

이사책임감면규정 도입이 기업에 미치는 영향 - 투자와 기업가치를 중심으로 -*

배창현(주저자)
연세대학교 경영대학
(bae6015@yonsei.ac.kr)
손성규(교신저자)
연세대학교 경영대학
(sksohn@yonsei.ac.kr)

.....

상법(제400조 제1항)에서는 전체 주주의 동의로 이사의 회사에 대한 책임을 면제해줄 수 있도록 정하고 있으나 대규모 주식회사의 경우 전체 주주의 동기가 사실상 불가능하므로 이사의 책임 제한에 대한 필요성이 제기되어 왔다. 2011년 4월 상법 개정을 통해 기존의 전체 주주 동의에 의한 책임 면제 이외에도 정관에서 정하는 바에 따라 이사의 책임 일부를 감경하는 것을 허용(제400조 제2항)하고 있는데 이를 이사책임감면규정이라 한다. 이사책임감면규정(LLP, Liability Limitation Provisions)의 입법 취지는 이사들의 경영의사결정 실패에 대한 위험을 낮추고 경영의 효율성을 높이는 데 있다. 본 연구는 LLP의 도입이 경영자의 위험회피적인 태도를 완화시켜 적극적인 경영 참여를 유도하는지 살펴보고 있다. 아울러, LLP는 상반된 효과를 갖고 있는데 도입 기업의 경우 기업가치에는 어떠한 효과를 미치는지 분석하고자 한다. 추가적으로 LLP가 경영자의 잘못된 행동을 촉진시켜 기업의 불투명성을 높이는지 특수관계자 거래를 대용치(proxy)로 하여 LLP와의 관련성을 살펴보고자 한다.

본 연구는 2012년부터 2014년까지의 기간 동안 유가증권 및 코스닥 시장에 상장되어 있는 기업을 대상으로 분석을 실시하였다. 분석결과는 다음과 같은데 LLP 도입 기업의 경우 미도입 기업에 비해 투자는 증가하는 것으로 나타났으나 기업가치와의 관계는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 한편, 기업의 투자성향에 따른 LLP의 차별적인 효과를 살펴보기 위한 분석(투자 및 기업가치)에서는 과소투자 기업에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타냈는데, 이는 과소투자 기업에서 LLP의 긍정적인 효과가 있음을 의미한다. 추가분석을 살펴보면, LLP는 특수관계자 거래와 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 끝으로, LLP를 도입한 기업을 대상으로 도입 이전과 도입 이후를 분석한 결과에서는 도입 이전보다 도입 이후에 투자는 증가하는 것으로 나타났으나 기업가치와는 유의성을 발견할 수 없었다.

본 연구는 크게 세 가지 측면에서 공헌점이 있다. 첫째, 정부는 2011년 개정 상법을 통해 이사의 책임을 감면하는 규정을 도입한 바 있으나 규정의 효과에 대한 어떠한 실증적 분석결과도 제시하고 있지 않다. 이와 관련하여 본 연구의 결과는 정부 정책에 대한 실효성을 살펴보는 동시에 기업 이해관계자에게 유용한 정보로서 제공되길 희망한다. 둘째, 본 연구는 LLP가 경영자의 위험회피적인 과소투자를 억제하고 투자를 증가시킬 수 있는 방안으로 활용될 수 있다는 점에서 의의가 있다. 끝으로, 본 연구를 통해 LLP가 경영자의 잘못된 행동을 촉진시켜 기업의 불투명성을 높일 수 있다는 우려가 일부 해소될 수 있기를 기대한다.

주제어: 이사책임감면규정, 이사책임, 투자, 기업가치, 위험회피

.....

최초투고일: 2017. 2. 19 수정일: (1차: 2017. 6. 28, 2차: 2017. 12. 15, 3차: 2018. 3. 25) 게재확정일: 2018. 4. 9

* 본 연구는 주저자의 연세대학교 박사학위 논문을 보완 및 발전시킨 것이다. 본 연구는 교신저자가 속해 있는 연세대학교 학술연구비 지원을 받아 수행되었으며, 교신저자는 논문 작성 과정에 있어서 지도교수의 역할을 수행하였다. 그리고 경영학연구 심사를 맡아주시는 익명의 심사자님과 학위 논문 심사과정에 여러 유익한 조언을 해주신 교수님들께 감사드린다.

1. 서론

본 연구는 이사책임감면규정(LLP, Liability Limitation Provisions)이 국내에 도입¹⁾된 이래 현재 시점에서 제도의 효과를 살펴보고, 관련 규정의 도입이 기업에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하는데 연구목적이 있다.

기업의 경영에는 여러 위험요소가 내재되어 있는데 현재의 의사결정이 훗날 실패로 끝나는 경우가 종종 있다. 상법은 이사(경영진)의 경영판단 실패에 대해 책임을 물을 수 있도록 하고 있으나 때로는 책임이 너무 가혹하여 이사들로 하여금 소신껏 자신의 경영수완을 발휘하지 못하게 하기도 한다. 최근 상법과 증권거래법 등의 개정으로 소액주주의 대표소송제기 요건²⁾이 완화되자 이사의 책임추궁이 빈번해지고 있는데, 이에 따라 이사의 책임 제한에 관한 논의가 주목받고 있다. 논의의 핵심은 어떻게 하면 기업의 경영투명성을 확보하면서 동시에 이사들로 하여금 책임추궁의 불안에서 벗어나 적극적으로 경

영에 임하게 할 수 있느냐에 달려 있다. 이에 대한 해결방법으로 미국에서 판례에 의해 확립된 경영판단 원칙을 상법상 수용함으로써 법원에 의한 사법심사단계에서 이사의 정직한 실수를 보호해주거나 또는 이사에 대한 책임 부과단계에서 중과실이나 현저한 위법행위를 제외한 경과실에 대해서는 정관이나 법률로서 이사의 책임한도를 제한하는 것이 있다(송인방, 2008). 본 연구에서 다루어지고 있는 내용은 후자에 속한다.

상법에서는 전체 주주의 동의로 이사의 회사에 대한 책임을 면제해줄 수 있도록 정하고 있다(제400조 제1항). 그러나 상장회사의 경우 전체 주주의 동의가 사실상 불가능하므로 보다 현실성 있는 규정을 마련하게 된다. 즉, 상법 개정을 통해 기존의 전체 주주 동의에 의한 책임 면제 이외에도 정관에서 정하는 바에 따라 이사의 책임 일부를 감경하는 것을 허용하고 있다(제400조 제2항³⁾). 상법 제400조 제2항⁴⁾은 2012년 주주총회에서 가장 큰 관심을 끌었던 이슈 중의 하나였으며, 여러 우려의 목소리⁵⁾도 제기된 바 있으나 현재⁶⁾까지 LLP 도입은 지속적으

