

이사회 소유지분과 독립성이 중국 상장기업성과에 미치는 영향

구웨이지에
경북대학교 경영학부 대학원

이순희
경북대학교 경영학부 조교수

The Effect of Ownership and Independence of Board of Directors on Corporate Performance in China

Wei-Jie Gu^a, Soon-Hee Lee^b

^aSchool of Business Administration, Kyungpook National University, South Korea

^bSchool of Business Administration, Kyungpook National University, South Korea

Received 28 February 2022, Revised 18 March 2022, Accepted 25 March 2022

Abstract

Purpose - We examine empirically the relationship between the board of directors and the corporate performance using board characteristics related variables.

Design/methodology/approach - We empirically test the hypotheses using fixed effects models (FEM), using data of 3,703 listed non-financial companies in China from 2010 to 2019.

Findings - First, the ownership of board of directors is positively related to ROA. Second, the size of the board of directors is positively related to ROA. Third, there is no evidence that interaction between characteristic variables related to the board of directors affect the corporate performance.

Research implications or Originality - These results show that as the board of directors has larger ownership, the degree of identity of interest between stock holders and the board becomes bigger to reduce agency cost, then it lets the board make decisions to improve the corporate performance. In addition, as the board of directors becomes bigger, the board has strong independence to play the role of monitoring and advising, then it leads to improvement of corporate performance.

Keywords: CEO duality, Ownership of the Board of Directors, Size of the Board of Directors, Ratio of Independent Directors, ROA

JEL Classifications: M10, M14

I. 서론

G20/OECD는 자본시장에서 기업의 투자활동을 지원하고 이해관계자들의 권리와 능력을 제고하고자 「기업지배구조원칙 (Principles of Corporate Governance)」을 발표하였다.¹⁾ 이 원칙은 장기적으로 기업의 성장과 재무적 안정에 영향을 미치는 다양한 이해관계자들의 구성, 역할, 권리, 관계 등을 서술하고 있으며, 세부적으로 주주권리와 주주 평등대우 및 주주 지분기능, 외부 이해관계자의 역할, 공시와 투명성, 이사회 의 책임 등에 대한 내용을 담고 있다. 서술되는 내용을 참고하면 기업지배구조는 기업 경영활동 전반에 걸쳐 상당한 영향력을 행사할 수 있을 것으로 보이며, 이는 이명기, 김진산 (2019), 박초화, 김동순,

^a First Author, E-mail: gwj529157869@gmail.com

^b Corresponding Author, E-mail: soonhee@knu.ac.kr

© 2022 The Institute of Management and Economy Research, All rights reserved.

1) OECD iLibrary | G20/OECD Principles of Corporate Governance (oecd-ilibrary.org)

김형도 (2019), 김유진, 안정인 (2020), 전인자, 이진수 (2020), 남혜정 (2021)이 지배구조가 경영자보상, 현금보유결정, 신용등급, 회계정보공시, 자본비용 등 주요 경영활동에 유의한 영향을 미친다는 연구결과를 보고함으로써 실증적으로 확인되었다. 그리고 이러한 연구결과는 경영활동의 결과인 경영성과 역시 기업 지배구조의 영향을 받을 가능성이 있음을 나타낸다. 이에 본 연구는 기업지배구조가 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 다만, 기업지배구조는 다양한 기구와 관계에 대한 내용을 포함하기 때문에 관계를 분석 및 해석에 어려움이 있어, 세부적으로 기업지배구조 내 이사회의 특성이 기업 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다.

Fama and Jensen (1983)은 이사회가 최고경영자의 선임 및 보상을 결정하고 중요 경영활동에 대한 의사결정을 감시하고 비준함으로써 경영활동에 대한 의사결정과 통제의 분리를 확보한다고 설명하였다. 그리고 Coles, Daniel and Naveen (2008)은 이사회는 주주를 대리하여 경영자에 대한 감시기능과 경영활동에 대한 조언의 기능을 수행한다고 설명하였다. 이처럼 이사회는 경영자와 달리 일상적인 경영활동에 참여하는 것은 아니지만 주요 경영활동에 대한 의결권을 가짐으로써 경영전략수립과 세부 경영활동에 영향을 주고, 이는 궁극적으로 기업 경영성과의 변화로 이어질 수 있다. 그리고 이사회는 주주의 대리인으로서 경영자에 대한 보수 및 선임에 대한 결정권을 행사하므로, 경영자는 이사회로부터 신임을 얻기 위해 주주 이익을 증가시키는 노력을 하게 된다. 즉, 이사회 활동은 주주와 경영자 간 대리인 비용을 감소시킴으로써 기업의 가치를 증대시킬 수 있다. 이러한 관점에서 많은 연구자들이 이사회 특성이 기업 경영성에 어떠한 영향을 미치는지 다양한 관점에서 분석하였다. 그러나 현재까지 일관되지 않은 연구결과가 도출됨으로써 하나의 이론을 제시하지는 못하고 있다.

본 연구는 2010년에서 2019년 동안 중국 상장기업의 자료를 이용하여 중국시장에서 이사회가 기업 경영성과에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 분석에 앞서 중국 내 이사회와 관련된 제도를 살펴보면, 중국 기업들의 이사회는 사내이사, 사외이사, 독립이사로 구성된다. 이사회의 구성은 기업들에게 적용되는 규정에 따라 결정되는데, 이는 다음과 같다. 중국의 국유상장기업들은 2009년 「이사회 시범 중앙기업 전임 사외이사 관리방법」을 제정하여 사외이사제도를 도입하였다. 이 규정에 의하면 사외이사는 제직기업 또는 지주기업에 재직하고 있지 않는 자 중에서 추천하여 선임된 이사로 정의되어 있다. 이와 달리 일반 상장기업은 2001년 중국증권감독위원회가 제안한 「상장기업 독립이사제도 구축에 관한 지침」에 따라 독립이사제도를 도입하였다. 지침에 따르면 중국증권감독위원회는 2002년 6월 30일까지 이사회에 최소 2명의 독립이사를 포함하도록 하였으며, 2003년 6월 30일까지 독립이사의 비율이 전체 이사회 수의 1/3 이상 되도록 요구하였다. 그리고 독립이사는 주주총회를 통해 선임되는데, 기업내부의 직위를 보유하지 않고 기업과 업무적 관계를 맺지 않아 기업 경영문제에 대해 독립적인 판단을 내릴 수 있는 자로 정의한다. 따라서 기업에는 재직하지 않지만 업무 거래 등 기업과 특정 관계에 있을 수 있는 사외이사와 달리 독립이사는 기업과 보다 독립적인 관계에 있도록 요구되며, 결과적으로 독립이사제도의 도입은 이사회의 독립성이 증가하도록 기능할 수 있다.²⁾³⁾ 이와 이사회의 특성을 나타내는 이사회의 지분소유, 최고경영자의 이사회회장 겸직 등에는 특이점이 없는 것으로 보인다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 이사회지분율은 기업성과에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이사회와 주주 간 이해의 일치 가능성이 높아질수록 이사회와 주주 간 대리인 비용이 감소하여 기업 경영성과가 개선되는 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 이사회규모는 기업성과에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이사회규모가 커질수록 이사회의 독립성이 증가하고 이에 따라 이사회가 감시와 조언 기능을 효과적으로 수행함으로써 기업 성과를 높이는 것으로 해석할 수 있다. 다만, 이사회 독립성의 또 다른 대응치인 독립이사비율과 최고경영자의 이사회회장 겸직은 기업 성과에 유의미한 영향을 미치지

2) 독립이사는 중국증권감독위원회와 그 권한을 부여받은 기관이 추천하는 교육에 참가하도록 강제하여 그 전문성 역시 담보되도록 하고 있다.

