

# 사외이사의 유형별 구성과 사내이사 교체:

일본 기업을 중심으로\*

정 태 훈 | 경북대학교 경제통상학부 전임강사

---

본고의 특징은 두 가지이다. 첫째, 기업 경영자의 정의에 있어서 기존의 연구와는 달리 최고경영자뿐만 아니라 사내이사 전체를 포함하는 것으로 가정했다. 이는 사내이사가 지배적이라는 일본의 기업문화를 반영한 것이다. 둘째, 사외이사의 경력에 따라 몇 개의 집단으로 분류하고 각 집단에 속한 사외이사가 경영자를 얼마나 효율적으로 감시하는지 분석하였다.

결론은 다음과 같다. 첫째, 기업의 실적이 부진할 때 경영자의 교체가 이루어진다. 둘째, 사외이사를 구체적으로 분류하지 않은 상태에서의 분석으로는 사외이사가 경영자를 효율적으로 감시하는 기능을 수행한다는 결론을 내릴 수 없다. 셋째, 사외이사를 세분할 경우 독립적인 사외이사만이 경영자에 대한 효율적인 감시역할을 수행한다. 이러한 결론은 일본 기업을 대상으로 한 기존의 선행연구가 통일된 결론에 이르지 못해 온 데 대한 하나의 설명근거를 제시할 수 있을 것이다.

주제어: 기업지배구조, 사외이사제도

---

\* 이 논문은 2006년도 경북대학교 학술진흥연구비에 의하여 연구되었다.

## I. 머리말

기업지배구조에서 이사회와 관련된 주요 연구는 이사회적 적정 규모, 이사회에서 사외이사가 차지하는 구성비, 이사의 보수 등에 관한 것이다. 이중 사외이사의 구성비는 이사회적 가장 중요한 역할이 경영자의 감시 및 교체라는 점에서 매우 의미가 있다. 최근 많은 나라들이 이사회 구성에 있어서 사외이사가 차지하는 비율을 높이고자 하는 움직임은 이사회 역할의 중요성을 다시금 상기하게 한다.

일본도 1990년대 경기침체기에 들어서면서 사외이사의 중요성을 인식하기 시작했으며 그 결과 나타난 것이 최근의 상법 개정이라 할 수 있다. 즉 2002년 5월 일본의 상법이 개정되어 2003년 4월부터 실시되고 있다. 개정 상법은 기업으로 하여금 기존의 이사회 체제로 운영하든지 아니면 미국과 같이 보수, 감사 및 인사 위원회의 세 위원회를 설치하고, 각각의 위원회 구성에 있어서 사외이사를 50% 이상으로 하는 방식으로 운영하든지 선택할 수 있도록 하고 있다<sup>1</sup>. 일본의 이러한 움직임은 학계를 비롯하여 많은 분야에서 주목을 받고 있다. 왜냐하면 일본은 전형적으로 사내이사가 기업경영을 지배하는 구조를 가지고 있기 때문이다.

그렇다면 최근 기업지배구조에 있어서 변화를 보이고 있는 일본에서 실제로 사외이사가 경영자에 대해 적절한 감시를 통하여 기업지배구조 측면에서 중요한 위치를 차지하고 있는가? 본고에서는 이에 대한 답을 구하고 있다.

- 
1. 일본의 2002년 개정 상법에 의하면 일본의 기업은 2006년까지 기존의 체제로 갈 것인지 미국과 같이 세 개의 위원회를 설치한 “위원회설치회사”로 갈 것인지 선택해야 한다. 기존의 체제란 감사역제도를 두는 체제를 말하는데, 감사역은 경영 및 회계에 관한 감사를 하게 되어 있다. 그러나 실질적으로 경영과 감사가 분리되어 있지 않은 상황에서 감사의 실효성은 거의 없는 것이 현실이다. 이러한 체제를 보완하려는 것이 위원회설치회사인데, 시행 초기에는 약 40개 기업이 위원회설치회사로의 전환을 표명했다. 대표적인 회사는 소니, 도시바, 히타치, 오릭스 등이다. 전환의사를 표시한 기업 수는 꾸준히 증가하여 2005년 2월 일본감사역협회가 조사한 바에 의하면 100개 기업을 넘어섰지만 전체 상장기업수(2,300여)에 비하면 아직도 그 비율은 매우 낮은 편이다.

구체적으로 본고의 목적은, (1) 사외이사에 대한 엄밀한 분류를 통하여 사외이사의 유효성을 파악한 뒤 최근의 상법개정이 진정으로 효과를 발휘하기 위해서는 어떠한 방향으로 개선되어야 하는지를 밝히는 것, (2) 그리고 일본의 사외이사의 역할에 대한 기존의 선행연구들이 서로 일치하지 못한 결과를 내고 있는 이유에 대한 근거를 제시하려는 것, (3) 더 나아가, 외환위기 이후 낙후된 기업지배구조를 개선하기 위하여 많은 노력을 기울이기 시작한 우리나라에 시사점을 던져주는 것이다.

본 논문의 특징은 다음 두 가지로 제시할 수 있다. 첫째, 사외이사의 독립성 정도에 따라서 경영자에 대한 감시기능의 효율성에 차이가 있을 것이라는 인식하에 사외이사를 구체적으로 분류하여 분석하고 있다. 즉 사외이사의 경력을 면밀히 조사·분석함으로써 사외이사의 전직이 은행, 당해회사 주식보유회사, 상호출자회사 또는 독립적인가를 알 수 있으며, 이러한 각각 상이한 경력의 사외이사들이 기업의 실적이 부진할 때 경영자의 교체에 효율적으로 영향력을 발휘하는지를 밝히고 있다. 둘째, 경영자를 최고경영자에서 사내이사로 확대하여 보고 있다. 이는 일본 기업이 대부분 사내이사가 지배하는 구조를 가지고 있다는 현상을 반영한 것이다.

본 논문으로부터 얻은 결론은 다음과 같다. 첫째, 기업의 성과가 부진하면 경영자는 교체되는 경향이 있다. 둘째, 사외이사의 출신에 따라서 구체적인 분류를 하지 않으면 경영자의 교체에 있어서 사외이사의 감시역할은 제대로 수행되지 못하는 것으로 나타난다. 셋째, 자세하게 분류된 사외이사 중 독립성이 높은 사외이사만이 효율적인 감시역할을 수행한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구 결과를 검토한다. 일본 기업을 대상으로 사외이사의 이사회 감시기능 효과를 분석한 논문을 검토하고 어떠한 문제점이 있는지를 논의한다. 제Ⅲ장에서는 가설을 설정하고, 제Ⅳ장에서는 본 논문이 이용하고 있는 통계자료의 설명과 분석방법에 대해 논의한다. 제Ⅴ장에서는 사외이사를 경력에 따라 분류하고 분류된 각각의 사외이사가 경영자의 교체에 어떠한 영향을 미치는가를 실증적으로 분석한다. 제Ⅵ장에서는 결론과 우리나라에의 시사점을 제시한다.

## II. 선행연구 검토 및 일본의 기업지배구조 현황

사외이사의 경영자에 대한 감시기능의 효율성에 대하여 그 동안 많은 연구가 있었다. Weisbach(1988)는 미국의 495개 기업을 대상으로 이사회 구성과 최고경영자의 교체간 관계를 분석하였다. 그는 사내이사가 지배적인 이사회보다 사외이사가 지배적인 이사회일수록 그 회사의 실적이 부진할 경우 최고경영자의 교체가 일어나는 경향이 더욱 크다는 사실을 발견했다. 이러한 결과는 경영자를 감시하는 이사회 기능에 있어서 사외이사의 중요성을 강조하고 있다.

Dahya and McConell(2005)은 영국의 700개 기업을 대상으로 분석하였는데 사외이사가 지배적인 기업일수록 기업 실적이 부진할 경우 최고경영자를 교체하고 새로운 최고경영자로서 외부인사를 영입하는 경향이 있다는 사실을 발견하였다. 이러한 결과는 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높을수록 이사회 의사결정에 사외이사가 많은 영향을 미치며, 특히 최고경영자의 임면에 사외이사의 의견이 많이 반영된다고 그들은 결론짓고 있다. 한 걸음 더 나아가 Murphy(1999)는 사외이사가 지배적인 이사회일수록 그 회사의 실적이 부진할 경우 최고경영자의 교체가 일어나는 경향이 더욱 크다는 것은 어느 정도 정형화된 사실이라고 지적하고 있다.

일본 기업은 미국이나 영국의 경우와는 다른 기업지배구조를 가진다. 앵글로-색슨형의 미국과 영국의 경우는 공개기업이 많아 투자자는 자금을 여러 기업의 주식에 분산투자하고 있다. 또한 개별기업의 규모가 커 대규모 자금 조달을 필요로 한 결과 한 기업의 주식 소유가 넓게 분산되어 있다. 그러나 일본의 경우에는 유럽과 비슷하게 공개기업이 적어 개인이 주식에 투자할 기회가 적었으며 자금을 소수의 개인이나 은행으로부터 조달한 결과 주식소유가 소수의 기업 이해관계자를 중심으로 집중되어 있다. 따라서 Murphy(1999)가 지적한 것처럼 사외이사의 역할에 대한 언급이 일본 기업에 있어서는 정형화된 사실이 아닐 수 있다. 즉 사외이사의 경영자에 대한 감시역할

은 나라에 따라 다를 수 있다.

