

# 사외이사의 직업적 경력이 보험회사 금융안정성과 경영성과에 미치는 영향에 대한 연구

## The Impact of Outside Directors' Career Backgrounds on the Financial Stability and Performance of Insurance Companies

한 상 용\*·박 희 우\*\*

Sangyong Han · Heewoo Park

보험산업을 비롯한 금융회사는 공공성이 높은 산업으로 국민 생활과 밀접하게 연관되어 있어 사외이사의 전문성이 타 업종보다 더 중요하다고 할 수 있다. 본 연구는 국내 보험산업에서 사외이사의 직업적 배경과 보험회사의 금융안정성과 수익성 간의 관계에 대한 실증분석을 수행한다. 분석 결과, 교수 사외이사의 비율은 보험사의 금융안정성 및 수익성과 유의한 양의 상관관계를 나타냈으며 전직관료 비율과는 유의한 음의 상관관계를 보였다. 또한 본 연구의 결과들은 사외이사의 직업적 배경이 보험회사 금융안정성 및 수익성에 미치는 영향은 회사의 업종 및 규모에 따라서 달라질 수 있다는 사실을 보여준다. 본 연구의 분석 결과는 보험산업이 요구하는 학문적 전문성과 독립성을 가진 사외이사의 선임이 보험회사의 경영성과와 금융안정성 제고에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 사실을 시사한다.

국문 색인어: 보험회사, 사외이사, 금융안정성, 수익성

한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050703

\* 한국금융연구원 연구위원(syhan@kif.re.kr), 제1저자

\*\* 보험연구원 연구위원(hwpark@kiri.or.kr), 공동저자

논문 투고일: 2024.10.16, 논문 최종 수정일: 2024.11.13, 논문 게재 확정일: 2025.02.17

## I. 서론

국내 금융회사에서 사외이사 제도는 1997년 외환위기 이후에 기업 지배구조 개선과 기업경영의 투명성 제고를 위해 본격적으로 도입되었다. 이후 관련 규제가 지속적으로 강화되어 왔으나 그 실효성에 관한 논란은 지속적으로 제기되어 왔다. 금융회사의 사외이사 제도와 관련하여 2010년에 은행 등 사외이사 모범기준, 2014년에 금융회사 지배구조 모범기준이 발표되었고 2016년에는 금융회사의 지배구조에 관한 법률이 제정되면서 이사회의 사외이사 선임 비율, 사외이사의 자격요건 및 임기 등에 대한 규제가 강화되어 왔다. 그러나 아직도 금융회사의 사외이사들이 독립성 및 전문성의 부족으로 인해 경영성과와 기업 가치 제고에 실질적으로 도움이 되지 못한다는 지적이 계속되고 있다. 사외이사는 이사회의 구성원이지만 회사의 경영진에는 속하지 않기 때문에 중립적인 입장에서 기업과 주주의 이익을 비롯하여 기업의 안정성, 건전성을 감독하는 역할을 수행한다. 사외이사는 기업 내부가 아닌 외부 인사를 중심으로 구성되어 경영진과 독립적인 관계를 유지하며 특정 분야의 전문성을 최대한 발휘하여 경영진을 자문하고 기업에 대한 감시활동을 수행해야 하기 때문에 사외이사제도가 효율적으로 작동하기 위해서는 무엇보다도 사외이사의 전문성이 중요하다고 할 수 있다.

특히 보험산업을 비롯한 금융회사는 공공성이 높은 산업으로 국민 생활과 밀접하게 연관되어 있어 사외이사의 전문성이 타 업종보다 더 중요하다고 할 수 있다. 2020년 전국경제인연합회가 자산총액 기준 상위 200대 상장기업을 대상으로 한 설문조사에 의하면 사외이사가 갖추어야 할 가장 중요한 역량으로 사업에 대한 이해도, 지식 등 전문성이라고 응답한 비율이 51.4%로 가장 높게 나타났다. 금융회사에서 사외이사의 금융에 관한 지식과 경험 등 전문성 확보는 이사회의 경영진 의사결정에 대한 의존도를 낮추고 효과적인 감시 및 견제활동을 수행하기 위한 조건이며 독립성 확보와 보완관계가 될 수 있다<sup>1)</sup>. 따라서 금융회사의 사외이사 제도가 본래의 목적을 제대로 달성할 수 있도록 하기 위해서는 금융에 대한 충분한 전문성과 경험을 갖춘 외부인사를 선임하여 그들이 경영진에 실질적인 조언을 제공하고 경영진에 대한 적절한 감시와 견제를 수행하도록 하는 것이 필요하다고 사료

1) 이시연, 구본성(2011)

된다. 이와 같은 배경에서 본 연구는 국내 보험산업에서 사외이사의 직업적 배경이 보험회사의 금융안정성과 수익성에 미치는 영향을 분석함으로써 보험계약자 보호 및 기업성과 제고를 위한 사외이사 제도의 개선방안을 위한 시사점을 제시하고자 한다.

국내에서 보험회사 사외이사의 직업적 경력이 기업의 금융안정성 및 경영성과에 미치는 영향과 관련된 연구는 매우 드문 실정이다. 다만, 이현미 외(2021)는 2009년부터 2019년까지 손해보험회사를 대상으로 분석하여 이사회 내 사외이사 비율이 높을수록 기업가치가 상승함을 보고하였다. 이는 기업의 사외이사 비율이 높을수록 경영자의 의사결정에 대해 독립적인 입장에서 전문성을 바탕으로 감시할 수 있으므로 기업가치의 상승으로 이어진다는 설명이다. 하지만 이들의 연구에서는 사외이사의 직업적 경력 및 전문성과 같은 요소들이 기업가치와 같은 경영성과에 미치는 영향을 실증적으로 분석하지 못하였다는 한계가 존재한다.

'23년부터 새로운 회계제도(IFRS17)가 도입되고 최근 금융시장의 변동성이 크게 증가함에 따라 보험산업에서 사외이사의 전문성이 더욱 필요한 시점이다. 따라서 보험회사의 경영에 대해 충분한 전문적 식견과 경험을 보유한 사외이사의 비중을 높여 이사회 업무 수행의 전문성과 효율성을 제고하는 것이 그 어느 때 보다 중요한 과제라고 할 수 있다. 이와 같은 측면에서 본 연구의 실증분석 결과는 향후 보험회사에서 사외이사 제도의 실효성을 제고하는데 도움이 될 수 있는 유의미한 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 사료된다.

본 연구의 주요 결과를 살펴보면 다음과 같다. 먼저 전체 보험회사에 대해서 차년도의 금융안정성 및 수익성은 전년도 교수 사외이사의 비율과 유의한 양의 상관관계를 가진 것으로 나타났으며 전직관료 비율과는 유의한 음의 상관관계를 보였다. 이러한 결과는 교수 출신 사외이사의 경우에는 기업 관련 특정 분야의 전문성을 바탕으로 효율적인 감시, 자문을 제공하고 있지만, 전직관료 사외이사는 이러한 역할을 충실히 다하지 못하였기 때문이라고 추측할 수 있다. 그 밖에 이사회 중 사외이사 비율 혹은 기업인, 법조인 사외이사 비율은 보험회사 금융안정성 및 수익성에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 다음으로 전체 보험회사를 생명보험회사와 손해보험회사로 구분하여 분석한 결과에 따르면 생명보험회사에서는 교수 및 전직관료 출신 사외이사 비율과 금융안정성과 수익성 사이에 유의한 상관관계가 나타났으나 손해보험회사에서는 금융안정성이 직업별

사외이사 비율과 갖는 상관관계의 유의성은 사라지고 수익성에 대해서만 교수 및 전직관료 사외이사 비율과 유의한 관계가 나타났다. 손해보험회사는 생명보험회사와 달리 갑작스러운 자연재해의 발생, 짧은 상품 갱신주기 등으로 인해 사외이사의 직업적 배경이 금융안정성을 예측하거나 영향을 주기 어렵기 때문으로 판단된다. 이어서 보험회사 유형을 기업 규모에 따라 대형사와 중소형사로 나눠서 분석한 결과에서는 대형사와 달리 중소형 보험사에서는 전직관료 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성 사이에서 나타났던 음의 상관관계 유의성이 사라졌다. 이는 전직 관료 출신 인사들을 대거 사외이사로 영입하는 대형사와 비교하여 그렇지 않은 중소형사에서는 전직관료 출신 사외이사가 금융안정성과 기업성장에 부정적인 영향을 미치지 않음을 보여준다. 또한 중소형사 중 손해보험회사에 대해서는 교수 사외이사의 비율이 금융안정성 및 수익성과 갖는 유의한 양의 관계가 사라지는 것으로 나타나 교수 출신 사외이사가 중소형사보다는 대형사에서 기업성과 제고에 더 큰 기여를 할 수 있다는 사실을 나타내었다. 위와 같은 결과들은 회사의 업종 및 규모에 따라서 사외이사의 직업적 배경이 보험회사 금융안정성 및 수익성에 미치는 영향은 달라질 수 있다는 사실을 시사한다. 본 연구의 분석 결과는 보험산업이 요구하는 학문적 전문성을 가지고 독립적인 감시 및 자문역할을 할 수 있는 사외이사들이 보험회사의 경영성과와 금융안정성 제고에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 보여준다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. II장에서는 사외이사의 직업적 배경과 금융안정성 및 경영성과 간의 관계와 관련한 선행연구를 살펴보고 국내 보험업계에서 사외이사의 직업적 배경이 보험사의 금융안정성과 수익성이 미치는 영향을 분석하기 위한 가설을 설정한다. III장에서는 표본의 추출과정과 분석에서 사용한 사외이사 및 기업특성 변수들, 연구모델에 대하여 설명한다. IV장에서는 사외이사의 직업별 비율이 보험회사 금융안정성과 수익성에 미치는 영향을 패널회귀분석을 통해 분석하고 결과들을 제시한다. 마지막으로 V장에서는 본 연구의 결과를 요약·정리하고 시사점을 제시한다.