3) 한국 상법 제 382조에 따라 주식회사의 이사는 주주총회를 통해 선임되며, 사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 자 중에서 선임된다. 증권거래법에서는 상장법인 및 협회등록법인의 경우 이사 중에서 1/4이상(최소 1인 이상)을 사외이사로 선임하고, 자산 총계 2조원 이상의 대규모 상장법인 및 협회등록법인의 경우 3인 이상, 전체 이사의 1/2이상을 사외이사로 선임하도록 규정하고 있다. 이에 따라 한국의 이사회는 기업의 경영자로 구성된 사내이사와 기업의 일상적인 관리 및 업무처리에 관여하지 않는 자로 구성된 사외이사로 구성된다.

않았다. 셋째, 이사회 특성을 나타내는 변수들이 상호작용을 통해 기업 성과에 영향을 미친다는 근거는 발견되지 않았다.

위 서술된 결과는 단순히 중국 경제시장에서 이사회가 기업 성과에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 의미하는 것 이외에 다음과 같은 점에서 의의가 있다고 생각된다. 먼저, 설명한 바와 같이 중국에서는 이사회와 관련하여 최근 법률적, 경제적으로 상당한 변화가 발생했는데, 이러한 변화가 발생하는 경제환경에서 이사회 특성과 기업 경영성과 간의 관계는 기업지배구조가 기 정립된 국가에서 관측되는 결과와 다를 수 있을 것으로 생각된다. 이러한 점에서 본 연구는 지배구조가 정립되고 있는 시장의 특성을 보다 잘 이해하는데 공헌할 수 있을 것으로 기대한다. 다음으로, 본 연구의 분석 결과를 참고하면 이사회 독립성의 대용치로 사용한 변수들 중에서 이사회규모와 독립이사비율은 상당히 낮은 음(-)의 상관관계를 갖는다. 이로 인해 단일변수를 이용하여 분석할 경우 동일한 연구 주제에 대해 사용된 변수에 따라 서로 상반된 결과가 도출되었다. 이 분석결과는 이사회 특성과 관련된 연구를 수행할 경우 변수 선택효과로 인해 결과가 왜곡되어 나타날 수 있음을 보여주고, 이를 방지하기 위해서 이사회 특성을 나타내는 변수들을 종합적으로 검토하는 것이 필요하다는 점을 시사한다. 실제로 선행연구를 살펴보면 특정 변수만 분석에 이용된 사례를 어렵지 않게 발견할 수 있어, 해당 연구 결과가 향후의 연구 설계에 다소 도움이 될 수 있을 것으로 생각한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제1장 서론에 이어, 제2장에서는 이론적 배경 설정 및 가설을 설정, 제3장에서는 연구방법을 설명하며, 제4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 결론을 제시하고 본 논문의 시사점과 한계점을 살펴본다.

II. 이론적 배경 및 가설 설정

1. 이사회와 소유지분과 기업성과

주식회사는 주주의 대리인에 의해 경영되기 때문에 대리인인 경영자가 주주의 이익을 우선하지 않고 개인적 이익을 우선할 경우 기업 가치의 손실이 발생할 수 있다. 이러한 관점에서 보면, 이사회 역시 주주를 대리하여 중요한 의사결정을 수행하는 기관으로써 이사회와 주주 간 대리인 문제가 발생할 수 있다.

대리인 문제는 주주와 대리인 간 이해가 일치되지 않는 상황에서 대리인이 자신의 효용을 극대화하기 때문에 발생한다. 따라서 양자 간 이해의 일치가 강해질수록 대리인 비용이 감소하게 될 것을 예상할 수 있다. 양자 간 이해의 일치 정도를 측정하는 것은 매우 어려운 일이나, 경제적 측면에서 주주와 대리인의 수익구조가 유사할수록 이해의 일치 정도는 높아진다고 할 수 있을 것이다. 이러한 관점에서 경영자 주주 간 대리인 비용에 대한 선행연구를 살펴보면, Jensen and Meckling (1976)은 경영자의 지분이 높아질수록 대리인 문제가 완화된다고 주장하였다. 그리고 이러한 주장은 내부주주 지분율이 기업의 경영성과를 나타내는 지표인 Tobin's q와 유의한 양의 관계를 보인다는 McConnell and Servaes (1990), 박기성 (2002)의 실증연구를 통해 지지되었다. 그러나 Demsetz and Lehn (1985)이 5대 대주주의 지분율이 기업의 회계적 이익과 유의하지 않은 관계를 가진다는 것을 보이고, Stulz (1988), 김주현 (1992)이 지분율과 기업의 성과가 비선형관계에 있음을 보임으로써, 앞서 주장과 반대되는 주장을 지지하였다. 이처럼 주주와 경영자 간의 대리인 문제에 있어 기업의 소유구조로 나타난 대리인과 주주 간 이해의 일치 정도가 기업 경영성과에 미치는 영향은 일관되지 않게 나타나고 있으며, 이는 이사회 소유지분에 대한 연구에서도 유사하게 나타난다.

Morck, Shleifer and Vishny (1988), Shi, Sun and Guo (2014)는 특정 수준의 이사회 집중도에서만 기업 성과에 긍정적인 영향을 미치는 역 U자형 결과를, 신중현, 이상휘 (2011)는 이사회지분율과 경영성과 간 음(-)의 관계를 보고 하여, 이사회의 권력이 지나치게 커질수록 오히려 이사회 기능의 효율성은 떨어질 수 있음을 주장한다. Wang and Wang (2009), Zhang (2010)는 이사회지분율과 기업성과 간에 유의한 영향이 없음을 보이고 있다.

2. 이사회와 독립성과 기업성과

1) 최고경영자의 이사회회장 겸직

이사회는 최고경영진과 주요 경영활동에 대해 의결권을 가진으로써 특정 주체에 의한 독선적인 경영을 견제하고 기업의 부실을 방지하여 주주의 이익을 보호할 수 있다. 그러나 이사회가 권한을 가지는 것과 별개로 이사회가 효율적으로 업무를 수행하기 위해서는 해당 기관의 독립성이 사전적으로 보장되어야 한다(Geneen 1984; Kesner, Victor and Lamont 1986). 이사회와 독립성은 다양하게 정의될 수 있겠으나 이사회가 최고경영자에 대한 감시기능을 수행하고 있음을 고려할 때 최고경영자가 이사회에서 가지는 권력이 클수록 독립성이 낮다고 볼 수 있을 것이다. 이러한 관점에서 최고경영자가 이사회회장을 겸직하는 경우는 이사회 독립성이 그렇지 않은 경우에 비해 낮다고 볼 수 있다.