실제로 일본 기업을 대상으로 한 선행연구를 살펴보면 사외이사의 역할에 대해 일관된 결과를 얻지 못하고 있다. Kaplan and Minton(1994)은 사외이사의 임명이 최고경영자가 교체될 확률을 높인다는 결론을 내리고 있다. 이러한 결과를 바탕으로 그들은 미국을 대상으로 한 분석과 마찬가지로 일본 기업에서도 사외이사는 경영자에 대한 감시를 효율적으로 수행하고 있다고 주장한다. 반면 Kang and Shivdasani(1995)는 일본 기업에 있어서 사외이사의 역할에 대해 회의적이다. 그들은 기업의 실적이 부진할 경우 사외이사가 최고경영자의 교체에 미치는 영향은 유의하지 않다는 추정결과를 제시하고 있다. 이들은 이러한 결과의 원인으로서는 두 가지를 지적하고 있다. 첫째, 일본 기업의 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높지 않기 때문에 그들이 효율적인 감시기능을 하기에는 제한적이다. 둘째, 사외이사가 독립적인지 혹은 비독립적인지를 통계자료만으로는 구분할 수 없기 때문에 그들이 진정한 경영감사자인지 아닌지를 판단할 수 없다.

이러한 상반된 결과가 나오는 이유를 파악하기 위해 일본의 상법상 사외이사의 정의를 살펴볼 필요가 있다. 일본의 상법에 의하면 사외이사는 현재 또는 과거에 당해 회사 또는 자회사의 업무를 집행한 경험이 없는 사람이라면 누구나 될 수 있다.<sup>2</sup> 따라서 당해 회사의 거래처 또는 이해관계가 있는 회사나 금융기관의 종사자도 사외이사가 될 수 있다. 실제로 이해관계가 있는 회사나 은행은 당해 회사의 많은 주식을 보유하고 있으며, 당해 회사도 관련 회사나 은행의 주식을 보유하는 이른바 상호주식보유(cross-shareholding) 비율이 상당히 높다. 이러한 이해관계자가 주주총회를 통하여 사외이사로 선임될 수 있다는 사실에 주목해야 한다. 이러한 사외이사는 경영자에 대한 감시를 통하여 이윤극대화라는 회사의 목적을 공유하고 있다고 보기는 어려울 것이다.

아울러 일본 기업의 전통적인 특징 중 하나는 사내이사가 지배적인 구조

2. 일본의 상법 188조 2항 7호의 2는 다음과 같다. 사외이사는 ① 과거에 당해 회사 혹은 자회사의 업무를 집행하는 이사회 경영인, 지배인, 그리고 그 외의 사용인이었던 이력이 없으며 ② 현재 자회사의 업무를 집행하는 이사회 경영인, 당해 회사 혹은 자회사의 지배인, 그리고 그 외의 사용인이 아닌 자만이 될 수 있다.

라는 것이다. 종신고용제로 대표되는 일본 기업의 경우는 한 회사에 입사하여 퇴직할 때까지 그 회사에서 일하고 이사로 승진한 사람은 경영자로서 활동하는 것이 일반적이다. 따라서 일본 상법은 이사는 회사경영에 있어서의 의사결정을 행함과 동시에 이사들의 업무를 감시한다고 규정(제206조 제1항)하고 있지만 실질적으로는 사내이사들이 주로 경영자로서 활동한다고 보는 것이 더 타당할 것이다.

또한 사내이사들을 모두 경영자로 보고 이들 전체를 대상으로 분석하는 것은 다음과 같은 두 가지 부수적인 장점이 있다. 첫째, 통계자료상의 문제를 극복할 수 있다. Kang and Shivdasani(1995)도 언급하고 있듯이 최고경영자의 교체는 빈번하게 일어나지 않는다. 그들의 분석에 의하면 최고경영자의 연간 교체율은 3.1%에 불과한데 이는 표본기간에 한 번도 최고경영자의 교체가 일어나지 않는 기업이 대부분임을 의미한다. 그러나 사내이사 모두를 경영자로 간주할 경우에는 표본기간에 있어서 거의 매년 이들의 교체가 발생하는 것을 관찰할 수 있는데 이런 점은 통계분석의 유효성을 개선시키는 장점을 가진다. 둘째, 기업지배구조를 분석하는 데 있어 이사의 보수를 분석 대상으로 하는 연구들과 어느 정도의 일관성을 기할 수 있다. Abe et al. (2004), Murase(1998), Xu(1997) 등의 논문처럼 이사의 보수에 대해서는 통계자료로의 접근 한계상 개별 이사들의 보수가 아니라 이사회전체의 보수를 대상으로 분석한다. 그런데 일본 기업이 사내이사가 지배적인 이사회 구조를 가지고 있다면 이사회 전체의 보수는 사내이사 전체의 보수와 별 차이가 나지 않을 것이다. 따라서 사내이사 전체의 분석은 보수 분석에 대한 하나의 확장으로 간주할 수도 있게 된다.

### III. 가 설

Hermalin and Weisbach(1998)은 사외이사의 경영진에 대한 모니터링과 관련하여 많은 이론적 고찰을 하고 있다. 그들의 모델에 의하면 기업업적에

따른 CEO의 교체와 사외이사의 역할, 사외이사의 독립성의 정도에 따른 경영에 대한 모니터링 효과의 차이 등을 알 수 있다. 이러한 모델은 상당히 일반적임에도 불구하고 일본 기업들의 특징을 잘 고려한다면 일본의 기업 지배 구조에 적용할 수가 있다. 앞의 절에서 언급하였듯이 일본의 상법에서의 경영자가 CEO만을 뜻하는 것은 아니고, 사내이사들이 경영자로서 활동한다고 보는 것이 타당하다는 가정하에 다음과 같은 가설을 세울 수가 있다.

가설 1: 기업의 업적이 나쁘면 경영진인 사내이사들의 교체 가능성은 커진다.

다음으로 오는 가설을 설정함에 있어서 고려해야 할 사항은 일본 기업들 사이에 존재하는 특유의 상호관계이고, 이에 따라 사외이사를 크게 4가지로 분류할 수가 있다. 구체적으로는 (1) 은행출신이사, (2) 주주회사출신이사, (3) 상호주식보유회사출신이사, (4) 독립이사이다. 이들 중 (1), (2), (3)은 독립성<sup>3</sup>이 보장이 되지 않는다. 그 이유는 다음과 같다.

일본 기업에 있어서 가장 큰 특징 중의 하나가 당해 기업의 주식의 상당 부분을 기업 파트너라고 부를 수 있는 기업 혹은 은행이 보유하고 있다는 것이다. 즉, 두 기업 상호간에 주식을 보유함으로써 장기적인 거래관계를 유지해 오고 있었다고 말할 수 있다. 일반적으로 다른 기업 주식의 상당 부분을 오랫동안 보유한다는 것은 많은 비판을 받을 수 있다. 왜냐하면, 만약 한 기업이 다른 기업의 주식을 투자 목적이 아니라 보유 기업 내에서의 영향력을 행사하기 위한 것이라면, 그러한 행동은 이윤의 최대화라는 타 주주의 목적과 일치하지 않을 가능성이 크기 때문이다. 따라서 상호주식보유회사 출신의 사외이사는 이윤의 최대화를 보장하기 위한 좋은 감시자가 될 수가 없다. 경

3. 여기서 독립적이라는 것은 당해 기업경영에 대한 정확한 모니터링을 할 수 있는 입장에서부터 얼마나 떨어져 있는가를 나타낸다. 기업경영에 대한 정확한 모니터링을 할 수 없는 입장에 처해 있는 사외이사가 제대로 된 감시 기능을 행사할 수 있다는 가정하에서 독립적이라는 용어를 사용하고 있는 것이다. 즉, 비독립적인 집단으로 분류된 세 가지 그룹에 속한 이사들은 이윤최대화보다는 당해 기업과의 거래관계를 더 중요시 할 가능성이 있다는 것을 뜻한다. 물론, 이러한 독립성의 정도는 '경험적'으로 확인해야 할 사항이기도 하다.

영에 대한 좋은 감시자라면 기업의 업적이 나쁠 때 경영진을 교체하는 등의 역할을 충실히 수행해야 할 것이다. 하지만 일본 기업의 관행을 살펴보면 이러한 상호주식보유 출신의 사외이사가 상당한 부분을 차지하고 있고, 이러한 사실은 사외이사의 역할을 분석함에 있어서 반드시 면밀한 사외이사의 분류를 필요로 하게 된다. 따라서 (4)의 경우에만 기업경영에 대한 정확한 모니터링을 할 수 있을 것이다.

가설 2: 독립적인 사외이사는 기업의 업적이 나쁠 때 사내이사들의 교체 가능성을 크게 한다.

