주주 가치 개선 가능성이 약화될 수 있음을 확인할 수 있었다.

〈Table 5〉 Effect of board monitoring on firm value depending on firm characteristics

This table shows the effect of board monitoring on firm value depending on the firm characteristics. As dependent variable, TobinQ is computed by the market value of total asset (market value of equity+book value of debt) divided by book value of total asset. BMI is the average of the portion of outside directors in each monitoring committee (audit, outside director nominate, compensation) among total outside directors. As firm characteristics, FCF is the free cash flow (operating income minus corporate taxes, interest expenses, and dividend) divided by total asset. Intangible is the value of one minus the ratio of tangible asset to total asset. Age is the natural log of firm age (current year-foundation year+1). Leverage is the ratio of debt to total asset. Volatility is the standard deviation of daily stock returns for the past one year. Price-cost margin is the sales divided by operating costs in each industry (3-digit Korea Standard Industry Code). Block is the ownership of blockholders (controlling shareholders, their relatives). Institution is the ownership of institutions who own more than 5%, otherwise zero. Character dummy is the dummy variables that take the value of '1' if above firm characteristics is above the median in the sample, '0' if otherwise. The same control variables as in Table 4 are included in all models. Industry effect is the industry dummy variable. Year effect is the year dummy variable. The numbers in the square brackets are z-statistics computed by Heteroscedasticity-consistent standard error. \*\*\*, \*\*, and \* mean the significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Variable	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)	Model(7)	Model(8)
	FCF	Intangible	Age	Leverage	Volatility	Price-cost margin	Block	Institution
Constant	0.3842** [2.43]	0.3640** [2.27]	0.1573 [0.99]	0.0599 [0.36]	0.3784** [2.42]	0.0760 [0.48]	0.3673** [2.35]	0.6643*** [3.98]
BMI	0.1618*** [3.17]	0.2054*** [3.17]	0.3988*** [4.89]	0.5097*** [5.26]	0.4664*** [6.42]	0.1580*** [2.86]	0.3944*** [5.05]	0.1688*** [3.36]
BMI*Character dummy	0.2488*** [2.99]	0.1876** [1.96]	-0.2111** [-2.47]	-0.3399*** [-3.29]	-0.3686*** [-3.82]	0.2527*** [3.01]	-0.2173** [-2.54]	0.4492*** [4.02]
Character dummy	0.1237*** [7.98]	0.1044*** [6.23]	-0.0725*** [-4.24]	0.1345*** [8.07]	0.1539*** [9.08]	0.0566*** [3.46]	-0.1035*** [-6.66]	0.0054 [0.30]
Control variables	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year & Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	4,851	4,851	4,851	4,851	4,800	4,851	4,842	4,851
R <sup>2</sup>	0.183	0.198	0.194	0.182	0.178	0.193	0.189	0.198

실증분석결과 해석의 용이성과 논의의 단순화를 위해 중위수에 기초한 더미변수를 활용하지만, 이는 각 기업특성의 단계별 차이를 명확히 반영하기 힘들다는 한계에 노출될 우려가 존재한다. 이러한 한계점을 보완하고 강건성 있는 결과를 제시하기 위해 본 연구는 이사회의 감시기능 변수와 기업특성을 중위수가 아닌 3분위 수에 기초한 더미변수(상위 33%, 중위 34%, 하위 33%)와의 상호작용변수를 설정한 분석을 추가적으로 실시한다.

〈표 6〉은 이러한 분석결과를 제시하고 있다. 잉여현금흐름(FCF), 자산구조의 불투명성(Intangible), 상품시장에서의 경쟁(Price-cost margin), 기관투자자 지분율(Institution)의 경우 이사회의 감시기능과 기업특성이 높은 그룹 더미변수(High character dummy) 간 교차변수, 중간 그룹 더미변수(Median character dummy) 간 교차변수, 낮은 그룹 더미변수(Low character dummy) 간 교차변수의 추정계수가 단조증가(monotone increasing)하고 있음을 확인할 수 있다.<sup>13)</sup> 더불어 추정계수의 통계적 유의성 역시 동일한 행태를 보여주고 있다. 이와 반대로 기업업력(Age), 부채비율(Leverage), 현금흐름의 불안정성(Volatility)의 경우 이사회의 감시기능과 기업특성 간 교차변수의 추정계수가 기업특성이 높은 그룹에서 낮은 그룹에 걸쳐 단조감소(monotone decreasing)하고 있으며, 각 추정계수의 통계적 유의성 역시 동일한 행태를 확인할 수 있다.

이러한 결과는 이사회의 감시기능이 기업가치를 제고시키는 영향력이 위 기업특성에 따라 변화할 수 있음을 의미하며, 앞선 〈표 5〉의 결과를 보다 명료히 인식시켜준다. 한편, 모형 (7)에서 대주주 지분율(Block)의 3분위 수에 따라 설정된 더미변수와 이사회의 감시기능 간 교차변수의 경우 기업특성 중간 그룹이 가장 크게 관찰되었으며, 높은 그룹, 낮은 그룹 순으로 낮아지는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 이사회의 감시기능이 기업가치를 개선시키는 영향력이 대주주 지분율에 따라 비선형관계가 성립될 수 있음을 시사하며, 이는 대주주 지분율이 비교적 적은 상황에서 외부 경영통제장치의 효율성이 담보되며, 동 지표가 일정수준을 넘어서야만 소액주주와의 이해가 일치될 수 있다는 기존 연구의 주장으로 설명이

13) 이에 추가하여, 기업특성의 원변수(연속변수)와 이사회의 감시기능변수와의 상호작용변수를 형성하여 분석한 결과도 보고된 결과와 동일한 가설을 지지하는 것으로 확인되었다.

