

# 관료 출신 사외이사는 기업에 기여하는가? 금융회사 사외이사를 중심으로

이창민(한양대학교) · 정준영(중앙대학교)  
-2017년 6월 16일-

---



**I. 연구배경 및 목적**

**II. 선행연구**

**III. 표본 및 연구방법**

**IV. 실증분석 결과**

**V. 정책제언**

## 사외이사제도의 실효성

- 1997년 외환위기를 겪은 이후 기업지배구조의 중요성이 대두되었고, 이사회  
의 역할 개선에 관심을 기울임
- 1998년 유가증권 상장법인의 경우 사외이사 선임을 의무화하는 규정을 정부  
가 처음 제정하였고, 이후에 각종 법적 장치를 통해 사외이사의 역할을 견고  
히 하는 방향으로 제도 정비를 해옴
  - 지배주주 감시 및 견제
  - 대리인 비용 최소화
  - 경영의 투명성과 효율성 제고
- 사외이사제도의 실효성에 의구심이 높은 상황
  - 고액연봉과 각종 특혜 대비 경영 견제 및 감시 활동 미비(거수기 역할)
  - 경영진과 연고관계(social tie)가 있는 사외이사 선임
  - **권력기관 출신 사외이사 진출(전관예우, 기업의 바람막이, 권력과 자본의 유착)**

## 금융회사의 권력기관 출신 사외이사

- 국가 경제활동의 원활한 흐름을 위해 중추적인 역할을 담당하는 금융회사에서 지배주주와 경영진 감시 및 실질적인 자문역할을 할 수 있는 사외이사의 선임이 매우 중요함
  - 대표적인 규제산업으로 사외이사의 독립성과 전문성이 더욱 중요함
  - 타 산업에 비해 사외이사 비율이 높음
- 높은 보수만 챙기고 경영 효율성과 가치를 오히려 저해한다는 우려의 목소리가 높은 상황
  - 실무경험 및 관련분야 전문성이 부족할 수 있는 교수 출신 사외이사 선임
  - 전직 관료 및 유관 금융공기업 출신 사외이사 선임("낙하산 사외이사")



## 금융회사 사외이사 선임 사례

- 삼성생명: 2012~2014년도에 전직 차관급 이상 고위관료를 사외이사로 2명씩 선임하였고, 2014년에는 사외이사의 과반수를 차지함
  - 박봉흠 전 기획예산처 장관, 김정관 전 지식경제부 제 2차관 등
- 한화손해보험: 2011년과 2012년도에 전직 차관급 이상 고위관료를 사외이사로 2명씩 선임하여 사외이사의 과반수를 차지함
  - 오지철 전 문화관광부 차관, 조건호 전 과학기술부 차관 등
- 동양생명: 2011년에 전직 차관급 이상 고위관료를 사외이사로 2명 선임함
  - 김호식 전 해양수산부 장관, 엄낙용 전 재정경제부 차관
- 농협손해보험: 2013년에 전체 사외이사 4명 중 3명을 중앙행정부처 및 금융공기업 출신으로 선임함
  - 정채웅 전 금융감독위원회 기획행정실장, 제정무 전 금융감독원 부원장보, 김병화 전 한국은행 부총재보
- 하나은행: 2011년에 중앙행정부처 및 금융공기업 출신 사외이사를 4명 선임함
  - 김영섭 전 경제수석비서관, 하용이 전 한국은행 홍콩사무소장, 김진호 전 수출입은행 수석부행장, 김영기 전 한국은행 제주지점장

## 권력기관 출신 사외이사의 양면성

- 전관예우로서 퇴직 후 “한 자리”로 간주
  - 기존 경영진과의 이해관계가 일치하거나 기업의 방패막이 역할에 치중
  - 대주주 및 경영진 견제와 감시라는 본래 취지 퇴색 (Faleye et al., 2011)

VS.

- 한국사회에서 권력기관 출신들의 선발 단계와 재임 중 경쟁정도를 고려하면  
임무 수행 능력이 뛰어난 인적자본일 수 있음
  - 다양한 정책 업무 수행을 통한 전문성
  - 넓은 네트워크와 효율적인 대정부 로비를 통한 기업가치 창출(Faccio, 2006; Vidal et al. 2012)

 권력기관 출신 사외이사가 실제로 기업의 성과 및 가치에 어떠한 영향을 미치는가?