## IV. 통계자료 및 분석방법

### 1. 통계자료

일본 기업의 이사회 구성에 관한 통계자료는 “토요 케이자이(동양경제)”의 “Director Data”를 이용한다. 동 자료에는 각 이사에 대한 상세한 개인 정보를 포함하고 있다. 예를 들어 나이, 근무연수, 학력, 이사회에서의 위상 등의 정보를 담고 있다. 기업의 재무 자료는 “NEEDS database”를 이용한다. 이 자료로부터 기업의 실적을 산출한다. 그리고 기업의 소유구조를 파악하기 위해 같은 자료의 “Major Shareholders Data”를 이용한다. 또한 이사들의 경력을 파악하여 독립적인 사외이사 여부를 판단하기 위하여 “Major Shareholders Data”와 “NEEDS database”의 “Firm Shareholding Data”를 이용한다.<sup>4</sup> 각 이사들의 자사주식 소유현황을 파악하기 위해서는 기업들이

---

4. “Major Shareholders Data”는 어떤 회사의 주식을 누가 가지고 있는가에 대한 정보를 제공하고, “Firm Shareholding Data”는 어떤 회사가 소유하고 있는 주식에 대한 정보를 제공한다. 따라서 이 자료를 이용하여 상호주식보유회사에 대한 더미변수를 만들 수 있다. 다만 “Major Shareholders Data”는 대주주 30위까지만 파악할 수 있으며 “Firm Shareholding Data”는 기발생주식의 500분의 1 이상만 나타나므로 완벽한 상호주식보유회사에 대한 더미변수를 만들 수는 없지만 대부분의 주요 상호주식



매년 보고하는 “유가증권보고서”를 이용한다. 분석기간은 1990년부터 1999년까지이며 대상기업은 전기기계산업 상장기업 192개사이다.<sup>5</sup>

## 2. 변수의 측정

먼저 이사회 이사들을 개인의 경력에 따라 사내이사와 사외이사로 나눈다. 사외이사는 크게 독립적인 집단과 비독립적인 집단의 두 가지로 분류한다. 여기서 비독립적인 집단은 이사 경력상 은행 또는 당해 회사의 주식을 소유한 기업에서 근무한 적이 있는 이사의 집단을 말한다. 비독립적인 집단을 좀 더 세분하여 이전에 은행에서 근무한 이사, 이전에 상호주식보유회사에서 근무한 적이 있는 이사, 그리고 상호주식보유회사는 아니지만 당해 회사의 주식을 보유하고 있는 회사에 근무한 적이 있는 이사의 세 가지로 분류한다. 마지막으로 비독립적인 집단에 속하지 않는 이사의 집단을 독립적인 집단이라고 정의한다.

ROA는 자산에 대한 영업이익을 비율을 나타내고, 이사 보유주식수는 각 이사가 자기 기업의 주식을 얼마나 보유하고 있는가를 나타낸다. 이사의 수는 이사회 명부에 등재된 이사의 수를 말하며, 기업 크기는 당해 기업의 자산의 크기로 측정하였다.

## 3. 이사회구성 현황

그림 1은 <표 1>과 같이 사외이사의 경력에 따라 사외이사를 분류한 다음의 각 집단의 구성을 나타내고 있다. 이사회는 감사를 포함시켰을 경우 평균 약 21명으로 구성되어 있으며 감사를 제외하면 18명 정도로 구성된다. 이는

---

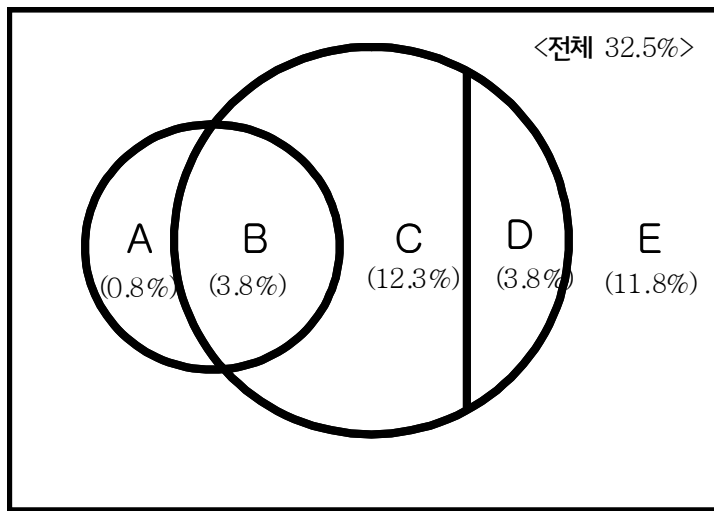
보유회사는 파악할 수 있다.

5. 전기기계산업을 택한 이유는 일본을 가장 대표하는 산업이고 “NEEDS database”의 산업 분류에서 가장 기업 수가 많은 산업이었기 때문이다.

감사를 제외하더라도 미국 기업<sup>6</sup>에 비해 이사회 규모의 크다는 사실을 보여주고 있다. 이사회 규모에 비해서 사외이사가 차지하는 비율은 매우 작다. 이사회에서 차지하고 있는 사외이사의 비중이 30% 남짓이고 이러한 사실은 일본 기업의 특징으로 알려져 있다. 좀 더 세분해서 보면 전체 이사의 4.6% 정도가 은행 출신이며 특히 메인뱅크라는 은행의 출신이 대부분을 차지한다. 기업과 은행 간의 관계가 중심축을 이루고 있는 것이 일본 경제의 특징이라는 측면에서 볼 때 4.6%는 상당히 작아 보인다. 그러나 적어도 한 명의 은행출신 이사가 관련기업에서 근무하고 있는 기업이 전체 기업의 절반을 차지하고 있다는 사실로부터 기업과 은행 간의 관계가 약해졌다고 볼 수는 없다.

그림 1. 사외이사의 분류

(전체 이사에 대한 비율, %)



주: 은행 출신 사외이사(전체)=A+B  
 주주회사 출신 사외이사(전체)=B+C+D  
 (1) 은행 출신 사외이사=B  
 (2) 기타 주주회사 출신 사외이사=C  
 (3) 상호주식보유회사 출신 사외이사=D  
 독립적인 사외이사=E

6. Kaplan(1994)은 1981년도 통계자료를 이용하여 미국과 일본 기업의 이사회 크기를 비교하고 있다. 일본 기업의 경우 이사회가 22.5명으로 구성되어 있는 반면, 미국의 기업은 14.9명으로 구성되어 있다. 1984년부터 1991년까지 통계자료를 다루고 있는 Yermak(1996)에 의하면 미국 기업의 이사회는 평균 12.3명이다.

<표 1> 이사회 구성에 관한 기초통계량

(비율)

변수	평균	중간값	표준편차	최소값	최대값
이사회 크기(감사 포함, 명)	21.006	18	8.684	7	45
이사회 크기(감사 불포함, 명)	18.092	15	8.505	4	42
사외이사 더미변수	0.325	0	0.468	0	1
은행출신 사외이사(A+B)	0.046	0	0.209	0	1
주주회사출신 사외이사(B+C+D)	0.199	0	0.399	0	1
은행출신(B)	0.038	0	0.192	0	1
주주회사출신(C)	0.123	0	0.329	0	1
상호주식보유회사출신(D)	0.038	0	0.190	0	1
독립적인 사외이사(E)	0.118	0	0.323	0	1
적어도 한사람의 은행출신의 이사를 가지고 있는 기업의 더미변수	0.510	1	0.500	0	1

은행 또는 당해기업의 주식을 보유하고 있는 주주회사 출신의 사외이사는 전체이사의 약 20%를 차지하고 있으며 사외이사 중 61.6%를 차지한다. 동 비율은 상당히 큰데 여기에는 역할을 달리 하는 사외이사들이 혼재된 상태이므로 이를 좀 더 세분할 필요가 있다. 구체적으로 세분해 살펴보면 주주회사 출신 사외이사 중 은행출신은 3.8%, 상호주식보유회사출신은 3.8%, 주주회사출신이라는 하나 은행출신과 상호주식보유회사출신이 아닌 경우는 12.3%이다.

마지막으로 당해 기업과 아무런 관련이 없는 독립적인 사외이사는 전체이사의 11.8%를 차지한다. 여기에는 다양한 출신의 사외이사로 구성되어 있다. 대체로 같은 업종의 다른 기업출신일 수도 있으며 외국계 자문회사, 대학교수, 변호사 등으로 구성되어 있다.<sup>7</sup>

7. 음향 및 무선기기분야 등에서의 대표기업 중 하나인 Kenwood를 예로 들어보자. 1991년도의 Kenwood의 유가증권보고서에 나타나 있는 이사회 구성을 보면, 18명의 이사 중 10명이 본고의 정의에 따른 사외이사에 해당한다. 즉, 전형적인 일본의 기업과는 달리 사외이사 지배적인 구조를 가지고 있는 기업이다. 이 10명의 사외이사들의 과거 경력을 보면, NHK(일본방송협회), JVC, Pioneer, Japan Aviation Electronics Industry(일본항공전자공업) 등의 출신이 많다. 이들 기업들은 Kenwood의 주주도 상호주식보유회사도 아니다. 즉, 이들은 본고에서 정의하는 독립적인 사외이사에 해당하는 것이다.