가능하다(Morck et al., 1988). 이러한 효과들을 명확히 판단하기 힘든 중간 그룹에서 이사회가 감시기능의 필요성과 편익이 투자자들에 의해 인식되고 있는 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 6〉 Step-by-step difference in firm characteristics

This table shows the effect of board monitoring on firm value depending on the firm characteristics. As dependent variable, TobinQ is computed by the market value of total asset (market value of equity+book value of debt) divided by book value of total asset. BMI is the average of the portion of outside directors in each monitoring committee (audit, outside director nominate, compensation) among total outside directors. As firm characteristics, FCF is the free cash flow (operating income minus corporate taxes, interest expenses, and dividend) divided by total asset. Intangible is the value of one minus the ratio of tangible asset to total asset. Age is the natural log of firm age (current year-foundation year+1). Leverage is the ratio of debt to total asset. Volatility is the standard deviation of daily stock returns for the past one year. Price-cost margin is the sales divided by operating costs in each industry (3-digit Korea Standard Industry Code). Block is the ownership of blockholders (controlling shareholders, their relatives). Institution is the ownership of institutions who own more than 5%, otherwise zero. Low Character dummy is the dummy variables that take the value of '1' if the firm is in the lowest tertile group of the sample based on the characteristics, '0' if otherwise. Median Character dummy is the dummy variables that take the value of '1' if the firm is in the median tertile group of the sample based on the characteristics, '0' if otherwise. High Character dummy is the dummy variables that take the value of '1' if the firm is in the highest tertile group of the sample based on the characteristics, '0' if otherwise. The same control variables as in Table 4 are included in all models. Industry effect is the industry dummy variable. Year effect is the year dummy variable. The numbers in the square brackets are z-statistics computed by Heteroscedasticity-consistent standard error. \*\*\*, \*\*, and \* mean the significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Variable	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)	Model(7)	Model(8)
	FCF	Intangible	Age	Leverage	Volatility	Price-cost margin	Block	Institution
BMI*Low character dummy	0.0993* [1.68]	0.1086 [1.54]	0.4720*** [4.59]	0.6249*** [4.41]	0.4139*** [4.74]	0.1155* [1.92]	0.2935*** [3.22]	0.1108 [1.60]
BMI*Median character dummy	0.1729*** [2.87]	0.3180*** [3.97]	0.2315*** [3.28]	0.2772*** [3.84]	0.3719*** [4.12]	0.2997*** [4.13]	0.3299*** [4.69]	0.2086*** [3.29]
BMI*High character dummy	0.5366*** [5.13]	0.4300*** [3.97]	0.1828*** [2.87]	0.1261** [2.14]	-0.0589 [-0.75]	0.4260*** [4.33]	0.1832*** [2.64]	0.6305*** [5.64]

Low character dummy	0.0279* [1.77]	-0.0799*** [-4.67]	0.0547*** [2.59]	-0.1230*** [-5.85]	-0.0965*** [-5.52]	-0.0332* [-1.76]	0.1724*** [8.69]	-0.0534 [-1.59]
High character dummy	0.2057*** [10.35]	0.0507** [2.26]	-0.0285 [-1.61]	0.0620*** [3.45]	0.1213*** [5.99]	0.0452** [2.13]	-0.0084 [-0.48]	-0.0170 [-0.77]
Constant/Control variables/Year & Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	4,851	4,851	4,851	4,851	4,800	4,851	4,842	4,851
R <sup>2</sup>	0.219	0.196	0.183	0.181	0.200	0.189	0.204	0.191

한편, 본 연구의 이사회의 감시기능의 대응치는 앞서 언급한 바와 같이 감시위원회 내 사외이사의 구성, 위원장의 사외이사 여부에 따라 다양화될 수 있으며, 지표 간 한계점을 보완할 수 있다. 즉, 전체 사외이사 중 많은 수가 감시위원회에 소속되어 있더라도 동시에 다수의 사내이사가 선임되어 있거나 위원회의 의장이 사외이사가 아닌 경우에는 경영자에 대한 적극적인 감시가 이루어지기 힘들다는 한계가 존재한다. 본 연구는 감시위원회 내 전체 이사 수 대비 사외이사 수(BMI<sub>Compo</sub>)와 감시위원회 위원장의 사외이사 여부(BMI<sub>Chair</sub>)를 활용하여 추가적인 분석을 수행한다. <표 7>의 Panel A는 감시위원회 내 전체 이사 수 대비 사외이사 수를 이사회의 감시기능의 대응치로 활용하여 추정한 결과를 제시하고 있는데, 동 변수는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 확인되었다. 더불어 기업특성 더미변수와외의 교차변수의 추정계수의 부호와 크기는 대체적으로 앞선 <표 5>과 유사한 것으로 확인되고 있다. Panel B는 감시위원회 위원장의 사외이사 여부를 이사회의 감시기능의 대응치로 활용하여 추정한 결과인데, <표 5>의 결과와 대동소이하게 나타났다.<sup>14)</sup> 이상의 결과들은 본 연구의 주요 분석결과가 이사회의 감시기능의 대응치 선택에 따라 변화할 가능성이 크지 않음을 시사하며, 강건성을 보유함을 의미한다.

