

세무와회계저널
제15권 제4호 2014년 8월 pp.151~172
한국세무학회

금융기관 출신 사외이사 선임이 기업의 부채비율에 미치는 영향

조성순* · 박경진** · 신현한***

<요 약>

본 연구는 사외이사의 일반적인 기능으로 알려진 경영자 감시기능 이외에 해당 기업에 대한 경영지원 등의 역할을 살펴보기 위해 2000년부터 2008년까지 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융 기업을 대상으로 금융인 사외이사가 기업의 자본구조에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다.

분석 결과, 금융기관 출신 사외이사가 존재하는 기업은 총부채비율이 높은 것으로 나타났다. 부채를 다시 장단기부채 및 사채로 재분류하여 분석해 본 결과 부채관련 변수들이 대체로 높은 것으로 나타났으며 특히 장기차입금이 일관되게 유의적으로 높음을 확인할 수 있었다. 이와 더불어, 금융기관 출신 사외이사가 선임된 후 향후 3년 동안 관련 변수들의 변화를 분석한 결과, 전반적으로 총부채비율 및 장단기차입금이 유의적으로 증가하는 것으로 나타나 국내에서도 금융기관 출신사외이사는 기업의 부채구조에 직간접적으로 영향을 미친다는 실증적인 결과를 확인할 수 있었다.

이를 통해 본 연구에서는 금융인 사외이사는 경영자 감시기능 뿐만 아니라 자본시장에 대한 전문적 지식 및 노하우를 통해 기업의 자본조달의사결정에 직접적인 영향을 미치는 등 이른바 경영지원기능도 수행한다는 것을 확인할 수 있었다.

<주제어> 기업지배구조, 사외이사제도, 금융인 사외이사, 자본조달, 부채구조

* 한국해양대학교 국제대학 국제무역경제학부 조교수, sscho@kmou.ac.kr, 051-410-4409, 주저자

** 명지대학교 경영학과 부교수, chichikj@mju.ac.kr, 02-300-0755, 교신저자

*** 연세대학교 경영대학 교수, hanshin@yonsei.ac.kr, 02-2123-5466, 공동저자

I. 서 론

외환위기 이후 국내 자본시장의 가장 큰 변화는 기업지배구조에 대한 폭넓은 관심 및 정부 차원에서의 관련 제도 정비라고 할 수 있다. 더욱이 한국기업의 저평가(Korea Discount)의 주요 원인으로 상장기업들의 열악한 지배구조가 지적되면서 이를 개선하려는 노력이 학계 및 업계에서 활발하게 진행되었다. 특히, 학계에서는 지배구조 수준이 기업의 자본조달 및 투자 의사결정, 나아가 기업가치 등에 미치는 다방면적인 영향에 대해서 많은 연구결과를 제시하였는데 지배구조가 좋은 기업일수록 경영 활동들이 효율적으로 이루어지고 결과적으로 기업가치에도 긍정적인 영향을 미친다는 대체로 일관된 결과를 제시하고 있다.

외환위기 이후 국내 지배구조 관련 제도의 가장 뚜렷한 변화 중의 하나는 사외이사(outside director)와 관련된 제도변화이다. 상법¹⁾에서는 상장회사의 경우 자산규모를 고려하여 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 선임토록 규정하고 있으며 특히 자산총액 2조원 이상인 기업은 3명 이상으로 하되 이사 총수의 과반수를 사외이사로 선임하도록 명시함으로써 기존의 거래소 유가증권상장규정이 상법에 반영됨으로써 보다 강제성이 강화되었다.

기본적으로 사외이사는 소유와 경영이 분리되어 있는 기업에서 독립적인 위치를 가지면서 전체 주주의 이익을 위해 경영자의 경영활동을 감독함과 동시에 경영진을 지원하는 역할을 수행하여야 한다. 하지만 지금까지 많은 기업들이 사외이사 제도를 도입하고 있음에도 불구하고 그 효과에 대해서는 다소 엇갈리는 주장이 제기되고 있다. 경영자 감시활동 측면에 국한해 보면 Rosenstein and Wyatt(1990) 및 Byrd and Hickman(1992), 그리고 김문현, 백재승(2005) 등은 사외이사는 주주 이익을 보호하고 기업가치를 상승시키는 긍정적인 역할을 한다는 실증결과를 제시하고 있는 반면, Agrawal and Knoeber(1996) 및 한정화(2000) 등은 사외이사는 경영자를 효율적으로 견제하지 못해 기업가치에 오히려 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 상반된 주장을 하고 있다.

그런데 최근 들어 사외이사 관련 연구들은 경영자 감시기능에 주로 초점을 두었던 기존의 연구와는 달리 사외이사가 가지고 있는 전문지식(expertise)을 활용해 경영자의 의사결정과정을 지원하는 사외이사의 또 다른 기능으로 관심이 점차 옮겨가고 있다. 만약 사외이사가 단순히 경영 감시기능만을 한다면 Rosenstein and Wyatt(1990)가 제시한바와 같이 추가적인 사외이사의 선임이 해당 기업에 긍정적인 영향을 미칠 가능성은 낮을 것이다. 하지만 기존 연구에서 제시하는 바와 같이 기업들이 선임한 사외이사들은 다양한 경력을 가지고 있음과 동시에 이미 일부 사외이사가 존재함에도 불구하고 추가적인 사외이사 선임은 기업에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 알려져 있다. 이를 바탕으로 볼 때, 사외이사의 역할이 단순히 경영자를 감시하는 것에 국한되지 않음을 추측할 수 있다. 다시 말해, 기업의 규모가 커지고 기업경영에 있어 고도의 전문적 능력

1) 상법 제 542조의8 제1항

이 필요해짐에 따라 사외이사는 단순히 경영자를 견제하는 역할만을 하는 것이 아니라 그들이 가진 전문적 지식 및 노하우를 통해 경영진의 사업적 판단과 대외활동 등의 의사결정 과정에서 효율성을 높임으로써 궁극적으로는 기업에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 특히 최근 미국을 비롯한 해외에서는 사외이사의 다양한 직업 중에서도 금융인 출신의 사외이사(financial outside directors) 역할에 중점을 둔 연구들이 활발하게 진행되고 있다. 이는 여타 사외이사와는 달리 금융인 출신의 경우 기업의 필요 자금을 직접적으로 제공하거나 자본시장에 대한 전문적인 지식을 바탕으로 자본조달에 간접적으로 영향을 미칠 수 있기 때문이다(Byrd and Mizruchi (2005), Dittman, Maug and Scheneider(2008), Jagannathan and Krishnamurthy(2004)).

이렇듯 최근 해외에서 지배구조 연구가 기업의 경영활동에 금융인 사외이사가 미치는 역할을 중심으로 활발하게 이루어지고 있는 것과는 달리 국내에서는 사외이사의 구체적인 역할에 대한 연구가 체계적으로 진행되지 않고 있다. 한 기업의 지배구조는 이사회 및 감사기구, 그리고 공시 등 다양한 측면이 종합적으로 고려되어 결정됨에도 불구하고 기존의 국내 연구들은 지배구조를 구성하는 세부적인 요소들의 역할보다는 총체적인 관점에서의 지배구조 역할만을 고려한 실증 결과들을 주로 제시하는 경향이 많았다고 할 수 있다. 뿐만 아니라 지배구조 구성요소 중 사외이사를 중심으로 진행된 일부 연구에서조차도 사외이사의 역할 중 경영자 감시기능에 대부분 중점을 뒀다. 사외이사의 또 다른 역할인 경영자 자문기능을 구체적으로 살펴본 연구가 상대적으로 미미한 실정이다. 특히, 국내 지배구조가 건실하지 못한 점을 감안할 때 많은 기업들이 금융인 사외이사를 선임하는 이유에 대한 실증적 분석이 있어야 함에도 불구하고 구체적인 분석은 전무한 상태이다. 더욱이, 일반적으로 사외이사가 거수기의 역할만 하고 있다는 언론 등에서의 많은 지적에도 불구하고 실제로 어떤 경로를 통해서 거수기의 역할을 하는지, 그리고 어떤 악영향을 미치게 되는지에 대해서는 추가적인 연구가 이루어지지 않고 있다. 이와 같은 국내 연구의 한계점을 고려하여 박경서, 이은정, 장하성(2003)이 유일하게 사외이사 직업별로 이사회 활동 및 기업가치에 미치는 영향을 다양하게 분석한 결과를 제시하였지만 이들 연구 역시 기업가치라는 전반적인 영향만을 살펴보았을 뿐 사외이사가 어떤 경로를 통해 기업가치에 영향을 미치는지는 직접적으로 살펴보지 않았다.