#### 4. 분석방법

본 논문에서는 이사회 명부에서 이름이 사라지는 것을 경영자의 교체라고 정의한다.<sup>8</sup> 경영자의 교체가 이루어질 때까지 이사로서의 근무연수를 가지고 생존분석(survival analysis)을 한다. 예를 들어,  $T$ 를 경영자인 이사의 교체가 발생할 때까지의 근무연수라 하면 분포함수는  $F(t) = \Pr(T < t)$ 가 되고 이 분포함수의 밀도함수는  $f(t) = dF(t)/dt$ 가 된다. 생존분석을 하기 위해서는 생존함수를 정의할 필요가 있는데 생존함수라 함은  $t$ 시점까지 교체되지 않고 이사로 재임할 확률로써  $S(t) = \Pr(T \geq t)$ 와 같이 표현할 수 있다. 그러면 이상의 밀도함수와 생존함수를 이용하여 위험함수(hazard function), 즉  $t$ 시점까지 교체되지 않고 직무를 수행한 경영자인 이사가  $t$ 시점 직후 교체될 조건부 확률을 다음과 같이 구할 수 있다.

$$\lambda(t) = \frac{f(t)}{S(t)} = \lim_{\Delta t \rightarrow 0} \frac{\Pr(t \leq T \leq t + \Delta t | T \geq t)}{\Delta t}$$

본고의 관심은 경영자 이사진의 근속연수, 즉 경영자 이사진이 교체될 확률에 어떠한 변수들이 영향을 미치는가에 관심이 있기 때문에 일반적으로 많이 사용되는 Cox의 비례위험 회귀모형(Cox's proportional hazard model)을 사용한다.<sup>9</sup> Cox의 방법에 의하면 위험함수를 다음과 같이 분해할 수 있다.

$$\lambda(t, x(t), \beta) = \lambda_0(t) \exp(x(t)' \beta)$$

- 
8. “토요 케이지(동양경제)”의 “Director Data”는 매년 각 회사의 유가증권보고서를 보고 작성된다. 따라서 본고에서 경영진의 교체는 년 단위로 측정된 것이다.
  9. 독립변수는 당해년도의 유가증권보고서에 나타나 있는 상황을 나타내고 있는 반면, 종속변수는 그 다음해의 이사회 명부에서 사라졌으면 1, 사라지지 않았으면 0으로 두고 있다. 따라서 독립변수가 종속변수에 lagging effect를 미치도록 변수가 구성되어 있다. 하지만 내생성의 발생 우려를 확실히 점검하기 위하여 뒤에 나올 “내생성 문제의 점검”이라는 장에서 분석결과를 제시하고 있다.

여기서  $x(t)$ 는 설명변수,  $\lambda_0(t)$ 는 모든 설명변수의 값이 0인 경우의 기저 위험함수(baseline hazard function)라 한다. Cox는 최우추정법을 이용하여 위 추정식의 모수  $\beta$ 를 구하는 방법을 제시하고 있다.<sup>10</sup> 이와 같은 생존분석은 생존기간에 초점을 둔 방법인 반면에 일반적으로 경영자의 교체분석에 많이 사용하는 로짓(logit) 또는 프로빗(probit) 회귀분석은 교체라는 사건 발생여부에 초점을 두고 있다. 이러한 생존분석은 동학적으로 경영자 이사의 교체를 추적하면서 분석할 수 있다는 장점과 함께 추정치의 편의를 조정할 수 있다는 장점이 있는 것으로 알려져 있다. 즉 추적기간이 짧거나 교체되는 수가 적은 경우에는 회귀계수의 추정 값이 비슷하나 그렇지 않을 경우에는 로짓 혹은 프로빗 회귀분석에 의한 추정치는 편의를 갖게 되는 위험이 존재한다.

## V. 실증분석 결과

### 1. 기본결과

회사 및 이사회 규모, 각 이사의 주식소유 규모, 이사의 나이 등을 제어하면서 설명변수로서 ROA와 이사회 구성을 사용한다. 그리고 기업고유효과를 고려하여 모형을 분류한다. 기업고유효과란 각 기업만이 가지는 역사, 문화, 기타 환경 등 그 기업만의 고유한 특징으로부터 유발되는 효과를 말한다. <표 2>의 모형 1과 모형 2는 기업고유효과를 고려하지 않은 단순한 회귀식의 결과를, 모형 3과 모형 4는 기업의 고유효과를 고려한 회귀식의 결과를 나타낸다. 기업고유효과를 고려하는 이유는 그 기업만의 고유한 특징이 경영자의 교체에 영향을 미치리라고 생각할 수 있기 때문이다. 따라서 <표 2>의 모형 3과 모형 4에서는 단순히 기업고유효과에 나타내는 더미변수를 회귀식

10. 본고에서는 이사들이 이사로서의 근속연수를 종속변수로 하고 있고 이에 대한 정보는 유가증권보고서로부터 입수할 수 있다. 따라서 이사회의 구성원으로 들어온 시점을 정확히 파악할 수 있기 때문에, 일반적으로 생존분석에서 발생할 수 있는 left censoring으로 인한 bias는 발생하지 않는다.

에 포함시킴으로써 내재 가능한 편의를 조정하고 있다.<sup>11</sup>

<표 2> 사내이사의 재임기간에 대한 Cox의 비례위험 회귀모형의 추정<sup>1)2)3)</sup>

변수	기업고유효과 무시		기업고유효과 고려	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
ROA	-0.046*** (0.007)	-0.039*** (0.012)	-0.031*** (0.010)	-0.047*** (0.017)
이사 보유주식수	-0.244*** (0.037)	-0.237*** (0.036)	-0.225*** (0.039)	0.224*** (0.039)
나이	0.561*** (0.055)	0.535*** (0.055)	0.544*** (0.058)	0.545*** (0.058)
(나이)×(나이)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)
이사의 수	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.049*** (0.010)	0.05*** (0.011)
기업 크기	-0.038 (0.025)	0.006 (0.026)	-0.004 (0.208)	-0.004 (0.209)
사외이사 비율		0.886*** (0.179)		0.072 (0.433)
사외이사 비율 × ROA		-0.018 (0.034)		0.054 (0.046)
관측치의 수	17,501	17,501	17,501	17,501
이사의 수	3,641	3,641	3,641	3,641
이사의 교체수	2,159	2,159	2,159	2,159
로그우도	-1.45E+ 04	-1.45E+ 04	-1.43E+ 04	-1.43E+ 04
$\chi^2$	1,950.9	1,982.4	2,364.2	2,364.2
Pseudo $R^2$	0.063	0.064	0.076	0.076

주 : 1) 이사의 수는 법정 감사를 포함, 기업 크기는 소비자 물가지수로 조정된 기업 총자산에 로그를 취한 값, ROA는 총자산에 대한 영업이익의 비율, 연도 더미변수는 모든 식에 포함, 괄호 안은 표준오차

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

3) 모형 1과 모형 2의 회귀식에는 192개의 기업더미변수가 포함되어 있지 않고, 모형 3과 모형 4의 회귀식에는 192개의 기업더미변수가 포함되어 있음.

먼저 <표 2> 전체에 나타나는 공통적인 특징은 ROA가 경영자의 교체에

11. 이러한 방법은 Hermalin and Weisbach(1988)을 인용한 것이다. 즉, 모형 1과 모형 2의 회귀식에는 192개의 기업더미변수가 포함되어 있지 않고, 모형 3과 모형 4의 회귀식에는 192개 기업더미변수가 포함되어 있다.

통계적으로 유의하게 영향을 미친다는 것이다. 즉 기업의 실적이 부진하면 경영자로 대표되는 사내이사가 교체될 확률은 커진다는 것을 의미한다. 이는 최근의 Hermalin and Weisbach(1998)의 분석결과와 일치하는 것이다. 이들은 사외이사의 감시 역할에 대한 몇몇 이론적 모형을 제시하고 있는데 그 중 하나가 기업의 실적이 부진할 때 사외이사의 존재가 최고경영자의 교체 확률을 높인다는 것이며 본고에서도 이와 같은 결과를 얻을 수 있다.

모형2와 모형4에서는 사외이사의 비율과 ROA가 낮을 때, 즉 기업실적이 부진할 경우 사외이사가 사내이사의 교체에 미치는 영향을 고려하고 있다. 회귀식의 결과 기업고유효과와는 상관없이 ROA가 낮을 때 사외이사가 사내이사의 교체에 영향을 미친다고 말할 수 없다는 것을 알 수 있다. 이는 Kang and Shivdasani(1995)와 일치하는 것이다.

사외이사의 경력을 중심으로 분류하고 분류된 사외이사 각각의 집단이 경영자를 감시하는 데 어느 정도 역할을 하고 있는가를 분석한 것이 <표 3>이다. 사외이사의 집단은 그림 1과 같은 기준에 의해서 분류한 것이다. 이렇게 분류하는 것은 사외이사의 출신 배경에 따라 사외이사가 역할을 달리 하리라는 예상 때문이다.

모형1은 은행출신의 사외이사는 그 회사의 ROA가 낮아지더라도 경영자의 교체에 영향을 미치지 못하는 결과를 나타내고 있다. 이러한 결과는 많은 선행연구들과 일치하지 않는 결과지만 그렇게 놀라운 것은 아니다. 이 결과에 대한 한 가지 가능한 해석으로서 은행출신 사외이사들의 역할이 다른 사외이사와 다를 수 있다는 점을 고려할 수 있다. 일본 기업의 특성 중 하나가 주거래은행제도이고 이러한 주거래은행 출신의 사외이사들은 경영자에 대한 감시보다 현 경영자의 지위를 보장하기 위해서 임명된다고 가정하자. 그렇다면 은행출신 사외이사가 어떤 회사의 이사회 구성원으로 포진되어 있다는 것은 그 은행이 당해 회사를 도와주겠다는 신호로 이해할 수가 있다. 이러한 경우에는 은행출신의 사외이사는 경영자에게는 더욱 더 우호적인 경향을 가질 수가 있는 것이다. 따라서 이러한 이사들은 경영자의 교체에 아무런 영향을 미치지 않을 것이라고 예상할 수 있다.