- 1) 이사책임감면규정은 2011년 4월 14일 개정되었다. 실제 관련 법령은 2012년 4월부터 시행되었으나 기업들은 3월 주주총회 시점에 앞 다투어 도입을 시행하였다. 본문에서 언급하겠지만 관련 규정은 기업의 적극적인 경영을 위한 것으로 경영자의 비리 등과 관련된 불법행위에 대한 책임을 축소시켜주는 것은 아니다.
- 2) 1962년 상법 제정 시 제403조에 규정되어 있었으나 IMF 이전에는 거의 활용되지 않다가 외환위기를 거치면서 주주대표소송의 행사요건을 완화하는 등 소수주주의 권리를 강화하는 방향으로 상법, 증권거래법 등의 법률이 개정되었다. 1997년 4월 증권거래법 개정으로 대표소송에 관한 상법상의 특례규정이 도입(주식보유기간 6개월, 보유지분 1%(자본금 1천억원 이상의 경우는 0.5%)되었고, 이후 1998년 12월 상법이 개정되면서 주주의 대표소송제도(보유지분 0.01%)가 시행되고 있다. 이를 정리하면 상장기업의 경우 발행주식수의 0.01% 이상(6개월 이상 보유)의 지분이 필요하며, 비상장기업의 경우에는 발행주식 1% 이상(6개월 이하로 보유해도 됨)이 필요하다.
- 3) 구체적인 책임감경의 기준으로 회사는 정관으로 정하는 바에 따라 제399조에 따른 이사가 회사에 부담하는 손해배상의 책임을 이사가 그 행위를 한 날 이전 최근 1년간의 보수액(상여금과 주식매수선택권의 행사로 인한 이익 등을 포함)의 6배(사외이사의 경우에는 3배)를 초과하는 금액을 면제할 수 있도록 하고 있다.
- 4) 이사의 책임감경, 오해와 진실(서울경제, 2012.03.20), 기업에서 새로운 시장 개척이나 신물질·특허 개발을 위한 대규모 투자 등 중요한 의사결정을 내려야 할 경우 경제 여건이 약간만 모호해도 경영진은 적극적이고 진취적인 결단을 내리지 못하고 소극적인 경영을 하는 경향을 나타낸다. 이는 이사회 결정에 참여한 이사들이 약간의 실수만 있어도 부담해야 하는 무한 책임을 회피하려 하기 때문이라고 분석된다. (중략) 이사의 책임감경제도는 주주가치의 저하보다는 사소한 과실로 인한 무한 책임의 완화를 통해 경영자들이 보다 과감한 경영 전략을 세우고 적극적으로 일할 수 있도록 해 오히려 주주가치 극대화에 기여할 것이라고 본다. (후략)
- 5) "현대차·한진·포스코·LS...이사 책임 앞다퉀 축소"(매일경제, 2012.03.02)
- 6) 2014년 유가증권에 상장된 기업 723개 회사 중에서 LLP를 도입한 기업의 수치는 411개 회사(56.8%)였으며, 2015년에는 728개 회사 중에서 416개 회사(57.1%)에서 정관에 도입한 것으로 나타났다.

로 이루어지고 있다. 관련 선행연구의 경우, 경영자의 책임을 보호해주는 것은 결과적으로 경영자의 위험회피(risk-averse)적인 태도를 완화시켜 대리인 비용을 감소시킨다는 주장(Bhagat et al., 1987; O'Sullivan, 2002)이 있는 반면에 도덕적 헤이로 인해 기회주의적인 행동을 할 가능성이 높다는 것을 제시한 연구(Lin et al., 2011; Li and Liao, 2014)들도 있다. 즉, 선행연구에서는 일관된 결과를 제시하지 않고 있는데, 이는 임원의 책임을 제한하는 것이 동전의 양면과 같은 효과가 있기 때문으로 판단된다. 국내의 경우, LLP 도입과 관련하여 이사의 책임 감경이 경영진의 도덕적 헤이를 초래해 주주가치를 훼손할 수 있다는 비판이 제기된 바 있다. 아울러, 일부에서는 기업의 투명성도 악화될 수 있다는 우려를 제기한다. 즉, 도입에 대한 이러한 반대 주장도 상당하였기 때문에 이를 법으로 모든 기업에 강제 적용하지 않고, 각 기업의 자율의사에 맡겨 선택하도록 하였으며 기업의 상황과 필요에 따라 도입되고 있는 실정이다. 하지만 이사책임감면규정은 사소한 과실로 인한 무한 책임의 완화를 통해 경영자들이 보다 과감한 경영 전략을 세우고 적극적으로 일할 수 있도록 유도하는데 기여할 수 있을 것으로 판단된다.

본 논문에서는 LLP가 경영자의 위험회피적인 과소투자를 억제하고 투자를 증가시킬 수 있는 방안으로 활용될 수 있는지와 기업가치에는 어떠한 영향을 미치는지에 대해 살펴보고자 한다. 첫째, LLP 도입 기업의 경우 경영자의 향후 소송위험에 대한 감소와 주주와 경영자 사이의 장기적인 투자사결정에 대한 이해 상충을 완화시켜 줄 것으로 기대되며, 이는 현재 시점에서 기업의 전반적인 투자수준에 유의미

한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 둘째, 이러한 정관 변경(상법 제400조 제2항의 도입에 따른)이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 특히, 정관의 변경은 일정 범위에서는 주주의 의사(주주이해일치)가 반영⁷⁾되었다고 볼 가능성이 있어서 기업가치의 증대로 나타날 가능성이 클 것으로 판단된다. 하지만 LLP 도입을 통해 이사의 책임을 보호해주는 것이 오히려 경영진의 도덕적 헤이를 초래하여 주주가치를 훼손할 가능성도 있다. 따라서 이러한 상반된 추론을 살펴보고자 한다. 한편, 주주대표 소송의 경우 부당한 내부거래에 대한 사유가 많았는데, 관련 규정이 이를 무력화시킬 수 있다는 우려가 제기된 바 있다. 즉, LLP 도입 기업에서 이를 악용하는 것은 아닌지에 대해 분석을 실시하고자 한다. 분석결과는 다음과 같은데 LLP 도입 기업의 경우 미도입 기업에 비해 투자는 증가하는 것으로 나타났으나 기업가치와의 관계는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 한편, 기업의 투자성향에 따른 분석에서는 과소투자 기업에서 LLP 도입은 투자 및 기업가치 변수와 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타냈는데, 이는 과소투자 기업에서 LLP의 긍정적인 효과가 있음을 의미한다. 아울러, LLP를 도입한 기업을 대상으로 도입 이전과 도입 이후를 분석한 결과에서는 도입 이전보다 도입 이후에 투자는 증가하는 것으로 나타났으나 기업가치와는 유의성을 발견할 수 없었다. 끝으로 LLP 변수는 특수관계자 거래와 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점이 있다. 첫째, 정부는 2011년 개정 상법을 통해 이사의 책임을 감면하는 규정을 도입한 바 있으나 규정의 효과에 대한 어떠한 실증적 분석결과도 제시하고 있지 않다. 이와

7) 정관변경은 주주총회의 특별결의, 즉 발행주식 과반수에 해당하는 주식을 가진 주주의 출석으로 그 의결권의 3분의 2 이상의 다수로 할 수 있다.

관련하여 본 연구의 결과는 정부 정책에 대한 실효성을 살펴보는 동시에 기업 이해관계자에게 유용한 정보로서 제공되길 희망한다. 특히, 2012년 도입 당시 여러 우려에도 불구하고 지속적으로 이사책임 감면조항을 기업의 정관에 도입하는 것은 의미하는 바가 크다고 생각된다. 이는 제도 도입에 따른 기대 효과가 기대비용보다 클 것으로 예상되기 때문에 이러한 도입 추세를 보이는 것으로 판단된다. 둘째, 2011년 관련 규정이 도입된 이래 직접적으로 보고된 국내 연구가 거의 없다는 점에서 시의적절하다고 판단된다. 이사책임감면규정이 상법에 포함되는 과정에서 많은 논란이 있었다. 이사에 권한에 비례해서 그에 합당한 책임을 물어야 하는데, 권한만 갖고 책임을 지지 않으려는 제도라는 비판과 동시에 이사들이 소송이 두려워 전향적인 의사결정을 수행하지 않는다면 주주 부의 극대화를 위한 방향으로 기업의 경영활동이 수행되지 않을 것이라는 우려였다. 그러나, 이사책임감면규정은 임원(이사)들의 의사결정(선의)에 따른 책임(경과실)을 감경시켜 주고 있는데, 이들의 적극적인 의사결정을 활성화시킨다는 점에 있어 개정안의 궁극적인 목적에 부합한다. 셋째, 본 연구는 LLP가 경영자의 위험회피적인 과소투자를 억제하고 투자를 증가시킬 수 있는 방안으로 활용될 수 있다는 점에서 의의가 있다. 즉, 본 연구에서는 LLP가 경영자의 책임을 보호해줌으로써 대리인 문제를 감소시켜 줄 수 있음을 제시하고 있