한편, 글로벌 금융위기의 주요 원인의 대형 투자은행의 위험관리 실패에 있으며, 이러한 행태의 근본적인 원인은 경영자의 과도한 위험추구에 기인하다는 점을 감안할 때, 투자자들이 이러한 행태에 대한 견제수단으로서 기업지배구조의 중요성을 인식하는 계기가 되었을 것이다. 더욱이 다수의 연구, 정책과 실무 차원에서 주목하는 바와 같이 글로벌 금융위기의 파급효과가 중대하다는 측면을 감안할 때, 이러한 인식의 전환 가능성은 보다 가중될 수 있을 것이라 판단된다. 한편, 국내 자본시장에서 기업지배구조로서 이사회의 의존도가 매우 크다는 점을 감안할 때 이러한 추론은 본 연구의 주된 논의와 연계될 수 있을 것이다. 따라서 이러한 효과가 본 연구의 역학관계에 어떤 효과를 갖는지 확인하기 위해 전체 표본을

14) BMI<sub>Compo</sub>와 BMI<sub>Chair</sub>와 기업특성의 3분위 수에 기초한 더미변수 간 상호작용효과를 분석한 경우에도, <표 6>의 결과와 대체로 대동소이한 결과를 확인할 수 있었다.

글로벌 금융위기(2009년) 이전과 이후로 나누어 앞선 실증분석모형의 추정을 재차 실시하였다.<sup>15)</sup>

이러한 분석결과는 <표 8>에 제시되어 있다. 이사회회의 적극적인 감시기능의 대용치인 BMI의 추정계수는 글로벌 금융위기 이전과 이후 기간에 모두 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되어 경제적 의미의 차이는 확인되지 않았다.

---

15) 이러한 분석을 제안하신 심사자께 감사한다.

〈Table 7〉 Alternative measures for board monitoring: BMI<sub>Compo</sub> and BMI<sub>Chair</sub>

This table shows the effect of board monitoring on firm value depending on the firm characteristics. As dependent variable, TobinQ is computed by the market value of total asset (market value of equity+book value of debt) divided by book value of total asset, BMI<sub>Compo</sub> is the average ratio of outside directors (outside directors/total directors) in each monitoring committee, BMI<sub>Chair</sub> is the total number of monitoring committees in which outside directors act as a chairman. As firm characteristics, FCF is the free cash flow (operating income minus corporate taxes, interest expenses, and dividend) divided by total asset, Intangible is the value of one minus the ratio of tangible asset to total asset, Age is the natural log of firm age (current year-foundation year+1). Leverage is the ratio of debt to total asset, Volatility is the standard deviation of daily stock returns for the past one year. Price-cost margin is the sales divided by operating costs in each industry (3-digit Korea Standard Industry Code). Block is the ownership of blockholders (controlling shareholders, their relatives). Institution is the ownership of institutions who own more than 5%, otherwise zero. Character dummy is the dummy variables that take the value of '1' if the firm characteristic is above the median, '0' if otherwise. The same control variables as in Table 4 are included in all models. Industry effect is the industry dummy variable. Year effect is the year dummy variable. The numbers in the square brackets are z-statistics computed by Heteroscedasticity-consistent standard error. \*\*\*, \*\*, and \* mean the significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Variable	Total sample		FCF	Intangible	Age	Leverage	Volatility	Price-cost margin	Block	Institution
	Model(1)	Model(2)								
BMI <sub>Compo</sub>	0.3428*** [6.29]	0.1911*** [3.24]	0.2169*** [3.37]	0.4426*** [5.84]	0.5325*** [6.55]	0.4977*** [7.42]	0.2248*** [3.97]	0.3908*** [5.84]	0.2348*** [4.03]	
BMI <sub>Compo</sub>		0.2499*** [3.50]	0.2254*** [2.83]	-0.2059*** [-2.76]	-0.2967*** [-3.48]	-0.3713*** [-4.81]	0.1788** [2.54]	-0.1480** [-2.00]	0.3280*** [3.96]	
*Character dummy		0.1227*** [8.11]	0.0995*** [6.08]	-0.0713*** [-4.21]	0.1301*** [7.97]	0.1536*** [9.04]	0.0619*** [3.86]	-0.1080*** [-6.99]	0.0174 [0.97]	
Constant/Control variables/Year & Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included

