# 관료 출신 사외이사는 기업에 기여하는가? 금융회사 사외이사를 중심으로

Effects of former bureaucrats as outside directors on firm performance and value: Evidence from financial firms in the Korean market

이창민 (한양대학교)*
정준영 (중앙대학교)**

**개요**: 본 연구는 금융회사에서 정부관료 및 금융공기업 출신 사외이사가 기업의 단기성과 및 장기 가치에 미치는 영향에 초점을 맞추어 실증분석을 실시하였다. 분석결과에 따르면 소위 "낙하산 인사"로 간주될 수 있는 정부관료 및 금융공기업 출신을 사외이사로 포함한 기업의 경우 기업의 성과 및 가치를 나타내는 지표인 자기자본수익률, 총자산수익률과 Tobin's Q가 비교 대상 기업에 비해 특별히 더 높지 않은 것으로 나타났다. 아울러 기업별 상이한 특성을 반영해 사외이사의 경영진 감시기능이 더욱 중요할 수 있는 기업과 그렇지 않은 기업에서 사외이사의 특성이 기업의 성과 및 가치에 어떻게 다른 영향을 미치는지 분석한 결과, 정작 사외이사의 감시기능이 더욱 중요할 수 있는 연구개발 지출이 많은 기업, 최대주주 및 특수관계자가 존재하는 기업, 불확실성이 높은 기업에서 일부 경우를 제외하고 대부분 유의미한 결과를 얻지 못했다. 이는 사외이사의 독립성이 큰 기업의 성과나 가치가 상대적으로 높음을 보여준 선행연구들과 비교되는 결과이다. 이러한 본 연구의 결과들을 종합해보면, 국내 금융회사에서 사외이사의 역할에 대해 전반적인 의문을 제기하게 된다. 특히, 소위 낙하산 인사로 분류될 수 있는 사외이사를 포함한 기업들이 특별히 더 나은 기업 성과나 가치를 보여주지 못하고 있는 점에 주목하면서 보다 독립적인 감시 및 자문역할을 기업에 제공할 수 있는 사외이사 선임이 필요해보이며 더 나아가 사외이사제도의 총체적인 개선도 병행되어야 할 것으로 판단된다.

* Business School, Hanyang University, 222 Wangsimni-ro, Seongdong-gu, Seoul, Korea 04763

** (교신저자) School of Business Administration, College of Business and Economics, Chung-Ang University, 84 Heukseok-ro, Dongjak-gu, Seoul, Korea 06974

# Ⅰ. 서론

현대 기업의 복잡하고 고도화된 지배구조 체계 하에서 사외이사의 역할은 경영진의 대리인 비용(agency cost)을 줄일 수 있는 핵심 기제로서 점점 중요시 되고 있다. 이사회에서 사내이사는 경영진이기 때문에 이러한 경영진의 감시를 위해서는 독립적인 사외이사의 역할이 중요하기 때문이다.[1] 우리나라의 경우에도 1997년 외환위기를 겪은 이후 기업지배구조의 중요성 및 이사회의 역할 개선에 관심을 기울이기 시작했다. 1998년에 유가증권 상장법인의 경우 사외이사의 선임을 의무화하는 규정을 정부가 처음으로 제정하였고, 이후 각종 법적 장치를 통해 이사회의 기능과 사외이사의 역할을 견고히 하는 방향으로 제도를 정비해 왔다.

그러나 사외이사와 관련된 제도가 시행된 지 20여 년이 지난 현 시점에서, 사외이사가 이사회 내에서 지배주주와 경영진을 효과적으로 감시하며 경영 투명성과 기업가치 제고를 위해 실질적인 역할을 하고 있는지에 대해서는 의심의 여지가 많다. 심지어 일각에서는 사외이사가 높은 보수만 챙기고 오히려 경영 효율성을 저해하며 사외이사제도 자체가 허울뿐이라며 우려의 목소리를 내고 있다. 특히 국내의 경우 권력기관 출신의 사외이사의 역할에 대한 논란이 많았다. 소위 관피아(관료+마피아)라 불리는 행태는 권력기관 출신이 퇴직 후 대기업에 취업해 현직 공무원들과 관계를 맺는 것을 통칭한다. 전관예우라는 명분, 즉 현직관료들이 전직관료들을 챙기는 관례를 통해 대기업들은 권력기관 출신을 일종의 보험의 역할로 선임하는 것이다. 관료 출신 사외이사들의 풍부한 인맥은 규제 정책입안에 영향을 끼칠 수 있을 뿐만 아니라 방패막이 역할을 할 수 있다는 것이다.

이러한 문제인식은 실제로 전직관료가 사외이사로 빈번하게 선임이 되고 있는 국내 사례들에서 출발한다. Linck et al.(2009)에 따르면 미국 상장기업 사외이사들의 직업 구성은 66%가 전현직 경영인, 금융전문가 13%, 법률전문가가 10%, 그리고 교수가 5%정도 인 것으로 나타났다. 기업경영과 직결된 이사회이기 때문에 경영 지식이 풍부한 전현직 경영인이 사외이사의 절대다수를 점하고 있는 것이다. 반면에, 국내기업의 경우 다른 메커니즘이 작동하고 있다는 의견이 지배적이다. 일례로 재벌닷컴(http://www.chaebul.com/)의 분석에 따르면 2017년 10대 그룹 소속 상장사들의 사외이사 절반 정도가 교수 출신으로 채워졌다. 10대 그룹 소속 상장사들의 신임·재선임 사외이사는 총 126명인데, 이 중 57명이 교수 출신이다. 전체의 45.2%에 달한다. 그리고 권력기관(기획재정부, 국세청, 공정거래위원회, 금융위·금감원, 판·검사 등) 출신 사외이사는 33명으로 26.2%이다. 지난해와 비교하면 교수 출신은

1) "국내는 상법 제 382조 3항에 사외이사의 규정 및 결격사유가 명시되어 있다. 회사의 상무에 종사하는 이사 및 피용자 또는 최근 2년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·감사 및 피용자, 최대주주가 자연인인 경우 본인과 그 배우자 및 직계 존속·비속, 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 이사·감사 및 피용자, 이사·감사의 배우자 및 직계 존속·비속, 회사의 모회사 또는 자회사의 이사·감사 및 피용자, 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인의 이사·감사 및 피용자, 회사의 이사 및 피용자가 이사로 있는 다른 회사의 이사·감사 및 피용자 등은 사외이사가 될 수 없다." 최한수·이창민·석우남(2017) 42 페이지 참조

11.4%포인트 올랐고 권력기관 출신은 4.6%포인트 하락하긴 했지만 전직관료를 찾아보기 힘든 미국의 경우와 차이가 많이 난다.

특히나 사외이사의 독립성이 더 엄격해야 할 금융회사에서 전직관료들을 사외이사로 선임하는 경우가 제법 엿보인다. 예를 들면, 삼성생명의 경우 2012, 2013, 2014년도에 전직 차관급 이상 고위관료를 사외이사로 2명씩 선임하였고 2014년의 경우에는 사외이사의 과반수를 차지하였다. 면면을 살펴보면 박봉흠 전 기획예산처 장관, 김정관 전 지식경제부 제 2차관 등 경제부처로 집중되어 있다. 한화손해보험의 경우 2011년, 2012년 2명씩 선임하였는데 사외이사의 과반수로, 오지철 전 문화관광부 차관, 조건호 전 과학기술부 차관 등이다. 동양생명의 경우 2011년에 김호식 전 해양수산부 장관, 엄낙용 전 재정경제부 차관 등 2명을 사외이사로 선임하였다. 중앙부처가 아닌 금융공기업까지 범위를 넓혀보면 다음과 같은 경우가 있다. 농협손해보험의 경우 2013년에 전체 사외이사 4명 중 3명을 중앙행정부처 및 금융공기업 출신으로 선임하였다. 정채웅 전 금융감독위원회 기획행정실장, 제정무 전 금융감독원 부원장보, 김병화 전 한국은행 부총재보 등이다. 하나은행은 2011년에 중앙행정부처 및 금융공기업 출신을 4명 사외이사로 선임하였다. 김영섭 전 경제수석비서관, 하용이 전 한국은행 홍콩사무소장, 김진호 전 수출입은행 수석부행장, 김영기 전 한국은행 제주지점장 등이다.

본 연구는 이와 같은 문제인식에 기반하여 금융회사의 사외이사 특성을 보다 면밀히 파악하고 이러한 특성이 기업의 성과 및 가치에 미치는 영향을 분석한다. 특히 주요 관심은 권력기관 출신을 포함한 사외이사 집단의 영향이다. 고위 관료 및 유관 금융공기업 출신 사외이사는 대표적인 규제산업으로 불리는 금융회사의 성과에 긍정적인 영향과 부정적인 영향을 동시에 미칠 가능성이 있다. 우선 긍정적인 부분으로는 기본적으로 대정부 로비(lobby)로 인해 창출되는 규제 감소 등의 가치창출이다. 또한 한국사회 관료의 선발 단계와 재임 중 경쟁 정도를 고려할 때 관료출신 사외이사들의 기본적 능력이 우수할 가능성이 있다. 재임 중 다양한 정책 업무의 수행을 통해 관련 분야의 전문성이 충분히 습득되었을 가능성 역시 긍정적인 부분이다. 그러나 기존 경영진과의 이해관계가 일치할 가능성, 대정부 로비의 역할에만 한정되어 주주의 이해를 대변하고 경영진을 견제하는 역할에 소홀할 가능성도 분명히 존재한다.

관련하여 이사회에 관한 연구 동향 역시 이사회의 단순 독립성 정도, 즉 전체 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율에 대한 분석을 넘어 좀 더 구체적이고 실질적인 분석으로 나아가고 있다. 대표적인 것이 Fracassi and Tate(2012)이다. 그들은 이사진과 CEO의 실질적 관계를 측정하기 위해 4가지 기준(동일 조직에서 일한 적이 있는지, 학연이 있는 지 등)을 세우고 그것을 통해 관계의 친밀함 여부를 수치화하였다. 결론적으로, 이사진들이 CEO와 관계가 친밀할수록 기업 가치나 의사결정에 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이와 유사한 국내연구로는 김상훈·김양민(2008), 최한수·이창민·석우남(2017) 등이 있다. 김상훈·김양민(2008)은 CEO와

사외이사 간 연령 및 학력 관계가 상이할수록 기업 성과가 높게 나타남을 보였다. 최한수·이창민·석우남(2017)은 국내 대기업의 사외이사를 대상으로 5개의 기준 하에 사외이사의 실질적 독립성을 측정하였고, 이것이 기업의 가치와 양의 상관관계를 가짐을 보였다.

더 나아가 최근에는 주로 기업수준에서 이사회의 커넥션(Connection)에 대한 연구가 활발히 진행 중이다. 미국의 경우, 전직관료 보다는 정치적 커넥션(Political Connection)에 초점을 맞추어 연구가 진행되어 왔다. Goldman, Rocholl and So(2009)는 정치적으로 커넥션이 있는 사외이사를 선임하는 경우 주가에 긍정적인 영향을 끼치는 증거를 제시하였다. 그 외의 연구들(Fisman, 2001; Faccio, 2006; Leuz and Oberholzer-Gee, 2006 등)은 기업의 정치적 커넥션(예를 들면 회사 CEO 출신이 정계진출을 할 경우)과 기업성과와의 관계를 다루고는 있으나 사외이사에 초점을 맞추지 않고 있다. 국내의 경우, 본 연구와 가장 유사한 연구로는 강윤식·국찬표(2012)가 있는데 관료출신 사외이사에 대한 분석을 수행하였다.[2] 그들은 금융회사를 제외한 국내 상장기업을 대상으로 고위 공무원, 정치인 및 법조인(판·검사)를 비독립적인 사외이사로 분류하여 기업 가치와의 상관관계를 분석하였으니 유의한 결과를 얻지 못했다. 그 외 국내에서 출신배경(관료출신)과 기업성과간의 관계를 다룬 것은 주로 공기업 CEO를 대상으로 분석한 것이다 (유승원, 2009; 김용희·정규진·이병훈, 2011; 안성규·곽채기, 2013; 박원, 2013; 정지수·한승희, 2014; 유은철·유홍림, 2014, 고대원·김우진·이창민, 2017 등). 특히 본 연구가 강윤식·국찬표(2012)와 대비되는 기여는 다음과 같다. 우선, 전직관료들의 전관예우가 가장 빈번하다고 추측되고 있는 국내 금융회사를 대상으로 사외이사 중 전직 관료 및 금융공기업 출신 유무와 기업의 단기적 성과 및 장기적 가치 간의 관계를 함께 분석하였다. 또한 강윤식·국찬표(2012)가 금융회사를 배제하고 고위 공무원, 정치인 및 법조인(판·검사)의 영향을 강건성 분석의 일환으로만 고려하였다면, 우리는 분석의 초점으로 삼고 다양한 실증분석을 수행하였다.

본 논문의 주요 발견은 다음과 같다. 첫 번째, 비상장 금융회사를 포함한 5년간 총 515개 샘플을 분석한 결과 금융회사의 평균 이사회 규모는 매년 큰 변화 없이 7명 정도로 유지되는 것으로 나타났다. 이중 사외이사 비율은 약 53%로 나타나고 있어, 비금융회사의 평균적인 수치에 비해 높은 것으로 판단된다. 좀 더 구체적으로, 샘플기업들 중에서 당해 연도에 소위 “낙하산 인사”로 간주될 수 있는 정부관료 출신과 금융공기업 출신이 사외이사 중 차지하는 비중은 14.5%, 7.9%로 나타났다. 고위직이라고 할 수 있는 차관급 이상 정부관료 출신의 사외이사 중 비율은 3.9%이고, 교수의 비중은 29.7%로 가장 높았다. 사외이사 중 한명이라도 정부관료 출신과 금융공기업 출신을 포함 한 경우는 전체 샘플의 약 60.5%, 24.8%로 각각 나타났으며, 고위직이라고 할 수 있는 차관급 이상 정부관료 출신을 포함 한 경우도 약

2) 이수정(2016)의 경우, 2006년부터 2015년까지 대기업집단(상호출자제한집단) 사외이사의 직업군을 분류하여 분석하였다. 그에 따르면 사외이사 중 관료출신 비중은 2006년 29.25%에서 2015년 32.56%로 증가하였다. 그러나 그는 기업가치와의 연관관계에 대한 실증분석을 수행하지는 않았다.