는데 이는 관련 선행연구(Li and Liao, 2014)⁸⁾와 차별적인 결과이다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. I 장 서론에 이어서 II 장에서는 관련 선행연구 및 가설을 설정한다. III 장에서는 연구가설에 대한 실증분석 모형을 언급하고, IV 장에서는 실증분석 결과를 제시한다. V 장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 서술한다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 이사책임감면규정에 대한 연구

미국에서 이사의 책임에 관한 입법이 도입되기 시작한 배경에는 1985년 Smith v. Van Gorkom 판결⁹⁾이 있다. 이 판결은 이사의 책임 보험시장 및 정관의 작성관행에 큰 변화를 가져왔는데, 책임 보험료가 급상승하여 책임보험에 가입하기가 어려워졌고 이에 대응하여 정관에서 이사의 책임면제에 관한 조항을 포함하는 관행이 생겨나게 되었다(김정호, 2014; 권영준, 2012). 선행연구는 1985년 Smith v. Van Gorkom 판결로 입법화된 LLP의 도입에 대한 시장 반응 연구가 대체로 많이 수행되었다. 특히, 1986년과 1987년 미국에서는 기업 인수가 최정점을 찍고 있었는데(Netter and Poulsen, 1989), LLP

8) 관련 선행연구(임원배상책임보험)에서는 경영자 보다는 주주들에 강한 인센티브가 있음을 밝히고 있는데, 이는 소송에 따른 배상금을 제3자인 보험사로부터 충당할 수 있기 때문에 임원배상책임보험은 경영자 보호에 초점이 있는 것이 아니라 주주들을 위한 목적이 강하다고 주장하고 있다(Bhagat et al., 1987). 즉, 경영자의 책임을 보호해줌으로써 기회주의적인 행동이 높아질 가능성을 언급하고 있다.

9) 당시 이사회 의장이었던 Van Gorkom은 자사의 흡수합병 결의와 관련하여 합병조건에 관해 구체적인 자료를 제시하지 않았으며 이사회 합병안 심의 과정에서 구두로 20분간 설명한 것이 전부였고, 중요한 매각조건에 대해서는 어떠한 설명도 하지 않았다. 그러나 이사들은 1주당 매각가격(보유한 자기주식을 주당 55달러로 매도)이 공정하다는 재무담당이사의 말만 믿은 채 합병안을 승인하였는데, 이에 주주들이 매각가격에 문제가 있다며 주주대표소송을 제기하자 법원은 해당 이사진들의 중과실을 이유로 경영판단원칙을 적용하지 않고, 전문학적인 배상책임 판결을 내리게 된다. 이 사건 이후 델라웨어주는 1986년 이사의 책임제한과 면제에 관한 입법을 하였고, 이는 전 지역으로 확산되는 계기가 되었다(김병연, 2008).

도입은 인수합병 과정에서 인수 성공 가능성을 높일 뿐만 아니라 실패에 따른 위험을 감소시켜 줄 수 있기 때문에(Hirshleifer and Thakor, 1994) 이러한 부분이 기업가치에 반영될 요소가 컸을 것으로 판단된다.

Netter and Poulsen(1989)는 1986년과 1987년 동안 Fortune 500대 기업 중에서 주주총회 위임장에 LLP 도입에 대한 안건이 있는 88개 기업을 대상으로 시장반응에 차이가 있는지 분석하였는데, LLP 도입은 시장에 유의미한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이와 비슷하게 Janjigian and Bolster(1990)는 뉴욕거래소에 상장된 기업을 대상으로 주주총회 위임장에 LLP 도입 안건이 있는 델라웨어주 기업과 안건이 없는 기업으로 구분하여 LLP 도입에 대한 투자자들의 반응을 분석하였다. 분석결과, 두 개의 그룹 모두 사건일(event day)에는 유의한 시장반응을 나타내지 않았으나 입법기간(legislative period) 동안에는 상승하는 추세를 보이는 것으로 나타났다. 한편, 주주총회일(Stockholder Meeting Date)과 주주총회 위임장일(Proxy Date)에 대한 주가반응의 경우 통계적인 유의성을 발견할 수 없었는데, 이는 LLP 도입에 대해 주주들이 비교적 유리한 사건으로 인식하였거나 이미 예정된 사건이었기 때문에 차별적인 반응을 보이지 않는 것으로 해석하였다. 국내연구로 염지인 외(2014)¹⁰⁾는 미국에서 초기 진행되었던 선행연구와 비슷하게 LLP 도입에 대한 주식시장 반응을 분석하였다. 분석결과, 사건연구 분석의 경우 LLP를 도입한 기업은 유의적인 양(+)¹¹⁾의 값이 나타났으나 도입하지 않은 기

업은 유의성을 발견할 수 없었다. 하지만 회귀분석 결과에서는 LLP를 도입한 기업일수록 주주의 부에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이에 대해 LLP 도입은 유리한 사건으로 주주가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석하고 있다. 한편, 비교적 짧은 기간을 통해 분석이 이루어졌는데, 이는 단기간의 주가반응에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 정확히 통제하지 못할 가능성이 존재한다.

Brook and Rao(1994)는 기업특성에 따른 분석을 하였는데, 경영성과(토빈Q 또는 영업성과가 낮은 기업)가 좋지 않은 기업에서 LLP 도입은 통계적으로 유의한 양(+)¹²⁾의 값을 나타냈으며 경영성과가 좋은 기업에서는 유의성을 발견할 수 없었다. 이러한 결과는 재무적으로 어려움을 겪고 있는 기업에서 그렇지 않은 기업에 비해 관련 규정의 도입 효과(긍정적인 효과)가 있다는 것을 의미한다. 이는 저조한 기업실적(financial distress)을 갖는 기업일수록 이사들의 경영책임에 대한 부담은 커질 수 있는데, LLP 도입은 이사들의 경영책임 부담을 감소시켜 결과적으로 주주와의 이해가 일치되는 경영 의사결정을 수행할 가능성이 높을 것이라는 기대가 반영된 결과로 해석하고 있다. 그밖에 Aguir et al.,(2014)은 1992년부터 2006년까지의 기간을 대상으로 이사의 책임보호 수준과 경영자 보상과의 관계를 분석하였는데, 이사의 책임보호 수준이 낮을수록 소송위험과 관련된 리스크(risk)를 상쇄하기 위해 높은 보상을 요구하는 것으로 나타났다.

이하에서는 이사의 책임을 보호(경감)한다는 측면에서 유사할 것으로 예상되는 임원배상책임보험¹¹⁾¹²⁾

10) 염지인 외(2014)의 연구에서 사건일은 이사책임감면규정의 도입이사를 최초로 공시한 주주총회 소집 통보서일로 분석이 수행되었으며, LLP 도입에 따른 연구로서 국내(회계학 분야) 최초의 연구로 판단된다.

11) 이어나 임원이 업무를 수행하는 도중에 직무와 관련된 위법행위로 발생한 배상금 및 소송비용을 전보할 목적으로 가입하는 임원배상 책임보험이 있다. 이러한 책임보험은 이사의 적극적인 경영을 보장하는데 많은 기여를 한 것은 사실이지만 이사가 회사에 위법행위를 범한 경우에는 임원배상책임보험에 의한 보상이 허용되지 않는다는 이슈(문제점)도 가지고 있다. 즉, 보험으로 전보되는 책임범위가

관련 선행연구 결과를 간략히 소개한다. 김문현(2005)은 임원배상책임보험과 기업가치와의 관련성을 분석하였는데, 통계적인 유의성을 발견하지 못하였다. 이러한 결과에 대해 임원배상책임보험이 임원의 과도한 책임을 해소할 수 있는 장점이 있는 반면에 도덕적 해이를 불러올 수 있기 때문에 서로의 효과가 상쇄되어 나타난 것으로 해석하고 있다. 한편, 김병모·황준호(2016)는 임원배상책임보험의 가입이 미래의 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였는데 임원배상책임보험 가입 기업이 대체로 미가입 기업에 비해 가치 증가 폭이 크게 나타났다. 한편, Li and Liao(2014)는 임원배상책임 보험의 보장한도가 커질수록 기업의 과잉투자 성향과 양(+)의 관련성을 보이는 것으로 나타났으며, 앞서 살펴본 김병모·황준호(2016)는 임원배상책임보험 가입 기업의 경우 투자는 증가하는 것으로 보고하고 있다.