### ■ 해외 선행연구

- Faccio(2006): 47개국 2만개 이상의 기업을 대상으로 대주주 또는 고위 집행임원이 행정부 또는 국회에 진출하는 경우 해당 기업의 주가상승을 보고함
- Goldman et al.(2009): 미국 S&P 500기업을 대상으로 정치적 커넥션이 있는 사외이사를 선임할 경우 주가에 긍정적 영향을 미치는 것으로 보고함

### ■ 국내 선행연구

- 김재경·신진영(2016): 사외이사와 경영진 사이의 학연 및 지연관계를 통한 사회적 연결정도가 높을수록 기업가치가 저해됨을 보고함
- 강윤식·국찬표(2012): 비금융회사를 대상으로 고위 공무원, 정치인 및 법조인(판·검사)을 비독립적인 사회이사 그룹으로 분류하고, 이러한 사외이사 비중이 낮을수록 기업가치가 높은 것으로 보고함

## 표본선정

- 2011년부터 2015년까지 지배구조 연차보고서를 공시한 금융회사를 선정
  - 금융회사 사외이사 특성이 기업에 미치는 실질적인 영향을 반영하기 위해 당 회계연도에 사외이사가 최소 6개월 이상 재직을 한 경우만 표본에 포함
  - 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료와 재무자료가 이용 가능한 515개 패널자료 (firm-year observations)를 토대로 함
- 사외이사 특성 분류
  - 경제개혁연구소의 사외이사 경력분류를 따라 크게 4가지로 분류함
  - 1) 정부관료 출신 2) 차관급 이상 정부관료 출신 3) 금융공기업 출신 4) 대학 교수 출신
  - 이 중 1)~3)을 “금융회사 낙하산 사외이사”로 간주하고 본 연구의 주된 관심 대상으로 선정



# 표본 및 연구방법

## 핵심변수

### 주요 관심변수

변수명	변수설명
Board-related variables	
GOV	정부관료 출신 사외이사가 6개월 이상 당해 연도에 재직했거나 하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수
High_GOV	차관급 이상 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
Firm performance/value	
ROE	자기자본수익률로 당기순이익을 자기자본으로 나눈 값
ROA	총자산수익률로 당기순이익을 총자산으로 나눈 값
Q	Tobin's Q로 (보통주 시장가치 + 우선주 장부가치 + 부채의 장부가치)를 자산의 장부가치로 나눈 값

- 통제변수(강윤식·국찬표, 2012; 김재경·신진영, 2016): : 사외이사 비율(P\_Out\_Dir), 이사회 규모(BOD\_SIZE), 기업 규모(SIZE), 부채비율(LEV), 기업의 성장성(C\_Sales), 기업 업력(Age), 잉여현금흐름(FCF), 수익성(EBIT), 연구개발비(RD), 광고비(ADV), 판매비와 관리비(SGA), 재벌집단더미(Chaebol\_D), 상장유무더미(List\_D), 연도더미(Year\_D)

- 기업 고정효과 모형(firm fixed effect model)에 기반하여 관측되지 않는 기업 특성으로 인해 발생할 수 있는 내성성을 완화함과 동시에 Petersen(2009)의 panel regression 추정방법을 함께 적용하여 표준오차 추정 시 발생할 수 있는 편의를 감소시킴

$$\begin{aligned} ROE(ROA)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 High\_GOV_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 FI_{i,t} + \beta_4 PROF_{i,t} \\ & + \beta_5 P\_Out\_Dir_{i,t} + \beta_6 BOD\_SIZE_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 C\_Sales_{i,t} \\ & + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} O\_NCF_{i,t} + \beta_{12} Chaebol\_D_{i,t} + \beta_{13} List\_D_{i,t} + \beta_{14} Year\_D_t + \epsilon_i \quad \text{--- (1)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 High\_GOV_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 FI_{i,t} + \beta_4 PROF_{i,t} \\ & + \beta_5 P\_Out\_Dir_{i,t} + \beta_6 BOD\_SIZE_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 C\_Sales_{i,t} \\ & + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} O\_NCF_{i,t} + \beta_{12} EBIT_{i,t} + \beta_{13} RD_{i,t} + \beta_{13} ADV_{i,t} + \beta_{14} SGA_{i,t} \\ & + \beta_{15} Chaebol\_D_{i,t} + \beta_{16} List\_D_{i,t} + \beta_{17} Year\_D_t + \epsilon_i \quad \text{--- (2)} \end{aligned}$$

# 실증분석 결과

## 기초통계

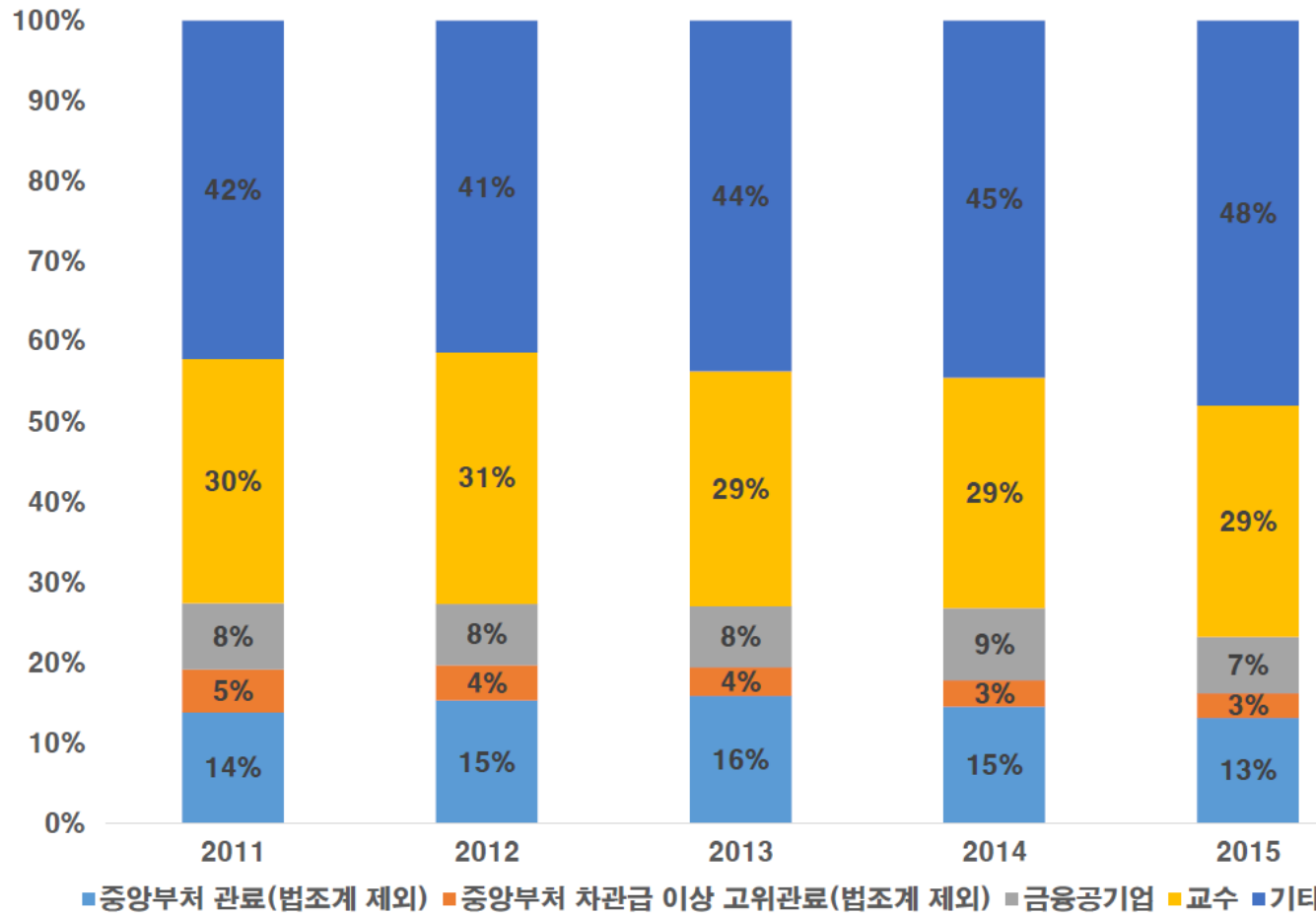
- 전체 샘플기업의 연도별 사외이사 직업군 분류 (단위:명)

연도	2011	2012	2013	2014	2015
중앙부처 관료 (법조계 제외)	54	66	71	63	56
중앙부처 차관급 이상 고위관료 (법조계 제외)	21	19	16	14	13
금융공기업	32	33	34	39	30
교수	119	135	131	124	123
기타	165	179	196	193	205
전체 사외이사 총계	391	432	448	433	427