Panel A: BMI<sub>Compo</sub>

Panel B: BMI <sub>Chair</sub>									
Variables	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)	Model(7)	Model(8)	Model(9)
N	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,800	4,851	4,842	4,851
R <sup>2</sup>	0.183	0.199	0.194	0.183	0.178	0.193	0.188	0.198	0.188
BMI <sub>Chair</sub>	0.1030*** [5.65]	0.0520*** [2.65]	0.0564** [2.55]	0.1325*** [5.15]	0.1595*** [6.02]	0.1441*** [6.21]	0.0521*** [2.76]	0.1170*** [5.28]	0.0666*** [3.51]
BMI <sub>Chair</sub>		0.0812*** [3.20]	0.0905*** [3.08]	-0.0694*** [-2.61]	-0.0976*** [-3.30]	-0.1091*** [-3.88]	0.0784*** [3.12]	-0.0511* [-1.91]	0.1138*** [3.55]
*Character dummy		0.1270*** [8.62]	0.0986*** [6.08]	-0.0745*** [-4.54]	0.1307*** [8.12]	0.1469*** [8.80]	0.0612*** [3.89]	-0.1090*** [-7.16]	0.0214 [1.22]
Character dummy		Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Constant/Control variables/Year & Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,800	4,851	4,842	4,851
R <sup>2</sup>	0.183	0.198	0.195	0.182	0.178	0.192	0.188	0.198	0.188

하지만, 기업특성과 BMI의 상호작용효과는 두 기간 간의 일부 차이가 관찰되고 있다. 가령, BMI와 FCF(잉여현금흐름) 간 상호작용효과는 금융위기 이후 기간에만 유의적으로 확인되고 있다. 이는 경영자의 과도한 위험추구 성향에 기초한 과잉투자의 문제가 금융위기 이후 대두되자 투자자들이 이러한 문제의 원천인 높은 잉여현금흐름을 보유한 기업에 대해 이사회는 감시기능에 대한 필요성을 더욱 중요하게 인식하고 있음을 의미한다. BMI와 Age(기업연령) 간 상호작용효과 역시 금융위기 이후 기간에만 유의적인 관계가 확인되었다. 이 역시도 상대적으로 연령이 낮아 대리인문제 발생 확률이 높은 기업에 대해 이사회는 감시기능이 강화될 필요성이 금융위기 이후 기간에 보다 강화되고 있음을 시사한다. BMI와 Leverage(부채비율) 간 상호작용효과는 두 기간에 걸쳐 모두 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 확인되었지만, 금융위기 이후 기간에 그 영향력이 확대되고 있음을 확인할 수 있다. 이는 부채의 규율효과 부재를 이사회는 감시기능이 보완하는 역할이 금융위기 이후 강화되고 있음을 시사한다. 이사회는 감시기능과 상품시장에서의 경쟁의 규율효과 간 대체관계를 의미하는 BMI와 Price-cost margin(상품시장에서의 경쟁) 간 상호작용효과 역시 금융위기 이후에 보다 강화되고 있는데, 이 역시도 금융위기 이후 경쟁위험의 부재로 인한 대리인문제 발생 가능성에 대한 우려가 커짐에 따라 이사회는 감시기능 강화를 요구하고 있음을 의미한다.

한편, BMI와 Volatility(현금흐름의 불확실성) 간 상호작용효과는 오히려 금융위기 이전 기간에만 유의적인 것으로 확인되었다. 이는 금융위기 이전 기간에는 낮은 현금흐름 창출능력을 가진 기업에 대해 이사회는 감시기능이 효율적인 경영전략을 도출하는데 장애물로 작용함에 따라 오히려 기업가치를 약화시키는 효과가 관찰되었지만, 대리인문제에 대한 우려가 가중된 이후 기간에는 이러한 효과가 희석되었기 때문에 해석이 가능하다. BMI와 Block(지배주주 지분율) 간 상호작용효과는 역시 금융위기 이전 기간에만 유의적인 것으로 확인되었다. 즉, 높은 지분율을 확보한 지배주주의 기업가치 개선 유인이 대리인문제에 대한 이사회는 감시기능을 대체하는 효과가 금융위기 이후에는 사라지고 있음을 의미한다. 이는 지배주주의 터널링(tunneling) 내지는 안주현상(entrenchment)에 대한 투자자들의

우려가 금융위기 이후 가중되어 대체효과가 희석되었기 때문으로 판단된다. BMI와 Institution 간 상호작용효과는 금융위기 이전이 이후보다 더 유의적인 것으로 나타났지만, 경제적 의미의 상당한 차이를 보일 정도의 수준은 아닌 것으로 판단된다.



Panel B: After global financial crisis									
Variable	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)	Model(7)	Model(8)	Model(9)
N	3,593	3,593	3,593	3,593	3,593	3,554	3,593	3,584	3,593
R <sup>2</sup>	0.197	0.212	0.210	0.198	0.198	0.208	0.204	0.215	0.203
BMI	0.2834** [2.57]	0.0710 [0.72]	0.1504 [1.09]	0.4001** [2.48]	0.5968*** [2.97]	0.3248** [2.55]	0.0653 [0.65]	0.3397*** [2.22]	0.1548 [1.51]
BMI		0.3994** [2.37]	0.2420 [1.23]	-0.2796* [-1.73]	-0.5416** [-2.57]	-0.1114 [-0.55]	0.4061** [2.35]	-0.1618 [-0.93]	0.3697* [1.93]
*Character dummy		0.0906** [2.54]	0.0734** [2.01]	-0.0531 [-1.15]	-0.0573 [-0.93]	0.1532*** [4.21]	-0.0014 [-0.04]	-0.0894*** [-2.65]	0.0206 [0.54]
Character dummy		Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
상수항/Control variables/Industry & Year effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	1,258	1,258	1,258	1,258	1,258	1,246	1,258	1,258	1,258
R <sup>2</sup>	0.199	0.212	0.205	0.203	0.209	0.207	0.204	0.206	0.204

