사외이사의 겸임이 기업가치에 미치는 영향

The Effect of Outside Director with Multiple Directorships
on the Firm Value

박정환(Park, Jeong - Hwan)* · 지상현(Ji, Sang - Hyun)**

〈요 약〉

이사직 겸임이 기업가치에 미치는 영향에 대해서 국외선행연구에서는 Reputation Hypothesis와 Busyness Hypothesis로 나뉘어 일관된 결과를 보여주고 있지 않지만, 사외이사가 모니터링에 충분한 시간을 사용하지 못함에 따라 기업이 직면한 주요 쟁점에 대한 이해가 부족하다는 Busyness Hypothesis가 보다 더 지지를 받고 있다. 이처럼 이사의 이사직 겸임에 대해 국외에서는 활발한 논의가 이루어지고 있으나 국내의 경우 이사의 이사직 겸임에 대한 연구는 그리 많지 않은 실정이다. 이에 따라 본 연구는 사외이사의 이사직 겸임에 대한 두 가지 가설을 바탕으로 사외이사 중 겸임하는 이사의 존재, 비율에 따른 기업가치 변화를 코스닥 상장기업을 대상으로 분석하였다. 이를 위해 2개 이상의 기업에서 이사로 임명된 자를 '겸임하는 이사'로 정의하고, 기업가치의 대리변수로 Tobin's Q를 사용하였다. 분석결과, OLS분석에서는 사외이사의 이사직 겸임여부는 기업가치와 유의한 양(+)의 관계에 있었다. 그러나 겸임비율은 기업가치와 양(+)의 관계를 보여주었으나 유의하지 않았다. 사외이사의 이사직 겸임과 기업가치 사이의 내생성을 제거하기 위해 시도한 2SLS 분석에서는 기업가치와 유의한 음(-)의 관련이 있음을 확인하였다.

한글검색어: 사외이사, 이사직 겸임, 겸임이사, 이사회, 기업가치

• 접수일자 : 2019.6.4 • 1차수정일 : 2019.6.17 • 최종수정일 : 2019.6.23 • 게재확정일 : 2019.6.30

* 부산외국어대학교 경영학부 조교수, 제1저자, e-mail : 20196010@bufs.ac.kr

** 백석대학교 경영학과 조교수, 교신저자, e-mail : shji@bu.ac.kr

I. 서 론

이사회는 주주를 대신해 경영의사결정을 감시하여 경영실패를 예방하고 기업 경영의 투명성을 향상하는 역할을 함과 동시에 기업이 직면한 전략적 과제를 분석하고 경영성과를 평가한다(Fama and Jensen 1983 ; Beatty and Zajac 1994). 기업의 의사결정과 그 의사결정에 대한 통제의 분리(Fama and Jensen 1983) 측면에서 볼 때, 이사회가 제 기능을 하기 위해서는 이사회 독립성이 반드시 보장되어야 한다. 이를 위해 상법 제542조의8에서 상장회사의 자산 규모 등을 고려하여 대통령령(상법 시행령 제30조)으로 정하는 경우를 제외하고는 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하도록 규정하고 사외이사 임명과정에 '사외이사 후보추천위원회' 제도를 도입하여 이사회 독립성을 보장하고 있다.

사외이사를 일정 수 이상 또는 일정 비율 이상 임명하여 이사회 독립성을 확보하고자 하는 노력은 여러 선행 연구에서 검증 대상이 되었다. 일부 선행연구에서는 사외이사가 그 규정에 따라 기업과 이해관계 없는 자로써 기업의 일상 업무에 종사하지 않기 때문에 이사회 독립성이 보장되어 사외이사의 비율이 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하고 있으나(Mace 1971 ; Baysinger and Butler 1985 ; Lorsch and MacIver 1989 ; Rosenstein and Wyatt 1990 ; Lipton and Lorsch 1992 ; Jensen 1993 ; Core et al., 1999 ; Cordeiro et al., 2000 ; Dahya et al., 2008) 반대로 사외이사의 임명에 지배주주의 영향력이 크게 미친다는 것과 임명된 사외이사의 이사회 활동 내용을 근거로 사외이사와 기업가치 사이에 관련성이 없음을 보고하거나 오히려 부정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하는 연구도 상당수 존재한다(Agrawal and Knoeber 1996 ; Yermack 1996 ; Bhagat and Black 1999 ; Hermalin and Weibach 1991 ; Klein 1998 ; Vafeas 2000 ; Denis and McConnell 2003 ; Fields and Keys 2003 ; 박종일 2004 ; 김창수 2006).

사외이사와 관련된 선행연구의 혼재된 결과를 보면 단순히 사외이사가 일정 수 또는 비율 이상 존재하는 것만으로 이사회 독립성이 보장되어 기업에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있는가에 대한 의문이 있다. 따라서 이사회 내에서 사외이사가 독립성을 바탕으로 이사의 업무를 충실히 수행하고 하고 있는지 측정할 수 있는 새로운 기준이 제시될 필요가 있다.

이에 따라 본 연구에서는 1인의 이사가 수개의 기업에서 이사로 활동하는 '이사직 겸임'을

활용하여 사외이사가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 국외 선행연구에서는 따르면, '이사직 겸임'은 사외이사가 모니터링에 충분한 시간을 사용하지 못하게 하고 그들의 시간과 주의를 분산하여 기업이 직면한 주요 쟁점에 대한 이해도를 떨어뜨리는 것으로 보고하고 있다(Jiraporn et al., 2008 ; Carpenter and Westphal 2001). 또한 미국 National Association of Corporate Directors(이하 NACD) 가이드라인은 기업 이사와 CEO가 3개 이상의 외부 이사직을 수행하지 말 것을 권고하고 있으며 이와 마찬가지로 Council for Institutional Investors(이하 CII)의 기업지배구조정책(corporate governance policy)에서도 3개 이상의 이사회에서 활동하지 말 것을 규정하고 있어 이사직 겸임이 유발하는 부정적인 영향을 실제 경영에서도 고려하고 있는 것으로 보인다. 국내 상법의 경우, 이사의 경업금지 규정을 통해 이사회의 승인 없이는 자기 또는 제삼자의 계산으로 회사의 영업부류에 속한 거래를 하거나 동종영업을 목적으로 하는 다른 회사의 무한책임사원이나 이사가 되지 못하도록 하고 있다(상법 제397조). 그러나 상법 제397조에서는 경업의 범위를 동종영업으로 한정하고 경업과 겸직의 가부를 이사회의 승인에 맡기고 있어 상법상 이사의 겸임에 대한 별도의 제한은 없는 것으로 보인다.

이러한 상황에서 사외이사의 이사직 겸임에 따라 기업가치가 어떻게 달라지는가에 대한 의문은 회계정보이용자의 중요한 관심사가 될 수 있다. 이에 따라 본 연구에서는 코스닥 시장을 대상으로 2개 이상의 기업에서 이사로 임명된 자를 '겸임이사'로 정의하고 겸임이사의 존재 여부에 따른 기업가치 차이와 이사회 내 겸임이사의 비율에 따른 기업가치 변화를 분석하여 국내 이사 겸임 제한에 대한 구체적 규범 마련에 유용한 근거를 제시하고자 한다. 본 연구에서는 상법상 사내·사외이사의 겸임에 대해 별도의 구분이나 제한 규정이 없는 점을 고려하여 사외이사뿐만 아니라 사내이사의 겸임도 함께 측정하여 분석하였다.

