

## 사외이사 장기재직 현황과 재직기간 제한정책의 실효성 분석

---

김소정 (고려대학교 경영대학 박사과정)

김우찬 (경제개혁연구소장, 고려대학교 경영대학 교수)

---

1. 들어가며
  2. 사외이사의 장기재직 및 퇴임 현황
  3. 지배구조 등급별 재직현황
  4. 사건 연구
  5. 공시개선에 관한 제언
  6. 결론
-

- 2020년 1월 29일 상법 시행령이 개정됨에 따라 올해부터 사외이사 재직기간이 당해 상장 회사에서 최대 6년, 당해 상장회사 계열회사를 포함해서 최대 9년으로 제한됨.
- 올해 3월 주총을 기준으로 사외이사 재직기간을 조사한 결과, 전체 상장회사 중 1/3 가량의 회사에 장기재직 사외이사(개정령이 정하고 있는 재직기간을 초과한 사외이사)가 있는 것으로 나타남.
- 하지만 이번 주주총회에서 실제 퇴임한 장기재직 사외이사는 전체의 절반인 390명에 불과함. 비록 개정령에서 정하고 있는 재직기간을 초과했더라도 현재의 임기가 올해 만료되지 않아 퇴임할 필요가 없었기 때문임. 따라서 개정령에 따른 사외이사 구인란은 기우였던 것으로 밝혀짐. 한편, 많지는 않지만 올해 주총 때 임기가 만료됨에도 불구하고 우회적인 방법으로 재직기간을 늘린 사례들도 발견되었음(정관 개정을 통한 퇴임일 연기, 부결될 수밖에 없는 장기재직 사외이사의 후보추천)
- 사외이사가 장기재직하는 회사의 특성을 살펴본 결과 기업지배구조 등급이 낮은 것으로 나타남. 이를 통해 이번 시행령 개정이 지배구조 개선을 특별히 더 필요로 하는 회사의 사외이사 독립성을 높일 것이라는 추론이 가능함.
- 이러한 추론은 본 보고서가 수행한 사건연구(event study)를 통해 실증적으로 뒷받침됨. 재직기간 제한조치를 처음 발표한 일자(2019.9.5.)와 유예조치 없이 즉시 시행하는 것으로 확정된 일자(2020.1.14.)를 사건일로 사용하여 사건 연구를 수행한 결과 사외이사의 재직기간이 긴 회사일수록 주가가 더 긍정적으로 반응하는 것으로 나타남. 또, 장기재직 사외이사의 퇴임일을 사용한 사건연구도 수행했는데 사외이사가 감사위원을 겸한 경우 재직기간이 길수록 퇴임 시 더 크게 주가가 상승하는 것으로 나타남.
- 당해 회사 6년의 재직기간 제한으로 앞으로 계열사 재직이 늘어날 수 있음. 하지만 계열사 재직경력은 시장 참여자들이 손쉽게 파악할 수 있음. 따라서, 이를 주주총회 소집공고와 사업보고서를 통해 의무적으로 공시하도록 할 필요가 있음. 또, 우회적인 방법으로 장기재직 사외이사의 재직기간을 늘릴 수 없도록 거래소의 시장 조치를 강화하고, 관련 법령을 개정할 필요가 있음.

---

# 사외이사 장기재직 현황과 재직기간 제한정책의 실효성 분석<sup>1)</sup>

김소정 (고려대학교 경영대학 박사과정)

김우찬 (경제개혁연구소장, 고려대학교 경영대학 교수)

---

## 1. 들어가며

사외이사 제도는 1998년 우리나라가 외환위기를 겪고 있는 와중에 이사회 독립성을 높이기 위해 도입되어 이제 22년 차를 맞고 있다. 하지만 그간 도입 취지에 상응하는 기능을 하지 못하고 있다는 의견이 이어져 왔다. 이에 지난해 정부와 여당은 “공정경제 성과조기 창출 방안”에서 기업 소유·지배구조 개선과제로서 사외이사의 재직기간을 해당 상장회사에서 최대 6년, 해당 회사의 계열회사 재직기간을 포함하여 최대 9년으로 제한하는 방안을 발표했다. 해당 조항은 2020년 1월 29일부터 시행됨으로써 올해 주주총회에 적용되었다.

금융회사의 경우 2016년부터 ‘금융회사의 지배구조에 관한 법률’에 의해 개정령과 동일한 방식으로 사외이사의 재직기간이 제한되었으나, 일반 상장회사의 경우에는 무기한으로 재직이 가능했다. 상법상 임원의 임기는 3년을 초과하지 못하지만, 연임에는 제한이 없었기 때문이다. 장기 연임이 가능한 상태에서 사외이사의 입장에서는 재선임에 관한 권한이 사실상 경영진에게 있기 때문에 경영진에 반하는 입장을 취하기 어려울 수 있다. 경영진에게 힘이 치우쳐져 있을 경우 사외이사의 독립성이 약화되어 효율적인 감시가 어려워지고 기업의 성과가 낮아지는 부분에 대해서는 이미 이론적으로도 검증이 이루어진 바이다 (Hermalin and Weisbach, 1998<sup>2)</sup>; Miller, 1991<sup>3)</sup>).

또한 해외에서도 장기 연임이 사외이사의 독립성을 약화시킨다는 주장을 뒷받침하는 연

---

1) 본 보고서는 저자 두 명이 공저한 “사외이사 재직기간 제한의 공시효과와 이사회 구성에 미친 영향”의 일부 내용을 요약한 것이다.

2) Hermalin, B., and Weisbach, M., 1998, “Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO”, *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 1

3) Miller, D., 1991, “Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match between Organization and Environment”, *Management Science*, Vol. 37, No. 1

구들이 상당히 이루어져 왔다. Vafeas (2003)은<sup>4)</sup> 사외이사가 장기 재직할 경우 경영자 편에 서서 주주의 가치를 훼손하는 의사결정을 할 수 있음을 보였다. 1994년 미국의 483개 상장회사들을 대상으로 분석한 결과, 20년 이상 재직한 사외이사의 경우, 다른 사외이사들에 비해 경영자의 재선임 및 보수와 밀접하게 관련된 추천위원회(nomination committee)나 보상위원회(compensation committee)에 속할 확률이 더 높으며, 이들이 보상위원회 위원인 경우 경영자가 더 높은 보수를 받는 경향을 발견했다. Hillman et al. (2011)은<sup>5)</sup> 사외이사의 재직기간이 길어질수록 재선임 후보로 추천되었을 때 주주들이 반대하는 경향이 높은 것을 보여주었다. 재직기간이 길어질수록 모니터링 수행에 대한 주주들의 불만족이 있음을 의미한다. Brown et al. (2017)은<sup>6)</sup> 장기 재직 중인 사외이사가 갑작스러운 사고로 인해 교체된 경우 주가가 상승하고, 특히 이러한 사외이사가 여러 위원회에서 활동할 경우에는 회사와 유착 관계가 더 빨리 형성되어 주가가 상승하는 재직 구간이 더 빨리 시작된다는 것을 발견하였다. 사외이사의 재직기간을 제한할 필요성이 있음을 보여주는 연구결과이다.

더불어 최근 유럽 및 다른 아시아 국가들과 미국 최대 연기금인 Calpers, 그리고 NASD(National Association of Corporate Directors) 등의 다양한 기관들 또한 사외이사의 장기연임에 대해 문제를 제기하며 재직기간 제한이 필요하다는 주장을 펼치고 있는 추세이다 (Veltrop, 2018).<sup>7)</sup> 우리나라가 이번 상법 시행령 개정을 통해 사외이사의 재직기간을 법적으로 제한하는 것은 글로벌 추세에서 벗어나지 않은 것으로 보이며 국내에 사외이사가 보다 독립적인 의사결정을 내릴 수 있는 기업 환경이 조성될 것으로 보인다.