<표 3> 사내이사의 재임기간에 대한 Cox의 비례위험 회귀모형의 추정<sup>1)2)3)</sup>

변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
ROA	-0.051*** (0.008)	-0.05*** (0.007)	-0.048*** (0.007)	-0.028*** (0.010)
이사 보유주식	-0.243*** (0.037)	-0.235*** (0.036)	-0.236*** (0.036)	-0.242*** (0.037)
나이	0.565*** (0.055)	0.543*** (0.055)	0.538*** (0.055)	0.559*** (0.055)
(나이)×(나이)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)
이사의 수	0.017*** (0.005)	0.015*** (0.005)	0.015*** (0.005)	0.017*** (0.005)
기업 크기	-0.043* (0.025)	-0.02 (0.026)	-0.025 (0.026)	-0.036 (0.025)
은행출신(B) 비율	-0.814 (0.549)			
은행출신(B) 비율×ROA	0.093 (0.116)			
주주회사 출신(C) 비율		0.418** (0.171)		
주주회사 출신(C) 비율 ×ROA		0.041 (0.035)		
상호주식보유회사 출신(D) 비율			0.908*** (0.297)	
상호주식보유회사 출신(D) 비율×ROA			0.067 (0.072)	
독립적인 사외이사(E) 비율				0.414 (0.268)
독립적인 사외이사(E) 비율×ROA		-0.018 (0.034)		-0.145*** (0.055)
관측치 수	17,501	17,501	17,501	17,501
이사의 수	3,641	3,641	3,641	3,641
이사의 교체수	2,159	2,159	2,159	2,159
로그 우도	-1.45E+04	-1.45E+04	-1.43E+04	-1.43E+04
$\chi^2$	1,953.2	1,965.1	1,970.2	1,957.9
Pseudo $R^2$	0.063	0.063	0.064	0.063

주 : 1) 이사의 수는 법정 감사를 포함, 기업 크기는 소비자 물가지수로 조정된 기업 총자산에 로그를 취한 값, ROA는 총자산에 대한 영업이익의 비율, 연도 더미는 모든 식에 포함, 괄호 안은 표준오차

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

3) 기업고유효과를 고려하지 않음.



모형 2와 모형 3은 각각 당해 기업의 주식을 보유하고 있는 회사 출신의 사외이사와 상호 주식보유회사 출신의 사외이사의 경영자에 대한 감시효과 분석결과를 나타내고 있다. 동 결과는 두 집단 출신의 사외이사 모두 ROA가 낮을 때 경영자의 교체에 유의적으로 영향을 미친다고 말할 수 없다는 것을 의미한다.<sup>12</sup> 상호 주식보유회사 출신의 사외이사를 고려하는 이유는 기업간 상호주식 보유가 일본 기업에서 많이 나타나는 현상이기 때문이다. 일본 기업들은 전통적으로 거래기업이나 다른 관련 기업의 주식을 상당히 오랫동안 보유해 왔다.

이는 투자목적이 아니라 관계기업과의 장기적인 거래 관계를 위해서 보유하는 것으로 이러한 기업 출신의 사외이사는 당해 기업의 이윤극대화라는 목표보다 관계 유지라는 목표를 달성하기 위해서 노력을 기울일 지도 모른다. 따라서 ROA라는 기업 성적에 따른 경영자의 감시라는 유인은 존재하지 않을 것이라 예상할 수 있으며 이러한 예상은 회귀식의 결과로 나타남을 확인할 수 있다.

모형 4의 결과는 독립적인 사외이사의 경영자에 대한 감시역할은 효과적으로 수행되고 있음을 나타내고 있다. 당해 기업과 관련 있는 은행, 당해 기업의 주식보유회사, 상호주식보유회사 출신의 사외이사가 경영자에 대한 감시역할을 수행하는 데 제한적인 비독립적인 집단이라고 가정한다면 이사회 의 독립성 정도는 이사회의 구성원에서 차지하는 독립적인 이사 비율의 증가 함수로 나타나고 이러한 독립적인 이사는 기업의 실적이 부진할 때 경영자의 교체에 영향을 미쳐야 할 것이다. 이러한 주장을 모형 4의 추정 결과는 그대로 반영하고 있으며 사외이사의 독립성이 경영자의 교체에 영향을 미친다는 모형을 제시한 Hermalin and Weisbach(1998)의 주장과도 일치하는 것이다.

12. 이러한 상호주식 보유는 전통적으로 “계열”이라는 이름으로 불리어 왔지만, 이 “계열”이 반드시 상호주식 보유와 일치하는 것은 아니다. “계열”은 “계열의 연구”라는 발간물에 의하여 분류되어 왔는데, 모든 회사를 특정 “계열”로 분류를 하는 것은 상당히 어려운 작업이며 자의성을 내포하고 있기 때문에 본고에서는 상호주식 보유회사를 이용한다.

## 2. 소유집중도와 사외이사의 역할

소유집중도에 따라서 표본을 둘로 나눈다. 이렇게 나누는 이유는 Weisbach (1988)에 나타나 있는데 경영자의 당해 기업 주식보유 정도는 사외이사 비율에 영향을 미치기 때문이다. 즉 경영자의 주식보유비율이 크면 이들이 회사에 미치는 영향력이 커지므로 사외이사의 감시를 받지 않으려고 할 것이다. 또한 경영자와 주주의 이해관계가 더욱 가까워져 대리인 비용이 없어지기 때문에 경영자는 사외이사의 감시를 받을 필요가 없어진다. 본고에서는 일본 기업의 특징 중 하나가 안정적인 주주라고 간주하는 기업에 의하여 주식이 보유되는 경향이 크다는 점에 착안하여 “소수특정인의 보유주식수”에 따라 “소유집중도가 높은 기업”과 “소유집중도가 낮은 기업”의 두 집단으로 나눈다. “소수특정인의 보유주식수”란 대주주 상위 10위, 임원 및 그 배우자, 혈족, 신규상장신청자 등이 보유하고 있는 주식수를 말하며 소위 시장에서 유통될 가능성이 낮은 주식수를 의미한다.

<표 4>는 소유집중도가 높은 기업과 소유집중도가 낮은 기업의 두 집단의 평균이 통계적으로 유의하게 차이를 나타내고 있다. <표 4>로부터 소유집중도가 높은 기업의 사외이사가 소유집중도가 낮은 기업의 두 배 정도인 것을 알 수 있다. 이는 분류기준을 생각해 보면 당연한 결과이다. 그러나 주목할 점은 소유집중도가 높은 기업에서의 독립적인 사외이사 비중이 소유집중도가 낮은 기업보다 조금 작음을 알 수 있다. 이러한 사실을 소유집중도의 정도와 사외이사의 비율에는 음의 상관관계가 있다는 미국 기업을 대상으로 분석한 Weisbach(1988)의 주장과 비교해 볼 때 그가 말하는 사외이사란 본고에서의 독립적인 사외이사라는 것을 알 수 있다.

<표 5>는 소유집중구조에 따라 두 집단으로 나눈 후 사외이사가 경영자에 대한 감시를 효과적으로 수행하는가에 대해 추정하고 있다. 앞의 모형을 통해서 확인할 수 있듯이 ROA가 낮아지면 경영자가 교체될 확률이 높다는 사실은 변함이 없음을 확인할 수 있다. 모형2의 경우는 그림 1처럼 분류된 사외이사의 집단을 설명변수로 모두 포함하여 추정한 것으로서 <표 4>의 결과

와 대체로 같음을 수 있다. 즉 독립적인 사외이사만이 기업의 실적에 대한 경영자의 감시 역할을 제대로 수행하고 있다.

<표 4> 소유집중도로 분류한 변수의 평균치<sup>1)2)</sup>

변수	소유집중도가 높은 기업	소유집중도가 낮은 기업	t-검정
이사의 수	18.337	23.721	***
법정 감사 제외	15.378	20.757	***
사외이사 더미	0.423	0.221	***
은행출신 더미(A+B)	0.037	0.055	***
주주회사 출신 더미(B+ C+ D)	0.313	0.082	***
은행출신 더미(B)	0.032	0.045	***
주주회사 출신 더미(C)	0.221	0.023	***
상호주식보유회사 출신 더미(D)	0.061	0.014	***
독립적 사외이사 더미(E)	0.107	0.129	***

주 : 1) 두 하위 집단에서의 평균차를 나타내며 동 집단은 경영참호 정도를 나타내는 대리변수인 소수특정인의 보유주식수에 따라 분류되며 이 비율의 평균이 중앙값보다 클 때 소유집중도가 높은 기업으로 분류  
 2) \*\*\*는 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

그러나 표본을 둘로 나누었을 때는 결과가 달라진다. 소유집중도가 높은 기업의 집단에서만 독립적인 사외이사의 경영자에 대한 감시의 역할이 제대로 수행되고 있는 것이다. 이러한 결과에 대한 가능한 해석으로서는 소유집중도가 높은 기업일수록 독립적인 사외이사를 이사회에 참여시키려는 유인이 작아짐에도 불구하고 이사회에 사외이사가 포함되어 있다는 사실은 그러한 사외이사야말로 진정한 독립적인 사외이사일 것이며 경영자에 대한 효율적인 감시기능을 수행한다고 말할 수 있다.

