



이사회 규모와 기업가치 간의 관계

(국내외 사례와 기업 실증분석 중심으로)

20260313

대신경제연구소
거버넌스 컨설팅센터

[목차]

- Executive Summary
- 본문
- I. 서론
- II. 글로벌 표준 가이드라인 및 시장 동향
- III. 이사회 규모와 기업가치 간의 상관관계 이론적 배경 및 실증 분석
- IV. 이사회 구조개편 국내외 사례 분석
- V. 이사회 규모 최적화를 통한 거버넌스 실질화 방안

* 보고서 관련 문의

대신경제연구소 거버넌스
컨설팅센터

정영호 팀장

youngho.jung@daishin.com
02-2084-7806

Executive Summary

본 보고서는 이사회 규모와 기업가치 간의 관계를 국내외 사례와 실증분석을 통해 종합적으로 검토하였다.

글로벌 주요 시장에서는 이미 이사회 슬림화가 구조적 흐름으로 자리잡았다. 미국 S&P 500 기업의 평균 이사 수는 1980년대 초반 16명에서 현재 약 10.8명으로 축소되었고, 일본·영국의 주요 상장사들도 10명 내외의 정예 체제를 유지하고 있다. ISS·Glass Lewis 등 의결권 자문기관과 BlackRock·CII 등 글로벌 기관투자자들은 획일적 기준 대신 기업 전략과의 정렬(Alignment) 여부를 핵심 판단 기준으로 삼으며, 정관상 이사 수 상한의 명확화를 중요하게 평가하고 있다.

국내 2,500개 상장사의 10년 패널 데이터를 활용한 실증분석 결과, 이사회 규모와 기업가치(Tobin's Q·ROA·총자산성장률) 간에는 역 U자형 관계가 존재하는 것으로 확인되었다. 이사회 규모가 일정 수준까지는 감시 기능 강화와 전문성 확대 효과로 기업가치를 제고하지만, 일정 규모를 초과하는 시점부터는 의사결정 지연·책임 분산·조정 비용 증가 등의 비효율이 발생하여 성과가 저하되는 경향이 나타났다. 이는 기존 학술 논의를 국내 데이터로 실증한 결과이기도 하다.

국내외 사례에서도 동일한 패턴이 확인된다. 신한금융지주는 외부 투자자 참여로 14명까지 확대된 이사회를 2023년 11명으로 정상화하였고, 독일의 Allianz·BASF·Porsche는 SE 전환을 통해 20인 이상의 감사회를 12명 내외로 축소하며 의사결정 기동성을 확보하였다. 미국과 일본의 주요 기업들도 행동주의 투자자와의 갈등 이후 전문성 중심의 정예 이사회로 재편하는 경향을 보였다. 이처럼 일시적 확대 이후 10명 내외로 정상화한 기업들은 공통적으로 시장에서 긍정적 평가와 밸류에이션 개선을 경험하였다.

결론적으로, 이사회 규모의 합리화는 단순한 인원 감축이 아니라 실질적 거버넌스 개선의 출발점으로 이해해야 한다. 사외이사의 전문성·독립성을 중심으로 한 정예화, 위원회 운영 고도화, 성과평가 체계 개선, 그리고 구조 개편의 취지와 중장기 로드맵에 대한 시장과의 투명한 소통이 병행될 때 비로소 이사회 정예화가 기업가치 제고로 이어질 수 있다.

I. 서론

최근 국내 자본시장에서 이사회 규모의 적정성은 기업지배구조의 실효성과 직결되는 핵심 이슈로 부각되고 있다. 특히 주요 상장사를 중심으로 이사회 정원 축소 및 정예화 논의가 전개되면서, 이사회 규모가 전략적 의사결정의 신속성·책임성·주주가치 제고에 미치는 영향에 대한 관심이 높아지고 있다. 본 보고서는 국내 상장기업 전반의 이사회 규모 현황과 기업 성과 간의 관계를 종합적으로 검토하고, 향후 이사회 구조 설계에 대한 정책적·실무적 시사점을 도출하고자 한다.

II. 글로벌 표준 가이드 라인 및 시장 동향

글로벌 기업지배구조 기준이 강화되면서, 이사회 규모는 단순한 인원 구성의 문제를 넘어 지배구조의 건전성과 의사결정 효율성을 가능하는 핵심 척도로 자리잡음에 따라, 글로벌 의결권 자문사와 주요 기관투자자들은 획일적 기준보다 기업별 상황에 기초한 합리성과 투명성을 중시하며, 이사회 규모 조정이 지배력 강화 수단으로 활용되는지 여부를 엄격하게 점검하고 있다.

1. 주요 의결권 자문기관

1) ISS (Institutional Shareholder Services)

세계 최대 의결권 자문사인 ISS는 이사회 규모와 관련하여, 기업이 자사의 사업 구조와 경영 환경을 고려하여 적정 규모를 자율적으로 판단하는 것이 바람직하다는 입장을 취하고 있다. ISS의 한국 시장 가이드라인¹ 역시 이사회 규모를 획일적 기준으로 제한하기보다는 기업의 전략적 특성과 지배구조 맥락을 종합적으로 고려할 필요가 있음을 전제로 한다.

다만 ISS는 이사회 구조 또는 규모 변경이 이사회 내 권한 구조를 왜곡하는 방식으로 설계된 경우, 또는 경영권 분쟁이나 지배력 행사를 위한 수단으로 활용되는 경우에는 반대 권고의 사유가 될 수 있다고 명시하고 있다. 결국 ISS의 관점에서 이사회 규모 조정은 그 자체로 찬반의 대상이 되기보다, 해당 변경이 기업 전략·이사회 기능·지배구조의 실질적 개선과 어떻게 연계되는지에 따라 평가된다.

2) Glass Lewis

글래스 루이스는 획일적으로 적용 가능한 최적 이사회 규모는 존재하지 않는다는 입장을 전제로 하되, 이사회가 실질적으로 기능하기 위해서는 일정 수준 이상의 구성원이 필요하며 동시에 과도한 규모는 의사결정의 효율성과 책임성을 저해할 수 있다는 점을 분명히 하고 있다.

구체적으로 글래스 루이스는 이사회가 최소 5인 이상으로 구성되어야 다양한 관점에 기반한 의사결정이 가능하고 독립이사 중심의 핵심 위원회 구성이 원활히 이루어질 수 있다고 본다. 반대로 20인을 초과하는 대규모 이사회의 경우에는 의견 수렴과 합의 도출에 어려움이 발생하고, 결과적으로 신속하고 효과적인 의사결정이 저해될 가능성이 높다고 평가한다.

특히 글래스 루이스는 이사회 규모가 과도하게 커질 경우, 형식적으로는 다양한 의견이 존재하더라도 실제 논의 과정에서 발언 기회와 토론 시간이 제한되어 이사 개개인이 보유한 전문성과 경험이 충분히 활용되지 못할 위험이 있다고 지적한다. 아울러 이사 개인의 과도한 겸직 수준도 중요한 평가 요소로 보고 있다. 여러

¹ ISS, Korea Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations

이사회 직책을 과도하게 겸임한 이사의 경우 주주에 대한 책무를 충분히 이행하기 어렵고, 특히 위기 상황에서 회사에 실질적인 리스크를 초래할 수 있다는 점을 강조하면서, 이사회 규모와 함께 구성원의 시간 투입 가능성 및 역할 수행 여력까지 종합적으로 평가하고 있다. 다만 최근에는 의결권 자문시장의 변화²를 반영하여 case-by-case 접근을 강화하는 추세다.

2. 기관 투자자

1) 해외 기관 투자자

해외 주요 기관투자자들은 이사회 규모의 적정성을 평가할 때 단순한 인원 수보다, 해당 이사회가 기업의 전략적 방향과 사업 구조에 부합하도록 설계되어 있는지를 중점적으로 살펴보고 있다.

세계 최대 자산운용사인 BlackRock은 이사회 적정 규모를 판단할 때 기업 전략과의 정렬(Alignment)을 핵심 기준으로 제시하며, 이사회 규모가 과도하게 커질 경우 개별 이사의 실질적 관여도(Involvement)와 책임 의식이 저하될 수 있음을 지속적으로 강조한다. 이에 따라 정기적인 이사회 갱신(Board Refreshment)과 정예화된 이사회 구성을 통해 전략 실행과 감독 기능의 실효성을 확보할 것을 요구하고 있다.

미국 기관투자자협의회(CII) 역시 유사한 문제의식을 공유하고 있다. CII는 특별한 사유가 없는 한 이사회 인원을 5인 이상 15인 이하로 유지할 것을 권고하면서, 이사회 규모가 지나치게 크거나 작을 경우 모두 지배구조 기능에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 지적한다. 특히 기업이 정관에 이사회 인원 상한을 명확히 규정함으로써 이사회 구성에 대한 예측 가능성을 제공할 것을 중요하게 평가하고 있다.

유럽의 주요 자산운용사인 Comgest는 6~12인 규모의 이사회를 선호하는 것으로 알려져 있으며, 이사회 규모가 과도하게 확대될 경우 개별 이사의 책임 의식(Ownership)과 의사결정 참여도가 저하되어 감독 기능이 약화될 수 있다는 점을 경고³하고 있다.

결국 해외 기관투자자들은 이사회 규모 자체보다, 해당 규모가 기업의 전략적 방향과 어떻게 연결되어 있는지, 그리고 정관상 기준이 이사회 구성에 대한 예측 가능성을 제공하는지를 핵심 판단 기준으로 삼고 있다.

2) 국내 기관투자자

국내 최대 규모의 연기금 인 국민연금(NPS)은 '수탁자 책임 활동에 관한 지침'을 통해 이사회 구조의 적정성을 평가하고 있다. 이사회 내 위원회 활동을 제약할 만큼 이사 수가 지나치게 적거나, 반대로 개별 이사의 영향력을 무력화할 정도로 과도하게 많은 이사를 두는 안건에 대해 반대 의결권을 행사할 수 있도록 규정하고 있다⁴. 국민연금은 단순히 법적 최소 요건 충족 여부를 넘어, 이사회가 경영진으로부터 독립적으로 감독 기능을 수행할 수 있는 실질적인 규모와 구성을 갖추고 있는지를 중점적으로 검토한다.

국내 주요 기관투자자들은 스튜어드십 코드 도입 이후 이사회의 실질적 운영 능력을 더욱 면밀히 점검하고 있다. 한국기업지배구조원(2021)의 분석에 따르면, 2021년 주주총회 시즌에서 기관투자자들은 이사 선임

² 대신경제연구소, 의결권 자문사업의 발전과 주요 자본시장의 제도적 대응

³ COMGEST GROUP ACTIVE OWNERSHIP POLICY (Comgest group)

⁴ 국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침(시행일 2025.03), 10 페이지

안건에 대해 과거보다 훨씬 엄격한 기준을 적용하였으며, 이사회 규모의 적정성과 개별 이사의 전문성·독립성을 중요한 판단 근거로 활용하였다.

특히 개별 이사의 영향력을 희석할 정도로 과도하게 많은 이사를 두는 정관 변경안은 주주 가치 보호를 저해하는 요소로 평가되어 기관투자자의 반대 투표 대상이 될 가능성이 높다. 반대로 기업이 정관상 이사 수 상한을 명문화하고 이사회를 글로벌 표준에 부합하는 규모로 축소하는 것은, 비정상적인 지배구조를 청산하고 주주 가치 중심의 경영을 실천하겠다는 강력한 신호로 작용한다.

3. 주요 선진국 시장 동향

주요 선진국 시장은 과거의 대규모·내부자 중심 이사회 구조에서 벗어나, 독립성과 전문성을 갖춘 소수 정예 체제로 전환해 왔다. 이러한 변화는 기관투자자의 영향력 확대와 규제 환경의 진화 속에서 공통적으로 나타나는 구조적 흐름으로 이해되며, 국내 주요 기업들에게도 영향을 미친 것으로 보여진다.

미국 대형 상장사의 평균 이사 수는 현재 약 10.8명 수준으로, 1980년대 초반의 16명에 비해 크게 축소되었다. S&P Global(2024)의 분석에 따르면, 이러한 감소 추세는 지난 40년간 지속적으로 진행되어 왔으며, 특히 기업 규모가 작거나 효율성을 중시하는 기업일수록 9명 내외의 정예 체제를 선호하는 경향이 뚜렷하게 나타났다⁵.

미국 시장에서 이사회 슬림화가 지속된 배경에는 기관투자자들의 적극적인 스튜어드십 활동과 의결권 자문사들의 권고가 주요하게 작용하였다. 특히 2000년대 초반 Enron-WorldCom 등의 대형 회계 부정 사건을 계기로 도입된 사베인스-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act)은 이사회 독립성과 전문성 강화를 요구하였고, 이는 자연스럽게 소수의 전문가로 구성된 이사회 구조를 시장의 표준으로 정착시켰다.

일본 주요 상장사의 평균 이사 수는 10.4명 수준이다. 과거 일본 기업들은 다수의 내부이사 중심 체제로 운영되어 왔으나, 2014년 회사법 개정과 기업지배구조 코드(Corporate Governance Code) 도입 이후 이사회 구조가 빠르게 재편되었다⁶.

특히 주목할 점은, 외국인 지분율이 높은 기업일수록 이사회 개혁에 더욱 적극적이었으며 시장에서 가치 프리미엄을 확보하는 경향이 실증적으로 확인되었다는 사실이다. 이는 글로벌 투자자들이 일본 기업의 지배구조 개선을 장기 투자 결정의 핵심 요소로 고려하고 있음을 보여준다.

일본의 거버넌스 개혁 사례는 국내 기업에도 유효한 시사점을 제공한다. 1997년 금융위기 이후 내부자 중심의 폐쇄적 지배구조가 와해되면서 외국인 기관투자자들이 대거 유입되었고, 이들은 소규모 이사회와 사외이사 비중 확대를 강력히 요구하였다. 이에 대응하여 지배구조를 개선한 기업들은 시장에서 높은 평가를 받았으며, 이는 주가 상승으로 직접 연결되었다.

영국 주요 기업의 평균 이사 수는 10.2명으로, 글로벌 시장에서 가장 슬림한 이사회 구조를 유지하는 국가 중 하나이다⁷. 영국은 1992년 캐드버리 보고서(Cadbury Report) 이후 이사회 독립성과 효율성을 지속적으로 강조해 왔으며, 영국 기업지배구조 모범규준(UK Corporate Governance Code)은 이사회가 적정 규모를 유지하고 정기적으로 구성을 재평가할 것을 요구하고 있다.

⁵ 2024 이사회 트렌드 리포트 (삼일 PwC 거버넌스센터)

⁶ 기업소유권은 정말 중요한가?: 일본 기업지배구조에서 외국인 투자자의 역할 (Korea Journal Central)

⁷ 2024 이사회 트렌드 리포트 (삼일 PwC 거버넌스센터)

영국 기업들의 이사회 운영에서 두드러지는 특징은 '질적 우수성(Quality over Quantity)' 원칙을 철저히 견지한다는 점이다. 단순히 다양성 확보를 목적으로 이사 수를 늘리기보다는, 소수의 고도로 전문화된 이사진으로 구성하되 각 이사가 복수의 전문 영역을 커버할 수 있도록 선임하는 전략을 취하고 있다.

4. 국내 주요 기업의 이사회 구조

국내 주요 기업들 역시 이사회 정예화를 통해 의사결정 효율성을 확보하고 있다. 이들 기업은 이사회 규모를 10인 이하로 유지하면서도 각 이사의 전문성과 독립성을 극대화하여 효과적인 경영 감독 체계를 구축하고 있다. 특히 정기적인 이사회 평가(Board Evaluation)를 실시하여 이사회 운영의 실효성을 지속적으로 점검하는 기업이 증가하고 있다는 점은 주목할 만하다.

삼일PwC거버넌스센터(2024)의 「2024 이사회 트렌드 리포트」에 따르면, 국내 주요 상장사들은 최근 이사회의 '실질성'을 강화하는 방향으로 거버넌스 개혁을 추진하고 있으며, 이는 단순한 법적 요건 충족을 넘어 글로벌 투자자의 기대 수준을 충족하기 위한 전략적 선택으로 평가된다.

표1. 국내 주요기업 이사회 현황

기업명	이사회 상한	독립이사 비율	전체이사	독립이사
삼성전자	14	66.7%	9	6
SK하이닉스	10	55.6%	9	5
LG에너지솔루션	7	57.1%	7	4
삼성바이오로직스	10	57.1%	7	4
현대차	13	58.3%	12	7
HD현대중공업	7	60.0%	5	3
두산에너지빌리티	16	57.1%	7	4
한화에어로스페이스	7	55.6%	9	5
SK스퀘어	12	66.7%	6	4
셀트리온	15	66.7%	12	8
KOSPI200 평균	10.5	58.3%	7.2	4.2

출처: 대신경제연구소

III. 이사회 규모와 기업가치 간의 상관관계 이론적 배경 및 실증 분석

이사회 규모와 기업가치 간의 관계를 실증적으로 분석하기 위해서는 선행연구가 제시한 이론적 논거와 메커니즘에 대한 체계적 검토가 선행되어야 한다. 역 U자형 가설, 소규모 정예 이사회의 가치 제고 효과, 대리인 비용 절감 경로 등 주요 이론을 정리함으로써, 이후 실증 분석의 가설 설정과 변수 설계의 이론적 토대를 마련하고자 한다.

1. 이론적 배경

1) 역 U자형(Inverted U-shape) 가설

학계의 다수 실증 연구는 이사회 규모와 기업 성과 간에 단순한 선형 관계가 아닌 역 U자형의 비선형 관계가 존재함을 입증하고 있다. 이는 이사회 규모가 증가함에 따라 초기에는 다양한 전문 지식의 유입과 효과적인 감독 기능 강화로 기업 성과가 향상되지만, 특정 임계점을 초과하면 오히려 성과가 저하되는 구간에 진입함을 의미한다.

김용식·황국제(2010)의 연구에 따르면, 이사회 규모가 9명을 초과하는 구간에서는 규모 증가에 따라 내부회계관리 취약점이 보고될 확률이 유의미하게 높아지는 것으로 나타났다. 이는 이사회가 커질수록 감독·조정 기능이 더욱 효율적으로 작동할 것이라는 일반적 기대와 달리, 과도한 규모가 오히려 감독 기능 약화나 소통·관리 비용 증가로 이어질 수 있음을 시사한다⁸.

이사 수가 일정 규모를 초과할 경우 구성원 간 의사소통 비용과 조정의 비효율성이 급격히 증가하며, 개별 이사가 의사결정 책임을 회피하는 '무임승차(Free-rider)' 문제가 발생하여 전체적인 감시 기능이 약화된다. 이철수·김현아(2012)의 연구는 경영자 참호가설(Managerial Entrenchment)이 이사회 규모가 클수록 더 강하게 나타남을 확인하였다. 비대한 이사회가 경영진에 대한 효과적인 견제 장치로 기능하지 못하고 오히려 경영자의 자율성을 과도하게 보장하는 역기능을 수행할 수 있다는 것이다⁹.

2) 소규모 정예 이사회의 시장 가치 제고 효과

Yermack(1996)¹⁰ 과 Eisenberg et al.(1998)¹¹ 등의 선구적 연구는 이사회 규모가 작을수록 기업의 시장가치(Tobin's Q)가 유의미하게 높게 평가됨을 실증하였다. 소규모 이사회는 정보 공유 단계가 단축되고 합의 도출 과정이 간소화되어, 급변하는 경영 환경에 기민하게 대응할 수 있다. 이는 시장에서 긍정적으로 평가되어 가치 프리미엄으로 반영된다¹².

보상위원회나 감사위원회 등 이사회 내 소위원회 운영 시에도, 소수의 정예 인원이 집중적으로 논의할 때 경영진에 대한 실질적인 모니터링 강도가 높아진다. 경영 성과 부진 시 경영진을 교체하는 결단력 역시 대규모 이사회보다 우수한 것으로 확인되었다¹³. 더불어 이사회 구성원 간 커뮤니케이션 경로는 구성원 수의

⁸ 내부회계관리제도와 기업지배구조: 주식소유구조와 이사회 특성 중심으로 (김용식, 황국제, 2010)

⁹ 경영권 방어수단 도입이 기업가치에 미치는 영향 (이철수, 김현아, 2012.2)

¹⁰ D. Yermack, Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, Journal of financial economics, 40(2), (1996)

¹¹ T. Eisenberg, Sundgren S, and Wells M T., "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", Journal of financial economics, 48(1), (1998)

¹² Jensen(1993), Alexander(1993)

¹³ 2021 주주총회 리뷰(1) 주주제안과 기업의 대응 사례 분석 (한국기업지배구조원, 2021.5.7)

제곱에 비례하여 증가한다. 따라서 이사회 규모가 축소될수록 정보 전달의 정확성이 향상되고 전략적 논의의 깊이가 심화되는 효과가 발생한다.

3) 대리인 비용 절감을 통한 기업가치 제고 경로

박영석(2005)의 연구는 기업지배구조 개선이 두 가지 주요 경로를 통해 기업가치를 높이는 메커니즘을 제시한다¹⁴. 첫째, 정예화된 이사의 철저한 모니터링은 경영진의 사적 이익 추구 행위인 '터널링(Tunneling)'을 효과적으로 억제한다. 이는 직접적인 대리인 비용을 감소시키고 자산의 효율적 활용을 통해 기업의 실질적인 현금흐름을 증대시킨다¹⁵. 둘째, 건전하고 효율적인 이사회 구조는 기업의 투명성을 강화하여 정보 비대칭을 완화하고, 이는 채무불이행 가능성에 대한 시장의 우려를 낮춰 신용 스프레드 하락 및 자본비용 감소로 이어진다¹⁶.

박영석 외(2012)의 후속 연구는 효율적인 이사회 구조가 투자 효율성을 제고하고 과잉투자 및 과소투자 문제를 완화함으로써 장기적 기업가치 증대에 기여함을 추가로 확인하였다.

¹⁴ 모니터링 효과와 기업지배구조펀드 종목선정에 관하여 (박영석 서강대학교 경영학부 교수, 이재현 서강대학교 대학원 경영학과 박사과정)

¹⁵ 기업지배구조와 기업가치: 투자 효율성과 대리인 비용을 중심으로 (박영석 서강대 교수, 김남곤 KT)

¹⁶ 모니터링 효과와 기업지배구조펀드 종목선정에 관하여 (박영석 서강대학교 경영학부 교수, 이재현 서강대학교 대학원 경영학과 박사과정)

표2. 이사회 규모 관련 국내외 주요 논문

저자(연도)	국가 / 분석대상	주요 내용
D. Jenter 외 2 (2023)	- 독일 - 종업원 5,000명 이상 15,000명 이하 104개 기업 패널 분석 (1987~2016년)	- 국내 종업원 수가 10,000명을 초과하는 기업은 법적 규제에 의해 이사회 규모가 12인 이상으로 급격히 상승함 - 종업원 수 10,000명을 기점으로 ROA와 Tobin's Q가 각각 2~3%p 및 0.20 하락함 - 거대한 이사의 저조한 성과는 일시적이지 않고 지속적으로 나타남
P.Chatjuthamard 외 1 (2023)	- 영국 - 기업 실적 컨퍼런스콜에서 기업 혁신 문화에 관한 데이터 추출	- 컴퓨터 알고리즘으로 생성된 기업 문화 데이터 활용 - 규모가 큰 이사회가 혁신 문화를 더 효과적으로 촉진시킴 - 대규모 이사회는 기업에 자원, 전문성 및 역량을 제공하여 기업이 혁신 문화를 발전시킬 수 있도록 함
C.C. Yan 외 2 (2021)	- 미국 - S&P 500 내 372개 기업 (2013~2017년, 금융사 및 중국, 아프리카 소재 기업 제외)	- 이사회 규모는 기업의 Tobin's Q와 역의 상관관계를 가짐 - 이사회 구성원 수가 홀수인 경우가 짝수인 경우보다 더 효과적임 - 대리인 문제(Agency problem)에 입각하여, 작은 규모의 이사회가 특성 수준에서 더 우수한 의사결정 효율성을 가질 수 있음
Y. Ning 외 2 (2010)	- 미국 1988~1999년 미국 상장 기업 중 473개 무작위 추출	- 경제진화론적 관점에서 효율적인 이사회 규모 탐색 - 이사회 규모는 중앙값 9명, 대부분의 기업이 8~11명으로 나타남 - 소규모(7명 이하) 이사회는 규모를 늘리고, 대규모(12명 이상) 이사회는 규모를 축소하는 경향이 있음
D. Yermack (1996)	- 미국 1984~1991년 미국 452개 대형 제조 기업 회귀 분석	- 이사회 규모와 기업 가치(Tobin's Q) 사이의 역의 상관관계가 존재함 - 이러한 경향은 이사회 규모가 7명을 초과할 때 꾸준히 나타남 - 수익성 및 운영 효율성과 관련된 재무 비율 역시 이사회 규모가 커짐에 따라 하락함
M.C. Jensen (1993)	- 미국 - 이론적 연구	- 이사회 규모를 작게 유지하는 것이 성과를 향상시키는 데 도움을 줄 수 있음 - 이사회 규모가 7~8인을 넘어가면 이사회가 덜 효과적으로 작동할 가능성이 있음

출처: 대신경제연구소

2. 실증 분석

본 장에서는 이론적 논의를 실증적으로 검증하기 위해 국내 상장기업 데이터를 활용하여 이사회 규모가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 특히 선행연구들이 일관되게 제시한 역 U자형 관계의 존재 여부를 확인하는 데 초점을 두었다.

1) 연구 가설

[가설1] 이사회 규모는 기업가치에 유의미한 영향을 미친다.

[가설2] 이사회 규모와 기업가치 간의 관계는 선형적이지 않으며, 일정 수준까지는 이사회 규모의 증가가 기업가치를 제고하나 특정 임계점을 초과할 경우 오히려 감소하는 역 U자형(Inverted U-shaped) 관계를 보일 것이다.

2) 연구 모형

이사회 규모가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 패널자료를 활용한 고정효과 모형을 설정하였다. 기업가치는 다차원적으로 측정하기 위해 시장가치(Tobin's Q), 기업의 질적 성장(ROA), 양적 성장(총자산증가율)의 세 가지 지표로 구분하였다. 핵심 설명변수인 이사회 규모는 각 기업의 연도별 등기임원 수로 정의하였으며, 이를 통해 기업 간 횡단적 차이가 아닌 동일 기업 내에서 발생하는 이사회 규모의 변화가 성과에 미치는 영향을 식별하도록 설계하였다.

회귀모형에는 이사회 규모 외에도 부채비율, 총자산 및 총부채, 매출액 증가율, 무형자산 구성비율 등을 통제변수로 포함하였다. 기업 고정효과(Firm fixed-effects)를 산입하여 산업적 속성·기업문화·장기 경영전략 등 기업별로 관측되지 않으나 시간에 따라 불변하는 특성을 통제하였으며, 연도 고정효과(Year fixed-effects)를 추가하여 거시경제 환경 변화와 제도적 개편 등 모든 기업에 공통적으로 작용하는 시계열적 충격을 통제하였다. 이러한 다중 고정효과 모형 구축은 누락변수 편의(Omitted variable bias) 발생 가능성을 최소화하고 인과관계를 보다 정교하게 식별하기 위함이다. 분석 결과의 강건성(Robustness) 검증을 위해 산업별 패널 자료를 활용한 대안적 회귀분석도 병행하였다.

3. 개별 팩터 실증분석

1) 이사회 규모와 기업의 시장가치(Tobin's Q)

분석 결과, 이사회 규모가 증가함에 따라 Tobin's Q로 대리되는 기업의 시장가치는 전반적으로 상승하는 것으로 나타났다. 이는 이사회 규모 확대가 경영진에 대한 감시 기능을 강화하고 다양한 전문성과 경험이 의사결정 과정에 반영됨으로써 시장가치 제고에 기여함을 시사한다. 그러나 이사회가 일정 규모를 초과하면 시장가치 상승세는 지속되지 않고 변동성을 나타냈다. 이사회 규모의 공급항을 포함한 비선형 모형을 추가 추정한 결과, 이사회 규모와 기업가치 간의 관계는 역 U자형(Inverted U-shaped) 구조를 갖는 것으로 확인되었다. 구체적으로, 이사회 규모가 증가함에 따라 기업의 시장가치는 일정 수준까지 상승하다가 특정 임계점을 초과한 이후부터는 정체하고, 이후 오히려 감소하는 경향을 보였다.

2) 이사회 규모와 ROA

이사회 규모가 기업의 질적 성장에 미치는 영향을 분석한 결과, 이사회 규모가 증가할수록 초반에는 ROA가 상승하나 일정 수준을 넘어서면 유의하게 감소하는 결과가 관측되었다. 이사회가 과도하게 커질 경우 의사결정 과정의 복잡성 증가, 조정 비용 확대, 책임 분산 등의 문제가 발생하여 경영 효율성이 저하되고, 이러한 비효율성이 자산 수익성 하락으로 이어지는 것으로 해석된다.

3) 이사회 규모와 총자산성장률

이사회 규모와 기업의 양적 성장 간의 관계를 분석한 결과에서도 유사한 패턴이 확인되었다. 이사회 규모 증가에 따라 총자산성장률은 일정 수준까지 지속적인 증가세를 보이나, 일정 임계 규모를 초과하면 양적 성장 지표 역시 유의하게 감소하는 것으로 나타났다.

4. 이사회 규모와 기업가치 간의 관계 종합

기업가치를 시장가치, 질적 성장, 양적 성장의 세 가지 측면에서 분해하여 분석한 결과, 각 모형은 이사회 규모의 효과에 대해 상이하면서도 상호 보완적인 함의를 도출하였다. 세부 지표별로 영향이 나타나는 시점에 일부 차이는 존재하나, 임계 수준을 초과할 경우 기업가치를 구성하는 세 가지 차원 모두에서 하향 곡선을 그리는 경향이 일관되게 관측되었다.

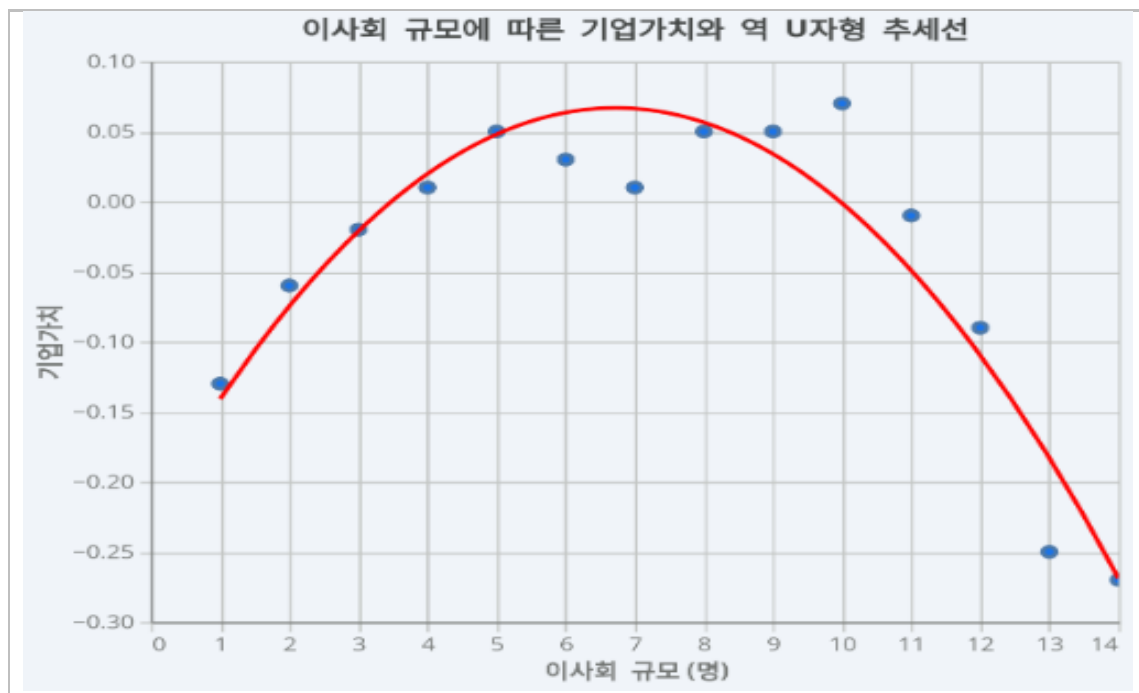
통계적으로도 이사회 규모와 기업가치 간의 역 U자형 관계가 입증되었다. 이는 이사회 규모의 양적 팽창이 기업가치 제고에 반드시 긍정적으로 작용하지는 않으며, 과도한 이사회 규모가 의사결정 체계의 비효율성과 조정 비용 상승, 책임 소재의 분산 문제를 야기할 수 있음을 시사한다. 이러한 결과는 이사회가 비대해질 경우 내부 의사결정 속도가 저하되고 개별 이사의 실질적 기여도가 낮아지며 집단적 무임승차 문제가 심화될 수 있다는 기존의 학술적 논의(Jensen, 1993; Yermack, 1996)를 뒷받침하는 실증적 근거로 해석된다.

표3. 이사회 규모별 개별 기업가치 인자

이사회 규모	ROA(%)	Tobin's Q	총자산증가율(%)
1	1.79	1.19	5.27
2	2.18	1.39	8.96
3	2.71	1.43	12
4	2.82	1.5	13.68
5	2.49	1.66	17.72
6	1.67	1.67	16.91
7	1.3	1.71	14.87
8	1.23	1.83	18.02
9	1.12	1.83	17.49
10	1.03	1.87	20.31
11	-1.92	1.88	20.44
12	-2.27	1.38	23.36
13	-3.87	1.5	-1.26
14	-5.08	1.41	4.52

출처: 대신경제연구소

그림1. 이사회 규모와 기업가치



출처: 대신경제연구소

IV. 이사회 구조개편 국내외 사례 분석

이사회 규모의 확대와 정상화는 단순한 형식적 변화가 아니라 기업가치와 직결되는 전략적 이슈다. 경영권 분쟁, 행동주의 투자자 참여, 대형 M&A 등으로 인해 이사회 규모가 일시적으로 확대되는 경우가 있으나, 이후 적정 규모로 환원하는 과정에서 기업의 지배구조 역량이 시험대에 오른다. 본 장에서는 신한금융지주를 비롯한 국내 사례와 독일-미국-일본 주요 기업들의 구조 개편 경험을 통해, 이사회 정상화의 조건과 시장의 평가를 비교·분석한다.

1. 국내 기업의 이사회 정상화 사례: 신한금융지주

신한금융지주는 국내 지주사 중 글로벌 투자자의 기준을 적극적으로 반영한 대표적 사례이다. 2018년 12명이었던 이사회 규모가 사모펀드(PEF) 등 외부 이해관계자 수용을 위해 2022년 14명까지 증가하였으나, 2023년 정기 주주총회를 통해 다시 11명으로 축소하며 효율 중심의 이사회 구조로 복귀하였다¹⁷.

이러한 변화는 외부 투자자들과의 경영 참여가 종료되는 시점에 맞춰 단행된 것으로, 일시적으로 확대된 이사회를 적정 규모로 환원함으로써 의사결정 효율성을 회복하고자 한 전략적 선택이었다. 신한금융지주의 사례는 특정 시점의 필요에 의해 이사회가 확대되더라도 그 필요성이 소멸된 이후에는 신속하게 정상화해야 함을 보여주는 모범 사례로 평가된다.

2. 글로벌 기업의 구조 개편 사례

1) 독일 기업의 지배구조 전환: Allianz, BASF, Porsche

독일의 주요 기업들은 노동자와 주주가 동수로 참여하는 공동결정제도(Codetermination)의 영향으로 감사회(Supervisory Board) 규모가 20명을 초과하는 비대한 구조를 유지해 왔다. 그러나 Allianz-BASF-Porsche와 같은 글로벌 선도 기업들은 유럽 주식회사(Societas Europaea, SE) 형태로 지배구조를 전환하면서 과거 20인이 넘는 감사회를 최소 12명 수준으로 대폭 축소하여 의사결정의 기동성을 확보하였다.

지배구조 슬림화 이후 이들 기업은 글로벌 시장에서의 경쟁력이 크게 향상되었으며, 특히 신속한 전략적 의사결정이 요구되는 M&A·사업 구조조정·신시장 진출 등의 국면에서 탁월한 대응 능력을 발휘하였다. 비대한 이사회가 글로벌 시장의 급격한 환경 변화에 대응하는 데 걸림돌이 된다는 판단 하에 경영권이 안정된 시점에 단행한 전략적 슬림화의 대표적 사례로 평가되며¹⁸, 제도적 유산이 현재의 경쟁 환경에 부적합하다고 판단될 경우 과감한 구조 개혁을 통해 글로벌 표준에 부합하는 지배구조를 구축해야 함을 보여준다.

2) 미국 기업의 장기적 정예화 추세: S&P 500

미국 대기업들은 1980년대 초반 평균 16명에 달하던 이사 수를 최근 10.8~12명 수준으로 지속적으로 축소해 왔다. 이러한 추세는 특정 시점의 일시적 현상이 아니라, 지난 40년간 이어져 온 구조적 변화로 이해되어야 한다.

Procter & Gamble이나 General Electric의 경우 Triun Fund와 같은 행동주의 투자자와의 위임장 대결(Proxy Fight) 과정에서 이사회 의석을 제공하며 일시적인 구성 변화를 겪었다. 그러나 이후 기업들은

운영 효율성 증대와 주가 가치 제고를 위해 이사회 규모를 재최적화하고 전문성 중심의 정예 구성으로 재편하는 과정을 거쳤다. 행동주의 투자자들이 요구하는 것은 단순한 이사회 의석 확보가 아니라 실질적인 기업가치 제고이며, 따라서 초기 갈등 이후에는 대부분의 기업이 효율적인 이사회 구조로 재편하는 경향을 보인다¹⁹.

3) 일본의 거버넌스 혁신

일본은 과거 내부 인사가 장악한 비대하고 형식적인 이사회 구조를 가지고 있었으나, 1997년 아시아 금융위기 이후 내부자 중심의 폐쇄적 지배구조가 와해되면서 외국인 기관투자자들이 대거 유입되었다. 이들은 소규모 이사회와 사외이사 비중 확대를 강력히 요구하였으며, 2014년 회사법 개정과 기업지배구조 코드 도입은 이러한 요구를 제도화한 것이었다.

일본 주요 상장사(Nikkei 225)의 이사회 규모는 현재 평균 10.4명 수준으로 슬림화되었으며, 외국인 지분율이 높을수록 이사회 개혁에 앞장선 기업에 시장이 높은 가치를 부여한다는 점이 실증적으로 확인되었다²⁰. 글로벌 투자자들이 지배구조 개선을 단순한 형식적 요건이 아닌 경영 효율성과 주주 가치 제고를 위한 실질적 변화로 평가한다는 점에서, 이사회 정예화는 국내 투자자뿐 아니라 해외 기관투자자의 신뢰를 확보하는 핵심 전략이 될 수 있다.

3. 소결

국내외 사례를 종합적으로 분석한 결과, 다음과 같은 공통된 패턴을 확인할 수 있다.

경영권 분쟁, 대형 M&A, 외부 투자자 참여 등 특수한 상황에서는 이해관계 조율을 위해 이사회 규모가 일시적으로 증가하는 경향이 있다. 그러나 위기 이후 기업가치를 지속적으로 높인 기업들은 예외 없이 이사회를 10명 내외의 정예 체제로 환원시켰다. 일시적 필요에 의한 구조 변화를 영구화하지 않고 정상적인 운영 체제로 복귀하는 것이 장기적 기업가치에 유리함을 보여주는 것이다.

국가와 산업을 막론하고 선도 기업들의 이사회 규모는 대체로 7~12명 범위 내에서 수렴하는 경향을 보인다. 이는 이 범위가 경영 감독과 의사결정 효율성의 균형을 최적화하는 '스위트 스팟(Sweet Spot)'임을 시사한다. 이사회 정예화를 단행한 기업들은 시장으로부터 긍정적인 평가를 받았으며, 이는 주가 상승과 밸류에이션 개선으로 직접 연결되었다.

¹⁷ <https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=202403071434039040104039>

¹⁸ The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class (John Armour, Luca Enriques, Henry Hansmann, Reinier Kraakman, 2017.01)

¹⁹ 최근 행동주의 투자자들의 활동 사례와 시사점 (박종석, LG 경제연구원, 2018.11.02)

²⁰ 기업소유권은 정말 중요한가? 일본 기업지배구조에서 외국인 투자자의 역할 (Korea Journal Central)

V. 이사회 규모 최적화를 통한 거버넌스 실질화 방안

본 보고서는 국내 상장기업을 중심으로 이사회 규모의 적정성과 기업 성과 간의 관계를 검토한 결과, 이사회가 일정 규모를 초과할 경우 의사결정 지연·책임 분산·토론의 형식화 등 비효율이 발생할 가능성이 높음을 확인하였다. 특히 최근 주요 기업 사례에서 나타난 이사회 정원 조정 논의는 단순한 인원 감축을 넘어 이사회 운영의 질적 전환 필요성을 시사한다.

이러한 분석 결과를 토대로 다음과 같은 시사점을 제시한다.

첫째, 이사회 규모의 전략적 합리화와 구성의 내실화를 병행해야 한다. 이사회 규모는 전략적 의사결정이 가능한 수준으로 합리화하되, 사외이사의 전문성과 독립성을 중심으로 구성의 내실화를 함께 추진해야 한다. 단순한 정원 축소가 아닌 '정예화'를 통해 토론의 밀도와 이사 개인의 책임성을 제고하는 것이 핵심이다.

둘째, 규모 축소 이후 이사회 기능의 실질성을 강화해야 한다. 위원회 구조 재정비, 성과평가 체계 고도화, 교육 및 정보제공 체계 강화 등을 통해 이사회가 형식적 승인기구에 머무르지 않고 전략·리스크·내부통제에 대한 실질적 감독기구로 작동하도록 운영 프로세스를 개선해야 한다.

셋째, 이사회 구조 개편의 취지와 기대효과를 시장과 적극적으로 소통해야 한다. 정관 변경 사유, 이사회 운영 개선 계획, 중장기 거버넌스 로드맵 등을 투명하게 공시함으로써, 이번 변화가 단기적 비용 절감이 아닌 장기적 기업가치 제고 전략임을 시장에 명확히 전달해야 한다.

결론적으로, 이사회 규모의 합리화는 그 자체가 목적이 아니라 이사회 기능의 실질화와 책임성 강화를 위한 출발점이다. 기업들은 규모 축소와 함께 운영 내실화 및 시장과의 소통 전략을 병행함으로써, 지배구조 선진화와 주주가치 제고라는 궁극적 목표를 달성해야 할 것이다.

참고문헌

- Alexander, G. (1993). On the nature of the reputational penalty for corporate crime: Evidence. *Journal of Law and Economics*, 36(1), 489-526.
- Armour, J., Enriques, L., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2017). The basic governance structure: The interests of shareholders as a class. In *The anatomy of corporate law* (3rd ed.). Oxford University Press.
- BlackRock. (n.d.). Proxy voting guidelines for Benchmark Policies - Southeast Asia, South Korea and Taiwan securities.
- Comgest Group. (n.d.). Comgest Group active ownership policy.
- Council of Institutional Investors (CII). (n.d.). Corporate governance policies.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
- Glass Lewis. (2024). 2024 Benchmark policy guidelines.
- ISS (Institutional Shareholder Services). (n.d.). Korea voting guidelines.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Korea Journal Central. (n.d.). 기업소유권은 정말 중요한가?: 일본 기업지배구조에서 외국인 투자자의 역할.
- Liu, Y., & Wang, Y. (2013). Performance of mergers and acquisitions under corporate governance perspective. *Journal of Applied Business Research*, 29(6), 1807-1818.
- S&P Global. (2024). Unlocking insights: The European and Asian corporate governance season review 2024.
- Spencer Stuart. (2023). Japan board index 2023.
- Weil, Gotshal. (n.d.). Alert SEC disclosure and corporate governance.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- 국민연금기금. (2025). 수탁자 책임 활동에 관한 지침.
- 김용식, 황국제. (2010). 내부회계관리제도와 기업지배구조: 주식소유구조와 이사회 특성 중심으로. *회계저널*, 19(4), 287-320.
- 박영석. (2005). 기업지배구조 개선이 기업가치 증가에 미치는 영향과 경로에 관한 연구. 서강대학교 경영대학.
- 박영석, 김남근. (n.d.). 기업지배구조와 기업가치: 투자 효율성과 대리인 비용을 중심으로. 서강대학교.
- 박영석, 이재현. (n.d.). 모니터링 효과와 기업지배구조펀드 종목선정에 관하여. 서강대학교.
- 박영석 외. (2012). 소유집중과 지배구조가 기업가치에 주는 영향. *재무관리연구*, 29(3), 69-106.
- 박종석. (2018). 최근 행동주의 투자자들의 활동 사례와 시사점. LG경제연구원.
- 삼일PwC거버넌스센터. (2023). 2023 이사회 트렌드 리포트.
- 삼일PwC거버넌스센터. (2024). 2024 이사회 트렌드 리포트.
- 이철수, 김현아. (2012). 경영권 방어수단 도입이 기업가치에 미치는 영향. *재무관리연구*, 29(1), 1-35.
- 최정호 외. (n.d.). 이사회 특성과 투자효율성. 한국회계학회.
- 한국기업지배구조원. (2021). 2021 주주총회 리뷰(1) 주주제안과 기업의 대응 사례 분석.

Compliance Notice

본 보고서는 신뢰할 만한 자료와 정보를 사용하여 작성한 보고서로 단순 참고용으로 제공됩니다. 본 보고서의 내용은 특정한 투자상담, 권유, 또는 광고를 포함하고 있지 않으며 당 연구소는 본 보고서에서 제공된 분석, 전망을 포함한 모든 내용에 관하여 그 정확성 또는 예측의 실현여부 등을 보장하지 않습니다. 누구든지 본 보고서를 분쟁 등에서 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용할 수 없으며, 당 연구소의 동의 없이 이의 내용을 무단으로 복제/전송/인용/배포하는 행위를 금지합니다.