이에 따라 본 연구에서는 자본시장에 대한 전문적인 지식을 바탕으로 기업에 미치는 영향력이 상대적으로 큰 것으로 알려진 금융인 사외이사를 중심으로 이들이 국내 상장기업의 자본구조에 미치는 영향을 살펴보았다. 구체적으로 본 연구는 국내 자본시장에서 사외이사제도가 어느 정도 정착된 2000년부터 2008년까지를 연구기간으로 설정한 후 유가증권시장 상장기업들의 사외이사에 관한 주요 경력 자료를 활용하여 금융인 사외이사가 해당 기업의 총부채, 장단기 차입금, 그리고 회사채 발행 등의 자본구조에 미치는 영향을 분석하였다. 해외의 연구결과들을 살펴보면 금융인 사외이사는 자본시장에 관한 전문지식 및 노하우가 상대적으로 많기 때문에 해당 기업의 자본조달 측면에서 특히 직접적인 영향을 줄 수 있다. 이를 고려해 본 연구에서는 금융

인 사외이사가 국내 상장기업의 자본구조에 미치는 영향을 살펴봄으로써 국내에서도 사외이사가 경영자 감시기능 외에 경영자 자문기능을 수행하는지 직접적으로 확인해 보았다. 특히, 박경서, 이은정, 장하성(2003)의 연구에서도 사외이사의 금융인 여부와 부채비율 간에는 유의적인 양(+)의 관계가 성립한다는 결과를 제시한 바 있어, 우리나라에서도 금융인 사외이사가 해당기업의 자본구조에 유의적인 영향을 미칠 가능성이 높아 보인다. 따라서 본 연구에서는 사외이사의 금융인 출신 여부를 모든 금융권을 고려한 광의적인 분류에서 자본조달과 보다 직접적으로 관련된 대출기능 등을 수행할 수 있는 은행, 증권, 그리고 보험업 출신 등으로 세분화하여 이들의 역할을 분석하였다. 추가적으로 금융인 사외이사가 새로 선임되는 시점을 전후하여 해당기업의 부채비율 및 장단기 차입금, 그리고 회사채 발행 등의 변화를 추가적으로 분석함으로써 금융인 사외이사가 기업의 부채구조에 미칠 수 있는 영향을 보다 다양하게 살펴보았다.

분석 결과, 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 총 부채비율이 유의적으로 높은 것으로 나타났다. 특히 이와 같은 결과는 세부적으로 은행, 증권 및 보험업과 관련된 사외이사가 존재하는 기업에서 더욱 뚜렷하게 나타나는 것을 확인할 수 있었다. 아울러, 부채를 구성하는 항목 중 금융인 사외이사가 영향을 미칠 수 있는 장단기차입금이 유의적으로 높은 것으로 나타나 기존의 해외연구에서의 결과와 동일하게 금융인 사외이사는 자본시장에 대한 높은 이해와 전문적인 지식을 통해 해당 기업에게 자본조달 측면에서 긍정적인 역할을 수행하는 것을 확인할 수 있었다. 이와 더불어 금융인 사외이사가 선임되는 시점을 기준으로 향후 3년 동안의 부채구조 변화를 분석한 결과에서도 금융인 사외이사가 부채비율 증가에 유의적인 영향을 미친다는 앞의 결과와 일치하는 것을 확인할 수 있었다.

이로써 본 연구는 국내 연구로서는 유일하게 금융인 출신의 사외이사를 중심으로 전문적 지식을 통한 경영의사결정을 지원하는 사외이사의 역할을 실증적으로 확인할 수 있었다. 뿐만 아니라 개별 기업들이 다양한 직업을 가진 사외이사들을 선임하는 원인을 간접적으로 확인할 수 있는 근거를 마련하였다고 볼 수 있다. 특히, 본 연구의 결과를 통해 금융인 사외이사는 해당기업의 부채구조에 영향을 미침으로써 궁극적으로는 기업가치에도 직접적인 영향을 미칠 수 있다는 하나의 경로를 확인할 수 있었다.

II. 선행연구

미국, 영국 등 여러 나라에서는 이미 오래 전에 사외이사제도가 도입되어 이에 대한 많은 연구가 진행되었다. 대부분의 연구들은 주로 사외이사의 경영자 감시기능(*monitoring role*)에 치중되어 이루어졌는데 Fama and Jensen(1983)이 사외이사는 경영자 감시기능 뿐만 아니라 경영자의 의사결정 과정에서 필요한 전문지식(*expertise*)을 제공해줄 수 있는 역할도 수행한다고 주장

한 이후 사외이사의 또 다른 역할에 대한 연구가 점차 관심을 받고 있다. 특히, 투자은행(investment bank)이 발달한 해외에서는 은행 출신의 사외이사를 중심으로 주로 투자은행 및 상업은행(commercial bank) 출신 사외이사 간의 역할에 대한 비교 연구가 상당히 이루어진 상태다. 더불어 최근에는 전, 현직 금융인 출신의 역할 비교에 관한 연구도 점차 증가하고 있는 추세이다.

사외이사의 경영지원기능에 대한 대표적인 연구는 Booth and Deli(1999)의 연구이다. Booth and Deli는 자본조달의 대체 방안으로 최고경영자(CEO)는 은행출신의 사외이사들을 선호 한다는 Mace(1971)의 주장과 기업은 사외이사가 제공하는 전문지식을 활용하기 위해 그들의 직업을 고려한다는 Terry(1992)의 연구를 토대로 금융인 사외이사가 기업의 부채구조에 미치는 영향을 실증적으로 연구하였다. 1990년 S&P 500 지수에 포함된 기업들을 대상으로 투자은행, 상업은행, 그리고 보험 업종에 재직하고 있는 금융인 사외이사를 비교해 본 결과, 미국의 경우 상업은행에 재직하고 있는 사외이사가 기업의 부채를 유의적으로 증가시키는 역할을 하는 것으로 나타났다. 더욱이 이들은 사외이사는 기업의 장단기 부채를 모두 증가시킬 뿐만 아니라 해당기업과 직접적인 거래가 없는 은행 출신의 사외이사가 기업의 부채에 더욱 영향을 준다는 점을 밝혀 사외이사가 기업의 부채조달에 유의적인 영향을 미친다는 직접적인 증거를 제시하였다.

추가적으로 Kroszner and Strahan(2001)은 미국의 대출자 책임제도(lender liability)의 영향을 고려하여 Booth and Deli(1999)의 연구를 다른 시각에서 살펴보았다. 이들에 의하면 일반적으로 미국의 금융인 사외이사는 금융업에 재직 중인 경우가 많아 금융인들이 사외이사로 선임될 경우 해당 기업 주주의 이익을 극대화하려는 목적과 재직 중인 금융기관의 대출자 책임 사이에서 이해상충(conflict of interest)이 생길 수 있다는 것이다. 이를 바탕으로 1992년 Forbes 500에 포함되는 430개 기업을 분석한 결과, 금융인 사외이사는 기업 규모 및 담보자산의 규모가 큰 안정적인 기업에 주로 선임되는 것으로 나타났으며 대출자 책임제도로 발생하는 이해상충 문제로 인해서 기업들은 대부분 사전에 직접적인 거래가 없는 금융기관 출신(unaffiliated bankers)의 사외이사를 선임하는 것으로 나타났다. 이로써 Kroszner and Strahan은 Booth and Deli(1999)의 연구결과는 제도적인 특성으로 야기된 것일 수 있다는 가능성을 제기하였다.

같은 맥락에서 Byrd and Mizruchi(2005)는 사외이사의 역할은 금융인 사외이사가 속한 은행과 기업과의 사전적인 거래 여부에 따라 달라질 수 있다고 예상하였다. 이들은 총 1,395개의 표본을 바탕으로 기업의 재무적 제약 등을 추가적으로 고려해 실증 분석한 결과, 거래관계가 없는 은행 출신의 사외이사(non-lending bankers)는 재무적 제약이 존재하는 기업에게는 자본시장에 대한 노하우를 제공하는 반면, 그렇지 않은 기업에게는 경영자 감시기능을 수행하는 것으로 나타났다. 특히, 거래관계가 있는 은행 출신의 사외이사(lending bankers)는 기업의 재무적 상황과는 무관하게 대부분 경영자 감시기능을 수행하는 것으로 나타나 현직 금융인 사외이사의 역할은 선임된 기업의 재무상태 및 재직 중인 금융기관간의 이해상충문제에 많은 영향을 받는다는

Kroszner and Strahan(2001) 등의 기존 연구를 지지하는 결과를 제시하였다. 이와 동일하게 Ciamarra(2006)와 Dittmann, Maug, and Schneider(2008)도 사외이사가 금융기관에 재직 중이고 사외이사로 선임된 기업과 이미 거래가 있는 경우에는 금융기관의 이익을 고려해서 대부분 해당 기업의 감시활동에 중점을 둔다는 실증결과를 제시하고 있다. 특히 이들은 재직 금융기관과 사외이사로 선임된 기업 간의 이해상충이 발생할 경우에도 금융인 사외이사들은 금융기관의 이익을 우선시 한다는 직접적인 증거를 제시함으로써 실제로 금융인 사외이사의 역할은 관련 기업들과의 이해상충문제에 의해 결정된다는 주장을 재확인 하였다.