2.2 투자 및 투자효율성

기업의 가장 중요한 의사결정의 하나인 투자는 기업의 장기적인 성과와 존속을 좌우하는 중요한 결정이며, 그 효과는 기업과 경영자에 국한되는 것이 아니라 주주 및 사회전체에 영향을 미치게 된다(최승욱·배길수, 2014). 즉, 장기적인 측면에서 기업의 성장 및 경쟁에 있어서 비교우위에 설 수 있는 원천이 된다. 투자와 관련된 선행연구는 주로 기업지배

구조와 기업 특성에 따른 연구가 수행되어 왔다. 특히, 경영자 지분율과 외국인 투자자 지분율의 경우 연구개발투자의 결정요인으로 나타났으며(김경목, 2003), 경영자 스톡옵션 보상비중이 커질수록 연구개발투자는 유의적으로 증가하는 것으로 나타났다(박애영 외, 2006). 또한, 전문경영인 기업보다 경영자 지분율이 높은 소유경영인 기업에서 장기성과를 얻을 수 있는 연구개발투자를 선택하는 것으로 나타났다(고윤성·최현정, 2012).

채무이론에 의하면, 경영자(기업)가 양(+)의 순현재가치를 나타내는 투자안을 수행할 경우 해당기업은 효율적인 투자를 하는 것으로 정의된다. 하지만, 경영자들은 일반적으로 수익성을 무시한 과소투자 또는 과잉투자를 행하는 것으로 나타나고 있다. 이하에서는 과잉투자와 과소투자에 영향을 미치는 요인들에 대한 이론적 내용과 실증연구에 대해 살펴보고자 한다. 경영자는 자신의 사적이익을 극대화하려는 유인이 높기 때문에 항상 주주의 부를 증가시키는 투자 의사결정을 하지 않는다(Jensen and Meckling, 1976). 이와 관련하여, Jensen(1986)은 정보비대칭이 존재하는 상황에서 경영자는 특권적 소비 등 자신의 효용을 높이기 위해 통제가능한 자원에 대해 보다 큰 의사결정권을 갖고자 하는 유인이 증가한다고 하였다. 즉, 경영자 자신의 사적이익을 높이기 위해 비효율적인 투자를 할 유인이 있다는 것이다.¹³⁾ 한편, Jensen and Meckling(1976)

넓지 않은데, 현행 약관에 따르면 보험으로 전보되는지 여부가 불분명한 영역이 많다. 하지만 상법에 의한 이사책임제한제도가 도입됨에 따라 책임 보험으로 기대할 수 없는 역할이 기대된다(이나, 2010).

- 12) 이사책임감면규정의 도입과 임원배상책임보험(료) 사이에는 상당한 관련성이 있을 것으로 예상되는데, 이에 대한 분석은 현실적으로 어렵다는 한계가 있다. 이는 2009년 이전까지 사업보고서에 강제 공시사항이었던 것이 2009년 이후 자발적 공시항목으로 바뀌면서 관련 항목에 대한 기재의무가 사라졌기 때문이다. 본 연구의 모형에서 임원배상책임보험의 효과를 통제하기 위해 2009년 이후 2014년까지 임원배상책임보험의 가입 실태를 확인해 보았으나 일부 기업에서만 공시를 하고 있었으며 표본이 충분치 않은 것으로 나타났다.
- 13) 경영자의 입장에서는 투자규모의 확대를 통해 사업규모를 확장하는 것이 자신의 보상과 승진, 명성 등을 유지하는데 유리하다고 판단되며 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 될 투자안이라 하더라도 투자를 결정하게 될 가능성이 높다(국찬표·강윤식, 2011).

에 따르면 경영자는 부채계약 이후 평균적인 위험 이상의 높은 위험을 가지는 신규 프로젝트에 투자하여 채권자의 부를 주주에게 이전시킬 수 있는데, 이러한 경우 자산대체¹⁴⁾가 발생하게 된다. 아울러, 이러한 과소투자 문제는 정보불균형에 의한 역선택에 의해서도 발생될 수 있는데(Stiglitz and Weiss, 1981), 채권자들은 기업 프로젝트에 대한 충분한 정보를 얻지 못하여 투자프로젝트의 질을 판별하기 어렵기 때문에, 기업의 자본조달 비용에 더 많은 프리미엄을 요구하게 된다는 것이다. 이처럼 경영자와 투자자 사이에 존재하는 정보비대칭과 대리인문제 등으로 인해 비효율적인 투자가 나타날 수 있다. 비효율적인 투자에 대한 자본시장 평가를 살펴보면, 증가된 정보위험으로 인해 과잉투자 기업¹⁵⁾은 그렇지 않은 기업에 비해 자기자본비용이 더 높은 것으로 나타났다(이재홍·오명전, 2015). 또한, 당기의 비정상투자가 커질수록 차기의 신용등급에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이러한 비정상투자를 과잉투자와 과소투자로 구분하여 분석한 결과에서는 과잉투자 기업에서만 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(이재홍·오명전, 2013). 아울러, 투자효율성이 높을수록 미래성과는 향상되는 것으로 나타났다(최정호, 2014). 이보미·백원선(2015)은 기업의 투자 행태가 비효율적일수록 이익 지속성과 가치관련성이 유의하게 감소하는 것으로 나타났는데, 이는 투자효율성이 높은 기업일수록 상대적으로 양질의 이익을 보고할 가능성이 높고 기업의 미래성과 및 기업가치에도 긍정적인 영향을 미친

다는 것이다.

2.3 가설 설정¹⁶⁾

선행연구에서 언급되고 있는 것과 같이 연구개발 투자는 주주와 경영자의 이해상충이 나타날 수 있는 주된 사항으로 논의되었는데 이는 주주와 경영자의 위험선호도 차이에 있다. 주주의 경우 연구개발투자의 고수익을 기대할 수 있는 고위험 투자를 선호(Copeland and Weston, 1979)하는 반면에, 경영자는 정해진 기간 동안 계약에 의해 고용되며 채임기간 동안의 업적에 따라 평가를 받기 때문에 투자효과가 불확실하고 장기간에 걸쳐 나타나는 연구개발투자에 소극적인 것으로 논의되어 왔다(Fama and Jensen, 1983; 박애영 외, 2006). 또한, 경영자는 자신의 경력관리를 위해 불확실성이 큰 장기적 수익 보다는 안정적인 이윤의 빠른 실현을 선호하며(Porter, 1992), 이러한 특성으로 인해 기업의 투자는 단기적이고 보수적인 성향을 갖게 되는 것으로 언급되고 있다(김병모·황준호, 2016). 이처럼 경영자가 단기적으로는 위험을 회피하려는 의사결정을 수행할 가능성이 있으며 결과적으로 장기적인 관점에서 주주의 부는 감소될 가능성이 있다. 따라서 주주와 경영자 사이에 존재하는 상충된 이해관계를 효과적으로 해결하는 것이 바람직한데, 기업의 투자 활동은 장기적인 측면에서 기업가치 창출에 밀접한 관계를 가지고 있기 때문이다(최승욱·배길수, 2014). 일반적으로 투자는 비용 대비 편익(효익)에 대한 기

14) 위험한 투자프로젝트를 수행함으로써 주주의 몫이 커질 수 있다. 하지만, 큰 손실이 발생한 경우 주주는 유한책임으로 인해 대부분 위험은 채권자에게 귀속될 수 있다. 즉, 이러한 위험전가에 의해 주주와 채권자간의 자산의 교환(대체)이 일어나는 것을 의미한다.

15) 기업의 자원유출과 직접적으로 관련되는 과잉투자를 더욱 큰 정보위험으로 인식한다는 것이다.