최고경영자의 이사회회장 겸직이 기업 경영성과에 미치는 영향에 대해서는 크게 두 가지, 주인-대리인 이론(Principal-agent Theory)과 청지기 이론(Stewardship Theory)으로 설명된다. 주인-대리인 이론에 따르면, 동일인의 겸직을 통해 관리자가 이사회를 통제할 수 있게 되면 이사회는 실질적 감시기능을 수행할 수 없게 되고 대리인의 부패를 방지할 수 없게 된다. 이는 결론적으로 기업 경영성과에 부정적인 영향을 미치게 되며 동시에 기업 지배력이 약한 중소기업들의 이익이 침해된다고 주장한다. Dalton and Kesner (1987), Pi and Timme (1993), 전무경, 이기은 (2013)은 최고경영자가 이사회회장을 겸직할 경우 그렇지 않은 기업에 비해 성과가 낮음을 보여, 대리인이론을 지지하였다.

이와 달리 청지기 이론은 모든 경영자가 이기적인 것은 아니라고 가정한다. 경영자가 항상 자신의 경제적 이익과 물질적 향유를 추구하는 것은 아니며, 많은 경우에 그들의 업무수행은 삶의 가치를 실현하고 성취감을 얻기 위함이다. 이러한 관점에서 효과적인 기업 지배구조는 소유자와 경영자가 서로 신뢰를 가지고 경영자에게 인센티브를 제공함으로써 경영자가 자신의 재능과 능력을 최대한 발휘하게 할 수 있도록 하는 것이다. 즉, 기업의 경영자가 협력 상태에 있고 이사회가 의사결정을 보조하는 역할이라고 생각할 때, 이사회회장과 최고경영자 겸직은 기업의 효율성을 강화할 수 있다고 주장한다. 또한 이 제도하에서 이사회회장과 최고경영자 간 정보 공유 비용도 감소시킬 수 있다고 본다. 이러한 주장과 일치되는 연구로, Ferrero-Ferrero, Fernández-Izquierdo and Muñoz-Torres (2012)는 이사회회장과 최고경영자 겸직이 기업성과에 양의 영향을 미치는 것을 발견했다. Jian, Huang and Chen (2018)은 이사회회장과 최고경영자 겸직 시 경영자의 혁신과 기업 혁신성과 간 양의 상관관계가 강화되는 것을 보였다. 그러나 앞서 연구결과와 달리 Rechner and Dalton (1989), 유재욱, 김광수 (2008)는 이사회회장과 최고경영자 겸직 여부는 기업의 경영성과에 유의한 영향을 미치지 않는다고 주장하였다.

2) 이사회규모

이사회가 독립성을 확보하는 또 다른 방안으로는 이사회규모의 확대를 들 수 있다. Muth and Donaldson (1989)은 이사회규모가 커질수록 최고경영자의 영향력이 상대적으로 감소하여 이사회 독립성이 증가할 뿐만 아니라 이사회 다양성이 증가되어 이사회 본연의 역할에 보다 충실할 수 있다고 설명하였다. 김동희, 김동욱, 김병곤 (2011)은 전문경영기업의 경우 이사회규모가 클수록 기업가치가 증가함을 보여, 이사회규모가 클수록 대리인 문제를 효율적으로 줄일 수 있다는 견해를 지지하였다. 그러나 이와 달리, Jensen (1993)은 이사회규모가 커질수록 협력과 의사소통에 문제가 발생하여 이사회규모 증가에 의해 얻는 이점을 상쇄시킨다고 주장하였고, 이는 기업가치와 효율성이 이사회규모와 음의 상관관계를 가지는 것을 보인 Yermack (1996)의 연구에 의해 지지되었다. 이처럼 선행연구 결과는 이사회규모가 클수록 이사회와 독립성과 다양성이 높아져 기업 효율성을 증가시키고 이로 인해 기업가치를 증가시킨다는 긍정적인 의견과, 그러한 점이 오히려 비용을 더욱 크게 증가시켜 기업가치를 감소시킨다는 의견으로 나뉜다.

3) 사외(독립)이사비율

이사회 구성원을 사내이사와 사외이사로 구분할 때, 사외이사는 사내이사에 비해 최고경영자로부터 보다 독립적인 위치에 있다. 따라서 다른 조건이 동일할 때 사외이사는 경영진을 보다 효과적으로 감독할 수 있으며, 경영활동에 대해 의사결정을 할 때 기업 내부정보에 매몰되지 않고 보다 객관적인 조언을 제공할 수 있다고 여겨진다. 이러한 사외이사의 역할은 이사회 의사결정과정에서 실질적인 영향력을 행사할 수 있을 때 정상적으로 수행될 수 있으며, 이사회 실질적인 영향력은 이사회 내에서 사외이사의 비중이 클수록 높아질 것으로 예상할 수 있다.

Boeker (1992)는 기업의 경영성과가 부진할 경우 사외이사가 이사회 의 과반을 넘는 경우에 보다 활발하게 경영진 교체가 일어나는 것을 보였고, Abrahamson and Park (1994)은 사외이사비율이 높을수록 기업의 부정적인 성과를 보다 성실하게 대중에게 공개하는 경향이 있음을 보였다. 신종현, 이상휘 (2011), 전무경, 이기은 (2013)은 사외이사비율이 증가함에 따라 기업성과가 증가하는 결과를 보였다. Ferrero-Ferrero, Fernández-Izquierdo and Muñoz-Torres (2012)는 중국기업의 독립이사비율이 증가할수록 기업 성과가 증가함을, Zhao and Hao (2015)는 중소 민영기업과 해외 지주기업의 경우 독립이사비율이 기업성과에 양의 영향을 미치는 것을 발견하였다. 이로써 사외이사비율이 증가하여 이사회 독립성이 확보될수록 이사회는 효율적으로 업무를 수행할 수 있고, 결과적으로 기업 성과를 개선하는데 긍정적인 기능을 한다는 주장을 지지하였다. 이와 유사하게, 유흔원, 김요환, 박준령 (2020), 전인자, 이진수 (2020)는 기업의 자본비용이 사외이사의 비율 등의 기업지배구조에 영향을 받음을 보임으로써 기업가치에 영향을 미칠 수 있음을 지지하였다.