모형의 강건성을 점검하기 위해 ROA 대신에 역이윤더미 변수<sup>13</sup>를 사용하여 분석한다. 동 변수는 영업이익이 적자일 때 1을 부여하고 그렇지 않을 때는 0을 부여하는 변수로서 이상치 문제를 극복하기 위하여 사용한다. <표 6>

13. Negative Profit Dummy(NPD).

〈표 5〉 새내이사의 재임기간에 대한 Cox의 비례위험 회귀모형의 추정<sup>1)2)B)</sup>

변수	전체 표본		소유집중도가 높은 기업		소유집중도가 낮은 기업	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
ROA	-0.044*** (0.007)	-0.032** (0.014)	-0.051*** (0.010)	-0.025 (0.020)	-0.031*** (0.010)	-0.038* (0.020)
이사 보유주식	-0.228*** (0.036)	-0.226*** (0.036)	-0.235*** (0.051)	-0.228*** (0.051)	-0.217*** (0.051)	-0.216*** (0.051)
나이	0.518*** (0.055)	0.514*** (0.055)	0.861*** (0.107)	0.859*** (0.107)	0.33*** (0.062)	0.33*** (0.063)
(나이)×(나이)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.006*** (0.001)	-0.006*** (0.001)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
이사의 수	0.015*** (0.005)	0.015*** (0.005)	0.01 (0.009)	0.008 (0.010)	0.023*** (0.006)	0.023*** (0.006)
기업 크기	0.007 (0.027)	0.009 (0.027)	0.097* (0.050)	0.115** (0.051)	-0.032 (0.033)	-0.034 (0.034)
은행출신(B) 비율	0.035 (0.457)	-0.191 (0.559)	0.261 (0.723)	0.124 (0.896)	0.349 (0.595)	0.232 (0.728)
은행출신(B) 비율 ×ROA		0.09 (0.119)		0.077 (0.192)		0.043 (0.154)
주주회사 출신(C) 비율	0.822*** (0.159)	0.811*** (0.193)	0.748*** (0.201)	0.796*** (0.247)	-0.085 (0.649)	-0.156 (0.806)
주주회사 출신(C) 비율×ROA		0.013 (0.037)		0.002 (0.046)		0.026 (0.148)
상호주식보유회사 출신(D) 비율	1.428*** (0.250)	1.313*** (0.313)	1.161*** (0.326)	1.079*** (0.424)	1.874*** (0.542)	1.793*** (0.573)
상호주식보유회사 출신(D) 비율×ROA		0.051 (0.075)		0.021 (0.102)		0.05 (0.118)
독립적인 사외이사(E) 비율	0.55** (0.244)	0.963*** (0.286)	0.352 (0.369)	1.228*** (0.437)	1.164*** (0.345)	1.106*** (0.416)
독립적인 사외이사(E) 비율×ROA		-0.153*** (0.056)		-0.256*** (0.073)		0.019 (0.105)
관측치 수	17,501	17,501	7,002	7,002	10,499	10,499
이사의 수	3,641	3,641	1,511	1,511	2,130	2,130
이사의 교체수	2,159	2,159	890	890	1,269	1,269
로그 우도	-1.45E+04	-1.45E+04	-5,161.2	-5,153.7	-7,852.8	-7,852.7
$\chi^2$	1,995.6	2,005.5	917.8	932.9	1,135.3	1,135.6
Pseudo $R^2$	0.064	0.065	0.082	0.083	0.067	0.067

주 1) 이사의 수는 법정 감사를 포함, 기업 크기는 소비자 물가지수로 조정된 기업 총자산에 로그를 취한 값, ROA는 총자산에 대한 영업이익의 비율, 연도 더미는 모든 식에 포함, 괄호 안은 표준오차

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

3) 기업고유효과를 고려하지 않음.

으로부터 알 수 있듯이 추정결과는 ROA를 사용했을 때와 마찬가지로 소유 집중도가 높은 기업의 집단에서만 독립적인 사외이사의 경영자에 대한 감시 기능의 역할이 제대로 수행되고 있는 것을 다시 확인할 수 있다.

### 3. 경영실적이외의 감시기능 고려

사외이사의 경영자에 대한 감시는 ROA와 같은 경영실적에 대한 것만 아니라 경영자의 사적 지출 제한과 같은 경영실적과 무관한 것이 있을 수 있다. 만약 경영자의 교체가 기업의 경영실적과 무관하게 일어난다면 사외이사의 역할에 대해서 다른 해석을 해야 할 것이다. 이러한 역할을 동시에 고려하기 위해서는 회귀분석에서 사외이사의 비율과 ROA의 교차항 뿐만 아니라 사외이사비율 자체에 대한 적절한 분석이 필요하게 된다. 실제로 앞의 회귀 분석 결과를 보면 은행출신 사외이사를 제외한 주주회사출신 사외이사와 상호주식보유회사출신 사외이사의 비율이 경영자의 교체에 유의하게 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 이는 사외이사의 역할에 있어서 경영실적과 무관한 감시기능이 존재할 수 있음을 나타낸다. 그런데, 여기서 주의할 점은 경영실적이라는 명확한 감시기준 이외의 기준으로 경영자에 대한 사외이사의 역할을 논할 경우 각 기업마다 보유하고 있는 기업고유효과를 고려할 필요가 있다. <표 7>은 이러한 기업고유효과를 고려했을 때 경영실적과 무관한 사외이사의 감시효과가 존재하는지를 나타내고 있다.

<표 7>에 의하면 앞의 회귀분석에서 유의하게 나타났던 주주회사출신 사외이사와 상호주식보유회사출신 사외이사비율의 통계적 유의성이 사라짐을 확인할 수 있다. 이는 경영실적과 무관한 사외이사의 감시기능이 존재할 가능성을 기각한다는 것을 의미한다. 그러나, 경영실적을 통한 사외이사의 감시기능이 독립적인 사외이사에 있어서는 여전히 유의하게 나타나고 있음을 알 수 있다.

<표 6> 사내이사의 재임기간에 대한 Cox의 비례위험 회귀모형의 추정<sup>1)2)3)</sup>

변수	전체 표본		소유집중구조가 높은 기업		소유집중구조가 낮은 기업	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
부의 이윤 더미 (NPD)	0.243*** (0.066)	0.161 (0.139)	0.394*** (0.099)	0.339 (0.214)	0.08 (0.091)	0.056 (0.189)
이사 보유주식	-0.243*** (0.036)	-0.224*** (0.037)	-0.254*** (0.053)	-0.251*** (0.053)	-0.222*** (0.051)	-0.223*** (0.051)
나이	0.538*** (0.055)	0.538*** (0.055)	0.902*** (0.107)	0.896*** (0.106)	0.337*** (0.062)	0.336*** (0.062)
(나이)×(나이)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.007*** (0.001)	-0.007*** (0.001)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
이사의 수	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.013 (0.009)	0.013 (0.009)	0.023*** (0.006)	0.023*** (0.006)
기업크기	0.012 (0.027)	0.012 (0.027)	0.08 (0.050)	0.085* (0.051)	-0.028 (0.033)	-0.028 (0.033)
은행출신(B)' 비율	0.068 (0.457)	0.181 (0.499)	0.212 (0.736)	0.418 (0.788)	0.411 (0.591)	0.609 (0.651)
은행출신(B)' 비율 ×ROA		-0.598 (1.183)		-0.765 (2.069)		-0.901 (1.482)
주주회사 출신(C)' 비율	0.858*** (0.157)	0.831*** (0.170)	0.776*** (0.198)	0.825*** (0.213)	-0.141 (0.646)	-0.501 (0.703)
주주회사 출신(C)' 비율×ROA		0.183 (0.388)		-0.274 (0.491)		2.043 (1.519)
상호주식보유회사 출신(D)' 비율	1.524*** (0.249)	1.474*** (0.267)	1.256*** (0.326)	1.318*** (0.346)	2.033*** (0.535)	1.889*** (0.632)
상호주식보유회사 출신(D)' 비율×ROA		0.335 (0.678)		-0.74 (0.991)		0.479 (0.184)
독립적인 사외이사(E) 비율	0.58** (0.243)	0.48* (0.286)	0.152 (0.364)	-0.136 (0.398)	1.329*** (0.340)	1.292*** (0.366)
독립적인 사외이사 (E) 비율×ROA		0.656 (0.637)		1.955** (0.073)		0.09 (0.904)
관측치 수	17,501	17,501	7,002	7,002	10,499	10,499
이사의 수	3,641	3,641	1,511	1,511	2,130	2,130
이사의 교체수	2,159	2,159	890	890	1,269	1,269
로그 우도	-1.45E+04	-1.45E+04	-5,168.2	-5,165.0	-7,857.4	-7,856.3
$\chi^2$	1,964.2	1,965.7	903.8	910.4	1,126.3	1,128.3
Pseudo $R^2$	0.063	0.063	0.08	0.081	0.067	0.067

주 1) 이사의 수는 법정 감사를 포함, 기업 크기는 소비자 물가지수로 조정된 기업 총자산에 로 그를 취한 값, ROA는 총자산에 대한 영업이익의 비율, 연도 더미는 모든 식에 포함, 괄호 안은 표준오차

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

3) 기업고유효과를 고려하지 않음.