II. 이론적 배경 및 선행 연구

사외이사의 이사직 겸임에 대해 국외 선행연구에 따르면, 이사직의 겸임은 이사의 경험에 기여하며 이사는 축적된 경험을 바탕으로 더 나은 조언과 모니터링을 제공한다는 Reputation Hypothesis(명성가설)와 이사직을 겸임하는 이사가 모니터링에 충분한 시간을 사용하지 못함

에 따라 이사의 부족한 경영통찰 능력이 대리인 갈등을 악화시킨다고 주장하는 Busyness Hypothesis(다망가설)로 나뉘어 하나의 일관된 결과로서 나타나고 있지 않다(박정환·이균봉 2017).

Reputation Hypothesis는 이사가 여러 기업의 이사회에 소속되어 구축한 인적 네트워크와 경험이 기업에 긍정적인 영향을 주는 것으로 설명한다. Rosenstein and Wyatt(1994)는 사외이사의 겸임이 금융기업의 초과수익률과 양(+)의 관련이 있음을 발견하였으며, 이를 이사 겸임에 따른 정보 수집의 효율성과 네트워킹 효과에 의한 것으로 해석하였다. Conyon and Read(2006)는 외부 이사직 겸임을 통해 CEO가 얻게 되는 정보, 기술이 기회비용보다 크기 때문에 겸임을 하는 CEO는 CEO 활동에 필요한 최적의 시간만을 사용하고 나머지 시간을 겸임에 사용함에도 기업가치가 증가함을 보고하여 이사직 겸임에 잠재적인 경제적 효과가 있음을 주장하였다. Dass et al.(2013)은 기업의 이사가 해당 기업의 업종과 관련된 기업에 동시에 소속되어 있는 경우를 'directors from related industries(이하 DRI)'로 정의하고 DRI가 이사회와 경영진 간의 정보 격차를 줄여 경영 성과를 모니터링 할 수 있는 이사회 역량을 강화하는 것으로 결론 내렸다.

현대 기업경영 환경에서 각각의 기업은 다른 기업과 복잡하게 얽혀있고, 이들 기업의 이사 또한 복잡한 이해관계의 결과로서 존재하기 때문에 상기 선행연구와 같이 '무엇을 아는가'가 아니라 '누구를 아는가'에 따라 경영의사결정과 그 결과에 큰 영향을 미칠 수 있다. 그러나 Reputation Hypothesis에 따라 이사의 겸임이 기업에 긍정적인 영향을 가져올 수 있다면 반대로 부정적인 영향도 쉽게 유입될 수 있다.

Busyness Hypothesis(다망가설)에 따른 연구는 네트워크 효과를 주장한 Reputation Hypothesis에 비해 보다 직관적인 설명을 제시한다. Carpenter and Westphal(2001)의 연구에 따르면 여러 기업에서 이사직을 수행하는 자들은 그들의 시간과 주의를 분산하기 때문에 각 기업이 직면한 주요 쟁점에 대한 이해가 부족하고 그 결과 이사회 회의를 위한 준비가 부족하다고 지적하였다. Loderer and Peyer(2002)는 Switzerland의 상장기업을 대상으로 한 연구에서 이사직의 누적은 기업가치와 음(-)의 관련이 있음을 발견하고 그 원인을 여러 이사직 사이 이해의 충돌과 이사의 시간적 제약으로 설명하였다.

Fich and Shivdasani(2006)는 사외이사가 3개 이상의 이사직을 겸임하는 경우 낮은 기업 지배구조와 관련이 있으며 해당 기업은 시가·장부가 비율, 수익성, 기업성장에 의한 CEO

교체 민감도 등이 낮음을 보고하였다. Jiraporn et al.(2008)은 이사가 겸임을 많이 하는 기업일수록 다각화 할인(diversification discount) 현상¹⁾과 깊은 관계가 있으며 지나친 겸임을 하는 이사가 있는 이사회는 부정적인 영향은 대리인 비용이 많은 기업에서 더욱 확실하게 나타남을 발견하였다. 겸임이사와 기업가치를 다룬 국내연구는 많지 않은 실정이나 남현정(2013)에서 국내 상장 제조기업을 대상으로 사내이사의 겸임이 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 겸임이사의 존재는 기업가치에 음(-)의 유의한 영향을 미치는 것을 확인하였으며 이를 겸임이사가 감시기능을 제대로 수행하지 못하여 기업성과에 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 해석하였다. 박정환과 이균봉(2017)은 등기이사의 겸임 여부와 겸임비용이 기업가치에 미치는 영향을 검증하여 사내이사의 겸임은 기업가치와 유의한 음(-)의 관계에 있었지만, 사외이사의 경우 기업가치와 음(-)의 관계에 있으나 유의한 결과는 보여주지 못함을 확인하였다.

III. 연구설계 및 표본선정

3.1 가설설정

국외 선행연구들을 살펴보면 Reputation Hypothesis와 Busyness Hypothesis 중 어느 하나의 입장에 따르는 결과를 보고하거나 두 가설이 혼재된 결과를 보고하고 있다. 그러나 미국 NACD 가이드라인과 CII의 기업지배구조정책(corporate governance policy)을 볼 때 실무에서는 Busyness Hypothesis가 지지되는 것으로 보인다.

각 가설은 나름의 논리적 근거를 내세우고 있지만 Reputation Hypothesis의 경우 사외이사의 경험이 이사회 내에서 충분히 발휘될 것을 전제로 하기 때문에 사외이사의 겸임에 따른 효과를 특정 하는데 어려움이 있을 수 있다. 또한 국내 기업들의 사외이사 임명 과정에 비추어 볼 때(서정일 등 2011) 이사의 명성과 겸임 사이의 관계를 설명하는 데도 한계가 있을 것으로 판단한다. 이에 반해, 이사직의 겸임이 많을수록 이사 업무에 충실하지 못하다는 Busyness Hypothesis는 가속되는 시장 변화 속도에 맞춰 여러 이사직을 제대로 수행하기

1) 사업의 다각화로 인해 기업가치가 하락하는 현상.

위해서는 시간과 노력이 대량으로 투입되어야 함을 전제로 한다. 이에 따라 사외이사의 능력에 따라 다소 차이는 있지만, 사외이사가 투입할 수 있는 시간과 노력에는 한계가 있기 때문에 이사직을 겸임하는 사외이사는 그렇지 않은 경우보다 이사회 활동을 충실히 수행하지 못할 것으로 예측가능하다.

더하여, 이사회는 주주를 대신해 경영자의 행동과 기업의 전략적 과제를 감시하여 기업 경영의 투명성을 높이는 기능을 하며(Fama and Jensen 1983) 이사회가 제 기능을 할 때 효과적인 모니터링 기능을 수행할 수 있다(Dechow 1996 ; Klein 2002). 따라서 사외이사가 이사직 겸임으로 이사회 활동을 충실히 수행하지 못한다면 이사회의 독립성과 활동성에 부정적인 영향으로 작용하여 경영자 모니터링 및 경영의사 결정 과정에서도 그 역할을 제대로 수행하지 못할 가능성이 높다.