## 2. 배당정책 관련성

한편, 배당정책은 대리인문제의 사전적 규율 수단으로 작용될 뿐만 아니라 주주의 부(wealth)와 밀접한 관련성을 갖는 재무의사결정으로 간주될 수 있다. 따라서 본 연구는 추가적으로 이사회 감시기능이 배당정책에 미치는 영향력은 물론, 기업특성에 따라 이러한 영향력이 어떻게 달라질 수 있는지도 분석한다. 이를 통해 주주가치 연관성을 파악하는 본 연구의 주된 목적을 달성함에 있어 보다 세밀하고, 구체적인 논거를 확인할 수 있을 것이다. <표 9>은 이사회 감시기능이 배당정책(Dividend)에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 이사회 감시기능의 대용치들은 모두 통계적으로 유의한 양(+의 효과를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 이사회 감시기능이 이루어지는 경우 배당지급액을 상승시키도록 내부 경영의사결정을 유도함으로써 주주가치를 개선시키고 있음을 시사한다. 하지만, 이러한 영향력 역시 기업특성에 따라 달라질 수 있을 것으로 추론이 가능하다. 가령, 사전적으로 대리인문제의 발생 가능성이 낮거나 적극적인 성장전략이 필요한 기업의 경우 주주들은 동 기 배당으로 보상받기보다는 미래의 자본이득과 배당을 기대하며 성장가치를 극대화할 유인을 보유할 것으로 예상된다. 따라서 이사회는 경영자의 발생 가능한 대리인문제를 규율하기 위한 수단으로서 배당수준을 결정함에 있어 기업특성을 고려할 것이다.

<Table 9> Effect of board monitoring on payout policy

This table shows the effect of board monitoring on payout policy. As dependent variable, Dividend is calculated by payout amount (cash dividend+share repurchase) divided by total asset, BMI is the average of the portion of outside directors in each monitoring committee (audit, outside director nominate, compensation) among total outside directors, BMI<sub>Compo</sub> is the average ratio of outside directors (outside directors/total directors) in each monitoring committee, BMI<sub>Chair</sub> is the total number of monitoring committees in which outside directors act as a chairman, Size is the natural log of total asset, Leverage is the ratio of debt to total asset, ROA is the ratio of net income to total asset, Risk is the standard deviation of return on assets for the past five years, Invest is computed by the investment expenditure (CAPEX+R&D expense) divided by sales, Age is the natural log of firm age (current year-foundation year+1), Growth is the average of sales growth over the past five years, Industry effect is the industry

dummy variable, Year effect is the year dummy variable. The numbers in the square brackets are z-statistics computed by Heteroscedasticity-consistent standard error, \*\*\*, \*\*, and \* mean the significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Variable	Model(1)	Model(2)	Model(3)
Constant	0.0154*** [2.60]	0.0211*** [3.24]	0.0342*** [4.97]
BMI	0.0049*** [2.87]		
BMI <sub>Compo</sub>		0.0062*** [2.78]	
BMI <sub>Chair</sub>			0.0043*** [4.22]
Size	0.0002 [0.93]	0.0000 [0.04]	-0.0005** [-1.96]
Leverage	-0.0196*** [-12.87]	-0.0197*** [-12.79]	-0.0198*** [-12.96]
ROA	0.0388*** [9.30]	0.0390*** [9.31]	0.0394*** [9.42]
Risk	0.0007 [0.82]	0.0006 [0.68]	0.0003 [0.31]
Invest	-0.0011 [-0.46]	-0.0011 [-0.43]	-0.0016 [-0.66]
Age	-0.0024*** [-5.62]	-0.0024*** [-5.59]	-0.0023*** [-5.53]
Growth	-0.0007* [-1.91]	-0.0007* [-1.88]	-0.0007* [-1.90]
Year & Industry effect	Included	Included	Included
N	4,851	4,851	4,851
R <sup>2</sup>	0.165	0.166	0.173

〈표 10〉은 이사회 의 감시기능의 대용치<sup>16)</sup>와 기업특성 변수 간 상호작용이 배당 정책에 미치는 효과를 분석한 결과이다.<sup>17)</sup> 분석결과를 정리하면, 이사회 의 감시기능이 배당수준을 증가시키는 효과는 기업업력이 높은 기업에서는 약화되는 것

16) 감시위원회 내 전체 이사 수 대비 사외이사 수(BMI<sub>Compo</sub>)와 감시위원회 위원장의 사외이사 여부(BMI<sub>Chair</sub>)를 이사회 의 감시기능의 대용치로 활용한 경우에도 배당정책에 미치는 효과는 대체로 보고된 결과와 유사한 결과가 확인되었다.

17) 심사자의 제안에 따라 배당정책 관련성을 분석할 시에도 기업특성의 2분위 수가 아닌 3분위 수를 바탕으로 더미변수를 형성하여 이사회 의 감시기능과 상호작용효과를 확인한 결과, 대체로 〈표 10〉과 대동소이한 결과를 확인할 수 있었다.

