

관료출신 사외이사의 선임여부, 선임여부의 변화 및 선임비율에 따른 기업가치의 차이 - 유가증권시장을 중심으로 -*

임태균(주저자)

전북대학교 상과대학 경영학부 부교수
(taekyuni@jnu.ac.kr)

허준영(공저자)

EY한영회계법인, 전무이사
(jon-junyoung.huh@kr.ey.com)

배성호(공저자)

경북대학교 경상대학 경영학부 조교수
(shobae@knu.ac.kr)

정석우(교신저자)

고려대학교 경영대학 교수
(jeong@korea.ac.kr)

본 연구는 기업이 이사회에 구성원으로 관료출신 사외이사를 선임하는 경우 기업가치 증가하는지를 분석한다. 전문지식을 갖춘 독립된 외부인이 이사회에 참여하는 경우 경영진의 독단을 감시하여 대리인문제를 완화하고 주주 부의 극대화와 기업의 건전한 지배구조형성에 도움을 줄 수 있어 우리나라는 사외이사제도를 도입하였다. 관료출신이 사외이사로 선임되어도 독립성이 유지되어 경영진의 독단을 감시하는 역할을 수행하거나, 경영진의 독단을 감시하지는 못하더라도 관료로 근무하면서 축적한 전문지식 및 인적 네트워크 등을 기업이 활용하는 경우 기업가치의 증대에 기여할 수 있다. 그러나 최근에는 관료출신 사외이사의 선임비율이 높아지고 있으며, 관료출신 사외이사 본연의 역할을 수행할 수 있는지에 대한 의문과 함께 관료출신 사외이사가 기업의 유사시 고액보험 및 로비창구로서의 역할을 담당할 가능성이 있다는 의혹이 제기되고 있다. 이에 본 연구는 기업이 이사회에 구성원으로 관료출신 사외이사를 선임하는 경우 기업가치 증대에 기여하는지를 살펴보기 위해 관료출신 사외이사의 선임여부와 선임여부의 변화, 그리고 관료출신 사외이사의 비율에 따라 기업가치에 차이가 발생하는지를 분석하였다.

2000년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 사용하여 분석한 결과 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 기업가치(Tobin's q)가 미선임기업에 비해 평균과 중위수가 유의하게 크게 나타나지만, 기업가치에 영향을 주는 것으로 보고된 기업특성 및 이사회의 특성 등을 통제하는 경우 유의한 차이가 나타나지 않았다. 또한 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치의 변화가 가장 클 것으로 예상되는 관료출신 미선임기업이 선임하는 경우와 선임기업이 미선임하는 경우로 구분하여 분석하는 경우에도 기업가치에 유의한 차이가 없고, 관료출신 사외이사의 비율이 높은 경우 낮은 경우에 비해 오히려 유의하게 기업가치가 낮게 나타났다.

본 연구의 결과는 기업이 기업가치를 증가시키기 위한 목적으로 사외이사를 선임하고자 할 때 관료출신을 사외이사로 선임하고자 하는 유인을 감소시킬 수 있다. 또한 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유가 방패막이 혹은 고액보험의 역할 등 기업가치 증대 이외의 다른 목적이 있을 가능성에 대한 간접적 근거를 제공하여 주주들이 경영진 등에 의해 관료출신 사외이사가 추천되는 경우 선임안의 동의여부에 대한 판단근거 및 투자의사결정시 지배구조를 고려한 의사결정에 대한 근거를 제공하여 준다. 마지막으로 감독기관에 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유가 관료출신 사외이사의 전문성 등을 활용하기 위해서가 아니라는 것을 알려주어 이를 고려한 사외이사제도의 운영 및 관련정책의 결정을 할 수 있게 한다.

주제어: 기업가치, 이사회, 사외이사제도, 관료출신 사외이사

최초투고일: 2015. 4. 20 수정일: (1차: 2015. 7. 27) 게재확정일: 2015. 9. 7

* 심사과정 중 유익한 조언을 해 주신 익명의 심사자님들과 2012년 1학기 실증회계학연구세미나에 참여하여 자료수집에 도움을 준 전북대학교 박상근, 임샘이, 정용우, 정일만, 조은정대학원생에게 감사드립니다.

1. 서론

본 연구는 기업이 이사회 구성원으로 관료출신 사외이사를 선임하는지의 여부, 선임여부의 변화, 그리고 선임비율에 따라 기업가치에 차이가 발생하는지를 분석한다. 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 차이가 있는지를 알아보는 것은 최근 사회적 관심을 끌고 있는 관료출신들의 기업진출에 대한 논리적 근거를 제공하여 줄 뿐만 아니라 투자자들이 기업 지배구조의 건전성을 고려하여 합리적인 의사결정을 할 수 있게 한다. 또한 주주들이 기업의 가치증대에 도움을 줄 수 있는 사외이사를 선임하고자 할 때 관료출신을 사외이사로 선임할 것인지 여부에 대한 판단근거를 제공하여 준다. 본 연구의 결과는 감독기관이 사외이사제도의 운영 및 관련 정책의 결정시 관료출신 사외이사의 선임여부를 고려한 정책결정을 할 수 있게 하여 기업의 투명성제고와 지배구조개선을 위해 도입된 사외이사제도의 목적달성 및 원활한 운영을 가능하게 해 줄 수 있다.

이사회는 법령 및 정관에서 주주총회의 권한으로 정한 사항을 제외한 기업의 전반적인 업무집행에 관한 의사결정을 하는 기구이므로, 주주총회가 형식적으로는 기업의 최고의사결정기구지만 실질적으로는 이사회가 기업의 모든 중요한 의사결정을 하게 된다. 따라서 경영자가 기업의 최상위 의사결정기구인 이사회를 지배하는 경우 주주의 이익에 상충되는 경영자의 독단적인 의사결정 등이 이루어질 수 있다. 이에 이사회 독립성을 보장하기 위해 우리나라는 외환위기 이후인 1998년 2월 일반상장법인인 이사회 총수의 1/4 이상, 자산총액이 2조원 이상인 대규모 상장법인인 최소 3인 이상, 그리고 이사회 총수의 과반수를 사외이사로 선임하게 하는 사외이사제도를 도

입하였다. 전문적인 지식을 갖춘 독립된 외부인이 이사회 의사결정에 참여하는 경우 전문지식을 활용한 기업의 정책결정이 가능해지고, 경영자의 기회주의적 행위를 감시함으로써 기업의 경영투명성 제고 및 지배구조의 개선을 가져올 수 있다(Fama, 1980, Fama and Jensen, 1983).

사외이사에 대한 선행연구들은 이사회 내 사외이사의 비율, 이사회 참여율, 그리고 전문지식의 보유 여부 등을 사용하여 이사회 독립성, 사외이사의 활동성 및 전문성이 높을수록 이익조정이 감소하고 보수주의가 높게 나타남을 발견하여 사외이사제도의 도입으로 경영투명성 및 지배구조가 개선됨을 보고하였다(Beasley, 1996, Xie et al., 2003, 김정옥·배길수, 2007, 최관·박종일·조현우, 2008, 손성규·정기위·고재민, 2010 등). 그러나 공정거래위원회는 시가총액 상위 100개 기업 중 대기업집단 소속기업의 경우 2010년도 이사회 상정안건 중 사외이사의 반대로 부결된 안건은 1건에 불과하여 사외이사가 과연 본연의 역할을 수행하고 있는지에 대한 의문을 제기하였다. 또한 금융감독원은 우리나라 상장기업의 사외이사 중 약 79%가 최대주주, 대표이사(경영진) 및 이사회 등의 추천을 받아 선임된다는 결과를 보고하였다. Menon and Williams (1994)는 회계투명성을 높이기 위해서는 사외이사제도의 도입여부 보다는 이사회를 구성하는 사외이사들의 독립성, 전문성 및 활동성이 중요함을 주장하였다. 국내의 경우 김유찬과 황국재(2008)는 이사회 내에 겸직사외이사와 관계이사의 비율이 높으면 회계정보의 보수성이 감소함을 보고하였다. 이러한 연구결과는 사외이사제도의 도입 자체보다는 사외이사제도를 도입 이후 어떻게 구성하여 운영하는 것이 사외이사제도 도입의 본연의 목적을 달성하는데 중요한지를 보여준다.

우리나라는 사외이사제도의 도입초기에 학계 및 시민단체 출신인사가 사외이사로 선임되는 경향이 있었으나, 최근에는 관료출신이 사외이사로 선임되는 비율이 확대되고 있다.¹⁾ 만약 관료출신 사외이사가 Fama(1980) 및 Fama and Jensen(1983)의 주장과 같이 경영진의 독단을 감시하고 경영진이 주주의 부를 극대화시킬 수 있는 의사결정을 하게 하는 경우 대리인문제를 완화시킬 수 있어 기업가치의 증대에 도움이 될 수 있다. 또한 관료출신 사외이사가 감시자로서의 역할을 수행하지 않더라도 관료역할을 수행하면서 축적한 전문지식과 인적 네트워크 등을 기업이 활용할 수 있게 되는 경우 기업의 가치 증대에 긍정적인 효과를 기대해 볼 수 있다. 그러나 관료출신 사외이사들의 선임과 관련하여 과연 관료출신 사외이사가 사외이사 본연의 역할을 수행하고 있는지에 대한 의문과 함께 관료출신 사외이사의 역할이 기업의 유사시 고액보험 및 로비창구로서의 역할을 담당할 가능성이 있다는 의혹이 제기되어 왔다.²⁾ 이에 본 연구는 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 차이가 발생하는지를 분석함으로써 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유가 기업가치의 증대를 위한 것인지 혹은 그 이외의 다른 이유에 의한 것인지를 살펴본다.

2000년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 5,473개의 기업은 총 12,287명을 사외이사로 선임하였으며, 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 수는 2,042개로 분석대상기업의 약 37.3%를 차지하였다. 그러나 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 사외이사는 5,851명으로 전체 사외이사의 약 47.6%를 차지하여 관료출신 사외이사를 선임하는 기업이 미선임기업에 비해 상대적으로 이사회 규모가 큰 것

으로 나타났다. 또한 관료출신 사외이사를 선임하는 기업은 사외이사의 약 52.4%인 3,064명을 관료출신으로 선임하여 사외이사의 절반 이상을 관료출신으로 선임하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 분석기간 동안 사외이사는 연평균 약 52명이 추가로 더 선임되었으며, 이중 약 39.1%인 20명이 관료출신 사외이사로 선임되어 관료출신 사외이사의 연평균 증가율이 가장 높게 나타났다.

관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 차이가 있는지를 Tobin's q를 이용하여 분석한 결과 선임기업이 미선임기업에 비해 평균 및 중위수가 크고, t-test와 Wilcoxon rank sum test의 결과 1%수준에서 유의하게 높은 것으로 나타났다. 그러나 기업가치에 영향을 주는 것으로 선행연구에서 보고된 기업특성변수, 이사회 내 사외이사의 비율, 사외이사의 참석률 및 전문성 등을 통제하는 경우 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 통계적으로 유의한 차이가 나타나지 않았다. 또한 관료출신 사외이사의 미선임기업이 선임기업으로 변경되는 경우, 그리고 관료출신 선임기업이 미선임기업으로 변경되는 경우로 구분하여 분석한 결과도 유의한 차이가 나타나지 않으며, 관료출신 사외이사의 선임비율이 높은 경우 낮은 경우에 비해 기업가치가 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 목적이 기업가치의 증대라기보다는 유사시의 방패막이 혹은 고액보험의 역할 등 기업가치 증대 이외의 다른 목적이 있을 가능성을 보여준다.

본 연구는 기업이 관료출신 사외이사로 선임하였는지 여부에 따라 기업가치에 유의한 차이가 발생하는지 않는다는 결과를 발견하여 다음과 같은 공헌점을

1), 2) "우리나라 기업의 사외이사는 과연 기업의 파수꾼 역할을 제대로 하고 있을까. 아니면 기업의 '거수기'이거나 재벌총수 일가의 '구색맞추기용일까', 주간경향, 2008. 08. 19.

갖는다. 먼저 관료출신을 사외이사로 선임하는 것이 기업가치를 증가시키는데 도움이 되지 않는다는 사실을 알려주어 기업가치를 증가시키기 위한 목적으로 사외이사를 선임하고자 하는 기업의 경우 관료출신 사외이사를 선임하고자 하는 유인을 감소시킬 수 있다. 두 번째로 관료출신 사외이사가 기업가치를 증대시키지 못한다는 것을 주주들이 인지하는 경우 최대주주 및 경영진 등에 의해 관료출신 사외이사 선임안의 동의여부에 대한 판단근거를 제공해 줄 수 있다. 세 번째로 관료출신 사외이사를 선임하는 기업의 경우 기업가치의 증대가 목적이 아닌 경영진의 이익을 대변하거나 기업 및 경영진에 문제가 발생하는 경우 보험 및 로비스트의 목적 등으로 기업의 최상위 의사결정기구인 이사회의 구성원을 선임하고 있을 가능성을 알려주어 투자자들이 기업의 지배구조를 고려한 의사결정을 할 수 있게 한다. 마지막으로 감독기관에 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유가 관료출신 사외이사의 전문성 등을 활용하기 위해서가 아니라는 것을 알려주어 사외이사제도의 운영 및 관련정책의 결정시 관료출신 사외이사를 선임하는 목적을 고려하게 할 수 있어 기업의 투명성제고와 지배구조개선을 위해 도입된 사외이사제도의 목적 및 원활한 운영을 가능하게 한다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 I 장의 서론에 이어 제 II 장에서는 사외이사제도와 관련된 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 제 III 장에서는 가설을 검증하기 위해 사용한 연구모형을 기술하며, 제 IV 장에서는 표본과 기술통계를 제시하고, 제 V 장에서는 실증분석결과를 제시하였다. 마지막으로 제 VI 장에서는 결론과 한계점을 기술한다.

II. 선행연구의 검토 및 가설의 설정

이사회는 대표이사의 선임 및 재무제표와 영업보고서의 승인 등 주주총회의 권한으로 법령 및 정관에서 정한 사항을 제외한 중요한 자산의 처분 및 양도, 대규모 재산의 차입, 지배인의 선임 또는 해임과 지점의 설치·이전 또는 폐지 등 상법 제393조에서 정한 회사의 전반적인 업무집행에 관한 의사결정을 하는 최상위 기구이다. 따라서 경영자가 이사회를 지배하는 경우 주주의 이익에 상충되는 경영자의 독단적인 의사결정 등이 이루어질 수 있어, 전문적인 지식을 갖춘 독립된 외부인이 이사회의 의사결정에 참여하여 경영진의 독단적인 의사결정을 감시·견제하고 전문지식을 활용한 기업의 정책결정을 할 수 있도록 기업의 경영투명성 제고와 지배구조 개선 사외이사제도를 도입하였다. 1998년 2월에 도입된 사외이사제도의 구체적인 내용을 살펴보면 일반상장법인인 이사총수의 1/4 이상을 사외이사로 선임하여야 하며, 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조 원 이상인 상장회사는 3명 이상, 이사 총수의 과반수를 사외이사로 선임하여야 한다는 것이다.³⁾ Fama (1980)는 사외이사가 기업의 지배구조를 개선하여 경영자가 주주의 부를 위한 의사결정을 하게 한다고 주장하였다. 또한 Fama and Jensen(1983)은 대리인문제를 해소하기 위해 주주는 사외이사에게 경영자를 감시할 권한과 책임을 부여하며 사외이사는 자신의 평판을 유지하기 위해 경영자를 감시하여 투명한 재무보고가 이루어질 수 있음을 주장하였다.

Beasley(1996)는 재무제표를 분석한 기업일수록 이사회에서 사외이사의 비중이 낮으며, 사외이사 중

3) 상법 제542조의8 제1항 및 동법시행령 제13조 제2항.

에서 독립적인 구성원이 차지하는 비중이 낮았다는 결과를 보고하였고, Peasnell et al.(2000)은 사외이사가 재무보고의 신뢰성을 높여주는 역할을 수행함을 보였다. 또한 Xie et al.(2003)은 이사회내 사외이사의 수가 많아 독립성이 높고, 이사들 중 기업 및 재무전문가가 많으며, 이사회내의 개최빈도가 높을수록 재량적 발생액이 감소하여 이익조정이 감소한다는 결과를 보고하였다. 국내의 경우 문상혁과 이효익(2006)은 사외이사의 전문성과 활동성이 증가할수록 보고이익의 질이 증가하며, 사외이사의 수가 법률에서 정한 인원을 초과하는 경우 최소인원만을 선임한 기업에 비해 보고이익의 질이 높다는 결과를 보고하였다. 또한 사외이사의 독립성, 전문성 및 활동성이 높은 기업의 보고이익에 대한 가치관련성이 그렇지 않은 기업에 비해 높다는 결과를 보고하였다. 김정옥과 배길수(2007)는 사외이사의 독립성이나 전문성으로 측정된 기업의 지배구조가 좋을수록 기업의 보수주의가 증가한다는 결과를 보고하였고, 최관 등(2008)은 사외이사의 수와 비율 그리고 전문성이 회계부정과 관련이 있다는 결과를 보고하였다. 유사하게 손성규 등(2010)은 사외이사가 많아 독립성이 높아지는 경우 잠정이익과 감사후 결산이익의 차이가 감소하고, 공시규정을 보다 충실히 이행한다는 결과를 보고하였다. 사외이사에 관한 선행연구의 결과를 종합하면 이사회내의 독립성, 사외이사의 활동성 및 전문성이 높을수록 이익조정이 감소하고 보수주의가 높게 나타나 사외이사제도의 도입으로 경영투명성 및 지배구조가 개선된다는 것이다.

그러나 공정거래위원회는 대기업집단의 경우 전체 상장기업에 비해 사외이사 비율이 높지만, 시가총액

상위 100개 기업 중 대기업집단 소속기업 79개의 2010년도 이사회내 상정안건 2,020건 중 사외이사 반대로 부결된 안건은 1건으로 사외이사가 경영을 효과적으로 감시·견제하는지 의문을 제기하였다.⁴⁾ 또한 금융감독원도 대표이사 및 경영진이 21.2%, 대주주 및 주요주주가 11.2%, 이사회가 46.2%의 사외이사를 추천하여 상장기업의 사외이사 중 약 79%가 최대주주, 대표이사 및 경영진, 이사회 등의 추천을 받아 선임되기 때문에 사외이사와 경영진과의 독립성이 미흡하다는 결과를 보고하였다.⁵⁾

사외이사가 경영자 감시의 역할을 수행하기 위해서는 경영진과 재정적·정신적인 독립성이 필요하며,⁶⁾ Baysinger and Butler(1985) 및 Hermalin and Weisbach(1988) 등은 이사회내의 구성원을 독립성에 문제가 있는 기업의 전·현직 종업원 및 친인척 관계가 있는 사내이사, 사업관계 등이 있는 관계이사, 경영자와 독립된 사외이사로 구분하였다. 또한 사외이사제도와 관련하여 Menon and Williams(1994)는 제도의 도입보다 이사회를 구성하는 사외이사들의 독립성, 활동성 및 전문성이 중요함을 주장하였다. 국내의 경우 김유찬과 황국재(2008)는 이사회내에 사외이사의 겸직사외이사와 관계이사의 비율이 높으면 회계정보의 보수성이 감소함을 보고하였다.

우리나라는 사외이사제도의 도입초기에 학계 및 시민단체 출신 등의 인사가 사외이사로 선임되는 경향이 있었으나, 최근에는 국세청, 지식경제부, 법관 및 검사 등 관료출신 인사가 사외이사로 선임되는 비율이 확대되면서 관료출신 사외이사가 로비창구 및 고액보험의 역할을 한다는 의혹이 제기되고 있

4) "2011년 대기업집단 지배구조현황에 대한 정보공개", 공정거래위원회, 2011. 11. 07.

5) 금융감독원 정례브리핑, "상장법인의 사외이사제도 운영실태분석", 2007. 11. 27.

6) "Staff Report on Corporate Accountability", Securities and Exchange Commission, 1980.

다.⁷⁾ Baysinger and Butler(1985)는 공무원, 교육자 및 성직자 등 기업과 사업적 관계가 없는 사외이사(public directors)들과 퇴직전문경영자(public directors), 개인투자자(private investor) 및 독립적인 의사결정자(independent decision makers)를 이사회 내에서 감시역할을 수행하는 구성원으로 구분하였다. 따라서 Fama(1980) 및 Fama and Jensen(1983)의 주장과 같이 관료출신 사외이사가 경영진의 독단을 감시하고 경영진이 주주의 부를 극대화시킬 수 있는 의사결정을 하게 하는 경우 대리인문제를 완화시킬 수 있어 기업가치의 증대에 도움이 될 수 있다. 또한 관료출신 사외이사가 감시기능을 수행하지 않더라도 기업이 관료출신 사외이사를 선임함으로써 관료출신 사외이사가 국가기관에서 근무하면서 축적한 전문지식 및 법적인 규제를 지키면서 인적 네트워크 등을 활용하여 로비를 하는 경우 기업의 가치증대에 기여할 수 있을 것이다.⁸⁾ 관료출신 사외이사를 선임하는 이유에 대해 기업들은 공식 생활에서 얻은 노하우와 전문지식이 사외이사로서 회사에 적절한 조언과 의사결정과정에 도움을 줄 수 있기 때문이라고 설명하고 있다.⁹⁾ 이 경우 관료출신 사외이사를 선임하는 것과 관련하여 무조건적인 비판이나 의혹을 제기하는 것은 문제가 있을 수 있다. 즉, 기업이 주주 부의 극대화를 위해 사외이사를 선임하고자 하며, 그 결과로 관료출신 인사를 선임하는 것이 기업가치 증대에 도움이 되어서 관료출신 사외이사를 선임하는 비율이 증가한 것이라면 관료출신 사외이사를 선임하는 기업의 경우 그렇지 않은 경우에 비해 기업가치가 높게 나타나고

주주의 측면에서는 바람직한 지배구조일 수 있다. 그러나 경영진이 주주 부의 극대화와는 무관하게 경영진의 이익을 대변하거나 문제가 발생하는 경우 이를 무마시키기 위한 목적으로 관료출신 사외이사를 선임한다면 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 차이가 나타나지 않으며, 이는 주주의 측면에서 바람직한 지배구조라고 보기 어렵다. 이에 본 연구는 다음의 가설을 검증함으로써 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유가 기업가치의 증대를 위한 것인지 혹은 그 이외의 목적으로 선임하는 것인지를 살펴본다.

가설 1: 관료출신 사외이사의 선임기업과 미선임 기업에 비해 기업가치가 크다.

가설 1과 같이 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 경우 기업가치가 증가한다면 관료출신 사외이사의 선임여부가 변경 되는 경우 기업가치의 변화가 상대적으로 더 크게 나타날 수 있다. 즉, 관료출신 사외이사를 전기에는 선임하지 않았으나 당기에 선임하는 기업의 경우 기업가치의 증가가 가장 크고, 반대로 전기에는 관료출신 사외이사를 선임하였으나 당기에는 선임하지 않는 경우 기업가치의 증가가 가장 작게 나타나거나 오히려 감소할 것을 예상해 볼 수 있다. 또한 관료출신 사외이사가 기업가치의 증가를 가져오는 경우 관료출신 사외이사의 선임비율이 낮은 경우에 비해 높은 경우 기업가치가 더 크게 나타날 것이다. 이에 관료출신 사외이사의 선임여부가 변경되는 경우와 관료출신 사외이사의 선임비율

7) “우리나라 기업의 사외이사는 과연 기업의 파수꾼 역할을 제대로 하고 있을까. 아니면 기업의 ‘거수기’이거나 채벌총수 일가의 ‘구색맞추기용’일까”, 주간경향, 2008. 08. 19.

8) Basinger and Butler(1985)는 전문적인 지식을 제공하며 서로 다른 기관과 연계되어 기업의 거래에서 문제가 발생하는 경우 도움을 주는 재무·금융전문가, 경영컨설턴트, 법조인 등의 사외이사를 기능성(전문성)있는 사외이사로 구분하였다.

9) “신세계, 전직 고위 공무원을 사외이사로 선임한 이유는”, 조선비즈, 2015. 03. 16.

에 따라 기업가치에 차이가 발생하는지를 분석하기 위해 다음의 가설을 검증한다.

가설 2-1: 관료출신 사외이사의 미선임기업이 선임하는 경우 관료출신 사외이사의 선임기업이 미선임하는 경우에 비해 기업가치의 증가가 크다.

가설 2-2: 관료출신 사외이사의 선임비율이 높은 경우 낮은 경우에 비해 기업가치가 크다.

III. 연구모형

본 연구는 기업의 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 차이가 발생하는지를 분석하기 위해 기업가치의 대용치로 Tobin's q를 사용하였으며, 식 (1)과 같이 자기자본의 시장가치에 부채의 장부금액을 더한 금액을 총자산의 장부금액으로 나누어 산출하였다.

$$TQ_{it} = \frac{EMV_{it} + LBV_{it}}{TABV_{it}} \quad (1)$$

TQ_{it} : 기업 i의 t기의 Tobin's q로 측정된 기업가치

EMV_{it} : 기업 i의 t기의 자기자본 시장가치

LBV_{it} : 기업 i의 t기의 부채 장부가치

$TABV_{it}$: 기업 i의 t기의 총자산 장부가치

관료출신 사외이사를 선임하는 기업의 기업가치가 관료출신 사외이사를 선임하지 않은 기업의 기업가치에 비해 크게 나타나는지를 알아보기 위해 t-test와 Wilcoxon's rank sum test를 사용하여 분석한다. 추가하여 전기에는 관료출신 사외이사를 선임하지 않았으나, 당기에는 관료출신 사외이사를 선임한 경우와 전기에는 관료출신 사외이사를 선임하였으나 당기에는 관료출신 사외이사를 선임하지 않은 경우와 관료출신 사외이사의 비율에 따라서도 기업가치에 차이가 있는지를 분석한다.

선행연구에서는 기업특성변수인 기업규모와 최대주주 지분율은 Tobin's q로 측정된 기업가치에 음(-)의 영향을 주며, 부채비율, 총자산수익률(ROA), 외국인투자자비율, 매출액증가율, 연구개발비비율 및 영업현금흐름비율은 양(+)의 영향을 주는 것으로 보고하였다(최정호, 2008, 오훈석·최국현, 2011, 기은선, 2012 등). 이에 선행연구에서 보고된 기업특성변수와 함께 선행연구에서 이사회에 대한 변수로 보고된 사외이사의 비율, 사외이사의 참석률, 사외이사의 전문성 및 자산규모에 따른 사외이사 선임규정의 차이를 반영하기 위해 자산규모 2조원으로 구분한 더미변수를 통제변수로 추가하였다. 마지막으로 산업 및 연도별 특성을 통제하기 위해 한국표준산업분류에 의한 산업별 더미변수와 연도별 더미변수를 추가하여 기업특성, 이사회 특성 등을 통제하는 경우에도 관료출신 선임기업과 미선임기업 간의 기업가치에 유의한 차이가 발생하는지를 식(2)를 사용하여 분석한다.¹⁰⁾

10) 사외이사의 선임여부는 t기 초(즉, t-1기 말)의 주주총회에서 결정되므로, 관료출신 사외이사의 선임과 관련한 변수들(POD_{it} , POD_rate_{it} , OD_Rate_{it} , ACT_Rate_{it} , SPE_Rate_{it})은 기초자료를 사용하여 산출하였으며, 그 이외의 변수들(TQ_{it} , CHG_TQ_{it} , $SIZE_{it}$ 등)은 기말자료를 사용하여 산출하였다. 따라서 실증분석의 결과는 관료출신 사외이사가 선임된 후 1년 뒤의 기업가치(Tobin's q)에 차이가 발생하는 지를 분석한 것이며, 관료출신 사외이사의 선임 후 2년 뒤의 기업가치(Tobin's q)를 사용하는 경우에도 결과에 질적인 차이가 없었다.

$$\begin{aligned}
 TQ(CHG_TQ)_{it} = & \alpha + \beta_1 POD(POD_Rate)_{it} \\
 & + \beta_2 BIG_{it-1} + \beta_3 OD_Rate_{it} + \beta_4 ACT_Rate_{it} \\
 & + \beta_5 SPE_Rate_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} \\
 & + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 GROUP_{it} + \beta_{10} MSH_{it} \\
 & + \beta_{11} FSH_{it} + \beta_{12} SALES_Rate_{it} + \beta_{13} RD_Rate_{it} \\
 & + \beta_{14} OCF_Rate_{it} + \gamma ID_{it} + \delta YD_t + e_{it} \quad (2)
 \end{aligned}$$

- CHG_TQ_{it} : 관료출신 사외이사의 선임여부가 변경되는 경우의 Tobin's q의 증감, 즉 기업 i가 t-1기에는 관료출신 사외이사를 선임하지 않았으나 t기에 관료출신 사외이사를 선임한 경우 및 반대의 경우 Tobin's q의 증감,
- POD_{it} : 관료출신 사외이사의 선임여부에 대한 더미변수로 기업 i가 t기에 관료출신 사외이사를 선임한 경우 1, 미선임한 경우 0,
- POD_Rate_{it} : 관료출신 사외이사의 수를 사외이사의 총수로 나눈 비율의 더미변수로 기업 i가 t기에 관료출신 사외이사의 선임비율이 중위수보다 높으면 1, 아니면 0,¹¹⁾
- BIG_{it-1} : 자산규모에 따른 사외이사 선임규정의 차이의 더미변수로 기업 i가 t-1기의 자산총액이 2조원 이상이면 1, 아니면 0,
- OD_Rate_{it} : 사외이사의 비율로 기업 i의 t기의 사외이사 수를 전체 이사의 수로 나눈 비율,
- ACT_Rate_{it} : 사외이사의 이사회 참석률로 기업 i의 t기에 개최된 총 이사회에 참여한 사외이사의 수를 전체 사외이사의 수로 나눈 비율,
- SPE_Rate_{it} : 사외이사의 전문성으로 기업 i의 t기의 사외이사 중 경영 및 회계전공 교수, 회계사, 세무사 및 금융관련자격을 갖

- 춘 사외이사의 수를 사외이사의 총수로 나눈 비율,
- $SIZE_{it}$: 기업 i의 t기의 총자산의 자연로그,
- LEV_{it} : 기업 i의 t기의 부채비율(총부채/총자산),
- ROA_{it} : 기업 i의 t기의 총자산순이익률(당기순이익/총자산),
- $GROUP_{it}$: 기업집단의 소속여부에 대한 더미변수로 기업 i가 t기에 기업집단에 속하면 1, 아니면 0,
- MSH_{it} : 기업 i의 t기의 대주주지분율,
- FSH_{it} : 기업 i의 t기의 외국인지분율,
- $SALES_Rate_{it}$: 매출액증가율로 기업 i의 t기의 매출액에서 t-1기의 매출액을 차감한 후 t-1기의 매출액으로 나눈 비율,
- RD_Rate_{it} : 연구개발비 비율로 기업 i의 t기의 연구개발비를 t기의 매출액으로 나눈 비율,
- OCF_Rate_{it} : 영업현금흐름 비율로 기업 i의 t기의 영업현금흐름을 t기의 총자산으로 나눈 비율,
- ID_{it} : 한국표준산업분류의 대분류에 의한 산업별 더미변수,
- YD_t : 연도별 더미변수.

기업가치가 높은 경우 기업가치가 낮은 경우에 비해 Tobin's q(TQ_{it})가 큰 값이 나타나게 된다. 따라서 관료출신 사외이사를 선임하는 경우 기업가치가 증가한다면 관료출신 사외이사를 선임한 기업이 미선임기업에 비해 기업가치가 높게 나타날 것으로 관료출신 사외이사의 선임여부에 대한 더미변수(POD_{it})는 통계적으로 유의한 양의 계수값이 나타날 것으로 예상된다. 또한 관료출신 사외이사를 선임하는 것이 기업가치를 증가시키는 경우 전기에는 관료출신 사외이사를 선임하지 않았으나, 당기에는

11) 관료출신 사외이사의 수를 전체 사외이사의 수로 나눈 관료출신 사외이사 비율의 중위수는 0.5로 관료출신 사외이사를 선임하는 기업들은 사외이사의 절반 이상을 관료출신 사외이사로 선임하고 있는 것으로 나타났다.

관료출신 사외이사를 선임한 경우의 기업가치 증가가 가장 크게 나타나고, 반대로 전기에는 관료출신 사외이사를 선임하였으나 당기에는 관료출신 사외이사를 선임하지 않은 경우에 기업가치가 감소하거나 그 증가가 가장 작게 나타날 것이 기대된다. 따라서 관료출신 사외이사의 선임여부에 대한 더미변수 (POD_{it})는 양의 유의한 계수값이 나타날 것이 예상된다. 마지막으로 관료출신 사외이사가 기업가치의 증대를 가져오는 경우 관료출신 사외이사의 비율이 높은 경우 낮은 경우에 비해 기업가치가 클 것으로, 관료출신 사외이사의 선임비율에 대한 더미변수 (POD_Rate_{it})는 양의 유의한 계수값이 나타날 것이 기대된다.

IV. 표본 및 기술통계

4.1 표본

본 연구는 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 기업가치가 미선임한 기업의 기업가치보다 크게 나타나는지를 분석하기 위해 2000년부터 2010년까지 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 유가증권시장 상장기업의 사업보고서 중 이사회에 관한 사항, 그리고 임원 및 직원의 현황 등에서 사외이사의 경력자료를 수집하였다. 기업가치의 대응치로 사

용한 Tobin's q 및 기타의 통제변수, 산업분류 등을 위한 자료는 한국신용평가정보(주)의 NewKisValue에서 추출하였으며, 다음의 경우는 분석대상 표본에서 제외하였다.

1. 사업보고서에서 사외이사의 경력자료를 얻을 수 없는 기업
2. IFRS 조기도입 기업과 NewKisValue에서 기업가치의 측정을 위한 Tobin's q와 통제변수의 산출에 사용되는 재무 및 주가자료 등을 사용할 수 없는 기업¹²⁾
3. 금융업, 금융관련 서비스업 및 보험업인 기업

사외이사로 선임되는 인사는 한 개가 아닌 여러 개의 경력을 갖고 있는 경우가 있으며, 관료출신 공무원의 경우 퇴직 후 기업인, 교수, 법조인, 정치인 등으로 활동하여 전직과 현직이 다른 다양한 경력을 갖고 있는 인사들이 있다. 또한 관료출신이 아닌 경우에도 회계사출신의 교수 및 연구원 출신의 교수, 언론인 출신의 시민단체 인사 등 다양한 경력을 갖고 있는 경우가 있다. 이에 본 연구는 사외이사를 관료출신, 기업인, 교수, 법조인, 회계전문가, 정치인, 연구원, 언론인, 시민단체로 구분하였으며, 관료출신 사외이사가 기업가치에 차이를 가져오는지를 분석하기 위해 사외이사가 여러 개의 경력을 갖고 있는 경우 다음과 같이 사외이사의 출신집단을 분류하였다.¹³⁾ 즉, 사외이사가 특정집단 출신이면서 현재

12) 관료출신 사외이사의 선임여부 및 사외이사의 출신집단별 선임경향을 파악하기 위해서는 재무자료의 이용가능 여부에 상관없이 전체 자료를 이용하는 것이 상대적으로 타당하여 <표 1>과 <표 2>에서는 사업보고서에서 사외이사의 경력자료를 추출할 수 있는 총 5,473개의 기업을 대상으로 분석한 결과를 제시하였다. 그러나 기술통계 및 실증분석에서는 일관된 회계기준을 적용하기 위해 IFRS 조기도입기업(249개)과 재무자료를 사용할 수 없는 기업(1,317개)이 제거되어 전체 5,473개 중 총 4,156개가 분석대상표본으로 사용되었으며, IFRS를 조기도입한 기업을 포함하여 분석하는 경우에도 연구결과에 질적인 차이는 발생하지 않았다.

13) 사외이사가 관료출신이면서 교수나 회계(경영)전문가 등의 다른 경력도 함께 갖고 있는 경우 관료출신만의 전문지식이나 인적네트워크 뿐만 아니라 이론적·실무적 지식 등도 함께 제공할 수 있어 관료출신 경력만을 갖고 있는 사외이사에 비해 기업의 가치증대에 긍정적인 영향을 줄 수 있다. 본 연구는 사외이사가 관료출신 경력만이 있는 경우와 관료출신이면서 다양한 경력을 함께 갖고 있는

다른 직업을 갖고 있어 한명의 사외이사가 여러 개의 출신집단으로 중복 분류되는 경우 다음의 기준에 따라 한 개의 특정집단 출신으로 분류하였다.

1. 관료출신인 경우 관료출신으로 분류
2. 관료출신은 아니면서 정치인 출신인 경우 정치인으로 분류
3. 관료, 정치인 출신은 아니면서 교수 출신인 경우 교수로 분류
4. 관료, 정치인, 교수 출신은 아니면서 기업인 출신인 경우 기업인으로 분류
5. 관료, 정치인, 교수, 기업인 출신은 아니면서 법조인 출신인 경우 법조인으로 분류
6. 관료, 정치인, 교수, 기업인, 법조인 출신은 아니면서 회계사 및 세무사, 감사관련회계법인인사, 금융관련자격보유자인 회계(경영)전문가 출신인 경우 회계(경영)전문가로 분류¹⁴⁾
7. 관료, 정치인, 교수, 기업인, 법조인, 회계(경영)전문가 출신은 아니면서 언론인 출신인 경우 언론인으로 분류
8. 관료출신, 정치인, 교수, 기업인, 법조인, 회계(경영)전문가, 언론인 출신은 아니면서 시민단체 출신인 경우 시민단체로 분류

〈표 1〉은 관료출신 사외이사의 선임여부에 따른 기업 수, 출신집단별로 사외이사의 수를 구분하여

제시한 것이다. 〈표 1〉의 2000년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장되어 있는 5,473개의 기업 중 관료출신 사외이사를 선임하지 않은 기업은 3,431개로 전체의 약 62.7%이며, 관료출신 사외이사를 선임한 기업은 2,042개로 약 37.3%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 관료출신 사외이사를 선임하지 않은 기업이 관료출신 사외이사를 선임한 기업에 비해 1,389개가 더 많아 약 1.7배 정도 큰 것으로 나타났다. 분석기간 동안 기업들이 선임한 사외이사의 수는 총 12,287명이며, 이중 관료출신 사외이사를 선임하지 않은 기업이 보유하고 있는 사외이사의 수는 6,436명으로 52.4%로 나타나고, 관료출신 사외이사를 선임한 기업이 보유하고 있는 사외이사의 수는 5,851명으로 전체 기업이 선임한 사외이사의 수의 약 47.6%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 기업의 수가 5,473개이고, 이중 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 수가 2,042개로 전체 기업의 37.3%에 불과함에도 관료출신을 선임한 기업의 사외이사 수가 전체에서 차지하는 비율이 47.6%로 크게 나타나는 것은 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 이사회의 규모가 상대적으로 커서 사외이사로 선임되는 이사들의 수가 상대적으로 많기 때문인 것으로 판단된다. 관료출신 사외이사를 선임한 기업은 선임한 사외이사의 52.4%인 3,064명을 관료출신으로 선임하고 있는 것으로 나타나 기업가치의 증대 혹은 기타의 의도를 가지고 관료출신 사외이사를 선

경우 모두 관료출신집단으로 분류하였으므로 관료출신 사외이사가 기업의 가치증대에 도움을 주는 경우 관료출신 사외이사의 선임여부, 선임여부의 변화, 선임비율에 따라 상대적으로 기업가치의 차이가 크게 나타날 수 있다. 그러나 이러한 분류에도 불구하고 관료출신 사외이사의 선임여부 등에 따라 기업가치에 차이가 발생하지 않는 경우 본 연구의 분류는 관료출신 사외이사가 기업의 가치증대에 도움이 되지 않는다는 분석결과의 강건성 확보에 유리하다.

14) 이사회의 특성과 관련한 선행연구에서는 경영 및 회계전공 교수 및 세무공무원 출신의 사외이사를 경영(회계)전문성을 갖춘 사외이사로 분류하여 사외이사의 전문성에 대한 측정치로 사용하였다. 그러나 경영 및 회계전공 교수를 회계(경영)전문가 출신으로 분류하는 경우 한명의 사외이사가 2개의 집단에 포함되게 되어 교수집단으로 분류하였으며, 같은 이유로 세무공무원 출신의 경우도 관료출신으로 구분하였다. 그러나 사외이사의 전문성(SPE_Rate)을 측정할 때는 선행연구와 같이 경영 및 회계전공 교수를 포함하여 산출하였으며, 세무공무원은 제외하였다.

〈표 1〉 관료출신 사외이사의 선임여부에 따른 기업 수 및 사외이사의 출신집단별 인원 수

관료출신 선임여부	전체		관료출신 미선임		관료출신 선임	
	개/명	비율	개/명	비율	개/명	비율
출신집단						
기업의 수	5,473	100.0%	3,431	62.7%	2,042	37.3%
사외이사의 수	12,287	100.0%	6,436	52.4%	5,851	47.6%
관료	3,064	24.9%	0	0.0%	3,064	24.9%
기업 인사	5,252	42.7%	3,853	31.4%	1,399	11.4%
교수	2,241	18.2%	1,382	11.2%	859	7.0%
법조인	576	4.7%	408	3.3%	168	1.4%
회계전문가	500	4.1%	395	3.2%	105	0.9%
정치인	38	0.3%	24	0.2%	14	0.1%
연구원	157	1.3%	112	0.9%	45	0.4%
언론인	154	1.3%	86	0.7%	68	0.6%
시민단체 및 기타협회	305	2.5%	176	1.4%	129	1.0%

입하고 있을 가능성을 보여준다.

전체 기업들이 선임하는 사외이사를 출신집단으로 구분하여 살펴보면 기업인 출신이 42.7%로 그 비율이 가장 높고, 관료출신이 24.9%로 그 다음이며, 교수, 법조인, 회계(경영)전문가 등의 순으로 나타났다. 관료출신 미선임기업이 선임하는 사외이사는 관료출신 사외이사를 선임하지 않는 것을 제외하고는 전체 사외이사의 출신집단별 선임비율과 유사하게 기업인의 선임비율이 31.4%로 가장 크고 교수, 법조인, 회계(경영)전문가 등의 순으로 크게 나타났다. 그러나 관료출신 선임기업은 사외이사로 관료출신이 선임하는 비율이 24.9%로 가장 크며, 기업인(11.4%), 교수(7.0%), 법조인(1.4%), 시민단체(1.0%) 등의 순으로 나타나 관료출신 미선임기업과는 다르게 사외이사를 선임하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 특히 관료출신 선임기업은 경영에 대한 전문지식을 제공할 수 있을 것으로 예상되는 회계(경영)전문가집단의 사외이사 선임비율이 0.9%로 관료출신 미선임기업의 3.2%에 비해 약 3.6배

작게 나타난다. 또한 관료출신 사외이사의 선임기업은 관료출신을 사외이사로 선임함으로 인해 다른 집단출신을 사외이사로 선임하는 비율이 상대적으로 낮게 나타났다.

〈표 2〉는 사외이사의 출신집단 및 연도별 사외이사의 수 및 직전년도 대비 사외이사 수의 증감 등을 제시한 것이다. 이를 살펴보면 2000년에 사외이사의 수는 829명이었지만 2010년에는 1,346명이 사외이사로 선임되어 약 62.4%가 증가한 것으로 나타났다. 또한 연평균 1,117명이 사외이사로 선임되고 있으며, 사외이사의 수는 연평균 약 5.0%가 증가하는 것으로 나타나 사외이사로 선임되는 수가 지속적으로 증가하고 있는 것으로 나타났다. 사외이사로 선임된 인사의 출신집단을 기준으로 연평균 증감률을 살펴보면 시민단체가 13.9%로 가장 높고, 언론인(9.5%), 관료출신(8.4%), 교수 및 연구원(6.9%) 등의 순으로 연평균 증가율이 높은 것으로 나타나지만 이는 2000년에 시민단체 및 언론인 출신집단이 정치인을 제외한 다른 집단에 비해 사외이사로 선임

〈표 2〉 연도 및 출신집단별 사외이사의 수 및 직전년도 대비 증가율

연도	합계	관료출신	기업인	교수	법조인	회계전문가	정치인	연구원	언론인	시민단체
2000	829	169	395	136	41	48	5	14	8	13
2001 (증감)	934 (105)	206 (37)	451 (56)	147 (11)	42 (1)	43 (-5)	4 (-1)	17 (3)	9 (1)	15 (2)
2002 (증감)	969 (35)	215 (9)	460 (9)	151 (4)	44 (2)	43 (0)	3 (-1)	19 (2)	12 (3)	22 (7)
2003 (증감)	998 (29)	223 (8)	462 (2)	176 (25)	40 (-4)	47 (4)	2 (-1)	12 (-7)	14 (2)	22 (0)
2004 (증감)	1,050 (52)	238 (15)	470 (8)	186 (10)	51 (11)	50 (3)	2 (0)	14 (2)	15 (1)	24 (2)
2005 (증감)	1,113 (63)	273 (35)	495 (25)	203 (17)	44 (-7)	47 (-3)	3 (1)	9 (-5)	12 (-3)	27 (3)
2006 (증감)	1,187 (74)	302 (29)	505 (10)	225 (22)	54 (10)	41 (-6)	3 (0)	11 (2)	14 (2)	32 (5)
2007 (증감)	1,235 (48)	336 (34)	486 (-19)	243 (18)	60 (6)	47 (6)	3 (0)	10 (-1)	17 (3)	33 (1)
2008 (증감)	1,293 (58)	354 (18)	498 (12)	261 (18)	68 (8)	43 (-4)	4 (1)	16 (6)	16 (-1)	33 (0)
2009 (증감)	1,333 (40)	377 (23)	515 (17)	252 (-9)	65 (-3)	46 (3)	4 (0)	16 (0)	19 (3)	39 (6)
2010 (증감)	1,346 (13)	371 (-6)	515 (0)	261 (9)	67 (2)	45 (-1)	5 (1)	19 (3)	18 (-1)	45 (6)
합계 (비율)	12,287 (100.0%)	3,064 (24.9%)	5,252 (42.7%)	2,241 (18.2%)	576 (4.7%)	500 (4.1%)	38 (0.3%)	157 (1.3%)	154 (1.3%)	305 (2.5%)
연평균증감* (비율)	52 (100.0%)	20 (39.1%)	12 (23.2%)	13 (24.2%)	3 (5.0%)	0 (-0.6%)	0 (0.0%)	1 (1.0%)	1 (1.9%)	3 (6.2%)
연평균 증감비율**	(5.0%)	(8.4%)	(2.8%)	(6.9%)	(5.8%)	(-0.3%)	(3.0%)	(6.9%)	(9.5%)	(13.9%)
연평균 인원	1,117	279	477	204	52	45	3	14	14	28

* 연도별 증감인원의 평균임.

** 연도별 증감비율의 평균임.

된 수가 상대적으로 적어서 나타나는 것으로 판단된다.

연평균 사외이사의 증감인원을 사외이사의 출신집단별로 구분하여 살펴보면 연평균 사외이사의 수는 약 52명 정도가 증가하고 있으며, 이중 관료출신이 20명으로 약 39.1%를 차지하여 가장 높고 교수(24.2%)와 기업인(23.2%)의 순으로 사외이사로

선임되는 수가 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 선행연구에서 기업에 대한 전문적 지식을 갖고 있는 것으로 보고된 회계전문가집단은 연평균 증감인원이 -0.06%가 감소하고, 연평균 증감비율도 -0.3%가 감소하는 것으로 나타나 변동이 없거나 증가한 다른 집단과는 다르다.

4.2 기술통계

〈표 3〉은 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 차이가 발생하는지를 분석하기 위해 사용된 Tobin's q 및 통제변수들의 기술통계와 상관

계수를 나타낸 것이다. 먼저 [Panel A]의 기술통계를 살펴보면 Tobin's q의 평균(중위수)은 0.72(0.59)로 총자산에 비해 시가총액이 낮은 것으로 나타났으며, 관료출신 사외이사의 미선임기업이 선임하거나 선임기업이 미선임하는 경우의 Tobin's q는 직전연

〈표 3〉 Tobin's q 및 통제변수의 기술통계와 상관계수

[Panel A] 기술통계

변수	전체 표본					
	표본수	전체평균	표준편차	최대값	중위수	최소값
TQ	4,156	0.72	0.62	15.36	0.59	0.03
CHG_TQ	469	-0.06	0.68	3.54	-0.01	-7.11
POD ¹⁵⁾	4,156	0.38	0.49	1.00	0.00	0.00
BIG	4,156	0.12	0.33	1.00	0.00	0.00
OD_Rate	4,156	0.35	0.14	0.89	0.33	0.00
ACT_Rate	4,156	0.72	0.30	1.00	0.84	0.00
SPE_Rate	4,156	0.13	0.27	1.00	0.00	0.00
SIZE	4,156	26.45	1.51	32.09	26.14	22.46
LEV	4,156	0.50	0.48	27.17	0.48	0.01
ROA	4,156	0.05	0.10	1.35	0.06	-1.91
GROUP	4,156	0.26	0.44	1.00	0.00	0.00
MSH	4,156	0.41	0.17	0.94	0.41	0.00
FSH	4,156	0.10	0.15	0.92	0.03	0.00
SALES_Rate	4,156	0.03	0.27	0.99	0.06	-1.00
RD_Rate	4,156	0.01	0.02	0.32	0.00	0.00
OCF_Rate	4,156	0.06	0.10	0.71	0.05	-1.13

1. TQ는 Tobin's q로 측정된 기업가치.
2. CHG_TQ는 관료출신 사외이사의 선임여부가 변경되는 경우 Tobin's q의 증감.
3. POD는 관료출신 사외이사의 선임여부에 대한 더미변수로 관료출신 사외이사를 선임한 경우 1, 미선임한 경우 0.
4. BIG는 자산규모에 따른 사외이사 선임규정 차이의 더미변수로 직전기의 자산규모가 2조원 이상이면 1, 아니면 0.
5. OD_Rate는 사외이사의 비율로 사외이사 수를 전체 이사의 수로 나눈 비율.
6. ACT_Rate는 사외이사의 이사회 참석률로 개최된 총 이사회에 참여한 사외이사의 수를 전체 사외이사의 수로 나눈 비율.
7. SPE_Rate는 사외이사의 전문성으로 경영 및 회계전공 교수, 회계사, 세무사 및 기타 금융관련 자격증을 소지한 사외이사의 수를 전체 사외이사의 수로 나눈 비율.
8. SIZE는 기업의 총자산의 자연로그, LEV는 부채비율(총부채/총자산), ROA는 총자산순이익률, GROUP는 기업집단 소속여부에 대한 더미변수, MSH는 대주주지분율, FSH는 외국인지분율, SALES_Rate은 매출액 증가율, RD_Rate는 연구개발비를 매출액으로 나눈 비율, OCF_Rate는 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 비율임.

15) 〈표 3〉의 [Panel A]의 관료출신 사외이사를 선임하는 비율은 38.4%로 〈표 1〉의 37.3%와 차이가 나는 이유는 재무자료를 사용하지 않는 기업 및 IFRS를 적용하는 기업을 분석대상에서 제외하였기 때문이다.

〈표 3〉 Tobin's q 및 통제변수의 기술통계와 상관계수 (계속)

[Panel B] 상관계수

피어슨 스피어만	TQ	CHG_TQ	POD	BIG	OD_Rate	ACT_Rate	SPE_Rate	SIZE	LEV	ROA	GROUP	MSH	FSH	SALES_Rate	RD_Rate	OCF_Rate
TQ		-0.06	0.07***	0.09***	0.12***	0.07***	0.01	0.08***	0.32***	0.11***	0.09***	-0.15***	0.26***	0.08***	0.18***	0.21***
CHG_TQ	0.40***		0.06	0.02	0.03	0.00	0.00	-0.02	-0.05	0.00	0.01	0.08*	-0.06	0.14***	0.08*	-0.10**
POD	0.07***	0.00		0.28***	0.22***	0.07***	-0.17***	0.34***	0.01	0.05***	0.26***	-0.04**	0.20***	0.06***	0.05***	0.05***
BIG	0.16***	0.02	0.28***		0.56***	0.18***	0.00	0.74***	0.08***	0.05***	0.54***	-0.16***	0.36***	0.07***	0.06***	0.09***
OD_Rate	0.16***	0.03	0.21***	0.48***		0.15***	-0.01	0.43***	0.07***	-0.03*	0.35***	-0.13***	0.22***	0.05***	0.08***	0.04***
ACT_Rate	0.07***	-0.03	0.03**	0.10***	0.04**		0.01	0.18***	-0.03*	0.09***	0.17***	-0.02	0.12***	0.07***	0.02	0.11***
SPE_Rate	0.05***	-0.03	-0.08***	0.13***	0.12***	-0.02		0.02	0.00	-0.01	0.05***	-0.04***	0.03*	-0.01	-0.02	-0.01
SIZE	0.08***	0.02	0.31***	0.57***	0.30***	0.07***	0.13***		0.06***	0.16***	0.63***	-0.08***	0.47***	0.14***	0.05***	0.16***
LEV	0.03*	-0.02	0.05***	0.19***	0.11***	-0.05***	0.03**	0.19***		-0.09***	0.08***	-0.09***	-0.05***	0.03*	-0.05***	-0.02
ROA	0.29***	0.08*	0.07***	0.07***	-0.01	0.07***	0.03*	0.15***	-0.11***		0.06***	0.11***	0.18***	0.16***	-0.07***	0.41***
GROUP	0.13***	0.08*	0.26***	0.54***	0.31***	0.12***	0.14***	0.57***	0.19***	0.09***		-0.05***	0.26***	0.08***	0.01	0.10***
MSH	-0.15***	0.03	-0.04**	-0.16***	-0.12***	0.01	-0.06***	-0.04***	-0.13***	0.05***	-0.05***		-0.10***	0.02	-0.09***	0.01
FSH	0.28***	0.07	0.23***	0.38***	0.23***	0.06***	0.12***	0.58***	-0.08***	0.27***	0.33***	-0.10***		0.09***	0.07***	0.24***
SALES_Rate	0.12***	0.14***	0.05***	0.08***	0.05***	0.05***	0.01	0.15***	0.14***	0.24***	0.08***	0.02	0.15***		-0.04***	0.09***
RD_Rate	0.16***	0.06	0.11***	0.14***	0.13***	-0.02	0.07***	0.14***	-0.01	0.00	0.07***	-0.07***	0.16***	-0.01		0.02
OCF_Rate	0.12***	-0.01	0.07***	0.09***	0.03*	0.09***	0.01	0.14***	-0.13***	0.48***	0.11***	0.01	0.23***	0.13***	0.05***	

*** 1%수준에서 유의, ** 5%수준에서 유의, * 10%수준에서 유의.

도 대비 -0.06정도 감소하는 것으로 나타났다. 분석 대상기업의 이사회 특성 살펴보면 자산규모 2조원 이상인 회사는 전체 표본의 약 12%이며, 사외이사의 비율은 전체 이사의 약 38%가 선임되고, 사외이사들의 약 72%가 이사회 개최시 참석하는 것으로 나타났다. 사외이사의 전문성인 경영 및 회계전공교수, 회계사, 세무사 및 기타 금융관련 자격증을 소지한 사외이사의 비율은 13%로 나타나 <표 1>의 사외이사의 회계전문가비율인 4.1%보다 높게 나타나는데, 이는 경영 및 회계전공 교수들이 사외이사의 전문성을 측정하는데 포함되었기 때문이다.

분석대상기업의 기업특성을 살펴보면 부채비율은 50%, 총자산이익률은 5%이며, 26%의 기업이 기업집단에 소속되어 있고 대주주지분율과 외국인지분율은 각각 41%와 10%로 나타났다. 기업가치에 영향을 주는 변수로 알려진 매출액증가율과 연구개발비비율, 그리고 영업현금흐름비율은 각각 3%, 1%와 6%로 나타났다.

[Panel B]를 살펴보면 관료출신 사외이사 선임여부는 Tobin's q와 피어슨 및 스피어만 상관계수가 모두 유의한 양의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타나며, 관료출신 사외이사의 선임여부 변화에 대한 터미변수는 스피어만 상관계수만 유의한 양의 상관관계가 나타났다. 대주주지분율이 기업가치와 유의한 음의 상관관계가 나타나고, 사외이사 전문성의 피어슨 상관계수가 유의하지 않은 것을 제외하면 다른 변수들은 피어슨과 스피어만 상관계수가 유의하게 양의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 따라서 자산규모 2조원 이상이고, 사외이사의 비율과 활동성이 높으며, 기업규모가 크고, 부채비율 및 총자산순이익률이 높고, 기업집단 소속기업이며 외국인지분율, 매출액증가율, 연구개발비 및 영업현금흐름비율이 증가하는 경우 기업가치도 증가함을 보인다.

V. 실증분석결과

<표 4>는 분석에 사용한 Tobin's q 및 기업특성, 이사회특성 등의 통제변수들을 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 구분하여 차이가 발생하는지를 t-test와 Wilcoxon rank sum test를 사용하여 분석한 결과를 제시한 것이다. 기업가치를 살펴보면 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 Tobin's q는 평균(중위수)이 0.77(0.62)으로 미선임기업의 평균(중위수)인 0.69(0.57)에 비해 1%수준에서 유의하게 높게 나타나 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 가치가 더 크게 나타난다. 이러한 결과는 관료출신 사외이사가 기업가치를 증가시키데 기여하고 있거나 혹은 기업가치가 큰 기업들이 특정이유로 인해 관료출신 사외이사를 선임하고 있기 때문인 것으로 생각된다. 그러나 관료출신 사외이사의 선임여부가 변경되는 경우 Tobin's q의 증감은 관료출신 미선임기업이 선임하는 경우나 선임기업이 미선임하는 경우 모두 감소하는 것으로 나타나며, 관료출신 선임여부의 변경에 따라 통계적으로 유의한 차이가 나타나지 않는다. 이는 관료출신 미선임기업이 선임하는 경우와 관료출신 선임기업이 미선임기업으로 변경되는 경우 모두 기업가치는 감소하지만 기업가치의 증가가 가장 크게 나타날 것으로 예상되는 관료출신 미선임기업이 선임하는 경우와 기업가치의 증가가 가장 작게 나타나거나 감소할 것으로 예상되는 관료출신 선임기업이 미선임기업으로 변경되는 경우 기업가치의 변화에는 차이가 없는 것으로 나타났다. 따라서 관료출신 사외이사의 선임으로 기업가치가 증가하는 것이 아니라 기업가치가 큰 기업들이 기업가치 증가보다는 보험 및 로비창구의 역할 등 기업가치 증가 이외의 목적으로 관료출신 사외이사를 선

〈표 4〉 관료출신 사외이사의 선임여부 및 선임여부의 변경에 따른 기업가치의 비교

구분 변수	관료출신 선임						관료출신 미선임						t값	Z값
	표본수	평균	표준편차	최대값	중위수	최소값	표본수	평균	표준편차	최대값	중위수	최소값		
TQ	1,595	0.77	0.58	6.48	0.62	0.08	2,561	0.69	0.63	15.36	0.57	0.03	-4.29***	4.55***
CHG_TQ	181	-0.05	0.76	2.37	0.01	-7.11	288	-0.06	0.63	3.54	-0.03	-4.10	-0.08	1.24
BIG	1,595	0.24	0.43	1.00	0.00	0.00	2,561	0.05	0.22	1.00	0.00	0.00	-16.40***	18.08***
OD_Rate	1,595	0.39	0.15	0.89	0.33	0.07	2,561	0.33	0.13	0.80	0.29	0.00	-13.67***	13.66***
ACT_Rate	1,595	0.75	0.28	1.00	0.87	0.00	2,561	0.71	0.32	1.00	0.82	0.00	-4.48***	1.99**
SPE_Rate	1,595	0.07	0.16	0.80	0.00	0.00	2,561	0.17	0.32	1.00	0.00	0.00	12.47***	-5.13***
SIZE	1,595	27.09	1.69	32.09	26.81	23.32	2,561	26.05	1.22	31.83	25.87	22.46	-21.36***	20.29***
LEV	1,595	0.50	0.23	2.25	0.50	0.01	2,561	0.49	0.58	27.17	0.47	0.01	-0.84	3.17***
ROA	1,595	0.06	0.08	0.41	0.06	-0.72	2,561	0.05	0.11	1.35	0.05	-1.91	-3.60***	4.62***
GROUP	1,595	0.40	0.49	1.00	0.00	0.00	2,561	0.17	0.37	1.00	0.00	0.00	-16.25***	16.70***
MSH	1,595	0.40	0.17	0.93	0.40	0.00	2,561	0.41	0.17	0.94	0.41	0.00	2.36**	-2.38**
FSH	1,595	0.14	0.17	0.92	0.07	0.00	2,561	0.08	0.14	0.86	0.01	0.00	-12.68***	14.94***
SALES_Rate	1,595	0.06	0.24	0.97	0.06	-0.99	2,561	0.02	0.29	0.99	0.05	-1.00	-4.19***	3.51***
RD_Rate	1,595	0.01	0.02	0.24	0.00	0.00	2,561	0.01	0.02	0.32	0.00	0.00	-3.01***	7.32***
OCF_Rate	1,595	0.06	0.10	0.60	0.06	-0.87	2,561	0.05	0.10	0.71	0.05	-1.13	-3.56***	4.36***

*** 1%수준에서 유의, ** 5%수준에서 유의, * 10%수준에서 유의.

1. TQ는 Tobin's q로 측정된 기업가치.
2. CHG_TQ는 관료출신 사외이사의 선임여부가 변경되는 경우 Tobin's q의 증감.
3. POD는 관료출신 사외이사의 선임여부에 대한 더미변수로 관료출신 사외이사를 선임한 경우 1, 미선임한 경우 0.
4. BIG는 자산규모에 따른 사외이사 선임규정 차이의 더미변수로 직전기의 자산규모가 2조원 이상이면 1, 아니면 0.
5. OD_Rate는 사외이사의 비율로 사외이사 수를 전체 이사의 수로 나눈 비율.
6. ACT_Rate는 사외이사의 이사회 참석률로 개최된 총 이사회에 참여한 사외이사의 수를 전체 사외이사의 수로 나눈 비율.
7. SPE_Rate는 사외이사의 전문성으로 경영 및 회계전공 교수, 회계사, 세무사 및 기타 금융관련 자격증을 소지한 사외이사의 수를 전체 사외이사의 수로 나눈 비율.
8. SIZE는 기업의 총자산의 자연로그, LEV는 부채비율(총부채/총자산), ROA는 총자산순이익률, GROUP는 기업집단 소속여부에 대한 더미변수, MSH는 대주주지분율, FSH는 외국인지분율, SALES_Rate은 매출액 증가율, RD_Rate는 연구개발비를 매출액으로 나눈 비율, OCF_Rate는 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 비율임.

임하고 있을 가능성을 보여준다. 이에 〈표 5〉에서는 선행연구에서 기업가치에 영향을 주는 것으로 보고된 기업특성변수와 이사회 특성변수 등을 통제변수로 추가하여 분석한 결과를 제시하였다.

관료출신 미선임기업이 선임하는 경우는 181개이며, 선임기업이 미선임하는 경우는 288개임에도 〈표 2〉에 제시한 것처럼 관료출신 사외이사의 비율

및 수가 증가하는 이유는 관료출신 사외이사를 선임하는 기업이 동시에 여러 명의 관료출신 사외이사를 선임하기 때문인 것으로 판단된다. 관료출신 사외이사를 선임한 기업들은 미선임기업에 비해 자산규모가 2조원 이상이고 사외이사의 비율 및 이사회 참석률이 높고, 기업규모가 크며, 총자산순이익률이 높고, 기업집단소속 기업이며, 외국인지분율, 매출액증가

〈표 5〉 기업특성 및 이사회특성 등을 통제하는 경우 관료출신 사외이사의 선임여부, 선임여부의 변경 및 관료출신 사외이사의 비율에 따른 기업가치

$$TQ(CHG_TQ)_{it} = \alpha + \beta_1 POD(POD_Rate)_{it} + \beta_2 BIG_{it-1} + \beta_3 OD_Rate_{it} + \beta_4 ACT_Rate_{it} + \beta_5 SPE_Rate_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 GROUP_{it} + \beta_{10} MSH_{it} + \beta_{11} FSH_{it} + \beta_{12} SALES_Rate_{it} + \beta_{13} RD_Rate_{it} + \beta_{14} OCF_Rate_{it} + \gamma ID_{it} + \delta YD_t + e_{it}$$

종속변수	TQ	CHG TQ	TQ
표본수	4,156	469	1,595
절편	1.674*** (6.902)	1.329 (1.495)	1.591*** (3.994)
POD	0.016 (0.936)	-0.045 (-0.687)	-
POD_Rate	-	-	-0.108*** (-3.259)
BIG	-0.056 (-1.414)	0.257* (1.709)	-0.078 (-1.460)
OD_Rate	0.263*** (3.842)	0.248 (0.922)	0.265** (2.317)
ACT_Rate	0.027 (1.012)	0.010 (0.105)	0.084* (1.803)
SPE_Rate	0.050* (1.722)	0.021 (0.189)	-0.001 (-0.007)
SIZE	-0.046*** (-4.978)	-0.055 (-1.593)	-0.037** (-2.480)
LEV	0.431*** (25.186)	-0.048 (-1.433)	0.091 (1.517)
ROA	0.465*** (5.262)	0.132 (0.422)	1.261*** (6.732)
GROUP	0.016 (0.670)	0.019 (0.200)	0.037 (1.046)
MSH	-0.356*** (-7.340)	0.384*** (2.126)	-0.197** (-2.536)
FSH	0.854*** (13.871)	-0.420* (-1.663)	0.719*** (7.701)
SALES_Rate	0.047 (1.437)	0.207** (2.312)	0.006 (0.102)
RD_Rate	5.171*** (11.051)	4.225* (1.835)	6.146*** (8.703)
OCF_Rate	0.756*** (8.587)	-0.745** (-2.433)	0.554*** (3.630)
산업 및 연도 더미		포함	
Adj. R ²	33.6%	12.6%	31.0%

*** 1%수준에서 유의, ** 5%수준에서 유의, * 10%수준에서 유의, ()는 t값임.

1. TQ는 Tobin's q로 측정된 기업가치.
2. CHG_TQ는 관료출신 사외이사의 선임여부가 변경되는 경우 Tobin's q의 증감.
3. POD는 관료출신 사외이사의 선임여부에 대한 더미변수로 관료출신 사외이사를 선임한 경우 1, 미선임한 경우 0.
4. POD_Rate_{it} : 관료출신 사외이사의 수를 사외이사의 총수로 나눈 비율의 더미변수로 기업 i가 t기에 관료출신 사외이사의 선임비율이 중위수보다 높으면 1, 아니면 0.
5. BIG는 자산규모에 따른 사외이사 선임규정 차이의 더미변수로 직전기의 자산규모가 2조원 이상이면 1, 아니면 0.
6. OD_Rate는 사외이사의 비율로 사외이사 수를 전체 이사의 수로 나눈 비율.
7. ACT_Rate는 사외이사의 이사회 참석률로 개최된 총 이사회에 참여한 사외이사의 수를 전체 사외이사의 수로 나눈 비율.
8. SPE_Rate는 사외이사의 전문성으로 경영 및 회계전문 교수, 회계사, 세무사 및 기타 금융관련 자격증을 소지한 사외이사의 수를 사외이사의 수로 나눈 비율.
9. SIZE는 기업의 총자산의 자연로그, LEV는 부채비율(총부채/총자산), ROA는 총자산순이익률, GROUP는 기업집단 소속여부에 대한 더미변수, MSH는 대주주지분율, FSH는 외국인지분율, SALES_Rate은 매출액 증가율, RD_Rate는 연구개발비를 매출액으로 나눈 비율, OCF_Rate는 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 비율임.

율, 영업현금흐름비율이 유의하게 크지만 대주주지분율 및 연구개발비 비율은 낮은 것으로 나타났다.

〈표 5〉는 기업가치에 영향을 주는 기업특성 및 이사회특성 등을 통제하는 경우에도 관료출신 사외이사의 선임여부 및 선임여부의 변경, 선임비율에 따라 기업가치에 차이가 발생하는지를 회귀분석한 결과를 제시한 것이다. 관료출신 사외이사의 더미변수는 0.016의 양의 계수값이 나타나지만 통계적으로 유의하지 않아 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 차이가 발생한 〈표 4〉의 결과와는 다르다. 따라서 관료출신 사외이사가 기업가치를 증가시키는 것이 아니라 기업가치가 상대적으로 큰 기업들이 관료출신 사외이사를 선임하기 때문에 〈표 4〉에서 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 기업가치가 미선임 기업의 기업가치에 비해 크게 나타난 것으로 판단된다.

통제변수로 사용된 자산규모에 따른 사외이사 선임규정 차이의 더미변수와 이사회 참석률, 기업집단 변수 및 매출액증가율은 기업가치에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 그러나 이사회 특성변수인 사외이사의 비율 및 전문성은 각각 1%와 10%수준에서 유의한 양의 계수값이 나타나 사외이사의 비율과 전문성이 높을수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다. 부채비율, 총자산순이익률, 외국인지분율, 연구개발비 및 영업현금흐름 비율은 양의 유의한 계수값이 나타나 이들 변수가 높을수록 기업가치가 증가하며, 자산규모와 대주주지분율이 높을수록 기업가치는 감소하는 것으로 나타나 선행연구의 결과와 유사하다.

관료출신 사외이사의 선임여부가 변경되는 경우의 더미변수도 유의한 계수값이 나타나지 않아 〈표 4〉

의 결과와 유사하게 관료출신 사외이사의 선임여부의 변경도 기업가치에 차이를 발생시키지 않는 것으로 나타났다. 또한 관료출신 사외이사를 선임한 기업만을 대상으로 관료출신 사외이사의 비율의 중위수로 구분한 더미변수는 1%수준에서 유의한 음의 계수값이 나타나 관료출신 사외이사의 비율이 높은 경우 낮은 경우에 비해 기업가치가 오히려 감소하는 것으로 나타났다.¹⁶⁾ 이상의 실증분석결과를 종합하면 기업가치가 상대적으로 큰 기업들이 관료출신 사외이사를 선임하는 경향이 있으며, 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치에 차이가 발생하지 않으며, 관료출신 사외이사의 비율이 높은 경우 기업가치가 오히려 감소하는 것으로 나타나 기업들이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유는 기업가치의 증대라기보다는 보험 및 로비창구로 활용하기 위해 선임하고 있을 가능성을 보여준다.

VI. 결론

본 연구는 기업이 이사회 구성원으로 관료출신 사외이사를 선임하는지의 여부와 관료출신 사외이사의 선임여부의 변화, 그리고 관료출신 사외이사의 비율에 따라 기업가치에 차이가 발생하는지를 분석하였다. 기업가치의 대응치로 Tobin's q와 2000년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 기업들을 사용하여 분석한 결과 관료출신 사외이사를 선임한 기업의 Tobin's q가 미선임기업에 비해 평균과 중위수가 유의하게 크게 나타나지만, 기업가치에 영향을 주는 것으로 보고된 기업특성 및 이사회 특성

16) 관료출신 사외이사비율의 더미변수가 아닌 관료출신 사외이사비율을 사용하는 경우에도 결과에 차이가 발생하지는 않아 관료출신 사외이사비율의 더미변수를 사용한 결과를 제시하였다(사외이사비율을 사용하는 경우의 계수값(-0.112**)과 t값(-2.02)).

등을 통제하는 경우 유의한 차이가 나타나지 않았다. 또한 관료출신 사외이사의 선임여부에 따라 기업가치의 변화가 가장 클 것으로 예상되는 관료출신 미선임기업이 선임하는 경우와 선임기업이 미선임하는 경우로 구분하여 분석하는 경우에도 기업가치에 유의한 차이가 없고 관료출신 사외이사의 비율이 높은 경우 낮은 경우에 비해 유의하게 기업가치가 낮게 나타났다. 따라서 본 연구의 결과는 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유가 기업가치를 증대시키기 위해서가 아니라 경영진 및 기업의 유사시 방패막이 혹은 고액보험의 역할 등 기업가치 증대 이외의 다른 목적이 있을 가능성을 보여준다.

본 연구는 기업이 관료출신 사외이사로 선임하였는지 여부에 따라 기업가치에 통계적으로 유의한 차이가 발생하지 않는다는 결과를 발견하여 다음과 같은 공헌점을 갖는다. 첫 번째로 관료출신 사외이사를 선임하는 것이 기업가치의 증가시키지 않는다는 사실을 알려주어 기업가치를 증가시키기 위한 목적으로 사외이사를 선임하고자 하는 기업의 경우 관료출신을 사외이사로 선임하고자 하는 유인을 감소시킬 수 있다. 두 번째로 관료출신 사외이사를 선임하는 것이 기업가치를 증대시키지 않으며, 방패막이 혹은 고액보험의 역할 등 기업가치 증대 이외의 다른 목적이 있을 가능성에 대한 간접적 근거를 제공하여 주주들이 최대주주 및 경영진 등에 의해 관료출신 사외이사가 추천되는 경우 선임안의 동의여부에 대한 의사결정을 할 때 판단근거를 제공해 줄 수 있다. 세 번째로 투자자들에게 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유를 알려주어 기업의 지배구조를 고려한 의사결정을 할 수 있게 한다. 마지막으로 감독기관에게 기업이 관료출신 사외이사를 선임하는 이유가 관료출신 사외이사의 전문성 등을 활용하기 위해서가 아니라는 것을 알려주어 사외이사제

도의 운영 및 관련정책의 결정시 이를 고려할 수 있게 하여 기업의 투명성제고와 지배구조개선을 위해 도입된 사외이사제도의 목적달성 및 원활한 운영을 가능하게 한다.

참고문헌

- 공정거래위원회(2011. 11. 07.), 2011년 대기업집단 지배구조현황에 대한 정보공개.
- 금융감독원(2007. 11. 27.), 상장법인의 사외이사제도 운영실태분석.
- 기은선(2012), "기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향," **세무학연구**, 29, 107-136.
- 김유찬·황국재(2008), "경영자 지분과 이사회 특성이 회계정보의 보수성에 미치는 효과," **회계저널**, 17, 225-265.
- 김정욱·배길수(2007), "Corporate Governance and Accounting Conservatism : Evidence from Board and Audit Committee Characteristics," **회계학연구**, 32, 89-115.
- 문상혁·이효익(2006), "기업지배구조의 특성과 유동발생의 예측오차," **경영연구**, 21, 217-257.
- 손성규·정기위·고재민(2010), "이사회 독립성, 공시의 적정성, 그리고 시장반응 : 손익구조변경 공시 기업을 대상으로," **회계저널**, 19, 33-65.
- 오훈석·최국현(2011), "기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향 : 한국기업지배구조원(CGS) 지배구조등급의 분석을 통한 실증검증," **기업경영연구**, 18, 41-65.
- 조선비즈(2015. 03. 16.), "신세계, 전직 고위 공무원을 사외이사로 선임한 이유는".
- 주간경향(2008. 08. 19.), "우리나라 기업의 사외이사는 과연 기업의 파수꾼 역할을 제대로 하고 있을까. 아

- 니면 기업의 '거수기'이거나 재벌총수 일가의 '구색 맞추기용'일까".
- 최관 · 박종일 · 조현우(2008), "이사회 및 감사위원회의 특성과 회계부정간의 관계에 관한 실증분석," **회계와 감사연구**, 48, 351-389.
- 최정호(2008), "이익의 질과 기업가치에 관한 실증적 연구," **한국증권학회지**, 37, 813-839.
- Baysinger, B., and H. Butler(1985), "Corporate Governance and the Board of Governors: Performance Effects of Changes in Board Composition," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1, 101-124.
- Beasley, M.(1996), "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," *The Accounting Review*, 71, 443-465.
- Fama, E., and M. Jensen(1983), "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Fama, E.(1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Hermalin, B., and M. Weisbach(1988), "The Determinants of Board composition," *The RAND Journal of Economics*, 19, 589-606.
- Menon, K., and J. Williams(1994), "The Use of Audit Committee for Monitoring," *Journal of Accounting and Public Policy*, 13, 121-139.
- Peasnell, K., Pope, P. and S. Young(2000), "Detecting Earnings Management using Cross-sectional Abnormal Accrual Models," *Accounting and Business Research*, 30, 303-326.
- Securities and Exchange Commission(1980), "Staff Report on Corporate Accountability," *U.S. Government Printing Office*.
- Xie, B., W. Davidson III, and P. DaDalt(2003), "Earnings Management and Corporate Governance : The Role of the Board and the Audit Committee," *Journal of Corporate Finance*, 9, 295-316.

Corporate Value Differences in the Appointment, Appointment Change, and Proportion of Ex-bureaucrats as Outside Directors - Focused on KOSPI Market -

Tae Kyun Lim* · Jon Junyoung Huh** · Seong Ho Bae*** · Seok Woo Jeong****

Abstract

In this study, we analyze whether corporate value increases when companies appoint ex-bureaucrats as outside directors in the board of directors. When independent outside directors with expertise participate in the board of directors, they may reduce agency problems, maximize the wealth of corporate shareholders and make sound corporate governance structure by monitoring management's opportunistic behavior.

Ex-bureaucrat outside directors may carry out the role of monitoring management behavior better by maintaining independence. Even when ex-bureaucrat outside directors fail to monitor management's opportunistic behavior, they are still expected to contribute to increase corporate value by utilizing human networks built and knowledge accumulated when they worked for government. As more former bureaucrats are being appointed as outside directors in recent years, there are growing doubts about whether they are performing their duty as outside directors. Further, suspicions are arising about whether ex-bureaucrat outside directors are used as expensive insurance to contact government officials because they may act as lobbyists for the company.

Because this study is to find out whether corporate value increases when former bureaucrats are appointed as outside directors in the board of directors, we analyze difference of corporate values when former bureaucrats are appointed as outside directors, the number of ex-bureaucrat outside directors is changed. Also, we analyze how corporate value changes according to the percentage of outside directors of bureaucratic origin in the board of directors. The companies which had been listed on the securities market from 2000 to 2010 are used in the study. In the

* Chonbuk National University, Division of Business Administration, Associate Professor

** Ernst & Young Han Young, Partner

*** Kyungpook National University, School of Business Administration, Assistant Professor

**** Korea University, Business School, Professor

analysis, corporate value(measured by Tobin's q) of the companies with ex-bureaucrat outside directors are significantly higher in average and median than companies without ex-bureaucrat outside directors. But when the properties of companies and the board of the directors, which have been reported to influence corporate value, are controlled, no significant differences are observed. To the contrary to our expectation, we do not find significant differences in corporate value between when companies without ex-bureaucrat outside directors appoint former bureaucrats as outside directors and when companies with ex-bureaucrat outside directors do not re-appoint them as outside directors. Furthermore, the companies with higher percentage of ex-bureaucrat outside directors are significantly lower in corporate value than the companies with lower percentage of ex-bureaucrat outside directors.

The results of this study will reduce the incentives to appoint former bureaucrats as outside directors when companies appoint outside directors to increase corporate value. In addition, this study provides circumstantial evidence that ex-bureaucrat outside directors are appointed by companies as expensive insurance or safe harbor, consistent with the suspicions about the role of ex-bureaucrats as outside directors in recent years. Accordingly, the results of this study can be used by shareholders when they approve the appointment of ex-bureaucrat outside directors nominated by management and consider corporate governance structure in investment decision making. Finally, regulatory agency should consider the results of this study in policy making and operation of outside director system, because the reasons for companies to appoint ex-bureaucrat as outside directors may not intend to utilize their expertise.

Key words: Corporate Value, the Board of Directors, Outside Director System, Ex-bureaucrat Outside Directors

- 저자 임태균은 현재 전북대학교 상과대학 경영학부 회계학전공 부교수로 재직 중이다. 인하대학교 경제통상학부 및 대학원 회계학과를 졸업하였으며, 고려대학교 대학원에서 경영학 박사를 취득하였다. 주요연구분야는 회계이익의 질 및 감사품질 측정, 재무분석가의 이익예측치의 특성, 기업지배구조 및 가치평가 등이다.
- 저자 허준영은 고려대학교 경영학과를 졸업하고, The University of Sydney에서 경영학 석사를 취득하였으며 전북대학교에서 박사 과정을 수료하였다. 현재 한영회계법인(Ernst & Young Korea)의 감사본부에 전무이사로 재직 중이다. 그는 호주(Ernst & Young Sydney)와 중국(Ernst & Young Beijing)에서도 근무한 바 있으며, 이러한 국제적인 업무경험을 바탕으로 현재 한영회계법인에서 중국사업과 기업공개(IPO)에 대한 자문업무를 책임지고 있다.
- 저자 배성호는 현재 경북대학교 경영학부 회계학전공 조교수로 재직 중이다. 고려대학교 경영대학을 졸업 후 삼일회계법인에서 공인회계사로 근무하였으며, 이 후 고려대학교 일반대학원 경영학과 회계학전공 석사 및 박사학위를 취득하였다. 주요연구분야는 회계감사 및 세무회계 등이다.
- 저자 정석우는 현재 고려대학교 경영대학 회계학 전공 교수로 재직 중이다. 고려대학교 경영대학 및 대학원 경영학과를 졸업하였으며, 미국 뉴욕주립대학교에서 경영학 박사를 취득하였다. 주요연구분야는 재무분석가의 이익예측행위, 공시, 기업의 사회적 책임과 회계정보, 감사품질 등이다.