이에 따라, 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설. KOSDAQ기업 사외이사의 겸임은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

3.2 주요 변수의 측정 및 연구모형

본 연구에서는 KOSDAQ기업을 대상으로 사외이사의 이사직 겸임이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 2개 이상의 기업에서 이사로 임명된 자를 ‘겸임이사’로 정의하였다. 기업가치의 대리변수로 Tobin's Q를 사용하였다.

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MDD(Total, Inside, Outside)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 FOR_{i,t} + \beta_8 BOARD SIZE_{i,t} + \beta_9 BIG4_{i,t} + \beta_{10} OPINION_{i,t} + Year + Industry + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MDR(Total, Inside, Outside)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 FOR_{i,t} + \beta_8 BOARD SIZE_{i,t} + \beta_9 BIG4_{i,t} + \beta_{10} OPINION_{i,t} + Year + Industry + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$Q_{i,t}$: t년도 i기업의 Tobin's Q

$MDD_Total_{i,t}$: t년도 i기업의 겸임이사 존재 유무(전체 이사 중 겸임이사가 있으면 1, 아니면 0)

$MDD_Inside_{i,t}$: t년도 i기업의 겸임사내이사 존재 유무(사내이사 중 겸임이사가 있으면 1, 아니면 0)

$MDD_Outside_{i,t}$	: t년도 i기업의 겸임사외이사 존재 유무(사외이사 중 겸임이사가 있으면 1, 아니면 0)
$MDR_Total_{i,t}$	: t년도 i기업의 겸임이사 비율(겸임이사의 수/기업 내 이사 총 수)
$MDR_Inside_{i,t}$	: t년도 i기업의 겸임사내이사 비율(겸임사내이사 수/기업 내 사내이사 총 수)
$MDR_Outside_{i,t}$	: t년도 i기업의 겸임사외이사 비율(겸임사외이사 수/기업 내 사외이사 총 수)
$SIZE_{i,t}$	: t년도 i기업의 총자산의 자연로그
$LEV_{i,t}$	: t년도 i기업의 총부채/총자산
$CFO_{i,t}$	: t년도 i기업의 영업현금흐름
$ROA_{i,t}$	: t년도 i기업의 총자산이익률
$OWN_{i,t}$	: t년도 i기업의 최대주주지분율
$FOR_{i,t}$	: t년도 i기업의 외국인주주지분율
$BOARDSIZE_{i,t}$	: t년도 i기업의 이사 총 수의 자연로그
$BIG4_{i,t}$	: BIG4 회계감사 기업이면 1, 아니면 0
$OPINION_{i,t}$	: 감사 적정의견이면 1, 아니면 0
$Year$	: 연도더미
$Industry$	: 산업더미

연구모형의 종속변수인 Tobin's Q는 아래의 식에 의해 산출하였다.

$$Q = \frac{[(\text{보통주 발행주식수} \times \text{종가}) + (\text{우선주 발행주식수} \times \text{종가}) + \text{총부채의 장부가치}]}{\text{총자산의 장부가치}} \quad (3)$$

Tobin's Q는 부채의 시장가치와 자산의 대체원가를 기준으로 기업의 가치를 재정의하여 현재 기업가치를 측정하는 기준으로 가장 널리 인정되고 있다. 이에 본 논문에서는 Tobin's Q의 측정을 위해 주식의 종가²⁾, 총자산과 총부채의 장부가치를 활용하였다.

겸임 여부를 판단하기 위하여 겸임이사를 '2개 이상의 기업에서 등기이사로 보고된 자'로 정의하고 이사의 성명과 생년, 생월 정보가 일치하는 경우 동일인으로 판단하였다. 남현정 (2013)의 연구에서는 사내이사가 추가적인 사내이사직을 수행하는 경우만을 연구대상으로 하고 있어 겸임에 따른 효과를 제한적으로 분석하고 있으나, 국외 선행연구는 이와 달리 사외이사의 겸임에 대한 연구가 주를 이루고 있다. 따라서 본 연구에서는 사외이사가 여러 이사직을 수행함에 따른 효과를 분석하고자 하므로 혼재된 국외 선행연구들에서 도출된 두 학

2) Tobin's Q의 측정에 있어 우선주의 유동성 부족 및 비효율적으로 형성된 시장가격 문제를 피하고자 우선주의 시장가치 대신 장부가치를 사용한 연구(연강홍과 박순홍, 2006)에 따라 우선주의 액면가를 사용하여 Tobin's Q를 측정하여도 분석 결과는 같았다.

설을 포괄하기 위해서는 사외이사가 다른 기업의 사내이사직을 겸임하는 경우뿐만 아니라 사외이사직을 겸임하는 경우도 ‘겸임’으로서 측정하였다.

연구모형의 주된 관심변수 중 하나인 MDD(Multiple Director Dummy)는 기업 내 겸임이사의 존재 여부에 따른 더미변수이며, 전체 이사 중 겸임이사가 있는 경우와 사내이사 중 겸임이사가 있는 경우, 사외이사 중 겸임이사가 있는 경우 등으로 구분하였다. MDR(Multiple Director Ratio)은 기업 내 겸임이사의 비율을 나타낸 것으로 더미변수와 마찬가지로 전체 이사, 사내, 사외이사로 구분하였다.

본 연구는 선행연구에서 기업가치에 영향을 미칠 것으로 검증된 변수들을 통제변수로 활용하였다. 기업규모(SIZE)의 경우 규모의 경제효과와 정치적 비용증가 효과가 나타날 수 있으므로 기업가치와 양(+) 또는 음(-)의 관계가 존재할 수 있다(강정연과 고종권 2014). 부채비율(LEV)도 신호가설에 의하면 기업가치와 양(+)의 관계가 예상되지만 자본조달순위 이론에 의하면 음(-)의 관계가 존재할 수 있다(강정연과 고종권 2014). 영업현금흐름(CFO)와 총자산이익률(ROA)의 경우 기업의 추가적인 투자활동을 기대할 수 있으므로 기업가치와 양(+)의 관련성이 있을 것으로 예상된다. 최대주주지분율(OWN)의 경우 Shleifer and Vishny(1986)은 소주주들이 경영자 감시를 소홀히 해 발생하는 무임승차 문제는 최대주주에 의해서 완화될 수 있다고 주장하였으며, 최대주주지분율의 증감에 따라 Tobin's Q와 곡선 형태의 관계에 있음이 보고된 바 있다(Morck et al., 1988). 외국인지분율(FOR)은 기업과 이해관계자의 정보비대칭을 완화하여 정보환경을 개선하고 경영자의 사적 소비를 제한하는 기능을 수행하여 기업가치를 상승시키는 효과가 있다(안윤영 등, 2005 ; 박헌준 등, 2004). Yermack(1996)은 작은 규모의 이사회를 가진 기업일수록 CEO의 성과에 따른 CEO 교체와 보상이 활발하게 이루어지며, 이사회 규모가 커짐에 따른 비용의 발생, 이사회 규모의 축소에 대한 투자자들의 긍정적인 반응을 근거로 이사회규모(BOARDSIZE)는 기업가치와 음(-)의 관계를 가진다고 보고하였다. 그러나 이사회규모가 기업가치에 미치는 영향이 국가별로 차이가 있다는 연구결과(차운아 2013)와 이사회규모가 작을수록 투자효율성이 낮은 것으로 보고하는 연구(최정호 등 2013) 등 이사회규모가 기업가치에 미치는 영향에 대한 선행연구가 일관되지 않다. Conger et al.(1998)은 이사회 개최 횟수가 이사회를 개선한다고 보았으나 잦은 이사회 개최는 낮은 기업성장을 초래한다고 주장하는 견해도 다수 존재한다(Jensen 1993 ; Vafeas 1999). 본 연구에서 겸임이사는 이사회 기능을 강화

또는 악화할 것으로 예상하므로 이사회 기능과 관련한 기업지배구조 평가 변수 중 BIG4 감사법인의 감사 여부(BIG4), 적정감사의견 여부(OPINION)를 통제변수로 추가하였다.