으로 관찰되었다. 이는 경영 투명성이 낮거나 적극적인 성장전략이 요구되는 업력이 낮은 기업에서 이사회가 배당수준을 낮추도록 유도하고 있음을 시사한다. 현금흐름의 불확실성이 높은 기업 역시 이사회는 감시기능의 강화가 배당수준을 낮추는 효과를 갖는 것으로 확인되었다. 대주주 지분율이 높은 기업에서는 이사회는 감시기능의 강화가 배당지급을 감소시키는 것으로 나타났다. 따라서 이들 기업특성에 한하여 기업가치 관련성이 배당정책과 연계되어 설명될 수 있음을 확인할 수 있다.

〈Table 10〉 Effect of board monitoring on payout policy depending on firm characteristics

This table shows the effect of board monitoring on payout policy depending on the firm characteristics. As dependent variable, Dividend is calculated by payout amount (cash dividend+share repurchase) divided by total asset. BMI is the average of the portion of outside directors in each monitoring committee (audit, outside director nominate, compensation) among total outside directors. As firm characteristics, FCF is the free cash flow (operating income minus corporate taxes, interest expenses, and dividend) divided by total asset. Intangible is the value of one minus the ratio of tangible asset to total asset. Age is the natural log of firm age (current year-foundation year+1). Leverage is the ratio of debt to total asset. Volatility is the standard deviation of daily stock returns for the past one year. Price-cost margin is the sales divided by operating costs in each industry (3-digit Korea Standard Industry Code). Block is the ownership of blockholders (controlling shareholders, their relatives). Institution is the ownership of institutions who own more than 5%, otherwise zero. Character dummy is the dummy variables that take the value of '1' if the firm characteristic is above the median, '0' if otherwise. The same control variables as in Table 4 are included in all models. Industry effect is the industry dummy variable. Year effect is the year dummy variable. The numbers in the square brackets are z-statistics computed by Heteroscedasticity-consistent standard error. \*\*\*, \*\*, and \* mean the significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Variable	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)	Model(7)	Model(8)
	FCF	Intangible	Age	Leverage	Volatility	Price-cost margin	Block	Institution
Constant	0.0148** [2.50]	0.0109* [1.89]	0.0052 [0.86]	0.0129** [2.16]	0.0208*** [3.32]	0.0155*** [2.60]	0.0213*** [3.53]	0.0188*** [2.97]
BMI	0.0026 [1.34]	0.0046** [2.11]	0.0071*** [2.78]	0.0078** [2.34]	0.0088*** [3.18]	0.0025 [1.30]	0.0096*** [4.04]	0.0045*** [2.71]
BMI*Character dummy	0.0038 [1.33]	0.0003 [0.10]	-0.0061** [-2.14]	-0.0052 [-1.47]	-0.0070** [-2.39]	0.0043 [1.52]	-0.0110*** [-4.10]	0.0023 [0.61]
Character dummy	0.0028*** [5.03]	0.0024*** [4.09]	-0.0035*** [-6.15]	-0.0060*** [-11.93]	-0.0022*** [-4.06]	-0.0005 [-0.82]	-0.0006 [-1.22]	0.0021*** [2.61]
Control variables	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year & Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	4,851	4,851	4,851	4,851	4,800	4,851	4,842	4,851
R <sup>2</sup>	0.171	0.168	0.171	0.159	0.170	0.165	0.170	0.168

## V. 결론 및 시사점

전통적 대리인이론하에서 이사회, 특히, 사외이사는 경영자의 대리인문제를 통제하기 위한 핵심적 주체로 인식되고 있다. 이에 따라 기존 연구는 이사회 내 사외이사의 비중이 상승할수록 주주가치 개선에 긍정적인 영향력을 가짐을 확인하고 있다. 하지만 최근 이사회 관련 연구들은 이와 상반된 견해를 제시하고 있는데, 지나친 이사회와 감시기능이 경영자로 하여금 보수적인 투자 포트폴리오를 형성하도록 유도하며, 경영자와 이사회 간 공유될 수 있는 정보의 양과 질을 약화시켜 효율적인 경영전략 수립을 위한 전략적 조언기능을 약화시킬 수 있다는 점을 지적하고 있다. 이렇듯 이사회와 감시기능에 대한 상이한 논의가 공존하기 때문에 이에 대한 보다 면밀하며, 현실성 있는 분석이 시도될 필요성이 제기된다. 흔히, 경영자에 대한 규율은 특정한 하나의 통제장치에 의존하는 것이 아니라 기업의 외부 환경적 요인과 내부특성에 따라 달라질 수 있기 때문에 다각적인 관점에서의 접근이 요구된다. 이러한 측면에서 앞서 제기한 연구들은 대개 이사회와 적극적인 감시기능이 갖는 경영통제장치로서의 효율성과 기업가치에 미치는 단편적인 영향에만 주목하고 있으며, 기업의 내부특성과 여타 지배구조 장치의 작동 여부 등 다양한 제약조건을 고려치 않고 있다. 따라서 본 연구는 기업특성을 제약조건으로 고려함으로써 이사회와 감시기능을 긍정적으로 바라보는 전통적 대리인이론과 최근 이와 상반된 견해를 제시하고 있는 연구들의 괴리를 좁히고자 새로운 접근방식을 시도한다.