16) 본 연구는 기본적으로 LLP가 투자와 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고, 기업의 투자성향에 따른 효과를 탐색하는데 연구목적이 있다. 기본적으로 LLP는 두 가지의 상반된 효과를 가지고 있는데 투자와 관련된 가설전개에서는 가설방향이 정해져 있지만 다른 가설들에서는 LLP 속성으로 인해 귀무 가설로 설정하여 진행된 측면이 있다.

대에 입각해서 결정되게 되는데, 이사의 책임을 보호하는 LLP 도입¹⁷⁾으로 인해 향후 의사결정에 대한 책임(비용)이 감소한다면 보다 적극적인 경영활동을 수행할 유인이 높을 것이다. 투자는 결과의 불확실성이 크기 때문에 실패하는 경우 경영진의 책임을 묻는 소송 가능성이 증가하게 된다(McTier et al., 2011). 향후 경영의사결정에 대한 소송 우려는 투자의 비효율성을 억제할 수 있지만 지나치게 보수적인 측면으로 이어질 가능성을 배제할 수 없다. 이러한 경우 LLP가 경영자의 책임을 보호해줌으로써 이사나 임원이 기업경영과 관련하여 지나치게 과도한 위험에 노출되지 않도록 하는 동시에 주주와 경영자 사이의 장기적인 투자의사결정에 대한 이해상충을 완화시킬 수 있을 것이다. 한편, Fama and Jensen(1983)은 경영자가 고용위험 때문에 고위험 투자에 대해 소극적일 수 밖에 없다고 주장한 바 있다. 만약 LLP가 경영의사결정을 보호하는 장치로서 고용위험을 증가시킬 수 있는 연구개발투자 등에 대한 경영자의 소극적인 태도를 완화(Bhagat et al., 1987; Mayers and Smith, 1982)시킬 수 있다면 소신있게 투자의사결정이 진행될 수 있을 것이다. 즉, 경영자가 LLP를 통해 주주와의 이해가 일치된다면 기업가치를 증대시킬 수 있는 연구개발투자를 회피할 유인이 낮아지게 될 것이다. 이처럼 LLP가 소송위험에 따른 경영자의 위험기피적(risk-averse) 성향을 완화시켜줄 수 있다면 적극적인 투자의사결정을 촉진시켜 줄 것으로 예측된다. 따라서 본 연구는 LLP가 경영자의 위험회피 유인을 완화시킴으로써 대리인문제를 감소(Bhagat et al.,

1987; O'Sullivan, 2002)시킬 수 있을 것으로 기대하며 기업의 전반적인 투자수준과 양의 관련성(+)을 갖는다고 예측한다.

가설 1: LLP 도입은 투자와 양(+)의 관련성을 보일 것이다.

선행연구에 의하면, 이사의 책임을 제한하는 내용의 정관 개정은 해당 회사의 주가에 대체로 긍정적인 반응을 보이는 것으로 나타났다(Netter and Poulsen, 1989; Janjigian and Bolster, 1990; Brook and Rao, 1994; 염지인 외, 2014). 이는 주주들이 LLP 도입에 대해 비교적 유리한 사건으로 인식하였거나 이사들의 경영책임 부담에 대한 감소가 적극적인 경영활동으로 나타날 것을 기대하기 때문으로 해석된다. 아울러, LLP 도입은 임의규정으로 정관도입에 관심있는 기업의 주주총회에서 주주들이 주주가치 증가에 도움이 될 만한 것이라 판단하여 통과시켰을 개연성이 높다. 즉, 이사의 책임감 경제도는 경영자들이 보다 과감한 경영 전략을 세우고 적극적으로 일할 수 있도록 제공하는 매개체 역할을 할 수 있는데 주주가치 극대화에 기여할 수 있을 것으로 판단된다. 하지만, 이사의 책임을 보호해주는 것이 오히려 경영진의 도덕적 해이를 초래해 주주가치를 훼손할 가능성(Lin et al., 2011; Li and Liao, 2014)도 있다. 국내 도입에 있어서 일부 기업의 경우 도입의안이 삭제되거나 철회, 수정 가결, 부결되는 경우(염지인 외, 2014)가 있는데, 이는 이사의 책임을 감면하는 제도가 회사의 책임

17) 기업실체가 사업을 영위하기 위해서는 주주, 채권자, 종업원(employee), 영업활동과 관련된 거래처 등 많은 이해관계자를 가지게 되며, 갈수록 복잡해지는 기업경영 환경에서 다수의 관계자에 의해 서로의 이해가 상충되는 경우가 발생할 수 있다. 뿐만 아니라 예기치 않은 여러 변수로 인한 기업 소송은 불가피하다고 할 수 있는데, 실제 기업과 관련된 소송은 매우 빈번하게 발생하고 있다(손성규 외, 2015).

경영이 악화될 수 있다는 이유가 주된 사유로 언급되었다. 한편, 이사의 책임을 보호한다는 측면에서 LLP와 기능이 유사할 것으로 생각되는 임원배상책임보험이 있는데, 기업가치 관련 선행연구의 결과 일관된 결과를 나타내고 있지 않다(김문현, 2005; 김병모·황준호, 2016). 이는 두 가지의 상반된 효과 즉, 긍정적인 효과와 부정적인 효과가 존재할 수 있기 때문에 판단된다. 따라서 이러한 상반된 추론을 분석하기 위해 다음과 같이 귀무가설 형태로 <가설 2>를 설정한다.

가설 2: LLP 도입은 기업가치와 관련성을 보이지 않는다.

<가설 3-1>에서는 기업의 투자성향에 따라 LLP가 투자에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 살펴보고자 한다. 기업의 투자는 정보비대칭 및 대리인 문제와 같은 시장의 불완전성에 기인하여 항상 최적의 수준으로 집행되지 않는데(국찬표·강윤식, 2011), 이러한 문제를 해결하기 위한 제도적 기반이 중요하다. 앞서 살펴보았듯이 주주는 장기적인 경영성과의 극대화를 위해 투자지출을 증가시키려고 하지만 경영자의 입장에서 지속적인 투자는 투자의 불확실성으로 인한 경영자의 보상 감소와 고용에 대한 불안감을 초래할 수 있기 때문에 이를 회피하려는 과소투자 문제가 발생할 수 있다(배한수 외, 2013). 이러한 상황에서 LLP의 도입은 주주와 경영자 사이에

존재하는 상충된 이해관계를 감소시켜 과소투자 문제를 완화시킬 수 있을 것이다. 따라서 LLP 도입으로 기업의 투자 증가가 유도될 수 있으며 나아가 투자효율성을 증가시킬 것으로 예측된다. 하지만, 과잉투자 성향을 보이는 기업에서 LLP가 도입되는 경우 경영자는 자신의 사적이득을 얻기 위한 방안으로 비효율적인 투자 의사결정을 행할 가능성도 있을 것이다.¹⁸⁾¹⁹⁾ 이처럼 과소투자 기업의 경우 LLP가 대리인문제를 완화시켜줄 수 있지만 과잉투자 기업의 경우 LLP가 오히려 대리인문제를 심화시킬 가능성이 있다. 이상의 논의를 바탕으로 구체적인 가설은 다음과 같다.

가설 3-1: LLP 도입과 투자와의 관계는 투자성향에 따라 차이가 있을 것이다.