<표 7> 사내이사의 재임기간에 대한 Cox의 비례위험 회귀모형의 추정<sup>1)2)</sup>  
(기업고유효과 고려)

변수	전체 표본	소유집중구조가 높은 기업	소유집중구조가 낮은 기업
ROA	-0.041** (0.018)	-0.042 (0.029)	-0.046* (0.026)
이사 보유주식	-0.223*** (0.039)	-0.244*** (0.056)	-0.218*** (0.055)
나이	0.547*** (0.058)	0.985*** (0.118)	0.364*** (0.065)
(나이)×(나이)	-0.004*** (0.000)	-0.007*** (0.001)	-0.002*** (0.001)
이사의 수	0.048*** (0.010)	0.06*** (0.021)	0.048*** (0.013)
기업크기	-0.019 (0.213)	0.086 (0.338)	-0.103 (0.299)
은행출신(B)' 비율	-0.638 (1.002)	2.719 (2.267)	-1.337 (1.166)
은행출신(B)' 비율 ×ROA	0.288* (0.154)	0.248 (0.253)	0.268 (0.204)
주주회사 출신(C)' 비율	-0.823 (0.783)	-0.495 (0.855)	-0.797 (2.287)
주주회사 출신(C)' 비율×ROA	0.053 (0.052)	0.057 (0.065)	0.076 (0.235)
상호주식보유회사 출신(D)' 비율	0.318 (0.971)	0.837 (1.158)	0.691 (2.293)
상호주식보유회사 출신(D) 비율×ROA	0.028 (0.086)	0.029 (0.128)	0.013 (0.127)
독립적인 사외이사(E) 비율	0.726 (0.530)	0.642 (0.832)	0.837 (0.736)
독립적인 사외이사(E) 비율×ROA	-0.072 (0.084)	-0.235** (0.113)	0.092 (0.137)
관측치 수	17,501	7,002	10,499
이사의 수	3,641	1,511	2,130
이사의 교체수	2,159	890	1,269
로그 우도	-1.43E+04	-5,073.2	-7,759.6
$\chi^2$	2,372.1	1,093.9	1,321.8
Pseudo $R^2$	0.077	0.097	0.078

주 1) 이사의 수는 법정 감사를 포함, 기업 크기는 소비자 물가지수로 조정된 기업 총자산에 로그를 취한 값, ROA는 총자산에 대한 영업이익의 비율, 연도 더미는 모든 식에 포함, 괄호 안은 표준오차

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

#### 4. 내생성 문제의 점검

여기서는 이사회 구성에 있어서 내생성 문제가 앞서서의 결론에 심각한 영향을 미치는가를 살펴보기로 한다. 많은 선행연구들은 이사회가 기업의 실적이 부진해진 후에 사외이사를 영입하는 경향이 있다는 것을 지적하고 있다. 따라서 본고에서도 과거의 기업 실적이 경영자의 교체에 영향을 미치는가를 살펴볼 필요가 있다. 만일 사외이사의 비율이 과거 기업의 실적에 영향을 받는다면 본고의 실증적 결과에 대한 해석은 부정확한 것이 될 것이다.

가령 어떤 기업의 실적이 나쁘고 이는 좋지 않은 지배구조에 기인한다고 가정하자. 그러면 이 기업은 독립적인 사외이사를 영입함으로써 지배구조 개선을 통하여 기업의 실적을 높이려고 노력할 것이다. 다시 말하면 경영자의 교체가 독립적인 사외이사들의 감시기능에 의한 것이 아닐 가능성이 대두되는 것이다.

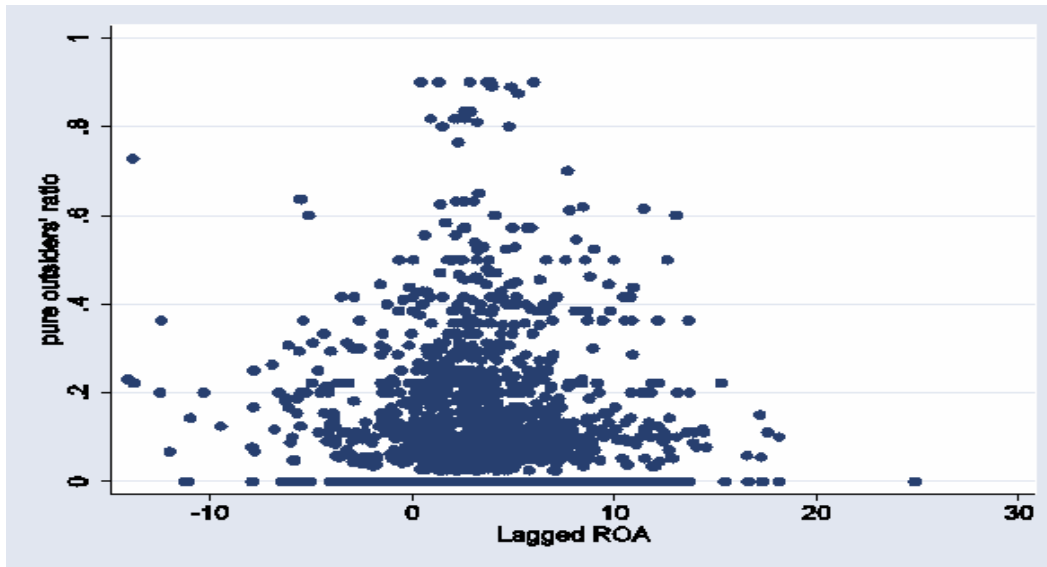
이러한 현상은 실제로 일어날 수 있고 추정에 있어서 큰 편의를 일으킬 수 있다. 따라서 이에 대한 검증이 필요하다. 이를 나타내는 것이 그림 2이다. 그림 2는 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율과 1년 전 ROA 간의 상관관계를 나타낸다.

기업의 성과가 부진할 때 이사회에 사외이사를 영입하는 경향이 있다면 그림 2의 산포도는 음의 상관관계를 나타내야 한다. 그러나 그림 2를 보면 두 변수 간에는 상관관계가 없다는 것을 알 수 있다.

사외이사의 비율과 과거 기업성과 간 상관관계가 없다는 결과를 보강하기 위해 동학 패널자료 분석에서 일반적으로 사용하는 Arellano-Bond(1991)의 GMM 추정을 실시했다. <표 8>은 2단계 GMM 추정의 결과를 나타내고 있는데 과거의 ROA가 독립적인 사외이사의 비율에 영향을 미치지 못한다는 결론을 제시하고 있다. 이것은 지금까지 분석한 사외이사의 경영자에 대한 감시기능의 효율성에 대한 추정결과에 내생성의 문제가 심각하게 작용하고 있지 않다는 것을 의미한다.



그림 2. 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율과 1년 전 ROA 간 상관관계



<표 8> 독립적 사외이사 비율과 기업성과 간 관계  
(GMM)

변수	모형 1	모형 2
전년도 독립적 사외이사의 비율	0.803*** (0.055)	0.796*** (0.058)
ROA	0.000 (0.000)	
전년도 ROA		0.000 (0.000)
이사의 수	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)
기업 크기	0.018 (0.014)	0.017 (0.014)
상수	0.002** (0.001)	0.002* (0.001)
Sargan 검정1)	26.21 [0.8582]	26.5 [0.8486]
Arellano-Bond LM 검정2)	-0.63 [0.5266]	-0.62 [0.5338]
관측치의 수	1,419	1,419

주 1) Sargan 검정통계량은  $\chi^2$  분포를 따르며 Arellano-Bond LM 검정통계량은 표준정규분포를

따름.

- 2) 연도 더미변수는 모든 식에 포함
- 3) 괄호 안의 수치는 표준오차
- 4) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 의미

## VI. 결론 및 시사점

### 1. 결론

본고는 다음의 두 가지 특징을 가진다. 첫째, 경영자의 정의에 있어서 최고경영자뿐만 아니라 사내이사 전체가 경영자 집단에 속한다는 가정을 했다. 이는 기업경영에 있어 사내이사가 지배적이라는 일본의 기업문화를 반영한 것이다. 둘째, 사외이사의 경력에 따라 몇몇 집단으로 구체적으로 분류하고 각 집단에 속해있는 사외이사의 경영자에 대한 감시역할의 효율성을 분석하였다.

그 결과 다음과 같은 결론을 얻었다. 첫째, 기업의 실적이 부진할 때 경영

자의 교체가 이루어진다. 둘째, 사외이사를 구체적으로 분류하지 아니한 상태에서 분석으로는 사외이사가 효율적인 감시기능을 수행한다는 결론을 내릴 수가 없다. 셋째, 독립적인 사외이사만이 경영자에 대한 효율적인 감시 역할을 수행한다. 이러한 분석결과는 일본의 기업을 대상으로 한 기존의 선행연구가 통일된 결론에 이르지 못해 온 데 대한 하나의 설명근거를 제시할 수 있다.