본 연구는 기존의 대리인이론과 관련한 연구에서 제시된 기업의 다양한 내부특성과 여타 지배구조 장치의 작동 여부(총 8가지)를 제약조건으로 감안하여 이러한 특성을 고려할 경우 이사회와 감시기능과 기업가치 간의 관계가 어떻게 달라질 수 있는지 확인한다. 실증분석결과, 이사회와 적극적인 감시기능의 대응치로 감시위원회에 소속된 사외이사 비중의 상승은 기업가치에 긍정적인 효과를 갖는 것으로 확인되었다. 이는 국내 자본시장에서는 여타 선진국가에 비해 이사회와 감시기능의 편익에 대한 투자자들의 기대가 더 높음을 의미한다. 하지만 이러한 효과는 기

업업력, 레버리지 비율, 현금흐름의 불확실성, 경쟁위협과 대주주 지분율이 상승할수록 약화되는 것으로 관찰되었다. 반면, 잉여현금흐름, 자산의 불투명성과 기관투자자 지분율이 상승할수록 강화되는 것으로 관찰되었다. 정리하면, 이사회적 적극적인 감시기능은 기업에 내재한 대리인문제 발생 가능성, 성장확대 전략의 필요성 등에 기초한 기업의 제약조건에 따라 주주가치를 제고시키는 영향력이 변화될 수 있음을 시사한다. 이는 모든 지배구조 장치가 특정한 형태에 의존하지 않을 것이라는 이론적, 실증적 주장과 일맥상통하는 것으로 이해될 수 있다.

본 연구는 보다 현실적이며 일반화될 수 있는 가설과 이를 뒷받침하는 실증적 논거를 통해 기존 연구 간 상반된 주장이 양립될 수 있음을 제시하였다는 학술적 시사점을 가질 것으로 예상된다. 무엇보다 여타 선진국가와 달리 국내 자본시장에서 대리인문제 규율 수단으로써 이사회적 중요성을 감안할 때, 본 연구의 결과는 이와 관련하여 정교하며 효율적인 정책대안 마련에 중요한 기초자료로 활용이 가능할 것으로 기대된다.

## 참고문헌

김문태 · 박길영, “감사위원회와 사외이사가 경영자의 사적소비와 자산효율성에 미치는 영향”, **회계정보연구**, 제27권 제2호, 한국회계정보학회, 2009. 6, pp. 211-235.

(Translated in English) Kim, M., and Park, G., “The Impacts of Audit Committees and Outside Directors on Managers’ Perks and Efficiency Ratio”, *Accounting Information Review*, Vol.27 No.2, June 2009, pp. 211-235.

신호영, “감사위원회 도입과 이익조정의 관련성에 관한 연구”, **회계정보연구**, 제24권 제1호, 한국회계정보학회, 2006. 3, pp. 43-66.

(Translated in English) Shin, H., “A Study on the Relationships between New Audit Committee Establishment and Earnings Management”, *Accounting Information Review*, Vol. 24 No. 1, March 2006, pp. 43-66.

이상철 · 정명 · 양동훈, “보상위원회 도입 및 독립성에 영향을 미치는 요인: 대리인문제와 감시유인을 중심으로”, **회계저널**, 제18권 제4호, 한국회계학회, 2009. 12, pp. 161-186.

(Translated in English) Lee, S., Jeong, M., and Yang, D., “Determinants of Compensation Committee Formation: Focusing on Agency Problems and Monitoring Incentives”, *Korean Accounting Journal*, Vol. 18 No. 4, December 2009, pp. 161-186.

임혜경 · 조은영 · 고상연, “감사위원회 설치 여부가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향”, **세무회계연구**, 제41권, 한국세무회계학회. 2014. 9, pp. 71-87.

(Translated in English) Lim, H., Cho, E., and Ko, S., “Influence of Installing Auditing Committee on Firm Value and Business Performance”, *Tax Accounting Research*, Vol. 41, September 2014, pp. 71-87.

홍광현 · 이가연 · 서곤석, “기업의 이사회 위원회 구조와 기업가치”, **대한경영학회지**, 제23권 제6호, 대한경영학회, 2010. 12, pp. 3083-3100.

- (Translated in English) Hong, G., Yi, K., and Seo, G., "The Board of Director Structure and Firm Value", *Korean Journal of Business Administration*, Vol. 23 No. 6, December 2010, pp. 3083-3100.
- Adams, R., and Ferreira, D., "A theory of friendly boards", *Journal of Finance*, Vol. 62 No. 1, February 2007, pp. 217-250.
- Aslan, H., Easley, D., Hvidkjaer, S., and O'Hara, M., "The characteristics of informed trading: Implications for asset pricing," *Journal of Empirical Finance*, Vol.18 No.5, December 2011, pp. 782-801.
- Barth, M., Kasznik, R., and McNichols, M., "Analyst Coverage and Intangible Assets", *Journal of Accounting Research*, Vol. 39 No. 1, June 2001, pp. 1-34.
- Black, B., and Kim, W., "The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data", *Journal of Financial Economics*, Vol. 104 No. 1, April 2012, pp. 203-226.
- Black, B., Kim, W., Jang, H., and Park, K., "How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 51, February 2015, pp. 131-150.
- Brickley, J., Coles, J., and Jarrell, G., "Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3 No. 3, June 1997, pp. 189-220.
- Burkart, M., Panunzi, F., and Shleifer, A., "Family firms", *Journal of Finance*, Vol. 58 No. 5, October 2003, pp. 2167-2201.
- Byrd, J. and Hickman, K., "Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32 No. 2, October 1992, pp. 195-221.
- Byun, H., Lee, J., and Park, K., "How Does Product Market Competition Interact with Internal Corporate Governance?: Evidence from the Korean Economy",

- Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41 No. 4, August 2012, pp. 377-423.
- Byun, H., Lee, J., and Park, K., "Ownership Structure, Intensive Board Monitoring, and Firm Value: Evidence from Korea", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 42 No. 2, April 2013, pp. 191-227.
- Chae, J., Kim, S., and Lee, E., "How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33 No. 11, September 2009, pp. 2093-2101.
- Cheng, S., "Board size and the variability of corporate performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87 No. 1, January 2008, pp. 157-176.
- Cotter, J., Shivdasani, A., and Zenner, M., "Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43 No. 2, February 1997, pp. 195-218.
- Demsetz, H. and Lehn, K., "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93 No. 6, December 1985, pp. 1155-1177.
- Dyck, A. and Zingales, L., "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, Vol. 59 No. 2, April 2004, pp. 537-600.
- Faleye, O., Hoitash, R., and Hoitash, U., "The costs of intense board monitoring", *Journal of Financial Economics*, Vol. 101 No. 1, July 2011, pp. 160-181.
- Fama, E. and Macbeth, J., "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests", *Journal of Political Economy*, Vol. 81 No. 3, May-June 1973, pp. 607-636.
- Giroud, X. and Mueller, H., "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices", *Journal of Finance*, Vol. 66 No. 2, April 2011, pp. 563-600.
- Grossman, S. and Hart, O., *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives in The Economics of Information and Uncertainty* (McCall, J ed.), Chicago: University of Chicago Press, 1982.

- Harford, J., "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 54 No. 6, December 1999, pp. 1969-1997.
- Jensen, M. and Meckling, W., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, October 1976, pp. 305-360.
- Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, May 1986, pp. 323-329.
- Jensen, M., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol. 48 No. 3, July 1993, pp. 831-880.
- Karuna, C., "Industry product market competition and managerial incentives", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 43 No. 2-3, July 2007, pp. 275-297.
- Khanna, T. and Palepu, K., "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *Journal of Finance*, Vol. 55 No. 2, April 2000, pp. 867-891.
- Klapper, L. and Love, I., "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 No. 5, November 2004, pp. 703-728.
- Mace, M., *Directors: Myth and Reality*, Boston: Harvard Business School Press, 1971.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, January-March 1988, pp. 293-315.
- Myers, S. and Majluf, N., "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 No. 2, June 1984, pp. 187-221.
- Pathan, S., "Strong boards, CEO power and bank risk-taking", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33 No. 7, July 2009, pp. 1340-1350.

- Pound, J., "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, January-March 1988, pp. 237-265.
- Raheja, C., "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40 No. 2, June 2005, pp. 283-306.
- Richardson, S., "Over-Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, Vol. 11 No. 2-3, September 2006, pp. 159-189.
- Shivdasani, A., "Board composition, ownership structure, and hostile takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16 No. 1-3, January-July 1993, pp. 167-198.
- Shleifer, A., and Vishny, R., "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, June 1997, pp. 737-783.
- Weisbach, M., "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, January-March 1988, pp. 431-460.

## Abstract

This study investigates the effect of intensive board monitoring, which is measured by the structure of monitoring committees (audit committee, outside director nomination committee, and compensation committee) in the board, on the shareholder wealth in Korea. More importantly, we confirm how this effect can be changed by the various firm characteristics related to the managerial incentives and the efficiency of corporate control mechanisms. Based on this approach, we provide the alternative arguments to the multilateral views to understand the benefits and costs of board monitoring in emerging markets. Empirically, we find that the high proportion of outside directors in monitoring committees has the positive effect on the firm value. However, this effect decreases or disappears as firms' age, leverage ratio, volatility of cash flow, competitive threats, and the ownership of controlling shareholders increases, while the effect gets stronger as firms' free cash flow, the opaqueness of assets and the ownership of institutions become greater. These results mean that the value enhancing effect of board monitoring depends on the firm characteristics which are closely related to the possibility of agency problem and the necessity of growth strategy of the firm. Additionally, confirming the effect on payout policy, we obtain the similar result in the interaction between board monitoring and firms' age, volatility of cash flow, and ownership of controlling shareholders.

Looking beyond this study, our results support the argument of prior literature which suggests that the one size does not fit all: the agency problem will not be solved by one specific control mechanism, therefore we should consider the practical complexity of corporate management and various factors.

※ **Key words:** Monitoring committees in the board, Outside director, Firm characteristic, Firm value, Dividend policy