<가설 3-2>에서는 기업의 투자성향에 따라 LLP가 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 살펴보고자 한다. 과소투자 성향을 보이는 기업에서의 LLP 도입은 경영자의 위험회피 성향을 완화시켜 공격적이고 장기적인 투자로 이어질 것으로 기대되는데, 이는 기업성과와 기업가치에 유의한 양(+)의 관련성을 나타낼 것으로 예측된다(최정호, 2014; 이보미·백원선, 2015), 한편 과잉투자 기업에서의 LLP도입은 경영자의 잘못된 행동(behavior)을 촉진시킬 수 있는데 LLP가 기업규모의 확대와 같은 경영자의 사적이득 추구 요인으로 작용하게 된

18) 경영자는 기업을 최적화된 규모 이상으로 성장시키려는 성향을 가지고 있는데, 이는 기업의 성장이 경영자의 영향력을 높이는 기회인 동시에 기업의 매출증가와 직결되기 때문이다. 이러한 경우, 경영자의 능력평가는 높게 측정될 것이고 결과적으로 임원의 보상은 높아질 것이다. 이처럼 경영자는 자신의 후생을 주주를 위한 최선의 이익보다 우선시하기 때문에 과잉투자를 함으로써 자본투자의 효율성을 저하시킬 가능성이 있다(Jensen, 1986; Murphy, 1985).

19) 투자안의 순현재가치가 음(-)의 값이 예상된다면 주주의 입장에서는 이런 비효율적인 투자안을 선택할 이유가 없으나 경영자의 입장에서는 투자규모의 확대를 통해 사업규모를 확장하는 것이 자신의 보상과 승진, 명성 등을 유지하는데 유리하다고 판단되며 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 될 투자안이라 하더라도 투자를 결정하게 될 가능성이 높다(국찬표·강윤식, 2011).

다면 기업가치의 감소를 초래할 수 있을 것이다. 즉, 과잉투자 기업에서의 LLP 도입으로 인한 비효율적 투자의 증가는 차기의 기업성과와 음(-)의 관계를 나타낼 수 있다(김창범 · 이재성, 2010). 또한, 과잉투자 기업에서의 투자는 적정수준을 초과하여 경영자의 사적 이익추구 내지는 제국건설 지향 등의 대리인문제 증가로 평가 될 가능성이 높기 때문에 시장에서는 이를 부정적인 신호로 받아들일 가능성이 있다. 이상의 논의사항을 정리하면 LLP를 통해 이 사나 임원이 기업경영과 관련하여 지나치게 과도한 위험에 노출되지 않고 적극적인 의사결정으로 나타나 비효율적인 투자의 감소로 이어진다면 기업에 긍정적인 영향을 미치겠지만 반대로 비효율적인 투자의 증가로 나타난다면 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다. 구체적인 가설은 다음과 같다.

가설 3-2 : LLP 도입과 기업가치와의 관계는 투자 성향에 따라 차이가 있을 것이다.

III. 연구모형과 표본선정

3.1 연구모형

본 연구의 <가설 1>에서는 이사책임감면규정이 기업의 투자수준에 긍정적인 영향을 미치는지 검증하고자 한다. 이를 위해 연구모형의 종속변수로는 연구개발비에서 총매출액을 나눈 값으로 측정(Chatterjee and Wernerfelt, 1991; Hoskisson et al., 1993; O'Brien, 2003; Sanders and Carpenter, 2003)²⁰⁾

하고, 검증변수로는 이사책임감면규정을 도입한 기업을 1(미도입 기업의 경우 0)인 더미변수를 설정하였다. 만약 식(1)에서 본 연구의 주요 검증변수인 LLP 변수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는다면 이는 LLP가 주주와 경영자 사이의 대리인문제를 완화하는 효과로 나타나 기업의 전반적인 투자수준에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석될 수 있다.

$$\begin{aligned}
 INV_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 LLP_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t \\
 & + \beta_4 CR_t + \beta_5 CASH_t + \beta_6 MTB_t \\
 & + \beta_7 DIV_t + \beta_8 MGT_t + \beta_9 GROW_t \\
 & + \beta_{10} GROUP_t + \beta_{11} MARKET_t \\
 & + Industry, Year dummy + \varepsilon_t \quad (1)
 \end{aligned}$$

INV : (연구비+개발비+경상개발비)/총매출액;
LLP : 이사책임감면규정 도입 기업이면 1(아니면 0);
SIZE : log(총매출액);
LEV : 기말총부채/기말총자산;
CR : 기말유동자산/기말유동부채;
CASH : 현금및현금성자산/기말총자산;
MTB : 시가총액/장부가치;
 \div : 배당금/당기순이익;
MGT : 최대주주 지분율;
GROW : (기말총자산-기초총자산)/기초총자산;
GROUP : 대규모기업집단 소속 기업이면 1
 (그렇지 않으면 0);
MARKET : 유가증권시장에 상장된 기업이면 1
 (그렇지 않으면 0);
Industry : 산업더미;
Year : 년도더미.

통제변수에는 선행연구를 참조하여 투자에 영향을 미치는 변수들을 포함시켰다. 기업규모(SIZE)의 경우, 기업규모가 클수록 정보비대칭이 낮아져 금융비용이 감소하고 외부자금 조달이 더 쉬울 수 있다. 즉, 기업규모가 클수록 투자를 더 많이 할 가능성이 높을 것이다. 레버리지 변수로 부채비율(LEV)과 유동비율(CR) 변수를 사용하였는데, 기업의 투자는 자

20) 선행연구에서 연구개발투자는 기업의 혁신 및 경영자의 위험 추구 정도를 측정할 수 있는 지표로 사용되고 있다.

본제약의 정도와 금융비용에 따라 영향을 받기 때문이다. 레버리지 비율이 높은 기업의 경우에는 금융비용을 많이 부담할 것이므로 추가적으로 외부자금을 조달하기 어려울 수 있으며, 부채가 많은 기업은 투자를 위해 사용할 수 있는 여력이 줄어 투자를 적게 할 수 밖에 없을 것이다. 따라서 레버리지 변수는 투자와 음(-)의 관계가 예측된다. 아울러, CASH 변수는 투자와 양(+)의 관계가 예상되며, 기업의 성장가능성(MTB)이 높을수록 기업은 지속적으로 투자를 할 가능성이 높기 때문에 이를 통제하기 위해 MTB 변수를 포함시켰다. 배당(DIV)의 경우, 당기순이익에서 배당을 많이 지급할수록 투자에 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대되어, 배당성향과 투자는 음(-)의 관계를 가질 것으로 예측된다. 최대주주(MGT)의 경우, 최대주주 지분율이 커질수록 대주주 개인의 부가 특정 기업에 집중 투자된다는 것을 의미하므로 위험회피를 위해 기업의 투자수준이 감소될 수 있다. 기업성장성(GROW)의 경우, 자산의 성장률은 투자와 양(+)의 상관관계를 보이는 것으로 나타났는데 이는 투자가 활발한 기업은 성장이 빠를 것이기 때문이다. 따라서 성장성은 투자와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측된다. 내부자본시장이 형성되어 있는 경우, 기업 집단내 다른 소속기업의 현금흐름이 좋은 경우 당해 기업의 투자는 증가할 가능성이 높다. 아울러, 대규모기업집단(GROUP)에 속한 기업일수록 내부자본시장의 작동이 훨씬 용이할 것으로 예상되기 때문에 다른 기업에 비해 투자수준에 차이를 보일 것으로 예상된다.