3.3 표본선정

코스닥 시장은 IT(Information technology), BT(Bio technology), CT(Culture technology) 기업과 벤처기업의 자금조달을 목적으로 1996년 7월 개설된 첨단 벤처기업 중심 시장이다.³⁾ 코스피 상장기업과 코스닥 상장기업은 소유구조, 기업위험, 시장 참여자 등의 특성이 차별화되어 있어 같은 정보에 대해 코스피와 코스닥 시장의 반응이 차별적으로 나타날 수 있다(나영과 육지훈 2013). 이에 따라 다수의 국내 연구에서는 시장의 차이를 고려한 분석을 수행하고 있다(나영과 곽장미 2011; 변혜영 2012; 염지인과 손성규 2013; 김지엽과 김용식 2014; 유병원과 변혜영 2016).

특히 변혜영(2012)의 연구에서는 코스닥 상장기업의 소유구조는 상호출자와 피라미드형 구조로 복잡하게 얽혀 있는 코스피 상장기업의 소유구조와는 달리, 상대적으로 단선적이며 경영권을 감시 감독할 수 있는 지배구조의 제도화가 더 빈약하다고 볼 수 있어 코스닥 상장기업의 소유구조가 기업 가치에 미치는 영향력은 실증적으로 유가증권시장에서보다 더 명백할 것으로 예상하였다. 이에 따라 본 연구에는 앞선 연구결과를 토대로 이사의 겸임이 코스닥 시장에서도 기업가치와 유의한 결과를 보여줄 것으로 예상하여 코스닥 상장기업을 연구 대상으로 하였다.

기업 내 이사의 겸임 측정에 필요한 자료와 기타 변수 측정에 필요한 자료는 TS 2000과 DataGuide를 통해 수집하였으며, 일부 자료의 정확한 측정을 위해 전자공시시스템에서 제공하는 각 기업 사업보고서를 참고하여 다음 조건을 충족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

- ① 금융업에 속하거나 결산일이 12월 말인 기업이 아닌 기업을 제외
- ② 겸임을 측정할 수 없는 기업-연도 관찰치를 제외
- ③ 기타 실증분석에 필요한 자료를 입수할 수 없는 기업-연도 관찰치를 제외

3) 한국거래소 : <http://open.krx.co.kr/contents/OPN/01/01010201/OPN01010201.jsp>

금융업에 속하는 기업과 결산일이 12월 말인 기업을 표본에서 제외한 것은 금융업에 속하는 기업의 재무제표가 갖는 특성에 의해 변수 측정에 일관성에 영향을 줄 수 있기 때문이며 결산일이 다르므로 발생하는 분석 결과의 편의를 통제하기 위함이다. 이사회 자료와 재무자료는 TS 2000과 DataGuide의 자료를 이용하여 추출함과 동시에 전자공시시스템에서 제공하는 사업보고서를 추가 활용하였으나 자료의 누락이 있거나 흠결이 있는 관찰치는 제외하였다. 더하여 표본의 극단 값으로 인해 분석결과가 왜곡되는 오류를 방지하고자 연구모형의 주요 설명변수 값이 각각 상·하위 1% 범위 밖 기업 연도는 winsorizing을 통해 조정하였다.

〈표 1〉 표본 선정 과정

내 용	KOSDAQ
2011-2014 코스닥 상장기업	4,884
금융업에 속하거나 결산일이 12월 말인 기업	454
겸임 자료를 측정할 수 없는 기업-연도 관찰치	922
기타 실증분석에 필요한 자료를 입수할 수 없는 기업-연도 관찰치	229
최종 표본 기업-연도	3,279

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량과 상관관계분석

연구 표본의 주요 기술통계는 〈표 2〉와 같다.

본 연구에서 종속변수로 사용된 Q의 경우 코스닥 상장기업 표본에서도 평균과 중앙값이 크게 차이가 없는 것으로 나타났다. 기업 내 전체 이사 수 대비 겸임이사의 수를 나타내는 MDR_Total 변수의 평균값은 0.08로 이는 각 기업 전체 이사 중 약 8%의 인원이 타 기업에서 이사직을 겸임하고 있음을 보여준다. 사내이사 중 겸임하는 이사의 비율을 나타내는 MDR_Inside의 평균값은 0.09, 사외이사 중 겸임하는 이사의 비율을 나타내는 MDR_Outside의 평균값은 0.05로 사내이사의 겸임이 사외이사보다 많음을 알 수 있다. 전체

3,279개 기업-연도 중 겸임이사가 존재하는 기업은 총 842개로 코스닥 상장기업 중 약 26%의 기업이 겸임이사를 보유하고 있는 것으로 나타났다. 코스피 상장기업의 경우 약 48%의 기업에서 겸임이사를 보유하고 있던 것과 비교하여 다소 낮은 수치이다. 더하여 사내이사가 겸임하는 기업은 617개, 사외이사가 겸임하는 기업은 328개이며, 사내·사외이사 모두 겸임하는 기업은 103개이다.

기업규모(SIZE)는 평균이 18.34, 중앙값은 18.29로 나타났으며 부채비율(LEV)의 경우 평균과 중앙값 모두 0.42로 동일하였다. 영업현금흐름(CFO) 또한 평균과 중앙값 모두 0.05 이고, 총자산이익률(ROA)은 평균이 0.01, 중앙값이 0.03으로 평균과 중앙값 사이에 큰 차이가 없었다. 최대주주지분율(OWN)의 경우 평균이 0.38, 중앙값은 0.38로 같았으나 외국인지분율(FOR)은 평균이 0.04, 중앙값이 0.01로 상위 25% 구간에서 급격히 증가하는 모습을 보였다. 이사회규모(BOARDSIZE)의 평균은 1.66, 중앙값은 1.61로 나타났으며 4대 회계법인 감사 여부(BIG4)의 경우 평균이 0.46으로 전체 3,498개의 기업-연도 중 1,625개 기업-연도가 4대 회계법인의 감사를 받았음을 확인하였다. 적정 감사의견을 받았는지를 확인한 감사의견(OPINION) 변수는 평균 1, 중앙값 1로 7개의 기업을 제외하고 모두 적정의견이었다.