그러나 사외이사가 기업 경영성과 등에 긍정적인 영향을 미친다는 선행결과와 다르게 부정적인 영향을 미치거나 유의한 영향을 미치지 않는다는 주장도 있다. 이는 사외이사가 지나치게 증가할 경우 사외이사의 감독기능 강화로 인해 사외이사의 긍정적인 효과가 상쇄되거나 오히려 경영성과를 침해할 수도 있으며, 사외이사가 기업내부 정보에 대해 정보 비대칭성을 가지고 있기 때문에 적합하지 않은 의사결정을 내리고 결과적으로 사외이사의 긍정적 기능이 상쇄될 수 있음을 주장하였다. Agrawal and Knoeber (1996)는 사외이사비율과 독립이사비율이 기업성과에 음의 영향을 미친다는 결과를, 유재욱, 김광수(2008)는 사외이사비율과 기업성과의 관계가 유의하지 않다는 결과를 보고하여 이러한 주장을 뒷받침하였다.

3. 가설설정

본 연구에서는 이상의 논의를 바탕으로, 이사회 특성이 중국 상장기업의 경영성과에 미치는 영향을 다음의 가설 검증을 통해 살펴보고자 한다.

- H1** 이사회지분율은 경영성과와 양(+)의 관계를 가진다.
- H2** 최고경영자의 이사회 의장 겸직은 경영성과에 음(-)의 영향을 미친다.
- H3** 이사회규모가 커질수록 경영성과에 양(+)의 영향을 미친다.
- H4** 독립이사비율은 경영성과와 양(+)의 관계를 가진다.

앞서 설정된 가설에서는 각각의 이사회 특성을 나타내는 변수들이 개별적으로 기업 성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 논의하고 있다. 그러나 이사회가 기업 성과에 미치는 영향은 여러 요소들에 의해 복합적으로 결정될 수 있을 것이다. 즉, 이사회 특성들이 상호작용을 통해 기업 성과에 유의한 영향을 미칠 가능성이 있다. 예를 들면, 이사회규모와 독립이사비율이 동시에 증가하는 경우의 기업 성과에 대한 효과는 단순히 이사회규모와 독립이사비율이 각각 증가하는 경우의 효과와 다르거나, 최고경영자가 이사회 의장을 겸직할 경우 이사회규모의 변화에 대한 효과는 겸직하지 않을 경우의 효과와 다르게 나타나는 경우를 들 수 있다. 이를 바탕으로 본 연구에서는 다음의 가설을 검증하고자 한다.

- H5** 이사회 특성 변수들은 상호작용을 통해 기업 성과에 영향을 미친다.

III. 연구방법

1. 표본 선정 및 자료수집

본 연구에서는 2010년부터 2019년까지 중국 전체 주식시장에 상장되어 있는 기업들을 대상으로 이사회 특성이 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 분석에는 CSMAR (China Stock Market & Accounting Research Database)에서 제공된 기업자료를 이용하였다. 분석에 사용된 기업수는 중국 내 거래소에 상장 이후 4년이 경과한 기업들 중에서 금융기관들을 제외한 3,703개이며, 각 기업들의 산업 분포 형태는 다음과 같다.

Table 1. Industry Composition

Industry	Number of firms	Ratio(%)
Agricultural	42	1.13
Mining	77	2.08
Manufacturing	2,401	64.84
Electricity, gas and utilities	111	3.00
Construction	94	2.54
Wholesale trade	166	4.48
Transportation	105	2.84
Food	9	0.24
Information and communications	302	8.16
Real estate	126	3.40
Services	249	6.72
Others	21	0.57
Total	3,703	100

2. 변수 및 모형 설정

기업의 경영성과를 나타내는 변수로는 회계적 성과지표인 총자산이익률(ROA)을 사용하였다. 그리고 이사회 특성을 나타내는 변수들은 다음과 같이 정의하였다. 이사회지분율($DirH_R$)은 이사회가 보유하고 있는 주식수를 총주식수로 나눈 값으로 정의하고, 독립이사비율($IndDir_R$)은 독립이사수를 전체 이사의 수로 나눈 값으로, 이사회규모($Dirsize$)는 이사의 수로, 최고경영자의 이사회회장 겸직여부($Dual_D$)는 최고 경영자의 성명과 이사회회장의 성명이 동일한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 가지도록 하였다.

기업의 경영성과는 이사회 특성 뿐 아니라 다양한 요소에 의해 영향을 받는다. 따라서 본 연구에서는 경영상태를 나타내는 회계지표를 통제변수로 추가로 고려하였다. 분석에 사용된 지표는 다음과 같다. 기업 유동성을 나타내는 지표인 유동자산비율(CAR)은 유동자산을 자산총액으로 나눈 값으로, 부채상환능력을 나타내는 부채비율($Debt_R$)은 부채총액을 자산총액으로 나눈 값으로 하였다. 기업규모($Inasset$)는 총자산에 자연로그를 취한 값으로, 유형자산비율($Tangible_R$)은 유형자산을 자산총액으로 나눈 값으로 정의하였다. 마지막으로, 기업연령(F_year)은 기업이 설립된 이후 경과한 해수로 정의하였다.

이와 같이 정의된 변수의 기초통계는 <Table 2>에서 확인할 수 있다. 먼저 이사회지분율(Dir_H)은 최소 0%, 최대 82.2%의 값을 가져 이사회와 주주 간 이해의 일치 정도는 기업별로 다양한 것으로 보인다. 독립이사비율($IndDir_R$)의 평균은 약 37%이며 최대값과 표준편차가 각각 80%, 5.5%이다. 이사회 구성원 수($Dirsize$)는 평균 9명이고, 최대 20명으로 이루어져 있다. 통제변수인 유동자산비율(CAR)의 평균은 약 57.8%, 유형자산비율($Tangible_R$)의 평균은 약 92.5%, 부채비율($Debt_R$)의 평균은 약 34.5%, 총자산순이익률(ROA)의 평균은 약 3.8%, 자연로그로 산출된 기업규모($Inasset$)의 평균은 약 22.05로 나타났다.

Table 2. Statistics

Variables	Mean	Mid	S.D	Min	Max
<i>IndDir_R</i>	0.375	0.333	0.056	0.125	0.800
<i>DirH_R</i>	0.134	0.002	0.198	0.000	0.822
<i>Dirsizes</i>	8.602	9.000	1.709	3.000	20.000
<i>CAR</i>	0.578	0.595	0.210	0.000	0.985
<i>Tangible_R</i>	0.925	0.956	0.097	0.076	0.900
<i>Debt_R</i>	0.345	0.323	0.212	0.000	0.999
<i>ROA</i>	0.038	0.038	0.069	-0.646	0.624
<i>F_year</i>	20.642	20.000	5.422	4.000	61.000
<i>Inasset</i>	22.053	21.886	1.326	15.577	28.637

본 연구에서는 이사의 변수들을 이용하여 다음의 실증분석을 통해 이사회 특성이 기업 경영성과에 미치는 영향에 대한 가설 H1, H2, H3, H4를 검증하고자 한다.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DirChar_{i,t} + \beta_2 CAR_{i,t} + \beta_3 Debt_R_{i,t} + \beta_4 Inasset_{i,t} + \beta_5 F_year_{i,t} + \beta_6 Tangible_R_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \tag{1}$$

아래첨자 *i, t* 는 각각 개별 기업과 연도를 나타내며, 변수는 다음과 같이 정의하였다.