본 연구의 <가설 2>에서는 이사책임감면규정 도입이 기업가치와 어떠한 관련성을 갖는지 검증하고자 한다. 이를 위해 연구모형의 종속변수로는 Tobin 변수로 측정하고, 검증변수로는 이사책임감면규정을 도입한 기업을 1(미도입 기업의 경우 0)인 더미변

수를 설정하였다. 만약 식(2)에서 본 연구의 검증변수인 LLP 변수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는다면 이는 LLP 도입으로 인해 기업가치가 증가하는 것으로 살펴볼 수 있다. 즉, LLP 도입이 주주의 이해와 일치되는 결과로 볼 수 있다. 한편, 식(2)에서 유의한 음(-)의 값을 갖는다면 이는 LLP의 부정적인 효과가 기업가치에 반영된 것으로 해석된다.

$$\begin{aligned}
 Tobin_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 LLP_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t \\
 & + \beta_4 BIGA_t + \beta_5 MTB_t + \beta_6 DIV_t \\
 & + \beta_7 MGT_t + \beta_8 FOR_t + \beta_9 GROUP_t \\
 & + \beta_{10} MARKET_t + \beta_{11} AGE_t \\
 & + \beta_{12} INV_t + \beta_{13} GROW_t \\
 & + Industry, Year dummy + \varepsilon_t \quad (2)
 \end{aligned}$$

Tobin : (기말 보통주 시가총액+기말 장단기 부채)/기말총자산;

LLP : 이사책임감면규정 도입 기업이면 1(아니면 0);

SIZE : log(총매출액);

LEV : 기말총부채/기말총자산;

BIGA : 외부감사인이 대형회계법인이면 1(아니면 0);

MTB : 시가총액/장부가치;

DIV : 배당금/당기순이익;

MGT : 최대주주 지분율;

FOR : 외국인 지분율;

GROUP : 대규모기업집단 소속 기업이면 1 (그렇지 않으면 0);

MARKET : 유가증권시장에 상장된 기업이면 1 (그렇지 않으면 0);

AGE : log((설립년도-기준년도)+1);

INV : (연구비+개발비+경상개발비)/총매출액;

GROW : (기말총자산-기초총자산)/기초총자산;

Industry : 산업더미;

Year : 년도더미.

통제변수에는 선행연구를 참조하여 기업가치에 영향을 미치는 변수들을 포함시켰다. 기업규모(SIZE)의 경우, 기업규모가 클수록 자본금 규모가 커지므로 기업 내의 일정지분을 획득하기가 어렵기 때문에 이로 인해 소유지분이 분산되어 기업의 성과는 하락될 수 있다. 즉, 기업가치와는 음(-)의 관계를 가질

수 있다. 하지만, 기업의 규모가 커질수록 규모의 경제효과를 누릴 수 있고 무형자산의 크기가 상대적으로 커지므로 기업가치와는 양(+)의 관계를 가질 수 있다. 부채비율(LEV)의 경우, 부채비율이 높을수록 기업의 대리인 비용 증가와 이익조정 유인으로 인해 시장에서 낮은 평가를 받을 가능성이 있다. 하지만, 타인자본을 사용하는 경우 법인세 절감 효과로 인해 가중평균자본비용이 낮아지고 경영자들이 부채비율을 통해 낙관적인 정보를 전달할 수 있다. 이에 부채비율은 기업가치와 (+) 및 (-)의 관계 모두 예측 가능하다. 감사인 규모(BIG4)의 경우, 규모가 큰 감사인의 경우 우수한 감사품질의 대용치(proxy)로 측정될 수 있으며 이는 재무제표의 신뢰성을 제고시킬 수 있기 때문에 기업가치와는 (+)의 관계가 예상된다. 주가-순자산 비율(MTB)이 높을수록 미래의 밝은 전망을 의미하므로 기업가치에는 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측되며 (+)의 관계가 예상된다. 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 효과를 통제하기 위해 배당(DIV)변수를 포함하였다. 최대주주(MGT)의 경우, 지분율이 커질수록 경영진에 대한 효과적인 감시를 수행하여 주주의 이익 극대화에 기여할 수 있기 때문에 기업가치와는 양(+)의 관계가 예상된다. 하지만, 최대주주의 사적 이익 추구 가능성에 대한 부정적인 시장의 인식 등으로 인해 기업가치와는 음(-)의 관련성이 나타날 수 있다. 외국인 투자자(FOR)의 경우, 기업지배구조와 경영투명성 개선에 도움을 줄 것으로 기대되기 때문에 기업가치와 양(+)의 관계가 예측된다. 대규모기업집단(GROUP) 변수는 기업가치와 양(+)의 관계가 예측된다(신현한 외, 2004). 또한, 기업연령(AGE)이 높을수록 투자기회의 감소에 따라 기업가치에는 음(-)의 관계가 예상된다. 추가적으로 기업투자수준(INV) 및 기업성장률(GROW) 변수를

통제변수에 포함하였다.

기업의 투자성향에 따른 LLP의 효과를 살펴보기 위해 Biddle et al.,(2009)이 제안한 방법론을 참고하여 <가설 3>을 검증하고자 한다. 본 연구에서는 기업의 과소(과잉)투자 성향을 측정하기 위해 표본을 현금과 재무레버리지의 크기에 따라 구분(Biddle et al., 2009)하였는데, 현금이 적고(많고) 재무레버리지가 높은(낮은) 기업의 경우 과소투자(과잉투자) 성향이 있는 기업으로 정의하였다. 구체적인 방법은 선행연구(Biddle et al., 2009; 박진하·권대현, 2012) 참조하였다. 먼저 현금은 현금 및 현금성자산을 자산총계로 나눈 값으로 하였으며, 재무레버리지는 단기차입금, 단기사채, 장기차입금, 장기사채, 그리고 금융리스부채의 합을 자산총계로 나눈 값으로 하였다. 다음으로 기업을 현금과 재무레버리지 크기에 따라 각각 10분위수(decile)로 구분한다. 그리고 재무레버리지는 10분위수로 나누기 전에 -1을 곱하여 현금과 동일하게 그 값이 증가할수록 과잉투자성향을 나타내도록 한다. 끝으로, 10분위수 값을 리스케일(re-scale)하여 현금과 재무레버리지가 각각 0~1의 값을 가지도록 만든 후, 두 순위값의 평균값을 도출한다. 이렇게 구해진 평균값은 0과 1사이의 값을 가지며 현금이 많을수록, 재무레버리지가 낮을수록 증가하는 값이므로 기업의 과잉투자성향을 나타내게 된다.

본 연구에서는 앞서 구해진 개별 기업의 평균값의 중위수를 기준으로 과소(중위수 이하, Under=1) 및 과잉투자(중위수 이상, Under=0) 기업으로 구분하여 분석을 실시하였다.

$$\begin{aligned}
 INV_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 LLP_t + \beta_2 Under_t \\
 (Tobin) & + \beta_3 LLP \times Under_t \\
 & + Control\ Variables + \varepsilon_t
 \end{aligned} \quad (3)$$

INV : (연구비+개발비+경상개발비)/총매출액;
Tobin : (기말 보통주 시가총액+기말 장단기 부채)
 /기말총자산;
LLP : 이사책임감면규정 도입 기업이면 1(아니면 0);
Under : 과소투자성향을 보이는 기업이면 1(아니면 0);
 기타의 변수설명은 생략.

3.2 표본선정

본 연구는 2012년부터 2014년까지 유가증권 및 코스닥시장의 기업 중에서 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- 1) Kis-Value 및 Fn-guide DB에서 재무자료가 수집 가능한 기업
- 2) 비금융업에 속하는 기업, 12월 결산법인
- 3) 사업보고서 정관에서 제400조 제2항 도입 여부 확인

첫째, 분석에 필요한 재무자료의 경우는 한국신용평가정보(주)의 Kis-Value 및 Fn-guide DB에서 수집하였다. 둘째, 표본기업의 비교가능성을 높이기 위해 금융업 기업 및 결산월이 12월이 아닌 기업은 표본에서 제외하였다. 끝으로 본 연구의 주된 핵심이 되는 이사책임감면규정의 도입 여부에 대해서는

표본기간에 해당하는 개별기업의 사업보고서 정관에서 수작업²¹⁾으로 이를 확인하였다. 최종적으로 본 연구에 사용된 표본은 4,145개의 기업-연도 자료이다. 마지막으로 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 배제하기 위해 모든 변수의 상·하위 1%를 초과하는 관측치는 각각 1%에 해당하는 값으로 조정(winsorization)하였다.