## II. 선행연구 및 가설

초기 사외이사과 관련된 연구는 사외이사의 양적 특징과 관련하여 이루어졌다. Jensen(1993), Yermack(1996) 등은 이사회 규모의 소형화가 이사회 기능을 향상할 수 있다고 보고하였으며, 사내이사의 수를 제한한 사외이사의 선임이 필요함을 주장하였다. 반면 Coles et al.(2008), Xie et al.(2003) 등에 따르면 다양한 전문성을 요구하는 기업들이 늘어남에 따라 사외이사의 규모를 증가시켜 지식적 가치를 최대한 활용하는 것이 기업 가치 제고에 도움이 된다고 하였다. 또한 Pearce and Zahra(1991), Core et al.(1999), Choi et al.(2007)를 비롯한 다수의 연구자에 따르면 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율이 높을수록 기업에 대한 독립적인 감시기능이 강화되어 기업 가치 혹은 성과 증대로 이어짐이 밝혀졌다. 한편, 이와는 다르게 Agrawal and Knoeber(1996), Vafeas(2003) 등은 사외이사의 비율이 높을수록 기업 가치 혹은 성과에 부정적인 영향을 미치거나 아무런 관계가 없다는 연구 결과를 발표하기도 하였다.

사외이사의 질적 특성과 기업 성과 사이의 관계에 대한 연구도 활발하게 이루어지고 있다. Chen et al.(2020)은 미국 기업의 이사회 구조에 대하여 분석하여 전문성을 갖춘 사외이사가 기업 성과 제고에 기여할 수 있음을 주장하였다. 이들의 분석에 따르면 중국 관련 경험이 있는 사외이사를 임명한 미국 기업들에서 중국과 관련된 투자가 있을 때 사외이사들이 중요한 자문 역할을 수행하였고, 정보 격차를 줄이는 역할을 하였다. 결과적으로 이러한 기업들은 인수합병, 합작투자 등에서 더 높은 수익률과 더 우수한 장기 운영 성과를 달성하였다. Balsmeier et al.(2014)은 독일 대기업을 대상으로 한 분석을 통해 혁신적인 기업 출신의 사외이사가 이사회에 포함될 경우 해당 기업의 성과가 향상됨을 밝혔다. 사외이사의 출신 기업과 임명된 기업의 기술적 유사성이 높을수록 기업 성과에 미치는 긍정적인 영향을 더욱 강하게 나타냈으며, 사외이사가 혁신적인 기업 출신이 아닌 경우 기업 성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이들의 연구에 따르면 사외이사의 전문적인 지식과 경험은 기업의 역량을 강화하는데 매우 중요함을 의미한다. Fracassi and Tate(2012)는 이사회 구성원들이 CEO와 친밀할수록 기업에 대한 독립적인 감시가 이루어질 수 없고 결과적으로 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다는 것을 발견하였다. 즉, 사

외이사의 독립성과 전문성은 기업 성과에 긍정적인 영향을 미치는 반면 CEO와의 강한 친밀관계는 기업 가치를 저하시킬 수 있다는 결론을 도출하였다. Palmberg(2015)은 스웨덴 상장 기업을 대상으로 한 연구에서 사외이사의 독립성이 기업의 재무 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 동 연구에 따르면 사외이사가 경영진의 행동을 감시하고 주주들의 이익을 보호하는 역할을 하기 때문에 기업의 장기적인 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

사외이사의 직업적 특성과 기업 성과 사이에서 나타나는 관계에 대한 연구도 다수 존재한다. 사외이사의 직업적 경력이 기업의 경영성과나 금융안정성 등에 미치는 영향에 대한 선행연구들을 살펴보면 대체로 전문성이 높은 사외이사가 이사회에의 효율성과 기업가치의 제고를 가져온다는 결과를 보고하고 있다. 예를 들면, Francis et al.(2015)의 연구는 이사회에서 교수 출신 사외이사의 비율이 증가할수록 기업의 경영성과가 증가한다는 사실을 보고하였다. 그들은 이에 대한 원인으로 회사의 경영에 필요한 분야에 대한 전문성을 지닌 교수들이 다른 사외이사들에 비해 독립적이고 객관적인 입장에서 경영진을 감시하고 조언하는 역할을 수행할 수 있기 때문이라고 주장하였다. Bull and Sharp(1989)는 사외이사들이 기업 경영에 필요한 지식과 경험을 지닌 직업적 배경을 가지지 못한다면 경영진에 대한 효율적인 견제와 감시의 수행을 위한 사외이사 제도가 본래의 기능을 제대로 수행하기 어렵다고 언급하였다.

사외이사의 직업적 경력과 기업 성과 사이의 관계에 대한 국내 연구도 존재한다. 강운식·국찬표(2012)는 전직 관료, 정치인 및 법조인 출신 사외이사를 비독립적인 사외이사로 분류하고 기업가치와의 관계를 살펴본 결과 비독립적인 사외이사의 비율이 높을수록 기업 가치가 낮게 평가되는 경향이 있다고 보고하였다. 이창민·정준영(2017)은 금융회사의 사외이사를 대상으로 한 연구에서 정부 관료, 금융공기업 출신 사외이사의 비율은 경영성과와 유의한 음(-)의 관계 또는 유의미하지 않은 관계가 나타나는 반면에 해당 분야의 전문성을 지닌 교수 출신 사외이사의 비중이 증가할수록 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 밝혔다. 김학건(2019)은 국내 저축은행에서 이사회 내 금융 관련 경력을 가진 사외이사의 비율이 높을수록 금융안정성이 높게 나타남을 보고하고, 이는 금융 관련 경력 또는 전공을 가진 사외이사일수록 금융회사의 업무에 대해 상대적으로 높은 이해도를 가지고

있기 때문이라고 설명하였다. 조상준·정준영(2019)은 2011년부터 2015년까지의 금융 관련 업종에 속하는 기업을 대상으로 교수출신 사외이사의 전문성이 기업성과에 미치는 영향을 분석한 결과 사외이사 교수의 최근 연구실적과 기업의 성과는 유의미하게 양의 상관관계를 나타남을 밝혔다. 또한 김학건(2020)은 사외이사의 활동성과 저축은행 대출 연체 비율은 음(-)의 상관관계가 나타남을 보고하였으며, 이를 통해 사외이사의 적극적인 활동이 기업의 감시·정보획득 능력을 제고하고 기업의 리스크관리에도 긍정적인 영향을 미친다고 언급하였다.

국내 보험회사와 관련된 연구에서는 사외이사의 비율 증가가 보험회사 가치와 수익성에 부정적으로 나타났다. 한상용·문혜정(2020)에 따르면 사외이사 비율의 증가는 손해보험회사의 수익성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 사외이사가 경영진에 우호적인 인사로 임명되는 경우 경영진과의 친밀한 관계로 인해 독립적인 감시를 수행할 수 없고, 기업의 수익성 저하로 이어질 수 있기 때문이다. Han and Mun(2023)은 한국 보험 산업에서 사외이사가 기업 성과와 가치에 미치는 영향을 분석하였고, 사외이사의 비율이 높은 보험회사에서 기업 가치와 수익성은 부정적인 영향이 나타났다. 동 연구는 이러한 결과가 나타난 이유에 대해 사외이사들이 경영진의 행동을 효과적으로 감시하지 못하며, 사외이사 비율이 높을수록 경영진의 보수가 증가하는 결과가 나타났기 때문으로 설명한다. 특히 법조인이나 정부 고위직 출신의 사외이사들에서 위와 같은 결과가 두드러졌으며, 이들은 경영진으로부터의 독립성이 부족하여 기업에 대한 제대로 된 감시 역할을 수행하지 못하기 때문이라고 주장하였다.

본 연구는 이러한 기존 문헌들에서의 결과를 바탕으로 국내 보험회사에서 사외이사의 직업적 배경이 보험회사의 금융안정성 및 경영성과에 유의미한 영향을 미칠 것으로 판단하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설: 이사회 내에 보험회사의 경영에 필요한 지식과 경험을 지닌 전문적인 지식을 가진 사외이사의 비율이 높을수록 보험회사의 금융안정성과 수익성에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.



### Ⅲ. 표본 및 연구방법

#### 1. 표본선정 및 변수 산출

본 연구에서는 사외이사의 직업적 배경이 보험회사의 금융안정성 및 경영성과에 미치는 영향을 살펴보기 위해 국내에서 보험영업을 영위하고 있는 보험회사 36개 사(생명보험 23개, 손해보험 13개)를 대상으로 2013년부터 2022년까지 보험회사의 사외이사 및 재무 자료를 활용하여 분석을 진행하였다. 사외이사에 대한 데이터는 각 사가 공시한 지배구조 연차보고서를 통해 수집하였으며, 보험사의 금융안정성, 수익성, 통제변수들을 계산하기 위한 데이터는 금융감독원 금융통계정보시스템을 통해 수집하였다. 보험회사 사외이사의 직업별 비율이 금융안정성 및 수익성에 미치는 영향을 분석하기 위해 패널회귀분석을 실시하였으며, 자세한 회귀분석 식과 방법론은 다음 절에서 설명한다. 회귀분석을 위한 종속변수와 통제변수는 보험회사의 재무자료를 통하여 구축하였고, 설명변수는 사외이사의 직업적 배경을 파악하여 생성하였다.

본 연구의 주요 설명변수인 사외이사 관련 변수는 이사회 내 사외이사 직업별 인원수를 통해 계산하였다. 전체 사외이사 비율은 각 사의 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율로 계산하였으며, 사외이사의 직업적 경력은 4개 집단(교수, 기업인, 법조인, 전직관료)으로 분류하였다. 교수 비율은 사외이사 중 직업이 교수(대부분 경영 및 경제학 전공)인 인원의 비율을, 기업인 비율은 사외이사 중 기업(보험, 은행, 컨설팅, 회계법인 등의 전·현직 경영인) 출신 인원의 비율, 법조인 비율은 사외이사 중 법조인(전직 판·검사·변호사)이 차지하는 비율, 전직관료 비율은 사외이사 중 전직 관료(기획재정부, 금융위원회, 금융감독원 등의 전직 관료)의 비율을 의미한다.

종속변수로는 Z-score, ROE(자기자본이익률)를 사용하였다. 보험회사의 금융안정성을 측정하는 Z-score는 과거 5년의 평균 ROA(자산이익률)와 과거 5년 평균 자기자본비율의 합계를 과거 5년의 ROA의 표준편차로 나누어 계산하였다. 동 지표는 보험회사가 지급불능상태(insolvency)로부터 떨어져 있는 정도와 자산을 모두 소진할 때까지 보험회사가 감내할 수 있는 정도를 나타낸다. 즉, Z-score가 높을수록 보험회사가 지급불능위험에



처할 가능성이 낮다는 사실을 의미한다.<sup>2)</sup> 다음으로 보험사의 경영성과인 수익성을 측정하는 변수로는 ROE를 사용하였다. ROE는 기업이 자본을 이용하여 얼마만큼의 이익을 냈는지를 나타내는 지표로 당기순이익을 자기자본으로 나눈 값으로 계산하며, ROE가 높을수록 기업의 수익성이 높다고 해석할 수 있다.

마지막으로 본 연구는 통제변수로 회사 규모, 부채비율, 사업집중도, 손해율, 총자산수익률(ROA), 이익변동성, 상장회사더미 등 기업특성변수를 사용하였다. 회사 규모는 당해연도 총자산의 자연로그 값이며, 부채비율은 보유보험료를 자기자본으로 나눈 값, 사업집중도는 보험회사별 각 보험상품의 원수보험료를 통해 계산한 HHI(허핀달-허쉬만 지수)<sup>3)</sup>, 손해율은 보험금지급률(생명보험회사)<sup>4)</sup>, 경과손해율(손해보험회사)<sup>5)</sup>로 정의한다. 그리고 금융안정성(Z-score)이 종속변수인 경우에는 당기순이익을 총자산으로 나눈 값인 ROA를 통제변수로 사용하였으며, 수익성(ROE)이 종속변수인 경우에는 ROA의 과거 5년간 표준편차인 이익변동성을 추가적인 통제변수로 사용하였다. 상장회사더미는 분석 시점에 상장되어있는 보험회사의 경우 1을, 비상장 보험회사인 경우 0을 갖는다. <표 1>에서는 본 연구에서 사용하는 변수들의 정의를 나타낸다.

<표 1> 변수의 정의

구분	변수명	정의
금융안정성 및 수익성	Z-score	$((ROA + \text{자기자본비율}) / 5\text{년 ROA 표준편차})$
	자기자본이익률(ROE)	당기순이익/자기자본
사외이사	사외이사 비율	이사회에서 사외이사의 비율
	교수 비율	사외이사 중 직업적 배경이 교수인 인원의 비율
	기업인 비율	사외이사 중 기업의 전·현직 경영인 출신인 인원의 비율
	법조인 비율	사외이사 중 법조인(전직 판·검사, 변호사)의 비율
	전직관료 비율	사외이사 중 전직관료의 비율

2) Boyd et al.(1993)

3) 사업집중도는 각 보험회사별로 계산한 수치이며, 1에 가까울수록 해당 보험회사의 사업집중도가 높고 사업집중도가 낮으면 0에 접근하는 모습을 보임

4) 보험금 지급률 = 지급보험금 / 수입보험료

5) 경과손해율 = 발생손해액 / 경과보험료

기업특성변수	회사 규모	당해 연도 총자산의 자연로그
	부채비율	보유보험료/자본총액
	사업집중도	각 보험상품의 원수보험료를 사용한 HHI(허핀달-허쉬만 지수)
	총자산수익률(ROA)	당기순이익/총자산
	손해율	보험금 지급률(생명보험회사), 경과 손해율(손해보험회사)
	이익변동성	과거 5년의 ROA의 표준편차
	상장회사터미	상장보험회사 터미변수

## 2. 회귀분석 모형

본 연구의 주요 실증분석은 크게 세 부분으로 구성된다. 첫째로, 이사회 내 사외이사의 비율이 금융안정성과 수익성에 미치는 영향뿐 아니라 사외이사 중 직업별 집단의 비율과 금융안정성, 수익성 간의 관계에 대한 실증분석을 수행한다. 둘째로, 분석 대상 보험회사를 전체보험회사와 생명보험회사, 그리고 손해보험회사로 구분하여 사외이사의 직업적 경력이 금융안정성 및 수익성에 미치는 영향을 분석한다. 셋째로, 전체·생명·손해보험회사에 대해 각각 대형사, 중소형사로 분류하여 각 그룹별로 사외이사의 직업적 경력이 금융안정성 및 수익성에 미치는 영향을 차별적으로 분석한다. 본 연구에서는 국내 보험산업에서 사외이사의 직업적 경력이 보험사의 금융안정성(Z-score)과 경영성과(ROE)에 미치는 영향을 살펴보기 위해 패널회귀분석을 실시하였으며, 기업 및 시간의 관찰불가능한 이질적 특성을 통제하기 위한 이원고정효과모형(two way fixed-effects model)을 사용하였다.<sup>6)</sup> 회귀모형을 식으로 나타내면 아래와 같다.

$$Z\text{-score}(ROE)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{사외이사 비율}_{i,t-1} + BX_{i,t-1} + k_i + h_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

위의 식에서  $i$ 는 기업,  $t$ 는 연도,  $\beta_0$ 는 상수항,  $\beta_1$ 은 사외이사 비율의 추정계수,  $X_{i,t-1}$

6) 하우스만검정(Hausman test)을 통해 고정효과모형(fixed effect model)과 확률효과모형(random effect model) 중 어느 모델이 더 적합하게 추정되는지 살펴본 결과 고정효과모형이 확률효과모형보다 더 우월한 것으로 나타나 본 연구에서는 고정효과모형을 채택하여 분석을 진행함

은 통제변수,  $B$ 는 통제변수 추정계수,  $k_i$ 는 기업 고정효과,  $h_i$ 는 연도 고정효과,  $\epsilon_{i,t}$ 는 오차항을 의미한다. 사외이사 비율로 사용한 변수는 총 5종류이며, 전체 이사회 중 사외이사가 차지하는 비율과 사외이사 중 4가지 직업군이 차지하는 비율이 여기에 해당된다. 그리고 통제변수에는 회사 규모, 부채비율, 사업집중도, 손해율, ROA, 이익변동성, 상장회사더미 등 기업특성변수가 포함된다. 본 연구의 주된 관심사는  $\beta_1$ 이며,  $\beta_1$ 를 통해 사외이사 직업별 비율이 보험회사 금융안정성 혹은 수익성에 미치는 영향을 파악할 수 있다. 예를 들어  $\beta_1$ 이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가질 경우 해당 직업별 사외이사 비율이 높은 보험회사의 금융안정성과 수익성이 높음을 의미한다. 한편, 이창민·정준영(2017)은 이사회의 의사결정 및 영향력 행사에는 절차가 필요하며 사외이사의 역할이 기업의 성과에 영향을 미치기 위해서는 시차가 발생하다고 주장하였다. 이러한 의견을 반영하여 본 연구에서는 종속변수와 설명변수 간에 1년의 시차를 두고 보험회사의 사외이사 비율과 보험회사의 금융안정성 및 수익성 간의 관계에 대한 분석을 수행하였다.

## IV. 실증분석 및 결과

### 1. 기초통계량

〈표 2〉에서는 분석 대상 36개 보험회사에 대한 각 변수의 기초통계량을 보여준다. 분석 기간은 2013년부터 2022년이며, 총 보험회사 기업-연도 관측치는 342개이다. 금융안정성을 나타내는 Z-score의 평균은 2.7이며, 최솟값은 -2.4, 최댓값은 21.0까지 분포하여 보험회사별로 금융안정성이 다양하게 나타남을 확인할 수 있다. 또한 자기자본이익률(ROE)의 경우에도 평균값이 4.2, 표준편차 10.7을 나타내어 회사별로 상당한 편차가 나타난다. 보험회사의 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율은 평균적으로 0.59로 보험회사 이사회의 과반수 이상이 사외이사로 구성되어 있다. 사외이사에서 직업별 비율의 평균을 살펴보면 교수 비율이 0.296으로 가장 높으며, 그 뒤로 전직 관료 비율은 0.276, 기업인 비율은 0.259, 법조인 비율은 0.115의 순으로 나타난다. 이는 보험회사들이 대학에서 교

수로 재직하는 인물이나 전직 행정관료를 사외이사로 선호하는 경향이 있다는 사실을 보여준다.

〈표 2〉 전체 보험회사 기초통계량

구분	변수명	관측치	평균	중간값	표준편차	최솟값	최댓값
금융안정성 및 수익성	Z-score	342	2.706	2.326	2.758	-2.404	21.046
	ROE	342	4.223	5.577	10.703	-9.007	25.943
사외이사	사외이사 비율	342	0.590	0.571	0.095	0.200	0.800
	교수 비율	342	0.296	0.250	0.254	0.000	1.000
	기업인 비율	342	0.259	0.220	0.275	0.000	1.000
	법조인 비율	342	0.115	0.000	0.173	0.000	0.667
	전직 관료 비율	342	0.276	0.250	0.259	0.000	1.000
기업특성변수	회사 규모	342	16.633	16.662	1.105	13.496	19.551
	부채비율	342	0.887	0.923	0.118	0.218	0.976
	사업집중도	342	0.473	0.440	0.218	0.216	1.000
	ROA	342	0.699	0.425	1.561	-4.957	8.810
	손해율	342	0.890	0.798	0.135	0.253	13.689
	이익변동성	342	0.464	0.281	0.599	0.027	4.325
	상장회사터미	342	0.365	0.000	0.482	0.000	1.000

다음으로 〈표 2-1〉과 〈표 2-2〉는 분석 대상 보험회사를 생명보험회사, 손해보험회사로 구분하여 계산한 각각의 기초통계량을 나타낸다. 분석 기간 중 생명보험회사 23개 사에 대한 관측치는 216개이며, 손해보험회사 13개 사에 대한 관측치는 126개이다. 보험회사 형태별 통계량의 차이를 살펴보면 보험회사의 금융안정성을 나타내는 Z-score와 수익성 지표인 ROE의 경우 평균값이 생명보험회사가 손해보험회사에 비해 다소 높은 것으로 나타났다(Z-score: 생명보험회사 2.834, 손해보험회사 2.480; ROE: 생명보험회사 4.659, 손해보험회사 3.457). 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율의 평균값은 생명보험회사와 손해보험회사가 각각 평균 0.595, 0.581로 비슷한 값이 나타났다. 한편 사외이사의 직업적 배경에 대해서 살펴보면 사외이사 중 교수가 차지하는 비율의 평균값은 손해보험회사에서 0.336으로 생명보험회사의 0.273보다 높은 수치를 보였으며, 기업인 비율은 생명보험회사에서 0.355로 손해보험회사 0.091보다 크게 높은 것으로 나타났다. 또한 사외이사

에서 법조인, 전직 관료가 차지하는 비율은 손해보험회사에서 평균 0.123, 0.310으로 생명보험회사 0.110, 0.257보다 조금 높은 모습을 보였다. 생명보험회사와 손해보험회사의 기업특성변수에 대해서는 회사규모(생명보험회사: 16.741, 손해보험회사: 16.445)와 부채비율(생명보험회사: 0.900, 손해보험회사: 0.863)은 두 업권에서 유사한 수치를 보이지만 생명보험회사에서 다소 높았으며 사업집중도(생명보험회사: 0.386, 손해보험회사: 0.626)와 ROA(생명보험회사: 0.619, 손해보험회사: 0.840)는 손해보험회사에서 더 높게 나타났다. 마지막으로 손해보험회사가 생명보험회사에 비해 이익변동성(생명보험회사: 0.308, 손해보험회사: 0.741)과 상장보험회사 비율(생명보험회사: 0.197, 손해보험회사: 0.661)이 높으며, 손해율은 생명보험회사에서 소폭 높은 것으로 조사되었다(생명보험회사: 0.918, 손해보험회사: 0.841).

〈표 2-1〉 생명보험회사 기초통계량

구분	변수명	관측치	평균	중간값	표준편차	최솟값	최댓값
금융안정성 및 수익성	Z-score	216	2.834	2.375	2.627	-2.404	12.130
	ROE	216	4.659	4.703	7.261	-4.532	25.943
사외이사	사외이사 비율	216	0.595	0.571	0.099	0.200	0.800
	교수 비율	216	0.273	0.250	0.242	0.000	1.000
	기업인 비율	216	0.355	0.333	0.299	0.000	1.000
	법조인 비율	216	0.110	0.000	0.167	0.000	0.667
	전직 관료 비율	216	0.257	0.250	0.248	0.000	0.750
기업특성변수	회사 규모	216	16.741	16.737	1.124	14.808	19.551
	부채비율	216	0.900	0.932	0.109	0.218	0.976
	사업집중도	216	0.386	0.324	0.179	0.216	1.000
	ROA	216	0.619	0.357	1.403	-1.802	8.300
	손해율	216	0.918	0.634	1.684	0.253	13.689
	이익변동성	216	0.308	0.188	0.288	0.027	2.182
	상장회사	216	0.197	0.000	0.399	0.000	1.000

〈표 2-2〉 손해보험회사 기초통계량

구분	변수명	관측치	평균	중간값	표준편차	최솟값	최댓값
금융안정성 및 수익성	Z-score	126	2.480	2.124	2.974	-2.032	21.046
	ROE	126	3.457	6.449	14.954	-9.007	19.875
사외이사	사외이사 비율	126	0.581	0.600	0.088	0.222	0.750
	교수 비율	126	0.336	0.330	0.269	0.000	1.000
	기업인 비율	126	0.091	0.060	0.089	0.000	0.330
	법조인 비율	126	0.123	0.000	0.185	0.000	0.667
	전직 관료 비율	126	0.310	0.250	0.274	0.000	1.000
기업특성변수	회사 규모	126	16.445	16.397	1.050	13.496	18.334
	부채비율	126	0.863	0.912	0.128	0.441	0.957
	사업집중도	126	0.626	0.586	0.194	0.387	1.000
	ROA	126	0.840	0.643	1.804	-4.957	8.810
	손해율	126	0.841	0.854	0.084	0.469	0.965
	이익변동성	126	0.741	0.383	0.855	0.071	4.325
	상장회사	126	0.661	0.100	0.475	0.000	1.000

〈표 3〉은 사외이사 비율 관련 변수와 금융안정성 및 수익성 변수 사이의 피어슨(Pearson) 상관계수를 보여준다. 본 연구 주요 설명변수인 사외이사 비율 중 교수 출신 사외이사의 비율만이 Z-score와 ROE에 대해 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계에 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 보험회사의 이사회에서 교수 출신의 비율이 증가할수록 보험사의 금융안정성과 수익성이 증가함을 의미한다. 그러나 이는 여타 변수들이 주는 효과를 통제하지 않은 두 변수 간의 단순 상관만을 고려한 분석 결과이므로 더 정확한 결과의 도출을 위해 다음 절에서 통제변수를 포함한 다변량 회귀분석을 수행한다. 또한 논문의 지면관계상 검증결과를 본문에 제시하지는 않지만 사외이사의 직업적 배경이 금융안정성 및 경영성과에 미치는 영향에 대한 실증분석의 수행전에 설명변수들 간의 높은 상관관계로 발생할 수 있는 다중공선성(multicollinearity)이 존재하는지 여부를 확인하기 위해 분산팽창계수값(variance inflation factor, VIF)을 살펴본 결과 설명변수 간 VIF 값이 모두 3이하로 임계값인 10보다 크게 작은 것으로 나타나 본 연구에 사용된 설명변수들은 다중공선성으로 인한 문제가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 상관계수

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) 사외이사 비율	1.000						
(2) 교수 비율	-0.101* (0.062)	1.000					
(3) 기업인 비율	0.177*** (0.001)	-0.316*** (0.001)	1.000				
(4) 법조인 비율	-0.065 (0.231)	-0.126** (0.020)	-0.331*** (0.001)	1.000			
(5) 전직관료 비율	0.036 (0.501)	-0.294*** (0.001)	-0.275*** (0.001)	-0.283*** (0.001)	1.000		
(6) Z-score	-0.019 (0.728)	0.189*** (0.001)	0.051 (0.350)	0.022 (0.692)	-0.018 (0.741)	1.000	
(7) ROE	-0.022 (0.684)	0.277*** (0.001)	-0.047 (0.383)	-0.063 (0.249)	-0.047 (0.383)	0.512*** (0.001)	1.000

주: 괄호 안은 P-value임. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

## 2. 사외이사 비율과 보험회사 금융안정성 및 수익성

〈표 4〉는 전체 보험회사 표본에 대한 사외이사의 비율과 금융안정성 및 수익성 간의 이원고정효과모형의 실증분석 결과를 보여준다. 회귀분석 시에는 기업과 연도에 대한 고정효과를 적용하였다. 먼저 금융안정성을 종속변수로 하는 경우 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율에 대한 계수는 0.344이며, 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났다. 반면 사외이사에서 교수, 전직관료가 차지하는 비율은 보험회사의 금융안정성에 각각 양(+)과 음(-)의 방향으로 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 교수 출신 사외이사의 비율이 높아질수록 차년도(t+1기)의 보험회사의 금융안정성이 높아지지만 전직관료 비율이 높은 보험회사의 금융안정성은 차년도에 낮아지는 경향이 있다는 사실을 의미한다. 한편, 사외이사 중 기업인 비율과 법조인 비율은 보험회사의 금융안정성에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 모습을 보였다. 수익성을 종속변수로 하였을 경우를 살펴보면 비슷한 결과가 나타나는데 사외이사 비율, 사외이사에서 기업인 및 법조인이 차지하는 비율들은 보험회사 수익성과 유의한 모습을 보이지 않았



다. 다만, 사외이사에서 교수가 차지하는 비율은 보험회사 수익성과 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를, 전직관료가 차지하는 비율은 수익성과 유의한 음(-)의 관계를 보여주었다. 이러한 결과들은 금융회사의 사외이사를 대상으로 분석한 선행연구와 유사한 결과이다. 예를 들면, 이창민·석우남(2017)은 한국과 미국의 상장회사를 대상으로 사외이사 비율과 기업가치의 관계를 분석하였고 미국의 경우 이사회 독립성이 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치지만 한국의 경우 사외이사 비율과 기업가치는 유의미한 관계가 없다는 사실을 보고하였다. 또한 이창민·정준영(2017)은 정부 관료, 금융공기업 출신 사외이사가 금융회사의 ROA, ROE, Tobin'Q로 측정된 경영성과에 유의미한 영향을 주지 못하거나 부정적인 영향을 주었으며, 교수 출신 사외이사의 경우에만 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 밝혔다. 동 연구는 이러한 결과가 교수 출신 사외이사는 대주주와의 이해관계 상충문제를 완화하여 기업성과와 가치에 긍정적인 영향을 가져오지만 관료출신 사외이사는 소위 낙하산 인사의 가능성이 높아 기업에 대한 독립적인 감시 및 자문 역할을 제공하지 못하기 때문이라고 주장하였다. 조상준·정준영(2019)은 사외이사에 전문성 있는 교수 출신이 포함될 경우 금융회사의 성과가 유의미하게 개선된다는 사실을 보고하였다.

다음으로 기업특성변수인 통제변수들과 보험회사 금융안정성과 수익성 간의 통계적인 상관관계를 살펴보면, 회사규모에 대한 회귀분석 계수는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타나며, 보험회사의 규모가 커질수록 위험수준이 하락하여 금융안정성이 증가하고 규모와 범위의 경제로 인해 수익성이 높게 나타난다는 것을 보여준다(Saunders et al., 1990); Liebenberg and Sommer, 2008). 부채비율에 대한 회귀계수는 금융안정성과 수익성에 대해 음(-)의 방향으로 유의한 상관관계를 나타내는데 이는 보험회사가 높은 수준의 부채비율을 가질수록 지급불능위험(insolvency risk)이 증가하고 경영성과가 감소함을 시사한다(Carson and Hoyt, 1995). 사업집중도에 대한 회귀분석 계수는 종속변수가 금융안정성 일 때 음(-)의 방향으로 수익성일 때 유의한 양(+)의 방향으로 유의하게 나타내는데 이는 보험상품의 판매 집중도가 높은 회사일수록 위험 수준이 증가하여 금융안정성은 낮아지지만 사업집중도가 높은 보험사일수록 더 나은 수익성을 나타내는 경향이 있다는 것을 보여준다(Ho et al., 2013). 다음으로 금융안정성이 종속변수인 경우 ROA의 계수는 유의한 양(+)의 값을 가지며, 수익성이 종속변수인 경우에는 이익

변동성 계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 수익성이 높은 보험사일수록 지급불능위험과 이익의 변동성이 낮게 나타난다는 사실을 보여준다(Elango et al., 2008). 손해율의 증가는 기업의 위험수준을 증가시켜 금융안정성과 수익성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(Ambrose and Seward, 1988). 마지막으로 보험회사의 상장 여부는 금융안정성과는 유의한 양(+)의 상관관계를 갖지만, 수익성과는 유의한 관계가 나타나지 않게 나타났는데 이는 상장보험사들은 주식의 발생으로 자본조달을 용이하게 할 수 있는 장점을 가지고 있어 재무적 안정성이 높게 나타난다는 사실을 보여준다(Laux and Muermann, 2006).

〈표 4〉 전체 보험회사의 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성

설명변수	금융안정성(Z-score)						수익성(ROE)					
	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율		
Intercept	-2.069*** (5.470)	-2.161*** (0.542)	-2.049*** (0.510)	-2.064*** (0.564)	-2.374*** (0.537)	4.272 (14.299)	4.318 (14.031)	4.728 (14.325)	-0.086 (0.143)	2.446 (14.163)		
사외이사 비율	0.344 (1.302)	0.943** (0.422)	0.515 (0.429)	0.591 (0.596)	-1.837*** (0.520)	-0.537 (0.583)	0.671*** (0.213)	-2.216 (2.129)	0.452 (0.316)	-3.700* (2.066)		
회사규모	1.595*** (0.352)	1.604*** (0.321)	1.614*** (0.328)	1.596*** (0.367)	1.744*** (0.342)	1.544** (0.685)	1.289* (0.672)	1.435** (0.679)	1.626** (0.688)	1.541** (0.678)		
부채비율	-2.266** (1.013)	-2.183 (1.893)	-2.261** (0.991)	-2.255** (1.017)	-1.567 (0.999)	-2.621*** (0.556)	-2.671*** (0.546)	-2.724*** (0.555)	-2.745*** (0.554)	-2.682*** (0.551)		
사업집중도	-4.083** (1.772)	-3.927** (1.943)	-4.103** (1.800)	-4.228** (1.819)	-3.252* (1.734)	0.986*** (0.367)	0.868** (0.363)	0.938** (0.373)	1.076*** (0.367)	1.061*** (0.365)		
ROA	0.987*** (0.175)	1.007*** (0.176)	0.991*** (0.171)	0.970*** (0.169)	0.898*** (0.164)							
이의변동성						-0.736*** (0.112)	-0.713*** (0.110)	-0.755*** (0.113)	-0.759*** (0.112)	-0.744*** (0.111)		
손해율	-0.426* (0.225)	-0.159* (0.082)	-0.423* (0.229)	-0.403* (0.228)	-0.479* (0.244)	-0.798** (0.406)	-0.671* (0.402)	-0.700* (0.418)	-0.757* (0.406)	-0.865** (0.405)		
상장회사	1.224*** (0.438)	1.200*** (0.428)	0.965** (0.488)	1.225*** (0.431)	1.059** (0.429)	0.306 (1.342)	0.196 (1.334)	0.065 (1.363)	0.233 (1.341)	0.398 (1.338)		
Firm fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Year fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Obs(관측치)	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306		
R-squared	0.626	0.629	0.627	0.627	0.641	0.216	0.237	0.216	0.219	0.222		

주: 관호 안은 표준오차임. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

다음으로 <표 4-1>과 <표 4-2>에서는 전체 보험사를 생명보험회사와 손해보험회사로 구분하여 분석한 결과를 보여준다. 먼저 <표 4-1>은 생명보험회사에서 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성의 관계는 전체 보험회사와 비슷한 추이를 나타내고 있다. 금융안정성을 종속변수로 하는 경우 사외이사 중 교수 비율은 유의한 양(+)의 계수, 전직관료 비율이 유의한 음(-)의 계수를 갖는 것으로 나타났다. 또한 수익성을 종속변수로 하는 회귀분석 결과에서도 생명보험회사에서 교수 출신 사외이사 비율은 수익성과 양(+)의 관계를, 전직관료 출신 사외이사 비율은 음(-)의 관계를 갖는 모습을 보였다.

<표 4-2>는 손해보험회사에 대한 회귀분석 결과를 나타낸다. 앞에서의 결과와는 다르게 손해보험회사의 경우 사외이사 비율과 금융안정성의 관계는 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났는데 이는 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율과 사외이사의 직업적 배경은 손해보험회사의 금융안정성에 유의미한 영향을 미치지 않는다는 것을 시사한다. 반면에 교수 및 전직관료 출신 사외이사 비율과 수익성과의 관계는 각각 유의한 양(+)과 음(-)의 상관계수를 갖는 것으로 나타났다. 한편 손해보험회사에서 사외이사 비율이 수익성에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지는 않지만 -1.521의 음(-)의 계수가 나타나 한상용·문해정(2020)과 유사한 결과가 나타남을 확인할 수 있다.

위와 같은 결과들은 교수 및 전직관료 출신 사외이사 비율과 보험회사 금융안정성 간의 유의한 관계가 생명보험회사에서 더욱 두드러지게 나타나고 있다는 모습을 보여준다. 이러한 이유는 생명보험회사에서는 보험부채의 특성상 장기간에 걸쳐 보험금의 적립과 보험금의 지급이 발생하기 때문에 장기적인 시각에서 금융안정성을 예측, 유지하는 것이 중요하기 때문으로 보인다. 장기적인 관점에서 보험사의 안정성 관리를 위해서는 이에 관한 전문적인 지식과 경험이 필요하므로 교수 및 전직관료 출신의 사외이사들은 생명보험회사의 장기적인 금융안정성과 관련된 의사결정에 상당한 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 반면 손해보험회사는 홍수, 태풍, 화재와 같이 갑작스러운 자연재해의 발생 혹은 자동차보험, 실손보험과 같은 주요 상품의 1년, 5년 등 짧은 갱신 주기로 인해 손해를 변동성이 커질 수 있어 사외이사의 직업적 배경이 금융안정성 예측에 영향을 주기 어렵기 때문으로 보인다. 또한 전문적인 지식과 경험을 갖추고 있는 사외이사가 임명되더라도 짧은 주기로 변동하는 금융안정성을 예측하거나 영향을 미치기가 쉽지 않은 점으로 인해 이러한 결과가 나타난 것으로 사료된다.

〈표 4-1〉 생명보험회사의 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성

설명변수	종속변수	금융안정성(Z-score)						수익성(ROE)					
		전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율		
Intercept		-1.554** (0.765)	-1.548* (0.815)	-1.708* (0.925)	-1.617** (0.767)	-1.859** (0.837)	1.453 (1.338)	1.690 (1.402)	1.455 (1.414)	-1.642 (1.473)	1.929 (1.497)		
사외이사 비율		-1.069 (1.297)	<b>1.378**</b> (0.596)	0.413 (0.547)	-0.096 (0.559)	<b>-2.216***</b> (0.600)	-0.243 (0.471)	<b>0.364*</b> (0.202)	-1.390 (1.310)	0.290 (0.232)	<b>-3.318**</b> (1.494)		
회사규모		1.427*** (0.436)	1.375*** (0.459)	1.476*** (0.528)	1.430*** (0.429)	1.558*** (0.477)	0.870 (0.592)	0.859 (0.601)	0.819 (0.598)	0.891 (0.628)	0.993 (0.625)		
부채비율		-4.297*** (1.275)	-4.649*** (1.278)	-4.359*** (1.382)	-4.384*** (1.361)	-3.371** (1.425)	-0.312 (5.315)	-0.491 (5.123)	-0.452 (5.207)	-0.836 (5.279)	-0.256 (5.150)		
사업집중도		-5.439** (2.246)	-4.507* (2.306)	-5.159** (2.530)	-5.147** (2.204)	-4.649** (2.087)	2.294** (0.547)	2.329*** (0.589)	2.285*** (0.582)	2.340*** (0.592)	2.438*** (0.599)		
ROA		0.114*** (0.018)	0.120*** (0.020)	0.116*** (0.021)	0.115*** (0.019)	0.116*** (0.021)							
이익변동성													
손해율		-0.194** (0.092)	-0.160* (0.092)	-0.177* (0.097)	-0.181** (0.089)	-0.129 (0.083)	-0.009 (2.462)	-0.750 (2.534)	-0.487 (2.557)	-0.395 (2.572)	-0.040 (2.466)		
상장회사		1.418*** (0.513)	1.556*** (0.523)	1.295** (0.551)	1.398*** (0.530)	1.243** (0.542)	-1.393*** (0.159)	-1.379*** (0.172)	-1.319*** (0.179)	-1.351*** (0.157)	-1.468*** (0.160)		
Firm fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Year fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Obs(관측치)	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193		
R-squared	0.677	0.686	0.678	0.676	0.696	0.696	0.264	0.268	0.262	0.263	0.286		

주: 괄호 안은 표준오차임. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

〈표 4-2〉 손해보험회사의 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성

설명변수	금융안정성(Z-score)							수익성(ROE)				
	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율		
Intercept	-1.670*** (0.555)	-1.713** (0.854)	-1.549* (0.878)	-1.499* (0.885)	-1.580** (0.631)	0.984 (0.630)	1.210* (0.624)	1.125* (1.643)	-1.062* (0.630)	1.081* (0.639)		
사외이사 비율	-1.033 (1.998)	0.382 (0.976)	0.209 (0.247)	-0.126 (0.131)	-0.076 (0.752)	-1.521 (1.602)	<b>1.031***</b> <b>(0.316)</b>	-1.293 (0.803)	0.114 (0.082)	<b>-5.142**</b> <b>(2.357)</b>		
회사규모	1.374*** (0.274)	1.269*** (0.335)	1.238*** (0.336)	1.139*** (0.364)	1.300 (0.324)	0.551 (2.249)	1.384 (2.072)	0.550 (2.184)	0.060 (2.091)	0.297 (2.153)		
부채비율	-6.892** (3.381)	-7.248** (3.651)	-6.245* (3.536)	-7.455** (3.531)	-7.267** (3.584)	-0.366* (0.199)	-0.498** (0.212)	-0.461** (0.221)	-0.386* (0.210)	-0.485** (0.219)		
사업집중도	-0.533 (1.401)	-0.031 (1.480)	-0.186 (1.489)	-0.441 (1.538)	-0.292 (1.193)	1.120 (0.803)	1.447 (0.881)	1.474* (0.885)	1.308 (0.826)	1.431 (0.875)		
ROA	0.175 (0.161)	0.188 (0.321)	0.170 (0.319)	0.228 (0.318)	0.182 (0.168)							
이직변동성						-0.872** (0.349)	-0.952*** (0.340)	-0.917** (0.355)	-0.955** (0.369)	-0.918** (0.351)		
손해율	-0.168 (0.435)	-0.394 (0.712)	-0.158 (0.746)	-0.467 (0.713)	-0.190 (0.492)	-0.694** (0.299)	-0.556** (0.279)	-0.612** (0.297)	-0.768** (0.339)	-0.581* (0.296)		
상장회사	0.956* (0.486)	1.081 (0.656)	1.163* (0.633)	1.232* (0.638)	1.008** (0.464)	0.729** (0.282)	0.591** (0.293)	0.805** (0.311)	0.729** (0.304)	0.766** (0.306)		
Firm fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Year fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Obs(관측치)	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113		
R-squared	0.512	0.509	0.512	0.513	0.512	0.535	0.553	0.536	0.545	0.538		

주: 괄호 안은 표준오차임. \*\*\*, \*\*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

### 3. 보험회사 규모에 따른 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성

〈표 5〉에서는 보험회사의 유형을 대형사, 중소형사로 분류하여 분석한 결과를 보여준다. 공정거래위원회의 불공정거래행위 심사지침에 따르면 기업의 시장점유율이 10% 이상인 경우에는 시장에서 경쟁을 제한하는 효과가 나타날 수 있다고 보고 있다. 이에 따라 본 연구에서는 개별 회사의 시장점유율이 10% 이상인 생명보험 3개사(삼성생명, 한화생명, 교보생명), 손해보험 4개사(삼성화재, 현대해상, DB손보, KB손보)를 대형사로 나머지 회사들을 중소형사로 분류하였다. 분석 기간 중 대형사에 대한 총 기업-연도 관측치는 63개이며, 중소형사에 대한 관측치는 243개를 이용하여 분석을 진행하였다. 회귀분석 모형별로 결과를 살펴보면 종속변수가 금융안정성 혹은 수익성인 경우 모두 비슷한 결과가 나타났다. 즉, 대형사인 경우 사외이사 중 교수 비율이 보험회사 금융안정성 및 수익성과 양(+)의 관계가 나타나는 것으로 확인되며, 전직관료 비율과는 음(-)의 관계를 보이고 있다. 반면 중소형사에서는 직업별 사외이사 중 교수 비율에 대한 계수만이 금융안정성 및 수익성에 대해서 유의한 양(+)의 값을 가지며, 전직 관료를 비롯한 다른 직업군 비율에 대한 계수는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

이렇듯 대형사와 중소형사 사이에서 전직관료 출신 사외이사 비율이 금융안정성 및 수익성과 갖는 관계가 차별적으로 나타나는 이유에는 다양한 원인이 있을 수 있으나, 상대적으로 대형사에서 전직관료 출신 사외이사가 독립적인 외부 감시자로서의 역할을 다하지 못하는 것으로 추측해볼 수 있다. 즉, 대형사에서는 전관예우 등 소위 낙하산 인사로 전직관료가 사외이사로 임명되는 경우가 많아 독립적이고 전문적으로 기업 감시 역할을 다하지 못하는 경우가 더 많으나 중소형사에서는 상대적으로 이러한 전관예우 인사가 적기 때문에 전직 관료 출신 사외이사가 기업의 금융안정성과 수익성에 부정적인 영향을 미치지 않는 것으로 추측해볼 수 있다. 실제로 대형사와 중소형사의 사외이사 중 전직관료 비율의 평균값은 각각 36%와 26%로 나타나 대형보험사에서 중소형사에 비해 더 많은 전직 금융관료를 사외이사로 선임하는 것으로 나타났다. 한편, 교수 출신 사외이사 비율은 대형사와 중소형사 모두에서 금융안정성 및 경영성과에 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타나며 보험산업이 요구하는 학문적인 전문성을 가진 사외이사들이 보험회사의 금융안정



성과 수익성에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 알 수 있다. 대형사와 소형사의 교수 출신 사외이사 비율의 평균값은 각각 32%와 29%로 비슷한 모습을 보였다.

〈표 5-1〉과 〈표 5-2〉에서는 생명보험회사와 손해보험회사 각각에 대해 대형사 및 중소형사로 유형을 구분하고 회귀분석을 수행한 결과를 나타낸다. 생명보험회사의 경우 전체 보험회사와 유사하게 대형사, 중소형사 모든 경우 교수 출신 비율의 계수가 금융안정성 및 수익성에 대해 유의한 양(+)의 관계가 나타났고, 전직관료 비율은 대형사에 대해서만 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 한편 손해보험회사의 경우에는 종속변수가 금융안정성인 경우에는 〈표 4-2〉와 유사하게 대형사와 중소형사 모두에서 사외이사 비율 관련 변수들은 통계적으로 유의한 모습을 보이지 않았으며, 수익성이 종속변수인 경우에만 교수 및 전직관료 비율 계수에서 유의한 계수가 나타났다. 전술한대로 손해보험회사는 생명보험회사와 달리 갑작스러운 자연재해의 발생, 짧은 상품 갱신주기 등으로 인해 사외이사의 직업적 배경이 금융안정성을 예측하거나 영향을 주기 어렵기 때문에 판단된다. 손해보험회사 대형사의 경우 교수 비율은 수익성과 양(+)의 관계를, 전직관료 비율은 음(-)의 관계를 가지며, 중소형사의 경우 전직관료 비율만이 수익성과 유의하게 음(-) 관계를 갖는 모습을 보였다. 이러한 결과는 손해보험회사의 경우 대형사에서 대해서만 교수 출신 사외이사가 학문적 전문성을 바탕으로 경영성과의 제고에 기여할 수 있다는 것을 의미한다. 손해보험회사 중 대형사와 소형사의 사외이사 중 교수 출신 비율의 평균값은 각각 41%와 29%로 대형 손해보험회사가 중소형 손해보험회사에 비해 더 많은 교수출신을 사외이사로 선임하는 것으로 나타났는데, 이러한 차이가 위와 같은 결과를 초래한 것으로 판단된다.

〈표 5〉 전체 보험회사 규모별 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성

설명변수	총속변수	금융안정성(Z-score)						수익성(ROE)					
		전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율		
사외이사 비율		3.389 (3.208)	2.490** (0.982)	1.441 (1.613)	2.774 (2.642)	-2.298** (1.147)	-0.219 (3.646)	0.987*** (0.297)	-0.021 (0.399)	1.221 (1.787)	-2.103*** (0.683)		
통계변수		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Firm fixed Effect		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Year fixed Effect		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Obs(관측치)		63	63	63	63	63	63	63	63	63	63		
R-squared		0.738	0.694	0.684	0.687	0.675	0.792	0.873	0.874	0.879	0.802		
증소형사													
사외이사 비율		0.192 (1.179)	0.900* (0.521)	0.231 (0.732)	0.205 (0.529)	-0.935 (0.590)	-0.010 (0.713)	0.649** (0.255)	-0.684 (3.028)	-0.771 (3.632)	-1.332 (2.800)		
통계변수		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Firm fixed Effect		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Year fixed Effect		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Obs(관측치)		243	243	243	243	243	243	243	243	243	243		
R-squared		0.735	0.740	0.735	0.732	0.738	0.556	0.557	0.555	0.556	0.553		

주: 괄호 안은 표준오차임. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

(표 5-1) 생명보험회사 규모별 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성

실명변수	총속변수	금융안정성(Z-score)						수익성(ROE)					
		전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율		
<b>대행사</b>													
사외이사 비율	-1.468 (4.174)	Yes	2.208*** (0.717)	0.635 (1.057)	-0.149 (2.231)	-1.508** (0.600)	-0.641 (2.279)	0.400* (0.224)	-0.389 (0.227)	0.317 (0.678)	-0.024*** (1.397)		
통계변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes			
Firm fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes			
Year fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes			
Obs(관측치)	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27			
R-squared	0.860	0.862	0.848	0.846	0.876	0.817	0.894	0.893	0.827	0.866			
<b>중소형사</b>													
사외이사 비율	0.945 (0.633)	Yes	1.371** (0.533)	0.378 (0.495)	-0.378 (0.689)	-0.161 (0.682)	-0.861 (0.668)	0.513* (0.271)	-0.365 (1.700)	-0.556 (0.346)	-0.269 (0.248)		
통계변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes			
Firm fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes			
Year fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes			
Obs(관측치)	166	166	166	166	166	166	166	166	166	166			
R-squared	0.730	0.721	0.712	0.713	0.723	0.835	0.837	0.833	0.836	0.843			

주: 괄호 안은 표준오차임. \*\*\*, \*\* , \*는 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

〈표 5-2〉 손해보험회사 규모별 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성

설명변수	종속변수	금융안정성(Z-score)					수익성(ROE)				
		전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	진직관로 비율	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	진직관로 비율
<b>대행사</b>											
사외이사 비율	0.416 (0.727)	0.847 (3.257)	1.224 (0.823)	0.980 (0.981)	-0.343 (2.721)	-0.450 (0.384)	0.136** (0.061)	-0.309 (0.232)	0.080 (0.175)	-0.440*** (0.124)	
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Firm fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Year fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Obs(관측치)	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	
R-squared	0.655	0.652	0.662	0.664	0.652	0.784	0.781	0.773	0.764	0.787	
<b>중소형사</b>											
사외이사 비율	0.437 (1.253)	0.586 (0.493)	0.224 (0.163)	0.319 (0.594)	-0.868 (0.535)	-0.209 (0.152)	0.108 (0.313)	0.758 (1.346)	0.161 (0.404)	-1.673*** (0.540)	
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Firm fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Year fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Obs(관측치)	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	
R-squared	0.805	0.808	0.810	0.806	0.811	0.823	0.854	0.844	0.855	0.839	

주: 괄호 안은 표준오차임. \*\*\*, \*\* , \*는 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

#### 4. 강건성 검정: 2SLS

이사회 내 사외이사의 비율과 보험회사의 금융안정성 및 경영성과 간의 관계에서는 사외이사의 비율이 보험회사의 위험이나 수익성에 의해 영향을 받을 수 있는 역인과관계(reverse causality) 또는 누락변수에 의한 편향(omitted variable bias)과 같은 내생성(endogeneity)의 문제가 존재할 가능성이 있다. 따라서 이러한 내생성 문제의 완화를 위해 본 연구는 이원고정효과모형을 사용한 결과의 강건성 검정을 위해 도구변수(instrumental variable)를 사용하여 2단계 최소자승법(two stage least squares: 2SLS)으로 회귀분석을 수행하였다. Liu et al.(2015)는 동종 업종에서 당해연도에 해당 기업을 제외한 기업들의 사외이사 비율의 평균값을 도구변수로 사용하였다. 이를 참고하여 본 연구에서는 매년도에 당해 기업을 제외한 이사회 내 사외이사 비율, 사외이사 중 교수 출신 비율, 기업인 출신 비율, 법조인 출신 비율, 전직관료 출신 비율의 평균을 도구변수로 사용하여 강건성 분석을 수행하였다. <표 6>은 보험회사의 금융안정성 및 경영성과를 종속변수로 하고 도구변수를 이용하여 내생성을 통제한 분석 결과를 보여준다. 2SLS를 통한 결과들은 내생성을 통제한 이후에도 교수 출신 사외이사 비율과 전직관료 출신 사외이사 비율의 추정계수들이 대부분의 금융안전성과 수익성 및 수익성 변수들에 대해 각각 통계적으로 유의한 양(+)과 음(-)의 영향을 미치고 있음을 확인해 주고 있다. 이러한 결과는 앞서 살펴본 보험회사의 교수(전직관료) 출신 사외이사 비율이 높을수록 금융안정성이 높아(낮아)지고 경영성과가 높아(낮아)지는 주요 결과들이 내생성을 통제한 이후에도 대부분 강건하게 유지되고 있음을 시사한다.

〈표 6〉 전체 보험회사의 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성(2SLS)

설명변수	종속변수	금융안정성(Z-score)						수익성(ROE)					
		전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율	전체	교수 비율	기업인 비율	법조인 비율	전직관료 비율		
Intercept		-2.351 (10.708)	-5.180 (3.219)	-4.521 (3.266)	-4.4114 (3.274)	-1.597 (3.147)	-0.392 (3.774)	0.410 (4.643)	0.976 (1.643)	1.344 (2.943)	3.188 (14.271)		
사외이사 비율		0.229 (0.563)	1.952*** (0.499)	-0.318 (0.457)	-0.231 (0.763)	-0.935* (0.490)	0.861 (1.983)	1.347*** (0.301)	-1.943 (1.442)	-0.437 (0.318)	-0.122** (2.073)		
회사규모		0.298 (1.417)	0.463*** (0.160)	0.507*** (0.163)	0.500*** (0.164)	0.302* (0.155)	-2.905 (4.994)	0.004 (0.229)	0.250*** (0.067)	0.053 (0.160)	1.553** (0.684)		
부채비율		-2.227 (2.737)	-0.233 (1.377)	-0.883 (1.392)	-0.936 (1.393)	-3.238** (1.342)	-0.847 (0.965)	-4.165** (1.870)	-3.454*** (0.603)	-2.589*** (0.741)	-2.741*** (0.552)		
사업집중도		-2.863 (5.093)	-1.962** (0.901)	-2.344** (0.908)	-2.379*** (0.909)	-0.650 (0.879)	-1.739 (1.795)	1.131 (1.238)	1.641** (0.749)	2.178*** (0.465)	1.087*** (0.365)		
ROA		1.129** (0.477)	0.937*** (0.105)	0.964*** (0.107)	0.972*** (0.108)	0.941*** (0.105)	-0.621*** (0.126)	-0.060 (0.394)	-0.446*** (0.117)	-0.420*** (0.127)	-0.764*** (0.120)		
이미변동성		-0.120 (0.136)	-0.011 (0.095)	-0.036 (0.096)	-0.031 (0.098)	-0.159* (0.911)	-0.132 (0.481)	-0.021 (0.134)	-0.016 (0.082)	-0.139** (0.060)	-0.910** (0.406)		
손해율		0.229 (0.445)	0.318 (0.315)	0.328 (0.319)	0.355 (0.322)	0.248 (0.307)	0.339** (0.157)	0.192 (0.536)	0.075 (0.219)	0.482 (0.435)	0.302 (1.339)		
Firm fixed Effect		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Year fixed Effect		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
Obs(관측치)		306	306	306	306	306	306	306	306	306	306		
R-squared		0.243	0.349	0.322	0.320	0.411	0.372	0.439	0.663	0.630	0.228		

주: 관호 안은 표준오차임. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

## V. 결론

금융산업은 공공성이 높은 산업으로 국민 생활과 밀접하게 연관되어 있어 사외이사의 전문성과 독립성이 타 업종보다 더 중요하다고 할 수 있다. 특히 보험산업은 다양한 위험을 보장하는 상품, 서비스 등으로 인해 산업에 대한 이해가 쉽지 않고, 기업, 주주, 계약자 등의 이해관계가 복잡하여 보험회사의 사외이사는 보험산업에 대한 전문적인 이해를 바탕으로 경영진과는 독립적인 관계에서 감시와 자문이 요구된다. 전문성과 독립성이 갖추어진 사외이사가 선임되지 못할 경우 불필요한 대리인 비용이 발생하거나, 장기적인 기업 성과의 제약으로까지 이어질 수 있다. 보험산업에서 이사회 중 사외이사의 역할이 보다 강조되는 것은 바로 이러한 이유에서이다. 하지만 지금까지 국내 보험산업에서 실제로 사외이사가 회사 성과에 어떠한 영향을 미치는지를 확인한 연구는 부족하였고, 이에 본 연구에서는 사외이사의 특성별로 기업에 어떻게 기여하고 있는지를 분석하고자 하였다.

본 연구는 국내 보험산업에서 사외이사의 직업적 배경과 보험회사의 금융안정성과 수익성 간의 관계에 대한 실증분석을 수행하였다. 실증분석 결과, 교수 사외이사의 비율은 보험회사의 금융안정성 및 수익성과 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈으며 전직관료 비율과는 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 교수 출신 사외이사들이 보험회사와 관련된 전문 지식을 바탕으로 경영진을 효과적으로 감시하고 자문하는 역할을 수행하기 때문으로 판단되는 반면, 전직 관료들은 독립적인 감시와 자문 역할을 충분히 수행하지 못하기 때문이라고 해석할 수 있다. 이와 더불어 본 연구에서는 보험회사의 업종 및 규모에 따라 사외이사의 직업적 배경이 보험회사 금융안정성 및 수익성에 미치는 영향이 다르게 나타난다는 사실을 발견하였다. 구체적으로 생명보험회사에서는 교수 및 전직관료 출신 사외이사 비율이 금융안정성 및 수익성과 유의한 상관관계를 보여주었지만, 손해보험회사에서는 수익성에 대해서만 유의한 관계가 나타났다. 또한 중소형 보험회사에서는 전직관료 사외이사 비율과 금융안정성 및 수익성 사이에서 나타났던 음의 유의성이 사라졌으며, 손해보험회사의 경우 대형사에 대해서만 교수 출신 사외이사 비율이 수익성과 유의한 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

종합적으로 본 연구의 결과는 보험산업이 요구하는 학문적 전문성과 독립성을 가진 사



외이사들이 보험회사의 경영성과와 금융안정성 제고에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 사실을 시사한다. 이는 최근 금융시장의 변동성이 확대되고 작년부터 새로운 회계제도(IFRS17)가 도입되는 등 보험회사 사외이사의 전문성이 더욱 강조되고 있는 시점에서 시의적절한 연구 결과라고 할 수 있다. 본 연구의 결과들은 보험회사가 이사회에서 보험회사의 경영에 대해 전문적 식견과 경험을 보유하고 기업에 대한 독립적인 감시 및 자문역할을 제공할 수 있는 사외이사의 비중을 높여 이사회 업무 수행의 전문성과 효율성을 제고하는 것이 필요하다는 사실을 시사해 준다.

## 참고문헌

- 강윤식·국찬표(2012), 사외이사의 독립성과 기업가치, 재무연구, 제25권 제3호, 451-498.
- 김학건(2019), 저축은행 안정성에 사외이사 전공, 경력 및 다양성이 미치는 영향 분석, 금융안정연구, 20(2), 99-130.
- 김학건(2020), 사외이사 활동성과 저축은행 연체대출비율: 대표이사, 사외이사 재직기간 및 수익성, 금융안정연구, 제21권 제2호, 61-88
- 이시연·구본성(2011), 금융회사의 지배구조 리스크 완화방안, KIF 정책분석보고서, 한국금융연구원
- 이창민·석우남(2017), 사외이사, 독립이사 그리고 기업가치: 한국과 미국의 비교연구, 비교경제연구, 24, 31~54
- 이창민·정준영(2017), 관료 출신 사외이사는 기업에 기여하는가?, 재무관리연구, 제34권 제4호, 159-195.
- 이현미·오상희·전인자(2021), 손해보험회사의 지배구조와 기업가치에 관한 연구, 지역산업연구, 제44권 제2호, 171-191
- 조상준·정준영(2019), 사외이사의 실질적 전문성이 금융회사에 미치는 영향: 교수출신 사외이사를 중심으로, 재무관리연구, 제36권 제1호, 29-61
- 한상용·문혜정(2020), 보험회사 경영자에 대한 보상체계 연구, 보험연구원 연구보고서
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber(1996), Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3): 377-397
- Ambrose, J. M., and J. A. Seward(1988), Best's Ratings, Financial Ratios and Prior Probabilities in Solvency Prediction, *Journal of Risk and Insurance*, 55(2), 229-244
- Balsmeier, B., A. Buchwald, J. Stiebale(2014), Outside Directors on the

- Board and Innovative Firm Performance, *Research Policy*, 43(10), 1800-1815
- Boyd, J. H., and D. E. Runkle(1993), Size and Performance of Banking Firms: Testing the Predictions of Theory, *Journal of Monetary Economics*, 31: 47-67
- Bull, I., and F. C. Sharp(1989), Advising Clients on Treadway Audit Committee Recommendations, *Journal of Accountancy*, 167(2), 46-52
- Carson, J. M., and R. E. Hoyt(1995), Life Insurer Financial Distress: Classification Models and Empirical Evidence, *Journal of Risk and Insurance*, 62(4), 764-775
- Chen, S. S., Y. S. Chen, J. K. Kang, and S. C. Peng(2020), Board structure, director expertise, and advisory role of outside directors, *Journal of Financial Economics* 138(2), 483-503
- Choi, J. J., W. W. Park, and S. S. Yoo(2007), The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2). 941-962
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen(2008), Boards: Does one size fit all?, *Journal of Finance*, 87(2): 329-356
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Laker(1999), Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 51(3): 371-406
- Elango, B., Y. Ma, and N. Pope(2008), An Investigation into the Diversification-Performance Relationship in the U.S. Property-Liability Insurance Industry, *Journal of Risk and Insurance*, 75(3), 567-591
- Fracassi, C. and G. Tate(2012), External networking and internal firm

- governance". *Journal of Finance*, 67(1) 153-194
- Francis, B., I. Hasan, and Q. Wu(2015), Professors in the Boardroom and their Impact on Corporate Governance and Firm Performance, *Financial Management* 44(3): 547-581.
- Han, Sangyong and Hyejeong Mun(2023), An investigation into outside directors, managerial compensation, and firm performance in the Korean insurance industry, *Managerial Finance*, 49(12), 1938-1963
- Ho, C. L., G. Lai, J. P. Lee(2013), Organizational Structure, Board Composition, and Risk Taking in the US Property Casualty Insurance Industry, *Journal Risk and Insurance*, 80(1), 169-203
- Jensen. M. C(1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system, *Journal of Finance*, 48(3): 831-880
- Liebenberg, A. P., and D. W. Sommer(2008), Effects of Corporate Diversification: Evidence from the Property Liability Insurance industry", *Journal Risk and Insurance*, 75(4), 893-919.
- Laux, C., and A. Muermann(2006), Mutual versus Stock Insurers: Fair Premium, Capital, and Solvency, CFS Working Paper Series.
- Liu, Y., M. K. Miletkov, Z. Wei, and T. Yang(2015), Board Independence and Firm Performance in China, *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244.
- Palmberg, J.(2015), The Performance Effect of Corporate Board of Directors, *European Journal of Law and Economics*, 40, 273-292
- Pearce, J.A., and S. A. Zahra(1991), The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance, *Strategic Management Journal*, 12(2): 135-153
- Saunders, A., E. Strock, and N. Travlos(1990), Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking, *Journal of Finance*, 45(2),

643-654.

- Vafeas, N.(2003), Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(7-8): 1043-1064
- Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. Dadalt(2003), Earnings management and corporate governance: The role of board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance*. 9(3): 295-316
- Yermack, D.(1996), Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics*, 40(2): 185-211

## Abstract

The financial industry, including the insurance sector, is highly public-oriented; therefore, the expertise of outside directors is particularly critical in this industry. This study empirically analyzes the relationship between the professional background of outside directors and the financial stability and profitability of insurance companies. Our results indicate a significant positive relationship between the proportion of outside directors who are professors and both the financial stability and profitability of insurance firms. In contrast, we find that a higher proportion of former bureaucrats is significantly and negatively associated with insurers' financial stability and performance. Furthermore, we provide evidence that these effects vary by industry sector and company size. Taken together, our findings suggest that appointing outside directors with academic expertise and independence can enhance firm performance and financial stability in the insurance industry.

※ **Key words:** Insurance Company, Outside Director, Financial Stability, Profitability