DirChar: 이사회 특성을 나타내는 변수

DirH_R: 이사회지분율[이사회가 보유하고 있는 주식수(t)/총주식수(t)]

IndDir_R: 독립이사비율[독립이사 수(t)/전체 이사 수(t)]

Dual_D: 이사회외장과 최고경영자 겸직여부. 겸직 시 1, 아니면 0

Dirsizes: 이사회규모[이사의 수(t)]

ROA: 총자산이익률[당기순이익(t)/전기 자산총액(t-1)]

CAR: 유동자산비율[유동자산(t)/자산총액(t)]

Debt_R: 부채비율[부채총액(t)/자산총액(t)]

Inasset: 기업규모[ln(자산총액(t))]

F_year: 기업연령(t)

Tangible_R: 유형자산비율[유형자산총액(t)/자산총액(t)]

μ : 기업 특성효과

λ : 연도별효과

그리고 이사회 특성 변수들의 상호작용에 대한 가설 H5는 이사회지분율과 이사회규모, 이사회외장 겸직과 이사회지분율, 독립이사비율을 곱한 변수를 추가하여 분석하였다. 이는 다음과 같다.⁴⁾

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DirChar_{i,t} + \beta_2 IEDirChar_{i,t} + \beta_3 CAR_{i,t} + \beta_4 Debt_R_{i,t} + \beta_5 Inasset_{i,t} + \beta_6 F_year_{i,t} + \beta_7 Tangible_R_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \tag{2}$$

IEDirChar: 이사회 특성의 상호 작용을 나타내는 변수

DirH_R×*Dirsizes*: 이사회지분율×이사회규모

Dual_D×*DirH_R*: 이사회외장과 최고경영자 겸직 여부×이사회지분율

Dual_D×*IndDir_R*: 이사회외장과 최고경영자 겸직 여부×독립이사비율

4) 가설 5와 관련하여 지표들 중 이사회규모와 독립이사비율의 상호작용 역시 영향을 미칠 수 있을 것으로 고려할 수 있으나, 이렇게 생성된 변수는 기존 변수와 상관관계가 너무 높아 다중공선성이 발생하는 것으로 나타났다. 이에 분석에서 제외하도록 한다.

위의 식을 추정한 결과를 바탕으로, 가설 H1은 *DirH_R*의 계수가 유의한 양(+)^의 값을 가지는지, 가설 H2는 *Dual_D*의 계수가 유의한 음(-)^의 값을 가지는지, 가설 H3은 *Dirsize*의 계수가 유의한 양(+)^의 값을 가지는지, 가설 H4는 *IndDir_R*의 계수가 유의한 양(+)^의 값을 가지는지 각각 살펴봄으로써 검증한다. 다음으로 가설 H5는 *DirH_R*×*Dirsize*, *Dual_D*×*DirH_R*, *Dual_D*×*IndDir_R* 계수들이 0과 다른 값을 가지는지 살펴봄으로써 검증한다.

IV. 실증분석 결과

1. 상관관계 분석

가설을 검증하기 전에 먼저 상관관계를 살펴보도록 하자. 해당 결과는 <Table 3>에 나타나 있다. 총자산수익률(*ROA*)를 기준으로 살펴보면, 독립이사비율(*IndDir_R*)은 총자산수익률(*ROA*)에 대하여 5% 수준에서 유의한 음(-)^의 상관관계(-0.031)를 가지고, 이사회지분율(*DirH_R*), 최고경영자의 이사회외장 겸직(*Dual_D*)은 5% 수준에서 유의한 양(+)^의 상관관계(0.156, 0.034)를, 이사회규모(*Dirsize*)는 10% 수준에서 유의한 양(+)^의 상관관계(0.015)를 보인다. 통제변수와 총자산수익률(*ROA*) 간에는 유동자산비율(*CAR*), 유형자산비율(*Tangible_R*)이 5% 수준에서 유의한 양(+)^의 상관관계를 보이고, 자연로그로 산출된 기업규모(*Inasset*), 기업연령(*F_year*)과 부채비율(*Debt_R*)은 5% 수준에서 유의한 음(-)^의 상관관계를 보이고 있다.

Table 3. Pearson Correlation

	ROA	DirH_R	Dual_D	Dirsize	IndDir_R	CAR	Tangible_R	Inasset	F_year
ROA	1								
DirH_R	0.156*	1							
Dual_D	0.034*	0.273*	1						
Dirsize	0.015**	-0.199*	-0.176*	1					
IndDir_R	-0.031*	0.071*	0.099*	-0.487*	1				
CAR	0.137*	0.224*	0.119*	-0.137*	0.036*	1			
Tangible_R	0.047*	-0.028*	-0.024*	0.024*	-0.006	0.348*	1		
Inasset	-0.036*	-0.335*	-0.179*	0.27*	0.006	-0.194*	-0.01	1	
F_year	-0.072*	-0.323*	-0.157*	0.1*	-0.036*	-0.108*	0.043*	0.126*	1
Debt_R	-0.268*	-0.207*	-0.102*	0.126*	-0.003	-0.079*	0.101*	0.311*	0.147*

Note: * and ** are statistically significant at the level of 5% and 10%, respectively.

통제변수 간에는 이사회지분율(*DirH_R*)이 기업규모(*Inasset*), 기업연령(*F_year*)과 유의한 음(-)^의 상관관계를 가져 기업의 규모가 커질수록 지분이 분산되는 경향을 보여준다. 그리고 이사회규모(*Dirsize*)는 기업규모(*Inasset*), 기업연령(*F_year*)과 유의한 양(+)^의 상관관계를 보여 기업이 성장할수록 이사회규모가 커지는 것을 알 수 있다. 이러한 현상은 가설에 기반으로 설명하면 이사회규모가 커져 기업성과가 증가한 것으로 해석할 수도 있겠으나, Raheja (2005)의 주장과 같이 기업이 성장함에 따라 의사결정자의 전문성과 다양성에 대한 요구가 증가했기 때문에 관측되는 현상으로도 해석할 수도 있다. 이에 따라 이사회 규모가 기업 성과에 미치는 영향을 분석함에 있어 기업 특성을 고려하는 것이 합당한 것으로 생각된다. 그리고 이사회규모(*Dirsize*)와 독립이사비율(*IndDir_R*)은 음(-)^의 상관관계를 가져, 이사회규모가 커질 경우 독립이사의 수는 상대적으로 적게 증가하는 것으로 나타났다.

설명변수들 간 상관관계에서는 독립이사비율(*IndDir_R*)과 이사회규모(*Dirsize*)가 가장 낮은 -0.487의 상관계수를, 유동자산비율(*CAR*)과 유형자산비율(*Tangible_R*)은 가장 높은 0.348의 상관계수를 보인다. 설명변수들 간 상관계수는 절대값으로 0.5이하의 값을 가지며, 이에 따라 실증분석에서 다중공선성(multicollinearity) 문제는 발생하지 않을 것으로 생각된다.

2. 가설 검증

본 연구에서는 이사회 특성과 기업 경영성과의 관계를 분석하기 위해서 식 (1)에 따라 패널분석을 수행하였다. 먼저 <Table 4>는 이사회 소유구조 특성이 기업 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 가설 H1에 대한 분석 결과를 나타낸다.

회귀분석에서 통제변수로 사용된 유동자산비율(*CAR*)은 경영성과(*ROA*)와 5% 수준에서 유의한 양(+)
의 관계를, 유형자산비율(*Tangible_R*), 자산규모(*Inasset*), 부채비율(*Debt_R*)은 경영성과와 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 통제변수들을 고려할 경우, 이사회지분율(*DirH_R*)의 계수는 5% 수준에서 유의한 양(+)
의 값, 0.077로 나타났다. 이는 기업의 의사결정권자인 이사의 지분율이 증가할 때 기업의 성과가 좋아진다는 것으로, 이사회와 주주 간 이해의 일치가 높아질 경우 대리인 비용이 감소하고 결과적으로 성과가 개선된다는 가설 H1을 지지하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 또한 앞서 <Table 3>의 피어슨 상관계수에서 설명한 바와 같이, 해당 분석에서 분산팽창계수(VIF)는 10보다 작아 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단된다.

Table 4. The Effect of Ownership of the Board of Directors on Corporate Performance

Variables	β	t value
<i>DirH_R</i>	0.077**	13.92
<i>CAR</i>	0.084**	19.6
<i>Tangible_R</i>	-0.087**	-12.58
<i>Inasset</i>	-0.0091**	-12.38
<i>F_year</i>	-0.0005	-0.44
<i>Debt_R</i>	-0.0988**	-30.14
<i>R</i> ²		0.125
<i>F</i> value		371.29

Note: ** is statistically significant at the level of 5%.

다음으로는 이사회 독립성이 기업 성과에 어떠한 영향을 미치는지 <Table 5>를 통해 살펴해보도록 한다. 해당분석에서 이사회 특성을 제외한 통제변수들의 설명력은 앞서 이사회지분율과 모두 동일하게 나타나, 이사회 독립성 관련 변수들이 경영성과에 미치는 영향력을 중심으로 살펴보고자 한다. 또한 모든 분석에서 분산팽창계수(VIF)가 10이하의 값으로 나타나 다중공선성 문제는 없는 것으로 보인다.

먼저 패널 A는 이사회가 최고경영자로부터 독립적인지 여부가 기업성과에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 기업성과에 영향을 미치는 다른 변수를 통제할 경우, 최고경영자가 이사회회장 겸직 시 1을 가지는 더미변수(*Dual_D*)의 계수값은 0.001로 통계적으로 0과 다르지 않다. 따라서 최고경영자가 이사회회장을 겸직함으로써 이사의 독립성이 낮아지고 약화된 이사회 감시기능은 대리인 비용을 증가시켜 기업 성과를 낮추는데 기여할 수 있다는 가설 H2는 지지되지 않았다. 이는 Rechner and Dalton (1989), 유재욱, 김광수 (2008)의 연구결과와 일치한다. 다음의 패널 B에서는 이사회규모가 기업성과에 영향을 미치는지 분석한 결과를 보여준다. 기업성과에 영향을 미치는 변수를 통제할 경우, 이사회규모(*Dirsize*)의 계수값은 0.002로 5% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 이는 다른 조건이 동일할 때, 이사회규모가 커질수록 기업 성과를 높이는 긍정적인 기능을 하고 있음을 의미한다. 따라서 이사회규모가 커질수록 경영진의 영향력이

감소하여 독립성이 증가하고 감독기능과 조인기능의 향상을 통해 기업 성과를 높이는데 기여한다는 가설 H3은 지지되었다. 패널 C에서는 이사회 독립성의 또 다른 지표인 독립이사비율이 기업성과에 영향을 미치는지를 분석한 결과를 보여준다. 이전의 분석과 같이 기업성과에 영향을 미치는 변수를 통제할 경우, 독립이사비율(*IndDir_R*)의 계수값은 -0.021로 10% 수준에서 유의하게 나타났다. 이는 독립이사비율이 증가하여 독립성이 증가할 경우 오히려 기업 성과에 나쁜 영향을 미친다는 것을 의미하며, 가설 H4와는 반대되는 결과이다.

이사회 독립성에 대한 지금까지의 분석결과를 살펴보면, 최고경영자와 이사회회장 겸직은 성과에 유의하지 않은 영향을, 이사회규모는 성과에 양의 영향을, 독립이사의 비율은 성과에 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이와 관련하여, 이사회규모와 독립이사비율은 이사회 독립성을 나타낼 수 있는 변수임에도 불구하고 변수에 따라 반대되는 분석 결과가 나타나 이사회 독립성과 경영성과 간 관계가 일관되게 설명되지 않는다. 그러나 이는 <Table 3>의 상관계수 정보를 고려하면 이해할 수 있다. 해당 표에 보면 이사회규모와 독립이사비율 간 상관계수는 -0.487로 이사회규모가 커지더라도 독립이사 수는 상대적으로 덜 증가하는 것을 볼 수 있다. 이는 표본에서 이사회규모가 커짐에 따라서 이사회의 독립성이 증가한다고 판단할 때 독립이사비율의 관점에서 이사회 독립성은 오히려 낮아진다고 평가된다. 따라서 이러한 변수간 특징을 고려하지 않고 이사회 독립성의 대용치로 이사회규모와 독립이사비율을 각각 분석에 사용할 경우 서로 반대되는 분석결과가 관측되어, 결과 도출에 어려움이 발생할 것으로 보인다. 이러한 문제는 독립성과 관련된 변수들을 모두 포함하여 각각의 변수가 유의미한 설명력을 가지는지 살펴봄으로써 해결할 수 있으며, 분석 결과는 패널 D에 나타나 있다. 해당 분석에서는 <Table 4>의 분석 결과를 고려하여 이사회지분율도 동시에 고려하였다. 분석결과는 다음과 같다. 이사회지분율(*DirH_R*)의 계수값은 0.047로 5% 수준에서 유의하게 나타났다. 이로써 이사회 독립성을 나타내는 다른 변수를 고려하여도 여전히 유의한 영향력을 유지하며, 이사회 주주 간 이해의 일치가 기업 성과에 양의 영향을 미친다는 가설 H1을 지지하고 있다. 다음으로, 이사회 독립성과 관련된 변수인 이사회규모(*Dirsiz*)는 5% 수준에서 유의한 0.002의 계수값을 가져, 이사회 독립성이 증가할 경우 기업 성과가 개선된다는 가설 H3은 여전히 지지되었다. 그러나 최고경영자 이사회회장 겸직(*Dual_D*)과 독립이사비율(*IndDir_R*)은 기업 성과에 대해 유의한 설명력을 보이지 않아 가설 H2와 가설 H4는 지지되지 않았다. 특히 독립이사비율의 분석 결과는 유의한 음(-)의 영향력을 보인 기존의 패널 C와 반대되는 것으로, 이사회 독립성에 대해서 이사회규모가 독립이사비율이 가지는 정보를 포함하는 것으로 해석할 수 있다. 분석결과를 요약하면, 기업 성과는 이사회특성을 나타내는 이사회 지분율과 이사회규모에 의해 양(+)의 영향을 받는 것으로 나타났으며, 이는 이사회와 주주 간 이해의 일치를 증가시킴으로써 대리인비용을 줄이고 이사회 독립성을 증대시켜 이사회 업무 효율성을 높임으로써 기업 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

Table 5. The Effect of Independence of the Board of Directors on Corporate Performance

Variables	A. Duality		B. Size		C. Independent Directors		D. Ownership and Independence	
	b	t value	b	t value	β	t value	β	t value
<i>DirH_R</i>							0.074**	13.49
<i>Dual_D</i>	0.001	0.81					0.0005	0.44
<i>Dirsiz</i>			0.003**	5.24			0.002**	5.11
<i>IndDir_R</i>					-0.021*	-1.77	-0.019	-1.55
<i>CAR</i>	0.088**	21.19	0.086**	20.81	0.083**	20.58	0.079**	19.09
<i>Tangible_R</i>	-0.079**	-11.68	-0.077**	-11.49	-0.074**	-10.99	-0.081**	-11.92
<i>Inasset</i>	-0.01**	-15.09	-0.01**	-14.86	-0.01**	-14.94	-0.008**	-12.42
<i>F_year</i>	-0.0005	-0.5	0.0001	-0.46	0.0001	-0.46	0.0001	-0.4
<i>Debt_R</i>	-0.101**	-31.94	-0.102**	-32.1	-0.101**	-32.4	-0.097**	-30.4
<i>R²</i>	0.105		0.108		0.107		0.129	
<i>F value</i>	345.59		356.81		349.47		253.01	

Note: * and ** are statistically significant at the level of 10% and 5%, respectively.

다음으로는 이사회 특성들을 나타낸 변수들이 상호작용을 통해 기업 성과에 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 식 (2)에 따라 분석된 결과는 <Table 6>에 나타나있다. <Table 6>에 사용된 통제변수와 이사회 특성 변수들의 계수값은 앞의 분석결과와 유사하여 해당 분석에서는 변수들 간의 상호작용에 대해 집중해서 살펴보도록 하자. 먼저 패널 A는 이사회지분율과 이사회규모가 상호작용을 통해 기업 성과에 영향을 미치는지 분석한 결과이다. 이사회지분율과 이사회 규모가 동시에 증가하는 경우 추가적인 효과는 두 변수 곱($Dirsize \times DirH_R$)의 계수값을 통해 확인할 수 있는데, 분석 결과에 따르면 계수는 통계적으로 0과 다르지 않은 것으로 나타났다. 따라서 두 변수 간 상호작용은 기업성과에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 보인다. 다음으로는 최고경영자가 이사회외장을 겸직하는 경우, 다른 이사회 특성이 기업 성과에 미치는 효과가 다른지 살펴보았다.⁵⁾ 분석에서 최고경영자의 이사회외장 겸직 여부($Dual_D$)를 독립변수에 추가할 경우 상호작용을 나타내는 변수와 상관계수가 높아 다중공선성 문제가 발생하여, 해당 변수는 독립변수에서 제외하고 분석하였다. 패널 B에서는 최고경영자의 이사회외장 겸직여부에 따라 이사회규모의 변화가 미치는 영향력이 변하는지 살펴보았는데, 겸직여부와 이사회규모를 곱한 계수($Dual_D \times Dirsize$)의 계수값은 통계적으로 0과 유의하게 다르지 않았다. 패널 C에서는 겸직여부에 따라 독립이사비율의 효과가 상이한지 살펴보았는데, 겸직여부와 독립이사비율의 곱($Dual_D \times IndDir_R$)의 계수값 역시 통계적으로 0과 유의하게 다르지 않았다. 즉, 최고경영자의 이사회 내 위치가 이사회규모와 독립이사비율과 상호작용을 일으키는 것은 아닌 것으로 해석 할 수 있다. 결론적으로 본 연구에서 이사회 특성 변수들 간의 상호작용에 따라 기업 성과가 달라질 수 있다는 근거는 발견되지 않았다.

Table 6. Interaction Effect between Characteristics of the Board of Directors

Variables	A. Ownership and Size		B. Duality and Size		C. Duality and Independent Directors	
	β	t value	β	t value	β	t value
<i>DirH_R</i>	0.062**	3.23	0.074**	13.48	0.074**	13.49
<i>Dirsize</i>	0.002**	4.57	0.002**	5.20	0.002**	5.11
<i>IndDir_R</i>	-0.017	-1.42	-0.017	-1.45	-0.019	-1.55
<i>Dirsize×DirH_R</i>	0.001	0.64				
<i>Dual_D×Dirsize</i>			0.00009	0.59		
<i>Dual_D×IndDir_R</i>					0.001	0.35
<i>CAR</i>	0.082**	19.25	0.082**	19.26	0.079**	19.09
<i>Tangible_R</i>	-0.085**	-12.37	-0.085**	-12.39	-0.081**	-11.92
<i>Inasset</i>	-0.008**	-12.28	-0.008**	-12.29	-0.008**	-12.42
<i>F_year</i>	-0.0004	-0.40	-0.0004	-0.41	0.0001	-0.40
<i>Debt_R</i>	-0.099**	-30.25	-0.099**	-30.22	-0.097**	-30.40
<i>R²</i>		0.129		0.129		0.131
<i>F value</i>		253.05		253.02		252.67

Note: ** is statistically significant at the level of 5%.

V. 결론

본 연구에서는 2010년부터 2019년까지 중국에 상장된 3,703개의 기업을 대상으로 고정효과 패널모형을 사용하여 이사회 특성인 소유지분과 독립성이 기업성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 그 결과를 요약하면 다음과 같다.

5) 분석에서 이사회외장과 최고경영자 겸직 변수($Dual_D$)를 독립변수에 추가할 경우 상관계수가 높아 다중공선성이 발생하여 이를 제외하고 분석하도록 하였다.

첫째, 이사회지분율은 기업성과에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이사회와 주주 간 이해의 일치도가 높아질수록 이사회와 주주 간 대리인 비용이 감소하여 기업 경영성과가 개선되는 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 이사회규모는 기업성과에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이사회규모가 커질수록 이사회 독립성이 증가하고 이에 따라 이사회가 감시와 조언 기능을 효과적으로 수행함으로써 기업 성과를 높이는 것으로 해석할 수 있다. 다만, 이사회 독립성의 또 다른 대응치인 독립이사비율과 최고경영자의 이사회회장 겸직은 기업 성과에 유의미한 영향을 미치지 않았다. 셋째, 이사회 특성을 나타내는 변수들이 상호작용을 통해 기업 성과에 영향을 미친다는 근거는 발견되지 않았다.