〈표 2〉 기술통계량 : KOSDAQ

stats	mean	sd	p1	p25	p50	p75	p99
Q	1.33	0.84	0.44	0.84	1.07	1.48	5.66
MDR_Total	0.08	0.15	0	0	0	0.13	0.67
MDR_Inside	0.09	0.21	0	0	0	0	1
MDR_Outside	0.05	0.16	0	0	0	0	1
SIZE	18.34	0.89	16.33	17.78	18.29	18.85	20.92
LEV	0.42	0.20	0.06	0.25	0.42	0.58	0.87
CFO	0.05	0.10	-0.26	-0.01	0.05	0.10	0.31
ROA	0.01	0.11	-0.50	-0.01	0.03	0.07	0.22
OWN	0.38	0.16	0.07	0.26	0.38	0.50	0.77
FOR	0.04	0.08	0	0	0.01	0.03	0.42
BOARDSIZE	1.66	0.29	0.69	1.61	1.61	1.79	2.40
BIG4	0.46	0.50	0	0	0	1	1
OPINION	1	0.04	1	1	1	1	1

〈표 3〉에서는 코스닥 상장기업을 대상으로 기업-연도의 산업별 분포와 주요변수 평균을 제시한다.

〈표 3〉 산업별 분포 및 평균 : KOSDAQ

산 업	N	Q	MDR(T)	MDR(I)	MDR(O)
식료품 제조업	53	1.06	0.08	0.13	0.01
의복, 의복액세서리 및 모피제품 제조업	32	0.94	0.11	0.20	0.05
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	32	0.73	0.07	0.09	0.00
화학물질 및 화학제품 제조업 ; 의약품제외	157	1.50	0.09	0.11	0.05
의료용물질 및 의약품 제조업	189	2.08	0.05	0.07	0.03
고무제품 및 플라스틱제품 제조업	92	0.97	0.04	0.04	0.03
비금속광물제품 제조업	43	1.01	0.09	0.12	0.03
1차금속 제조업	116	1.05	0.04	0.05	0.01
금속가공제품제조업 ; 기계 및 가구제외	110	1.01	0.07	0.07	0.06
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	713	1.16	0.08	0.10	0.05
의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	132	1.61	0.07	0.07	0.08
전기장비 제조업	114	1.01	0.07	0.08	0.05
기타기계 및 장비 제조업	353	1.26	0.05	0.05	0.05
자동차 및 트레일러 제조업	150	0.92	0.05	0.04	0.06
기타운송장비 제조업	41	1.19	0.06	0.07	0.05
종합 건설업	47	0.84	0.05	0.07	0.01
전문직별 공사업	40	1.00	0.01	0.02	0.00
도매 및 상품 중개업	200	1.36	0.07	0.09	0.02
소매업 ; 자동차제외	33	1.36	0.08	0.04	0.13
출판업	265	1.71	0.15	0.19	0.06
영상·오디오기록물제작 및 배급업	68	1.94	0.09	0.13	0.03
방송업	31	1.02	0.08	0.13	0.00
통신업	32	1.25	0.12	0.10	0.11
컴퓨터프로그래밍, 시스템통합 및 관리업	68	1.19	0.09	0.09	0.08
정보 서비스업	57	1.85	0.15	0.16	0.12
연구개발업	37	3.05	0.04	0.04	0.03
건축기술, 엔지니어링 및 기타과학기술 서비스업	30	1.24	0.11	0.15	0.06
사업지원 서비스업	44	1.32	0.06	0.03	0.10
계	3,279	1.31	0.08	0.09	0.05

코스피 상장기업의 산업별 분포와 비교하여 큰 차이는 없으나 ‘전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업’의 비중이 다소 높았다. 전체 이사 겸임 비율이 높은 상위 3개 산업은 ‘전문 서비스업’, ‘출판업’, ‘정보 서비스업’ 순으로 사내이사의 겸임 비율 순위도 이와 같으며 사외이사의 겸임 비율은 ‘전문 서비스업’, ‘교육 서비스업’, ‘소매업’ 순으로 나타났다.

〈표 4〉는 분석에 사용된 변수 사이의 상관관계를 분석한 결과이다. 〈표 4〉 하단의 pearson 상관관계분석 결과 기업가치를 나타내는 Q와 전체 겸임이사 비율을 나타내는 MDR_Total 변수는 상관계수 0.04로 유의한 양(+)의 상관관계를 확인하였다. 사내이사의 겸임을 나타내는 MDR_Inside와 사외이사의 겸임을 나타내는 MDR_Outside의 경우 각각 상관계수 0.02, 0.03으로 양(+)의 상관관계를 보여주었으나 MDR_Outside 변수만 유의한 결과를 보여주었다. 코스닥 상장기업의 경우 겸임이사 변수 모두 기업가치와 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타나 명성가설에 따른 설명이 의미 있을 것으로 예상된다. 〈표 4〉 상단의 spearman 상관관계분석도 pearson 상관관계와 크게 다르지 않은 결과를 확인하였다.

기타 통제변수에 대해서는 기업가치, 부채비율, 총자산이익률, 최대주주지분율이 높을수록 기업가치와 음(-)의 유의한 상관관계를 보여주었으나 반대로 외국인지분율과 이사회 규모는 기업가치와 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주었다. 그 외 영업현금흐름, 4대 회계법인 감사여부 및 감사의견 적정 여부는 기업가치와 유의한 상관관계를 보여주지 못하였다.

〈표 4〉 상관관계분석 : KOSDAQ

	Q	MDR (T)	MDR (I)	MDR (O)	SIZE	LEV	CFO	ROA	OWN	FOR	BOARD SIZE	BIG4	OPINION
Q	1	0.03 [*]	0.02	0.03	-0.14 ^{***}	0.00	0.04 [*]	0.08 ^{***}	-0.22 ^{***}	0.24 ^{***}	0.09 ^{***}	0.08 ^{***}	-0.03 [*]
MDR (T)	0.04 ^{***}	1	0.85 ^{***}	0.54 ^{***}	0.13 ^{***}	0.00	0.01	-0.03	-0.05 ^{***}	0.06 ^{***}	0.09 ^{***}	0.06 ^{***}	-0.01
MDR (I)	0.02	0.89 ^{***}	1	0.11 ^{***}	0.11 ^{***}	-0.02	0.01	-0.04 [*]	-0.05 ^{***}	0.05 ^{***}	0.09 ^{***}	0.03 [*]	-0.01
MDR (O)	0.03 [*]	0.49 ^{***}	0.11 ^{***}	1	0.09 ^{***}	0.05	-0.00	-0.02	-0.02	0.06 ^{***}	0.08 ^{***}	0.07 ^{***}	-0.01
SIZE	-0.16 ^{***}	0.10 ^{***}	0.11 ^{***}	0.0 ^{***}	1	0.29 ^{***}	0.10	0.09 ^{***}	0.18 ^{***}	0.33 ^{***}	0.22 ^{***}	0.15 ^{***}	0.04 ^{***}
LEV	-0.12 ^{***}	-0.02	-0.02	0.03 ^{**}	0.28 ^{***}	1	-0.25 ^{***}	-0.42 ^{***}	-0.09 ^{***}	-0.15 ^{***}	0.06 ^{***}	-0.03 [*]	-0.03 [*]
CFO	0.00	0.01	0.01	-0.00	0.12 ^{***}	-0.22 ^{***}	1	0.55 ^{***}	0.12 ^{***}	0.15 ^{***}	-0.02	0.11 ^{***}	0.02
ROA	-0.04 ^{***}	-0.04 ^{***}	-0.05 [*]	-0.03 [*]	0.18 ^{***}	-0.35 ^{***}	0.51 ^{***}	1	0.20 ^{***}	0.20 ^{***}	-0.08 ^{***}	0.11 ^{***}	0.06 ^{***}
OWN	-0.17 ^{***}	-0.06 ^{***}	-0.05 ^{***}	-0.03	0.19 ^{***}	-0.08 ^{***}	0.12 ^{***}	0.22 ^{***}	1	-0.09 ^{***}	-0.07 ^{***}	0.13 ^{***}	0.01
FOR	0.12 ^{***}	-0.02	-0.02	-0.00	0.24 ^{***}	-0.14 ^{***}	0.15 ^{***}	0.15 ^{***}	0.02	1	0.17 ^{***}	0.07 ^{***}	0.03
BOARD SIZE	0.07 ^{***}	0.03	0.05 ^{***}	0.03 [*]	0.24 ^{***}	0.06 ^{***}	-0.03 [*]	-0.06 ^{***}	-0.06 ^{***}	0.17 ^{***}	1	0.04 ^{**}	0.02
BIG4	0.03	0.05 ^{***}	0.05 [*]	0.06 ^{***}	0.18 ^{***}	-0.03 [*]	0.11 ^{***}	0.09 ^{***}	0.14 ^{***}	0.13 ^{***}	0.03 ^{**}	1	0.03 [*]
OPINION	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.04 ^{**}	-0.04 ^{**}	0.04 ^{**}	0.09 ^{***}	0.02	0.02	0.02	0.03 [*]	1

주1) “*”은 $p < 0.10$, “**”은 $p < 0.05$, “***”은 $p < 0.01$ 수준에서 유의함

4.2 회귀분석 결과

〈표 5〉의 (1)열에서는 코스닥 상장기업의 겸임이사 존재 유무가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 식(1)에 의한 OLS 회귀분석 결과를 제시한다.

〈표 5〉 겸임이사 존재와 기업가치 사이의 관계 : KOSDAQ-OLS

종속변수 : Tobin's $Q_{i,t}$	(1)	(2)	(3)
MDD_Total	0.066** (2.09)		
MDD_Inside		0.029 (0.82)	
MDD_Outside			0.086* (1.90)
SIZE	-0.152*** (-8.10)	-0.148*** (-7.89)	-0.149*** (-7.98)
LEV	-0.199*** (-2.51)	-0.204*** (-2.56)	-0.213*** (-2.69)
CFO	0.065 (0.39)	0.067 (0.40)	0.066 (0.40)
ROA	-0.080 (-0.51)	-0.090 (-0.57)	-0.091 (-0.58)
OWN	-0.678*** (-7.70)	-0.686*** (-7.79)	-0.686*** (-7.80)
FOR	1.534*** (7.95)	1.520*** (7.87)	1.515*** (7.87)
BOARDSIZE	0.201*** (4.12)	0.205*** (4.21)	0.204*** (4.18)
BIG4	0.043 (1.55)	0.046 (1.61)	0.043 (1.51)
OPINION	-0.244 (-0.80)	-0.245 (-0.81)	-0.245 (-0.81)
Year dummy	YES	YES	YES
Industry dummy	YES	YES	YES
N	3279	3279	3279
Adj R^2	0.11	0.11	0.11
F-Statistics	21.95***	21.75***	21.90***
D-W	1.95	1.94	1.95

분석결과, 겸임이사의 존재 유무는 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. (2)열 사내이사의 겸임은 유의한 결과를 보여주지 않았으나 (3)열 사외이사의 겸임은 기업가치에 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다.

〈표 6〉은 코스닥 상장기업의 겸임이사 비율이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 OLS 분석한 결과이다.

〈표 6〉 겸임이사 비율과 기업가치 사이의 관계 : KOSDAQ-OLS

종속변수 : Tobin's Q_{it}	(4)	(5)	(6)
MDR_Total	0.133 (1.46)		
MDR_Inside		0.051 (0.79)	
MDR_Outside			0.128 (1.49)
SIZE	-0.151*** (-7.99)	-0.148*** (-7.87)	-0.148*** (-7.93)
LEV	-0.201*** (-2.52)	-0.204*** (-2.57)	-0.211 (-2.66)
CFO	0.064 (0.38)	0.067 (0.40)	0.068 (0.41)
ROA	-0.082 (-0.52)	-0.092 (-0.59)	-0.092 (-0.59)
OWN	-0.681*** (-7.73)	-0.686*** (-7.79)	-0.686*** (-7.80)
FOR	1.531*** (7.92)	1.521*** (7.87)	1.517*** (7.87)
BOARDSIZE	0.209*** (4.29)	0.208*** (4.26)	0.207*** (4.25)
BIG4	0.045 (1.59)	0.046 (1.61)	0.044 (1.54)
OPINION	-0.241 (-0.79)	-0.244 (-0.81)	-0.246 (-0.81)
Year dummy	YES	YES	YES
Industry dummy	YES	YES	YES
N	3279	3279	3279
Adj R^2	0.11	0.11	0.11
F-Statistics	21.82***	21.74***	21.83***
D-W	1.95	1.94	1.94

전체 이사의 겸임률을 나타내는 MDR_Total 변수의 경우 계수 값 0.133으로 기업가치와 유의한 관계를 확인하지 못하였다. 사내이사의 겸임률을 나타내는 MDR_Inside 변수의 경우 상관관계분석에서와 마찬가지로 기업가치와 유의한 결과를 보여주지 못하였고 사외이사의 겸임을 나타내는 MDR_Outside 또한 계수 값 0.128로 기업가치와 유의한 관계를 보여주지 못하여 코스닥 상장기업의 경우 이사의 겸임이 기업가치에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 해석할 수 있다.

앞선 식(1)과 (2)의 분석에서 사외이사의 겸임은 기업가치와 양(+)의 관련이 있으나 더미변수와 비율변수에 따라 유의확률에 차이가 있음을 확인하였다. 그러나 Ferris et al., (2003)의 연구에서 확인된 바와 같이 기업성능과 이사가 보유한 외부 직책의 수에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 있다. 더하여, 명성가설에 따라 겸임이사의 정보력, 네트워크 효과를 극대화하기 위해서는 기업가치가 높은 기업의 이사로 활동하는 자를 임명하는 것이 효과적이다.

Lei and Deng(2014)의 연구에서 밝힌 바와 같이 여러 나라의 정부들이 사외이사의 비율을 늘리도록 압박하여 기업들이 검증된 사외이사 확보 문제에 직면하고 있다면 이미 기업가치가 높은 기업에서 이사직을 수행하는 자를 임명할 가능성이 크다. 이에 따라 본 연구에서는 기업가치와 겸임이사 변수 사이에 내생성이 존재할 수 있다고 보아 Hausman(1978) test를 수행하였다. 그 결과 통계량은 4.9048, p-value가 0.026으로 0.05보다 작아 내생변수가 존재하는 것을 확인하였으며 이에 따라 식 (3)과 (4)를 활용하여 2SLS 분석을 수행하였다.

$$\begin{aligned} MDR(T, I, O)_{i,t} = & \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 FOR_{i,t} \\ & + \beta_7 BOARDSIZE_{i,t} + \beta_8 BIG4_{i,t} + \beta_9 OPINION_{i,t} \\ & + \beta_{10} Instrumental(Total, Inside, Outside) \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Adj_MDR(Total, Inside, Outside)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} \\ & + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 OWN_{i,t} + \beta_7 FOR_{i,t} + \beta_8 BOARDSIZE_{i,t} \\ & + \beta_9 BIG4_{i,t} + \beta_{10} OPINION_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

2SLS 분석 결과는 <표 7>에서 제시한다. 먼저 (7)열을 보면 전체 이사 중 겸임이사의 비율을 나타낸 Adj_MDR_Total 변수의 결과를 확인할 수 있다. 분석 결과 계수 값 -1.826으로 기업가치와 음(-)의 방향으로 5% 수준에서 유의한 결과를 나타내었다.