13.7%로 나타났다. 또한 약 64.4%의 금융회사가 대학교수 출신 사외이사를 1명 이상 포함하는 것으로 나타났다. 두 번째, 차관급 이상 정부관료 출신, 정부관료 출신, 금융공기업 출신을 포함한 금융회사 이사회를 분류하는 사외이사 특성 더미변수들과 기업의 성과 및 가치를 나타내는 자기자본수익률, 총자산수익률과 Tobin's Q간의 관계를 다변량 분석을 통해 살펴보았을 때, 총자산수익률로 살펴본 기업의 단기적인 성과에 금융공기업 출신을 포함한 사외이사 집단은 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 세 번째, 앞선 다변량 분석을 확장하여 기업별 상이한 특성을 고려한 후 사외이사의 경영진 감시기능이 더욱 더 중요할 수 있는 기업과 그렇지 않은 기업에서 사외이사의 특성이 기업의 성과 및 가치에 어떻게 다른 영향을 미치는지 분석한 결과, 정작 사외이사의 감시기능이 더욱 중요할 수 있는 연구개발 지출이 많은 기업, 최대주주 및 특수관계자가 존재하는 기업, 불확실성이 높은 기업에서는 일부 경우를 제외하고 대부분 유의미한 결과를 얻지 못했다. 이러한 결과들을 종합해보면, 정부관료 및 금융공기업출신 사외이사가 특별히 더 나은 기업 성과나 가치를 이끌어 낸다고 보기 어려워 이들의 역할에 대해 전반적인 의문을 제기하게 되며, 더 나아가 금융회사의 사외이사제도 자체에 대한 총체적이고 실질적 변화가 필요하다고 판단된다.

## Ⅱ. 선행연구

본 연구의 질문과 가장 직접적인 관계가 있는 선행연구들은 기업차원에서 경영진 또는 사외이사의 출신 배경 또는 커넥션과 기업성과간의 관계를 분석한 것들이다. Faccio(2006)는 47개국 20,202개의 기업을 대상으로 대주주 또는 고위 집행임원(Top Officer)의 정치적 커넥션이 기업가치에 도움이 되는 지를 분석하였다. 그는 대주주 또는 고위 집행임원(Top Officer)이 행정부 또는 국회에 진출하는 경우 기업의 주가가 상승함을 보였다. Goldman, Rocholl and So(2009)은 미국 S&P 500 기업을 대상으로 정치적 커넥션이 기업성과에 도움이 되는 가를 실증분석 하였다. 우선 정치적 커넥션이 있는 사외이사를 선임하였을 경우 주가에 도움이 되었다. 또한 2000년 공화당이 승리한 대통령선거 결과를 가지고 분석하였을 때, 이사회가 공화당과 정치적 커넥션을 가지고 있는 경우 주가가 상승하였으며 민주당과 커넥션을 가지고 있는 경우 하락함을 보였다.

국내의 경우, 강윤식·국찬표(2012)는 금융회사를 제외한 국내 상장기업 5,715개의 이사회 자료를 분석하였다. 사외이사 중 고위 공무원, 정치인 및 법조인(판·검사) 출신을 비독립적인 사외이사로 분류하고, 그들이 이사회에서 차지하는 비중과 기업성과와의 상관관계를 분석하였다. 사외이사 중 고위 공무원, 정치인 및 법조인(판·검사) 출신 비중이 낮아질수록 기업가치가 더 좋아지는 것으로 나타났다. 안성규·곽채기(2013)는 지방공사와 지방공단을 대상으로 기관장의 출신배경과 경영성과간의 관

계를 분석하였다. 지방공사의 경우, 기관장의 출신배경은 경영평가 점수, 자기자본수익률(ROE), 총자산수익률(ROA) 등에 아무런 영향을 주지 못하였다. 김재경·신진영(2016)은 사외이사와 경영진 사이의 학연 및 지연을 바탕으로 한 사회적 연결 정도를 통해 이사회의 실질적 독립성을 고려하였고, 이를 바탕으로 기업의 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 사외이사와 사내이사 간의 사회적 연결정도가 높을수록 기업의 가치가 저해됨을 보였다. 고대원·김우진·이창민(2017)은 국내 유가증권시장과 코스닥 시장에 상장된 공기업 36개를 대상으로 CEO의 출신 배경별로 그 재직 기간 중의 주가 수익률을 비교 평가하였다. 분석 결과, 외부영입 CEO 중 관료 출신 CEO의 경우에도 전반적으로는 다른 배경의 CEO와 차이가 없었다. 반면에, 관료 출신이 본사가 아닌 계열사 또는 자회사의 CEO로 임명된 경우에는 다른 CEO들에 비해 재임기간 중 누적 비정상 수익률이 통계적으로 유의하게 낮은 것으로 나타났다.

기업차원에서 사외이사의 출신 배경 또는 커넥션은 양면을 다 가진다. 고위 관료 및 유관 금융공기업 출신 사외이사는 기업 성과에 긍정적인 효과와 부정적인 효과가 동시에 나타날 가능성이 있다. 우선 긍정적인 부분으로는 일반적으로 커넥션이 가치를 창출하는 과정인 효율적인 대관 업무의 수행을 통한 규제비용의 감소, 조세부담의 감소 등이 있을 수 있다 (Faccio, 2006; Vidal et al., 2012). 이와 더불어, 한국사회의 특수성을 감안할 필요도 있다. 한국사회에서 정부 관료 및 금융공기업 종사자의 선발 단계와 재임 중 경쟁 정도를 고려할 때 이러한 배경을 가진 사외이사의 인적 자본(human capital)이 우수할 가능성이 있다. 그러나 기존 경영진과의 이해관계가 일치할 가능성, 대정부 및 유관기관 로비 역할에만 한정되어 주주의 이해를 대변하여 경영진에 대한 견제와 균형의 역할에 소홀할 가능성도 분명히 존재한다. 이와 유사한 문제는 Faleye et al.(2011)에서 이미 지적되었다. 그들은 이사회의 감시 역할과 자문 역할 사이에 상충관계가 존재한다는 것을 실증분석을 통해 보여준다. 이러한 측면들을 모두 고려하며, 본 연구에서는 “낙하산 인사”로 간주될 가능성을 가진 정부관료 출신 및 금융공기업 출신 사외이사를 포함한 금융회사의 단기성과 및 장기 가치를 다양한 실증분석을 통해 규명한다.

# III. 표본 및 연구방법

## 3.1 자료수집 및 표본선정

본 연구에서는 실증분석을 위해 2011년부터 2015년까지 매년 지배구조 연차보고서를 공시한 금융회사를 선정하고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 수집할 수 있으면서 재무자료가 이용 가능한 515개 패널자료(firm-year observations)를 토대로 한다. 관련된 선행연구들이 주로 금융업종을 분석에서 제외한 점을 고려했을

때, 본 연구를 통해 금융회사라는 특정 산업에서의 사외이사가 기업에 미치는 영향을 좀 더 면밀히 분석하고 이해할 수 있다고 판단된다. 아울러 금융업종에서의 규제수준, 재무적 특성, 수익구조 등이 비금융업종에 비해 상이하고 금융회사들 간의 차이는 상대적으로 작음을 고려했을 때, 사외이사 특성의 차이가 금융회사에 미치는 영향을 파악하기에 효과적일 것이다.

금융회사 사외이사 특성이 해당 기업에 당 해 연도에 미치는 실질적인 영향을 분석하기 위해서 당 회계연도에 사외이사가 최소한 6개월 이상 제직을 한 경우만을 샘플로 한다. 개별 사외이사의 특성을 구분하기 위해 경제개혁연구소의 사외이사 경력분류를 따른다. 구체적으로 본 연구에서는 사외이사의 특성을 4가지로 분류한다: 1) 차관급 이상 정부관료 출신 2) 정부관료 출신 3) 금융공기업 출신 4) 대학교수 출신. 이 중 1) ~ 3)은 소위 말하는 "금융회사 낙하산 사외이사"로 간주되며 본 연구의 주된 관심 대상이다. 이외에 실증분석을 위한 재무자료 및 주가자료는 FnGuide Data Guide Pro에서 추출하여 사용한다.

### 3.2 변수측정 및 연구모형

본 연구에서는 금융회사에서 사외이사의 특성이 기업의 성과 및 가치에 미치는 영향을 핵심적으로 분석하고 있다. 이를 위해 우선 앞에서 언급한 사외이사별 4가지 특성들을 고려하여 각 특성에 해당되는 사외이사가 존재하는 기업의 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 가지는 개별 더미변수들을 핵심 독립변수로 설정한다. 차관급 이상 정부관료 출신, 정부관료 출신, 금융공기업 출신, 대학교수 출신 여부를 분류하는 더미변수들은 각각 High_GOV, GOV, FI, PROF이다.

기업의 당해 연도 경제적 성과를 측정하기 위해 사용된 종속변수들은 선행연구들에서 많이 사용되는 자기자본수익률(ROE)과 총자산수익률(ROA)이고, 기업의 보다 장기적인 가치를 측정하기 위해 사용된 변수는 토빈의 Q(Q)이다. 자기자본수익률과 총자산수익률은 당기순이익을 각각 자기자본과 총자산으로 나눈 값들로 정의가 된다. 특히, 토빈의 Q의 경우 기업의 시장가치를 기업자산의 대체원가로 나눈 비율인데, 자산의 대체원가를 객관적으로 추정하는 것이 어려우므로 국내 선행연구에서 빈번히 사용 되고 있는 시장가치 대비 장부가치의 비율을 활용한다(신현한・장진호 2003 손언승 등 2012). 구체적으로, 토빈의 Q는 보통주시장가치, 우선주장부가치, 부채장부가치의 합을 자산장부가치로 나눈 값으로 측정된다. 자산을 효율적으로 운영하는 기업의 경우 양의 순현재가치를 갖는 투자기회, 미래성장성이 높은 연구기술개발에 투자, 브랜드 및 기술력 등의 무형자산과 양의 상관관계를 가지기 쉽고 따라서 그러한 기업의 시장가치가 자산의 대체원가보다 대체로 크게 나타나기 때문에 토빈Q가 높아진다고 보고 있다 (신현한・장진호 2003; 이상철・윤종철 2010).

아울러, 기존의 국내외 선행연구를 참조하여 사외이사의 특성변수들 외에 기업의 성과 및 가치에 영향을 미칠 수 있는 다양한 기업특성 변수들을 독립변수들로 함께

고려한다. 특히, 국내기업을 대상으로 하여 이사회의 특성과 기업가치를 연구하는 최근 연구들에서 사용된 통제변수들을 대부분 고려한다 (강윤식・국찬표, 2012; 김재경・신진영, 2016).

우선 사외이사 비율(P_Out_Dir)과 이사회 규모(BOD_SIZE)를 이사회의 전반적인 특성과 관련된 추가 변수로서 고려한다. 많은 선행연구들은 이사회에서 사내이사에 비해 사외이사가 기업의 의사결정에 대해 보다 독립적일 수 있기 때문에 경영진에 대한 보다 효율적인 모니터링을 제공할 수 있으며 이를 통해 기업의 성과 및 가치를 제고 시키는데 도움이 된다고 보고하고 있다. 예컨대, Weisbach(1988)는 사외이사 비율이 높을수록 경영자 또는 지배주주가 자신의 사적이익 추구를 위해 기업의 자원을 유용하려는 유인이 줄어들고, 기업의 성과가 좋지 못할 경우에는 기업의 자발적인 CEO교체가 더욱 빈번히 발생함을 보고한다. Rosenstein and Wyatt(1990)는 사외이사 선임시점을 기업의 사건으로 간주하고 주가 초과수익률을 산출하고, 평균적으로 양의 초과수익률이 측정됨을 보고하면서 사외이사의 역할이 기업가치 제고에 기여할 수도 있다고 논한다. Yermack(1996) 역시 기업의 사외이사 비율과 기업가치 간의 양의 상관관계를 보고하고 있다. 반면에, Romano(2005)의 경우에는 기업의 사외이사 선임이 기업가치 향상과는 크게 관련이 없음을 주장하였고, Agrawal and Knoeber(1996)는 사외이사비율은 증가할수록 기업가치가 오히려 감소함을 보고한다.

이사회 규모 역시 이사회의 감시기능과 관련이 있고 기업의 성과 및 가치와 연결될 수 있음을 많은 연구들이 보고하고 있다. Lipton and Lorsch(1992)와 Jensen(1993)은 이사회의 규모가 클수록 의사결정을 위한 조정비용이 높아지고 감시기능이 떨어진다고 보고 있다. 관련하여 Yermack(1996)과 Eisenberg et al.(1998)는 이사회 규모와 기업 성과 및 가치 간의 음의 상관관계를 실증적으로 제시한다. 하지만, Dalton el al.(1999)과 Coles et al.(2008)에서는 다양하고 많은 조언이 필요한 기업의 경우에서는 이사회 규모와 기업가치 강의 양의 상관관계를 보고하고 있고, Black et al.(2006)은 한국기업을 대상으로 기업가치와 이사회 규모 사이에는 유의미한 관계를 찾기 어렵다고 보고한다.

이사회와 특성과 관련된 변수들 외에도 많은 변수들이 기업의 성과 및 가치를 설명할 수 있다고 고려가 되어 통제변수로 사용된다. 기업규모(SIZE)는 기업의 성과 및 가치와 밀접한 관련이 있을 수 있다. 김창수(2009)는 규모의 경제로 인해 기업규모와 기업가치는 양의 상관관계가 있을 수 있다고 보고 있다. 반면에, Demsetz and Lehn(1985)은 규모가 큰 기업의 경우 경영자의 지분율이 상대적으로 낮아져서 대리인 비용이 증가하고 이로 인해 기업가치를 감소시킬 수 있다고 논한다. 따라서 기업규모가 통제변수로 고려되고 총자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다.

기업의 부채비율(LEV)은 증가할수록 법인세 절감효과로 인해 기업가치가 증가될 수도 있으나 지나친 부채비율은 파산비용의 증가를 야기하기도 한다 (Modigliani and Miller, 1963). Myers(1977)은 지나치게 높은 부채비율은 주주의 대리인문제로

인한 비용을 증가시킬 수 있으며, 반면에 Jensen(1986)과 Stulz(1990)는 적절한 부채비율은 잉여현금흐름으로 인한 대리인 비용을 낮출 수 있음을 제시한다. 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 측정한다.

기업의 성장성(C_Sales) 역시 기업의 성과 및 가치와 밀접한 관계가 있을 수 있다 (Smith and Watts, 1992; Yermack, 1996). 성장성은 전년대비 매출액 성장률로 측정한다. 강형철・박경서・장하성(2006)은 시장에 오래 존재해온 기업일수록 그 명성이 높고 정보비대칭의 문제가 감소하여 기업가치가 증가할 수 있다고 보고한다. 하지만, (Black et al., 2006)은 업력이 긴 기업은 오히려 신생기업에 비해 추가 성장동력이 부족하고 성장속도가 더딜 수 있으므로 기업 업력(Age)과 기업가치는 음의 관계를 나타낼 수 있다고 보고한다. 기업 업력은 기업의 설립 후의 연수에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 잉여현금흐름(FCF) 또한 통제변수로 고려되는데, 이는 잉여현금흐름이 많은 기업의 경영자일수록 사적인 이익을 추구할 확률이 높아지고 이로 인해 기업의 성과 및 가치를 저해할 수 있기 때문이다 (Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1989). 잉여현금흐름은 기업의 영업을 통한 현금흐름을 총자산으로 나누어 사용된다.

수익성(EBIT)이 높은 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 투자를 많이 할 것이고 그로 인해 기업가치가 상대적으로 높게 측정될 수 있다 (Yermack, 1996). 수익성은 영업이익을 매출액으로 나눈 값으로 측정한다. 연구개발비(RD)와 같은 무형자산이 큰 기업일수록 기업의 성장성 및 장단기 성과와 많은 관계가 있을 수 있고, 광고비(ADV) 역시 기업의 당해 연도 성과뿐만 장기 기업가치에도 영향을 미칠 수 있다 (강윤식, 국찬표, 2012). 현재의 관련된 지출이 미래의 추가적인 현금흐름을 창출하여 기업의 시장가치를 증가시킬 수 있기 때문이다. 연구개발비와 광고비 모두 매출액으로 나누어 기업 규모의 차이를 조정하여 연구 모형에서 통제변수로 사용한다. 기업의 성과 및 가치는 상품시장의 경쟁정도에 민감하게 반응할 수 있고, 상품시장의 경쟁 정도는 상품과 제품 및 용역의 판매활동과 전반적인 관리유지에 사용되는 판매비와 관리비(SGA)에 반영될 수 있다. 판매비와 관리비는 매출액으로 나누어 사용된다. 하지만 수익성, 연구개발비, 광고비, 판관비의 경우는 ROE와 ROA로 측정되는 기업의 당해 연도 경제적 성과에 이미 반영이 되어 있는 경우가 많으므로 선행연구들을 따라 ROE와 ROA를 설명하는 변수에서는 제외하고 Q를 설명하는 통제변수로만 고려한다 (고창열 외 3인, 2013).

기업의 불확실성(Volatility) 또한 기업을 둘러싼 정보비대칭성에 기인한 성과 및 가치와 관련이 있을 수 있다. 단기적으로는 경영자가 정보비대칭성을 악용하여 사익추구를 할 수 있고 장기적으로는 투자자들의 불확실성을 증가시켜 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 본 연구에서는 일별 주가 수익률을 계산한 후 1년간 일별 수익률의 표준편차를 구하여 통제변수로 활용한다.

특히나 국내 기업의 소유구조와 관련된 특수성을 고려했을 때, 대주주의 존재 유무 및 재벌집단에 귀속된 기업인지 여부는 기업 성과와 가치에 영향을 미칠 확률이

높다. 대주주는 자신의 투자가치를 극대화하기 위해서 경영진을 효과적으로 감시할 유인을 가지고 있으나 (Shleifer and Vishny, 1986), 동시에 자신의 이해만을 위해 기업의 의사결정에 영향을 미쳐 이해상충 문제를 발생시킬 수도 있다. 재벌집단에 속한 기업의 경우에는 개별 귀속 기업의 성과 및 가치보다는 전체 집단의 이해를 위해 운영이 될 가능성이 있다. 본 연구에서는 이러한 가능성을 통제하기 위해 최대주주 및 특수관계자가 존재하거나 재벌집단에 속하는 금융회사를 1 그렇지 않으면 0으로 대주주더미(ControlSH_D)와 재벌집단더미(Chaebol_D)변수를 각각 포함한다. 재벌집단에 포함되었는지의 유무는 공정거래위원회가 매년 발간하는 공정거래백서에 의거하여 선정하였다.

이외에 연도 및 상장과 비상장기업 유무 따라 기업 성과 및 가치에 미치는 영향을 고려하기 위해 연도더미(Year_D)와 상장유무더미(List_D)변수를 분석에 포함한다. 주요 변수들의 측정에 대한 설명은 <표1>에 요약되어 있다.

<표 1> 주요 변수들의 정의

| 변수명 | 변수설명 |
|---|---|
| *Board-related variables* | |
| High_GOV | 차관급 이상 정부관료 출신 사외이사가 6개월 이상 당해 연도에 재직했거나 하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수 |
| GOV | 정부관료 출신 사외이사가 6개월 이상 당해 연도에 재직했거나 하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수 |
| FI | 금융공기업 출신 사외이사가 6개월 이상 당해 연도에 재직했거나 하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수 |
| PROF | 대학교수 출신 사외이사가 6개월 이상 당해 연도에 재직했거나 하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수 |
| P_Out_Dir | 사외이사 비율 |
| BOD_SIZE | 이사회의 규모 |
| *Firm performance/value* | |
| ROE | 자기자본수익률로 당기순이익을 자기자본으로 나눈 값 |
| ROA | 총자산수익률로 당기순이익을 총자산으로 나눈 값 |
| TQ | Tobin's Q로 (보통주 시장가치 + 우선주 장부가치 + 부채의 장부가치)를 자산의 장부가치로 나눈 값 |
| *Firm characteristics* | |
| SIZE | 기업규모의 대리변수로 ln(총자산)으로 계산된 값 |
| LEV | 기업의 부채비율로 총부채를 총자산으로 나눈 값 |
| C_Sales | 기업 성장성의 대리변수로 전년대비 매출액 성장률로 계산된 값 |
| Age | 기업 업력으로 ln(해당회계연도-기업설립연도)로 계산된 값 |

| | |
|---|---|
| FCF | 기업 잉여현금흐름으로 (EBIT-EBIT에 대한 세금조정+감가상각비-총투자)를 총자산으로 나눈 값 |
| EBIT | 영업이익을 매출액으로 나눈 값 |
| RD | 연구개발 비용을 매출액으로 나눈 값 |
| ADV | 광고선전 비용을 매출액으로 나눈 값 |
| SGA | 판매 및 관리 비용을 매출액으로 나눈 값 |
| Chaebol_D | 공정거래위원회에서 매년 발표하는 대규모 기업진단에 속하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 재벌 더미변수 |
| List_D | 상장기업의 경우 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 상장유무 더미변수 |
| ControlSH_D | 최대주주 및 특수관계자가 존재하는 기업의 경우 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 지배주주 더미변수 |
| Volatility | 일별 주가 수익률의 1년간 표준편차 |

이러한 주요변수들을 토대로 본 연구의 실증분석에 사용된 연구모형을 다음과 같이 제시한다.

$$\begin{aligned} ROE(ROA)_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 High_GOV_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 FI_{i,t} + \beta_4 PROF_{i,t} \\ &+ \beta_5 P_Out_Dir_{i,t} + \beta_6 BOD_SIZE_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 C_Sales_{i,t} \\ &+ \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} O_NCF_{i,t} + \beta_{12} Chaebol_D_{i,t} + \beta_{13} List_D_{i,t} + \beta_{14} Year_D_t + \epsilon_i \qquad --(1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} Q_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 High_GOV_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 FI_{i,t} + \beta_4 PROF_{i,t} \\ &+ \beta_5 P_Out_Dir_{i,t} + \beta_6 BOD_SIZE_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 C_Sales_{i,t} \\ &+ \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} O_NCF_{i,t} + \beta_{12} EBIT_{i,t} + \beta_{13} RD_{i,t} + \beta_{13} ADV_{i,t} + \beta_{14} SGA_{i,t} \\ &+ \beta_{15} Chaebol_D_{i,t} + \beta_{16} List_D_{i,t} + \beta_{17} Year_D_t + \epsilon_i \qquad --(2) \end{aligned}$$

모형의 회기계수 추정을 함에 있어서 관측되지 않은 기업특성으로 인해 발생할 수 있는 내생성 문제를 줄이기 위해 기업 고정효과 모형(firm fixed effect model)을 이용함과 동시에, 기업재무 분야의 선행연구에서 많이 사용되는 Petersen(2009)의 panel regression estimation 방법을 함께 적용하여 표준오차 추정 시 발생할 수 있는 편의를 감소시켰다. 아울러, 기업의 특성에 따라 사외이사 특성변수와 기업의 성과 및 가치에 미치는 영향이 어떻게 달라지는지를 분석하기 위해 위 모형을 기본으로 하여 투자지출이 많거나 작은 기업으로 샘플을 분류하여 실증분석을 실시한다. 또한 지배주주의 영향과 기업의 불확실성에 따라 사외이사의 특성변수의 영향이 어떻게 나타나는지를 분석하기 위해 사외이사 특성변수들과 대주주더미 혹은 불확실성 변수들 간의 교차편수를 포함하여 모형을 추정한다. 추가적인 강건성 테스트에서는 기업의 성과 및 가치변수들의 변화와 사외이사 특성변수들 간의 관계를 파악하고, 사외이사 특성변수들의 영향력이 기업의 의사결정에 반영되는 시차를 고려하여 사외이사 특성변수들의 1-year lagged값과 기업의 성과 및 가치간의 관계를 추

정한다.

# IV. 실증분석 결과

## 4.1 기초통계 분석

본 장에서는 비상장 금융회사를 포함한 5년간 총 515개 샘플에 대한 기초통계치를 우선 <표2>에서 제시한다. 샘플기업의 평균 이사회 규모는 7명 정도로 나타나고 있으며, 이중 사외이사 비율은 약 53%로 나타나고 있다. 특히 사외이사의 비율은 비금융회사의 평균적인 수치에 비해 높은 편이다. 김재경, 신진영 (2016)은 2009년부터 2013년까지 금융업을 제외한 나머지 기업의 사외이사에 대한 분석을 하고 있는데, 평균 45% 정도의 사외이사 비율을 제시하고 있다. 샘플기업들 중에서 당해 연도에 소위 "낙하산 인사"로 간주될 수 있는 차관급 이상 정부관료 출신, 정부관료 출신, 금융공기업 출신을 사외이사로 1명 이상 포함 한 경우는 약 13.7%, 60.5%, 24.8%로 각각 나타났다. 아울러 전체 샘플의 약 64.4%가 대학교수 출신 사외이사를 포함하는 것으로 나타나 금융회사에서 대학교수 출신을 상당히 많이 선임하는 경향을 보인다.

<표 2> 주요 변수들의 기초 통계량[3)]

| 변수 | N | 평균 | 표준편차 | 최솟값 | 하위 25% | 중위수 | 상위 25% | 최대값 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Board-related variables* | | | | | | | | |
| High_GOV | 515 | 0.1379 | 0.3451 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| GOV | 515 | 0.6058 | 0.4891 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| FI | 515 | 0.2485 | 0.4326 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| PROF | 515 | 0.6447 | 0.4791 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| P_Out_Dir | 515 | 0.5344 | 0.2012 | 0.0000 | 0.5000 | 0.5714 | 0.6250 | 1.0000 |
| BOD_SIZE | 515 | 7.0854 | 2.1519 | 3.0000 | 6.0000 | 7.0000 | 8.0000 | 19.0000 |
| *Firm performance/value* | | | | | | | | |
| ROE | 515 | 6.9628 | 9.6214 | -73.8000 | 3.5150 | 7.2600 | 10.8100 | 38.5300 |
| ROA | 515 | 1.7077 | 4.2737 | -16.1300 | 0.2900 | 0.7200 | 1.3800 | 34.4800 |
| Q | 210 | 0.9701 | 0.0429 | 0.8382 | 0.9409 | 0.9677 | 0.9921 | 1.1077 |

3) 실증분석을 위한 표본기간은 2011회계연도부터 2015회계연도까지 5년간이며, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료와 재무자료가 이용 가능한 515 (주가자료가 이용 가능한 상장기업 210)개 금융회사 패널자료 (firm-year observations)이다.

| *Firm characteristics* | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SIZE | 515 | 22.9055 | 1.9091 | 16.1175 | 22.0767 | 22.9181 | 23.9558 | 26.6382 |
| Lev | 515 | 0.8143 | 0.2250 | 0.0529 | 0.8460 | 0.8929 | 0.9249 | 1.0096 |
| C_Sales | 515 | -0.2826 | 9.2432 | -205.6466 | -0.0697 | 0.0615 | 0.2579 | 5.2428 |
| Age | 515 | 3.0687 | 1.0292 | 0.0000 | 2.6391 | 3.2189 | 3.8712 | 4.7536 |
| FCF | 515 | 0.0128 | 0.1000 | -0.7501 | -0.0259 | 0.0118 | 0.0579 | 0.5736 |
| EBIT | 515 | 0.2069 | 0.2437 | -1.8484 | 0.0435 | 0.1651 | 0.3483 | 1.1135 |
| RD | 515 | 0.0014 | 0.0042 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0244 |
| ADV | 515 | 0.0134 | 0.0183 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0064 | 0.0195 | 0.1254 |
| SGA | 515 | 0.4931 | 0.3398 | 0.0000 | 0.2402 | 0.4039 | 0.6772 | 3.3096 |
| Chaebol_D | 515 | 0.3107 | 0.4632 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| List_D | 515 | 0.4078 | 0.4919 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| ControlSH_D | 515 | 0.5573 | 0.4972 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Volatility | 210 | 0.0194 | 0.0060 | 0.0000 | 0.0155 | 0.0186 | 0.0229 | 0.0403 |

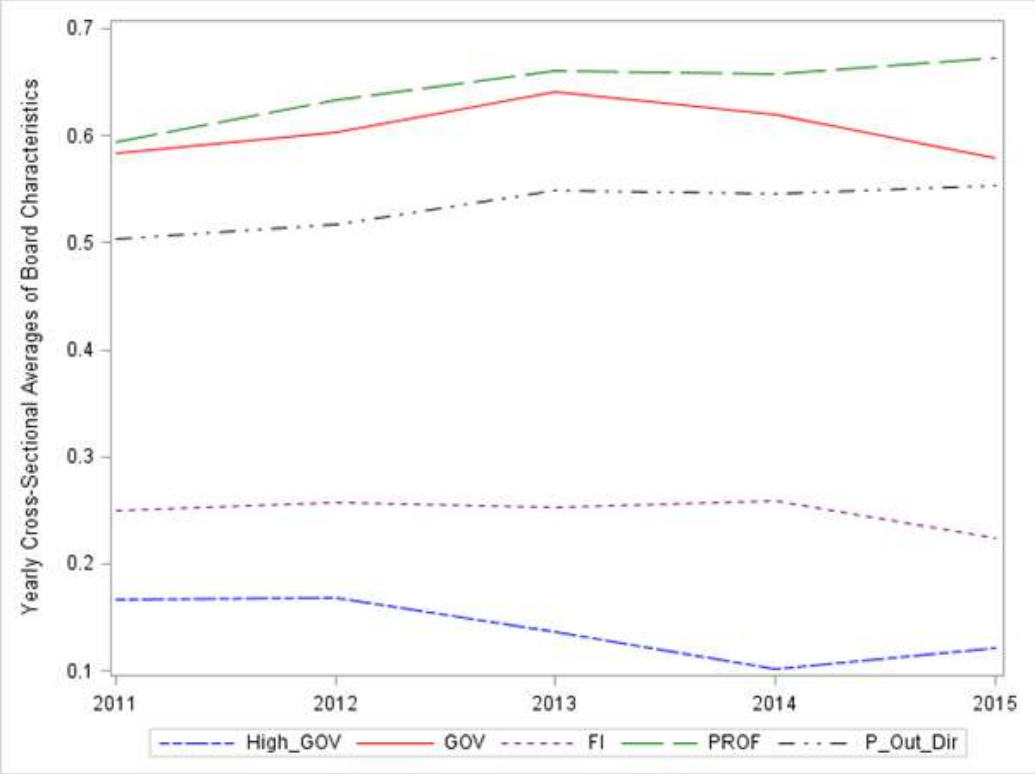
관련하여 <표3>와 <그림 1>은 좀 더 구체적으로 연도별 샘플 기업의 평균적인 사외이사 특성에 대한 추이를 보여주고 있다. 지난 5년간 금융회사들의 사외이사 선임 및 구성에 대한 특성은 평균적으로 크게 변화가 없었던 것으로 판단된다. 다만 대학교수 출신 사외이사 선임이 상대적으로 꾸준히 증가해 온 것으로 여겨진다. 또한 사외이사의 비율도 꾸준하게 증가한 것으로 보여진다. 우리나라에서 사외이사 제도가 의무화 된 1998년 이후부터 이러한 사외이사 비율의 증가는 일반적인 현상인데, 다만 이러한 비율 증가가 이사회의 역할 증대로 이어져 기업의 성과 및 가치의 제고로 이어지는 지는 별개의 문제일 수 있다. 가령 고위공직자 중 경제관료 출신들은 기타 관료 출신에 비해 금융회사의 사외이사로서의 전문성을 갖추고 있다고 볼 수 있지만, 지배주주가 없는 금융회사들에 대한 정부의 영향력 행사를 위한 낙하산 인사 혹은 역으로 금융회사의 정부 및 감독당국에 대한 로비성 선임으로 해석될 수 도 있다.

<표 3> 표본기업의 연도별 사외이사 특성 변수 평균값

| Fiscal year | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|
| High_GOV | 0.1667 | 0.1683 | 0.1359 | 0.1019 | 0.1215 |
| GOV | 0.5833 | 0.6040 | 0.6408 | 0.6204 | 0.5794 |
| FI | 0.2500 | 0.2574 | 0.2524 | 0.2593 | 0.2243 |
| PROF | 0.5938 | 0.6337 | 0.6602 | 0.6574 | 0.6729 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| P_Out_Dir | 0.5033 | 0.5166 | 0.5490 | 0.5455 | 0.5537 |
| BOD_SIZE | 7.2292 | 7.3564 | 7.1650 | 6.9074 | 6.8037 |
| Observations | 96 | 101 | 103 | 108 | 107 |

<그림 1> 연도별 사외이사 특성 변수 추이




이러한 사외이사 특성을 대변하는 핵심변수들과 기업의 성과 및 가치를 나타내는 종속변수들 간의 상관계수를 <표4>는 보여주고 있다. 이에 따르면 ROE와 P_Out_Dir 그리고 ROA와 BOD_SIZE간의 음의 유의한 상관관계를 보여주고 있어, 사외이사 비율과 이사회 규모는 기업의 단기 성과에는 부정적인 영향을 끼칠 수 있음을 보여준다. 기업의 보다 장기적인 가치를 측정하는 Q와 사외이사 비율과 이사회 규모와의 상관관계는 크게 유의미하지 않은 것으로 보고된다. 이는 기업의 사외이사 선임이 기업가치 향상과는 크게 관련이 없음을 주장한 Romano(2005)와 한국기업을 대상으로 기업가치와 이사회 규모 사이에는 유의미한 관계를 찾기 어렵다고 보고한 Black et al.(2006)의 결과와 일맥상통한다.

차관급 이상 정부관료 출신, 정부관료 출신, 금융공기업 출신, 대학교수 출신을 포함한 기업을 나타내는 변수들인 High_GOV, GOV, FI, PROF의 경우에는 전반적으로 ROE, ROA, Q와 유의미한 관계를 나타내지 않는다. 다만, FI가 ROA와 유의

미한 음의 상관관계를 보이고 GOV와 Q는 유의미한 양의 상관관계를 보여, 금융공기업 출신이 포진된 금융회사의 경우 당해 연도 성과에 부정적인 영향을 끼칠 수 있는 반면 정부관료 출신이 사외이사로 재직하는 기업의 경우에는 기업의 장기적 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있음을 보여준다. 아울러, PROF가 Q가 유의한 양의 상관관계를 보이고 있어, 교수출신 사외이사가 기업의 장기적 가치에는 어느 정도 긍정적인 역할을 할 수도 있음을 보인다.

<표 4> 사외이사 특성변수와 기업 성과 및 가치 간의 피어슨 상관계수[4)]

| | High_GOV | GOV | FI | PROF | P_Out_Dir | BOD_SIZE | ROE | IROA | Q |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| High_GOV | 1 | | | | | | | | |
| GOV | 0.2969 | 1 | | | | | | | |
| | [<.0001] | | | | | | | | |
| FI | 0.0906 | 0.3715 | 1 | | | | | | |
| | [0.0342] | [<.0001] | | | | | | | |
| PROF | 0.0956 | 0.0381 | 0.0176 | 1 | | | | | |
| | [0.0255] | [0.3737] | [0.6806] | | | | | | |
| P_Out_Dir | 0.1681 | 0.3584 | 0.1760 | 0.3991 | 1 | | | | |
| | [<.0001] | [<.0001] | [<.0001] | [<.0001] | | | | | |
| BOD_SIZE | 0.1625 | 0.2044 | 0.1992 | 0.2494 | 0.2545 | 1 | | | |
| | [0.0001] | [<.0001] | [<.0001] | [<.0001] | [<.0001] | | | | |
| ROE | -0.0480 | -0.0674 | -0.0123 | 0.0092 | -0.1080 | -0.0200 | 1 | | |
| | [0.2720] | [0.1231] | [0.7774] | [0.8330] | [0.0133] | [0.6467] | | | |
| ROA | -0.0431 | -0.0503 | -0.1001 | 0.0609 | 0.0252 | -0.0749 | 0.5554 | 1 | |
| | [0.2725] | [0.2507] | [0.0219] | [0.1640] | [0.5639] | [0.0868] | [<.0001] | | |
| Q | 0.1236 | 0.1409 | -0.0198 | 0.0931 | 0.0029 | 0.0273 | 0.3490 | 0.2298 | 1 |
| | [0.1738] | [0.0413] | [0.7746] | [0.0886] | [0.9660] | [0.6937] | [<.0001] | [0.0011] | |

추가적으로 차관급 이상 정부관료 출신, 정부관료 출신, 금융공기업 출신, 대학교수 출신을 포함한 기업과 그렇지 않은 기업으로 샘플을 나눈 후 각 집단의 평균

4) []의 수치는 p-value를 나타낸다.

ROE, ROA, Q값 간의 차이가 있는지 검증하는 *t*-test를 실시하였다. <표5>에서 차관급 이상 정부관료 출신을 사외이사로 포함하는 기업에서 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 낮은 ROA값을 나타냈다. 반면에, 금융공기업 출신, 정부관료 출신이 사외이사로 재직 중인 금융회사의 경우 비교 집단에 비해 ROA값과 Q값이 각각 낮고 높은 것으로 나타났으며 이는 앞선 <표4>의 결과와 일치한다. 대학교수 출신이 사외이사로 포진된 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 평균 Q값이 상대적으로 높은 것으로 나타다 대학교수들이 금융회사의 장기 가치에 긍정적인 역할을 할 수도 있음을 추측할 수 있다. 하지만 이러한 결과들은 단순 상관관계 분석 및 집단간 평균 차이를 분석한 것이기에 섣불리 일반화하여 이사회 특성변수와 기업 성과 및 가치변수간의 인과관계로 판단할 수 없다. 따라서 다양한 기업특성 변수들을 통제한 다변량 모형 고려하여 좀 더 심도있는 분석을 할 필요가 있다.

<표 5> 사외이사 특성 변수에 따른 기업 성과 및 가치의 차이 단변량 검정[5)]

| | | ROE | | ROA | | Q | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Panel A: High_GOV* | | N | Mean | N | Mean | N | Mean |
| 0 | | 445 | 7.1590 | 445 | 1.7949 | 176 | 0.9678 |
| 1 | | 70 | 5.8742 | 70 | 1.2247 | 34 | 0.9822 |
| Difference | | | 1.2848 | | 0.5702* | | -0.0144 |
| (*t*-stat) | | | (1.61) | | (1.77) | | (-1.62) |
| | | | | | | | |
| *Panel B: GOV* | | N | Mean | N | Mean | N | Mean |
| 0 | | 204 | 7.7913 | 204 | 1.9818 | 53 | 0.9598 |
| 1 | | 311 | 6.4556 | 311 | 1.5393 | 157 | 0.9736 |
| Difference | | | 1.3357 | | 0.4425 | | -0.0139** |
| (*t*-stat) | | | (1.48) | | (1.09) | | (-2.11) |
| | | | | | | | |
| *Panel C: FI* | | N | Mean | N | Mean | N | Mean |
| 0 | | 388 | 7.0319 | 388 | 1.9562 | 158 | 0.9706 |
| 1 | | 127 | 6.7578 | 127 | 0.9716 | 52 | 0.9687 |
| Difference | | | 0.2741 | | 0.9846*** | | 0.00197 |
| (*t*-stat) | | | (0.35) | | (3.15) | | (0.27) |
| | | | | | | | |
| *Panel D: PROF* | | N | Mean | N | Mean | N | Mean |
| 0 | | 186 | 6.8427 | 186 | 1.3545 | 43 | 0.9623 |
| 1 | | 329 | 7.0284 | 329 | 1.8994 | 167 | 0.9722 |

5) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Difference | | | -0.1857 | | -0.5449 | | -0.0098* |
| (*t*-stat) | | | (-0.20) | | (-1.56) | | (-1.70) |

4.2 사외이사의 특성과 기업의 성과 및 가치

앞의 단변량 분석을 통해 살펴본 표본기간 동안 금융회사의 사외이사 특성에 따른 기업의 성과 및 가치간의 관계는 사외이사에 교수출신을 포함한 기업들에서만 어느 정도 긍정적인 역할이 나타났고, 나머지 낙하산 인사로 고려될 수 있는 사외이사를 포함한 기업들에서는 크게 유의미하거나 강건한 관계를 보여주진 않는다.

본 장에서는 금융회사의 사외이사 특성에 따른 기업의 성과 및 가치간의 보다 직접적인 인과관계를 분석하기 위해 기업의 성과 및 가치에 영향을 미칠 수 있는 다른 기업특성 변수들을 통제하면서 다변량 회귀분석을 실시한다. 우선, 구체적으로 앞서 제시한 연구모형 (1)번과 (2)번을 고정효과 모형을 통해 추정하고 Petersen(2009)의 panel regression estimation 방법을 적용하여 표준오차 추정 시 발생할 수 있는 편의를 감소시켰다. 그 결과가 <표6-1~3>에 제시 되었다. 모든 표에서 식(1)은 본 연구의 핵심 설명변수인 High_GOV, GOV, FI, PROF를 제외하고 기본적인 사외이사 비율과 이사회 규모 및 기타 기업특성변수들만 통제한 후 추정된 결과를 제시한다. 식(2)~식(4)은 식(1)에 추가로 핵심 설명변수인 High_GOV, GOV, FI, PROF을 개별적으로 포함시켜 추정 한 결과를 보고하고 있으며, 식(6)은 이러한 핵심 설명변수를 모두 포함하여 추정 한 결과를 제시하고 있다.

ROE를 종속변수로 하는 <표6-1>에서는 설명변수인 High_GOV, GOV, FI, PROF와 ROE간의 특별히 유의한 결과를 발견하지 못한다. ROA를 종속변수로 하는 <표6-2>에서는 FI의 회기계수가 식(4)와 식(6)에서 음수로 유의하게 나타났고, PROF의 회기계수가 식(5)와 식(6)에서 양수로 유의하게 나타났다. 그러므로 총자산수익률로 살펴본 기업의 단기적인 성과에 금융공기업 출신을 포함한 사외이사 집단은 부정적인 영향을 미치는 반면 대학교수 출신을 포함한 사외이사 집단은 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보여진다. 아울러 <표6-1>과 <표6-2>의 모든 식에서 P_Out_Dir의 회기계수는 음수로 유의하게 나타났고, 이는 사외이사비율이 높은 금융회사가 오히려 단기적인 성과는 나쁘게 나타나는 것으로 해석된다. Q를 종속변수로 하는 <표6-3>에서는 설명변수를 모두 포함하는 식(6)에서만 PROF의 회기계수가 양수로 유의함을 나타내고, 나머지 핵심 설명변수들은 유의성을 가지지 못한다. 이러한 결과는 앞서 단변량 분석에서 살펴본 대학교수 출신 사외이사를 포함한 기업에서 상대적으로 높은 Q를 보인 것과 그 맥을 함께한다. <표6-1~3>의 결과들을 종합해 볼 때, 전체적으로 사외이사의 역할에 대한 의문을 제기하게 되며 특히 소위 낙하산 인사로 분류될 수 있는 사외이사를 포함한 기업들이 특별히 더 나은 기업 성과나 가치를 보여주지 못하고 있는 점을 주목할 필요가 있다고 판단된다. 아

울러, 비금융회사를 대상으로 고위 공무원, 정치인 및 법조인(판·검사)을 포함한 비독립적인 사외이사가 기업가치에 큰 영향을 미치지 못하거나 저해한다는 결과를 보고하는 강윤식・국찬표(2012)와도 관련이 된다.

<표 6-1> 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치[6)]

| ROE | 식(1) | 식(2) | 식(3) | 식(4) | 식(5) | 식(6) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Intercept | 7.4245 | 6.3767 | 7.3874 | 7.2208 | 7.6505 | 5.9809 |
| | (1.27) | (1.08) | (1.27) | (1.23) | (1.31) | (0.99) |
| High_GOV | | -1.0136 | | | | -1.1819 |
| | | (-0.95) | | | | (-1.07) |
| GOV | | | 0.1334 | | | 0.5606 |
| | | | (0.17) | | | (0.62) |
| FI | | | | -0.2414 | | -0.3894 |
| | | | | (-0.28) | | (-0.43) |
| PROF | | | | | 0.4306 | 0.5005 |
| | | | | | (0.50) | (0.57) |
| P_Out_Dir | -11.065*** | -10.805*** | -11.179*** | -10.967*** | -11.368*** | -11.431*** |
| | (-5.33) | (-5.15) | (-5.11) | (-5.20) | (-5.25) | (-4.93) |
| BOD_SIZE | -0.3675* | -0.3609* | -0.3723* | -0.3618* | -0.3737* | -0.3779* |
| | (-1.84) | (-1.81) | (-1.85) | (-1.80) | (-1.87) | (-1.86) |
| SIZE | 1.0457*** | 1.0862*** | 1.0495*** | 1.0546*** | 1.0358*** | 1.1113*** |
| | (3.12) | (3.21) | (3.12) | (3.12) | (3.08) | (3.23) |
| LEV | -18.102*** | -18.186*** | -18.126*** | -18.121*** | -18.087*** | -18.310*** |
| | (-6.72) | (-6.75) | (-6.72) | (-6.72) | (-6.71) | (-6.76) |
| C_Sales | -0.0334 | -0.0345 | -0.0335 | -0.0330 | -0.0325 | -0.0332 |
| | (-0.82) | (-0.85) | (-0.82) | (-0.81) | (-0.80) | (-0.81) |
| Age | -0.0740 | -0.0391 | -0.0754 | -0.0768 | -0.1036 | -0.0778 |
| | (-0.20) | (-0.10) | (-0.20) | (-0.21) | (-0.28) | (-0.21) |
| FCF | 8.8215** | 8.8782** | 8.8249** | 8.7088** | 8.6555** | 8.5267** |
| | (2.10) | (2.11) | (2.10) | (2.06) | (2.05) | (2.01) |
| Chaebol_D | -3.1000*** | -2.9592*** | -3.1121*** | -3.1049*** | -3.0558*** | -2.9434*** |
| | (-3.74) | (-3.51) | (-3.73) | (-3.74) | (-3.66) | (-3.46) |
| List_D | 1.3272 | 1.2557 | 1.3147 | 1.2990 | 1.2756 | 1.0859 |
| | (1.60) | (1.50) | (1.57) | (1.55) | (1.52) | (1.26) |
| Year effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Firm fixed effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| | | | | | | |
| N | 515 | 515 | 515 | 515 | 515 | 515 |
| Adj. $R^2$ | 0.1644 | 0.1643 | 0.1627 | 0.1628 | 0.1631 | 0.1601 |

<표 6-2> 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치[7)]

| <표 6-2>: ROA | 식(1) | 식(2) | 식(3) | 식(4) | 식(5) | 식(6) |
|---|---|---|---|---|---|---|

6) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

7) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Intercept | 13.9597*** | 13.8009*** | 14.0098*** | 13.4157*** | 14.5427*** | 13.7046*** |
| | (6.20) | (6.02) | (6.21) | (5.93) | (6.52) | (5.95) |
| High_GOV | | -0.1545 | | | | -0.2197 |
| | | (-0.38) | | | | (-0.52) |
| GOV | | | -0.1808 | | | 0.2619 |
| | | | (-0.58) | | | (0.76) |
| FI | | | | -0.6476** | | -0.6351* |
| | | | | (-1.98) | | (-1.82) |
| PROF | | | | | 1.1573*** | 1.1447*** |
| | | | | | (3.51) | (3.41) |
| P_Out_Dir | -2.2015*** | -2.1609*** | -2.0482** | -1.9359** | -3.0361*** | -2.9310*** |
| | (-2.73) | (-2.66) | (-2.42) | (-2.38) | (-3.66) | (-3.30) |
| BOD_SIZE | -0.0427 | -0.0417 | -0.0362 | -0.0275 | -0.0587 | -0.0516 |
| | (-0.55) | (-0.54) | (-0.47) | (-0.36) | (-0.77) | (-0.67) |
| SIZE | 0.0973 | 0.1034 | 0.0923 | 0.1209 | 0.0731 | 0.1124 |
| | (0.75) | (0.79) | (0.71) | (0.93) | (0.57) | (0.86) |
| LEV | -14.870*** | -14.881*** | -14.838*** | -14.918*** | -14.853*** | -14.962*** |
| | (-14.26) | (-14.25) | (-14.20) | (-14.34) | (-14.41) | (-14.48) |
| C_Sales | -0.0268* | -0.0270* | -0.0268* | -0.0257 | -0.0243 | -0.0236 |
| | (-1.70) | (-1.71) | (-1.70) | (-1.64) | (-1.56) | (-1.52) |
| Age | -0.1715 | -0.1661 | -0.1696 | -0.1787 | -0.2518* | -0.2531* |
| | (-1.20) | (-1.15) | (-1.18) | (-1.25) | (-1.75) | (-1.75) |
| FCF | 8.4265*** | 8.4354*** | 8.4219*** | 8.1248*** | 7.9712*** | 7.6999*** |
| | (5.20) | (5.20) | (5.19) | (5.00) | (4.96) | (4.77) |
| Chaebol_D | -0.7348** | -0.7131** | -0.7184** | -0.7473** | -0.6224* | -0.6288* |
| | (-2.29) | (-2.19) | (-2.23) | (-2.34) | (-1.95) | (-1.94) |
| List_D | 0.1998 | 0.1890 | 0.2167 | 0.1244 | 0.0589 | -0.0534 |
| | (0.62) | (0.59) | (0.67) | (0.39) | (0.18) | (-0.16) |
| Year effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Firm fixed effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| | | | | | | |
| N | 515 | 515 | 515 | 515 | 515 | 515 |
| Adj. $R^2$ | 0.5377 | 0.5369 | 0.5371 | 0.5406 | 0.5486 | 0.5491 |

<표 6-3> 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치[8)]

| <표 6-3>: Q | 식(1) | 식(2) | 식(3) | 식(4) | 식(5) | 식(6) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Intercept | 1.0023*** | 1.0022*** | 1.0123*** | 1.0117*** | 0.9839*** | 0.9963*** |
| | (11.80) | (11.72) | (11.84) | (11.86) | (11.54) | (11.52) |
| High_GOV | | -0.0001 | | | | -0.0030 |
| | | (-0.01) | | | | (-0.39) |
| GOV | | | 0.0066 | | | 0.0073 |
| | | | (1.02) | | | (1.06) |
| FI | | | | 0.0068 | | 0.0048 |
| | | | | (1.07) | | (0.72) |
| PROF | | | | | 0.0111 | 0.0124* |
| | | | | | (1.63) | (1.79) |
| P_Out_Dir | -0.0049 | -0.0049 | -0.0086 | -0.0045 | -0.0088 | -0.0128 |

8) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | (-0.18) | (-0.18) | (-0.32) | (-0.17) | (-0.32) | (-0.47) |
| BOD_SIZE | -0.0024 | -0.0024 | -0.0028 | -0.0027 | -0.0029 | -0.0035* |
| | (-1.35) | (-1.35) | (-1.51) | (-1.46) | (-1.59) | (-1.87) |
| SIZE | -0.0004 | -0.0004 | -0.0004 | -0.0008 | -0.0000 | -0.0001 |
| | (-0.16) | (-0.16) | (-0.16) | (-0.30) | (-0.01) | (-0.05) |
| LEV | 0.0338 | 0.0338 | 0.0263 | 0.0322 | 0.0489 | 0.0414 |
| | (0.62) | (0.62) | (0.48) | (0.59) | (0.89) | (0.75) |
| C_Sales | 0.0063 | 0.0063 | 0.0049 | 0.0062 | 0.0064 | 0.0053 |
| | (0.81) | (0.81) | (0.63) | (0.82) | (0.84) | (0.67) |
| Age | -0.0049 | -0.0049 | -0.0057* | -0.0055* | -0.0050 | -0.0064* |
| | (-1.51) | (-1.50) | (-1.71) | (-1.69) | (-1.57) | (-1.90) |
| FCF | 0.1045* | 0.1045* | 0.1137** | 0.1081* | 0.0920 | 0.1024* |
| | (1.87) | (1.86) | (2.01) | (1.93) | (1.64) | (1.80) |
| EBIT | -0.0030 | -0.0030 | -0.0020 | -0.0048 | -0.0019 | -0.0025 |
| | (-0.19) | (-0.19) | (-0.13) | (-0.30) | (-0.12) | (-0.15) |
| RD | 5.3394*** | 5.3411*** | 4.9900** | 5.4652*** | 4.9300** | 4.7090** |
| | (2.68) | (2.64) | (2.47) | (2.74) | (2.46) | (2.28) |
| ADV | 0.1752 | 0.1752 | 0.1804 | 0.1561 | 0.2073 | 0.2008 |
| | (0.80) | (0.79) | (0.82) | (0.71) | (0.94) | (0.91) |
| SGA | -0.0625*** | -0.0626*** | -0.0614*** | -0.0632*** | -0.0631*** | -0.0629*** |
| | (-5.26) | (-5.22) | (-5.14) | (-5.31) | (-5.33) | (-5.24) |
| Chaebol_D | 0.0034 | 0.0034 | 0.0025 | 0.0039 | 0.0042 | 0.0042 |
| | (0.54) | (0.53) | (0.39) | (0.62) | (0.67) | (0.64) |
| List_D | 0.0176 | 0.0176 | 0.0174 | 0.0222 | 0.0088 | 0.0114 |
| | (0.66) | (0.65) | (0.65) | (0.82) | (0.32) | (0.41) |
| Year effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Firm fixed effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| | | | | | | |
| N | 210 | 210 | 210 | 210 | 210 | 210 |
| Adj. $R^2$ | 0.2986 | 0.2948 | 0.2988 | 0.2992 | 0.3049 | 0.3022 |

### 4.3 기업특성에 따른 분석

기업의 성과 및 가치에 대한 사외이사의 역할은 그 상대적 중요성이 기업의 특성에 따라 달라질 수 있다. 가령, 기업을 둘러싼 정보의 비대칭성이 높아 경영진이 재량적인 선택을 좀 더 용이하게 할 수 있는 기업의 경우 기업의 내부적 감시기능이 더 강하게 작동을 요할 것이다. 따라서 그러한 기업에서 사외이사의 경영진 감시기능이 더 중요해 질 것이다. 본 장에서는 기업별 상이한 특성을 고려하여 사외이사의 경영진 감시기능이 더욱 더 중요할 수 있는 기업과 그렇지 않은 기업에서 사외이사의 특성이 기업의 성과 및 가치에 어떻게 다른 영향을 미치는지 분석한다.

Ayers et al.(2011)은 투자기회가 상대적으로 많은 기업의 경영진이 자신의 이득을 위한 기회주의적 의사결정을 할 확률이 높다고 논하고 구제척으로 기업의 연구개발비(RD) 정도를 투자기회의 대리변수로 사용한다. Chung et al.(2017)의 경우에도 한국시장을 대상으로 하여 연구개발비가 높은 기업의 정보의 비대칭정도가 높아 재량적 발생액을 통한 경영진의 기회주의적 행태가 부각될 것이라고 보고 있다. 이

러한 연구들에 기초하여, 전체 샘플기업을 당해 연도에 연구개발비를 지출한 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하고 앞의 연구모형 (1)번과 (2)번에 적용하여 회기계수를 추정한다. <표7>은 그 결과를 제시한다. ROE, ROA, Q를 종속변수로 하고 연구개발비 지출이 없었던 하위 샘플에서 GOV의 회기계수가 모두 양수이고 유의하게 나타난다. 하지만 ROE를 종속변루로 하고 연구개발비 지출이 있었던 하위 샘플에서는 GOV의 회기계수가 유의한 은수로 나타난다. 이는 상대적으로 사외이사의 역할이 덜 중요할 수 있는 기업에서는 정부관료 출신 사외이사들이 어느 정도 역할을 하는 것으로 보이지만, 정작 더욱 더 감시기능을 요하는 기업에서는 역할을 다하지 못할 수도 있음으로 해석된다. 아울러 ROA를 종속변수로 하고 연구개발비 지출이 없었던 하위 샘플에서만 FI의 회기계수가 음수로 유의하게 나타나고 있어, 금융공기업 출신 사외이사가 크게 역할을 하지 못하거나 부정적인 영향을 기업에 미치고 있음을 파악할 수 있다. ROA와 Q를 종속변수로 하고 연구개발비 지출이 없었던 하위 샘플에서만 PROF의 회기계수가 양수로 유의하게 나타나고 있다. 이는 대학교수 출신 사외이사와 관련된 앞선 실증분석 결과들과 함께하는 부분도 있지만, 실제로 감시기능이 더욱 중요할 수 있는 기업에서는 실질적인 역할을 하지 못하고 있는 것으로 판단이 된다.

<표 7> 기업의 투자기회에 따른 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치[9)]

| | *Low RD* | *High RD* | *Low RD* | *High RD* | *Low RD* | *High RD* |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | ROE | | ROA | | Q | |
| Intercept | -4.8330 | 46.6329*** | 7.5332*** | 23.5390*** | 0.8766*** | 1.9602*** |
| | (-0.69) | (2.77) | (3.10) | (3.14) | (10.24) | (10.07) |
| High_GOV | -1.0987 | 1.1805 | -0.1444 | 0.2719 | 0.0033 | 0.0111 |
| | (-0.89) | (0.51) | (-0.34) | (0.27) | (0.39) | (0.79) |
| GOV | 1.9399* | -3.5926* | 0.6834* | -0.2710 | 0.0119* | 0.0166 |
| | (1.93) | (-1.87) | (1.95) | (-0.32) | (1.85) | (0.73) |
| FI | -1.1186 | 1.0742 | -0.7205** | -0.3217 | 0.0038 | 0.0060 |
| | (-1.08) | (0.59) | (-1.99) | (-0.39) | (0.57) | (0.41) |
| PROF | 0.1432 | -0.3073 | 0.8968*** | 0.4441 | 0.0144** | 0.0312 |
| | (0.15) | (-0.17) | (2.61) | (0.54) | (2.23) | (1.37) |
| P_Out_Dir | -13.020*** | 7.3481 | -3.1845*** | 2.8863 | -0.0258 | -0.0008 |
| | (-5.27) | (1.18) | (-3.70) | (1.04) | (-0.99) | (-0.01) |

9) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| BOD_SIZE | -0.3812* | 0.1643 | -0.0081 | -0.4040 | -0.0051*** | -0.0023 |
| | (-1.80) | (0.30) | (-0.11) | (-1.64) | (-2.88) | (-0.31) |
| SIZE | 1.3997*** | -1.2184 | 0.1923 | -0.1855 | 0.0013 | -0.0497*** |
| | (3.70) | (-1.35) | (1.46) | (-0.46) | (0.50) | (-3.36) |
| LEV | -14.519*** | -7.6026 | -10.867*** | -16.972*** | 0.1256** | 0.6156** |
| | (-4.48) | (-1.24) | (-9.62) | (-6.20) | (2.33) | (2.11) |
| C_Sales | -0.0121 | 9.2492*** | -0.0126 | 0.1850 | 0.0019 | -0.0200 |
| | (-0.30) | (2.83) | (-0.89) | (0.13) | (0.27) | (-0.85) |
| Age | 0.3240 | -3.0876*** | -0.0975 | -0.6386 | -0.0022 | -0.0691*** |
| | (0.81) | (-2.88) | (-0.70) | (-1.34) | (-0.69) | (-5.07) |
| FCF | 0.4020 | 12.5096 | 3.2898* | 8.7646** | 0.0791 | 0.0444 |
| | (0.08) | (1.42) | (1.93) | (2.23) | (1.30) | (0.55) |
| EBIT | | | | | 0.0096 | -0.1314*** |
| | | | | | (0.46) | (-3.61) |
| RD | | | | | 6.8145** | 3.6573 |
| | | | | | (2.37) | (1.12) |
| ADV | | | | | 0.5279* | -0.0467 |
| | | | | | (1.92) | (-0.13) |
| SGA | | | | | -0.0583*** | -0.1485*** |
| | | | | | (-4.66) | (-4.02) |
| Chaebol_D | -3.0701*** | -2.5901 | -0.3060 | -2.8637*** | 0.0138** | -0.0761*** |
| | (-3.32) | (-1.18) | (-0.95) | (-2.93) | (2.21) | (-3.07) |
| List_D | 1.7227* | -0.8229 | -0.1291 | 0.2022 | 0.0088 | 0.0122 |
| | (1.84) | (-0.39) | (-0.40) | (0.22) | (0.36) | (0.55) |
| Year effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Firm fixed effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| | | | | | | |
| N | 364 | 151 | 364 | 151 | 139 | 71 |
| Adj. $R^2$ | 0.1128 | 0.4653 | 0.2597 | 0.7772 | 0.3761 | 0.8095 |

기업특성과 관련하여 국내 기업의 특수한 소유구조는 사외이사의 기능과 복합적

인 관계를 가질 수 있다. 특히 대주주의 존재 유무가 중요할 수 있는데, 대주주는 자신의 투자가치를 극대화하기 위해서 경영진을 효과적으로 감시할 유인을 가지고 있으나(Shleifer and Vishny, 1986) 국내 기업의 특수성을 고려했을 때 오히려 자신의 이해를 보다 충족하는 방향으로 기업의 의사결정에 영향을 미칠 가능성도 크다고 판단된다. 이를 반영하여 최대주주 및 특수관계자가 존재하는 금융회사를 1 그렇지 않으면 0을 나타내는 대주주더미(ControlSH_D)와 사외이사 특성변수들 간의 교차변수를 포함하는 연구모형 (1)번과 (2)번 추정하고, 그 결과를 <표8-1>에서 제시한다. ROE를 종속변수로 하는 모형에서는 GOV와 FI와 관계된 교차변수의 회기계수가 각각 음수와 양수로 유의하게 나타난다. 이는 대주주가 존재하는 기업에서 대주주의 상대적인 영향력으로 정부관료 출신 사외이사의 역할은 기업 성과에 긍정적이지 못하거나 대주주와 결탁하여 전체적인 기업의 성과를 저해하는 것으로 해석이 되고, 반면에 금융공기업 출신 사외이사는 대주주의 투자가치와 기업의 성과가 일치하는 방향으로 영향을 미치는 것으로 판단된다. ROA와 Q를 종속변수로 하는 두 모형에서는 PROF와 대주주더미 간 교차변수의 회기계수가 양수로 유의하게 나타난다. 이는 대학교수 출신 사외이사의 역할과 관련된 앞선 실증분석 결과들과 어느 정도 맥을 함께 하면서, 대학교수 출신 사외이사의 경우 대주주의 특수한 이해관계 상충문제를 완화하면서 기업의 성과와 가치에 긍정적인 영향을 미친다고 판단된다.

주식 수익률 변동성(Volatility)은 기업을 둘러싼 불확실성 및 정보비대칭 변수로 많이 사용된다 (Duchin et al., 2010; Boone et al., 2007). 기업의 근원적인 불확실성과 정보비대칭성이 높을 때 경영진의 대리인 문제와 비효율적 의사결정이 더욱 더 두드러질 수 있다. 따라서, 이러한 특성이 강한 기업에서 이사외의 모니터링 역할을 매우 중요하다고 할 수 있다. 이와 같은 논의를 반영하여 일별 주가 수익률을 계산한 후 1년간 일별 수익률의 표준편차로 측정되는 Volatility와 사외이사 특성변수들 간의 교차변수를 포함하는 연구모형 (1)번과 (2)번 추정하고, 그 결과를 <표8-2>에서 제시한다. ROE와 ROA를 종속변수로 하는 샘플에서 High_GOV와 Volatility의 교차변수에 대한 회계계수는 모두 음수로 유의하게 나타난다. 이는 기업의 불확실성과 정보비대칭성이 높아 사외이사의 역할이 더 중요함에도 불구하고 차관급 이상 고위 정부관료 출신들이 사외이사로 재임 중인 기업에서는 오히려 역할이 제대로 작동하지 않아 기업의 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 보여준다. 이 외에 ROE를 종속변수로 하는 모형에서 FI와 Volatility의 교차변수에 대한 회계계수 또한 음수로 유의하게 나타나 금융공기업 출신 사외이사의 역할에도 의문점을 가지게 한다. 본 장의 실증분석 결과들을 종합해보면, 사외이사의 역할이 더욱 더 중요할 수 있는 기업들에서 사외이사들이 전반적으로 이에 부응하여 역할을 한다고 보긴 어렵지만 특정 사외이사 집단에서는 제한적으로 긍정적인 역할을 함을 보여준다.

<표 8-1> 기업의 지배주주 유무 및 불확실성에 따른 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치[10)]

| <표 8-1>: 지배주주 유무 | ROE | ROA | Q |
|---|---|---|---|
| Intercept | 9.1197 | 14.8512*** | 0.9356*** |
| | (1.48) | (6.30) | (10.67) |
| High_GOV | -2.6268 | -0.5708 | -0.0041 |
| | (-1.24) | (-0.70) | (-0.16) |
| GOV | 2.5726* | 0.3834 | -0.0041 |
| | (1.86) | (0.73) | (-0.35) |
| FI | -2.6929** | -0.6896 | -0.0039 |
| | (-2.04) | (-1.37) | (-0.38) |
| PROF | -0.7177 | 0.2931 | -0.0050 |
| | (-0.56) | (0.60) | (-0.42) |
| P_Out_Dir | -8.7770*** | -1.3575 | -0.0431 |
| | (-2.81) | (-1.14) | (-1.10) |
| BOD_SIZE | -0.1885 | -0.0833 | -0.0026 |
| | (-0.72) | (-0.83) | (-1.06) |
| High_GOVxControlSH_D | 2.5905 | 0.5909 | -0.0079 |
| | (1.04) | (0.62) | (-0.30) |
| GOVxControlSH_D | -3.4970* | -0.1677 | 0.0198 |
| | (-1.92) | (-0.24) | (1.33) |
| FIxControlSH_D | 4.4051** | 0.2446 | 0.0175 |
| | (2.41) | (0.35) | (1.33) |
| PROFxControlSH_D | 2.8295 | 1.6805** | 0.0273* |
| | (1.61) | (2.49) | (1.89) |
| P_Out_DirxControlSH_D | -6.6842 | -3.3695* | 0.0366 |
| | (-1.48) | (-1.95) | (0.68) |
| BOD_SIZExControlSH_D | -0.5302 | 0.0258 | -0.0004 |
| | (-1.41) | (0.18) | (-0.11) |
| ControlSH_D | 4.7110 | -0.0319 | -0.0234 |
| | (1.47) | (-0.03) | (-0.54) |
| SIZE | 0.8586** | 0.0733 | 0.0034 |
| | (2.44) | (0.54) | (1.17) |
| LEV | -17.939*** | -15.369*** | 0.0643 |
| | (-6.51) | (-14.58) | (1.20) |
| C_Sales | -0.0415 | -0.0247 | 0.0008 |
| | (-1.02) | (-1.58) | (0.10) |
| Age | 0.0268 | -0.2152 | -0.0084** |
| | (0.07) | (-1.45) | (-2.54) |
| FCF | 8.9520** | 7.8019*** | -0.0037 |
| | (2.08) | (4.73) | (-1.32) |
| EBIT | | | -0.0095 |
| | | | (-0.61) |
| RD | | | 3.6414* |
| | | | (1.83) |
| ADV | | | 0.4285* |
| | | | (1.86) |
| SGA | | | -0.0766*** |
| | | | (-6.30) |
| Chaebol_D | -2.4274** | -0.3820 | -0.0069 |

10) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

| | | | |
|---|---|---|---|
| | (-2.37) | (-0.98) | (-0.99) |
| List_D | 1.7470* | 0.1327 | -0.0037 |
| | (1.96) | (0.39) | (-0.13) |
| Year effect | Yes | Yes | Yes |
| Firm fixed effect | Yes | Yes | Yes |
| | | | |
| N | 515 | 515 | 515 |
| Adj. $R^2$ | 0.1747 | 0.5517 | 0.3822 |

<표 8-2> 기업의 지배주주 유무 및 불확실성에 따른 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치[11)]

| <표 8-2>: 불확실성 | ROE | ROA | Q |
|---|---|---|---|
| Intercept | -4.2884 | 4.4572** | 0.8994*** |
| | (-0.26) | (2.26) | (8.60) |
| High_GOV | -1.132* | -1.3175** | -0.0495 |
| | (-1.80) | (-1.98) | (-1.55) |
| GOV | 2.0408* | 0.8199 | 0.0460* |
| | (1.78) | (1.53) | (1.80) |
| FI | -5.0293 | -0.5304 | -0.0159 |
| | (-1.28) | (-1.14) | (-0.70) |
| PROF | -0.5482 | -0.0859 | 0.0075 |
| | (-0.13) | (-0.17) | (0.32) |
| P_Out_Dir | -9.1892 | -0.9558 | -0.0793 |
| | (-0.51) | (-0.45) | (-0.77) |
| BOD_SIZE | -0.3292 | -0.0697 | -0.0102* |
| | (-0.33) | (-0.60) | (-1.82) |
| High_GOVxVolatility | -2.065* | -3.9524** | 2.1664 |
| | (-1.82) | (-2.20) | (1.39) |
| GOVxVolatility | -3.2414 | -3.131 | -1.8744 |
| | (-1.51) | (-1.46) | (-1.49) |
| FIxVolatility | -4.653* | 1.1841 | 0.8557 |
| | (-1.72) | (1.40) | (0.79) |
| PROFxVolatility | 6.6946 | 4.8332 | 0.2229 |
| | (0.08) | (0.20) | (0.19) |
| P_Out_DirxVolatility | 5.605 | 2.6648 | 3.2675 |
| | (0.22) | (0.23) | (0.68) |
| BOD_SIZExVolatility | -12.281 | 0.5750 | 0.2781 |
| | (-0.26) | (0.10) | (1.05) |
| Volatility | 10.0294 | -22.967 | -1.5312 |
| | (0.02) | (-0.31) | (-0.43) |
| SIZE | 0.5881 | 0.1343** | 0.0051 |
| | (1.09) | (2.10) | (1.49) |
| LEV | 2.3455 | -6.3784*** | 0.0580 |
| | (0.26) | (-6.00) | (1.04) |
| C_Sales | 3.4170** | 0.3951** | 0.0076 |
| | (2.52) | (2.46) | (0.95) |
| Age | -0.9477* | -0.0781 | -0.0031 |

11) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

| | | | |
|---|---|---|---|
| | (-1.70) | (-1.18) | (-0.89) |
| FCF | 1.5510** | 3.5496*** | 0.0796 |
| | (2.48) | (3.46) | (1.41) |
| EBIT | | | -0.0040 |
| | | | (-0.25) |
| RD | | | 5.1126** |
| | | | (2.51) |
| ADV | | | 0.1237 |
| | | | (0.55) |
| SGA | | | -0.0658*** |
| | | | (-5.40) |
| Chaebol_D | -1.5839* | -0.1816* | -0.0006 |
| | (-1.73) | (-1.94) | (-0.08) |
| List_D | 0.9022 | 0.0364 | 0.0002 |
| | (0.24) | (0.09) | (0.01) |
| Year effect | Yes | Yes | Yes |
| Firm fixed effect | Yes | Yes | Yes |
| | | | |
| N | 210 | 210 | 210 |
| Adj. $R^2$ | 0.0956 | 0.1979 | 0.3621 |

### 4.4 강건성 검증

본 장에서는 앞에서 제시한 실증분석 결과에 대한 강건성 검증을 실시한다. 기업지배구조와 관련된 많은 선행연구들에서 이사회의 의사결정 및 영향력 행사에는 절차가 필요하고 그러한 역할이 기업의 성과 및 가치에 반영되기 위해서는 시간이 걸릴 수밖에 없다. 이러한 특성을 고려하여 사외이사 특성변수들의 1-year lagged값과 기업의 성과 및 가치간의 관계를 연구모형 (1)번과 (2)번 기초하여 분석한다. 또한, 사외이사의 역할이 기업의 성과 및 가치에 투영되어 얼마만큼의 향상을 이끌어 내는지 및 금융회사 유형별 ROE, ROA, Q의 본연적 차이에 대한 추가적인 고려를 위해 ROE, ROA, Q의 연도별 변화량을 종속변수로 하는 모형들을 추가적으로 분석한다. <표9-1>은 ROE(△ROE)와 ROA(△ROA)를 종속변수로 하고 핵심 독립변수들로는 사외이사 특성변수들의 당해 연도 및 1-year lagged값들을 고려한 모형들을 추정한 결과를 제시한다. 분석결과에 따르면 1-year lagged FI와 PROF변수가 ROA와 각각 음과 양의 유의한 상관관계를 가지는 것으로 보여지고, 당해 연도 PROF변수는 △ROA와 양의 유의한 관계를 가지는 것으로 나타난다. 이는 앞에서 ROA를 종속변수로 하는 <표6-2>에서는 FI의 회기계수가 전반적으로 음수로 유의하게 나타났고, PROF의 회기계수가 전반적으로 양수로 유의하게 나타났던 본 연구의 주된 결과와 일관된다고 판단된다.

비슷하게 Q(△Q)를 종속변수로 하고 핵심 독립변수들로 사외이사 특성변수들의 당해 연도 및 1-year lagged값들을 고려한 모형들을 추정한 결과를 <표9-2>에 제시한다. 분석결과에 따르면 1-year lagged PROF변수가 Q와 양의 유의한 상관관계

를 가지는 것으로 나타났고 당해 연도 PROF변수 또한 △Q와 양의 유의한 관계를 가지는 것으로 나타난다. 이 역시 Q를 종속변수로 하는 <표6-3>에서 사외이사 및 기업특성 변수들을 모두 통제하고 PROF의 회기계수가  양수로 유의하게 나타났던 본 연구의 또 다른 핵심결과가 실증분석의 모형 선택에 따라 크게 왜곡되지 않았음을 보여준다.

<표 9-1> 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치: 강건성 검증[12)]

| <표 9-1>: 기업성과 | ROE | DROE | DROE | ROA | DROA | DROA |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Intercept | 5.1818 | 5.9731 | 4.6579 | 13.3402*** | -0.1327 | -0.6475 |
| | (0.79) | (1.01) | (0.78) | (5.41) | (-0.06) | (-0.30) |
| High_GOV | | 0.4853 | | | -0.2603 | |
| | | (0.44) | | | (-0.64) | |
| GOV | | 0.8270 | | | 0.2954 | |
| | | (0.95) | | | (0.92) | |
| FI | | -0.8420 | | | -0.3127 | |
| | | (-0.93) | | | (-0.94) | |
| PROF | | 0.0598 | | | 0.1987* | |
| | | (0.07) | | | (1.82) | |
| P_Out_Dir | | 2.7347 | | | 0.3867 | |
| | | (1.18) | | | (0.45) | |
| BOD_SIZE | | 0.0939 | | | -0.0028 | |
| | | (0.47) | | | (-0.04) | |
| High_GOV_lagged | -0.7361 | | 0.3965 | -0.3697 | | -0.1345 |
| | (-0.62) | | (0.37) | (-0.83) | | (-0.34) |
| GOV_lagged | -0.1362 | | 0.0876 | 0.2486 | | 0.1123 |
| | (-0.14) | | (0.10) | (0.66) | | (0.34) |
| FI_lagged | -0.3065 | | -0.4333 | -0.8006** | | -0.4129 |
| | (-0.31) | | (-0.49) | (-2.17) | | (-1.27) |
| PROF_lagged | 0.4210 | | -0.2262 | 0.9051** | | -0.3699 |
| | (0.44) | | (-0.26) | (2.52) | | (-1.17) |
| P_Out_Dir_lagged | -8.7449*** | | -4.6148** | -1.8068* | | -1.7181** |
| | (-3.47) | | (-2.01) | (-1.90) | | (-2.05) |
| BOD_SIZE_lagged | -0.4809** | | -0.1094 | -0.1174 | | -0.0532 |
| | (-2.16) | | (-0.54) | (-1.40) | | (-0.72) |
| SIZE | 1.1300*** | -0.3078 | -0.2059 | 0.1393 | 0.0351 | 0.0561 |
| | (3.06) | (-0.93) | (-0.61) | (1.00) | (0.29) | (0.46) |
| LEV | -20.397*** | -1.4475 | -1.5776 | -15.499*** | -1.6632* | -1.5245 |
| | (-6.91) | (-0.54) | (-0.59) | (-13.90) | (-1.69) | (-1.55) |
| C_Sales | 1.1471 | 2.6610*** | 2.7467*** | 0.0003 | 0.3508 | 0.3748 |
| | (1.37) | (3.50) | (3.60) | (0.00) | (1.26) | (1.34) |
| Age | 0.4771 | 0.4683 | 0.4908 | -0.1335 | 0.1569 | 0.1825 |
| | (1.14) | (1.23) | (1.29) | (-0.85) | (1.12) | (1.31) |
| FCF | 7.3326 | -8.4207** | -7.9615* | 6.5114*** | -5.2825*** | -5.2181*** |
| | (1.61) | (-2.04) | (-1.92) | (3.78) | (-3.48) | (-3.44) |
| Chaebol_D | -3.3295*** | -0.4170 | -0.4810 | -0.7521** | -0.1449 | -0.2262 |
| | (-3.62) | (-0.50) | (-0.57) | (-2.16) | (-0.47) | (-0.74) |
| List_D | 0.8821 | -0.6698 | -0.7153 | -0.1424 | -0.2337 | -0.2342 |
| | (0.94) | (-0.79) | (-0.84) | (-0.40) | (-0.75) | (-0.75) |

12) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Year effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Firm fixed effect | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| | | | | | | |
| N | 410 | 410 | 410 | 410 | 410 | 410 |
| Adj. $R^2$ | 0.1695 | 0.0902 | 0.0922 | 0.5778 | 0.0151 | 0.0264 |

<표 9-2> 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치: 강건성 검증[13)]

| <표 9-2>: 기업가치 | Q | D Q | D Q |
|---|---|---|---|
| Intercept | 0.9272*** | -0.1743*** | -0.1624*** |
| | (9.73) | (-2.86) | (-2.68) |
| High_GOV | | -0.0041 | |
| | | (-0.74) | |
| GOV | | -0.0004 | |
| | | (-0.08) | |
| PROF | | 0.0068* | |
| | | (1.82) | |
| FI | | -0.0003 | |
| | | (-0.07) | |
| P_Out_Dir | | 0.0013 | |
| | | (0.06) | |
| BOD_SIZE | | -0.0001 | |
| | | (-0.05) | |
| High_GOV_lagged | -0.0043 | | -0.0009 |
| | (-0.53) | | (-0.18) |
| GOV_lagged | 0.0039 | | -0.0024 |
| | (0.51) | | (-0.49) |
| PROF_lagged | 0.0190** | | 0.0015 |
| | (2.21) | | (0.33) |
| FI_lagged | 0.0084 | | -0.0004 |
| | (1.18) | | (-0.09) |
| P_Out_Dir_lagged | -0.0236 | | 0.0055 |
| | (-0.76) | | (0.28) |
| BOD_SIZE_lagged | -0.0027 | | 0.0011 |
| | (-1.40) | | (0.86) |
| SIZE | 0.0008 | 0.0014 | 0.0005 |
| | (0.27) | (0.71) | (0.24) |
| LEV | 0.0793 | 0.1120*** | 0.1120*** |
| | (1.30) | (2.92) | (2.89) |
| C_Sales | 0.0001 | 0.0081 | 0.0080 |
| | (0.20) | (1.57) | (1.54) |
| Age | -0.0040 | 0.0043* | 0.0045** |
| | (-1.13) | (1.96) | (2.04) |
| FCF | 0.0742 | -0.0446 | -0.0441 |
| | (1.16) | (-1.12) | (-1.08) |
| EBIT | 0.0088 | 0.0270** | 0.0273*** |
| | (0.54) | (2.57) | (2.61) |
| RD | 4.6540** | -0.2562 | -0.0846 |
| | (2.20) | (-0.19) | (-0.06) |

13) ( )의 수치는 t-value이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 계수가 유의함을 나타냄.

| | | | |
|---|---|---|---|
| ADV | 0.0593 | -0.0333 | -0.0536 |
| | (0.25) | (-0.23) | (-0.36) |
| SGA | -0.0477*** | 0.0167** | 0.0173** |
| | (-3.89) | (2.13) | (2.22) |
| Chaebol_D | 0.0033 | 0.0003 | 0.0005 |
| | (0.47) | (0.06) | (0.11) |
| List_D | 0.0153 | 0.0066 | 0.0108 |
| | (0.41) | (0.28) | (0.46) |
| Year effect | Yes | Yes | Yes |
| Firm fixed effect | Yes | Yes | Yes |
| | | | |
| N | 172 | 172 | 172 |
| Adj. $R^2$ | 0.2489 | 0.0574 | 0.0486 |

# Ⅴ. 결론

본 연구는 소위 “낙하산 인사”로 간주될 수 있는 정부관료 및 금융공기업 출신 사외이사를 선임하고 있는 금융회사에서 이러한 사외이사들이 기업의 단기성과 및 장기 가치에 미치는 영향에 대해 실증분석을 하였다. 분석 결과 정부관료 및 금융공기업 출신을 사외이사로 포함 한 기업의 경우 기업의 성과 및 가치를 나타내는 자기자본수익률, 총자산수익률과 Tobin's Q이 비교 대상 기업과 비교하여 뚜렷한 차이를 나타내지 않았다. 아울러 기업별 상이한 특성을 고려하여 사외이사의 경영진 감시와 견제역할이 보다 중요할 수 있는 기업과 그렇지 않은 기업에서 정부관료 및 금융공기업 출신 사외이사가 기업의 성과 및 가치에 어떻게 다른 영향을 미치는지 분석하였다. 분석결과에 따르면 사외이사의 독립적이고 실효적인 역할이 더욱 중요시 되는 연구개발 지출이 많은 기업, 최대주주 및 특수관계자가 존재하는 기업, 불확실성이 높은 기업에서는 대부분의 분석에서 유의미한 결과를 발견하지 못하였다. 이러한 결과들은 국내 금융회사의 사외이사 선임과 관련하여 빈번하게 제기되고 있는 전문성과 독립성 측면의 자격 논란에 보다 심도있는 고찰을 요한다. 특히 국가 경제활동의 원활한 흐름을 위해 중추적인 역할을 담당하는 금융회사에서 정부관료 및 금융공기업 출신을 포함한 전반적인 사외이사 비율이 타 산업에 비해 높은 경향을 보이기 때문에, 단순 사외이사 비율의 증가보다는 철저한 검증을 통한 사외이사 선임과 함께 금융회사 사외이사제도의 전반적인 개선이 필요해 보인다.

본 논문의 분석결과에 따라 표출된 금융회사의 사외이사 선임문제 개선을 위해 고려될 수 있는 사항들은 다음과 같다. 우선, 행정부 관료들의 낙하산 문제는 광의의 전관예우 문제, 암묵적 로비의 문제가 얽혀있어 접근하기가 그리 쉬운 문제는 아니다. 첫 번째, 가장 직접적이고 단순한 정책은 공직자들의 은퇴 후 재취업을 제한하는 것이고, 이는 이미 공직자윤리법상의 취업제한 규정으로 시행되고 있다. 그러나 이는 전문노동력 시장(Professional Labor Market)에서의 능력 있는 자원의 효

율적 배분에 어긋날 가능성이 있다. 또한 국내 사외이사 후보들의 풀(Pool)도 고려할 필요가 있다. 한국은 미국과 달리 전문 경영자 시장이 넓지 않고 전문경영자 시장이 대기업집단별로 형성되어 있다는 문제점이 있다. 예를 들어, 삼성계열사에서 은퇴한 전문경영인이 현대 계열사의 사외이사로 자리 잡는 경우를 찾아보기가 힘든 것이 국내시장의 현실이다. 이러한 상황에서 재취업제한은 사외이사의 잠재적 후보자 풀을 의도치 않게 좁히는 결과를 가져올 수 있다. 관련하여 금융회사 사외이사 선임문제를 특히 전관예우와 연계하여 바라본다면 최한수(2016)에 주목해볼 필요가 있다. 그가 경제부처 고위공무원을 대상으로 퇴직 및 재취업패턴을 분석한 결과 평균 퇴직연령이 53.6세로 나타났다. 많은 관료들이 정년 전에 퇴직을 하고, 전관예우는 결국 조기퇴직에 대한 암묵적 연금의 기능을 하고 있다는 것이다. 이런 상황에서는 취업제한 정책보다는 조기퇴직을 막고 정년을 보장해주는, 예를 들면 사법부의 평생법관제, 정책이 효과적일 수 있다. 두 번째, 사외이사 본연의 기능, 즉 경영진에 대한 독립적인 감시기능을 강화하기 위해 어떠한 제도개선이 필요한지에 대해 논의의 초점이 맞추어져야 한다. 여기서 주목해야 할 것이 상법개정안 중 논의되고 있는 사외이사후보 추천위원회의 독립성 강화, 소액주주 등에 의한 사외이사 선임, 집중투표 의무화이다.[14] 사외이사의 선임에 있어 정권과 지배주주의 영향력이 강하다는 것은 주지의 사실이다. 제도적으로 소액주주, 우리사주 조합 등에 의한 독립적 사외이사 선임의 가능성이 열리면 시장이 적합한 후보자를 선별하여 기업지배구조 개선에 기여하는 결과가 나타날 것으로 기대된다. 세 번째, 공직자 출신 사외이사의 역할이 대정부 로비라는 합의된 인식이 존재한다면 이사회에서 그들의 포지션을 제한하는 것도 하나의 방법이 될 수 있다. 예를 들어, 경영진에 대한 감시의 기능을 주로 맡는 감사위원회, 경영자보상위원회, 사장추천위원회, 사외이사후보 추천위원회 등에는 전직관료들은 사전적으로 배제하는 것이다. 미국의 경우 위와 같은 위원회는 전원 독립적인 사외이사로 구성하는 선례가 있으니 그것을 참고하는 것도 하나의 방법이 될 수 있을 것이다. 마지막으로, 사외이사 및 더 나아가 이사회의 역할 자체가 회의적이고 단기간의 개선이 어렵다면 이들의 기능을 대체할 외부 기관투자자의 주주권행사 강화를 위한 정책적 방안 마련도 병행되어야 할 것이다. 단순 의결권 행사 외에 비공식적 주주권 행사를 보다 용이하게 하면서 주주대표소송 참가 및 사외이사 및 감사후보 추천이 보다 활발하게 이루어질 수 있는 채널이 마련되어야 한다. 관련하여 최근에 도입된 stewardship code가 긍정적이긴 하지만, 여전히 실효성을 위해 개선되어야 할 부분이 많다.

14) 현재 국회에 여러 가지 상법개정안이 발의되어 있는 상태이고 각각의 세부적인 내용에서는 차이가 존재한다. 각각에 대해서 자세하게 다루는 것은 본 논문의 범위를 벗어난다. 대략적인 내용에 대해서는 경제개혁연대(2016)을 참조하기를 권한다.

# <참고문헌>


강윤식 · 국찬표, “사외이사의 독립성과 기업가치,” 『재무연구』 제25권 제3호, 2012, 451-498.

강형철 · 박경서 · 장하성, “기업집단의 계열사간 거래의 결정요인,” 『재무연구』 제19권 제1호, 2006, 77-118.

이승희, “금융회사 사외이사 분석”, 『경제개혁 리포트』 2016-14호, 2014.

경제개혁연대, “김종인・채이배 의원 대표발의 상법개정안에 대한 경제개혁연대 의견,” 『보도자료』, 2016.

고대원 · 김우진 · 이창민, “국내 상장 공기업 CEO 출신별 성과에 관한 실증연구,” Working Paper, 2017.

고창열 · 박준호 ·정훈 · 유관희, “DEA 를 이용한 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구,” 『관리회계연구』 제13권 제1호, 2013, 165-200.

김재경 · 신진영, “이사회의 독립성이 기업가치에 미치는 영향: 사외이사의 사회적 연결을 중심으로,” 『한국증권학회지』 제45권 제4호, 2016, 713-739.

김상훈 · 김양민, “이사회와 최고 경영층의 관계적 요인이 기업성과에 미치는 영향,” 『전략경영연구』 제11권 제1호, 2008, 43-63.

김용희 · 정규진 · 이병훈, “지방공기업 내부지배구조와 성과의 관계에 대한 연구,” 『한국지방공기업학회보 학술대회 자료집』, 2011, 71-102.

김창수. “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치,” 『한국증권학회지』 제38권 제4호, 2009, 507-545.

박원, “공공기관의 경영자 교체 및 특성이 경영성과와 이익조정에 미치는 영향,” 『국제회계연구』 제47권, 2013, 71-88.

손언승 · 양동훈 · 이상철 · 김갑순, “기업지배구조가 조세절감활동과 기업가치의 관련성에 미치는 영향에 대한 연구,” 『세무와 회계저널』 제13권 제3호, 2012, 385-419.

신현한 · 장진호, “소유구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향,” 『금융학회지』 제8권 제2호, 2003, 15-39.

안성규 · 곽채기, “지방공기업 기관장의 임용 유형과 경영성과 간의 관계에 관한 연구,” 『한국정책연구』 제13권 제4호, 2013, 71-91.

유승원, “공기업의 지배구조와 경영성과: CEO 와 내부감사인을 중심으로,” 『한국개발연구』 제31권 제1호, 2009, 71-103.

유은철 · 유홍림, “공기업· 준정부기관의 조직관리 특성과 조직성과와의 관계 분석,” 『한국행정연구』 제23권 제3호, 2014, 55-79.

이상철 · 윤종철, “보상위원회 도입과 독립성이 기업가치에 미치는 영향,”『관리회계연구』 제10권 제2호, 2010, 115-149.

이수정, “2006~2015 년 사외이사 분석,”『경제개혁리포트』, 2016, 1-58.

정지수 · 한승희, “공공기관장의 출신배경이 혁신과 성과에 미치는 영향,”『한국사회와 행정연구』 제25권 제1권, 2014, 115-140.

최한수, “공무원의 퇴직과 재취업패턴에 대한 연구-경제부처 고위 공무원을 중심으로,”『조세재정연구원 재정포럼』, 12월호, 2016, 6-25

최한수 · 이창민 · 석우남, “사외이사의 실질적 독립성과 기업가치,”『사회과학연구』 제43권 제1호, 2017, 41-57

Agrawal, Anup, and Charles R. Knoeber., “Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 31 No. 3, 1996, 377-397.

Ayers, Benjamin C., Santhosh Ramalingegowda, and P. Eric Yeung., “Hometown advantage: The effects of monitoring institution location on financial reporting discretion,” *Journal of Accounting and Economics* Vol. 52 No. 1, 2011, 41-61.

Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim., “Does corporate governance predict firms′ market values? Evidence from Korea,” *Journal of Law, Economics, and Organization* Vol. 22 No. 2, 2006, 366-413.

Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G., “The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis,” *Journal of Financial Economics* Vol. 85 No. 1, 66-101.

Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel, and Lalitha Naveen., “Boards: Does one size fit all?.” *Journal of Financial Economics* Vol. 87 No. 2, 2008, 329-356.

Dalton D. R., Daily C. M., Johnson, J. L. and Ellstrand A. E., “Number of directors and financial performance: A meta-analysis,” *Academy of Management Journal* Vol. 42 No. 6, 1999, 674-686.

Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn., “The structure of corporate ownership: Causes and consequences,” *Journal of Political Economy* Vol. 93 No. 6, 1985, 1155-1177.

Duchin, Ran, John G. Matsusaka, and Oguzhan Ozbas., “When are outside directors effective?,” *Journal of Financial Economics* Vol. 96 No. 2, 2010, 195-214.

Eisenberg, Theodore, Stefan Sundgren, and Martin T. Wells., “Larger board size and decreasing firm value in small firms,” *Journal of Financial Economics* Vol. 48 No. 1, 1998, 35-54.

Faccio, Mara. "Politically connected firms," *The American economic review* 96.1, 2006, 369-386.

Faleye O., Hoitash R. and Hoitash U., "The costs of intense board monitoring," *Journal of Financial Economics* Vol. 101 No. 1, 2011, 160-181.

Fisman, Raymond., "Estimating the value of political connections," *The American Economic Review* Vol. 91 No. 4, 2001, 1095-1102.

Fracassi C. and Tate G., "External networking and internal firm governance," *Journal of Finance* Vol. 67 No. 1, 2012, 153-194.

Goldman, Eitan, Jörg Rocholl, and Jongil So, "Do politically connected boards affect firm value?," *Review of Financial Studies* Vol. 22 No. 6, 2009, 2331-2360.

Jensen, Michael C., "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems," *Journal of Finance* Vol. 48 No. 3, 1993, 831-880.

Jensen, Michael C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review* Vol. 76 No. 2, 1986, 323-329.

Leuz, Christian, and Felix Oberholzer-Gee., "Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia," *Journal of Financial Economics* Vol. 81 No. 2, 2006, 411-439.

Linck, James S., Jeffry M. Netter, and Tina Yang., "The effects and unintended consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the supply and demand for directors," *Review of Financial Studies* Vol. 22 No. 8, 2009, 3287-3328.

Lipton, Martin, and Jay W. Lorsch., "A modest proposal for improved corporate governance," *The business lawyer*, 1992, 59-77.

Modigliani F. and Miller M. H., "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction," *American Economic Review* Vol. 53 No. 3, 1963, 433-443.

Myers, Stewart C., "Determinants of corporate borrowing," *Journal of Financial Economics* Vol. 5 No. 2, 1977, 147-175.

Petersen, Mitchell A., "Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches," *Review of Financial Studies* Vol. 22 No. 1, 2009, 435-480.

Romano, R., "The Sarbanes-Oxley act and the making of quack corporate governance," *Yale Law Review* Vol. 114, 2005, 1521-1611.

Rosenstein, Stuart, and Jeffrey G. Wyatt., "Outside directors, board independence, and shareholder wealth," Journal of Financial Economics Vol. 26 No. 2, 1990,

175-191.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny., "Large shareholders and corporate control," *Journal of Political Economy* Vol. 94 No. 3, 1986, 461-488.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny., "Management entrenchment: The case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics* Vol. 25 No. 1, 1989, 123-139.

Smith, Clifford W., and Ross L. Watts., "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies," *Journal of Financial Economics* Vol. 32 No. 3, 1992, 263-292.

Stulz, RenéM., "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics* Vol. 26 No. 1, 1990, 3-27.

Yermack, David., "Higher market valuation of companies with a small board of directors," Journal of Financial Economics Vol. 40 No. 2, 1996, 185-211.

Vidal, Jordi Blanes I., Mirko Draca, and Christian Fons-Rosen, "Revolving door lobbyists," *The American Economic Review* 102.7, 2012, 3731-3748.

Weisbach, Michael S., "Outside directors and CEO turnover," *Journal of Financial Economics* Vol. 20, 1988, 431-460.