하지만 이번에 시행령 개정이 진행되면서 이에 반대하는 의견들도 강하게 제기되었다. 먼저, 다수의 사외이사들이 교체되어야 함에 따라 기업들의 구인난이 있을 것이고, 인력풀이 줄어들어 이사회 전문성이 오히려 떨어질 것이라는 비판이 있었다. 또한 사외이사는

---

4) Vafeas, N., 2003, "Length of Board Tenure and Outside Director Independence", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.30, Issue 7-8

5) Hillman, A., Shropshire, C., Certo, S., Dalton, D., Dalton, C., 2011, "What I Like About You: A Multilevel Study of Shareholder Discontent with Director Monitoring", *Organization Science*, Vol. 22, No. 3

6) Brown, J., Anderson, A., Salas, J., Ward, A., 2017, "Do Investors Care About Director Tenure? Insights from Executive Cognition and Social Capital Theories", *Organization Science*, Vol. 28, No. 3

7) Veltrop, D., Molleman, E., Hooghiemstra, R., Ees, H., 2018, "The Relationship Between Tenure and Outside Director Task Involvement: A Social Identity Perspective", *Journal of Management*, Vol. 44, No.2

견제만이 아닌 조언을 주는 역할도 하기에 전문성 확보 차원에서 장기연임이 필요하다는 주장도 존재하였다.

이론적으로 사외이사가 가장 효율적으로 역할을 발휘할 수 있는 재직기간을 계산할 때, 두 가지 상충 요소가 존재한다. 회사에 대한 정보를 습득하고 전문성을 확보하기 위한 기간이 보장되어야 하는 한편, 사외이사가 경영진으로부터 독립성을 확보할 수 있도록 재직기간을 제한해야 한다. 하지만 가장 효율적인 재직기간에 대해서는 정립된 공통된 의견이 없으며, 이는 국가별 그리고 기업별 특성에 따라 다르게 적용되어야 할 것이다. 특히 지배주주에게 권한이 집중되어 있는 우리나라 환경을 고려하였을 때 권한이 분산되어 있는 미국보다 독립성 확보에 더 무게를 두어야 할 것이다.

본 보고서에서는 개정령에 대한 상반된 의견이 제기되는 가운데, 개정령의 실효성을 살피고자 2019년 12월 결산 비금융업 상장사 1,838개사를 대상으로 분석을 진행하였다.<sup>8)</sup> 구체적으로 (i) 사외이사의 장기재직 현황 및 장기재직 사외이사의 교체 현황, (ii) 지배구조 등급별 사외이사의 재직기간, 그리고 (iii) 개정령과 관련된 주요 사건일 주변의 주가 반응을 분석하였다. 끝으로 (iv) 시행령 개정에 맞추어 사외이사 재직기간 공시에 관한 제언을 덧붙였다.

## 2. 사외이사의 장기재직 및 퇴임 현황

### (1) 전체 사외이사의 장기재직 및 퇴임 현황

<표 1>은 2020년 3월 주주총회 시점을 기준으로 1,834개사의 사외이사 재직기간을 조사한 결과이다. 조사 결과, 전체 표본 중 629개의 상장회사에서 개정 시행령의 제한기간인 당사 6년(계열사 포함 9년)을 초과하여 재직 중인 사외이사(이하, '장기재직 사외이사')가 존재하였다.<sup>9)</sup> 이는 전체 표본의 1/3 가량으로 상당수의 회사들에 장기재직 사외이사가

8) 금융업종의 경우 이미 2016년부터 '금융회사의 지배구조에 관한 법률'에 의해 재직기간 제한 규정이 적용되어왔기 때문에 개정령의 적용 대상인 비금융업 회사로 표본을 한정하였다. 또한 자본잠식 회사, 부동산투자회사, 외국주권회사, 2019년 3분기 기준 비상장사이거나 기업인수목적회사인 경우는 표본에서 제외하였다.

9) 사업보고서가 공시되지 않는 비상장회사의 경우 임원현황 파악이 불가능하기 때문에 임원현황 정보를 공시하는 대규모기업집단 소속회사에 한정하여 계열사 재직기간을 파악하였다. 또한 같은 기업집단 내 소속회사에서 재직했던 기간을 모두 계열사 재직기간으로 합산하였으며, 법무부 해석에 따라 동일 기간은 중복으로

있는 것으로 확인되었다. 또한 3,660명의 사외이사 중 782명의 사외이사가 장기 재직 중인 것으로 나타났다.

특히 주목할 부분은 전체 표본의 평균 재직기간은 3.94년(계열사 포함 4년)이나, 장기재직 사외이사의 평균 재직기간은 9.5년 수준으로 3번 이상의 연임이 이루어지는 경우도 빈번한 것을 확인할 수 있었다. 극단적으로는 사외이사 제도가 처음 도입된 1998년도에 선임되어 지금까지 재직 중인 사외이사도 존재하였다. 가장 장기간 재직 한 사외이사 상위 10명을 조사한 결과 이들은 제도 첫 도입 시 선임되어 거의 22년 간 한 회사에 사외이사로 재직 중이었다(<표 2> 참조).

하지만 이번 주주총회에서 장기 재직 중인 사외이사들이 모두 교체되는 것은 아니다. 개정 시행령은 올해 주주총회에서 선임되는 사외이사부터 적용되기 때문이다. 따라서 아직 임기 만료일이 도래하지 않은 장기재직 사외이사의 경우 사임할 필요 없이 임기 만료일까지 재직이 가능하다. 이에 따라 20년 넘게 재직 한 상위 10명의 사외이사 중에서도 올해 주주총회에서 임기가 만료된 3명만이 교체가 이루어졌다. 전체 782명의 장기재직 사외이사 중에서 올해 퇴임한 사외이사는 50% 수준인 390명에 불과하였다.<sup>10)</sup>

이로 보았을 때, 개정령 시행에 따른 구인난에 대한 우려는 기우였던 것으로 판단된다. 더불어 퇴임이 이루어진 기업이 330개사인 것으로 보았을 때, 한 회사당 교체해야 할 사외이사의 인원 또한 평균적으로 한 명 남짓한 수준으로 신규 선임에 어려움을 겪은 회사가 일반적인 사례는 아닌 것으로 보인다.

주목할 부분은 퇴임한 장기재직 사외이사들의 평균 재직기간(9.01년)이 전체 장기재직 사외이사의 평균 재직기간(9.46년)보다 짧은 것으로 보았을 때, 상대적으로 더 오랜 기간 재직 중인 사외이사들이 이번 주주총회에 교체되지 않고 남아있다는 것이다. 이들이 향후 공시된 임기만료일에 퇴임이 이루어지는 지 관심을 가지고 살펴보아야 할 것이다.

---

합산하지 아니하였다.

10) 장기재직 사외이사 중 임기만료일이 도래하지 않았으나 이번 주주총회에서 중도퇴임이 이루어진 사례도 있었다(두산건설의 최종원 이사 (7년 재직), 정원엔시스의 윤재철 이사 (9년 재직), 그리고 세운메디칼의 구범서 이사 (11.8년 재직)).

<표 1> 사외이사 재직 및 퇴임 현황 (재직기간: 2020년 3월 기준, 단위: 개, 명, 년)

		전체 현황	장기 재직 현황 (>6·9년)	퇴임 현황 (>6·9년)
관측치	기업 수	1,838	629	330
	사외이사 수	3,660	782	390
재직기간	당사	3.94	9.46	9.01
	계열사 포함	4	9.54	9.09

<표 2> 최장기 재직 중인 사외이사 상위 10명 (재직기간: 2020년 3월 기준)

회사명	성명	재직기간	임기만료일
경농	허근도	22년	2022년 03월 29일
부산산업	한기배	22년	2022년 03월 28일
신흥	유인선	22년	2022년 03월 22일
유니온	고지석	21.5년	2022년 03월 29일
한창제지	목근수	21.5년	2022년 03월 27일
대창단조	김종한	21.1년	2020년 03월 24일
디아이동일	신홍순	21.1년	2021년 03월 29일
일신방직	신영무	21.1년	2020년 03월 22일
한일철강	송경호	21.1년	2020년 03월 21일
금강공업	이성오	21년	2022년 03월 28일

## (2) 장기재직 사외이사의 연임 사례

모든 장기재직 사외이사들이 올해 주주총회에서 임기가 만료가 되었다하여 퇴임한 것은 아니다. 개정 상법시행령이 시행됨에 따라 퇴임해야 함에도 연임이 이루어진 장기재직 사외이사들이 존재하였다. 이러한 사례는 총 9건이 확인되었는데, 이 중 2건은 신규 사외이사 선임이 부결되어 의도치 않게 임기가 연장된 경우이다.<sup>11)</sup> 하지만 나머지 7건은 의도적으로 임기를 연장시키기 위해 우회적인 방법들이 동원된 경우라고 볼 수 있다 (<표3> 참조).

한 가지 방법은 개정령에 의거하여 다른 후보를 추천했어야 하지만 의도적으로 퇴임해야 할 장기재직 사외이사를 다시 사외이사 후보로 추천하는 것이다. 이 경우 자동 부결인데 이렇게 되더라도 상법 제386조(결원의 경우)에 의거하여 새로 선임된 이사가 취임할 때까지 퇴임한 이사가 권리의무를 유지하기 때문에 임기가 연장된 것과 같은 효과를 얻을 수 있기 때문이다.<sup>12)</sup> 또 다른 방법은 정관에 명시된 임원의 임기가 1~2년인 경우 상법상

11) 법무부 질의·응답 자료에 따르면 이 경우 "퇴임한 이사로서 직무를 수행하는 것이지 선임된 사외이사로서 재직하는 것은 아니므로 시행령 제34조 제5항 제7호의 재직기간과 무관"하다고 유권해석하고 있다. 타당한 해석이다. 시행령 부칙이 개정령 시행 이후 "선임하는" 사외이사부터 적용한다고 하고 있기 때문이다.

최대 허용 임기인 3년으로 변경하여 기존 장기재직 사외이사의 임기를 연장하는 것이다. 이러한 방법을 사용할 경우, 정관상 임원의 임기가 1년일 경우 2020년 퇴임이 이루어져야 할 사외이사의 임기를 최대 2022년까지 연장이 가능하다. 이러한 사례들은 장기 재직을 금하려는 법령의 개정 취지를 무력화시키는 행위들로 볼 수 있다.<sup>13)</sup>

더욱이 이러한 연장 사례들은 사외이사가 감사위원을 겸한 경우가 대부분이었는데, 감사위원 선임의 경우에는 대주주 의결권 3% 제한이 적용되어 의결정족수 미달로 선임되지 않을 수 있기 때문이다. 원래 사외이사 또는 감사위원 선임이 부결된 경우 회사는 관리종목으로 지정된다. 하지만 전자투표제 도입, 의결권 대리행사 권유, 기관투자자 등에 대한 의결권행사 요청 등 의결정족수를 채우려는 노력을 한 경우에는 시장 조치를 면해주기 때문에 부결이 되더라도 특별한 불이익 없이 기존 사외이사들이 공백을 채우는 것이 가능하다. 하지만 어떠한 불이익도 없이 부결이 지속된다면 이는 임기 연장 수단으로 악용될 우려가 있다. 실제로 감사위원의 경우 3%룰로 인해 선임이 연달아 부결되어 연임이 지속되는 사례가 많다. 내부통제시스템을 관할하는 감사위원들이 부결을 사유로 장기 연임이 지속된다면 상법 개정 취지가 무색해질 것이다. 이에 관한 보다 구체적인 논의는 다음 감사위원 현황 분석에서 이어나가도록 하겠다.

<표 3> 장기재직 사외이사의 임기 연장 사례 (재직기간: 2020년 3월 기준)

임기 연장 사유	회사명	성명	재직기간	감사위원 여부
신규 사외이사 선임 부결	액토즈소프트	차오웨이	6년	감사위원
	제이엠아이	강준의	6.5년	감사위원
장기재직 사외이사 재선임 부결	액토즈소프트	태오진콕	6년	감사위원
	유비벨록스	정구민	6.5년	감사위원
	유비벨록스	주민철	6.5년	감사위원
정관의 임원 임기 연장	화신	김영석	7년	감사위원
	화신	박경환	7년	감사위원
	화신정공	양승한	9년	감사위원
	디티앤씨	하은호	6.7년	

12) 참고로 법무부 해석에 따르면 선임 당시 재직기간이 5년이었던 자는 6년까지만 재직 가능하고, 이를 초과하면 직을 상실한다.

13) 상법등기 실무제요에 따르면 이사 임기가 정관 변경으로 연장되면, 종전 이사에도 적용된다.



### (3) 감사위원의 재직 및 퇴임 현황

사외이사는 종종 감사위원을 겸하기도 한다. 특히 자산 총액이 2조원이 넘는 기업의 경우 감사위원회를 의무적으로 설치해야 하며, 감사위원회는 사외이사가 구성원의 3분의 2 이상을 차지해야하기 때문에 감사위원을 겸한 사외이사들이 상당수 존재한다.

감사위원은 경영진의 업무 집행 및 회계에 대한 감사를 관할해야 하기 때문에 보통 사외이사보다 경영진으로부터의 독립성이 더욱 요구된다. 앞서 언급하였듯이 감사위원 선임 시 지배주주의 의결권을 3%로 제한하는 것도 이러한 이유에서다. 하지만 대우조선해양 사태를 포함한 대형 분식사건이 지속되며 외부감사 및 내부통제 시스템이 제대로 작동되고 있지 않은 실태들이 연이어 발견되었다. 이러한 이유로 2018년에는 외부감사에 관한 법률(외감법)이 전면 개정되며 회계 투명성에 대한 경각심을 일깨웠고, 내부통제 및 외부감사인에 대한 감독을 관할하는 감사위원회의 중요성도 함께 부각되었다.

이에 감사위원을 겸한 사외이사의 재직기간을 별도로 조사하였다. <표 4>를 보면 전체 표본 회사들 중 감사위원회가 설치된 회사는 503개사이며, 이 중 약 40%에 달하는 199개사에 제한연한을 넘긴 사외이사인 감사위원이 존재하였다. 또한 제한연한을 넘긴 감사위원의 수는 293명이었는데, 이는 전체 장기재직 사외이사(782명)의 37%에 해당되는 인원으로서 상당수의 장기재직 사외이사들이 감사위원을 겸하고 있음을 알 수 있었다. 이들의 평균 재직기간은 대략 9년 정도이며, 가장 길게는 21년까지 재직한 사외이사인 감사위원도 있었다.<sup>14)</sup> 이 중 이번 주주총회에서 퇴임한 인원은 170명으로 장기재직 사외이사인 감사위원의 40% 정도가 아직 임기 중임을 확인할 수 있었다. <표 3>에서 만료일이 도래했음에도 임기가 연장된 장기 감사위원 사례들이 관찰되었듯이, 아직 만료일이 도래하지 않은 나머지 감사위원들도 언제 교체가 될지 주시해야 할 것으로 보인다. 전반적인 경영에 대한 감사를 책임지는 만큼 감사위원의 장기 재직으로 인한 독립성의 훼손은 일반 사외이사의 경우보다 더 큰 문제를 초래할 수 있으며, 감사위원의 전문성과 독립성은 앞으로 더욱 개선되어야 할 과제로 사료된다.

14) 대창단조의 김종한 사외이사와 금강공업의 이성오 사외이사는 해당 기업에서 21년 간 재직하였다.

<표 4> 감사위원인 사외이사의 재직 및 퇴임 현황 (2020년 3월 기준, 단위: 개, 명, 년)

		전체 현황	장기 재직 현황 (>6·9년)	퇴임 현황 (>6·9년)
관측치	기업 수	503	199	126
	사외이사 수	1,497	293	170
재직기간	당사	3.77	8.72	8.45
	계열사 포함	3.88	8.89	8.57

### 3. 지배구조 등급별 재직현황

개정 상법 시행령을 반대하는 의견 중 하나로 장기연임은 전문성 확보를 위해 필요하며 단순히 재임기간으로 독립성을 판단하는 것은 설부르다는 비판이 있었다. 이에 한국기업 지배구조원(KCGS)에서 제공하는 지배구조 점수(Corporate Governance Index; CGI)를 바탕으로 지배구조 등급별로 사외이사의 재직현황을 살펴보았다.<sup>15)</sup>

KCGS는 매년 주주 권리보호, 이사회, 감사기구, 공시 측면에서 기업의 지배구조를 평가하여 모범규준을 잘 준수한 기업부터 모범규준에서 벗어나 가장 주주가치 훼손의 여지가 큰 기업까지 7등급(S, A+, A, B+, B, C, D)으로 나누어 등급을 부여하고 있다. 참고로 지배구조 점수의 평가항목을 살펴보았을 때 사외이사 재직기간에 관한 문항이 차지하는 배점은 전체 배점 중 1% (총점 300점 중 3점)이다. 사외이사 재직기간 변경 하나만으로 기업 지배구조 등급이 변경되는 문제는 거의 없는 것으로 확인하였다.

지배구조 등급 별로 사외이사들의 평균 재직기간("재직기간") 및 기업 내 최장기간 재직 한 사외이사들의 평균 재직기간("최장기 재직기간")을 조사한 결과, 표본이 7개뿐인 A+ 등급을 제외하고는 지배구조 등급이 한 단계 낮아질수록 재직기간이 길어지는 추세를 관찰할 수 있다 (<표5> 참조). 특히 최하위 등급인 C-D 등급 내 최장기 재직 사외이사들의 평균 재직기간이 7~8.6년인 것으로 나타나 지배구조 등급이 낮은 기업들의 경우에는 6년 재직연한을 넘은 사외이사가 평균적으로 존재하는 것을 발견할 수 있었다. 더불어 전체 사외이사 중 장기재직 사외이사가 차지하는 비율(장기재직 비율) 역시 지배구조 등급이 낮아질수록 높아지는 추세를 보였다.

15) KCGS는 매년 900개 가량의 유가증권시장 상장사와 코스닥 상장사 일부(KOSDAQ 100, 금융회사, 대기업 집단소속회사)에 한하여 지배구조 점수를 제공하고 있다.

지배구조가 좋지 않은 기업일수록 사외이사 등을 통한 견제 장치의 역할이 더욱 중요하다. 하지만 이러한 기업들에서 지속적인 연임이 이루어져 왔다는 것은 사외이사의 감시가 필요한 곳에서 오히려 그 기능이 제대로 작동되지 않았음을 시사한다. 즉, 지배구조가 좋지 않은 기업의 경우 사외이사가 장기 연임을 통해 전문성을 제공하는 것보다는 경영진으로부터 독립성을 확보하여 이들을 감시하는 역할이 더 중요한데, 오히려 이러한 기업들에서 장기 연임이 이루어져 온 것이다. 이번 개정안을 통해 연임을 제한함으로써 특히 지배구조 등급이 낮은 회사들에서 정책의 실효성이 발휘될 것으로 기대된다.

<표 5> 지배구조 등급별 사외이사 재직기간 현황 (2020년 3월 31일 기준, 단위: 개, 년)

CGI	회사 수	재직기간*		최장기 재직기간*		장기재직 비율*
		당사	계열사 합산	당사	계열사 합산	
S	0	-	-	-	-	-
A+	7	3.17	3.17	5.43	5.43	0.13
A	43	2.69	2.86	4.02	4.30	0.06
B+	224	3.63	3.70	5.02	5.12	0.17
B	311	4.22	4.27	5.38	5.47	0.24
C	185	5.91	5.96	7.04	7.13	0.41
D	31	7.53	7.53	8.64	8.64	0.50
Total	801	4.48	4.54	5.72	5.82	0.26

\* 재직기간: 사외이사의 등급별 평균 재직기간

\* 최장기 재직기간: 최장기 재직한 사외이사의 등급별 평균 재직기간

\* 장기재직 비율: (장기재직 사외이사 인원)/(사외이사 인원)

#### 4. 사건 연구

본 보고서는 사외이사 재직연한 신설에 관한 자본시장 참여자들의 평가를 살피고자, 사건 연구를 통해 개정안 시행과 관련된 주요 일자 주변의 주가 반응을 분석하였다. 만약 신설 조항이 사외이사의 독립성을 실질적으로 제고시킬 것으로 평가된다면, 장기 재직 중인 사외이사가 존재하는 기업들에서 상대적으로 더 큰 주가 상승 폭이 나타날 것이다.

사건연구는 3개의 사건일(event day)을 기점으로 진행하였다. 먼저 재직기간 제한 시행과 관련하여 2개의 사건일을 사용하였다. 이유는 2019년 9월 공정경제 성과 조기 창출방안이라는 이름으로 제한조치를 발표하였으나 그 이후 시행을 1년 정도 유예하는 방안이 검토되다가 다시 2020년에 즉시 시행하는 것으로 결정되었기 때문이다. 이로 인해 공정경제 성과 조기 창출방안 발표일자(2019.9.5.)를 첫 번째 사건일로 하고, 2020년 시행을 확

정지은 날(2020.1.14.)을 두 번째 사건일로 설정하였다. 이에 더하여 장기재직 사외이사가 실제 퇴임하는 각 회사의 주주총회 일자를 세 번째 사건일로 설정하였다. 후자의 사건연구가 의미를 갖는 이유는 퇴임 대상 장기재직 사외이사라고 하더라도 앞서 설명한 각종 방법을 통해 연임할 가능성이 없지 않기 때문이다. 공정경제 성과 조기 창출방안이 발표된 시점부터 실제로 시행되기까지의 주요 일자는 다음과 같다.

<표 6> 개정 상법시행령 관련 주요 일자

주요 일자	내용
2019년 9월 5일	"공정경제 성과 조기 창출 방안" 중 하나로 사외이사 재직기간 제한정책을 발표
2019년 9월 24일	상법시행령 개정안 입법예고
2019년 12월 16일	상법시행령 개정안 중 사외이사 재직기간 제한 규정 및 정기주주총회 소집 전 사업보고서·감사보고서 제출 의무화 규정에 대한 유예 검토
2020년 1월 14일	사외이사 재직기간 제한 규정에 대한 법제처 개정안 심사 완료 및 법무부의 개정령 시행 발표
2020년 1월 21일	국무회의 의결
2020년 1월 29일	개정 상법시행령 공포와 즉시 시행
2020년 3월	12월 결산 상장사 정기 주주총회

### (1) 연구 방법

장기재직 사외이사가 있는 기업이 개정안의 영향을 받았는지 살피기 위해, 사건일 주변의 누적비정상수익률(Cumulative Abnormal Return; CAR)을 측정하여 사건 연구를 진행하였다. 정상수익률은 시장모형을 통해 추정하였으며, 추정기간은 사건일 250영업일 전부터 11영업일 전(-250, -11)까지로 설정하였다.<sup>16)</sup>

개정 시행령 외의 다른 사건에 의한 주가 움직임을 최대한 배제하기 위해, 장기재직 사외이사가 재직 중인 기업(처치군)과 사건일 당시 같은 산업 내 비슷한 규모를 가지고 있지만 장기재직 사외이사가 없는 기업들(대조군)을 매칭시켜 두 표본의 주가 움직임을 비교 분석하였다.<sup>17)</sup> 매칭은 caliper matching 방식을 사용하여 같은 산업 내 처치군의 각 표본

16) 유가증권시장에 속한 종목들은 코스피 지수를, 코스닥시장에 속한 종목들은 코스닥 지수를 시장 수익률로 두고 추정하였으며 추정기간이 확보되지 않는 종목들은 제외시켰다.

17) 산업은 한국표준산업분류 10차 기준을 사용하였으며, 제조업은 소분류를, 비제조업은 중분류를 적용하였다. 규모는 시가총액의 자연로그 값으로 측정하였다.

과 규모가 가장 비슷한 대조군의 표본 5개로 짝을 짓되, caliper 범위 밖에 있는 기업들은 분석에서 제외시켰다. Caliper 범위는 Cochrane and Rubin (1973)의 방법을 따라, 처치군과 대조군의 합동표준편차(pooled standard deviation)를 사용하여 설정하였다. 또한 한 처치군 표본의 매칭표본이 다른 처치군 표본의 매칭표본이 되는 것을 허용 하였다(matching with replacement). 이로 인해 분석 표본의 수는 전체 상장사 수보다 더 크다. 또한 매칭이 이루어지지 않은 표본은 분석에서 제외되었으며, 매칭은 사건일 당시의 시가총액을 기반으로 이루어지기 때문에 사건일 별로 표본의 차이가 존재한다.

## (2) 분석 결과

### ① 공정경제 성과 조기 창출 방안 발표일(2019.09.05)

공정경제 성과 조기 창출 방안 중 하나로 사외이사 재직기간 제한정책을 발표한 당시, 장기재직 사외이사가 있는 회사의 경우 장기재직 사외이사가 없는 같은 산업 내 비슷한 규모의 회사들에 비해 공시일 주변에 유의한 양(+)의 누적비정상수익률이 관찰되었다. 총 598개의 장기재직 사외이사가 있는 회사들의 공시 전 1영업일부터 공시 후 5영업일 동안의 누적평균비정상수익률(Cumulative Average Abnormal Return; CAAR)을 측정한 결과 이들은 0.22%의 양(+)의 수익률을 보인 반면, 이들의 매칭 표본들은 -0.67%의 비정상 누적평균수익률을 보였다.<sup>18)</sup> 또한 차이검정을 통해 두 표본의 누적비정상수익률 차이(=0.89%p)의 통계적 유의성을 검정해 보았을 때, 1% 수준에서 강한 유의성을 보였다. 이러한 결과는 사건기간을 공시 후 10거래일까지로 확장한 경우에도 일관되게 관찰되었다.

<표 7> 공정경제 성과 조기 창출방안 발표일 주변 누적비정상수익률(CAR)에 대한 t-test 결과

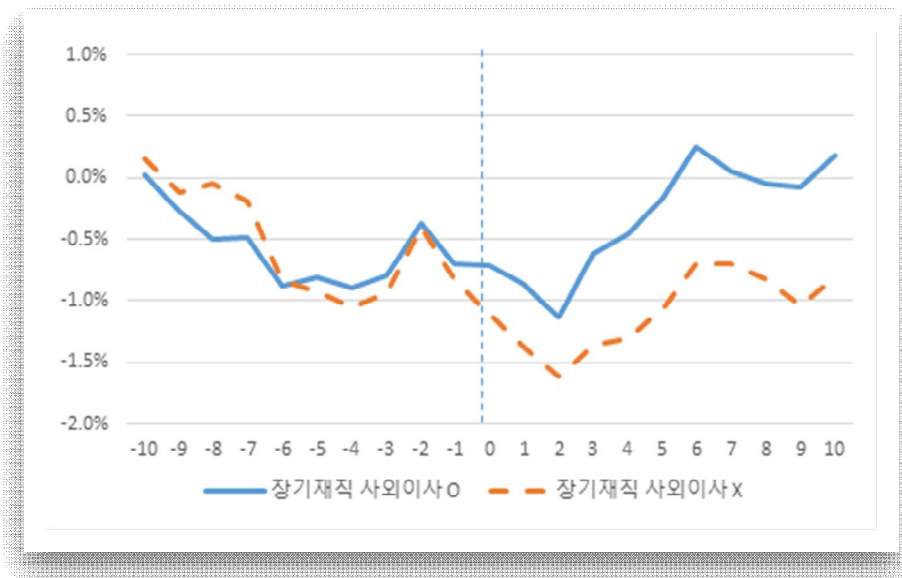
	장기재직 사외이사 O (A)	장기재직 사외이사 X (B)	차이 검정 (A)-(B)
관측치	598개	2556개	
CAR(-1, +5)	0.22% [-0.79]	-0.67%** [-5.05]	0.89%*** [2.90]
CAR(-1,+10)	0.55% [1.43]	-0.41%*** [-2.07]	0.96%** [2.23]

\* 대괄호 안의 숫자는 t 값을 의미하며, (A)와 (B)의 t-값은 "CAR=0"을 t-test한 통계치이고, 차이검정(A)-(B)의 t-값은 "CAR(A)=CAR(B)"을 t-test한 통계치이다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

또한 보다 엄밀하게 기업의 특성을 통제된 상태에서 주가반응을 살피기 위해 다중회귀분

18) 매칭 시 'replacement'를 허용하지 않더라도 결과의 유의성에 큰 변화는 없었다.

<그림 1> 제한조치 발표일 주변 누적평균비정상수익률(CAAR) 추이



석을 시행하였다. 기업의 사외이사 독립성 현황을 측정하기 위해 장기 재직 사외이사의 존재 여부, 장기 재직 사외이사 인원 수, 그리고 최장기 재직 중인 사외이사의 재직기간을 주요 변수로 사용하였다. 장기재직 사외이사가 있거나, 장기재직 사외이사 인원이 많을수록, 그리고 최장기 재직 중인 사외이사의 재직기간이 길수록 사외이사의 독립성이 약한 기업들로 평가되어, 재직기간 제한 규정에 대한 기대효과가 있을 경우 더욱 주가가 상승할 것으로 예상하였다.

더 나아가, 공정성과 투명성 개선이 필요한 지배구조 점수가 낮은 회사의 경우 사외이사의 독립성이 낮을수록 재직기간 제한조치 발표일 주변의 주가 상승이 더 뚜렷하게 나타날 것으로 예상하였다. 이에 KCGS에서 제공하는 지배구조 점수(CGI)와 주요변수들을 상호작용 효과를 분석하였다.<sup>19)</sup> 통제변수로는 시가총액, 부채비율, 기업연수, 그리고 산업 고정효과가 사용되었다.

재직기간 제한조치 발표일 기준 1영업일 전부터 5영업일 후까지의 누적비정상수익률을 종속변수로 두어 분석한 결과, 사외이사의 독립성이 약한 기업에서 통계적으로 유의한 수준으로 양(+)의 주가반응이 나타난 것을 확인할 수 있었다. 장기재직 사외이사가 있거나, 장기재

19) KCGS는 매년 900개 가량의 상장사에 한하여 지배구조 점수를 제공하기 때문에 지배구조 점수가 설명변수로 포함되는 회귀식(4)-(6)에서 표본 누락이 발생한다. 또한 지배구조 점수는 S, A+, A, B+, B, C, D로 제공되는데 이들을 0~6점까지로 수치화하였다(등급이 높을수록 높은 점수 부여).

직 사외이사의 수가 한 명 더 늘어날수록, 그리고 최장기재직 사외이사의 재직기간이 1년 더 길어질수록 주가수익률이 평균적으로 1%p, 0.7%p, 0.13%p씩 높아지는 것이 관찰되었다.

특히 지배구조 등급이 낮을 때 사외이사의 장기재직 경향이 높아질수록 주가가 더 큰 폭으로 상승하였다. 지배구조 점수가 최하위 수준인 "D" 등급이고, 장기재직 사외이사가 있는 경우 재직기간 제한조치 발표에 따라 평균적으로 누적비정상수익률이 3.45%p가 상승하지만, 등급이 한 단계 올라갈 때마다 상승 폭이 평균적으로 1.43%p 씩 줄어들었다. 마찬가지로 장기재직 사외이사의 수(최장기재직 사외이사의 재직기간)가 동일할 경우 지배구조 등급이 한 단계 높아질수록 수익률이 0.8%p (0.12%p)씩 줄어들어 지배구조가 좋지 않은 기업에서 특히 더 큰 주가 상승이 나타난 것을 확인할 수 있었다. 결과의 강건성을 확인하기 위해 사건기간을 재직기간 제한조치 발표 후 10영업일까지로 확장한 후(-1,+10)에도 여전히 일관된 결과를 관찰할 수 있었다.

<표 8> 제한조치 발표일 주변 누적비정상수익률(CAR) 결정요인에 대한 다중회귀분석

종속변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR(-1, +5)					
장기재직 사외이사 터미	1.01*** [3.22]			3.45*** [2.91]		
장기재직 사외이사 수		0.72*** [3.40]			2.07** [2.60]	
최장기재직 사외이사 재직기간			0.13*** [2.98]			0.27* [1.97]
장기재직 사외이사 터미 x CGI				-1.43*** [-2.87]		
장기재직 사외이사 수 x CGI					-0.81** [-2.62]	
최장기재직 사외이사 재직기간 x CGI						-0.12* [-1.94]
CGI				0.53 [1.48]	0.43 [1.24]	0.75* [1.70]
ln(시가총액)	-0.94*** [-4.11]	-0.95*** [-4.16]	-0.94*** [-4.13]	0.12 [0.72]	0.12 [0.70]	0.13 [0.75]
부채비율	-1.89** [-2.09]	-1.90** [-2.10]	-1.80** [-2.01]	-0.32 [-0.24]	-0.38 [-0.27]	-0.40 [-0.28]
ln(기업 연수)	-0.21 [-0.68]	-0.21 [-0.68]	-0.23 [-0.72]	-0.40 [-1.56]	-0.43* [-1.67]	-0.43 [-1.66]
상수항	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
산업 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
관측치	3,154	3,154	3,154	1,319	1,319	1,319
Adjusted R-squared	0.087	0.087	0.088	0.19	0.187	0.184

\* 장기재직 사외이사 더미는 재직 중인 사외이사 중 장기재직 사외이사가 있을 경우 1, 아니면 0의 값을 가진다. CGI는 KCGS에서 제공하는 지배구조 등급(A+, A, B+, B, C, D)을 0~5점으로 수치화한 것으로 가장 높은 등급은 5점, 가장 낮은 등급은 0점을 갖는다. 시가총액은 사건일 당시를 기준으로 측정되었으며, 부채비율은 (총부채/총자산)으로 계산하였다. 대괄호 안의 숫자는 t 값을 의미하며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

## ② 시행 확정일 (2020.01.14.)

시행 확정일을 기점으로 한 사건연구는 강건성 분석의 일환으로 재직기간 제한 조치에 대한 시장의 반응을 재확인하기 위해 진행되었다. 재직기간 제한조치 발표일 당시에는 “공정경제 성과 창출”을 위한 다양한 정책 개선사항들이 보고된 반면, 시행 확정일에는 재직기간 제한 규정만 논의되었기 때문에 관심 정책에 국한하여 시장 참여자들의 반응을 재확인할 수 있는 장점이 존재한다. 하지만 개정안에 관한 두 번째 공시인 만큼 이미 주가에 정보가 일부 반영되어 상대적으로 주가 반응이 약하게 나타날 수 있는 단점이 있다.

시행 확정일 주변 누적비정상수익률을 분석한 결과, 재직기간 제한조치 발표일과 동일하게 장기재직 사외이사가 있는 회사의 경우, 매칭 표본들에 비해 유의한 양(+)<sup>20</sup>의 누적비정상수익률이 관찰되었다. 확정일 1영업일 전부터 5영업일 후(-1,+5)까지를 사건기간으로 두어 살펴보았을 때, 장기재직 사외이사가 있는 기업의 경우 매칭 표본들에 비해 평균적으로 0.65%p 높은 누적비정상수익률을 보였으며, 사건 기간을 확정일 후 10거래일까지로 확장한 경우에도 이와 같은 결과가 일관되게 나타났다.<sup>20)</sup> 하지만 재직기간 제한조치 시행에 관한 두 번째 공시인 만큼 이전보다 유의성은 다소 약하게 나타난 것으로 해석된다.

다중회귀분석에서도 일관된 결과가 나타났다. 시행확정일 기준 1영업일 전부터 5영업일 후(-1, +5)까지의 누적비정상수익률을 종속변수로 두어 분석한 결과, 시행 확정일 당시 장기재직 사외이사가 있거나, 장기재직 사외이사의 수가 한 명 더 늘어날수록, 최장기 재직 사외이사의 재직기간이 1년 더 길수록 주가 수익률이 평균적으로 0.9%p, 0.54%p, 0.09%p씩 높아지는 것으로 관찰되었으며 이는 통계적으로도 유의한 수준이었다.

20) 산업·규모 매칭은 사건일 당시의 시가총액을 바탕으로 이루어지기 때문에 표 7과 표본 수가 달라질 수 있다.

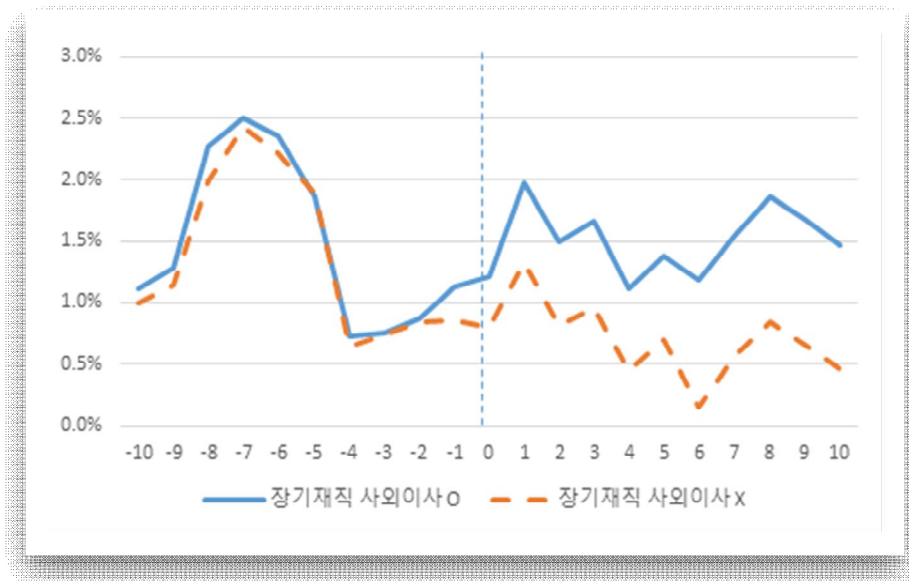


<표 9> 시행 확정일 주변 누적비정상수익률(CAR)에 대한 t-test 결과

	장기재직 사외이사 O (A)	장기재직 사외이사 X (B)	차이 검정 (A)-(B)
관측치	591개	2625개	
CAR(-1, +5)	0.51%* [1.72]	-0.13% [-0.97]	0.65%** [1.97]
CAR(-1,+10)	0.60% [1.22]	-0.38%* [-1.75]	0.98%* [1.83]

\* 대괄호 안의 숫자는 t 값을 의미하며, (A)와 (B)의 t-값은 "CAR=0"을 t-test한 통계치이고, 차이검정(A)-(B)의 t-값은 "CAR(A)=CAR(B)"을 t-test한 통계치이다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

<그림 2> 시행 확정일 주변 누적평균비정상수익률(CAAR) 변화



또한 재직기간 제한조치 발표일과 같이 지배구조 등급이 낮은 회사에서 사외이사의 장기 재직 경향이 높아질수록 시행 확정일 주변의 주가가 더 큰 폭으로 상승하였다. KCGS 지배구조 최하위 등급인 "D"로 평가된 기업에 장기재직 사외이사가 존재할 경우 재직기간 제한조치 시행이 확정됨에 따라 3.79%p가 상승하지만, 지배구조 점수가 한 단계 올라갈 때마다 상승 폭이 평균적으로 1.54%p씩 줄어들었다. 마찬가지로 장기 재직 중인 사외이사의 수가 같더라도 기업의 지배구조 점수가 한 단계 높아질수록 수익률이 유의하게 낮아지는 추세가 나타나 지배구조가 좋지 않은 기업에서 입법에 대한 더 큰 기대효과가 나타나는 것을 확인할 수 있었다. 하지만 최장기재직 사외이사의 재직기간이 주가에 미치는 영향은 기업의 지배구조 등급에 따라 차등적으로 나타나지 않았다. 결과의 강건성을 확인하기 위해 사건 기간을 10영업일까지로 확장한 후(-1,+10)에도 일관된 결과를 관찰할 수 있었다.

<표 10> 시행 확정일 주변 누적비정상수익률(CAR) 결정요인에 대한 다중회귀분석

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
종속변수	CAR(-1, +5)					
장기재직 사외이사 더미	0.91*** [2.65]			3.79** [2.36]		
장기재직 사외이사 수		0.54** [2.20]			2.42*** [3.13]	
최장기재직 사외이사 재직기간			0.09* [1.87]			0.25* [1.90]
장기재직 사외이사 더미 x CGI				-1.54** [-2.02]		
장기재직 사외이사 수 x CGI					-0.96** [-2.61]	
최장기재직 사외이사 재직기간 x CGI						-0.10 [-1.21]
CGI				0.24 [0.51]	0.17 [0.39]	0.32 [0.56]
ln(시가총액)	-0.74* [-1.97]	-0.74* [-1.99]	-0.74* [-1.99]	-0.20 [-0.55]	-0.21 [-0.56]	-0.21 [-0.58]
부채비율	-2.07 [-1.23]	-2.09 [-1.25]	-2.03 [-1.21]	0.60 [0.26]	0.55 [0.24]	0.58 [0.25]
ln(기업 연수)	-0.81** [-2.26]	-0.79** [-2.21]	-0.79** [-2.22]	-0.96 [-1.49]	-0.99 [-1.53]	-1.03 [-1.60]
상수항	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
산업 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
관측치	3,216	3,216	3,216	1,323	1,323	1,323
Adjusted R-squared	0.039	0.038	0.039	0.081	0.080	0.076

\* 장기재직 사외이사 더미는 재직 중인 사외이사 중 장기재직 사외이사가 있을 경우 1, 아니면 0의 값을 가진다. CGI는 KCGS에서 제공하는 지배구조 등급(A+, A, B+, B, C, D)을 0~5점으로 수치화한 것으로 가장 높은 등급은 5점, 가장 낮은 등급은 0점을 갖는다. 시가총액은 사건일 당일을 기준으로 측정되었으며, 부채비율은 (총부채/총자산)으로 계산하였다. 대괄호 안의 숫자는 t 값을 의미하며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

### ③ 정기 주주총회일

다음 분석에서는 개정령이 시행 된 후 정기주주총회에서 실제 장기재직 사외이사의 퇴임이 이루어졌을 때의 시장의 반응을 분석하였다. 특히 독립성을 갖추는 것이 더욱 중요한 감사위원직을 겸하고 있을 경우에는 퇴임 시 기업 가치에 더욱 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 이에 (i) 감사위원을 겸한 장기재직 사외이사가 퇴임한 경우, (ii) 감사위원을 겸하지 않은 장기재직 사외이사가 퇴임한 경우, 그리고 (iii) 장기재직 사외이사가 퇴임하지 않은 경우의 주가 반응을 비교 분석하였다.

<그림 3>은 정기 주주총회일 주변 세 표본 집단의 누적평균비정상수익률의 움직임을 보여주는 그래프이다. 세 표본 집단의 주가 움직임을 보면 대략 주주총회일 6영업일 전부터 주가반응에 차이가 나타나는 것을 관찰할 수 있다. 따라서 앞의 분석들과 달리 사건기

간의 시작일을 사건일 5영업일 또는 10영업일 전으로 두어 분석하였다.

누적비정상수익률 분석 결과, 감사위원을 겸한 장기재직 사외이사가 임기 만료로 퇴임한 경우 일반 장기재직 사외이사가 퇴임하거나 퇴임하지 않은 경우에 비해 높은 추가 수익률이 관찰되었다. 이와 같은 회사에서는 주주총회일 주변에 2.08~4.47% 수준의 누적비정상수익률이 통계적으로 유의한 수준에서 관찰되었으며, 장기재직 사외이사의 퇴임이 이루어지지 않은 회사들과의 차이검정에서도 유의한 수익률 차이가 확인되었다. 하지만 일반 사외이사 퇴임 시에는 유의한 수익률 차이가 나타나지 않았다.

이는 일반 장기재직 사외이사만 있는 회사들의 경우 재직기간 제한조치 시행 공시를 통해 주가에 퇴임 정보가 상당부분 반영되었던 반면, 장기재직 감사위원이 있는 회사의 경우 부결로 교체가 이루어지지 않을 가능성이 있어 퇴임 시 추가 반응이 더 크게 나타날 수 있기 때문이다. 또한 감사위원은 기업의 전반적인 운영에 대한 감사를 책임지기 때문에, 독립성 제고에 따른 추가 상승 폭이 더 크게 나타난 것으로도 추론이 가능하다.

<표 11> 정기주주총회일 주변 누적비정상수익률(CAR)에 대한 t-test 결과

	장기재직 사외이사 퇴임		장기재직 사외이사 퇴임 x (C)	차이 검정	
	감사위원 O (A)	감사위원 X (B)		(A)-(C)	(B)-(C)
관측치	125개	202개	296개		
CAR(-5,+5)	4.47%*** [3.41]	1.52% [1.21]	1.19% [1.24]	3.28%** [2.02]	0.33% [0.21]
CAR(-10,+10)	2.08%* [1.69]	-1.13% [-0.97]	-3.44%*** [-3.42]	5.52%*** [3.47]	2.31% [1.5]

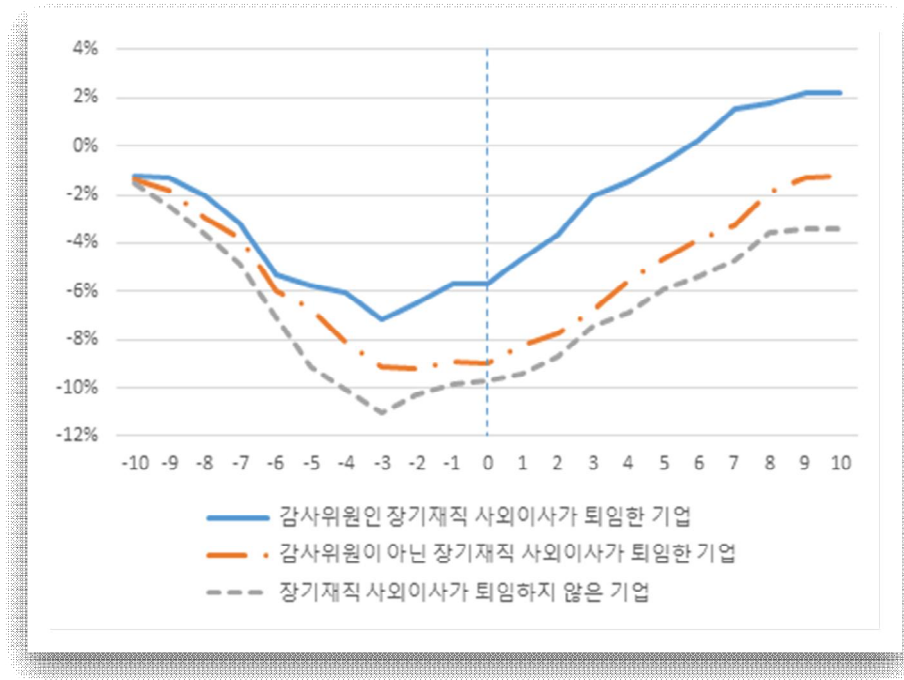
\* 대괄호 안의 숫자는 t 값을 의미하며, (A), (B), (C)의 t-값은 "CAR=0"을 t-test한 통계치이고, 차이검정(A)-(B)의 t-값은 "CAR(A)=CAR(B)"을, 차이검정(A)-(C)의 t-값은 "CAR(A)=CAR(C)"을 t-test한 통계치이다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

다중회귀분석 결과로도 감사위원인 장기재직 사외이사가 퇴임할 때 상대적으로 큰 폭의 추가 상승이 나타나는 것을 확인할 수 있었다. 장기재직 사외이사가 퇴임한 경우는 퇴임하지 않은 경우에 비해 평균적으로 추가 수익률이 2.3%p 높게 나타난 것이 관찰되었다. 하지만 퇴임한 장기재직 사외이사가 감사위원인지의 여부를 나누어 살펴 보았을 때, 감사위원이 아닌 경우에는 1.49%p, 감사위원인 경우에는 3.67%p 높게 나타나는 경향을 보였으며 통계적 유의성은 감사위원이 퇴임한 경우에만 나타났다.

또한 회사 내 단순히 장기재직 사외이사의 퇴임 인원이 증가하는 것은 주가에 유의한 영

향을 미치지 않았으나, 감사위원인 장기재직 사외이사의 퇴임 인원이 증가한 경우에는 통계적으로 유의한 주가 상승이 있었다. 구체적으로 퇴임 감사위원이 한 명 늘어날 때 누적비정상수익률이 1.6%p 증가하는 것으로 분석되었다.

<그림 3> 정기 주주총회일 주변 누적평균비정상수익률(CAAR) 변화



<표12> 정기주주총회일 주변 누적비정상수익률(CAR) 결정요인에 대한 다중회귀분석

	(1)	(2)	(3)	(4)
종속변수	CAR(-10, +10)			
장기재직 사외이사 더미	-1.4	-1.01	-1.4	-0.61
	[-1.07]	[-0.79]	[-1.07]	[-0.57]
장기재직 사외이사 퇴임 더미	2.30**			
	[2.00]			
장기재직 사외이사 퇴임 인원 수		1.33		
		[1.59]		
감사위원인 장기재직 사외이사 퇴임 더미			3.67**	
			[2.40]	
일반 장기재직 사외이사 퇴임 더미			1.49	
			[1.20]	
감사위원인 장기재직 사외이사 퇴임 인원 수				1.59*
				[1.77]
ln(시가총액)	0.8	0.79	0.76	0.77
	[1.18]	[1.17]	[1.11]	[1.13]
부채비율	4.7	4.72	4.64	4.69
	[1.30]	[1.30]	[1.28]	[1.29]
ln(기업 연수)	3.08***	3.08***	3.07***	3.07***
	[3.89]	[3.90]	[3.86]	[3.88]

	(1)	(2)	(3)	(4)
종속변수	CAR(-10, +10)			
상수항	Yes	Yes	Yes	Yes
산업 고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes
관측치	3,199	3,199	3,199	3,199
Adjusted R-squared	0.15	0.15	0.15	0.15

\* 장기재직 사외이사 더미는 재직 중인 사외이사 중 장기재직 사외이사가 있을 경우 1, 아니면 0 값을 가진다. 장기 재직 사외이사 퇴임 더미는 퇴임한 장기재직 사외이사가 있을 경우 1, 아니면 0 값을 가진다. 감사위원인 장기재직 사외이사 퇴임 더미는 감사위원인 장기 재직 사외이사가 퇴임한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0 값을 가지며, 일반 장기재직 사외이사 퇴임 더미의 경우 감사위원이 아닌 장기재직 사외이사가 퇴임한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0 값을 가진다. 시가총액은 사건일 당시를 기준으로 측정되었으며, 부채비율은 (총부채/총자산)으로 계산하였다. 대괄호 안의 숫자는 t 값을 의미하며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

## 5. 공시 개선에 관한 제언

개정 상법 시행령은 당해 회사 재직기간 뿐만이 아닌 계열회사 재직기간도 포함해서 재직기간을 제한 하고 있다(당해 회사 6년·계열사 포함 9년). 한 기업집단 내에서 계열사를 옮기며 장기 재직하는 것 또한 사외이사의 독립성을 약화시킬 우려가 있기 때문이다. 하지만 외부 시장 참여자 입장에서는 사외이사의 계열사 합산 재직기간을 파악하는 것이 결코 쉬운 일이 아니다.

<표 1>의 표본 내 54개 대규모기업집단을 바탕으로 조사한 결과, 대규모기업집단 내 총 725명의 사외이사 중 당사 외의 계열사에서 재직한 경험이 있는 인원은 50명이며, 이 중 당사 재직기간은 6년 이하이나 계열사 합산 재직기간이 9년을 넘긴 사외이사는 총 7명이었다 (<표 13> 참조). 현재 계열사 포함 재직연한에 걸린 사례는 소수에 불과하지만, 사외이사의 당사 재직연한이 6년으로 제한되면서 계열사 재직이 증가할 것으로 예상된다.

<표 13> 당사 6년 이하 · 계열사 합산 9년 이상 재직 중인 사외이사 목록

그룹명	회사명	성명	재직기간		퇴임 여부
			당사	계열사 포함	
에스케이	SK케미칼	최정환	2.25	17.5	퇴임
한진	한진칼	이석우	3	13	퇴임
삼성	삼성SDI	홍석주	5.67	10	퇴임
태광	대한화섬	민재형	3	11.75	
태광	태광산업	홍성태	3	11.58	
태광	태광산업	이재현	5	10.75	
농협	농우바이오	박철	1	9.08	

이에 따라 사외이사의 계열사 재직기간에 대한 모니터링도 중요해질 것으로 보이므로 주주총회 소집공고와 사업보고서를 통해 당사 재직기간 뿐만 아니라 계열사 합산 재직기간도 공시할 필요가 있다. 이 경우 재직회사 구분 없이 단순히 '00년'의 기간으로 기재할 것이 아니라 '00회사, 0000.00.00 ~ 0000.00.00'과 같이 재직이력을 회사별로 기재해야 할 것이다.

## 6. 결론

총수에게 권한이 집중되어 있는 우리나라의 경우 총수에 대한 견제장치가 그 어느 나라보다 필요하다. 이번에 개정된 상법 시행령은 바로 이를 위한 여러 방안 중 하나로 볼 수 있다. 하지만 개정안이 시행된 직후 퇴임한 장기 재직 사외이사는 사실 상 전체 장기 재직 사외이사의 50% 수준이었고, 아직도 상당수의 장기 재직 중인 사외이사들이 회사에 남아 있는 상황이다. 법적으로 퇴임이 되어야 하나 우회적인 방법으로 연임을 한 사례도 있었으며, 특히 사외이사가 감사위원을 겸한 경우 부결을 통해 연임하는 경우들이 종종 발견되었다.

또한 기업지배구조가 취약한 회사일수록 사외이사를 장기 연임시키는 경향이 발견되어, 그간 사외이사의 견제와 감시가 필요한 기업들에서 오히려 그 기능이 제대로 작동되지 않았음을 보여주었다. 이로 미루어보아 재직기간 제한 규정이 실효성이 있을 것으로 판단되며, 이는 사건연구를 통해서도 뒷받침 되었다. 사외이사의 장기재직 경향이 높을수록 개정령 시행에 따라 주가가 상승하였으며, 특히 지배구조 개선이 필요한 기업의 경우 보다 높은 주가 상승률을 보이고 있다.

이번 시행령 개정으로 사외이사가 경영진으로부터 보다 독립적인 판단을 할 수 있는 환경이 만들어질 것으로 기대된다. 하지만 이 제도가 보다 효과를 발휘하기 위해서는 본 보고서에서 지적한 우회방법들을 차단할 필요가 있으며, 공시도 개선할 필요가 있다. 특히, 부결될 수밖에 없는 장기재직 사외이사를 의도적으로 후보로 추천하거나 정관 변경으로 이사의 임기를 연장하고 이를 종전 이사에게 적용하는 방법을 통해 장기재직 이사의 재직기간을 한도를 초과해 늘리지 못하도록 거래소의 시장 조치를 강화하거나 법령을 개정

할 필요가 있으며, 시장의 자율적 감시가 이루어질 수 있도록 주주총회 소집공고와 사업 보고서에 사외이사의 계열회사 재직기간을 공시할 필요가 있다.