본 연구는 중국 주식시장의 상장기업의 경영성과가 기업지배구조의 중요한 요소가 되는 이사회 특성 에 의해 영향을 받는지 포괄적으로 분석하였다. 그러나 현실적으로 이사회 영향력은 기업의 규모나 분야와 같은 세부적인 기업 환경에 의해 상이하게 나타날 수 있을 것으로 생각한다. 예를 들면, 소기업은 독립이사가 많을수록 이사회와 관련된 비용이 대기업에 비해 상대적으로 증가할 수 있으며, 결과적으로 독립이사가 기업성과에 미치는 영향이 다르게 나타날 수 있다. 향후 이러한 기업의 세부적인 특징을 고려하여 분석한다면 이사회 역할에 대한 추가적인 시사점을 얻을 수 있을 것으로 보인다. 이와 유사하게, 현재의 분석은 이사회 특성과 기업 성과에 대한 선형관계를 가정하였으나, 일부의 선행연구에서 이사회특성이 비선형적으로 기업 가치에 유의미한 영향을 미친다는 결과를 보고한 것과 같이 향후 이사회 특성이 기업성과에 비선형관계를 가질 수 있도록 모형을 확장하고 분석할 필요성이 있다고 보인다. 이러한 점을 고려하여 연구를 확장한다면 기업 특성에 따른 최적의 이사회 구성 방법에 대한 조언을 얻을 수 있을 것으로 생각된다. 마지막으로 이사회 특성 변수 중에서 일부는 경영성과와 관련하여 내생성 문제가 제기될 수 있을 것으로 생각한다. 향후 이러한 문제를 확인하고, 문제가 발생할 경우 이를 해결할 수 있는 방법을 이용하여 결과를 분석하는 것 역시 의미있는 작업이 될 것으로 생각된다.

References

- 김동희, 김동욱, 김병곤 (2011), “소유경영기업과 전문경영기업의 소유 지배피리도와 기업가치”, *금융공학연구*, 10(1), 67-97.
- 김유진, 안정인 (2021), “기업지배구조 관점에서 신용등급 불일치의 결정요인 고찰: 재벌, 이사회, 주주의 특성을 중심으로”, *회계저널*, 30(3), 81-104.
- 김주현 (1992), “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, *재무연구*, 5, 129-154.
- 남혜정 (2021), “보험회사의 지배구조가 회계정보의 질에 미치는 영향”, *보험학회지*, 125, 93-118.
- 박기성(2002), “소유 구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구”, *한국증권학회지*, 30, 297-326.
- 박초화, 김동순, 김현도 (2019), “중국기업의 소유 및 지배구조가 현금보유 및 경영성과에 미치는 영향”, *국제경영연구*, 30(2), 1-36.
- 신종현, 이상휘 (2011), “이사회 구조와 기업성과”, *금융공학연구*, 10(2), 153-187.
- 유재욱, 김광수 (2008), “이사회 독립성이 기업성과에 미치는 영향: CEO의 기업 내 경력과의 상호작용효과에 대한 연구”, *경영과 정보연구*, 24, 1-24.
- 유혼원, 김요환, 박준령 (2020), “기업지배구조가 신용등급과 자본비용에 미치는 영향에 관한 실증적 연구: 한국과 중국 상장기업을 중심으로”, *국제회계연구*, 94, 299-326.
- 이명기, 김진산 (2019), “기업지배구조가 경영자 보상에 미치는 영향”, *선물연구*, 27(2), 165-191.
- 전무경, 이기은 (2013), “이사회 구조 및 독립성이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, *한국기업경영학회*, 20(2), 235-250.
- 전인자, 이진수 (2020), “기업지배구조와 자본비용 -사외이사비율과 외국인투자자 지분율을 중심으로-”, *세무회계연구*, 63, 117-136.
- Abrahamson, E. and C. Park (1994), “Concealment of Negative Organizational Outcomes: An Agency Theory Perspective”, *Academy of Management Journal*, 37, 1302-1334.

- Agrawal, 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, 377-397.
- Boeker, W. (1992), "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top", *Administrative Science Quarterly*, 37, 400-421.
- Coles, J. L., N. D. Daniel and L. Naveen (2008), "Boards: Does One Size Fit All?", *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.
- Dalton, D. and I. Kesner (1987), "Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective", *Journal of International Business Studies*, 18(3), 33-42.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Ferrero-Ferrero, I., M. Á. Fernández-Izquierdo and M. J. Muñoz-Torres, (2012), "The Impact of the Board of Directors Characteristics on Corporate Performance and Risk-taking Before and During the Global Financial Crisis", *Review of Managerial Science*, 6, 1-19.
- Geneen, H. S. (1984), "Why Directors Can't Protect the Shareholders", *Fortune*, 17, 28-32.
- Jensen, M. C (1983), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jian, Z., R. Huang and W. Chen (2018), "The Impact of CEO Overconfidence, Board Characteristics on Innovation Performance: Empirical Evidence from Chinese A-Share Manufacturing Listed Companies", *Science and Technology Management Research*, 16, 169-176.
- Kesner, I. F., B. Victor and B. T. Lamont (1986), "Board Composition and the Commission of Illegal Acts: An Investigation of Fortune 500 Companies", *Academy of Management Journal*, 29, 789-799.
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Muth, M and L. Donaldson (1998), "Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach", *Corporate Governance: An International Review*, 6, 5-28.
- Pi, L. and S. G. Timme (1993), "Corporate Control and Bank Efficiency", *Journal of Banking and Finance*, 17(2-3), 515-530.
- Raheja, C. G. (2005), "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-306.
- Rechner, P. L. and D. R. Dalton (1989), "The Impact of CEO as Board Chairperson on Corporate Performance: Evidence vs. Rhetoric", *Academy of Management Executive*, 3(2), 141-143.
- Shi, D., C. Sun and L. Guo (2014), "The Research on Interaction Effect between Ownership Structure and Board Governance Efficiency", *Journal of Tongling University*, 4, 33-62.
- Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Wang, A. and T. Wang (2009), "Analysis of the Impact of the Characteristics of Public Company's Board on Company Performance", *Journal of Technical Economics & Management*, 3, 6-9.
- Yermack, D. (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

- Zhang, W. (2010), "Analysis of the Impact of the Characteristics of Public Company's Board on Company Performance", *Accounting and Finance*, 2, 93-95.
- Zhao, X. and Y. Hao (2015), "The Study Between Proportion of Independent Directors, the Board Size and Corporate Performance", *Journal of Zhengzhou Institute of Aeronautical Industry Management*, 33(4), 63-68.