IV. 분석결과

4.1 기술통계 및 상관관계 분석

〈표 2〉에서는 본 연구의 분석에 사용²²⁾된 LLP 변수에 대한 년도 및 시장구분 수치이다. Panel A) 유가증권 시장 수치 및 Panel B) 코스닥 시장에 상장된 기업의 LLP 도입 년도별 현황을 살펴보면 해마다 도입 숫자가 증가함을 볼 수 있다. LLP 도입에 대한 시장별 구분을 살펴보면, 유가증권 시장에 상장된 기업보다 코스닥 시장에 상장된 기업에서 도입비율이 더 높은 것을 볼 수 있다. 한편, 2012년 도입 당시 일부에서는 LLP 도입이 기업의 투명성

〈표 1〉 표본 선정

항 목		기업-년
최초	2012년부터 2014년까지 상장된 기업 표본	5,169
제외	결산월이 12월이 아니거나 재무자료 및 기업지배구조 변수 결측 기업	(1,024)
최종	표본	4,145

21) 주요 키워드로 책임, 감면, 감경 등의 단어로 1차 확인하였으며, 추가적으로 개별 기업의 정관 중 이사(이사회) 부분 내용에서 확인하였다.

22) 본 연구의 최종 분석에 사용된 표본에 대한 년도 및 시장별 현황이며, 표본 선정과정에서 결산월이 12월이 아닌 기업이나 재무자료 결측으로 인해 일부 표본이 제외된 측면이 있어서 일부 언론에서 보도되고 있는 수치와 다소 상이한 측면이 있다.

〈표 2〉 년도 및 시장구분에 따른 LLP 도입 현황

Panel A) 유가증권 시장(N=1,762)			
Year	도입(A)	미도입(B)	A/(A+B)
2012	245	325	0.430
2013	327	257	0.560
2014	349	259	0.574
Panel B) 코스닥 시장(N=2,383)			
Year	도입(A)	미도입(B)	A/(A+B)
2012	330	414	0.444
2013	485	305	0.614
2014	540	309	0.636

및 기업가치를 감소시킬 우려가 있음을 제기하였으며, 실제 주주총회에서 안건이 부결되기도 하는 등 사회적 관심이 높아져 일부 기업에서는 안건을 상정했다가 철회하는 등의 조치를 하기도 하였다.²³⁾ 그럼에도 불구하고 도입 이후년도인 2013년도에 이미 절반에 가까운 기업에서 LLP 도입에 대한 관심을 보이는 것으로 나타났는데, 이는 LLP 도입에 대한 긍정적인 기대효과가 직·간접적으로 반영된 결과로 판단된다.

〈표 3〉은 산업 및 시장구분에 따른 LLP 도입 현황이다. 표본구성을 산업별로 살펴보면, 산업 간에 일부 표본수의 차이를 보이고 있지만 여러 산업에 고루 분포되어 있음을 살펴볼 수 있다. 특히, 산업별 LLP 도입 기업 수는 제조업이 가장 많은 것으로 나타났다.

〈표 4〉는 가설 검증에 사용된 주요 변수들의 기술

통계를 제시하고 있다. 가설 1의 종속변수인 투자(INV)의 평균값은 0.020의 값을 나타냈으며, 가설 2의 종속변수인 기업가치(Tobin)의 평균값은 1.389으로 나타났다. 한편, 본 연구의 주요 검증변수인 이사책임감면규정 도입 여부(LLP)의 평균값은 0.549으로 나타나 표본기간 동안 약 55%에 해당하는 기업에서 LLP를 정관에 반영한 것으로 나타났다. 통제변수를 살펴보면, 기업규모(SIZE)의 평균값은 25.597으로 나타났으며, 부채비율(LEV)의 평균(중위수)은 0.403(0.399)으로 나타났다. 유동비율(CR)의 평균(중위수)은 2.765(1.552)으로, 유동부채 대비 유동자산의 비중이 높은 것으로 나타났다. 배당변수(DIV)의 평균값은 0.171으로 나타났는데 이는 당기 순이익 대비 약 17%정도의 금액을 배당으로 지급하는 것으로 해석된다. 대규모기업집단 여부(GROUP)의 평균값은 0.154으로 나타났는데 이는 표본에서

23) 이사책임감면규정 도입이 삭제(or 철회)되거나 부결된 코스피 상장기업 대림산업, 풍산, 포스코, 경동나비엔, 영원무역홀딩스, 아시나항공, 한섬, 일동제약 등이 있다. 2012년 도입 당시, 대림산업의 경우 주총에 앞서 외국인 투자자와 국민연금 등이 LLP 도입에 반대의를 제시하여 주주총회 이전에 관련 안건을 삭제하였다(연합인포맥스, “대림산업, 정관변경 철회”, 2012.03.15). 위의 기업들 중에서 경동나비엔, 영원무역홀딩스는 2013년에 이사책임 감경조항을 정관에 반영하였다. 한편, 일동제약의 경우 2015년에 이사책임감경 조항을 도입하였는데, 도입과 관련된 회사측 관계자의 말을 인용하면 “해외 진출과 신약개발을 위한 대규모 투자 등 중요한 의사결정을 적극적으로 진행하기 위해 이사의 책임 부담을 줄일 필요가 있다”는 내용을 언급하고 있다(시사위크, “일동제약, 이사책임축소 정관변경”, 2015.11.06).

〈표 3〉 산업 및 시장구분에 따른 LLP 도입 현황

산업구분 ²⁴⁾	LLP 도입회사			LLP 미도입회사			(1)
	유가증권	코스닥	(1)	유가증권	코스닥	(2)	(1)+(2)
①	6	0	6	6	0	6	0.500
②	597	943	1,540	560	713	1,273	0.547
③	11	4	15	18	1	19	0.441
④	0	8	8	0	5	5	0.615
⑤	51	25	76	32	36	68	0.528
⑥	69	102	171	70	40	110	0.609
⑦	45	12	57	12	2	14	0.803
⑧	0	0	0	3	0	3	0.000
⑨	27	191	218	36	159	195	0.528
⑩	3	5	8	3	2	5	0.615
⑪	98	35	133	82	42	124	0.518
⑫	3	15	18	12	13	25	0.419
⑬	0	6	6	3	9	12	0.333
⑭	11	9	20	4	6	10	0.667
Total	921	1,355	2,276	841	1,028	1,869	0.549

15%의 기업이 대규모기업집단에 포함되어 있다는 것을 의미한다. 감사인 규모(BIG4)의 평균은 0.579으로 표본기업 중에서 대형회계법인에서 감사받은 기업은 대략 58%정도 되는 것으로 나타났다. 외국인 지분율(FOR)의 평균(중위수)은 0.068(0.019)으로 평균과 중위수가 큰 차이를 보이는 것에 비추어 볼 때 외국인 투자자들은 일부 기업에 집중해서 투자하는 것으로 나타났다.

〈표 5〉는 회귀분석에서 설명변수로 포함되는 변수 간의 평균 차이를 t-test를 통해 살펴본 결과이다. 기업규모(SIZE), 기업성장성(GROW), CASH 변

수 등의 경우에는 LLP 도입 기업의 평균이 미도입 기업에 비해 통계적으로 낮게 나타났다. 한편, 투자(INV) 및 기업가치(Tobin) 변수의 경우 집단 간에 차이가 없는 것으로 나타났다.

〈표 6〉은 본 연구의 가설 검증에 사용된 주요 변수들에 대한 상관관계를 나타내고 있는데, 지면 관계상 〈가설 1〉 분석에 사용된 변수들만 제시하였다. 본 연구의 검증변수인 이사책임감면규정 도입(LLP) 여부 변수는 투자(INV)와 유의한 관련성을 갖지 않는 것으로 나타났다. 한편, 독립변수와 통제변수들 사이의 상관관계에 따른 다중공선성(VIF: Variance

24) 표준 산업분류(대분류)에 따른 기준으로 다음과 같다. ① 농업, 임업 및 어업, 광업, ② 제조업, ③ 전기, 가스, 증기 및 수도사업, ④ 하수 폐기물 처리, 원료재생 및 복원업, ⑤ 건설업, ⑥ 도매 및 소매업, ⑦ 운수업, ⑧ 숙박 및 음식점업, ⑨ 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업, ⑩ 부동산업 및 임대업, ⑪ 전문, 과학 및 기술 서비스업, ⑫ 사업시설관리 및 사업지원 서비스업, ⑬ 교육서비스업, ