

# Dissent in Director Elections, Board Effectiveness, and Firm Value\*

## 이사 후보에 대한 의결권 반대 사유와 이사회 효율성 및 기업가치와의 관계

Yoona Lee(First Author)

Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability(KCGS)  
([yoonalee@cgs.or.kr](mailto:yoonalee@cgs.or.kr))

Jiyeon Lee(Corresponding Author)

Yonsei University  
([jiyeonlee@yonsei.ac.kr](mailto:jiyeonlee@yonsei.ac.kr))

.....

We examine the relationship between dissent in director elections and board effectiveness. In our analysis, we categorize reasons for dissenting in board votes into prior irresponsible behavior, lack of independence, lack of past attendance, and serving on multiple board seats. We find that having a director who faced dissent on a board of directors reduces board effectiveness, especially in cases involving inside directors who have prior irresponsible behavior on their records, inside directors who serve on multiple boards, and outside directors who lack independence. Moreover, having a director who faced dissent on a board is negatively associated with corporate value. We also find that having a nominating committee that is composed only of outside directors has a moderating effect on this negative association between dissent in director elections and board effectiveness(firm value). We find similar results in an analysis of proxy-voting advice offered by an advisory firm. Our results suggest the importance of incorporating a wider range of board-member characteristics beyond such commonly used measures as outside director ratios and gender diversity.

Key Words: Director elections, Board of directors, Board effectiveness, Firm value

.....

### 1. 서론

국내 상장기업은 상법 제382조에 근거하여 등기 임원 즉, 이사의 선임을 주주총회에서 안건으로 상정하여 주주의 승인 절차를 거쳐야 한다. 이 외에도

채무제표 승인, 정관 변경, 이사 및 감사 보수한도 승인 등이 주요 부의안건으로 상정된다. 이러한 과정에서 기관투자자를 비롯한 외부 주주는 해당 기업의 이사회 구성과 주요 의사결정에 대해 각자의 이해와 반하는 안건에 반대 의견을 개진하여 지배주주 및 경영진을 견제할 수 있다. 다만, 국내 상장기업의

Submission Date: 07. 11. 2022 Accepted Date: 08. 23. 2022

\* This research is supported by Yonsei Business Research Institute(YBRI) Research Fund (in 2021).

소유구조 현실을 고려할 때 외부주주가 의결권의 반대 행사를 하더라도 실제 해당 안건이 부결로 이어지는 사례는 극히 소수에 불과하다.<sup>1)</sup> 또한 해외에서 관측되는 외부 투자자에 의한 주주참여(shareholder engagement) 활동과 국내 주주권 행사 현황을 비교하면 구체적인 주주활동 수단 및 주제 유형, 참여 주제, 적극성, 최종 성공 비율 등 질적인 측면에서도 차이가 뚜렷하게 확인된다. 국내 주주활동은 의결권 행사(proxy voting)와 일부 주주제안(shareholder proposal)에 집중되어 있다보니 주주총회 안건 상정과 연계된 지배구조 관련 주제로 국한된 경향이 있다.<sup>2)</sup> 반면, 해외에서는 환경·사회적 이슈를 고려한 행동주의 캠페인(activist campaign)이 다른 투자자들의 지지를 이끌어내고 실제 유의미한 성과를 보여주고 있다. 따라서 현재 국내 자본시장에서의 주주권 행사 효과는 직접적이라기보다 투자기업의 지배구조 개선을 유도하는 간접적 효과로 간주하는 것이 타당하다.

2013년 5월 28일, 자본시장법 개정안에 따라 집합투자업자는 매년 4월 30일까지 직전연도 4월 1일부터 1년간 투자기업에 대해 의결권을 행사한 구체적인 내용과 그 사유를 기재해야 한다는 추가 공시 의무가 발생한 바 있다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제87조 제8항). 이는 기관투자자 스스로의 결권 행사 관련 정보를 투명하게 공시하여 개별 안

건에 대한 의결권을 충실하게 행사하도록 수탁자 책임을 강화하기 위한 취지로, 단순 행사방향 뿐만 아니라 반대 사유를 공시하도록 함으로써 타 기관투자자 및 소액주주에게 안건의 적정성을 판단할 수 있는 척도를 제공한다.<sup>3)</sup>

본 연구에서는 의결권 반대 사유 공시정보를 활용하여 2014년부터 2019년까지 국내 유가증권시장 상장기업의 주주총회에 상정된 전체 이사 선임 안건에 초점을 맞춰, 기관투자자로부터 반대 의결권 행사를 받은 후보가 이사회 구성원으로 재직하는 경우 해당 기업의 이사회 효율성(board monitoring effectiveness) 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 만약 이사 후보가 기관투자자로부터 반대 의견을 받은 이력이 있다면, 해당 후보는 이사회 구성원으로 견제·감독 기능을 충실히 수행하지 못할 우려가 있을 것으로 예상된다. 달리 말해, 기관투자자가 반대 투표의사를 밝힌 이사 후보가 부결되지 않고 이사회에 참여하는 것은 해당 기업의 외부 모니터링 체계가 제대로 작동하지 않고 있을 가능성을 시사한다(Aggarwal et al., 2019).

특히 이사회 내에서도 사외이사는 사내이사에 비해 외부 일반주주들의 이익을 보호하기 위해 경영진과 지배주주를 독립적이고 효율적으로 감시할 인센티브를 가지고 있으며 개별 사외이사의 독립성은 모니터링 체계의 효율성을 결정하는 중요한 요인이다(Fama,

- 1) 2021년 정기 주주총회 기준, 국민연금이 국내 주식투자 기업을 대상으로 반대 행사한 총 안건 대비 부결 비율은 3.67% 수준이다. 주주제안 부결 안건 8건을 제외한 경영진 안전건의 부결 비율은 2.43%이다. 특히 객관적인 공시정보로 확인 가능한 부결 사유에 따르면 의결 정족수 부족이 다수를 차지하고 있어, 외부주주에 의한 모니터링 측면의 표대결 결과로 해석하기 어려운 측면이 있다.
- 2) 최근 들어 국내 상장기업을 대상으로 한 기관투자자의 주주활동 유형 및 범위도 점차 다변화하고 있다. 국내 대표 연기금인 국민연금 기금은 2021년 기준, 투자기업 145개사를 대상으로 총 292건의 비공개 서한발송 및 면담(배당정책 관련 공개서한 1건)을 수행하였다. 2022년 주주총회에서는 네덜란드 연기금인 APG(All Pension Group)에서 국내 10개 대기업(Focus 10)을 상대로 환경 리스크 대응 관련 주주서한을 발송하였으며, 산업재해 등 ESG 리스크가 발생한 국내 기업을 대상으로 안전경영 강화 내용의 정관변경 주주제안을 진행한 바 있다.
- 3) 적극적 감시자 가설(active monitor hypothesis)에 따르면 주식을 장기 또는 대량 보유하는 외부 기관투자자는 소액주주에 비해 기업 내부정보에 대한 접근이 상대적으로 용이하고 분석능력 측면에서도 우위에 있어 전문적 투자자(informed investor)로 분류할 수 있다. 즉, 기관투자자는 경영진 규율 역할을 효율적으로 수행할 수 있는 위치에 있다는 점에서 소액주주의 대리인 역할을 기대할 수 있다(Grossman and Hart, 1980; Barclay and Holderness, 1989).

1980; Fama and Jensen, 1983; Rosenstein and Wyatt, 1990). 이에 국내 상장기업의 경우 법적으로 사외이사 비율은 이사 총수의 1/4 이상으로 구성하여야 하며 최근 사업연도 말 기준 자산총액이 2조원 이상에 해당하는 상장기업은 이사 총수의 과반수가 되도록 3명 이상의 사외이사를 선임하게 규정되어 있다(상법 제542조의8 제1항). 또한 사외이사 선임 과정에서의 독립성을 확보하기 위한 취지로 자산총액 2조원 이상의 상장기업은 사외이사후보추천위원회를 의무 설치하고 사외이사가 전체 위원의 과반수가 되도록 구성하여야 한다(상법 제542조의8 제4항). 이와 같이 국내에서는 이사회 또는 위원회의 구성요건에 대해 사외이사가 차지하는 비율을 법적 기준으로 상향 권고하고 있으며 독립성, 다양성 요건 강화에 관한 법제도적 개선도 지속적으로 이루어지고 있다.

본 연구에서는 기관투자자의 의결권 반대 사유 공시정보 분석을 통해 법적 제재 또는 기업가치 훼손 이력이 있거나 과도한 견적을 하는 사내이사, 그리고 이해관계와 장기채적으로 인해 독립성 우려가 예상되는 사외이사의 이사회 참여는 이사회실질적인 운영 수준과 평가결과에 부정적인 영향을 미침을 발견하였다. 반면, 직전 임기에서 저조한 이사회 참석률을 보여 반대 의견을 받은 사외이사 후보의 재직은 이사회 효율성 평가지표 및 기업가치변수와 유의한 관계를 보이지 않았다.

또한 국내 상장기업에서 사외이사후보추천위원회 도입의 실효성을 확인하기 위해 해당 위원회의 설치여부와 구성의 독립성과 관련된 변수를 사용하여 추가적인 상호작용 효과를 분석하였다. 분석 결과, 단순히 위원회를 형식적으로 도입하는 것보다 위원회 구성 측면에서 실질적인 독립성을 확보하였을 때 부적격 사외이사 재직에 의한 부정적 효과를 희석시켜

이사회실질적인 운영에 긍정적임을 확인하였다. 이는 사외이사 선임 과정이 지배주주와 경영자의 영향력으로부터 독립되어 있으면, 기존에 부적격 반대사유가 있었던 사외이사의 모니터링 기능과 이사회 전반의 지배구조 개선을 유도하는 효과가 있음을 시사한다. 즉, 사외이사후보추천위원회의 구성 형태에 따라 과거 기관투자자로부터 반대 의견을 받은 이사 후보의 이사회 참여가 이사회 효율성 및 기업가치에 미치는 영향이 차별적임을 의미한다.

이사회 특성에 대한 다수의 선행연구에서는 개별 이사의 임기, 성별, 나이, 학력, 과거 경력 등에 대한 정보를 각각 변수화하여 분석하고 있다. 주로 활용되는 변수를 살펴보면 구조적(structure)인 측면에서 독립성, 다양성, 전문성, 그리고 행태적(behavior)인 측면에서 이사회 또는 위원회 내 활동성 수준을 측정하고 있는 것으로 확인된다. 그러나 단순 이사회 구성과 관련된 정량 지표만으로 분석한 선행연구에서는 혼재된 결과를 보고하고 있는데, 이는 해당 지표가 실질적인 독립성과 효율적인 운영에 미치는 영향을 검증하는 변수로 다소 한계가 있기 때문일 수 있다(Agrawal and Knoeber, 1996; Beasley, 1996; Rosenstein and Wyatt, 1990; Hermalin and Weisbach, 1991; Bhagat and Black, 2002; Dahya et al., 2008). 따라서 본 연구에서는 개별 이사 후보에 대해 최초 또는 재선임 당시 국내 기관투자자들이 판단한 후보의 적격성 여부를 변수화하였으며, 부적격 사유 유형별로 이사회 효율성과의 연관성을 분석한 결과를 제공한다. 이 점에서 의의가 있다.

또한 본 연구에서 사용한 기관투자자의 의결권 반대 사유 공시정보는 선임 시점에 객관적이고 전문적인 분석 기준에 근거하여 도출된 각 이사 후보의 적격 여부 및 부적격 사유를 유형화할 수 있다는 점에서, 추후 이사회실질적인 지배구조 관련 연구에 유용한 정보

로 활용될 수 있을 것으로 예상된다.<sup>4)</sup> 기관투자자 및 의결권 자문사의 반대 사유를 활용할 경우 다음과 같은 추가 정보를 분석할 수 있다는 장점이 존재한다.

첫째, 회사가치 훼손 및 주주권을 침해한 과거 이력이 있거나 행정적·사법적 제재를 받은 이사 후보는 법적 책임성에 위배된 것으로 분류할 수 있다. 둘째, 최대주주의 특수관계인이거나 중요한 지분·거래관계 등에 있는 회사(비영리법인 포함)의 최근 5년 이내 상근 임직원에 해당하는 후보는 회사와의 이해관계로 인해 사외이사로서 독립성이 훼손된다는 점을 반영할 수 있다. 이 외에도 장기재직, 낮은 이사회 참석률, 과도한 겸임 등 이사 후보로서의 부적격 사유를 구분하는데 용이하다. 참고로 장기재직의 경우, 최근 상법 시행령 개정에 따라 2020년부터 사외이사 임기제한 규정이 강화되어 상장회사에서 6년을 초과하여 사외이사로 재직했거나 계열회사에서의 재직연수 합산 기준 9년을 초과하여 사외이사로 재직하는 자는 법령상 이사로서의 결격 사유에 해당하는 것으로 해석한다(상법 시행령 제34조 제5항). 이에 본 연구의 분석대상 기간 이후 표본에서는 사외이사 후보의 장기재직 효과는 제한적일 것으로 예상된다.

한편, 국내외 기관투자자들은 각 기관별 특성에 따른 의결권 행사 기준을 마련하고 있으며 의결권 자문기관이 권고한 내용을 참고하여 독립 안전에 대한 추가 분석 과정을 거쳐 최종 의결권 행사 결정을 내린다. 따라서 기관투자자들 간 의결권 행사 방향의 차이가 발생할 수 있으며 자문기관의 권고 방향과도 일부 일치하지 않을 수 있다. 대표적인 해외 의결권

자문기관으로는 ISS(Institutional Shareholder Services)와 Glass Lewis가 있으며 국내는 한국ESG기준원(구, 한국기업지배구조원)<sup>5)</sup>과 한국ESG연구소(구, 대신경제연구소)가 있다. 본 연구에서는 한국ESG기준원의 권고 자료를 대체변수로 활용하여 이사 후보의 부적격 여부에 대한 분석결과를 함께 제시했다는 점에서 추가 의의가 있다.

이하 본 논문은 다음과 같이 구성된다. II장에서는 이사회 특성과 효율성 간 연관성을 다룬 선행연구를 검토한 후 이를 바탕으로 연구가설을 도출한다. III장에서는 표본 구성 및 연구모형을 기술한다. IV장에서는 실증분석의 결과를 제시하며 마지막으로 V장에서 결과를 요약하고 시사점을 언급한다.

## II. 선행연구 및 가설설정

### 2.1 선행연구

본 연구에서는 이사회 특성에 대한 측정변수로 개별 이사의 부적격 여부를 사용하였으며 반대 사유 유형을 크게 법적 책임성, 독립성, 충실성으로 구분하였다.

첫째, '법적 책임성'이란 횡령 및 배임 등 경제범죄, 검찰 기소, 부당지원거래 등 회사가치를 훼손하거나 주주 권익을 침해한 이력이 있는 자를 의미하며 정부 사법·규제당국으로부터 소송 및 법적 위반

4) 추가로 2020년부터 상법 시행령 개정에 따라 후보자의 과거 기간별 세부 경력, 체납처분 사실 여부, 부실기업 경영진 여부, 법령상 결격 사유 유무와 같은 구체적인 이력 정보 및 후보자에 대한 이사회의 추천 사유를 주주총회 소집공고를 통해 확인 가능하게 되어 개별 이사의 특성을 분류하기 위한 기초정보 수집이 보다 용이해졌다(상법 시행령 제31조 제3항).

5) 한국ESG기준원(KCGS)은 2012년부터 기관투자자들을 대상으로 의결권 자문서비스를 제공해오고 있으며 2022년 정기 주주총회 기준으로 총 383개사(유가증권시장 255개사, 코스닥시장 124개사, 코넥스시장 4개사)에 대하여 자체 의결권 행사 가이드라인에 따라 분석한 권고의견을 제공하였다(KCGS, 2022년 1분기 정기 주주총회 의안분석 결과, 2022.04.12.).

사건이 개인과 재직 회사에 발생한 경우를 포함한다. 사외이사의 경우, 해당 기업 또는 계열회사에서 기업가치를 훼손하는 중대한 부정적 이슈가 발생한 당시에 사외이사로 재직 중이었던 자는 사외이사로서의 감독의무를 소홀히 한 자로 간주한다. Khanna et al.(2015)은 선임 단계에서 최고경영자와의 연결성(connectedness)이 높은 이사회 구성은 실제 위법행위의 발생 가능성과 유의미한 양(+)의 관련성을 보이며 위법행위에 대한 적발 여부와는 음(-)의 관련성을 가짐을 확인하였다. 반면, 과거 재직 경력이나 학력 기준의 사회적 연결성은 유의하지 않은 관계를 보고하였다. 즉, 이사회 구성원의 선임에 직간접적인 영향력을 행사할 수 있는 경영자와 이사간 비독립적인 관계가 이사회 본연의 감시기능 효율을 떨어뜨리며 기업의 법적 리스크 발생 확률을 높이는 것으로 해석된다. 따라서 기업가치 훼손 사건이 발생한 당시에 감독의무를 이행하지 못한 사외이사가 해당 기업의 사외이사로 재선임되거나 사법적 리스크가 해소되지 않은 자가 별도의 냉각기간 없이 경영활동에 참여하는 것은 이사회 효율성에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

둘째, '독립성'은 사외이사에 한하여 적용하며 단순 사외이사 비율이 아닌 실질적인 독립성을 파악하고자 다음과 같은 기준으로 판단한다. 먼저 최대주주의 특수관계인 또는 중요한 지분·거래관계 등에 있는 법인의 과거 상근 임직원에 해당하는 자는 이해관계 측면에서 경영진 및 지배주주와 우호적인(friendly) 사외이사로 구분하였다. Dahya et al.(2008)과 Kang and Kook(2012)에 의하면 사외이사의 유형을 경영진 및 지배주주와 독립적인 사외

이사와 비독립적 사외이사로 구분하였으며 독립적 사외이사의 비율은 기업가치와 양(+)의 관계를 보이는 반면, 비독립적 사외이사 비율은 음(-)의 영향을 미치는 결과를 보고하였다. Kang et al.(2015)은 이사회의 독립성 수준이 높은 기업일수록 현금성 자산의 보유 수준이 낮으며 현금성 자산을 효율적으로 배분하고 있음을 발견하였다. Kim and Shin(2016)은 사회연결망(social network) 이론에서 사용하는 연결망 밀도를 이용하여 사회적 연결을 계량화한 독립성 변수를 산출하였으며 지연(출신지역), 학연, 관계회사에서의 과거 재직 경력을 기준으로 사회적 연결 정도를 측정하였다. 국내 KOSPI200 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 사외이사와 사내이사, 사외이사와 최대주주 간 사회적 연결이 밀접할수록 이사회의 독립성이 저하되어 기업가치에 부정적임을 확인하였다. Park et al.(2016)은 이사회의 지연과 학연에 기초한 사회적 연결 관계가 내부자거래를 위한 경영자의 이익조정에 미치는 영향을 분석하여 사내이사와 지연·학연의 연결 관계가 없는 사외이사 비율이 높을수록 경영자의 내부자거래 행위가 감소함을 보였다. Kim and Lee(2018)는 지연과 학연을 기준으로 최고경영자와 사외이사 간 연고관계를 파악하였으며, 동일한 지역 출신인 사외이사는 독립적 사외이사에 비해 이사회 참석률이 상대적으로 저조하며 실제 이사회에서 반대표를 행사할 확률도 낮음을 보였다. 이와 동일하게 Ma and Khanna(2016)는 선임 과정에 영향력을 행사한 임명권자가 이사회를 떠나 종속관계(appointer-appointee tie)가 해소되면 해당 사외이사의 반대 의견 개진 확률이 증가하는 결과를 확인하였다.<sup>6)</sup>

6) 사외이사의 표결 행위 효과를 다룬 연구에 따르면, 사외이사는 경력 및 명성관리 측면에서 반대 또는 수정의견을 내는 경향이 존재하며 이사회 안건에 대한 사외이사의 반대 투표는 해당 기업의 부정적 내부정보를 시장 및 외부 투자자에 전달함과 동시에 지배구조 수준과 정보 투명성을 개선하는데 긍정적인 역할을 한다(Tang et al., 2013; Jiang et al., 2016).

Hwang and Kim(2009)은 Fortune 100 기업을 대상으로 사회적 연결 및 이해관계를 반영한 사외이사 독립성 변수로 기업의 보수지급 관행에 미치는 영향을 분석하였으며, 실질적인 독립성이 보장된 이사회를 갖춘 기업은 경영자의 절대적 보수금액 수준이 낮고 보수의 성과민감도는 높게 나타났다. 반면, Kim et al.(2014)은 높은 사외이사 비중이 기업의 적정투자 가능성과 유의한 관계가 없음을 발견하였다. 또한 Kim(2006)은 사외이사제도가 기업의 가치에 미치는 영향이 거의 없음을 발견하였다. 따라서 단순 사외이사 구성 비율과 같은 양적 변수 외에 경영진 및 지배주주와의 다양한 이해관계를 고려한 독립성 척도가 이사회에 효율적 감독기능 수행에 유의미한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

이해관계 외에도 사외이사의 장기재직 여부를 독립성 범주로 분류할 수 있다. 이사회 임기 즉, 재직연수(tenure length)가 이사회에 지배구조 효율성 및 기업가치에 미치는 영향을 다룬 연구결과를 요약하면 다음과 같다. 이사회 임기에 관한 선행연구는 크게 경험 축적 측면에서 긍정적이라는 견해와 독립성을 저해한다는 부정적 입장이 서로 상충되는 것으로 확인된다. 이사회에 평균 재직연수가 길수록 해당 기업 고유의 경영전략에 대한 이해 및 경험이 축적되어 모니터링 기능을 효율적으로 수행할 수 있는 반면, 장기간 재직할수록 경영진과의 우호적 관계가 형성되어 독립성이 훼손될 우려가 동시에 존재한다(Fracassi and Tate, 2012). Vafeas(2003)는 20년 이상 장기재직된 회색이사(gray director)가 보상위원회 위원으로 참여하는 것이 최고경영자의

보수 수준을 높이는데 기여한다는 실증결과를 제시하고 이사에 대한 일정 기간의 임기제한이 필요하다고 주장하였다.

Huang and Hilary(2018)는 평균 사외이사 임기와 기업가치 변수 간 역 U자형 관계(inverted U-shaped relation)가 존재함을 보고하였다. 구체적으로 임기 변수는 일정 수준까지는 학습효과(on-the-job learning)에 의해 기업가치와 양(+)의 관계를 보이나, 약 10년의 재직연수를 임계점(threshold)으로 이를 초과하는 장기연임은 오히려 기업가치에 부정적임을 입증하였다. 국내 대부분 상장기업에서 사외이사 선임 당시 명시하고 있는 최대 임기가 3년 수준임을 고려할 때, 재선임되어 추가 재직할 임기연수까지 포함하면 최대 3회까지의 연임을 적정 수준으로 유추할 수 있다.<sup>7)</sup>

셋째, '충실성'은 이사회 내 활동성 측면에서 낮은 이사회 참석률과 과도한 결임 여부로 판단한다. 전자의 경우, 사외이사 후보에 대해 적용하며 기관투자자에 따라 분석대상의 임기 범위를 달리 적용하거나 일부는 소속 위원회의 활동 내용을 포함하여 충실의무 이행 여부를 평가하기도 한다. 이처럼 이사회 참석률은 사외이사 및 감사위원에 대한 업무수행의 성실성 지표로 간주할 수 있으며 해당 변수를 사용하여 분석한 관련 선행연구는 다음과 같다. Liu et al.(2016)은 중국 상장기업을 대상으로 사외이사의 이사회 참석률이 높을수록 해당 기업의 터널링 유인을 감소시키는 긍정적 효과를 확인하였으며, 이사회 내 사외이사의 활동성 수준은 외부에 의한 감독체계 역할을 대체한다고 주장하였다. Min and

7) 세계 최대 의결권 자문기관인 ISS는 2014년 주주총회 시즌부터 9년 이상의 이사 임기는 독립성을 훼손할 여지가 있는 평가요소로 판단하기 시작하였다. 또한 UK Corporate governance code 및 European Commission에서도 사외이사의 독립성 요건으로 각각 9년과 12년을 권고하고 있다. 국내에서는 공적 연기금인 국민연금기금이 국내주식 의결권 행사 세분기준에서 사외이사 재직연수가 당해회사 및 계열회사를 포함하여 10년을 초과하는 자(신규로 재직할 임기 포함)는 사외이사로서 부적절함을 명시하였다. 다만, 최근 상법 시행령 개정에 의해 사외이사의 임기제한 규정이 법제화됨에 따라 2022년 2월 해당 요건은 세부 기준에서 삭제된 바 있다.

Verhoeven(2013)은 2002년부터 2006년까지 한국 상장기업을 표본으로 분석한 결과, 사외이사의 이사회 참석률이 높을수록 기업가치에 긍정적임을 제시하였으며 이사회 참석률 변수는 사외이사가 내부통제와 같은 모니터링 기능을 충실하게 수행하는지 여부를 판단하는 중요한 지표임을 언급하였다. 또한 Min and Chizema(2018)는 추천위원회 내 검증과정을 거쳐 임명된 사외이사는 선임 후 이사회 참석률이 높은 편이며 재선임되는 경우에 과거 직무 경험과 전문성을 바탕으로 선임 기간에도 이사회에 적극 참여하는 것으로 나타났다. 반면, 특정 전문직에 겸임 중인 사외이사는 상대적으로 저조한 참석률을 보여 시간상의 제약이 있는 겸임이사는 해당 기업에 대한 감시의무 수행에 소홀한 경향이 있음을 밝혔다.

과도한 겸임의 경우, 국내에서는 주로 사내이사 후보의 직무 충실성에 대해 판단하는 기준으로 사용되고 있다. 참고로 해외 의결권 자문사 2개사와 주요 기관투자자 10개사가 제시하고 있는 이사 선임과 관련된 과다 겸직 판단 기준을 정리하면 사내이사는 2~6개, 사외이사는 4~6개 수준이며 별도로 최고경영자(CEO)에 한하여 겸직(2~3개)을 보수적으로 허용하고 있음을 알 수 있다. 이사회 내 겸직 행태(busy directors)를 다룬 다수 선행연구에서는 일정 수준 이상의 타 기업 이사회에 동시에 재직하고 있는 겸임이사가 존재하거나 또는 이사회 내 겸임이사 비중이 높을수록 충실성이 떨어지며 이는 해당 기업의 취약한 지배구조 시스템과도 밀접한 관계가 있음을 제시하였다(Core et al., 1999; Shivdasani and Yermack, 1999; Ferris et al., 2003; Fich and Shivdasani, 2006; Jiraporn et al., 2008). Cashman et al.(2012)과 ISS(2019)의 보고서에서도 이사회 구성원 또는 최고경영자의 겸직 수준

이 증가함에 따라 해당 기업의 재무적 성과 및 기업 가치가 감소하는 것으로 나타났다. 따라서 복수의 회사에서 겸직하게 되면 각 기업의 업무 수행에 투입 가능한 시간 및 자원이 제한될 가능성이 크며 이사 업무의 충실성과 감시기능의 효율성이 모두 약화될 우려가 존재한다. 반면, 외부 겸직으로 구축한 인적 네트워크를 통해 축적한 경험 및 정보는 재직 기업의 효율적 경영 의사결정과 이사회 역량을 강화하는데 기여할 수 있다는 연구결과도 공존한다(Canyon and Read, 2006; Dass et al., 2014).

## 2.2 가설설정

본 연구에서는 국내 기관투자자 및 의결권 자문사로부터 이사 후보로서 부적격하다는 판단을 받은 자가 이사회 구성원으로 재직하는지 여부가 이사회 효율성 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 또한 개별 이사 후보에 대한 선임 당시 반대 사유 정보를 수집하여 사내이사과 사외이사(감사위원 포함)를 구분하여 부적격 여부를 유형화하였다. Aggarwal et al.(2019)에 따르면 주총에서 반대 투표를 많이 받은 이사 후보는 교체기 이루어질 확률이 높으며, 부결되지 않아 재직하더라도 해당 기업에서 이사회 의장이나 위원회의 위원장과 같은 중요 직책을 맡지 못하는 것으로 나타났다. 또한 타 기업에서도 후보로서의 경쟁력과 명성이 훼손되어 향후 이사 선임 가능성에도 부정적임을 입증하였다(pass-through effect). 그러나 해외와 달리 국내 현실에서는 주주의 반대 표결에 의해 해당 후보가 부결되거나 주주 제안에 의해 추천된 후보가 선임되는 사례가 극히 소수에 불과하기 때문에, 부적격 사유가 있는 이사가 이사회에 참여함에 따른 효과를 실증적으로 검토할 필요성이 있다고 판단하였다.

앞서 살펴본 이사회 특성을 다룬 선행연구 결과를 종합하면 크게 법적 책임성, 독립성, 충실성 관점에서 과거 반대 의견을 받은 이사는 실제 이사회에서 활동 시 경영진 및 지배주주의 경영활동에 대한 감독기능을 효과적으로 수행하지 못할 가능성이 존재한다. 특히 재선임 단계에서도 기관투자자로부터 연속으로 반대 의견을 받은 이사의 존재는 반대 사유가 장기간 해소되지 않았음을 시사하며 이들의 이사회 참여는 이사회 운영 및 지배구조 전반에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 따라서 연구진은 지배구조 관점에서 이사회 효율성을 측정하는 종속변수로 개별 이사 단위(director-level)에서의 이사회 참여 행태와 기업 단위(firm-level)에서의 이사회 기능 및 운영상 효율성을 평가한 지수를 사용하여 다음의 가설을 검증하고자 한다.

가설 1: 주주총회 선임 당시 기관투자자로부터 반대 의견을 받은 이사 후보의 이사회 참여는 이사회 효율성 및 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

한편, 최고경영자(CEO)가 사외이사후보추천위원회의 위원으로 직접 참여하거나 독립적인 구성을 갖춘 별도 추천위원회를 설치하지 않은 기업에서는 최고경영자가 이사회 구성에 미치는 직간접적인 영향력이 상대적으로 크게 작용할 가능성이 높다. Shivdasani and Yermack(1999)과 Vafeas(2003)에 의하면 최고경영자가 이사 선임 단계에 관여하는 경우, 독립성이 낮은 사외이사 후보가 선임되는 경향이 있으며 선임 이후에도 의사결정 과정에서 경영진 및 지배주주에 대한 모니터링 활동이 효율적으로 수행되지 않을 가능성이 높아진다. 사외이사의 독립성 확보는 이사회 지배구조의 핵심 요소인데 사외이사를 선임하는

절차에서 객관성과 공정성을 갖춘 사외이사후보추천위원회가 기능하지 않는다면, 사외이사는 사실상 선임 단계부터 지배주주와 경영자의 영향력 하에 종속될 수밖에 없다. 선행연구에 의하면 사외이사후보추천위원회가 존재하거나 독립성이 확보되는 경우에는 이사 선임 과정에서 경영자의 영향력이 감소하며 이사회의 독립성과 다양성을 높이는 데 도움이 된다(Vafeas, 1999; Eminent and Guedri, 2010; Guo and Masulis, 2015).

만약 과거에 적절하지 않은 사외이사가 선임되어 이사회에 재직 중이더라도 현재 사외이사 선임 절차의 독립성이 보장된다면, 신규로 선임되는 사외이사의 부정적 영향이 희석되어 이사회 기능이 개선되는 효과가 발생할 것으로 기대된다. 따라서 연구진은 사외이사추천위원회의 설치 및 독립적인 구성 여부에 따라, 부적격 사유로 반대 의견을 받은 이사의 재직이 이사회 효율성 및 기업가치에 미치는 효과가 차별적일 것으로 예상하고 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 2: 과거 기관투자자로부터 반대 의견을 받은 이사 후보의 이사회 참여가 이사회 효율성 및 기업가치에 미치는 영향은 사외이사후보추천위원회의 구성 형태에 따라 다르게 나타날 것이다.

### III. 연구 설계

#### 3.1 표본구성 및 자료수집

본 연구에서는 2014년부터 2019년까지 유가증권

시장 상장기업을 대상으로 정기 주주총회에 상정된 경영진 제안 안건 중 사내이사 및 사외이사(감사위원 포함) 후보에 대한 국내 기관투자자의 의결권 행사 내역 공시가 최소 1건 이상 확인되는 기업을 최종 표본으로 구성하였다. 본 연구에서는 주주제안을 제외한 이사회 즉 추천 이사 후보만을 분석하였다. 이는 경영진 제안 안건으로 대상을 한정하여 경영진 및 지배주주 견제라는 일관된 방향의 분석을 하기 위함이다. 또한 선임 시점과 결산 시점 간 정보를 대응시켜 해석의 편의를 제공하기 위해 일부 임시 주주총회에 상정된 이사 선임 안건은 제외하였다. 국민연금 기금을 포함한 공적 연기금의 의결권 행사 내역은 각 홈페이지 공시 내용을 조사하였으며 민간 기관투자자는 한국거래소 전자공시시스템(KIND)의 의결권 행사 공시에서 '집합투자업자 및 투자회사 등의 의결권 행사 및 불행사'의 내용을 수집하였다. 본 연구에서는 개별 이사 후보에 대한 찬반 의견과 반대 행사 사유 정보를 충분히 활용하고자, 국내 집합투자업자의 구체적인 의결권 행사 내용 및 사유 공시가 법적으로 의무화된 시점부터 표본기간으로 선정하였다. 참고로 국민연금기금의 경우, 2020년부터 일부 위탁운용사에 의결권 행사를 위임함에 따라 위탁운용사가 의결권 행사 방향을 결정한 경우에는 반대 또는 기권시 사유를 공개하지 않는다.

본 연구에서는 개별 이사 단위의 표본을 구성하기 위해 먼저 등기임원의 유형을 사내이사(기타비상무이

사 포함), 사외이사, 감사위원회 위원으로 구분하였으며, 사외이사인 감사위원회 위원은 사외이사로 각각 재분류한다.<sup>8)</sup> 즉, 감사위원과 사외이사로 2개 안건에 동시 상정된 후보는 사외이사 1인으로 간주하며 감사위원 또는 사외이사로서 반대를 최소 1회 받은 자는 부적격 사유가 발생한 것으로 분류하였다. 또한 복수의 추천 후보 중 다득표 순으로 선임하는 방식의 경선안건은 후보의 뚜렷한 부적격 사유에 의한 반대 표결로 보기 어려워 분석대상에서 제외하였으며, 일괄상정된 묶음안건은 반대 사유와 과거 표결 결과, 개별 후보의 정보 등을 종합하여 반대 대상을 모두 특정할 수 있기 때문에 분석대상에 포함하였다.

연구진은 표본기간 내 유가증권시장 상장기업 전체 이사회 구성원에 대해 각각 코드를 부여하였으며 동일한 여부를 식별하기 위해 성명 외에 과거 경력과 생년월일을 기준으로 전수 재확인하는 절차를 거쳤다.<sup>9)</sup> 이들에 대한 인구통계학적 정보(나이, 성별, 국적) 및 지배주주 가족 여부는 사업보고서의 이사회에 관한 사항과 임원 및 직원 등의 현황, 주주총회 소집공고를 통해 수집하였으며 KIS-LINE 및 조선일보의 인물검색 DB로 불충분한 정보를 보완하였다. 이러한 과정을 통해 수집한 개별 이사 선임 안건 및 기관투자자의 의결권 행사 정보를 기업의 이사회 구성원 전체 표본에 매칭시켜 총 17,278명(director-year)의 최종 표본을 확정하였다.<sup>10)</sup>

8) 2020년 12월 29일에 개정된 상법에 의하면 자산총액 2조원 이상의 상장회사는 기존과 같이 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원을 선임하되, 감사위원회 위원 중 최소 1명은 분리선출방식으로 선임하여야 한다(상법 제542조의12 제2항 단서). 분리선출방식에 따르면 '감사위원회 위원이 되는 (사외)이사'를 일반이사와 분리하여 안건에 상정하고 이사의 선임 단계에서부터 3% 의결권 제한을 적용받는다. 사외이사인 감사위원은 개별 3% 제한을, 사외이사가 아닌 감사위원은 최대주주의 경우 합산 3% 제한을 추가로 적용한다.

9) 예를 들어, 일부 성명 또는 출생연도의 공시 오류가 발견되기도 하며 동일인의 성명이 공시서류에 따라 외국어와 한글로 혼재되어 있는 경우도 있어 재검토 작업이 반드시 필요하다.

10) 본 연구에서는 이사회 구성원(board membership)에 대한 분석을 다루므로 감사는 제외하였으며 감사까지 포함한 등기임원 전체 표본은 18,932명(director-year)이다.

이 외에도 국내 대표적 의결권 자문사의 주주총회 권고 자료는 한국ESG기준원(KCGS)의 자체 가이드라인에 따른 권고 의견 및 반대 사유 정보를 사용하였으며, 이사회 지배구조 관련 평가 지수는 한국ESG기준원이 매년 평가한 부문별 세부 점수 결과를 활용하였다. 실증분석에 포함된 변수 산정을 위해 필요한 재무자료는 TS-2000, Data-Guide, Kis-Value에서 추출하였으며 연구진은 DB별로 누락 및 오류 여부를 비교 검토하여 최대한 보완하였다. 분석 기업은 표본의 동질성을 확보하기 위해 국내 유가증권시장에 상장된 12월 결산기업으로 한정하였으며 금융업은 최종 제외하였다. 본 연구의 분석에 사용된 기업-연도별 최종 표본은 2,899개(firm-year)이다.

〈Table 1〉은 연도별 국내 기관투자자의 의결권 행사 및 의결권 자문사의 권고 내용을 기준으로 구성한 표본 분포를 제시하고 있다. Panel A.는 개별 이사 단위의 표본 수를 사내이사와 사외이사로 구분하여 보여주는데 이는 이사 후보의 안전 수가 아닌 기업의 이사회 구성원 수이다. Panel B.는 기업 단위의 연도별 표본 분포와 사외이사후보추천위원회 설치 현황을 보여준다.

먼저 본 연구의 주 분석대상은 국내 기관투자자가 현재 재직 중인 이사회 구성원에 대해 선임 당시의 결권을 행사한 내역이 존재하는 이사 및 기업 표본이다. 국내는 2016년 2월 한국형 스투어드십 코드를 도입하였으나 과거 기관투자자의 주주권 행사 참여 및 적극성 수준은 낮게 관측되어왔다. 이후 2018년 7월 공적 연기금인 국민연금기금이 스투어드십 코드에 참여함에 따라 국내에서도 주주활동 원칙과 이행에 대한 관심이 높아졌으며 민간 기관투자자의 참여

수준도 최근 증가하고 있는 추세이다. 국내에서는 현재 2022년 상반기까지 총 190개사의 기관투자자가 코드에 최종 가입한 것으로 확인된다.<sup>11)</sup> 따라서 본 연구의 초기 표본기간에는 부적절한 성격의 동일 안전에 대하여 기관투자자가 실제 반대 투표하지 않았을 가능성을 배제하지 못한다는 점이 자료의 한계로 지적될 수 있다.<sup>12)</sup> 이에 연구진은 전문적인 의안 분석 가이드라인에 따라 자문서비스를 제공하고 있는 국내 의결권 자문사의 권고 정보를 바탕으로 추가 표본을 구성하여 동일한 실증모형의 분석 결과를 비교 제시하였다. 의결권 자문사 권고 기준의 표본은 개별 기관투자자가 의결권을 행사하고자 하는 투자대상 기업의 의안을 분석한 결과이므로 기관투자자 행사 기준 표본의 일부(63.13%)에 해당한다.

본 연구에서는 금융업을 제외한 전체 유가증권시장 상장기업을 대상으로 이사회 표본을 최초 구성하였으며, 반대 사유 정보를 활용하기 위해 연구표본기간 내 의결권 행사 내역이 2회 이상 관측되는 기업을 최종 표본으로 선정하였다. 이는 기관투자자가 해당 기업의 지분보유를 일정 기간 유지하며 주주총회에서 이사 후보에 대한 찬반 의견을 통해 지속적인 감시기능을 이행한 것으로 해석할 수 있기 때문으로, 국내 상장기업의 이사회 임기를 고려한 기준이다.

단일연도에 이사 선임 안전에 대한 국내 기관투자자의 행사 내역이 존재하거나 의결권 자문사의 권고 정보가 존재하는 유가증권시장 상장기업 수는 각각 1,744개사, 1,034개사이다. 위 기준에 의해 의결권 행사 또는 권고 정보가 표본기간 내 2회 이상 확인되는 최종 표본은 각각 2,899개사, 1,830개사이다. 또한 본 연구에서는 사외이사후보추천위원회 설치

11) 한국ESG기준원, <http://sc.cgs.or.kr/participation/investors.jsp>

12) 실제 2014년 정기 주주총회 기준, 유가증권시장 상장기업(금융업 제외) 대상 전체 경영진 제안 안전에 대한 한국ESG기준원의 반대 권고율은 20.77%인 반면, 국내 기관투자자의 안전 반대율은 3.02% 수준이다(연기금 5.72%, 민간 기관투자자 0.78%).

및 구성에 따른 가설 검증을 위해 해당 정보를 수집 하였으며 운영 중인 기업 수 및 비율을 별도 제시하였다. 참고로 사외이사후보추천위원회는 자산총액 2조원 이상의 상장기업에 대해서 의무 설치하도록 법 상 명시되어있다. 위원회 도입 기업은 증가하는 추세를 보이며 특히 의무 도입대상이 아님에도 불구하고

자발적으로 설치한 표본 기업은 2019년 기준 62개사로 확인된다. 한편, 최종 표본에서 자산총액 2조원 이상 상장기업이 차지하는 비중은 각각 22.15%, 34.37%이며 의결권 자문사 권고 기준의 표본이 상대적으로 대규모 상장기업을 중심으로 구성되어 있음을 유추할 수 있다.

〈Table 1〉 표본기업의 선정

본 연구에서는 국내 기관투자자의 의결권 행사 내용 및 의결권 자문사(한국ESG기준원)의 권고 정보를 바탕으로 표본을 구성하였다. 2014년부터 2019년까지 유가증권시장 상장기업을 대상으로 최종 표본을 선정하였으며, Table 1은 개별 이사 단위와 기업 단위의 연도별 분포를 보여준다.

Panel A. 이사 수(director-level)

(단위: 명)

연도	기관투자자			의결권 자문사		
	사내이사 (a)	사외이사 (b)	전체 (a) + (b)	사내이사 (a)	사외이사 (b)	전체 (a) + (b)
2014	1,566	1,124	2,690	1,017	834	1,851
2015	1,591	1,167	2,758	1,034	853	1,887
2016	1,657	1,230	2,887	1,061	887	1,948
2017	1,646	1,253	2,899	1,050	894	1,944
2018	1,671	1,311	2,982	1,039	916	1,955
2019	1,677	1,385	3,062	1,095	1,011	2,106
합계	9,808	7,470	17,278	6,296	5,395	11,691

Panel B. 기업 수(firm-level)

(단위: 개사, %)

연도	기관투자자			의결권 자문사		
	의결권 행사	최종 표본		자문 권고	최종 표본	
		전체	사추위 (%)		전체	사추위 (%)
2014	261	453	120 (26.5)	247	290	106 (36.6)
2015	282	465	132 (28.4)	177	294	117 (39.8)
2016	297	487	140 (28.8)	144	304	124 (40.8)
2017	308	488	141 (28.9)	167	306	126 (41.2)
2018	285	498	163 (32.7)	125	307	144 (46.9)
2019	311	508	179 (35.2)	174	329	158 (48.0)
합계	1,744	2,899	875 (30.2)	1,034	1,830	775 (42.4)

### 3.2 연구모형 및 변수 설명

본 연구에서는 주주총회에서 선임 당시 기관투자자 또는 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받은 이사 후보의 이사회 참여 여부가 이사회 효율성 및 기업 가치에 미치는 영향을 분석한다. 가설 1을 검증하기 위해 종속변수로 이사회 효율성 관련 측정 지표와 기업가치 변수를 사용하였으며 기본 연구모형은 아래 식과 같다.

$$\begin{aligned} Board\ Monitoring_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 Against_{i,t} \\ &+ \beta_{2-9} Board\ Controls + \beta_{10-17} Firm\ Controls \\ &+ \Sigma Industry + \Sigma Year + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} Firm\ Value_{i,t+1} &= \beta_0 + \beta_1 Against_{i,t} \\ &+ \beta_{2-9} Board\ Controls + \beta_{10-17} Firm\ Controls \\ &+ \Sigma Industry + \Sigma Year + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

먼저 이사회 효율성을 대리하는 측정치로 개별 이사회 단위와 기업 단위의 변수를 사용한다. 전자의 경우, 사외이사의 이사회 결석률(*Absent*)과 이사회 의결사항에 대해 반대 또는 수정의견을 제시하였는지 여부(*Reject*)를 사용하였다. 이사회 결석률은 관련 선행연구와 국내외 기관투자자의 의결권 행사 지침 등을 참고하여 저조한 이사회 참석률의 판단 기준을 75% 미만으로 선정하였다(Aggarwal et al., 2011).<sup>13)</sup> 본 연구에서는 기업별 공시형태가 상이함을 고려하여 사업보고서에 기재된 회차 기준이 아닌

개최일자 기준으로 이사회 개최 횟수 대비 개별 사외이사의 출석 횟수로 참석률을 계산한다. 해석의 일관성을 확보하고자 사외이사의 이사회 결석률(*Absent*)은 기간 내 참석률이 75% 미만인 경우에 1을 부여하였으며, 전체 이사회 안전에 대해 1건 이상의 반대 또는 수정의견을 제시한 경우에 1을 부여한 더미변수(*Reject*)를 적용하였다.<sup>14)</sup>

후자의 경우, 기업 단위의 이사회 효율성을 측정하는 변수로는 한국ESG기준원이 매년 평가대상 상장기업을 대상으로 지배구조 수준을 평가한 결과를 활용하였다. 한국ESG기준원은 지배구조 등급을 부여하기 위해 크게 주주권리 보호, 이사회, 감사기구, 공시 부문으로 나눈 뒤 각 부문별 평가방향에 대한 점수를 합산하여 기본점수를 산출한다. 본 연구에서는 이 중 이사회 부문의 평가점수를 활용하며 설명변수로 사용된 이사회 구성 관련 지표를 제외한 나머지 세부 방향에 대한 환산 점수를 이사회 단위의 지배구조 측정 변수(*Board Gov*)로 정의하였다. 또한 세부 지표의 유형을 이사회 운영 및 규정과 관련된 지표(*Board Gov1*)와 이사회 평가(*Board Gov2*)로 구분하여 분석한다. 이사회 평가란 이사회 운영 효율성과 책임 이행 수준에 대해 일정한 기준 또는 목표를 충족하는지 사후 검토한 결과를 말한다. 마지막으로 이사회 내부적격 후보의 재직 여부가 기업가치에 미치는 영향을 확인하기 위해 토빈 큐(*Tobin's q*)를 종속변수로 고려한다.

본 연구에서는 이사회 특성과 관련한 다양한 변수를 이사회 구성(structure)과 이사회 기능 및 행태

13) 참고로 한국ESG기준원은 '최근 3년 동안 이사회 및 위원회 평균 참석률이 75% 미만인 자를 사외이사 후보의 결격사유로 명시하고 있으며(KOGS 의결권 행사 가이드라인), 국민연금기금 또한 '이사회 참석률이 직전 임기동안 75% 미만이었던 자를 이사 후보의 반대 사유로 언급하고 있다(국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침).

14) 사내이사의 이사회 회차별 참석 여부 및 안전별 찬반 현황은 2018년 사업보고서부터 공시됨에 따라 본 연구에서는 사내이사를 제외한 사외이사에 한하여 분석한 결과를 제시하였음을 밝힌다. 추후 사내이사의 이사회 내 활동성 관련 정보를 활용하여 전체 이사회 모니터링 수준을 분석한 연구가 이어지길 기대한다.

(behavior)로 구분하였다. 법적 리스크가 존재하거나 독립성, 충실성이 낮은 이사진의 포함 여부를 주요 검증변수로 다루며 이 외에도 사외이사 비율, 대표이사과 이사회 의장 분리 여부, 다양성 등 이사회 구성과 연계된 변수를 회귀모형에 포함한다. 이와 같은 사전적(ex-ante) 성격의 구성 지표가 이사회 지배구조 관점에서 사후적(ex-post) 행태 즉, 실제 이사회 운영 및 기능 측면의 효율성에 미치는 영향을 검증하는 것이 본 연구의 핵심 목적이다.

개별 이사의 부적격 여부(*Against*)는 국내 기관투자자 또는 의견결 자문사의 선임 당시 반대 여부를 기준으로 구분하였다. 또한 세부 반대 사유 공시정보를 활용하여 반대 사유를 크게 법적 책임성(*Type1*), 독립성(*Type2*), 충실성(*Type3*)으로 유형화하였다. 이에 회사가치나 주주 권익을 훼손한 이력이 있거나 관련 이슈에 대한 감독의무를 소홀히 한 자는 *Type1\_Negative*, 최대주주의 특수관계인 또는 중요한 지분·거래관계 등에 있는 법인의 과거 상근 임직원으로 경영진 및 지배주주와 이해관계가 존재하는 자는 *Type2\_Tie*, 장기재직 중인 사외이사는 *Type2\_Tenure*로 분류한다. 이사회 내 활동성 측면에서 이사회 참석률이 저조한 사외이사는 *Type3\_Absent*, 과도한 겸임으로 직무 충실성 저해가 우려되는 자는 *Type3\_Busy*로 구분한다. 이들 변수는 개별 이사 단위의 분석모형에서는 해당 사외이사가 각 반대 사유 유형에 해당하는지 여부를, 기업 단위의 회귀식에서는 부적격 사내(사외)이사가 해당 연도에 이사회 구성원으로 재직 중인지 여부를 의미한다.

이 밖에 이사회 효율성 및 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상되는 이사회 특성 변수로 이사회 의 규모, 이사회 내 사외이사 비율, 대표이사의 이사회 의장 겸직 여부, 지배주주 가족의 이사회 참여 여부를 선정하여 통제변수로 포함하였다. 이사회 규모(*Board Size*)

는 이사회 내 사내이사와 사외이사 총 인원 수의 자연로그 값으로 산출하며, 일부 연구에서는 이사회 구성원이 많을수록 경영성과와 지배구조를 효과적으로 개선하는 긍정적 효과를 지지하고 있다(Klein, 2002; Xie et al., 2003). 그러나 이와는 반대로 일정 수준의 규모를 초과하는 이사회는 오히려 통제기능을 수행하기 어려워 비효율성을 유발한다는 해외 연구도 존재한다(Jensen, 1993; Yermack, 1996). 사외이사 비율과 기업가치 간 연관성을 다룬 선행연구들도 다소 혼재된 결과를 보고하고 있다(Rosenstein and Wyatt, 1990; Hermalin and Weisbach, 1991; Yermack, 1996). 국내 상장기업은 상법 제542조의8에 의해 이사 총수의 1/4 또는 과반수로 사외이사 비율 구성의 법적 최소기준을 이미 적용받고 있다는 점을 감안하여 사외이사 비율이 50% 이상에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 더미변수(*Outside ratio*)를 정의하였다. 또한 이사회 의 구조적 독립성을 확보하기 위해 대표이사과 이사회 의장은 분리될 필요가 있다. 대표이사과 이사회 의장의 겸직(*CEO Duality*)은 이사 선임 과정을 비롯한 이사회 내 의사결정에 개입하는 경영자의 영향력을 극대화시켜, 경영자를 견제하기 위한 이사회 본연의 통제기능 수행을 어렵게 만들 가능성이 높다(Pearce and Zahra, 1991; Westphal and Zajac, 1995; Tang et al., 2011). 지배주주 가족의 경영참여 여부(*Family Board*)는 이사회 등기임원으로 재직 중인 지배주주 일가(controlling families)가 존재하면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 더미변수이다. 지배주주 가족의 경영참여가 기업가치 및 지배구조 수준에 미치는 영향을 다룬 기존 선행 연구에서는 상반된 결과를 보고하는 것으로 확인된다(Anderson and Reeb, 2003; Burkart et al., 2003; Bertrand et al., 2008; Miller et al., 2007).

이 외에도 본 연구에서는 개별 이사의 인구통계학적 정보를 수집하여 변수화하였으며 나이(*Director Age*), 임기(*Director Tenure*), 성별(*Gender*), 외국인 여부(*Foreigner*)를 이사 단위의 분석모형에 포함하였다. 한편, 기업 단위의 분석에서는 해당 변수들을 각각 이사회 다양성(*diversity*) 지표로 산출하여 이사회 특성을 추가 통제하였다(*Age Diversity, Tenure Diversity, Gender Diversity, Nationality Diversity*). 이사회 다양성을 다룬 해외 선행연구에 따르면 이사회 구성원의 성별, 나이, 임기, 국적, 학력, 경력 등에 따라 기업에 미치는 영향이 다르거나 타난다(Carter et al., 2003; Boulouta, 2013; Hafsi and Turgut, 2013; Beji et al., 2021). 본 연구에서는 나이와 임기로 측정된 이사회 다양성 변수는 변동계수(coefficient of variation,  $CV_{i,t} = \sigma_{i,t}/\mu_{i,t}$ )로, 성별과 국적 다양성은 각각 이사회 내 여성과 외국인 이사의 포함 여부로 산출하였다.

기타 통제변수로는 이사회 지배구조 관련 선행연구를 참고하여 총자산에 자연로그를 취한 값인 기업규모(*Firm Size*), EBITDA를 총자산으로 나눈 수익성(*ROA*), 현금보유비율(*Cash*), 과거 5년간 ROA의 표준편차로 측정된 변동성(*Volatility*), 지배주주 및 특수관계인 지분율(*Insider Own*), 설립연수(*Firm Age*), 대규모 기업집단 소속 계열사 여부(*Group*)를 포함하였다. 또한 연도 및 산업별 특성의 영향을 통제하고자 해당 더미변수를 모든 회귀모형에 추가하였으며 극단치에 의한 결과의 왜곡을 완화하기 위해 상·하위 1% 값으로 winsorization을 실시한 변수를 사용한다. 마지막으로 최종 회귀분석 결과는 기업-연도별 클러스터링(two-way clustering) 추정치에 의한 표준오차를 보고하여 개별 군집효과를 통제하고자 하였다(Peterson, 2009).

가설 2를 검증하기 위해서는 사외이사후보추천위

원회의 도입 여부(*Nom Committee*)와 구성의 독립성 여부를 측정된 두 변수를 적용한다. 연구진은 단순 위원회의 설치 여부뿐만 아니라 사외이사 선임 과정에서의 실질적 독립성 수준을 측정하고자, 위원회가 전원 사외이사로 구성되어있는지 여부(*Nom\_Outdir*)와 위원회에 최고경영자가 포함되어있는지 여부(*Nom\_CEO*)를 검증변수로 선정하였다. 따라서 부적격 이사 존재 여부와 이들 변수 간 교차항(*Against × Nom Committee*)을 기본 회귀식에 추가하여 조절효과(moderating effect)를 분석한다. 이상 본 연구의 실증분석에 사용된 전체 변수 및 측정에 관한 설명은 <부록 1>에 별도로 정리하였다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기초통계량

먼저 국내 기관투자자의 의결권 행사 및 의결권 자문사의 권고 자료에 기반하여 이사 선임 안건으로 상정된 개별 후보에 대한 찬반 내용과 반대 사유 유형의 분포를 <Table 2>에 제시하였다. 해당 통계는 안건 상정 기준이 아닌 개별 이사 1인 기준이며, 동일한 이사 후보 안건에 대해 복수의 기관투자자가 의결권을 동시에 행사한 경우에는 최소 1건 이상의 반대 의견을 받았는지 여부를 정리한 결과이다(Panel A.). 예를 들어, 사외이사과 감사위원 후보로 동시에 상정된 자는 사외이사 1인으로 간주하여 사외이사 또는 감사위원으로서 부적격 사유가 존재하는지를 판단하였다.

참고로 국내 기관투자자마다 자체 의결권 행사 가이드라인 및 자문기관의 권고 정보에 근거하여 최종

(Table 2) 이사 후보에 대한 반대 사유 유형별 분포

본 연구에서는 국내 기관투자자의 의결권 행사 내용 및 의결권 자문사(한국ESG기준원)의 권고 정보를 기준으로 개별 이사 후보에 대한 주요 반대 사유를 유형화하였다. Negative는 회사가치 훼손 및 주주권 침해 이력이 있거나 행정적·사법적 제재를 받은 자(사외이사는 관련 이슈에 대한 감독의무를 소홀히 한 자), Busy는 과도한 겸직 여부, Tie는 최대주주 또는 해당 기업과 이해관계가 있는 자, Tenure는 장기재직 여부, Absent는 낮은 이사회 참석률에 의한 반대 사유를 의미한다. 반대 사유의 유형은 동일한 이사 후보에 대하여 중복으로 적용될 수 있다.

## Panel A. 기관투자자 의결권 행사

(단위: 명, %)

연도	사내이사				사외이사					
	전체	반대	Type		전체	반대	Type			
			Negative	Busy			Negative	Tie	Tenure	Absent
2014	447	28 (6.3)	7	16	393	83 (21.1)	4	20	32	29
2015	500	32 (6.4)	7	22	416	101 (24.3)	9	40	30	23
2016	486	81 (16.7)	17	41	455	123 (27.0)	14	36	40	21
2017	490	63 (12.9)	14	38	473	125 (26.4)	19	44	50	21
2018	487	88 (18.1)	32	48	447	144 (32.2)	21	56	36	28
2019	490	70 (14.3)	19	31	514	155 (30.2)	25	67	37	17
합계	2,900	362 (12.5)	96	196	2,698	731 (27.1)	92	263	225	139

## Panel B. 의결권 자문사 권고

(단위: 명, %)

연도	사내이사				사외이사					
	전체	반대	Type		전체	반대	Type			
			Negative	Busy			Negative	Tie	Tenure	Absent
2014	442	27 (6.1)	19	0	353	149 (42.2)	4	55	55	42
2015	295	19 (6.4)	17	0	265	107 (40.4)	11	42	31	25
2016	236	23 (9.8)	21	0	233	95 (40.8)	8	42	26	20
2017	259	11 (4.3)	9	1	265	116 (43.8)	15	42	42	26
2018	215	8 (3.7)	8	0	206	66 (32.0)	9	22	17	11
2019	269	17 (6.3)	12	0	284	67 (23.6)	9	33	24	4
합계	1,716	105 (6.1)	86	1	1,606	600 (37.4)	56	236	195	128

행사방향을 결정하기 때문에 동일한 후보에 대해 상이한 의견을 낼 수 있다. 또한 개별 이사에 대한 반대 사유는 복수로 판단될 수 있으므로 반대 사유별 합계는 전체 반대 후보 수를 초과할 수 있다. <Table 2>는 실증분석에 사용한 주요 반대 사유 유형을 중심으로 정리되었으며 기타 사유로는 배당정책 및 지배구조 관련 연계성 반대, 전문성 결여 등이 있다.<sup>15)</sup> 최근에는 개별 이사 후보의 부적격 사유뿐만 아니라 해당 기업 차원의 지배구조 문제를 연계한 반대 투표가 증가하고 있으며 다양한 유형의 반대 사유가 새롭게 관측되는 것으로 확인된다. 이처럼 개별 기관투자자마다 적격성 여부를 판단하는 기준에 차이가 존재한다는 점을 고려할 때, 일부 소수 기관투자자 의견에 의존한 분석보다 의결권을 행사한 전체 기관투자자의 의견을 종합적으로 참고할 필요가 있다.

국내 기관투자자가 투자대상 기업의 이사 후보에 대해 반대 의결권을 행사한 비율은 과거에 비해 증가하는 추세이며 특히 사내이사보다 사외이사(감사위원 포함)에 대한 부적격 판단이 높은 것으로 나타났다. 사내이사 후보에 대한 기관투자자의 반대 사유는 과도한 겸임 여부가 54.14%로 다수를 차지하며, 회사가치 훼손 또는 주주권익 침해 이력이 있는 후보는 26.52%를 차지하였다. 사외이사는 반대 의견을 받은 후보 다수가 독립성 훼손의 사유에 해당하며 이해관계와 장기채직이 각각 35.98%, 30.78%를 차지한다. 이 밖에도 과거 임기동안 이사회 참석률이 저조하여 직무 충실성이 우려되는 후보는 19.02%

로 해당 사유는 과거에 비해 감소 추세인 반면, 기업가치 훼손 사건에 대한 감독의무를 소홀히 한 것으로 판단되는 후보의 비율은 점차 증가하고 있는 것으로 나타났다.<sup>16)</sup>

Panel B.에 보고된 한국ESG기준원 권고 분석 결과, 한국ESG기준원은 사내이사에 비해 사외이사 후보에 대해 더 보수적인 기준을 적용하는 것으로 보인다. 사내이사의 경우, 반대 후보의 81.9%가 법적 제재 대상이거나 회사가치 훼손 또는 주주권익 침해 이력으로 결격 사유에 해당한다고 판단하여 반대 권고를 하였다. 사외이사 후보에 대한 반대 권고 사유는 실제 기관투자자의 의결권 행사와 유사하게 이해관계(39.33%) 및 장기채직(32.50%)에 의한 독립성 우려가 가장 높은 비중을 차지하였다. 또한 사외이사인 감사위원 후보가 과도한 비감사용역보수를 지급하거나 적정 이외의 외부 감사의견을 받은 경우에는 감사위원으로서의 모니터링 역할을 충실히 수행하지 않은 것으로 판단하였다. 사외이사 후보에 대한 기타 반대 권고 사유로는 부적절한 겸임 등이 있다.

<Table 3>에서는 본 연구의 실증분석에 사용된 개별 이사 단위와 기업 단위 특성변수들의 기초통계량을 제시하였다. 연도별 표본의 중간값을 기준으로 더미를 부여한 이사회 다양성 변수는 더미가 아닌 연속 변수 기준으로 보고하였다. 표본 기업에 재직하는 사외이사의 10.67%는 국내 기관투자자로부터 최초 또는 재선임 당시 반대 의견을 1회 이상 받은 부적격

15) 이 외에도 외국계 민간 기관투자자는 지배구조 관점에서 사내이사의 위원회 참여 또는 이사회 의장 겸직, 그리고 사외이사 비율을 낮추는 사내이사의 추가 선임이 이사회 구성의 독립성을 저해하는 요인이라고 지적하기도 한다. 또한 후보별 안전을 일괄 상정한 경우, 주주권 제한을 사유로 묶음안전에 해당하는 모든 후보에 대해 반대 투표를 하는 일부 기관투자자 사례도 확인된다.

16) 2022년 상반기 기준(임시주총, 금융업, 코스닥 포함), 국민연금기금의 의결권 행사 결과에 의하면 반대 투표를 한 사내이사 후보 총 47명 중 36명(76.6%)이 기업가치 훼손 사유에 해당하며 17명(36.2%, 6명 중복)은 과도한 겸임에 해당한다. 반대 사외이사(감사위원) 후보는 총 77명이며 이해관계에 의한 독립성 우려가 48명(62.3%), 기업가치 훼손에 대한 감독의무 소홀은 22명(28.6%)을 차지한다. 한편, 장기채직 사유(3명)는 2020년 상법 시행령 개정으로 인해 대폭 감소하였으며 현재는 법령상 이사로서의 결격 사유로 간주한다.

〈Table 3〉 기초통계량

본 연구에서는 2014년부터 2019년까지 결산월이 12월인 유가증권시장 상장기업(금융업 제외)을 대상으로 개별 이사 단위와 기업 단위의 최종 표본을 각각 구성하였다. 개별 이사 단위의 특성변수는 실증분석에 사용한 사외이사 표본 총 7,470개(director-year)에 대하여, 기업 단위의 특성변수는 국내 기관투자자의 의결권 행사 정보를 기준으로 선정한 표본 총 2,899개(firm-year)에 대한 기초통계량을 제시하였다. 주요 변수들에 대한 설명은 〈부록 1〉에 요약되어 있다.

Variables	N	Mean	SD	p25	Mean	p75
<b>Director characteristics</b>						
<i>Against</i>	7,470	0.107	0.309	0.000	0.000	0.000
<i>Type1_Negative</i>	7,470	0.014	0.118	0.000	0.000	0.000
<i>Type2_Tie</i>	7,470	0.029	0.169	0.000	0.000	0.000
<i>Type2_Tenure</i>	7,470	0.031	0.172	0.000	0.000	0.000
<i>Type3_Attend</i>	7,470	0.024	0.152	0.000	0.000	0.000
<i>Type3_Busy</i>	7,470	0.006	0.077	0.000	0.000	0.000
<i>Absent</i>	7,470	0.105	0.307	0.000	0.000	0.000
<i>Reject</i>	7,470	0.031	0.173	0.000	0.000	0.000
<i>Director Age</i>	7,470	4.138	0.131	4.060	4.143	4.220
<i>Director Tenure</i>	7,470	4.092	3.576	2.000	3.000	5.000
<i>Gender</i>	7,470	0.019	0.137	0.000	0.000	0.000
<i>Foreigner</i>	7,470	0.011	0.102	0.000	0.000	0.000
<b>Board characteristics</b>						
<i>Board Gov</i>	2,899	0.133	0.107	0.071	0.100	0.171
<i>Board Gov1</i>	2,899	0.202	0.146	0.111	0.167	0.263
<i>Board Gov2</i>	2,899	0.018	0.087	0.000	0.000	0.000
<i>Board Size</i>	2,899	1.992	0.230	1.792	1.946	2.079
<i>Outside ratio</i>	2,899	0.368	0.482	0.000	0.000	1.000
<i>CEO Duality</i>	2,899	0.900	0.300	1.000	1.000	1.000
<i>Family Board</i>	2,899	0.702	0.457	0.000	1.000	1.000
<i>Age Diversity</i>	2,899	0.108	0.084	0.046	0.086	0.147
<i>Tenure Diversity</i>	2,899	0.506	0.318	0.283	0.495	0.707
<i>Gender Diversity</i>	2,899	0.127	0.333	0.000	0.000	0.000
<i>Nationality Diversity</i>	2,899	0.052	0.222	0.000	0.000	0.000
<i>Nom Committee</i>	2,899	0.302	0.459	0.000	0.000	1.000
<i>Nom_Outdir</i>	2,899	0.058	0.234	0.000	0.000	0.000
<i>Nom_CEO</i>	2,899	0.171	0.377	0.000	0.000	0.000
<b>Firm characteristics</b>						
<i>Tobin's q</i>	2,899	1.228	0.922	0.766	0.960	1.317
<i>Firm Size</i>	2,899	20.455	1.344	19.468	20.175	21.255
<i>ROA</i>	2,899	0.071	0.067	0.030	0.060	0.100
<i>Cash</i>	2,899	0.120	0.123	0.032	0.077	0.169
<i>Volatility</i>	2,899	0.023	0.026	0.008	0.016	0.030
<i>Insider Own</i>	2,899	0.449	0.153	0.337	0.455	0.555
<i>Firm Age</i>	2,899	3.481	0.743	3.135	3.738	3.970
<i>Group</i>	2,899	0.319	0.466	0.000	0.000	1.000

사외이사(*Against*)에 해당하였다. 의결권 자문사의 반대 권고 기준으로는 재직 중인 사외이사의 12.11%가 부적격 의견을 받은 것으로 확인되었다. 개별 사외이사의 직무 불충실성을 대리하는 변수로 이사회 결석률(*Absent*)과 반대 또는 수정의견을 제시하였는지 여부(*Reject*)를 사용하였는데, 전체 사외이사 표본의 10.53%가 75% 미만의 저조한 참석 행태를 보였다. 연도별 추이에 의하면 낮은 이사회 참석률을 보이는 사외이사의 비중은 표본기간 내 지속적으로 감소한 반면, 이사회 의결사항에 대해 반대 또는 수정의견을 1건 이상 제시한 사외이사의 비중은 증가하는 경향을 보였다.

또한 기업 단위의 이사회 특성변수 즉, 지배구조 효율성 수준을 측정한 한국ESG기준원의 평가점수(*Board Gov*)와 사외이사 비율(*Outside ratio*), 대표이사의 이사회 의장 겸직 여부(*CEO Duality*), 사외이사후보추천위원회 설치(*Nom Committee*) 등 이사회의 구조적 독립성과 관련된 지표들도 표본기간 내 소폭 개선되고 있는 것으로 나타났다. 하지만 2019년 기준, 대표이사와 이사회 의장이 분리되지 않은 기업이 84.6%이며 여성 이사가 단 1명도 존재하지 않은 기업이 86.04%를 차지하고 있어 국내 상장기업의 이사회 독립성과 다양성 수준은 여전히 미흡한 것으로 해석할 수 있다. 한편, 지배주주 가족이 이사회 등기임원으로 경영에 참여 중인 기업은 70.22%를 차지하며 51.73%는 직접 최고경영자(CEO)를 맡고 있는 것으로 나타났다.

#### 4.2 차이검정

본 논문의 핵심 변수는 선임 당시에 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 대상이었거나 의결권 자문사로부터 반대 권고를 받은 이사 후보가 해당기업의 이

사회 구성원으로 재직 중인지 여부(*Against*)이다. 주주총회에서 반대 의결권 대상이었으나 후보 자진 사퇴 또는 재직 중 중도 퇴임이 발생한 경우에는 부적격 이사가 존재하지 않은 것으로 정의한다.

〈Table 4〉는 기업 단위의 표본에 대해 부적격 사내이사과 사외이사의 존재 여부(*Against*)에 따른 이사회 및 기업 특성변수들의 평균 차이검정을 수행한 결과를 보여준다. 먼저 국내 기관투자자로부터 법적 책임성 및 과도한 겸임의 사유로 반대 의견을 받은 사내이사 후보가 재직 중인 기업-연도 표본은 11.76%이다. 또한 감독의무 소홀, 이해관계, 장기재직, 저조한 이사회 참석률 등의 사유로 반대 의견을 받은 사외이사 후보의 비중은 20.77%로 확인된다. 의결권 자문사 권고 표본에서 부적격 사내이사가 포함된 기업은 4.86%, 부적격 사외이사가 포함된 기업은 27.81%를 차지한다.

차이검정 결과에 따르면, 이사회 규모(*Board Size*)와 자산총액(*Firm Size*)이 상대적으로 크거나 기업 집단에 소속한 기업(*Group*)일수록 이사회 내에 부적격 사유가 존재하는 이사를 포함할 가능성이 유의하게 높은 것으로 확인된다. 또한 반대 의견을 받은 이사 후보가 재직하는 기업에서 사외이사 비율(*Outside ratio*) 평균값이 1% 수준에서 유의하게 높게 관측된다. 이는 국내 상장기업의 이사회 구성은 단순히 사외이사 비율이 높다고 해서 실질적인 이사회 독립성을 갖추었다고 해석하기 어려우며, 개별 이사의 과거 이력과 이해관계 등을 반영한 실질적 독립성 지표를 분석에 활용할 필요가 있음을 시사한다. 지배주주 가족의 경영참여 여부(*Family Board*)는 부적격 사내 이사가 존재하는 기업 표본에서만 유의하게 높은 것으로 확인되며, 주주총회 안건으로 상정되어 반대 투표를 받은 사내이사 후보의 52.21%(189명)가 지배주주 가족에 해당하는 것으로 나타났다. 기업가치

〈Table 4〉 차이검정

본 연구에서는 2014년부터 2019년까지 결산월이 12월인 유가증권시장 상장기업(금융업 제외)을 대상으로 최종 표본을 구성하였다. 국내 기관투자자의 의결권 행사 내용 및 의결권 자문사(한국ESG기준원)의 권고 정보를 각각 활용하여 반대 사유가 확인되는 이사의 존재 여부(Against)를 기준으로 표본을 구분하여 변수들의 평균 차이검정(t-test)을 실시하였다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 t-value 값이 통계적으로 유의함을 의미한다. 주요 변수들에 대한 설명은 〈부록 1〉에 요약되어 있다.

## Panel A. 기관투자자 의결권 행사

Variables	사내이사			사외이사		
	Against = 1 (N=341)	Against = 0 (N=2,558)	Difference	Against = 1 (N=602)	Against = 0 (N=2,297)	Difference
<b>Board characteristics</b>						
Board Size	2.090	1.979	0.111***	2.077	1.970	0.107***
Outside ratio	0.507	0.350	0.157***	0.576	0.314	0.263***
CEO Duality	0.883	0.902	-0.019	0.868	0.908	-0.040***
Family Board	0.836	0.684	0.151***	0.688	0.706	-0.018
Age Diversity	0.116	0.107	0.009*	0.104	0.109	-0.005
Tenure Diversity	0.558	0.498	0.060***	0.583	0.480	0.103***
Gender Diversity	0.188	0.119	0.068***	0.148	0.122	0.026
Nationality Diversity	0.079	0.048	0.031**	0.078	0.045	0.033***
<b>Firm characteristics</b>						
Tobin's q	1.126	1.241	-0.115**	1.211	1.296	-0.086
Firm Size	21.087	20.371	0.717***	21.169	20.268	0.901***
ROA	0.077	0.071	0.007*	0.079	0.070	0.009***
Cash	0.114	0.121	-0.007	0.116	0.121	-0.005
Volatility	0.020	0.024	-0.004***	0.022	0.024	-0.002
Insider Own	0.464	0.447	0.018**	0.432	0.453	-0.021***
Firm Age	3.496	3.479	0.016	3.501	3.476	0.025
Group	0.484	0.297	0.187***	0.447	0.286	0.161***

## Panel B. 의결권 자문사 권고

Variables	사내이사			사외이사		
	Against = 1 (N=89)	Against = 0 (N=1,741)	Difference	Against = 1 (N=509)	Against = 0 (N=1,321)	Difference
<b>Board characteristics</b>						
Board Size	2.145	2.028	0.117***	2.090	2.012	0.079***
Outside ratio	0.753	0.465	0.288***	0.695	0.396	0.300***
CEO Duality	0.818	0.870	-0.052	0.835	0.880	-0.045**
Family Board	0.831	0.643	0.189***	0.617	0.665	-0.048*
Age Diversity	0.116	0.099	0.017*	0.095	0.102	-0.007*
Tenure Diversity	0.516	0.517	-0.001	0.576	0.490	0.086***
Gender Diversity	0.146	0.121	0.025	0.116	0.124	-0.008
Nationality Diversity	0.079	0.057	0.021	0.083	0.049	0.033***
<b>Firm characteristics</b>						
Tobin's q	1.089	1.353	-0.264***	1.306	1.355	-0.049
Firm Size	22.185	20.973	1.212***	21.693	20.777	0.916***
ROA	0.073	0.076	-0.003	0.079	0.075	0.004
Cash	0.120	0.118	0.002	0.111	0.121	-0.010*
Volatility	0.019	0.023	-0.004**	0.022	0.023	-0.001
Insider Own	0.373	0.437	-0.064***	0.402	0.447	-0.045***
Firm Age	3.571	3.463	0.108	3.488	3.460	0.028
Group	0.775	0.424	0.351***	0.619	0.373	0.246***

(*Tobin's q*) 변수는 부적격 사내이사가 존재하는 기업에서 유의하게 낮은 측정값을 보고하고 있으며 사외이사의 경우에는 유의한 차이를 보이지 않는다.

#### 4.3 회귀분석 결과

본 연구에서는 기관투자자와 의결권 자문사가 판단한 반대 사유를 활용하여 개별 이사 후보의 부적격 여부를 변수화하였다. 그리고 각 반대 사유 유형별 부적격 이사가 개별 이사의 이사회 활동 수준과 기업 단위의 이사회 지배구조 효율성에 미치는 영향을 분석한다. <Table 5>는 개별 이사 단위로 구성된 사외이사 표본을 대상으로, 부적격 사유가 존재하는지 여부에 따라 이사회 활동 수준이 차별적으로 나타나는지 로짓분석을 수행한 결과를 보여준다.

분석 결과, 법적 리스크에 대한 감독의무를 소홀히 하거나 과거 임기동안 이사회 참석률이 저조했던 사외이사 후보(*Type1\_Negative*, *Type3\_Attend*)는 선임 이후에도 75% 미만의 참석률을 보여 충실의무를 다하지 않을 가능성이 높은 것으로 나타났다. 다만, 장기재직 중인 사외이사(*Type2\_Tenure*)는 오히려 이사회 참여 수준이 유의하게 높게 관측되며<sup>17)</sup> 지배주주 및 경영진과의 이해관계에 의해 독립성 우려가 있는 사외이사(*Type2\_Tie*)는 의결권 자문사 권고 기준의 표본(Panel B.)에서만 이사회 결석률과 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 추가로 사외이사의 연령이 낮거나 외국인에 해당하는 경우에는 이사회 참여가 상대적으로 저조한 것으로 나타났다.

또한, 과거 회사가치 훼손 이슈에 대한 감독의무를 소홀히 했거나 이해관계로 인한 독립성 우려가 존재하는 사외이사(*Type1\_Negative*, *Type2\_Tie*)는 선

임 이후 이사회 의결사항에 대해 반대 또는 수정의견을 제시하지 않는 경향이 뚜렷하게 나타났다. 특히 이사회 규모(*Board Size*)가 크거나 사외이사 비율(*Outside ratio*)이 높은 기업에 소속된 사외이사는 반대 또는 수정의견 개진을 통해 견제활동을 적극 수행하는 반면, 지배주주 가족이 이사회 경영에 직접 참여 중(*Family Board*)인 기업에서는 개별 사외이사의 모니터링 활동 수준이 낮은 것으로 확인된다.

종합하면 법적 책임성을 근거로 반대 의견을 받았거나 독립성 훼손의 사유가 존재했던 사외이사 후보가 선임 당시에 부결되지 않고 이사회 내 재직하는 경우, 과거의 부적격 사유가 해소되지 않고 이사회 활동 측면에서 부정적인 행태를 지속할 가능성이 높은 것으로 해석할 수 있다.

<Table 6>과 <Table 7>은 기업 단위의 표본에 대해 국내 기관투자자 및 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받은 사내이사와 사외이사 후보의 재직이 이사회 효율성에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 본 연구에서 종속변수로 사용한 이사회 효율성 측정치는 한국ESG기준원의 지배구조 부문 평가점수 중 이사회 구성과 관련된 항목을 제외한 이사회 운영 및 제도 지표(*Board Gov1*)와 이사회 평가 지표(*Board Gov2*)의 점수이다.

분석 결과, 국내 기관투자자의 의결권 행사를 바탕으로 구성된 기업-연도 표본에서는 과도한 겸임 사내이사(*Type3\_Busy*)와 장기재직 중인 사외이사(*Type2\_Tenure*)의 존재가 이사회 운영(*Board Gov1*)과 유의한 음(-)의 연관성이 있는 것으로 나타났다. 한편, 의결권 자문사의 권고 기준으로 구성된 표본에서는 법적 리스크가 있는 사내이사와 과도한 겸임 중인 사내이사(*Type1\_Negative*, *Type3\_Busy*) 모두

17) 분석모형에 포함된 개별 사외이사의 재직기간(Director Tenure) 변수도 동일한 결과를 보이며, 해당 변수를 제외하거나 신규/재선임 여부(Re\_appoint)로 대체하더라도 기존의 결과는 유지된다.

〈Table 5〉 반대 사유 유형별 부적격 사외이사 여부와 이사회 활동 수준

본 연구에서는 국내 기관투자자 및 의견권 자문사로부터 반대 의견을 받은 이사 후보의 재직이 이사회 효율성에 미치는 영향을 연구하기 위해 로짓분석을 실시한다. 종속변수는 이사회 참석률이 75% 미만에 해당하는지 여부를 의미하는 *Absent*와 이사회 의결사항에 대해 반대 또는 수정의견을 제시하였는지 여부를 의미하는 *Reject*이다. 각 반대 사유 유형에 해당하는 부적격 사외이사 여부(*Against*)와 개별 이사 및 이사회 특성 변수들을 독립변수로 사용한다. 괄호 안의 값은 z-value이며 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 의미한다. 주요 변수들에 대한 설명은 〈부록 1〉에 요약되어 있다.

## Panel A. 기관투자자 의결권 행사

	Dependent variable: Board Monitoring							
	Absent(1, 0)				Reject(1, 0)			
	Negative (1)	Tie (2)	Tenure (3)	Absent (4)	Negative (5)	Tie (6)	Tenure (7)	Absent (8)
<i>Against</i>	1.057** (2.12)	0.561 (0.72)	-1.146** (-2.38)	1.122*** (3.30)	-1.291** (-2.07)	-1.324** (-2.23)	-0.863 (-0.01)	-0.764 (-0.46)
<i>Age</i>	-1.071** (-2.36)	-1.059** (-2.39)	-1.042** (-1.98)	-1.105** (-2.05)	-3.668*** (-2.87)	-3.721*** (-3.14)	-3.649*** (-2.85)	-3.660*** (-2.91)
<i>Tenure</i>	-0.046** (-2.12)	-0.047** (-2.32)	-0.038* (-1.95)	-0.051** (-2.31)	0.027 (0.19)	0.028 (0.20)	0.039 (0.38)	0.029 (0.21)
<i>Gender</i>	-0.008 (-0.02)	-0.019 (-0.05)	-0.010 (-0.00)	0.021 (0.09)	-0.227 (-0.21)	-0.223 (-0.21)	-0.619 (-0.24)	-0.596 (-0.23)
<i>Foreigner</i>	0.838*** (3.59)	0.822*** (3.38)	0.874*** (3.47)	0.827*** (3.90)	-0.079 (-0.01)	-0.042 (-0.01)	-0.264 (-0.10)	-0.471 (-0.21)
<i>Board Size</i>	0.469 (0.89)	0.466 (0.86)	0.487 (1.02)	0.416 (0.47)	3.444*** (3.71)	3.448*** (3.67)	3.444*** (3.68)	3.469*** (3.84)
<i>Outside ratio</i>	-0.224 (-1.45)	-0.228 (-1.50)	-0.218 (-1.37)	-0.244 (-1.60)	1.221** (2.36)	1.232** (2.45)	1.231** (2.46)	1.242** (2.53)
<i>CEO Duality</i>	0.047 (0.03)	0.045 (0.02)	0.032 (0.01)	0.068 (0.05)	0.607 (0.63)	0.612 (0.67)	0.624 (0.72)	0.595 (0.58)
<i>Family Board</i>	0.130 (0.54)	0.130 (0.54)	0.122 (0.47)	0.131 (0.55)	-0.693* (-1.82)	-0.710* (-1.90)	-0.689* (-1.81)	-0.694* (-1.87)
<i>Firm Size</i>	-0.481*** (-8.51)	-0.476*** (-8.84)	-0.475*** (-8.95)	-0.488*** (-9.20)	0.541*** (9.16)	0.527*** (8.66)	0.530*** (8.89)	0.537*** (9.13)
<i>ROA</i>	-2.771** (-2.12)	-2.779** (-2.37)	-2.715** (-1.98)	-2.912** (-2.36)	-1.957 (-0.51)	-2.023 (-0.54)	-1.918 (-0.49)	-1.941 (-0.51)
<i>Cash</i>	-2.104*** (-3.51)	-2.105*** (-3.52)	-2.093*** (-3.36)	-2.197*** (-3.34)	0.483 (0.08)	0.432 (0.06)	0.396 (0.05)	0.318 (0.03)
<i>Volatility</i>	3.959* (1.76)	4.026* (1.92)	3.963* (1.87)	4.019* (1.93)	4.994 (0.78)	4.934 (0.78)	4.833 (0.74)	4.872 (0.74)
<i>Insider Own</i>	-0.032 (-0.02)	-0.030 (-0.01)	-0.026 (-0.01)	-0.045 (-0.04)	1.211 (1.31)	1.171 (1.23)	1.156 (1.18)	1.143 (1.17)
<i>Firm Age</i>	-0.063 (-0.39)	-0.064 (-0.41)	-0.066 (-0.44)	-0.052 (-0.26)	-0.168 (-0.50)	-0.167 (-0.50)	-0.174 (-0.54)	-0.170 (-0.52)
<i>Group</i>	-0.380* (-1.71)	-0.379* (-1.80)	-0.386* (-1.81)	-0.354 (-1.68)	-1.604*** (-2.97)	-1.627*** (-3.17)	-1.593*** (-2.95)	-1.646*** (-3.33)
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
LR $\chi^2$	197.02***	196.84***	199.29***	203.99***	130.89***	133.03***	127.48***	126.36***
Pseudo R <sup>2</sup>	0.124	0.125	0.128	0.133	0.309	0.315	0.283	0.280
Observations	7,470	7,470	7,470	7,470	7,470	7,470	7,470	7,470

(Table 5) 반대 사유 유형별 부적격 사외이사 여부와 이사회 활동 수준 (계속)

Panel B. 의결권 자문사 권고

	Dependent variable: Board Monitoring							
	Absent(1, 0)				Reject(1, 0)			
	Negative (1)	Tie (2)	Tenure (3)	Absent (4)	Negative (5)	Tie (6)	Tenure (7)	Absent (8)
<i>Against</i>	0.984** (2.26)	0.585* (1.70)	-0.333 (-0.37)	1.069*** (2.85)	-1.042** (-2.02)	-1.878*** (-3.17)	0.128 (0.02)	-0.133 (-0.01)
<i>Age</i>	-1.273** (-2.48)	-1.267** (-2.43)	-1.261** (-2.29)	-1.287** (-2.11)	-3.700*** (-3.04)	-3.548** (-3.41)	-3.706*** (-3.06)	-3.611*** (-3.69)
<i>Tenure</i>	-0.046** (-2.16)	-0.045** (-1.99)	-0.044** (-2.37)	-0.047** (-2.38)	0.028 (0.20)	0.040 (0.42)	0.026 (0.17)	0.031 (0.24)
<i>Gender</i>	-0.005 (-0.06)	0.008 (0.01)	-0.009 (-0.04)	0.002 (0.00)	-0.601 (-0.34)	-0.624 (-0.34)	-0.592 (-0.29)	-0.587 (-0.26)
<i>Foreigner</i>	0.778*** (3.60)	0.834*** (3.15)	0.846*** (3.60)	0.869*** (3.92)	-0.429 (-0.01)	-0.394 (-0.01)	-0.471 (-0.00)	-0.538 (-0.01)
<i>Board Size</i>	0.462* (1.84)	0.479* (1.87)	0.477* (1.95)	0.459* (1.81)	3.442*** (3.71)	3.362*** (3.79)	3.441*** (3.64)	3.465*** (3.74)
<i>Outside ratio</i>	-0.236 (-1.59)	-0.234 (-1.58)	-0.217 (-1.36)	-0.234 (-1.58)	1.234** (2.49)	1.224** (2.34)	1.219** (2.32)	1.239** (2.53)
<i>CEO Duality</i>	0.044 (0.02)	0.036 (0.02)	0.045 (0.02)	0.057 (0.04)	0.603 (1.61)	0.558 (1.42)	0.615 (1.68)	0.586 (1.56)
<i>Family Board</i>	0.124 (0.49)	0.135 (0.58)	0.132 (0.55)	0.137 (0.60)	-0.701* (-1.91)	-0.682* (-1.85)	-0.704* (-1.93)	-0.713* (-1.95)
<i>Firm Size</i>	-0.484*** (-9.80)	-0.497*** (-9.72)	-0.477*** (-10.85)	-0.487*** (-10.21)	0.533*** (8.98)	0.596*** (11.12)	0.537*** (9.10)	0.553*** (9.64)
<i>ROA</i>	-2.798** (-2.92)	-2.801** (-2.93)	-2.809** (-2.07)	-2.818** (-2.11)	-1.972 (-0.52)	-1.649 (-0.37)	-1.954 (-0.51)	-1.890 (-0.48)
<i>Cash</i>	-2.117*** (-3.13)	-2.102*** (-3.07)	-2.091*** (-3.08)	-2.114*** (-3.21)	0.520 (0.29)	0.304 (0.10)	0.477 (0.17)	0.172 (0.11)
<i>Volatility</i>	4.018* (1.85)	3.859* (1.91)	4.016* (1.84)	3.968* (1.97)	4.794 (0.72)	4.294 (0.53)	4.935 (0.77)	4.697 (0.66)
<i>Insider Own</i>	0.006 (0.80)	-0.031 (-0.60)	-0.041 (-0.51)	-0.007 (-0.02)	1.164 (1.22)	1.118 (1.11)	1.191 (1.27)	1.028 (0.95)
<i>Firm Age</i>	-0.058 (-0.33)	-0.061 (-0.37)	-0.064 (-0.41)	-0.062 (-0.38)	-0.174 (-0.54)	-0.178 (-0.56)	-0.169 (-0.51)	-0.166 (-0.49)
<i>Group</i>	-0.390* (-1.86)	-0.391* (-1.88)	-0.383* (-1.75)	-0.392* (-1.91)	-1.599*** (-3.30)	-1.618*** (-3.30)	-1.614*** (-3.46)	-1.677*** (-4.06)
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
LR $\chi^2$	199.09***	197.55***	196.42***	199.60***	129.46***	133.30***	125.83***	129.44***
Pseudo R <sup>2</sup>	0.140	0.135	0.125	0.142	0.297	0.326	0.279	0.287
Observations	5,395	5,395	5,395	5,395	5,395	5,395	5,395	5,395

(Table 6) 반대 사유 유형별 부적격 사내이사 재직과 이사회 효율성

본 연구는 국내 기관투자자 및 의견권 자문사로부터 반대 의견을 받은 사내이사 후보의 재직이 이사회 효율성에 미치는 영향을 분석한다. 종속변수로는 한국ESG기준원의 이사회 운영(Board Gov1) 및 이사회 평가(Board Gov2) 관련 평가지표의 환산점수를 사용하였으며 주요 변수들은 <부록 1>에 정의되어 있다. 괄호 안의 값은 two-way clustering에 의해 추정된 t-value이며 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 의미한다.

	Dependent variable: Board Monitoring							
	기관투자자				의결권 자문사			
	Board Gov1		Board Gov2		Board Gov1		Board Gov2	
	Negative (1)	Busy (2)	Negative (3)	Busy (4)	Negative (5)	Busy (6)	Negative (7)	Busy (8)
<i>Against</i>	-0.017 (-1.29)	-0.033** (-2.40)	0.025 (1.16)	0.014 (1.60)	-0.048** (-2.40)	-0.045** (-2.20)	-0.036* (-1.67)	-0.053*** (-3.40)
<i>Age Diversity</i>	0.003 (0.50)	0.004 (0.70)	-0.004 (-0.86)	-0.004 (-0.75)	0.006 (0.75)	0.008 (1.01)	-0.005 (-0.80)	-0.004 (-0.58)
<i>Tenure Diversity</i>	0.008 (1.20)	0.007 (1.17)	0.000 (-0.05)	0.000 (-0.06)	0.002 (0.28)	0.002 (0.19)	0.000 (0.06)	0.000 (-0.04)
<i>Gender Diversity</i>	0.037*** (3.97)	0.037*** (4.07)	0.026*** (3.18)	0.026*** (3.27)	0.042*** (3.49)	0.042*** (3.50)	0.031*** (2.81)	0.031*** (2.84)
<i>Nationality Diversity</i>	-0.015 (-1.30)	-0.016 (-1.40)	-0.006 (-0.56)	-0.006 (-0.61)	-0.013 (-0.89)	-0.012 (-0.82)	-0.002 (-0.17)	-0.002 (-0.12)
<i>Board Size</i>	0.056*** (2.81)	0.057*** (2.88)	0.061*** (3.90)	0.061*** (4.10)	0.050** (2.15)	0.054** (2.35)	0.047*** (3.03)	0.050*** (3.29)
<i>Outside ratio</i>	0.016* (1.90)	0.017** (2.02)	0.014** (2.46)	0.014** (2.57)	0.018* (1.69)	0.019* (1.71)	-0.004 (-0.67)	-0.004 (-0.64)
<i>CEO Duality</i>	-0.012 (-1.05)	-0.012 (-1.05)	-0.037*** (-3.43)	-0.037*** (-3.43)	-0.006 (-0.45)	-0.005 (-0.42)	-0.036*** (-3.01)	-0.036*** (-2.96)
<i>Family Board</i>	-0.035*** (-4.69)	-0.034*** (-4.59)	-0.021*** (-3.91)	-0.020*** (-3.61)	-0.045*** (-4.76)	-0.042*** (-4.41)	-0.027*** (-4.04)	-0.025*** (-3.52)
<i>Firm Size</i>	0.007** (1.97)	0.008** (2.37)	0.020*** (6.23)	0.020*** (6.50)	0.010** (2.02)	0.012** (2.42)	0.028*** (7.11)	0.029*** (7.38)
<i>ROA</i>	0.039 (0.70)	0.034 (0.61)	0.098** (2.24)	0.096** (2.19)	0.072 (0.94)	0.068 (0.89)	0.135** (2.11)	0.132** (2.05)
<i>Cash</i>	-0.009 (-0.36)	-0.004 (-0.18)	-0.003 (-0.22)	-0.001 (-0.04)	0.043 (1.17)	0.050 (1.34)	-0.007 (-0.31)	-0.002 (-0.08)
<i>Volatility</i>	0.150 (1.31)	0.156 (1.37)	-0.003 (-0.04)	-0.001 (-0.01)	0.108 (0.62)	0.099 (0.57)	0.081 (0.55)	0.074 (0.49)
<i>Insider Own</i>	-0.057*** (-2.75)	-0.068*** (-3.29)	-0.065*** (-4.15)	-0.070*** (-4.57)	-0.070*** (-2.61)	-0.072*** (-2.67)	-0.087*** (-4.62)	-0.088*** (-4.68)
<i>Firm Age</i>	-0.002 (-0.39)	-0.002 (-0.44)	0.002 (0.68)	0.002 (0.64)	-0.003 (-0.60)	-0.003 (-0.55)	0.002 (0.63)	0.003 (0.68)
<i>Group</i>	0.004 (0.42)	0.004 (0.39)	-0.021*** (-2.59)	-0.021** (-2.56)	0.007 (0.58)	0.009 (0.84)	-0.021** (-2.34)	-0.019** (-2.10)
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R <sup>2</sup>	0.100	0.111	0.213	0.212	0.103	0.098	0.241	0.237
Observations	2,899	2,899	2,899	2,899	1,830	1,830	1,830	1,830

(Table 7) 반대 사유 유형별 부적격 사외이사 재직과 이사회 효율성

본 연구는 국내 기관투자자 및 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받은 사외이사 후보의 재직이 이사회 효율성에 미치는 영향을 분석한다. 종속변수로는 한국ESG기준원의 이사회 운영(Board Gov1) 및 이사회 평가(Board Gov2) 관련 지표의 환산점수를 사용하였으며 주요 변수들은 <부록 1>에 정의되어 있다. 괄호 안의 값은 two-way clustering에 의해 추정된 t-value이며 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 의미한다.

**Panel A. 기관투자자 의결권 행사**

	Dependent variable: Board Monitoring							
	Board Gov1				Board Gov2			
	Negative (1)	Tie (2)	Tenure (3)	Absent (4)	Negative (5)	Tie (6)	Tenure (7)	Absent (8)
<i>Against</i>	0.028 (1.28)	0.022 (1.62)	-0.033*** (-2.91)	0.024 (1.25)	0.008 (0.40)	0.004 (0.37)	-0.011 (-1.64)	0.023 (1.62)
<i>Age Diversity</i>	0.005 (0.72)	0.005 (0.76)	0.004 (0.69)	0.004 (0.66)	-0.004 (-0.73)	-0.004 (-0.73)	-0.004 (-0.75)	-0.004 (-0.81)
<i>Tenure Diversity</i>	0.007 (1.17)	0.007 (1.11)	0.009 (1.44)	0.007 (1.07)	0.000 (-0.05)	0.000 (-0.06)	0.000 (0.08)	-0.001 (-0.24)
<i>Gender Diversity</i>	0.037*** (4.12)	0.037*** (4.04)	0.037*** (4.07)	0.037*** (3.98)	0.027*** (3.29)	0.027*** (3.27)	0.027*** (3.27)	0.026*** (3.14)
<i>Nationality Diversity</i>	-0.015 (-1.37)	-0.016 (-1.41)	-0.013 (-1.19)	-0.017 (-1.53)	-0.006 (-0.59)	-0.006 (-0.60)	-0.006 (-0.53)	-0.008 (-0.76)
Board Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R <sup>2</sup>	0.098	0.098	0.102	0.098	0.211	0.211	0.212	0.214
Observations	2,899	2,899	2,899	2,899	2,899	2,899	2,899	2,899

**Panel B. 의결권 자문사 권고**

	Dependent variable: Board Monitoring							
	Board Gov1				Board Gov2			
	Negative (9)	Tie (10)	Tenure (11)	Absent (12)	Negative (13)	Tie (14)	Tenure (15)	Absent (16)
<i>Against</i>	-0.044** (-1.98)	-0.025** (-2.06)	-0.042*** (-3.62)	0.009 (0.75)	-0.032 (-1.38)	-0.003 (-0.27)	-0.021*** (-3.22)	0.004 (0.41)
<i>Age Diversity</i>	0.009 (1.05)	0.008 (0.98)	0.008 (0.96)	0.008 (0.99)	-0.003 (-0.55)	-0.004 (-0.59)	-0.004 (-0.63)	-0.004 (-0.60)
<i>Tenure Diversity</i>	0.002 (0.26)	0.000 (0.04)	0.005 (0.59)	0.001 (0.12)	0.000 (0.04)	0.000 (0.00)	0.001 (0.24)	0.000 (-0.08)
<i>Gender Diversity</i>	0.043*** (3.54)	0.042*** (3.48)	0.042*** (3.53)	0.042*** (3.51)	0.031*** (2.87)	0.031*** (2.85)	0.031*** (2.86)	0.031*** (2.85)
<i>Nationality Diversity</i>	-0.011 (-0.74)	-0.013 (-0.90)	-0.010 (-0.71)	-0.012 (-0.84)	-0.001 (-0.05)	-0.001 (-0.09)	-0.001 (-0.05)	-0.002 (-0.11)
Board Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R <sup>2</sup>	0.100	0.102	0.106	0.099	0.238	0.236	0.240	0.237
Observations	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830

이사회 운영 (*Board Gov1*)과 평가 (*Board Gov2*)에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 낮은 이사회 참석률을 제외한 모든 반대 사유를 가진 사외이사 후보의 재직은 이사회 운영 측면의 효율성 (*Board Gov1*) 변수와 유의한 음(-)의 관련성을 보인다. 이 외에도 이사회 다양성 관련 지표 중에서는 이사회 내 여성이사 포함 여부로 측정된 성별 다양성 (*Gender Diversity*) 변수만 이사회 효율성 평가지표에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 일관된 결과를 보였다. 이는 여성임원비율이 높을수록 기업 가치를 상승시킨다는 Jeon and Choi(2021)와 일관성 있는 결과이다. 반면, 지배주주 가족이 이사회 등기임원으로 재직 중(*Family Board*)이거나 지배주주 및 특수관계인 지분율(*Insider Own*)이 높아 지배주주의 영향력이 상대적으로 집중된 기업일수록 이사회 운영 및 평가 관련 지배구조 수준에는 부정적 영향을 미치는 것으로 관측된다.

〈Table 8〉과 〈Table 9〉는 기업 단위의 표본을 대상으로 국내 기관투자자 또는 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받은 사내이사과 사외이사 후보가 이사회 구성원으로 활동하는지 여부가 기업가치(*Tobin's q<sub>t+1</sub>*)에 미치는 영향을 분석한 결과이다.<sup>18)</sup> 먼저 선임 당시에 다수의 계열회사에서 과도하게 겸직하여 부적격 판단을 받은 사내이사(*Type3\_Busy*)의 존재는 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만, 현재 개별 기관투자자나 의결권 자문사마다 과도한 겸직 수준을 판단하는 정량적 기준과 범위가 상이하므로 선임 이후 재임기간 동안에 일

부 겸직이 해소되었을 가능성도 존재한다. 이에 겸직 수와 같은 직접적인 변수를 사용한 실증연구를 통해 과다 겸임의 판단 및 적정 수준에 대한 검토 결과가 뒷받침될 필요성이 있다. 또한 경영진 및 지배주주와 이해관계가 존재(*Type2\_Tie*)하거나 장기재직(*Type2\_Tenure*)에 해당하여 독립성 훼손 우려가 있는 사외이사의 재직은 앞서 살펴본 이사회 지배구조 효율성뿐만 아니라 장기적인 기업가치에도 유의하게 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 중 장기재직 사유에 의한 부정적 효과는 최근 상법 시행령 개정에 의해 사외이사의 임기가 일정 기간을 초과하지 않도록 제한됨에 따라 향후 해소될 것으로 예상된다.

특히 과거에 회사가치 훼손 또는 법적 제재를 받은 이력이 있는 사내이사과 관련 감독의무를 소홀히 한 사외이사(*Type1\_Negative*)의 재직은 의결권 자문사 권고 기준의 표본에서만 기업가치와 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 이는 국내 기관투자자들이 사내이사 개별 후보의 법적 책임성을 충분히 고려하지 않았거나 실제 소극적으로 의결권을 행사한 결과로 유추할 수 있다.

한편, 강건성 검정 차원에서 국내 기관투자자 또는 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받은 부적격 이사의 재직 여부를 기준으로 PSM(Propensity Score Matching)을 이용하여 1:2로 매칭한 표본으로 주요 결과를 재검증하였다.<sup>19)</sup> 분석 결과, 과다 겸임에 해당하는 사내이사과 이해관계 또는 장기재직에 의한 부적격 사외이사의 재직이 이사회 효율성 및 기

18) 본 연구의 주요 회귀분석 결과는 반대 사유 유형별 부적격 이사의 재직 여부로 측정된 더미변수(*Against*)가 아닌 부적격 사내(사외)이사가 차지하는 비율(ratio) 변수로 대체하거나, 이사회 다양성 관련 변수들을 제외한 분석을 수행하더라도 동일하다.

19) PSM을 위한 각각의 매칭표본을 구성하고자 종속변수로는 주요 검증변수인 부적격 이사의 재직 여부를 사용하였으며, 기업규모(Firm Size), 수익성(ROA) 변수, 그리고 이사회 효율성 관련 평가지표를 제외한 나머지 한국ESG기준원의 지배구조 평가점수(환산 기준, t-1)를 적용하여 매칭하였다.

〈Table 8〉 반대 사유 유형별 부적격 사내이사 재직과 기업가치

본 연구는 국내 기관투자자 및 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받은 사내이사 후보의 재직이 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 종속변수로는 기업가치의 대용치로 Tobin's q를 사용하였으며 주요 변수들은 〈부록 1〉에 정의되어 있다. 괄호 안의 값은 two-way clustering에 의해 추정된 t-value이며 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 의미한다.

	Dependent variable: Firm Value			
	기관투자자		의결권 자문사	
	Negative (1)	Busy (2)	Negative (3)	Busy (4)
<i>Against</i>	-0.022 (-0.19)	-0.294** (-2.29)	-0.271** (-1.99)	-0.464*** (-2.98)
<i>Age Diversity</i>	0.052 (1.06)	0.052 (1.07)	0.095 (1.37)	0.087 (1.28)
<i>Tenure Diversity</i>	-0.066 (-1.40)	-0.066 (-1.40)	-0.101 (-1.61)	-0.097 (-1.52)
<i>Gender Diversity</i>	0.080 (1.24)	0.082 (1.27)	0.082 (0.91)	0.081 (0.90)
<i>Nationality Diversity</i>	-0.084 (-0.96)	-0.081 (-0.93)	-0.159 (-1.43)	-0.161 (-1.43)
<i>Board Size</i>	0.019 (0.14)	0.026 (0.18)	0.075 (0.40)	0.057 (0.31)
<i>Outside ratio</i>	0.074 (1.12)	0.073 (1.11)	0.234** (2.23)	0.234** (2.23)
<i>CEO Duality</i>	-0.063 (-0.69)	-0.062 (-0.69)	-0.104 (-0.98)	-0.101 (-0.95)
<i>Family Board</i>	-0.046 (-0.79)	-0.041 (-0.70)	-0.045 (-0.63)	-0.057 (-0.79)
<i>Firm Size</i>	-0.029 (-1.07)	-0.029 (-1.10)	-0.135*** (-3.00)	-0.141*** (-3.22)
<i>ROA</i>	4.039*** (7.09)	4.051*** (7.11)	4.747*** (6.09)	4.761*** (6.10)
<i>Cash</i>	0.588** (2.06)	0.588** (2.07)	0.985** (2.38)	0.960** (2.33)
<i>Volatility</i>	3.674*** (2.80)	3.636*** (2.78)	5.039*** (2.62)	5.078*** (2.65)
<i>Insider Own</i>	-0.664*** (-3.76)	-0.637*** (-3.60)	-0.619*** (-2.70)	-0.616*** (-2.67)
<i>Firm Age</i>	-0.102*** (-2.69)	-0.101*** (-2.68)	-0.100** (-2.13)	-0.102** (-2.15)
<i>Group</i>	-0.040 (-0.62)	-0.035 (-0.54)	-0.084 (-1.09)	-0.095 (-1.22)
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R <sup>2</sup>	0.167	0.171	0.196	0.195
Observations	2,899	2,899	1,830	1,830

〈Table 9〉 반대 사유 유형별 부적격 사외이사 재직과 기업가치

본 연구는 국내 기관투자자 및 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받은 사외이사 후보의 재직이 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 종속변수로는 기업가치의 대용치로 Tobin's q를 사용하였으며 주요 변수들은 〈부록 1〉에 정의되어 있다. 괄호 안의 값은 two-way clustering에 의해 추정된 t-value이며 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 의미한다.

	Dependent variable: Firm Value							
	기관투자자				의결권 자문사			
	Negative (1)	Tie (2)	Tenure (3)	Absent (4)	Negative (5)	Tie (6)	Tenure (7)	Absent (8)
<i>Against</i>	-0.102 (-1.06)	-0.301** (-2.05)	-0.118* (-1.84)	0.146 (1.32)	-0.165* (-1.82)	-0.369*** (-2.75)	-0.253** (-2.55)	0.057 (0.58)
<i>Age Diversity</i>	0.052 (1.05)	0.054 (1.09)	0.052 (1.06)	0.051 (1.04)	0.088 (1.30)	0.086 (1.27)	0.087 (1.29)	0.087 (1.28)
<i>Tenure Diversity</i>	-0.065 (-1.38)	-0.068 (-1.47)	-0.065 (-1.36)	-0.071 (-1.51)	-0.096 (-1.51)	-0.106* (-1.69)	-0.102 (-1.58)	-0.102 (-1.58)
<i>Gender Diversity</i>	0.079 (1.23)	0.076 (1.17)	0.079 (1.23)	0.072 (1.10)	0.081 (0.89)	0.079 (0.87)	0.081 (0.90)	0.081 (0.90)
<i>Nationality Diversity</i>	-0.083 (-0.94)	-0.087 (-1.00)	-0.083 (-0.93)	-0.095 (-1.07)	-0.160 (-1.43)	-0.173 (-1.56)	-0.167 (-1.48)	-0.166 (-1.47)
Board Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R <sup>2</sup>	0.168	0.172	0.170	0.169	0.198	0.201	0.201	0.195
Observations	2,899	2,899	2,899	2,899	1,830	1,830	1,830	1,830

업가치에 미치는 부정적 영향은 유지되는 것으로 나타나 연구결과의 강건성을 확인하였다.

추가로 본 연구에서는 사외이사 선임 절차의 독립성을 보장하는 사외이사후보추천위원회의 설치 여부와 구성 형태에 따라, 부적격 사외이사의 재직이 이사회 효율성 및 기업가치에 미치는 영향이 다른지 분석한다. 이러한 조절효과(moderating effect)에

대한 실증분석 결과를 〈Table 10〉에서 제시한다. 보고된 내용은 의결권 자문사 권고 기준의 표본을 대상으로 분석한 결과이다.<sup>20)</sup>

분석 결과, 단순 사외이사후보추천위원회의 설치 여부(*Nom Committee*)가 아닌 실질적 독립성을 고려한 위원회 변수(*Nom\_Outdir*, *Nom\_CEO*)에 의한 상호작용 효과가 이사회 효율성 지표에 추가적인

20) 참고로 국내 기관투자자 의결권 행사 기준의 표본으로 분석한 결과는 Negative 반대 사유를 제외하고 대동소이한 것으로 확인되며, 해당 위원회의 기능을 고려하여 사내이사 재직 여부는 분석대상으로 고려하지 않았다.

(Table 10) 반대 사유 유형별 부적격 이사 재직 효과: 사외이사후보추천위원회

본 연구는 사외이사후보추천위원회의 존재 및 구성 형태에 따라 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받은 사외이사 후보의 재직이 이사회 효율성과 기업가치에 미치는 효과가 다르게 나타나는지를 분석한다. 종속변수로는 한국ESG기준원의 이사회 운영 및 평가(Board Gov) 관련 지표의 환산점수와 기업가치(Tobin's q)를 사용하였으며 주요 변수들은 <부록 1>에 정의되어 있다. 괄호 안의 값은 two-way clustering에 의해 추정된 t-value이며 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 의미한다.

	Dependent variable: Board Monitoring								
	Negative			Tie			Tenure		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Against</i>	-0.051** (-2.08)	-0.032* (-1.87)	-0.046** (-1.99)	-0.034** (-2.10)	-0.018 (-1.55)	-0.038** (-2.15)	-0.033** (-2.45)	-0.020 (-1.62)	-0.024* (-1.70)
<i>Against</i> × <i>Nom_Com</i>	0.034 (0.52)			0.005 (0.11)			-0.080 (-0.76)		
<i>Against</i> × <i>Nom_Outdir</i>		0.115*** (2.80)			0.130** (2.15)			0.128* (1.91)	
<i>Against</i> × <i>Nom_CEO</i>			-0.007 (-1.05)			-0.045** (-2.21)			-0.032** (-2.07)
<i>Nom_Committee</i>	0.025* (1.70)			0.017 (1.05)			0.019 (1.22)		
<i>Nom_Outdir</i>		0.044** (2.05)			0.046** (2.01)			0.034* (1.93)	
<i>Nom_CEO</i>			-0.012 (-1.20)			-0.020 (-1.45)			-0.026 (-1.52)
Other Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R <sup>2</sup>	0.098	0.102	0.093	0.096	0.101	0.098	0.096	0.094	0.098
Observations	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830
	Dependent variable: Firm Value								
	Negative			Tie			Tenure		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Against</i>	-0.190* (-1.94)	-0.142* (-1.75)	-0.123 (-1.60)	-0.603** (-2.00)	-0.196 (-1.30)	-0.285** (-1.98)	-0.150** (-2.43)	-0.065 (-0.78)	-0.167 (-1.14)
<i>Against</i> × <i>Nom_Com</i>	0.113 (0.54)			0.565** (1.84)			0.269** (2.01)		
<i>Against</i> × <i>Nom_Outdir</i>		0.261** (2.07)			0.213* (1.95)			0.362* (1.71)	
<i>Against</i> × <i>Nom_CEO</i>			0.083 (0.70)			-0.267* (-1.80)			0.082 (0.81)
<i>Nom_Committee</i>	0.012 (0.14)			0.072 (0.91)			0.017 (0.29)		
<i>Nom_Outdir</i>		0.022 (0.29)			0.032 (0.38)			0.063 (0.88)	
<i>Nom_CEO</i>			-0.155*** (-2.94)			-0.084 (-1.15)			-0.179*** (-2.73)
Other Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R <sup>2</sup>	0.162	0.162	0.165	0.171	0.166	0.169	0.167	0.163	0.165
Observations	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830

영향을 미치는 것으로 관측되었다. 전원 사외이사로 구성(*Nom\_Outdir*)된 위원회에서 사외이사 후보군을 관리하고 추천하는 절차가 마련된 기업은 현재 부적격 사외이사가 재직 중이더라도 이사회가 비교적 효율적으로 운영되는 것으로 나타났다. 반면, 위원회에 최고경영자가 직접 참여(*Nom\_CEO*)하여 후보 추천 및 선임 과정에 영향력을 행사할 수 있는 기업에서는 부적격 사외이사의 모니터링 기능이 더욱 약하다는 결과를 확인하였으나 이는 이해관계 또는 장기재직의 반대 사유가 존재하는 비독립적 사외이사에 한하여 통계적으로 유의하다.

기업가치를 종속변수로 분석한 결과에서도 유사한 효과를 확인할 수 있다. 외부로부터 부적격 판단을 받은 사외이사의 경우라도 경영진과의 종속관계(*appointer-appointee tie*)가 해소되거나 향후 독립적인 추천 절차를 거칠 것으로 예상한다면, 재선임을 보장받기 위해 재직기간 동안 감독기능을 충실히 수행한 결과로 볼 수 있다(Ma and Khanna, 2016).

위 결과를 종합하면, 기관투자자 및 의결권 자문사의 기준에 따라 부적격 이사 후보로 판단된 자가 이사회 구성원으로 재직하는 것은 해당 기업의 이사회 효율성 및 장기적 기업가치에 부정적인 영향을 미친다. 다만 독립적으로 구성된 추천위원회에 의해 사외이사의 선임이 이루어지는지 여부에 따라 사외이사의 모니터링 수준과 효과는 차별적임을 확인하였다.

## V. 결론

본 연구는 국내 유가증권시장 상장기업을 대상으로, 주주총회에서 선임 시 기관투자자로부터 반대 의견을 받은 이사 후보의 재직 여부가 개별 이사의 이사회 활동과 기업 단위의 이사회 효율성에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 국내 기관투자자가 공시한 의결권 반대 사유 정보를 활용하여 개별 이사의 부적격 여부 및 유형을 구분하였다는 점에서 의의가 있으며 추후 유용한 연구 기초자료가 될 것으로 기대한다. 한편, 연구진은 개별 기관투자자들마다 동일한 안전에 대한 의결권 행사 판단 기준과 적극성 수준이 상이하다는 점을 고려하여 대표적인 국내 의결권 자문사 권고 내용을 토대로 분석한 결과를 함께 제시하였다.<sup>21)</sup>

실제 국내의 주주권 행사 현실을 살펴보면, 이사회 측 안전 대부분이 가결되고 있으며 특히 과거에 부적격 사유로 기관투자자로부터 반대를 받은 이력이 있는 후보의 재선임 안전이 반복 상정되고 있는 것으로 확인된다. 이는 외부 주주의 반대 표결이 국내 기업에 미치는 영향력이 미흡한 수준임을 시사한다. 만약 개별 이사의 반대 사유가 선임 이후에도 충분히 해소되지 않는다면 해당 기업의 이사회 효율성 및 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 우려가 존재한다. 이에 본 연구는 외부 기관투자자와 전문 의결권 자문기관으로부터 반대 의견을 받은 이사 후보의 재직 효과를 검증하였다.

주요 실증분석 결과를 요약하면 첫째, 국내 기관투자자 또는 의결권 자문사로부터 반대 의견을 받

21) 의결권 자문사(proxy advisory firm) 권고 효과에 대한 해외 연구에서는 ISS의 안전별 권고방향(ISS recommendation)을 직접 변수로 사용하여 이사 선임 결과에 대한 영향을 분석하고 있다(Cai et al., 2009; Ertimur et al., 2018).

은 이사 후보의 재직은 개별 이사 단위의 이사회 활동 수준 변수와 기업 단위의 이사회 지배구조 효율성 변수에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 이사회 구성 요소는 이사회 운영 행태 및 지배구조 효율성과 밀접한 연관성이 존재함을 시사한다.

본 연구에서는 반대 사유 공시정보를 통해 개별 사내이사와 사외이사의 부적격 사유를 유형화하였으며 각 사유별 분석 결과를 제공한다. 법적 제재 또는 기업가치 훼손 이력이 있거나 과도한 겸직에 해당하는 사내이사, 그리고 이해관계와 장기재직으로 인해 독립성 우려가 예상되는 사외이사의 이사회 참여는 이사회의 운영 수준과 평가결과 공개에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 직전 임기에서 저조한 이사회 참석률을 보여 반대 의견을 받은 사외이사 후보의 재직은 이사회의 효율성 및 기업가치 변수와 유의한 관계를 보이지 않았다. 해당 결과는 본 연구에서 사용한 부적격 이사의 재직 여부를 의미하는 더미변수 외에도 부적격 이사 비율 변수로 대체한 분석에서도 유지되었다.

둘째, 본 연구에서는 국내 상장기업에서 사외이사 후보추천위원회 도입의 실효성을 확인하기 위해 해당 위원회의 설치 여부와 구성의 독립성과 관련된 변수를 사용하여 추가적인 상호작용 효과를 분석하였다. 분석에 의하면 위원회를 형식적으로 도입하는 것보다 위원회 구성 측면에서 실질적인 독립성을 확보하였을 때, 부적격 사외이사의 부정적 효과를 희석시켜 이사회의 효과적인 운영에 긍정적인 결과를 보고하였다. 이는 사외이사 선임 단계가 지배주주와 경영자의 영향력으로부터 독립적이면 기존에 부적격 반대 사유가 있었던 사외이사의 모니터링 기능과 이사회 전반의 지배구조 개선을 유도하는 효과가 있음을 시사한다.

한편, 해외에서는 이사회 다양성과 관련된 논의가 활발히 이루어지고 있으며 최근 국내에서도 이사회 내 성별 다양성을 법적으로 보장하도록 여성 이사회 할당제를 도입한 바 있다. 이에 본 연구에서는 이사회 특성 변수로 나이, 임기, 성별, 국적 관련 이사회 다양성 지표에 대한 분석 결과를 함께 제시하였다. 구체적으로 다루지 않았으나 이사회 다양성은 개별 이사의 특성 변수이자 이사회 구성과도 직접적인 연관성이 있다는 점에서 향후 연구를 통해 심도있게 다룰만한 흥미로운 주제로 판단한다.

## 참고문헌

- Aggarwal, A. and C. R. Knoeber(1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), pp.377-397.
- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, and P. Matos (2011), "Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors," *Journal of Financial Economics*, 100(1), pp.154-181.
- Aggarwal, R., M. Hu, and J. Yang(2015), "Fraud, Market Reaction, and The Role of Institutional Investors in Chinese Listed Firms," *Journal of Portfolio Management*, 41(5), pp.92-109.
- Aggarwal, R., S. Dahiya, and N. Prabhala(2019), "The Power of Shareholder Votes: Evidence from Uncontested Director Elections," *Journal of Financial Economics*, 133(1), pp.134-153.

- Anderson, R. C. and D. M. Reeb(2003), "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58(3), pp.1301-1328.
- Barclay, M. and C. Holderness(1989), "Private Benefits from Control of Public Corporations," *Journal of Financial Economics*, 25(2), pp.371-395.
- Beasley, M.(1996), "An Empirical Analysis of The Relation between The Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," *Accounting Review*, 71(4), pp.443-465.
- Beji, R., O. Yousfi, N. Loukil, and A. Omri(2021), "Board Diversity and Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from France," *Journal of Business Ethics*, 173, pp.133-155.
- Bertrand, M., S. Johnson, and K. Samphantharak, and A. Schoar(2008), "Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and The Families behind Them," *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp.466-498.
- Bhagat, S. and B. Black(2002), "The Non-Correlation between Board Independence and Long-term Firm Performance," *Journal of Corporation Law*, 27(2), pp.231-273.
- Boulouta, I.(2013), "Hidden Connections: The Link between Board Gender Diversity and Corporate Social Performance," *Journal of Business Ethics*, 113, pp.185-197.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer(2003), "Family Firms," *Journal of Finance*, 58(5), pp.2167-2201.
- Cai, J., J. L. Garner, and R. A. Walkling(2009), "Electing Directors," *Journal of Finance*, 64 (5), pp.2389-2421.
- Carter, D. A., B. J. Simkins, and W. G. Simpson(2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value," *Financial Review*, 38(1), pp.33-53.
- Cashman, G. D., S. L. Gillan, and C. Jun(2012), "Going Overboard? On Busy Directors and Firm Value," *Journal of Banking & Finance*, 36, pp.3248-3259.
- Canyon, M. J. and L. E. Read(2006), "A Model of The Supply of Executives for Outside Directorships," *Journal of Corporate Finance*, 12 (3), pp.645-659.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 51(3), pp.371-406.
- Dahya, J., O. Dimitrov, and J. J. McConnell(2008), "Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis," *Journal of Financial Economics*, 87(1), pp.73-100.
- Dass, N., O. Kini, V. Nanda, B. Onal, and J. Wang (2014), "Board Expertise: Do Directors from Related Industries Help Bridge The Information Gap?," *Review of Financial Studies*, 27(5), pp.1533-1592.
- Eminet, A. and Z. Guedri(2010), "The Role of Nominating Committees and Director Reputation in Shaping The Labor Market for Directors: An Empirical Assessment," *Corporate Governance: An International Review*, 18 (6), pp.557-574.
- Ertimur, Y., F. Ferri, and D. Oesch(2018), "Understanding Uncontested Director Elections," *Management Science*, 64(7), pp.2973-3468.
- Fama, E.(1980), "Agency Problems and The Theory of The Firm," *Journal of Political Economy*, 88(2), pp.288-307.

- Fama, E. and M. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.301-325.
- Ferris, S. P., M. Jagannathan, and A. C. Pritchard (2003), "Too Busy to Mind The Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments," *Journal of Finance*, 58(3), pp.1087-1111.
- Fich, E. M. and A. Shivdasani(2006), "Are Busy Boards Effective Monitors?," *Journal of Finance*, 61(2), pp.689-724.
- Fracassi, C. and G. Tate(2012), "External Networking and Internal Firm Governance," *Journal of Finance*, 67(1), pp.153-194.
- Grossman, S. and O. Hart(1980), "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and The Theory of The Corporation," *Bell Journal of Economics*, 11(1), pp.42-64.
- Guo, L. and R. W. Masulis(2015), "Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers," *Review of Financial Studies*, 28(10), pp.2770-2811.
- Hafsi, T. and G. Turgut(2013), "Boardroom Diversity and Its Effects on Social Performance: Conceptualization and Empirical Evidence," *Journal of Business Ethics*, 112, pp.463-479.
- Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach(1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, 20(4), pp.101-112.
- Huang, S. and G. Hilary(2018), "Zombie Board: Board Tenure and Firm Performance," *Journal of Accounting Research*, 56(4), pp.1285-1329.
- Hwang, B. H. and S. Kim(2009), "It Pays to Have Friends," *Journal of Financial Economics*, 93(1), pp.138-158.
- ISS(2019), *Director Overboarding: Global Trends, Definitions, and Impact*.
- Jensen, M. C.(1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48(3), pp.831-880.
- Jeon, C. and H. Choi(2021), "The Impact of Board Gender Diversity and Institutional Blockholders on Firm Value," *Korean Management Review*, 50(4), pp.1107-1128.
- Jiang, W., H. Wan, and S. Zhao(2016), "Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting," *Review of Financial Studies*, 29(3), pp.655-696.
- Jiraporn, P., Y. S. Kim, and W. N. Davidson III (2008), "Multiple Directorships and Corporate Diversification," *Journal of Empirical Finance*, 15(3), pp.418-435.
- Kang, Y. and C. Kook(2012), "The Effect of Independent Outside Directors on Firm Value," *Asian Review of Financial Research*, 25(3), pp.451-498.
- Kang, Y., C. Kook, and J. Yoon(2015), "How Does Good Corporate Governance Contribute to Firm Value?: Board Independence and Firm's Cash Holdings," *Asian Review of Financial Research*, 28(2), pp.309-350.
- Khanna, V. E., E. H. Kim, and Y. Lu(2015), "CEO Connectedness and Corporate Fraud," *Journal of Finance*, 70(3), pp.1203-1252.
- Kim, C(2006), "Outside Directors and Firm Value in Korea," *Asian Review of Financial Research*, 19(2), pp.105-153.
- Kim, J. and H. R. Lee(2018), "Friends in The Boardroom: Attendance, Voting, and Turnover," *Economics Letters*, 169, pp.11-14.
- Kim, J. and J. Shin(2016), "The Effect of Social

- Ties of Outside Board Directors and Their Independence on Firm Value," *Korean Journal of Financial Studies*, 45(4), pp.713-739.
- Kim, H., W. Choi, and S. Choi(2014), "Board Independence and Expertise and Firm's Investment Efficiency," *Korean Management Review*, 43(4), pp.1343-1378.
- Klein, A.(2002), "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), pp.375-400.
- Liu, H., H. Wang, and L. Wu(2016), "Removing Vacant Chairs: Does Independent Directors' Attendance at Board Meetings Matter?," *Journal of Business Ethics*, 133, pp.375-393.
- Ma, J. and T. Khanna(2016), "Independent Directors' Dissent on Boards: Evidence from Listed Companies in China," *Strategic Management Journal*, 37(8), pp.1547-1557.
- Miller, D., I. L. Breton-Miller, R. H. Lester, and A. A. Cannella Jr.(2007), "Are Family Firms Really Superior Performers?," *Journal of Corporate Finance*, 13(5), pp.829-858.
- Min, B. S. and P. Verhoeven(2013), "Outsider Board Activity, Ownership Structure and Firm Value: Evidence from Korea," *International Review of Finance*, 13(2), pp.187-214.
- Min, B. S. and A. Chizema(2018), "Board Meeting Attendance by Outsider Directors," *Journal of Business Ethics*, 147, pp.901-917.
- Park, J., H. Lee, and H. Shin(2016), "The Effect of Social Ties between Outside Directors and Inside Directors on Insider Trading and Earnings Management," *Korean Management Review*, 45(5), pp.1697-1733.
- Pearce, J. A. II and S. A. Zahra(1991), "The Relative Power of CEOs and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance," *Strategic Management Journal*, 12(2), pp.135-153.
- Peterson, M. A.(2009), "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *Review of Financial Studies*, 22(1), pp.435-480.
- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt(1990), "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 26(2), pp.175-191.
- Shivdasani, A. and D. Yermack(1999), "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, 54(5), pp.1829-1853.
- Tang, J., M. Crossan, and W. G. Rowe(2011), "Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board," *Journal of Management Studies*, 48(7), pp.1479-1503.
- Tang, X., J. Du, and Q. Hou(2013), "The Effectiveness of the Mandatory Disclosure of Independent Directors' Opinions: Empirical Evidence from China," *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), pp.89-125.
- Vafeas, N.(1999), "The Nature of Board Nominating Committees and Their Role in Corporate Governance," *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(1-2), pp.199-225.
- Vafeas, N.(2003), "Length of Board Tenure and Outside Director Independence," *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(7-8), pp.1043-1064.
- Westphal, J. D. and E. J. Zajac(1995), "Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection," *Administrative Science Quarterly*, 40(1),

- pp.60-83.
- Xie, B., W. N. Davidson III, and P. J. DaDalt(2003), "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and The Audit Committee," *Journal of Corporate Finance*, 9(3), pp.295-316.
- Yermack, D.(1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp. 185-211.

- 
- The author Yoona Lee is an Assistant Research Fellow at Policy Research Division, Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability(KCGS). She graduated MS and PhD of Finance from Yonsei University. Her research interests include shareholder activism, corporate social responsibility, and corporate governance, and ESG reporting.
  - The author Jiyeon Lee is an Assistant Professor at School of Business, Yonsei University. Professor Lee received her MS in Finance from Yonsei University, and PhD in Finance from University of Illinois, Urbana Champaign. Her research interests include empirical corporate finance, corporate social responsibility, corporate governance, and R&D.

## 〈Appendix〉

## 〈부록 1〉 변수의 정의

변수명	정의
<b>Director characteristics</b>	
<i>Against</i>	최초 또는 재선임 당시에 국내 기관투자자(의결권 자문사)가 1건 이상 반대 의결권을 행사(권고)한 이력이 존재하면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Type1_Negative</i>	(반대사유) 회사가치 훼손 및 주주권 침해 이력이 있거나 행정적·사법적 제재를 받은 자
<i>Type2_Tie</i>	(반대사유) 최대주주의 특수관계인 또는 중요한 지분·거래관계 등에 있는 법인의 과거 상근 임직원으로 이해관계가 존재하여 독립성에 우려가 있는 자
<i>Type2_Tenure</i>	(반대사유) 해당 기업 및 계열회사에서 장기재직하여 독립성에 우려가 있는 자
<i>Type3_Attend</i>	(반대사유) 직전 임기의 이사회 또는 이사회 내 위원회 참여 시 평균 참석률이 저조하여 충실한 직무 수행에 우려가 있는 자
<i>Type3_Busy</i>	(반대사유) 과도한 계열회사 겸직 또는 법상 사외이사 겸직 제한 요건에 해당하여 충실한 직무 수행에 우려가 있는 자
<i>Absent</i>	사외이사의 이사회 참석률이 75% 미만이면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Reject</i>	사외이사가 이사회 의결사항에 대해 1건 이상의 반대 또는 수정의견을 제시하였으면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Director Age</i>	이사회 구성원의 나이에 자연로그를 취한 값
<i>Director Tenure</i>	이사회 구성원의 해당 기업 내 재직기간
<i>Gender</i>	이사회 구성원의 성별이 여성에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Foreigner</i>	이사회 구성원이 외국 국적에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0
<b>Board characteristics</b>	
<i>Board Gov</i>	한국ESG기준원(구, 한국기업지배구조원)의 이사회 부문 평가지표 결과를 합산하여 1점 만점으로 환산한 점수(이사회 구성 관련 항목 제외)
<i>Board Gov1</i>	(1) 이사회 운영 관련 평가지표 환산점수
<i>Board Gov2</i>	(2) 이사회 평가 관련 평가지표 환산점수
<i>Board Size</i>	이사회 내 이사회 구성원(사내이사+사외이사) 총 인원 수에 자연로그를 취한 값
<i>Outside ratio</i>	이사회 내 사외이사 비율이 50% 이상이면 1, 그렇지 않으면 0
<i>CEO Duality</i>	대표이사가 이사회 의장을 겸직 중이면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Family Board</i>	지배주주 가족이 등기임원으로 이사회 내 재직 중이면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Age Diversity</i>	이사회 내 전체 이사회 구성원 나이의 변동계수(CV)가 연도별 표본의 중간값 이상이면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Tenure Diversity</i>	이사회 내 전체 이사회 구성원 재직기간의 변동계수(CV)가 연도별 표본의 중간값 이상이면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Gender Diversity</i>	이사회 내 여성인 이사회 구성원이 존재하면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Nationality Diversity</i>	이사회 내 외국 국적인 이사회 구성원이 존재하면 1, 그렇지 않으면 0
<b>Firm characteristics</b>	
<i>Nom Committee</i>	사외이사후보추천위원회를 설치하였으면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Nom_Outdir</i>	사외이사후보추천위원회 소속 위원 전원이 사외이사로 구성되어 있으면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Nom_CEO</i>	사외이사후보추천위원회 소속 위원에 최고경영자(CEO)가 포함되어 있으면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Tobin's q</i>	(보통주의 시장가치+우선주의 장부가치+부채의 장부가치)/총자산
<i>Firm Size</i>	총자산에 자연로그를 취한 값
<i>ROA</i>	EBITDA/기초 총자산
<i>Cash</i>	(현금+현금성자산+단기금융자산)/총자산
<i>Volatility</i>	과거 5년간 ROA의 표준편차
<i>Insider Own</i>	지배주주 및 특수관계인 지분을 합계
<i>Firm Age</i>	기업 설립연수(=회계연도-설립연도+1)에 자연로그를 취한 값
<i>Group</i>	대규모 기업집단 소속 계열회사이면 1, 그렇지 않으면 0
<i>Industry</i>	한국표준산업분류(KSIC) 대분류 기준 산업 더미
<i>Year</i>	연도 더미