〈표 7〉 겸임이사 비율과 기업가치 사이의 관계 : KOSDAQ-2SLS

종속변수 : Tobin's $Q_{i,t}$	(7)	(8)	(9)
Adj_MDR_Total	-1.826** (-1.93)		
Adj_MDR_Inside		-0.938 (-1.48)	
Adj_MDR_Outside			-2.343*** (-2.88)
SIZE	-0.081** (-2.08)	-0.099*** (-2.70)	-0.116*** (-5.04)
LEV	-0.343*** (-3.16)	-0.316*** (-2.91)	-0.197** (-2.24)
CFO	0.142 (0.78)	0.117 (0.67)	0.101 (0.54)
ROA	-0.353* (-1.67)	-0.261 (-1.34)	-0.254 (-1.40)
OWN	-0.824*** (-7.10)	-0.777*** (-7.21)	-0.771*** (-7.59)
FOR	1.217*** (4.78)	1.294*** (5.25)	1.381*** (6.32)
BOARDSIZE	0.187*** (3.54)	0.208*** (4.14)	0.219*** (4.04)
BIG4	0.054* (1.76)	0.046 (1.55)	0.082** (2.41)
OPINION	-0.361 (-1.10)	-0.336 (-1.06)	-0.301 (-0.89)
N	3279	3279	3279
Wald χ^2	408.46***	431.87***	378.12***

(8)열의 사내이사 겸임 비율 변수인 Adj_MDR_Inside의 경우는 기존 OLS 분석과 마찬가지로 유의한 결과는 보여주지 못하였지만 계수 값 -0.938로 계수 값의 부호가 변하였다. 사외이사 겸임 비율 변수인 Adj_MDR_Outside는 계수 값 -2.343으로 1% 수준에서 기업 가치와 유의한 음(-)의 관계에 있음을 확인하였다. 이상 세 변수 모두 기업가치가 이사의 겸임에 미치는 영향을 배제하기 전과 후의 결과가 달라짐을 볼 수 있다. 이는 앞서 코스피 상장기업을 대상으로 한 연구와 마찬가지로 기업가치가 높은 기업의 이사들이 그렇지 않은

기업의 사외이사보다 겸임 가능성이 높기 때문으로 해석하였다. 한국거래소에서는 코스닥 시장에 대해 기술주 중심시장으로서 고부가가치 업종의 상장이 확대되고 있으며 중소기업 주 중심 시장의 특성을 고려하여 코스피 시장보다 완화된 진입요건을 갖추었다고 밝히고 있다⁴⁾. 상장심사 시 기업의 미래 성장 잠재력 고려, 질적 심사 항목의 축소, 기술성장기업(벤처기업)의 특성을 고려한 특례상장요건 등의 도입은 성장 잠재력이 높은 기업의 상장을 쉽게 하였으나 반대로 상장폐지 위험도 함께 증가하였다. 또한 코스닥시장의 활발한 개인투자자 매매는 거래회전을 및 변동성을 높여 코스피 시장보다 시장 안정성이 떨어지는 위험을 발생시킨다.

각 시장의 상장요건과 상장폐지요건의 차이에서 발생하는 시장 위험뿐만 아니라 실제 발생한 상장폐지 실질심사 사유 발생 건수를 보면, 코스닥 시장의 경우 2011년부터 2017년까지 분석회계 및 횡령·배임으로 심사 사유가 발생한 종목은 105개로 같은 기간 코스피 시장의 38개와 비교하여 2배가 넘는다. 이에 따라 코스닥 시장이 갖는 시장 위험과 연구 표본 기간 내 코스닥 상장기업의 상장폐지 실질심사 사유 발생 건수 및 사유별 발생현황⁵⁾을 종합적으로 볼 때 사외이사가 겸임을 하여 발생하는 부정적인 효과가 더욱 강하게 나타나는 것으로 판단한다.

V. 결 론

본 연구에서는 1인의 이사가 수개의 기업에서 이사로 활동하는 ‘이사직 겸임’을 활용하여 사외이사의 업무 충실성을 측정하였다. 이를 위해 사외이사의 이사직 겸임에 대한 두 가지 가설을 바탕으로 겸임이사의 존재, 비율에 따른 기업가치 변화를 코스닥 상장기업을 대상으로 분석하였다. 분석결과, 이사의 겸임여부 활용한 OLS분석에서는 사외이사의 이사직 겸임이 기업가치와 양(+)의 유의한 관계에 있었으나 이사의 겸임비율을 활용한 OLS 분석에서는 기업가치와 양(+)의 관계에 있었으나 유의한 결과를 보여주지 못하였다. 그러나 내생성

4) 한국거래소 <http://open.krx.co.kr/contents/OPN/01/01010202/OPN01010202.jsp>

5) 횡령배임 54건, 회계처리 기준위반 22건, 자본잠식 사유해소 8건, 영업정지 10건, 경영권 변동 14건, 기타 12건이며 최종 상장폐지 기업은 38개이다. <http://www.krx.co.kr>

제거를 위해 시도한 2SLS 분석에서는 사외이사의 겸임 비율이 기업가치와 유의한 음(-)의 관련이 있음을 확인하였다.

본 연구의 분석결과가 코스피 기업을 연구 대상으로 하였던 선행연구(박정환과 이균봉 2017)의 결과와 다소 차이를 보인 것은 코스닥 상장기업의 상장 및 상장폐지요건과 실제 발생한 상장폐지 실질심사 사유 발생 건수를 근거로 코스닥 시장이 갖는 시장위험과 높은 거래회전을, 변동성이 사외이사의 겸임으로 인한 부정적인 영향을 강하게 하기 때문인 것으로 해석하였다.

본 연구는 사외이사의 이사직 겸임 정보가 사외이사의 업무충실성을 나타내는 새로운 지표로서 활용될 가능성을 제시한다. 현재 한국기업지배구조원의 지배구조평가를 비롯한 여러 지배구조 관련 지표에서 사외이사의 비율을 활용하고 있지만 사외이사가 이사회 내에서 발휘하는 영향력에 대한 의문이 지속적으로 제기되고 있는 상황에서, 이사회 내 사외이사의 비율은 그 의미가 퇴색된다고 볼 것이다. 본 연구 결과를 포함한 향후 사외이사의 이사직 겸임에 대한 정보를 통해 회계정보이용자들이 사외이사의 활동, 나아가 이사회의 활동을 보다 직관적으로 판단하고 나아가 의사결정에 적극 활용할 수 있을 것으로 기대한다.