한편, Jagannathan and Krishnamurthy(2004)는 상업은행을 중심으로 한 기존의 연구와는 달리 투자은행(investment bankers) 출신의 사외이사가 기업의 자본조달에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 1994년~1995년까지 연구기간동안 총 1,440개의 표본을 이용하여 투자은행 출신의 사외이사가 해당 기업의 유상증자에 미치는 영향을 분석해 본 결과, 사외이사가 존재하는 기업일수록 유상증자를 통한 자본조달 규모가 유의적으로 크게 나타날 뿐만 아니라 자본조달비용 역시 감소하는 것을 확인할 수 있었다. 이를 통해 이들은 투자은행이 기업의 대리인 문제뿐만 아니라 정보비대칭 문제를 완화시켜 자본조달의 용이성을 제공한다고 주장하였다.

자본조달 측면에서의 금융인 사외이사의 역할을 주로 살펴본 기존의 연구와는 달리 Guner, Malmendier and Tate(2006)는 기업의 투자활동에 미치는 영향에 관심을 두었다. 이들은 1998년부터 2001년까지 Forbes 500에 속하는 288개 기업을 대상으로 분석한 결과, Byrd and Mizruchi(2006)와 동일하게 해당 기업과 거래관계에 있는 금융기관 출신의 사외이사는 주주의 이익을 증가시키는 역할을 수행하지 못하는 것을 발견하였다. 결국 Guner, Malmendier and Tate도 금융인 사외이사가 주주의 이익보다는 해당 금융기관의 이익을 우선시하는 경향이 강하다는 실증적 증거를 재확인하였다. 뿐만 아니라 금융인 사외이사가 기업의 자본구조 및 투자활동 뿐만 아니라 기업가치에 미치는 영향을 통합적으로 살펴본 Mitchell and Walker(2008)도 기존 연구와 동일하게 금융인 사외이사는 기업의 부채비율을 유의적으로 증가시키는 것을 확인할 수 있었다. 특히, 부채비율의 증가는 재무적 제약이 다소 존재하고 기존의 해당 금융기관과 거래관계가 존재할 경우에 더욱 뚜렷하게 나타났다. 하지만 금융인 사외이사의 존재가 기업의 투자효율성을 높이지는 않는 것으로 나타났으며 특히 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 직접적인 증거를 찾을 수 없었다. 이로 인해 Mitchell and Walker는 금융인 사외이사는 자본조달 측면에서 제한적으로 긍정적인 영향을 미치지만 기업가치가 증가할 수 있도록 전문적인 노하우를 가지고 있지 않다고 주장하였다.

이렇듯 금융인 사외이사의 역할을 다각적으로 연구하고 있는 해외의 경우와는 달리, 국내 관련 연구는 매우 미흡하다. 대부분의 국내 연구들은 사외이사의 전체적인 역할에 중점을 두어 진행되었으며 유일하게 사외이사의 역할을 직업별로 분류하여 분석한 연구로는 박경서, 이은정, 장하성(2003)이 대표적이라고 할 수 있다. 이들은 2001년 회계 연도를 기준으로 상장기업들의

이사회 활동 및 구성들을 분석한 결과, 사외이사 중 금융인의 비중이 높은 기업일수록 부채비율 역시 유의적으로 높다는 결과를 제시하고 있어 금융인 사외이사가 기업의 자본구조에 유의적인 영향을 미칠 수 있다는 가능성을 제기하고 있다. 하지만 이들 연구는 이에 대한 보다 구체적인 분석을 실시하지 않았고 연구기간이 다소 짧아 해당 결과를 일반화하기에는 한계가 있다고 할 수 있다.

III. 분석모형 및 표본선정

1. 분석 모형

본 연구에서는 금융인 출신 사외이사가 해당 기업의 자본구조에 미치는 영향을 부채항목 중 총부채, 단기차입금, 장기차입금, 그리고 회사채 발행 등으로 세부적으로 분류하여 살펴보았다. 이를 위한 분석 모형은 아래의 식(1)과 같이 설정하였으며 해당 변수에 대한 설명은 <표 1>에 정리하였다.

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FINANCE_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 OCF_{i,t-1} + \beta_4 GROWTH_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 DIV_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \beta_7 MORTGAGE_{i,t-1} + \beta_8 RD_TA_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 std(EBIT_TA)_{i,t-1} + \beta_{10} GROUP_{i,t-1}
 \end{aligned} \quad (1)$$

<표 1> 주요변수 정의

변 수	변 수 정 의
Finance	사외이사가 금융기관 출신일 경우 1, 나머지는 0인 더미변수
LEVERAGE	총부채/총자산
Stloan	단기차입금/총부채
Ltloan	(장기차입금+유동성장기차입금)/총부채
BOND	회사채 발행금액/총부채

〈표 1〉 주요변수 정의 (계속)

변 수	변 수 정 의
ROA	당기순이익/총자산
OCF	영업현금흐름/총자산
GROWTH	보통주 시가총액/보통주 장부가액
DIV	보통주 배당금/총자산
SIZE	총자산의 자연로그 값
std(EBIT_TA)	최근 3년간 총자산 대비 영업이익의 표준편차
RD_TA	연구개발비/총자산
MORTGAGE	유형고정자산/총자산
GROUP	재벌일 경우 1, 나머지는 0인 더미변수

본 연구에서는 독립변수인 금융인 사외이사 존재여부(*FINANCE*)와 종속변수인 부채관련 변수(*Y*) 사이에 내생성 문제(endogenous problem)가 존재할 수 있는 가능성을 고려하기 위해 독립변수는 종속변수보다 1시차 전의 자료를 사용하였는데²⁾ 종속변수인 *Y*는 개별 기업의 총자산 대비 총부채비율(*LEVERAGE*), 총부채 대비 단기차입금(*Stloan*), 총부채 대비 장기차입금(*Ltloan*), 그리고 총부채 대비 회사채 발행(*BOND*) 등으로 각각 측정하였다. 이는 금융인 사외이사가 대부분 은행, 증권, 그리고 보험업종과 관련되어 있으므로 해당 기관들의 특성에 따라 부채를 구성하는 요소에 미치는 상이한 영향을 분석하기 위함이다.

기존의 해외 연구에서처럼 금융인 사외이사가 자본시장의 노하우를 통해 기업의 자본조달 활동을 용이하게 한다면 금융인 사외이사 존재여부를 나타내는 *FINANCE*와 종속변수 사이에는 유의적인 양(+)의 관계가 성립할 것으로 예상된다³⁾.

한편, Fama and French(2002)가 주장하는 바와 같이 수익성이 높은 기업은 투자에 필요한 자본을 부채로 조달하려는 경향이 많기 때문에 이를 고려하기 위해 독립변수로 총자산 대비 영업 이익 비율(*ROA*)을 추가하였다. 또한, 자본조달우선순위이론(pecking order theory)에 의하면 현금흐름은 가장 우선적인 내부자금이고 배당금 지급은 자금부족발생의 주요원인이므로 이를 각

2) 연립방정식모형을 사용할 수도 있으나, 적절한 도구변수(instrumental variables)를 찾아내기가 쉽지 않다는 한계로 인해 결과의 왜곡을 초래할 수 있으므로 본 연구에서는 독립변수는 1시차 전의 자료를 사용하였다.

3) 이와 함께 주로 은행 출신의 사외이사만을 고려한 해외 연구와는 달리 금융인 출신별 사외이사의 영향을 다양하게 살펴보기 위해 *FINANCE*변수를 모든 금융기관 출신을 고려한 경우와 은행, 증권, 보험업 출신 등을 순차적으로 고려하여 총 4가지로 분류하여 추가로 분석하였으며 대부분 동일한 결과를 나타내었다. 이와 같은 금융인의 세부적인 분류를 통해 해외의 기존 연구와 달리 금융인 사외이사가 미칠 수 있는 직·간접적인 영향을 모두 고려할 수 있을 것으로 예상된다.

각 통제하기 위해 총자산 대비 영업현금흐름 비율(*OCF*)과 총자산 대비 보통주 배당금 비율(*DIV*)을 통제하였으며 두 변수 모두 종속변수와는 유의적인 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 이와 더불어, 기업의 미래 투자기회는 자금수요를 증가시키는 역할을, 기업 내 유형고정자산은 부채조달에 있어 담보자산의 기능을 한다는 Ciamarra(2006)의 주장에 따라 시장가-장부가 비율(*GROWTH*) 및 총자산 대비 유형고정자산 비율(*MORTGAGE*)을 각각 기업의 미래 투자기회 및 기업의 담보력의 대용변수(proxy variable)로 사용하여 식(1)에 추가하였다. 그 밖에 자본구조에 관한 기존 연구를 고려하여 총자산대비 연구개발비(*RD_TA*) 및 총자산대비 영업이익의 변동성(*std(EBIT_TA)*) 변수를 포함하였으며 기업규모(*Size*) 및 재벌기업의 내부 자본시장(internal capital market)의 효과(*Group*), 그리고 모든 모형에서 산업(*Ind*) 및 연도별(*Year*) 더미변수도 함께 고려하여 관련 효과를 통제하였다.

추가적으로 Ciamarra(2006)는 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 부채의 담보자산에 대한 민감도가 유의적으로 낮다는 실증결과를 제시하고 있다. 즉, 금융인 사외이사는 기업이 필요로 하는 운영자금을 추가적으로 제공할 수 있는 노하우를 가지고 있으므로 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 부채의 담보자산에 대한 민감도가 유의적으로 낮을 것으로 예상된다. 본 연구에서도 이를 고려하여 식(2)에 금융인 사외이사 더미변수와 총자산 대비 유형고정자산의 교차항(*Finance* × *MORTGATE*)을 포함함으로써 금융인 사외이사가 부채의 담보자산 민감도에 미치는 영향을 고려하였는데 기존 연구를 토대로 β_2 는 유의적인 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FINANCE_{i,t-1} + \beta_2 (Finance_{i,t-1} \times MORTGAGE_{i,t-1}) \\
 & + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 OCF_{i,t-1} + \beta_5 GROWTH_{i,t-1} + \beta_6 DIV_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 MORTGAGE_{i,t-1} + \beta_9 RD_TA_{i,t-1} \\
 & + \beta_{10} std(EBIT_TA)_{i,t-1} + \beta_{11} GROUP_{i,t-1}
 \end{aligned} \quad (2)$$

이와 함께 본 연구의 분석자료는 2000년부터 2008년까지 유가증권시장에 상장된 기업이므로 관련 자료들이 횡단면적인 특성과 함께 시계열적인 특성을 모두 가진 패널자료의 형태를 이루고 있다. 따라서 앞의 식(1)과 식(2)를 단순회귀분석(OLS)를 통해 분석함과 동시에 자료상의 특성을 고려한 패널분석(panel data analysis)도 실시하였으며 Hausman 검정을 통해 고정효과모형(fixed-effect model)과 확률효과모형(random-effect model) 중 적합한 분석 방법을 선정하였다.

한편, 금융인 사외이사의 영향을 보다 직접적으로 살펴보는 방법은 최초로 선임된 이후 해당 기업의 부채변화를 살펴보는 것이다. 따라서 본 연구에서는 강건성 검증(robustness test)으로 기업별로 최초로 금융인 사외이사가 선임된 후 향후 1년~3년까지 부채 관련 변수들의 변화를 추가분석함으로써 앞의 분석결과를 재확인하였다.

2. 표본 선정

금융인 사외이사가 기업의 자본구조에 미치는 영향을 살펴보기 위해서 본 연구는 2000년부터 2008년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 결산 월이 12월이며 자본잠식 등이 없는 비금융업에 속하는 기업들을 연구대상으로 선정하였다. 연구기간을 2000년부터 선택한 이유는 외환위기 이후에 와서야 국내 상장기업들의 사외이사 제도가 제대로 정착된 점을 고려한 것이며 유가증권시장에 상장한 기업만을 표본으로 선택한 것은 코스닥시장의 경우 신생기업이 많아 사실상 사외이사 관련 자료의 확보가 어려웠기 때문이다.

유가증권시장 상장기업들의 사외이사 관련 자료는 한국신용평가정보(Kisline)에서 제공하는 데이터베이스에서 연도별 이사회 정보를 활용하여 추출하였다. Kisline 데이터베이스에는 연도별로 사업보고서를 기준으로 각 기업의 이사회 구성 자료뿐만 아니라 각 이사회 구성원들의 전직 경력 등이 자세하게 기록되어 있는데 본 연구에서는 해당 자료를 이용하여 각 기업의 회계연도를 기준으로 사외이사 구성을 파악한 후 각 사외이사의 경력 중 금융업 출신을 일차적으로 구분하였다. 이와 더불어 금융인 사외이사 중 보다 세부적으로 은행 및 증권, 그리고 보험 관련 경력을 가진 사외이사들을 순차적으로 재분류하여 정리하였고 모든 과정에서 필요시 관련 자료를 직접 검색, 확인함으로써 오류를 최소화하여 자료의 정확성을 높이고자 하였다. 마지막으로 재무제표 자료는 FnGuide에서 추출하였으며 자료의 오류 및 상장폐지 기업 등을 제외하고 사외이사가 존재하는 기업을 기준으로 총 3,393개(firm-year)를 최종 분석대상 표본으로 선정하였다.

<표 2>는 전체 표본을 기준으로 분석에 필요한 주요변수들의 기초통계량을 정리한 것이다.

〈표 2〉 주요변수들의 기초통계량 : 전체

	Mean	Std	Min	Median	Max
Finance	0.2255	0.4179	0.0000	0.0000	1.0000
LEVERAGE	0.4726	0.1936	0.0843	0.4744	0.9375
Stdebt	0.2060	0.2033	0.0000	0.1580	0.7578
Ltdebt	0.1017	0.1362	0.0000	0.0469	0.6659
BOND	0.0423	0.0693	0.0000	0.0000	0.2910
ROA	0.0309	0.0871	-0.3958	0.0353	0.2599
OCF	0.0560	0.0859	-0.2253	0.0556	0.3049
GROWTH	0.9435	1.0102	0.0973	0.6090	6.2557
DIV	0.0090	0.0096	0.0000	0.0069	0.0520
SIZE	19.3177	1.4377	16.7902	19.0653	23.5270
MORTGAGE	0.3599	0.1853	0.0116	0.3549	0.7984

〈표 2〉 주요변수들의 기초통계량 : 전체 (계속)

	Mean	Std	Min	Median	Max
RD_TA	0.0042	0.0091	0.0000	0.0002	0.0510
std(EBIT_TA)	0.0325	0.0320	0.0014	0.0228	0.1859
GROUP	0.2014	0.4011	0.0000	0.0000	1.0000
OUTSIDER	2.1070	1.3433	1.0000	2.0000	10.000

먼저, 표본기업들의 사외이사 수(*Outside*)를 보면 평균적으로 약 2명 이상의 사외이사가 존재하는 것으로 나타났으며 최소 1명에서 최대 10명까지 넓게 분포하는 것으로 나타나 각 기업들은 특성에 맞게 다양한 수의 사외이사를 선임하는 것을 확인할 수 있다. 특히, 이 중 금융인 출신의 사외이사비율은 전체 금융기관을 기준(*Finance*)으로는 약 22.55%를 차지해 비중이 다소 높은 것으로 나타났다.

<표 3>은 금융인 사외이사의 존재여부에 따라 주요변수들 간의 차이가 유의적으로 존재하는지 추가적으로 분석한 결과이다.

〈표 3〉 주요변수들의 기초통계량

	Finance=0		Finance=1		T-test
	Mean	Median	Mean	Median	
LEVERAGE	0.4583	0.4612	0.5216	0.5319	0.0000 ***
Stdebt	0.2093	0.1617	0.1947	0.1436	0.0726 *
Ltdebt	0.0951	0.0417	0.1242	0.0726	0.0000 ***
BOND	0.0376	0.0000	0.0583	0.0000	0.0000 ***
ROA	0.0314	0.0363	0.0289	0.0323	0.4758
OCF	0.0549	0.0552	0.0598	0.0571	0.1713
GROWTH	0.9404	0.6097	0.9539	0.6052	0.7453
DIV	0.0092	0.0073	0.0082	0.0059	0.0119 **
SIZE	19.1579	18.9416	19.8663	19.5861	0.0000 ***
MORTGAGE	0.3612	0.3518	0.3555	0.3658	0.4521
RD_TA	0.0040	0.0001	0.0047	0.0005	0.0581 *
std(EBIT_TA)	0.0325	0.0230	0.0328	0.0225	0.8285
GROUP	0.1829	0.0000	0.2647	0.0000	0.0000 ***
OUTSIDER	1.9218	2.0000	2.7432	2.0000	0.0000 ***

금융인 사외이사가 존재하는 경우에는 부채비율(*LEVERAGE*)이 유의적으로 높은 것을 확인할 수 있다. 추가적으로 기업의 부채를 재분류해서 비교해본 결과 장기차입금(*Ltloan*), 그리고 회사채 발행금액(*BOND*)이 그렇지 않은 기업에 비해 유의적으로 큰 것으로 나타난 반면 단기차입금(*Stdebt*)은 대체로 낮은 것으로 나타나는데 이는 금융인 사외이사 여부와 자본구조 사이에는 유의적인 양(+)의 관계가 성립하며 특히 장기적인 부채조달에 더욱 유의적인 영향을 미친다는 것을 보여주는 결과로 박경서, 이은정, 장하성(2003)의 결과와 일치하는 것이다. 또한, 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 기업규모(*SIZE*)가 크고 재벌그룹(*GROUP*)에 속하는 비중이 크며 총자산대비 연구개발비(*RD_TA*)도 유의적으로 높은 것으로 나타나 일반적으로 기업의 규모가 크고 동시에 연구개발비 비중이 높아 경영활동에 있어 다양한 전문지식이 필요할수록 금융인 출신과 같이 전문직의 경력을 가진 사외이사를 선임할 가능성이 높다는 기존의 해외연구와 일치하는 것으로 나타났다. 한편, 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 총자산 대비 배당금(*DIV*) 비율 및 수익성(*ROA*)이 상대적으로 낮은 것으로 나타났다.

IV. 실증분석결과

구체적인 분석에 앞서 주요 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과를 <표 4>에 정리하였다. 우선, 금융인 사외이사 여부와 기업의 부채 관련 변수(*LEVERAGE*, *Stloan*, *Ltloan*, *BOND*)들 간의 관계를 살펴보면, 금융인 사외이사 여부는 총부채(*LEVERAGE*)와 유의적인 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타나 금융인 사외이사가 자본시장에 대한 전문적인 지식을 통해 기업의 부채조달에 유의적인 역할을 한다는 기존의 해외 연구(Booth and Deli(1999), Jagannathan and Krishnamurthy(2004))를 지지하는 결과를 확인할 수 있다. 세부적으로 총부채를 장단기차입금 및 사채발행 등으로 나누어보면 전반적으로 금융인 사외이사는 장기차입금(*Ltloan*)과 사채발행(*BOND*) 등에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데 이는 금융인 사외이사는 기업의 일시적인 자금조달보다는 장기적인 자금조달에 더욱 유의적인 영향을 미친다는 것을 의미한다고 볼 수 있다. 그에 반해, 비록 유의적이지는 않지만 금융인 사외이사 관련 변수들이 대체로 단기차입금(*Stloan*)과는 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타나 앞의 주장을 더욱 지지하는 결과를 확인할 수 있다. 또한, 금융인 사외이사 분류에 따라 기초통계량을 비교한 <표 3>의 결과와 동일하게 금융인 사외이사 여부는 기업규모(*SIZE*), 연구개발비 비중(*RD_TA*), 그리고 재벌더미 변수(*GROUP*)와는 유의적인 양(+)의 관계를, 그리고 수익성(*ROA*) 및 총자산 대비 배당금(*DIV*) 비율과는 유의적인 음(-)의 관계를 가지는 것을 확인할 수 있다.

〈표 4〉 주요변수들의 상관분석

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
Finance	1													
LEVERAGE	(0.000) ^{***}	1												
Stdebt	-0.030 (0.081) [*]	0.121 (0.000) ^{***}	1											
Ltdebt	0.089 (0.000) ^{***}	0.299 (0.000) ^{***}	-0.089 (0.000) ^{***}	1										
BOND	0.125 (0.000) ^{***}	0.380 (0.000) ^{***}	-0.182 (0.000) ^{***}	-0.026 (0.127)	1									
ROA	-0.012 (0.478)	-0.331 (0.000) ^{***}	-0.189 (0.000) ^{***}	-0.118 (0.000) ^{***}	-0.093 (0.000) ^{***}	1								
OCF	0.024 (0.163)	-0.153 (0.000) ^{***}	-0.293 (0.000) ^{***}	-0.047 (0.006) ^{***}	-0.015 (0.386)	0.462 (0.000) ^{***}	1							
GROWTH	0.006 (0.745)	0.125 (0.000) ^{***}	-0.140 (0.000) ^{***}	-0.076 (0.000) ^{***}	-0.006 (0.709)	-0.052 (0.003) ^{***}	-0.006 (0.714)	1						
DIV	-0.042 (0.015) ^{**}	-0.432 (0.000) ^{***}	-0.202 (0.000) ^{***}	-0.203 (0.000) ^{***}	-0.188 (0.000) ^{***}	0.453 (0.000) ^{***}	0.332 (0.000) ^{***}	0.105 (0.000) ^{***}	1					
SIZE	0.206 (0.000) ^{***}	0.169 (0.000) ^{***}	-0.271 (0.000) ^{***}	-0.010 (0.559)	0.454 (0.000) ^{***}	0.160 (0.000) ^{***}	0.219 (0.000) ^{***}	-0.004 (0.825)	0.015 (0.398)	1				
MORTGAGE	-0.013 (0.450)	0.131 (0.000) ^{***}	-0.010 (0.554)	0.238 (0.000) ^{***}	0.176 (0.000) ^{***}	-0.078 (0.000) ^{***}	0.099 (0.000) ^{***}	-0.156 (0.000) ^{***}	-0.128 (0.000) ^{***}	0.192 (0.000) ^{***}	1			
RD_TA	0.035 (0.042) ^{**}	-0.059 (0.001) ^{***}	-0.060 (0.001) ^{***}	-0.034 (0.047) ^{**}	-0.018 (0.297)	0.011 (0.530)	0.084 (0.000) ^{***}	0.217 (0.000) ^{***}	0.061 (0.000) ^{***}	0.022 (0.192)	-0.102 (0.000) ^{***}	1		
std(EBIT_TA)	0.004 (0.825)	0.023 (0.181)	0.006 (0.741)	0.015 (0.394)	-0.093 (0.000) ^{***}	-0.154 (0.000) ^{***}	-0.067 (0.000) ^{***}	0.289 (0.000) ^{***}	-0.041 (0.020) ^{**}	-0.200 (0.000) ^{***}	-0.132 (0.000) ^{***}	0.104 (0.000) ^{***}	1	
GROUP	0.085 (0.000) ^{***}	0.120 (0.000) ^{***}	-0.211 (0.000) ^{***}	-0.071 (0.000) ^{***}	0.273 (0.000) ^{***}	0.059 (0.001) ^{***}	0.117 (0.000) ^{***}	0.076 (0.000) ^{***}	0.000 (0.997)	0.545 (0.000) ^{***}	0.079 (0.000) ^{***}	-0.002 (0.913)	-0.087 (0.000) ^{***}	1

한편, 부채 관련 변수(*LEVERAGE*, *Stloan*, *Ltloan*, *BOND*)들과 기타 변수들과의 상관관계를 살펴보면 자본조달우선순위이론에서의 주장과 동일하게 기업의 수익성(*ROA*), 총자산 대비 현금 흐름(*OCF*)과는 유의적인 음(-)의 관계를 가지는 것을 확인할 수 있으며 기업의 미래투자기회(*GROWTH*)와 총자산 대비 배당금(*DIV*) 비율은 절충가설(*trade-off theory*)의 주장대로 유의적인 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 그 외, 총자산 대비 유형고정자산(*MORTGAGE*)비율이 부채비율과 유의적인 양(+)의 값을 가져 담보자산 역할을 할 수 있는 유형고정자산이 많을수록 부채조달이 용이하다는 절충가설의 주장을 지지하는 결과를 확인할 수 있다.

따라서 비록 단변량(*univariate*)적인 분석이기는 하지만 <표 4>의 상관분석을 통해 금융인 사외이사 존재 여부가 기업의 부채조달에 유의적인 영향을 미친다는 기존의 해외 연구들을 일관되게 지지하는 결과를 확인할 수 있었는데 보다 구체적인 결과는 향후 분석에서 살펴보도록 한다.

<표 5>는 앞의 상관분석 결과를 바탕으로 기업의 부채비율 등에 영향을 줄 수 있는 기타변수들을 통제한 후 금융인 사외이사의 영향에 대한 단순회귀분석(*OLS*)을 실시한 결과를 보여주고 있다.

〈표 5〉 단순회귀분석(*OLS*) 결과

	LEVERAGE		Stloan		Ltloan		BOND	
Finance (a)	0.035 (0.000)***	0.058 (0.000)***	0.012 (0.124)	0.035 (0.042)**	0.032 (0.000)***	0.045 (0.000)***	0.004 (0.200)	-0.004 (0.499)
(a)×(b)		-0.063 (0.079)*		-0.065 (0.100)		-0.038 (0.255)		0.022 (0.151)
ROA	-0.445 (0.000)***	-0.443 (0.000)***	-0.063 (0.231)	-0.061 (0.248)	-0.010 (0.803)	-0.014 (0.714)	-0.056 (0.001)***	-0.057 (0.001)***
OCF	-0.014 (0.736)	-0.015 (0.704)	-0.484 (0.000)***	-0.485 (0.000)***	-0.019 (0.519)	-0.018 (0.546)	-0.047 (0.002)***	-0.047 (0.002)***
GROWTH	0.041 (0.000)***	0.041 (0.000)***	-0.022 (0.000)***	-0.022 (0.000)***	-0.005 (0.069)*	-0.005 (0.068)*	0.003 (0.046)**	0.003 (0.051)*
DIV	-6.650 (0.000)***	-6.643 (0.000)***	-2.430 (0.000)***	-2.426 (0.000)***	-1.896 (0.000)***	-1.912 (0.000)***	-0.915 (0.000)***	-0.926 (0.000)***
SIZE	0.022 (0.000)***	0.022 (0.000)***	-0.028 (0.000)***	-0.028 (0.000)***	-0.001 (0.710)	-0.001 (0.798)	0.021 (0.000)***	0.021 (0.000)***
MORTGAGE (b)	0.045 (0.011)**	0.060 (0.001)**	0.022 (0.229)	0.037 (0.080)*	0.170 (0.000)***	0.176 (0.000)***	0.022 (0.001)***	0.017 (0.019)**
RD_TA	-1.422 (0.000)***	-1.399 (0.000)***	0.075 (0.818)	0.098 (0.765)	-0.034 (0.882)	-0.036 (0.875)	-0.016 (0.896)	-0.035 (0.772)
std(EBIT_TA)	-0.227 (0.047)**	-0.224 (0.017)**	-0.182 (0.101)	-0.179 (0.106)	0.176 (0.041)**	0.175 (0.043)**	-0.057 (0.107)	-0.057 (0.107)
GROUP	0.009 (0.249)	0.009 (0.284)	-0.042 (0.000)***	-0.043 (0.000)***	-0.028 (0.000)***	-0.029 (0.000)***	0.007 (0.048)**	0.007 (0.050)**
Constant	0.101 (0.033)**	0.093 (0.052)*	0.821 (0.000)***	0.813 (0.000)***	0.079 (0.025)**	0.074 (0.037)**	-0.338 (0.000)***	-0.335 (0.000)***

〈표 5〉 단순회귀분석(OLS) 결과 (계속)

	LEVERAGE		Stloan		Ltloan		BOND	
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	3,296	3,296	3,296	3,296	3,296	3,296	3,296	3,296
F-value	84.261***	72.442***	52.570***	49.794***	44.095***	21.542***	60.630***	58.402***
Adj.R ²	0.312	0.313	0.177	0.177	0.110	0.107	0.278	0.280

앞의 분석에서와 동일하게 기업의 부채비율은 총부채(LEVERAGE), 단기차입금(Stloan), 장기차입금(Ltloan), 그리고 사채발행(BOND) 등의 다양한 방법으로 측정하였다. 먼저, 금융인 사외이사(Finance)가 존재하는 기업이 총부채(LEVERAGE) 및 장기차입금(Ltloan)이 유의적으로 높은 것을 확인할 수 있다. 뿐만 아니라 비록 제한적이기는 하지만 Ciamarra(2006)의 연구결과와 동일하게 금융인 사외이사 더미변수와 유형고정자산 변수의 교차항($(a) \times (b)$)이 유의적인 음(-)의 값을 보임으로써 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 상대적으로 부채의 담보자산에 대한 민감도 역시 낮은 것으로 나타났다³⁾.

그 외 수익성(ROA)변수는 종속변수와 유의적인 음(-)의 관계를 가진 반면, 미래투자기회(GROWTH) 변수는 유의적인 양(+)의 관계를 가져 자본조달우선순위이론에서의 주장과 동일하게 수익성이 높을수록 차입금의존도가 낮고 미래의 투자기회가 많은 기업일수록 재무건정비율도 증가하게 되어 상대적으로 부채조달비율이 낮아지는 것을 확인할 수 있다. 또한, 총자산 대비 배당금(DIV) 비율 변수는 유의적인 음(-)의 계수 값을 가지고 기업규모(SIZE) 및 총자산 대비 유형고정자산(MORTGAGE) 비율은 유의적인 양(+)의 회귀계수 값을 가져 절충가설의 주장을 지지하는 것으로 나타났는데 해당 결과들은 여타 분석결과에서도 비교적 일관되게 나타나고 있음을 알 수 있다.

한편, 본 연구에서는 2000년부터 2008년까지 개별기업의 재무제표 및 이사회 관련 자료를 이용하고 있기 때문에 자료의 특성상 횡단면적인 특성과 함께 시계열적인 특성을 동시에 가지고 있다. 앞의 <표 5>의 결과가 기존의 해외연구에서와 동일하게 금융인 사외이사가 부채비율과 유의적인 양(+)의 관계를 가진다는 결과를 일관되게 제시하고 있지만 본 연구에서는 분석 자료의 특성을 함께 고려한 패널분석방법⁴⁾을 추가적으로 실시하여 <표 6>에 정리하였다.

3) 금융기관을 자금조달 성격에 따라 세부적으로 나누어 은행, 증권, 보험업종과 관련된 사외이사를 순차적으로 고려한 분석에서도 동일한 결과가 나타나 앞의 결과를 지지하는 것을 재확인할 수 있었으며 특히 은행과 증권업, 그리고 보험 출신의 금융인 사외이사를 순차적으로 고려한 경우 해당 기업의 사채발행 비중도 유의적으로 높게 나타나고 있으며 은행과 증권만을 고려하여 분석한 결과에서는 부채의 담보자산에 대한 민감도가 전체 표본을 대상으로 한 결과와 유사하게 총부채비율 기준으로 유의적으로 낮은 것을 일부 재확인하였다.

4) 패널분석방법에는 추정 시 개별효과와 독립변수들 간의 상관관계에 따라 고정효과모형(fixed-effect

〈표 6〉 패널분석(Panel) 결과

	LEVERAGE		Stloan		Ltloan		BOND	
Finance (a)	0.052 (0.010)**	0.099 (0.020)**	0.011 (0.588)	0.005 (0.909)	0.047 (0.001)***	0.088 (0.005)***	0.001 (0.878)	0.001 (0.966)
(a) × (b)		-0.126 (0.249)		0.008 (0.943)		-0.119 (0.138)		0.001 (0.974)
ROA	-0.682 (0.000)***	-0.713 (0.000)***	0.117 (0.491)	0.094 (0.573)	-0.103 (0.383)	-0.123 (0.299)	-0.006 (0.901)	-0.006 (0.901)
OCF	-0.102 (0.523)	-0.060 (0.702)	-0.894 (0.000)***	-0.872 (0.000)***	-0.028 (0.806)	-0.035 (0.760)	-0.109 (0.030)**	-0.109 (0.030)**
GROWTH	0.046 (0.000)***	0.042 (0.000)***	-0.024 (0.018)**	-0.024 (0.018)**	-0.008 (0.258)	-0.008 (0.222)	0.006 (0.043)**	0.006 (0.043)**
DIV	-6.007 (0.000)***	-5.991 (0.000)***	-1.941 (0.043)**	-2.070 (0.030)**	-1.835 (0.006)***	-1.693 (0.013)**	-0.834 (0.004)***	-0.834 (0.004)***
SIZE	0.020 (0.001)***	0.020 (0.001)***	-0.025 (0.000)***	-0.025 (0.000)***	-0.002 (0.692)	-0.002 (0.720)	0.019 (0.000)***	0.019 (0.000)***
MORTGAGE (b)	0.041 (0.303)	0.065 (0.174)	0.053 (0.203)	0.057 (0.255)	0.155 (0.000)***	0.184 (0.000)***	0.032 (0.011)**	0.032 (0.038)**
RD_TA	-0.760 (0.337)	-0.634 (0.420)	0.731 (0.375)	0.823 (0.315)	0.159 (0.782)	0.223 (0.701)	0.042 (0.864)	0.041 (0.868)
std(EBIT_TA)	-1.146 (0.000)***	-1.102 (0.000)***	-0.296 (0.349)	-0.378 (0.228)	-0.239 (0.279)	-0.253 (0.255)	-0.057 (0.548)	-0.057 (0.548)
GROUP	0.006 (0.771)	0.009 (0.637)	-0.045 (0.033)**	-0.042 (0.044)**	-0.030 (0.044)**	-0.030 (0.044)**	0.011 (0.070)*	0.011 (0.070)*
Constant	0.130 (0.337)	0.111 (0.330)	0.785 (0.000)***	0.844 (0.000)***	0.122 (0.145)	0.109 (0.195)	-0.310 (0.000)***	-0.310 (0.000)***
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	3,296	3,296	3,296	3,296	3,296	3,296	3,296	3,296
F - value	13.66***	18.14***	9.91***	9.93***	6.27***	5.88***	18.17***	17.27***
Adj.R ²	0.3258	0.3292	0.2441	0.2637	0.1235	0.1225	0.3958	0.3946

model)과 확률효과모형(random-effect model)으로 나누어지는데 본 연구에서는 Hausman 검정을 통해 고정효과모형을 사용하여 분석하였다.

<표 6>의 분석 결과를 살펴보면, 금융인 사외이사 변수는 총부채와 유의적인 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타나 <표 5>의 결과를 다시 지지하는 것을 확인할 수 있다. 특히, 패널분석 결과에 따르면 금융인 사외이사는 총부채(LEVERAGE)와 함께 단기차입금(*Stloan*)보다는 장기차입금(*Ltloan*)에 더욱 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다⁵⁾.

따라서 <표 5>와 <표 6>의 결과를 종합하면 전반적으로 국내에서도 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 총부채비율이 유의적으로 높으며 특히 장기차입금의 수준이 높은 것으로 나타나 기업의 자본조달에 직접적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다⁶⁾.

한편, 앞의 분석결과들을 통해 금융인 사외이사가 해당기업의 부채수준에 유의적인 영향을 미친다는 결과를 확인할 수 있었지만 실제적으로 금융인 사외이사가 새로 선임된 이후 일정기간 해당 기업의 부채변화를 살펴보면 이들이 개별기업의 자본구조에 미치는 영향을 보다 직접적으로 확인할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 추가적으로 해당 기업의 금융인 사외이사가 최초로 선임된 시점을 중심으로 향후 1년~3년까지 총부채비율, 장단기차입금, 그리고 사채발행 규모의 변화(change) 등을 다시 확인하였는데 그 결과는 <표 7>에 정리하였다. 이때 각 연도별 부채관련 변수들의 변화는 금융인 사외이사가 선임된 시점을 기준으로 해당 연도까지의 해당 변수들이 증가한 정도를 나타낸다.

먼저 해당 기업별로 금융인 출신 사외이사를 최초로 선임한 시점을 기준으로 총부채비율의 변화를 살펴보면 모든 금융기관을 고려한 경우, 선임 후 3년부터 총부채비율(*Leverage*(0, +3))은 유의적으로 증가하는 것으로 나타났으며 단기차입금 및 장기차입금도 동일하게 선임 후 2년부터 증가하는 것을 확인할 수 있다(*Stloan*(0, +2), *Ltloan*(0, +2))⁷⁾.

종합적으로, <표 5>~<표 7>의 분석 결과에 근거해 볼 때 국내에서도 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 분류상의 차이에도 불구하고 전반적으로 총부채비율이 유의적으로 높을 뿐만 아니라 사외이사 선임이후에도 부채비율 증가가 큰 것을 확인할 수 있다.

-
- 5) <표 5>의 결과와 비교적 일관되게 은행, 증권, 그리고 보험업으로 세부적으로 나누어 살펴보았을 때도 금융인 사외이사는 대체로 부채의 담보자산에 대한 민감도를 유의적으로 낮추는 기능을 한다는 것을 재확인할 수 있었다.
- 6) 은행과 증권업 출신의 사외이사의 경우에는 비록 제한적이지만 사채 발행에도 일부 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있었는데 이를 통해 해당 금융기관의 사외이사는 금융시장을 통한 직접 자금조달에도 중요한 영향을 미친다는 결과를 얻을 수 있다
- 7) 은행, 증권 및 보험업종 등으로 세부적으로 고려한 경우에도 시기상의 일부 차이는 존재하지만 대체적으로 금융인 사외이사가 최초로 선임된 이후 일관되게 총부채 및 장단기차입금이 유의적으로 증가하는 것으로 나타나 금융인 사외이사가 해당 기업의 부채수준과 유의적인 양(+)의 관계를 가질 뿐만 아니라 부채관련 변수들의 증가(change)에도 직접적인 영향을 미친다는 결과를 확인할 수 있다. 하지만 상대적으로 사채발행(*BOND*) 비중은 대체로 증가하는 것으로 나타나지만 유의적이지는 않은 것을 확인할 수 있다.

〈표 7〉 추가분석 결과

	Leverage (0, +1)	Leverage (0, +2)	Leverage (0, +3)	Sloan (0, +1)	Sloan (0, +2)	Sloan (0, +3)	Lloan (0, +1)	Lloan (0, +2)	Lloan (0, +3)	Bond (0, +1)	Bond (0, +2)	Bond (0, +3)
new_finance	0.012 (0.965)	0.480 (0.144)	0.760 (0.002)	0.004 (0.969)	0.217 (0.027)	0.354 (0.001)	0.029 (0.696)	0.163 (0.035)	0.335 (0.000)	-0.003 (0.437)	0.048 (0.270)	0.081 (0.202)
ROA	2.146 (0.243)	7.122 (0.011)	5.653 (0.220)	-0.457 (0.506)	1.572 (0.166)	1.107 (0.698)	-0.185 (0.684)	1.002 (0.123)	0.439 (0.708)	-0.069 (0.002)	0.349 (0.031)	0.653 (0.005)
OCF	-0.598 (0.462)	2.263 (0.265)	3.730 (0.325)	-0.011 (0.978)	0.178 (0.826)	-1.568 (0.453)	0.010 (0.976)	0.392 (0.295)	1.786 (0.119)	-0.070 (0.000)	-0.033 (0.827)	-0.143 (0.510)
GROWTH	-0.196 (0.063)	-0.711 (0.002)	-1.523 (0.000)	-0.160 (0.012)	-0.283 (0.007)	-0.569 (0.014)	-0.061 (0.116)	-0.197 (0.021)	-0.422 (0.002)	0.008 (0.000)	-0.055 (0.000)	-0.110 (0.000)
DIV	9.307 (0.199)	-6.563 (0.690)	13.596 (0.662)	6.674 (0.242)	-7.152 (0.401)	6.680 (0.731)	5.571 (0.202)	-2.071 (0.670)	0.071 (0.993)	-0.779 (0.000)	-3.528 (0.014)	-2.692 (0.199)
SIZE	0.110 (0.024)	0.356 (0.012)	0.834 (0.001)	0.100 (0.065)	0.234 (0.015)	0.478 (0.003)	0.067 (0.103)	0.110 (0.002)	0.227 (0.001)	0.010 (0.000)	0.037 (0.000)	0.086 (0.000)
MORTGAGE	0.311 (0.353)	0.619 (0.349)	-0.029 (0.978)	0.728 (0.024)	0.920 (0.024)	0.679 (0.153)	0.174 (0.437)	0.444 (0.075)	0.434 (0.349)	-0.016 (0.036)	-0.059 (0.429)	-0.133 (0.218)
RD_TA	4.533 (0.627)	4.688 (0.760)	1.240 (0.955)	7.527 (0.026)	12.134 (0.021)	16.338 (0.057)	3.777 (0.154)	7.091 (0.065)	9.695 (0.042)	-0.247 (0.036)	1.505 (0.265)	1.328 (0.505)
std(EBIT_TA)	-2.521 (0.393)	-5.238 (0.241)	-1.301 (0.843)	0.766 (0.534)	-1.847 (0.363)	0.520 (0.881)	-0.358 (0.577)	-0.840 (0.598)	0.048 (0.984)	-0.007 (0.848)	-0.539 (0.141)	-1.031 (0.057)
GROUP	-0.097 (0.621)	-0.600 (0.289)	-1.264 (0.115)	-0.155 (0.534)	-0.462 (0.227)	-0.834 (0.078)	-0.170 (0.393)	-0.176 (0.271)	-0.315 (0.111)	0.008 (0.012)	-0.001 (0.971)	-0.024 (0.632)
Constant	-2.154 (0.021)	-7.145 (0.012)	-16.277 (0.001)	-2.354 (0.040)	-4.984 (0.011)	-9.618 (0.002)	-1.333 (0.104)	-2.343 (0.001)	-4.739 (0.000)	-0.130 (0.000)	-0.418 (0.251)	-1.169 (0.028)
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	3,236	3,174	3,160	3,236	3,174	3,160	3,236	3,174	3,160	3,296	3,174	3,160
F-value	2.04	3.23	4.59	2.06	4.23	5.17	2.78	4.10	4.77	13.99	6.58	7.37
Adj.R ²	0.0471	0.0392	0.0429	0.0072	0.0258	0.0365	0.0520	0.0365	0.0243	0.1695	0.1025	0.1159

특히, 부채를 분류해 세부적으로 살펴보면 다소 일관성이 약하기는 하지만 장기차입금의 증가가 일관된 결과를 제시하고 있어 금융인 사외이사가 해당 기업의 장기차입금 변화에 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 최초로 금융인 사외이사가 선임된 시점을 기준으로 향후 3년까지의 부채구조의 변화를 살펴본 분석에서도 부채비율 및 장기차입금 비율이 유의적으로 증가한다는 일관된 결과를 확인할 수 있었다. 이를 통해 본 연구에서는 부채구조의 변화를 분석함으로써 해외의 기존연구에서와 동일하게 국내에서도 금융인 사외이사는 경영자의 감시기능 뿐만 아니라 전문적인 노하우를 통해 경영자의 경영활동을 지원한다는 직접적인 증거를 자본구조의 변화를 통해 확인할 수 있었다.

V. 결 론

외환위기 이후 국내 자본시장의 가장 큰 화두는 기업의 지배구조와 관련된 문제들이었다. 특히 그 중에서 최근 들어 가장 큰 변화를 겪으며 비교적 잘 정착되고 있는 제도 중의 하나는 바로 사외이사 관련 제도이다. 사외이사의 주요 기능은 일차적으로는 경영자 감시기능이라고 할 수 있을 것이다. 하지만 사외이사의 또 다른 주요 기능은 사외이사가 가지고 있는 전문지식 및 노하우를 통해 경영자의 의사결정과정을 지원하는 기능이다.

본 연구에서는 기존의 많은 연구들이 주로 관심을 가졌던 경영자 감시기능으로써의 사외이사의 역할보다는 경영자의 의사결정과정을 지원하는 역할에 중점을 두고 기업의 부채구조 변화를 중심으로 금융인 사외이사가 기업의 자본구조에 미치는 영향을 분석하였다.

분석 결과, 해외의 기존 연구에서의 실증결과들과 동일하게 국내 상장기업에서도 금융인 사외이사는 기업의 부채구조에 유의적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 구체적으로 본 연구에서는 금융인 사외이사가 존재하는 기업은 총부채비율이 유의적으로 높았으며 새로운 사외이사가 선임된 이후에도 총부채비율 증가가 유의적으로 높아지는 것을 확인할 수 있었다. 특히, 부채의 구성요소를 장단기차입금 및 사채발행 등으로 분류해 본 결과 금융인 사외이사가 전반적으로 관련 변수들에게 영향을 미치는 것을 알 수 있었으며 이 중 장기차입금에 미치는 영향이 뚜렷한 것을 확인할 수 있었다. 이와 더불어, 사외이사가 선임된 이후에는 장단기차입금 등이 모두 유의적으로 증가하는 것으로 나타나 금융인 출신 사외이사가 기업의 부채비율을 증가시키는 역할을 할 수 있음을 확인할 수 있었다.

금융인 사외이사가 직접적으로 기업의 자금조달에 어떻게 영향을 미치는 지는 자금의 흐름을 정확히 파악하여야만 알 수 있으나 본 연구를 통해 국내 상장기업들이 금융인 출신의 사외이사를 선임하는 원인을 간접적으로 찾을 수 있었으며 이를 통해 국내에서는 상대적으로 연구가 미미한 경영지원기능으로써의 금융인 사외이사의 역할을 실증적으로 확인할 수 있었다. 향후 금융인 사외이사 이외에도 사외이사의 특성에 따라 사외이사의 역할이 달라질 수 있는지에 연구한다면 사외이사의 역할과 기능에 대해서 심도 있게 볼 수 있을 것이라 사료된다.

참고문헌

- 김문현 · 백재승, “사외이사 해임정보가 기업가치에 미치는 영향,” 증권학회지, 제34권(2005), pp.209–246.
- 박경서 · 이은정 · 장하성, “한국 상장기업의 사외이사제도 운영에 관한 연구,” 한국증권학회 발표논문집, 2003.
- 한정화, “국제비교분석을 통한 우리나라 사외이사제도의 발전방향,” 전략경영연구, 제3권(2000), pp.97–116.
- Agrawal, A. and C. Knoeber, “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31(1996), pp.377–397.
- Booth, J. and D. Deli, “On Executives of Financial Institutions as Outside Directors,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.5(1999), pp.227–250.
- Byrd, J. and A. Hickman, “Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids,” *Journal of Financial Economics*, Vol.32(1992), pp.195–221.
- Byrd, D. and M. Mizruchi, “Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firm,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.11(2005), pp.129–173.
- Ciamarra, E., “Monitoring by Affiliated Bankers on Boards of Directors : Evidence from Corporate Financing Outcomes,” *Working Paper*(2006).
- Dittman, I., E. Maug, and C. Schneider, “Bankers on the Boards of German Firms : What They Do, What They Are Worth, and Why They Are There,” *Working Paper*(2008).
- Fama E. and R. French, “Testing Trade–Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt,” *Review of Financial Studies*, Vol.15(2002), pp.1–33.
- Fama E. and M. Jensen, “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, Vol.27(1983), pp.301–325.
- Guner, A. U. Malmendier and G. Tate, “The Impact of Boards with Financial Expertise on Corporate Policies,” *Working Paper*(2006).
- Guner, A. U. Malmendier and G. Tate, “Financial Expertise of Directors,” *Journal of Financial Economics*, Vol.88(2008), pp.323–354.
- Jagannathan, M. and S. Krishnamurthy, “The Benefits of Investment Banker Directorships,” *Working Paper*(2004).
- Kroszner, R. and P. Strahan, “Bankers on Boards : Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability,” *Journal of Financial Economics*, Vol.62(2001), pp.415–452.
- Mace, M., “Directors, Myth and Reality,” *Harvard Business School Press*(1971), Boston.
- Mitchell, K. and M. Walker, “Bankers on Boards, Financial Constraints, and Financial Distress,”

Working Paper(2008).

Rosenstein, S. and J. Wyatt, “Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, Vol.26(1990), pp.175 – 191.

Terry, R., “An Examination of the Role of Boards of Directors in the Enactment of Poison Pill Securities,” *University of Utah*(1992).

The Effect of Outsider Directors from Financial Institutes on Firms' Debt Ratio

Seoung-Soon Cho^{*} · Kyung-Jin Park^{**} · Hyunhan Shin^{***}

— <Abstract> —

Using the Korea stock listed firms over the period 2000 to 2008, this paper tests the effects of financial outsider directors on firms' capital structure, which is based on their supporting roles.

This paper suggests the positive relationship between the financial outsider directors and firms' total debt ratio, regardless of classification of financial directors. Interestingly, the long-term debt ratio is more increasing than others, which means that in Korea, financial outsider directors would have an important role on the increase of the financial leverage. Collectively, our findings support the view that the financial outsider directors have a important role of supporting managers as well as monitoring managers with respect to financial leverage policy in the Korean stock market.

<Key words> Corporate governance, outsider directors, financial outsider directors, capital structure, leverage policy

* Assistant Professor, Division of International Trade and Economics, Korea Maritime AND Ocean University

** Associate Professor, Department of Business Administration, Myongji University

*** Professor, School of Business, Yonsei University