# 실증분석 결과

## 기초통계

### ■ 전체 샘플기업의 연도별 사외이사 직업군 분류 (단위:%)



# 실증분석 결과

## 기초통계

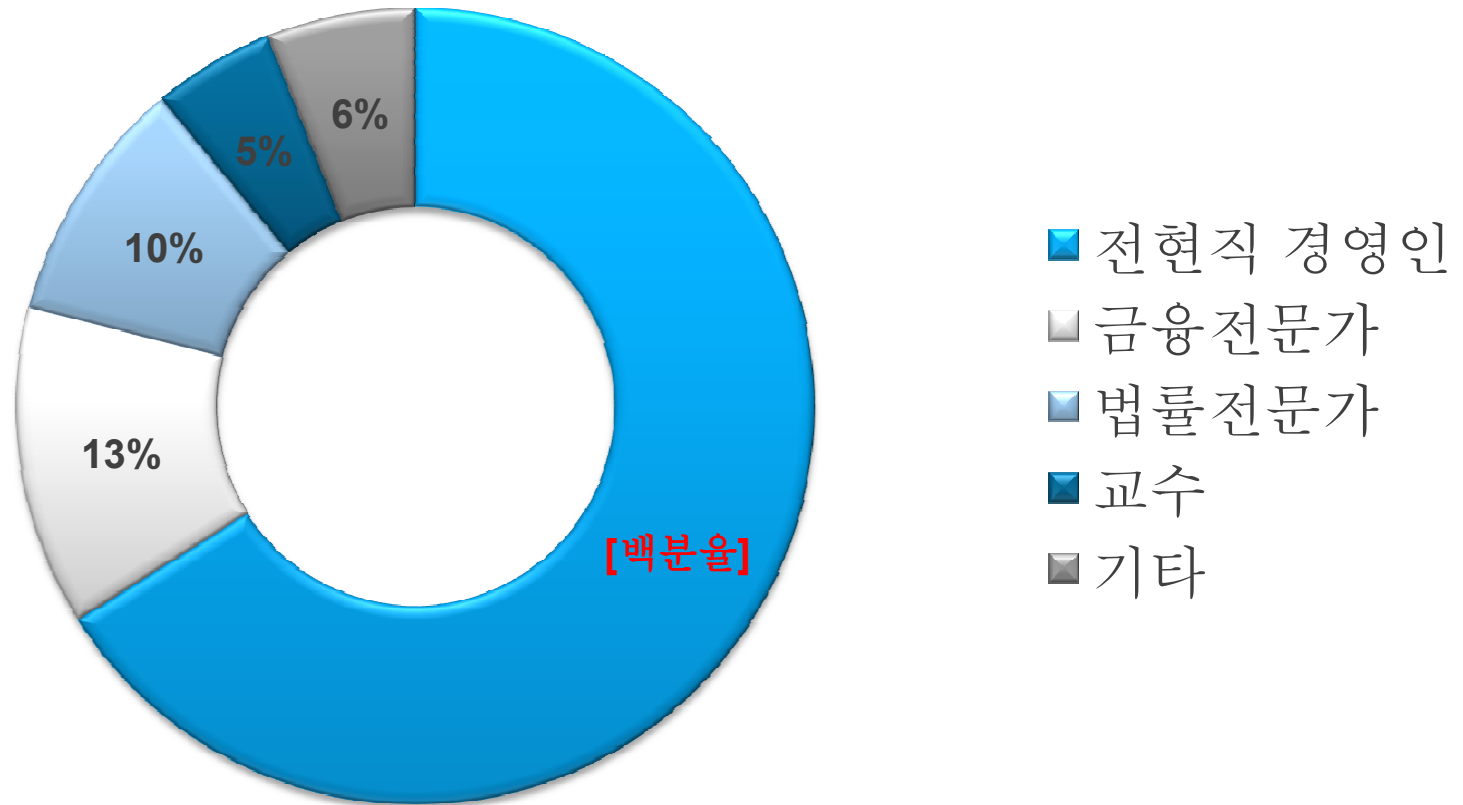
- 개별기업의 연도별 사외이사 특성변수 통계치 (표 3)

	2011	2012	2013	2014	2015
High_GOV	16%	16%	13%	10%	12%
GOV	<b>58%</b>	<b>60%</b>	<b>64%</b>	<b>62%</b>	<b>57%</b>
FI	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>
PROF	59%	63%	66%	65%	67%
P_Out_Dir	<b>50%</b>	<b>51%</b>	<b>54%</b>	<b>54%</b>	<b>55%</b>
BOD_SIZE (단위:명)	7.22	7.35	7.16	6.90	6.80
Observations	96	101	103	108	107

# 실증분석 결과

## 기초통계

- 미국 상장기업 사외이사 직업구성(Linck et al, 2009)



# 실증분석 결과

## 단변량 분석

- 사외이사 특성 변수에 따른 기업 성과 및 가치의 차이 단변량 검정 (표 5)

	ROE		ROA		Q	
<b>Panel A: High_GOV</b>	N	Mean	N	Mean	N	Mean
미포함 기업	445	7.1590	445	1.7949	176	0.9678
포함 기업	70	5.8742	70	1.2247	34	0.9822
<b>Difference</b>		1.2848		<b>0.5702*</b>		-0.0144
<b>(t-stat)</b>		(1.61)		<b>(1.77)</b>		(-1.62)
<b>Panel B: GOV</b>	N	Mean	N	Mean	N	Mean
미포함 기업	204	7.7913	204	1.9818	53	0.9598
포함 기업	311	6.4556	311	1.5393	157	0.9736
<b>Difference</b>		1.3357		0.4425		<b>-0.0139**</b>
<b>(t-stat)</b>		(1.48)		(1.09)		<b>(-2.11)</b>
<b>Panel C: FI</b>	N	Mean	N	Mean	N	Mean
미포함 기업	388	7.0319	388	1.9562	158	0.9706
포함 기업	127	6.7578	127	0.9716	52	0.9687
<b>Difference</b>		0.2741		<b>0.9846***</b>		0.00197
<b>(t-stat)</b>		(0.35)		<b>(3.15)</b>		(0.27)

# 실증분석 결과

## 다변량 분석

- 사외이사 특성 변수에 따른 기업성과 (표 6-2)

<표 6-2>: ROA	식(2)	식(3)	식(4)	식(6)
High_GOV	-0.1545 (-0.38)			-0.2197 (-0.52)
GOV		-0.1808 (-0.58)		0.2619 (0.76)
FI			<b>-0.6476**</b> <b>(-1.98)</b>	<b>-0.6351*</b> <b>(-1.82)</b>
PROF				1.1447*** (3.41)

- 사외이사 특성 변수에 따른 기업가치 (표 6-3)

<표 6-3>: Q	식(2)	식(3)	식(4)	식(6)
High_GOV	-0.0001 (-0.01)			-0.0030 (-0.39)
GOV		0.0066 (1.02)		0.0073 (1.06)
FI			0.0068 (1.07)	0.0048 (0.72)
PROF				0.0124* (1.79)



# 실증분석 결과

## 다변량 분석

- 기업의 투자기회에 따른 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치 (표 7)
  - Ayers et al.(2011) and Chung et al. (2017): 투자기회가 상대적으로 많은 기업의 경영진이 기회주의적 의사결정을 할 확률이 높다고 봄

	Low RD	High RD	Low RD	High RD	Low RD	High RD
	ROE		ROA		Q	
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	<b>1.9399*</b>	<b>-3.5926*</b>	<b>0.6834*</b>	-0.2710	<b>0.0119*</b>	0.0166
	<b>(1.93)</b>	<b>(-1.87)</b>	<b>(1.95)</b>	(-0.32)	<b>(1.85)</b>	(0.73)
FI	-1.1186	1.0742	<b>-0.7205**</b>	-0.3217	0.0038	0.0060
	(-1.08)	(0.59)	<b>(-1.99)</b>	(-0.39)	(0.57)	(0.41)

# 실증분석 결과

## 다변량 분석

- 기업의 지배주주 유무에 따른 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치 (표 8-1)
  - 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 큼

<표 8-1>: 지배주주 유무	ROE	ROA	Q
High_GOVxControlSH_D	2.5905 (1.04)	0.5909 (0.62)	-0.0079 (-0.30)
GOVxControlSH_D	<b>-3.4970*</b> <b>(-1.92)</b>	-0.1677 (-0.24)	0.0198 (1.33)
FlxControlSH_D	<b>4.4051**</b> <b>(2.41)</b>	0.2446 (0.35)	0.0175 (1.33)


- 기업의 불확실성 정도에 따른 사외이사 특성 변수와 기업 성과 및 가치 (표 8-2)
  - 기업의 근원적인 불확실성과 정보비대칭성이 높을 때 경영진의 대리인 문제와 비효율적 의사결정이 더욱 더 두드러질 수 있음(Duchin et al., 2010; Boone et al., 2007)

<표 8-2>: 불확실성	ROE	ROA	Q
High_GOVxVolatility	-2.065* (-1.82)	<b>-3.9524**</b> <b>(-2.20)</b>	2.1664 (1.39)
GOVxVolatility	-3.2414 (-1.51)	-3.131 (-1.46)	-1.8744 (-1.49)
FlxVolatility	<b>-4.6530*</b> <b>(-1.72)</b>	1.1841 (1.40)	0.8557 (0.79)

# 실증분석 결과

## 결과 요약

- 국내 금융회사에서 사외이사 중 한 명이라도 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 13.7%로 나타남
- 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, 관료 출신들은 기업의 성과 및 가치에 유의미한 기여가 없는 것으로 나타났고, 다만 총자산수익률로 살펴본 기업의 단기적인 성과에 금융공기업 출신을 포함한 사외이사 집단은 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남
- 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 못함

 권력기관 출신 사외이사가 별다른 문제가 없다고 해석할 수도 있으나, 금융회사의 사외이사 비율이 높으면서 정부관료 및 금융공기업 임원 출신을 선임하는 경우가 많은 점과 결코 낮지 않은 보수를 챙긴다는 점을 함께 감안했을 때 금융회사 사외이사제도의 전반적인 개선이 필요해 보임

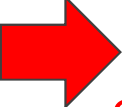
## 제언 1

- 가장 직접적이고 단순한 정책은 공직자들의 은퇴 후 재취업을 제한하는 것인데, 이는 이미 공직자윤리법상의 취업제한 규정으로 시행 중
  - 전문노동력 시장(professional labor market)에서의 능력 있는 자원의 효율적인 배분을 저해할 수 있음
  - 국내 사외이사 후보 풀은 미국시장과 달리 전문 경영자 시장이 넓지 않으며 대기업집단별로 형성되어 있는 문제가 있음 (가령, 삼성 계열사에서 은퇴한 전문경영인이 현대 계열사의 사외이사로 자리잡는 경우는 보기 힘들)
- 금융회사 사외이사 선임문제는 전관예우로서 퇴직 후 암묵적 연금 기능과 연계해서 바라볼 수 있음
  - 최한수(2016)에 따르면 경제부처 고위공무원들의 평균 퇴직연령이 53.6세로 나타나 많은 관료들이 정년 전에 퇴직을 하는 것으로 보고됨

 시장기능을 왜곡할 수 있는 취업제한 정책보다는 조기퇴직을 막고 정년을 보장해주는, 사법부의 평생법관제와 같은 정책이 효과적일 수 있음

## 제언 2

- 금융회사 사외이사 선임에 있어 정권과 지배주주의 영향력이 강하다는 것은 주지의 사실이므로, 사외이사의 경영진에 대한 독립적인 감시기능을 강화하기 위한 제도개선이 근본적으로 필요함
  - 사외이사후보 추천위원회의 독립성 강화
  - 소액주주 등에 의한 사외이사 선임
  - 집중투표 의무화

 현재 상법개정안 중 논의되고 있는 사안들이며, 제도적으로 소액주주 및 우리사주 조합 등에 의한 독립적 사외이사 선임의 가능성이 열리면 시장이 적합한 후보자를 선별할 수 있어 기업지배구조 개선에 기여할 것으로 기대 됨

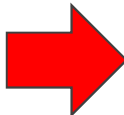
## 제언 3

- 공직자 출신 사외이사의 역할이 대정부 로비에 국한되는 경우가 많다는 합의된 인식이 존재한다면, 이사회에서 그러한 사외이사의 역할 자체를 한정하는 것도 하나의 방법일 수 있음
  - 미국의 경우 아래와 같은 위원회는 전원 독립적인 사외이사로 구성하는 선례도 있음

 경영진에 대한 감시기능을 주로 하는 감사위원회, 경영자보상위원회, 사장 추천위원회, 사외이사후보 추천위원회 등에서 전직 관료 출신 사외이사는 사전적으로 배제

## 제언 4

- 사외이사 선임과정의 문제와 역할 자체가 회의적이고 단기간에 개선이 어렵다면, 이들의 기능을 대체할 외부 기관투자자의 주주권행사 강화를 위한 정책적 방안도 마련도 함께 고려해볼 필요가 있음
  - 최근에 도입된 stewardship code가 긍정적이긴 하지만, 실효성을 위해 개선되어야 할 부분이 많음

 가장 소극적 형태인 의결권 행사 외에, 비공식적 주주권 행사를 보다 용이하게 하면서 주주대표소송 참가 및 사외이사와 감사후보 추천이 보다 활발하게 이루어질 수 있는 실질적 여건이 형성되어야 함