## 2. 우리나라에의 시사점

우리나라는 1998년 외환위기 이후 낙후된 기업지배구조를 개선하기 위하여 많은 노력을 기울이기 시작하였다. 대기업의 소유지배구조 개선, 소수주주의 권한 강화, 이사회 기능 정상화, 시장을 통한 감시기능의 강화 등을 목표로 기업지배구조의 개선이 추진되었다. 이중 가장 큰 변화를 보인 분야는 이사회의 구성이었다.

우리나라 기업은 1980년대 초반부터 “비상임이사”라는 이름으로 일종의 사외이사를 임명하여 운영하였으나 형식적인 제도에 불과하였다고 할 수 있다. 이후 1990년대 후반부터 이러한 유명무실의 이사회를 실질적으로 주주의 이익을 대변하는 기구로 재정립하기 위하여 사외이사제도를 도입하기 시작하였다. 즉 1998년 유가증권상장규정을 개정하여 상장법인에 있어서 사외이사의 선임 의무화를 실시한 것을 시발점으로 상법과 증권거래법 개정을 통하여 사외이사에 대한 규정을 점차 확대하고 강화하기 시작하였다. 이러한 사외이사제도에 대한 규정의 확대·강화에 힘입어 이사회에서 차지하는 사외이사의 비중이 높아졌다.<sup>14</sup> 이와 함께 사외이사의 독립성을 제고하기 위하여 사외이사가 될 수 있는 자격 요건을 제한함<sup>15</sup>으로써 법제적인 측면에서 불

14. 2005년 3월 현재 주권상장법인 및 코스닥상장법인의 사외이사수는 각각 1,450명 및 799명으로 1사당 사외이사수는 각각 2.23명 및 1.41명이다. 주권상장법인의 1사당 사외이사수는 금융업이 3.64명으로 가장 많고, 다음으로 비제조업 2.35명, 제조업 2.02명 순이다. 코스닥상장법인의 경우, 일반기업과 벤처기업이 각각 1.42명, 1.33명의 사외이사를 선임하고 있는 것으로 조사되었다.

때 우리나라의 사외이사 제도는 비교적 짧은 기간에 상당한 진전을 이루었다.

그러나 이러한 사외이사의 수적 증가와 사외이사에 대한 엄격한 자격 요건에도 불구하고 내실있는 운영에 있어서는 아직 문제가 있는 것으로 나타나고 있다. 2005년 2월 한국기업지배구조 개선지원센터가 애널리스트, 펀드매니저, 일반투자자 등을 대상으로 우리나라 기업지배구조개선을 위한 설문조사<sup>16</sup>를 실시하였다. 그 결과에 따르면 외환위기 이후 기업지배구조 중 회계처리 투명성, 주주권 보호, 공시 등에 있어서는 상당히 개선된 반면 내부감사기구 및 이사회는 비효율적으로 운영되고 있는 것으로 나타났다. 응답자의 대부분은 사외이사가 아직도 경영자 및 지배주주로부터 독립적이지 않다는 의견을 제시하였다.

우리나라에서 사외이사제도를 강화하여 이사회 감시기능을 제고하려는 시도는 최근 상법개정을 통하여 기업지배구조를 개선하려고 노력하는 일본의 상황과 매우 비슷하다고 볼 수 있다. 그러므로 사외이사의 독립성을 강조한 본 논문의 분석은 우리나라에 시사하는 바가 매우 크다. 즉 최근 사외이사제도의 법제화로 사외이사가 수적으로 크게 증가하였으나 사외이사의 수적인 증가가 이사회 감시기능 제고라는 본래의 취지에 부합하려면 사외이사의 독립성을 더욱 높이는 데 초점을 둔 제도개선이 있어야 할 것이다.

## 참고문헌

Abe, Naohito and Taehun Jung. 2004. "Cross-shareholdings, Outside Directors, and Managerial Turnover: the case of Japan." *COE Discussion Paper Series No.* 38. Hitotsubashi University.

Abe, Yukiko. 1997. "Chief Executive Turnover and Firm Performance in Japan."

15. 유가증권시장규정 시행세칙 제14조 제1항에 의하면 당해회사의 주요주주와 그의 배우자 및 직계 존비속, 당해 회사 또는 계열회사의 임직원 또는 2년 이내에 임직원이었던 자는 사외이사가 될 수 없다.

16. 애널리스트(103), 펀드매니저(58), 일반투자자(200) 등 400명을 대상으로 2004년 11월 26일부터 12월 31일까지 실시한 설문조사 결과이다.

- Journal of the Japanese and International Economies* 11. pp. 2-26.
- Arellano, Manuel and Stephen Bond. 1991. "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations." *Review of Economic Studies* 58. pp. 277-297.
- Breslow, N.E. 1974. "Covariance Analysis of Censored Survival Data." *Biometrics* 30. pp. 89-99.
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi and Anil K Kashyap. 2003. "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan." *mimeo*.
- Cox, David R. 1972. "Regression Models and Life Tables(with discussion)." *Journal of the Royal Statistical Society Series B* 34. pp. 187-220.
- Dahya, Jay and John J. McConnell. 2005. "Outside Directors and Corporate Board Decisions." *Journal of Corporate Finance* 11. pp. 37-60.
- Hermalin, Benjamin E. and Michael S. Weisbach. 1988. "The Determinants of Board Composition." *RAND Journal of Economics* 19. pp. 589-606.
- Hermalin, Benjamin E. and Michael S. Weisbach. 1998. "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO." *American Economic Review* 88. pp. 96-118.
- Hermalin, Benjamin E. and Michael S. Weisbach. 2003. "Boards of Directors as An Endogenously Determined Institution: A Survey of The Economic Literature." *FRBNY Economic Policy Review* 9. pp. 7-26.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein. 1991. "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups." *Quarterly Journal of Economics* 106. pp. 33-60.
- Kalbfleisch, John D. and Ross L. Prentice. 2002. *The Statistical Analysis of Failure Time Data*. Wiley, New York.
- Kang, Jun-Koo and Anil Shivdasani. 1995. "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan." *Journal of Financial Economics* 38. pp. 29-58.
- Kaplan, E. L. and P. Meier. 1958. "Nonparametric Estimation from Incomplete Observations." *Journal of the American Statistical Association* 53. pp. 457-481.
- Kaplan, Steven N. 1994. "Top Executive Rewards and Firm Performance: a Comparison of Japan and the United States." *Journal of Political Economy* 102. pp. 510-546.
- Kaplan, Steven N. and Bernadette A. Minton. 1994. "Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications." *Journal of Financial Economics* 36. pp. 225-258.
- La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer and R. Vishny. 1999. "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance* 54. pp. 471-517.
- Miwa, Yoshiro and J. M. Ramseyer. 2002. "The Fable of the Keiretsu" *Journal of*

- Economics & Management Strategy* 11. pp. 169-224.
- Miwa, Yoshiro and J. M. Ramseyer. 2003. "Who Appoints Them, What Do They Do? Evidence on Outside Directors From Japan." *mimeo*.
- Miyajima, H. and F. Kuroki. 2003. "Empirical Analysis on The Unwinding of Cross Shareholdings of Companies and Banks in Japan: Mark II." (in Japanese) *RIETI Discussion Paper Series* 03-J-014.
- Morck, Randall and Masao Nakamura. 1999. "Banks and Corporate Control in Japan." *Journal of Finance* 54. pp. 319-340.
- Murase, H. 1998. "Equity Ownership and the Determinant of Managers' Bonuses in Japanese Firms." *Japan and the World Economy* 10. pp. 321-331.
- Murphy, Kevin J. 1999. "Executive Compensation." in *Handbook of Labor Economics* Vol 3b, edited by O. Ashenfelter and D. Card. Amsterdam: Elsevier North-Holland.
- Peng, Mike W. 2004. "Outside Directors and Firm Performance During Institutional Transitions." *Strategic Management Journal* 25. pp. 453-471.
- Tunali, Insan and Jonathan B. Pritchett. 1997. "Cox Regression with Alternative Concepts of Waiting Time: the New Orleans yellow fever epidemic of 1853." *Journal of Applied Econometrics* 12. pp. 1-25.
- Weisbach, Michael S. 1988. "Outside Directors and CEO Turnover." *Journal of Financial Economics* 20. pp. 431-460.
- Xu, P. 1997. "Executive Salaries as Tournament Prizes and Executive Bonuses as Managerial Incentives in Japan." *Journal of the Japanese and International Economies* 11. pp. 319-346.
- Yafeh, Yishay and Oved Yosha. 2003. "Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How?" *The Economic Journal* 113. pp. 128-146.
- Yermack, David. 1995. "Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics* 40. pp. 185-211.

## Effectiveness of Outside Directors' Monitoring Role in Japan

Taehun Jung

Assistant Professor, School of Economics & Trade,  
Kyungpook National University

To analyze the monitoring role of outside directors in Japan, we take two unique methods, which are different from many pervious literatures. First, we investigate

not only CEOs but also the inside directors. Second, the paper shows a detailed classification of each outside directors according to their background into several subgroups. Our main finding is as follows; First, the turnover of inside directors is negatively correlated with company performance; Second, without detailed classification, outside directors do not seem to play a major role in the turnover of inside directors; Third, only independent outside directors play appropriate role in monitoring management.

Keyword: Corporate Governance, Outside Director

정태훈. 경북대학교 경제통상학부  
대구광역시 북구 산격동 1370번지 702-701  
Tel\_053 950 5409 E-mail\_tæhunjung@gmail.com