그러나 등기 이사들의 이사회 내 영향력 측면에서 볼 때, 사내이사의 이사직 겸임이 사외이사의 이사직 겸임보다 기업가치에 미치는 영향이 더 클 것으로 기대됨에도 유의하지 못한 결과를 얻은 것에 대해서는 조금 더 정교한 분석 모형을 통해 추가분석이 수행되어야 할 것으로 판단한다. 더하여, 본 연구는 기업 내 이사가 다른 기업의 이사로 등기되어있는지 여부에 따라 겸임을 측정하였을 뿐 이사직 겸임의 형태(사내이사+사내이사, 사내이사+사외이사, 사외이사+사외이사)를 고려하여 이를 구분하지는 않았다. 향후 연구에서 이를 고려한다면 이사의 겸임과 관련한 연구에 있어 발전된 의의를 제시할 수 있을 것으로 기대한다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 강정연, 고종권. (2014). 기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향. *회계학연구*, 39(1), 147 - 183.
- 김지엽, 김 용. (2014). B 회사의 상장폐지 사례연구 : 타법인주식 취득에 관한 주식가치평가와 회계 및 감사이슈를 중심으로. *회계연구*, 16(2), 125 - 142.
- 김창수. (2006). 한국의 사외이사제도 도입과 기업가치. *재무연구*, 19(2), 105 - 153.
- 나 영, 박장미. (2011). 특허권 취득공시의 가치관련성에 따른 시장별 차이분석 : 코스피와 코스닥을 중심으로. *회계정보연구*, 29(1), 97 - 132.
- 나 영, 육지훈. (2013). 기업분할공시의 정보전이효과 및 특성변수의 시장별 차이분석. *회계연구*, 18(3), 49 - 93.
- 남현정. (2013). 기업가치 결정요인으로서 겸임이사. *산업경제연구*, 26(6), 2799 - 2825.
- 박정환, 이균봉. (2017). 등기이사의 이사직 겸임과 기업가치. *회계정보연구*, 35(3), 1 - 27.
- 박종일. (2004). 이사회 구성과 기업가치. 한국회계학회 학술연구발표회 논문집, 874 - 919.
- 박현준, 신현한, 최원수. (2004). 한국기업의 대리인 비용과 기업가치. *경영학연구*, 33(2), 655 - 682.
- 변혜영. (2012). 코스닥 기업의 대주주 지분이 기업 가치에 미치는 영향 : 비선형적 접근. *국제회계연구*, 45, 51 - 78.
- 서정일, 이경환, 남윤성. (2011). 신규 사외이사 임명에 관한 연구 : 사외이사제도 도입에 대한 최고경영자의 decoupling 행위를 중심으로. *조직과 인사관리연구*, 35(2), 103 - 129.
- 안윤영, 신현한, 장진호. (2005). 외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계. *회계학연구*, 30(4), 109 - 131.
- 염지인, 손성규. (2013). 코스닥시장에서의 상장폐지위험과 이익조정. *회계학연구*, 38(4), 1 - 30.
- 유병원, 변혜영. (2016). 상장폐지 기업의 대주주지분과 정보환경에 관한 연구 : 코스피와 코스닥 차이분석. *회계정보연구*, 35(4), 627 - 659.
- 차운아. (2013). 이사회 규모 및 다양성과 기업성과 : 미국기업과 일본기업의 비교. *경제연구*, 31(4), 157 - 178.
- 최정호, 김명서, 홍수희. (2013). 이사회 특성과 투자효율성. *국제회계연구*, 50, 369 - 398.

〈외국문헌〉

- Agrawal, A. and Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency

- problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377 – 397.
- Baysinger, B. D. and Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors : Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101 – 124.
- Beatty, R. P. and Zajac, E. J. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing : A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39(2), 313 – 335.
- Bhagat, S. and Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 921 – 963.
- Carpenter, M. A. and Westphal, J. D. (2001). The Strategic Context of External Network Ties : Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision making. *Academy of Management Journal*, 44(4), 639 – 660.
- Conger, J. A., Finegold, D. and Lawler, E. E. (1998). Appraising boardroom performance. *Harvard Business Review*, 76, 136 – 164.
- Conyon, M. J. and Read, L. E. (2006). A model of the supply of executives for outside directorships. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 645 – 659.
- Core, J. E., Holthausen, R. W. and Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371 – 406.
- Cordeiro, J., Veliyath, R. and Erasmus, E. (2000). An empirical investigation of the determinants of outside director compensation. *Corporate Governance : An International Review*, 8(3), 268 – 279.
- Dahya, J., Dimitrov, O. and McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value : A cross – country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73 – 100.
- Dass, N., Kini, O., Nanda, V., Onal, B. and Wang, J. (2013). Board expertise : Do directors from related industries help bridge the information gap?. *The Review of Financial Studies*, 27(5), 1533 – 1592.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation : An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1 – 36.

- Denis, D. K. and McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1 – 36.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301 – 325.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M. and Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of finance*, 58(3), 1087 – 1111.
- Fich, E. M. and Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors?. *The Journal of Finance*, 61(2), 689 – 724.
- Fields, M. A. and Keys, P. Y. (2003). The emergence of corporate governance from Wall St. to Main St. : Outside directors, board diversity, earnings management, and managerial incentives to bear risk. *Financial Review*, 38(1), 1 – 24.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica : Journal of the Econometric Society*, 1251 – 1271.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 101 – 112.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831 – 880.
- Jiraporn, P., Kim, Y. S. and Davidson, W. N. (2008). Multiple Directorships and Corporate Diversification. *Journal of Empirical Finance*, 15(3), 418 – 435.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *The Journal of Law and Economics*, 41(1), 275 – 304.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375 – 400.
- Lei, A. C. and Deng, J. (2014). Do multiple directorships increase firm value? Evidence from independent directors in Hong Kong. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(2), 121 – 181.
- Lipton, M. and Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 59 – 77.
- Loderer, C. and Peyer, U. (2002). Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices. *European Financial Management*, 8(2), 165 – 192.
- Lorsch, J. W. and MacIver, E. (1989). Pawns or Potentates : The Reality of America's

- Corporate Boards. *Harvard Business Review Press*.
- Mace, M. L. (1971). Directors : Myth and reality. *Harvard Business Review Press*.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation : An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293 – 315.
- Rosenstein, S. and Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175 – 191.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461 – 488.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113 – 142.
- Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139 – 160.
- Yermack, D. (1996.) Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185 – 211.

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

The Effect of Outside Director with Multiple Directorships on the Firm Value

Park, Jeong - Hwan^{*} · Ji, Sang - Hyun^{**}

The study on the Effects of multiple directorships on firm value is divided into the reputation hypothesis and busyness hypothesis and does not show consistent results. But busyness hypothesis is more supportive today. This is because outside directors do not spend enough time to monitor facing issues. While there is a lively discussion abroad about the multiple directorships, but there is not much research in Korea. Thus, based on two assumptions about the multiple directorships, this study analyzed changes in the value of a company listed on the KOSDAQ according to the presence and ratio of directors with multiple directorships.

To accomplish this, I defined the person appointed as a director in two or more companies as the 'director with multiple directorships'. Tobin's Q is used as a proxy variable for firm value.

As a result of the analysis, the OLS analysis showed a significant positive relationship between the value of the firm and the multiple directorships. The 2SLS analysis that attempted to eliminate the endogeneity between the firm value and multiple directorships. It was confirmed that there is a significant negative correlation between the firm value and the multiple directorship.

Key words : Outside director, Multiple directorship, Board of directors, Firm value

* Assistant Professor, Busan University of Foreign Studies, First Author, e-mail : 20196010@bufs.ac.kr

** Assistant Professor, Baekseok University, Corresponding Author, e-mail : shji@bu.ac.kr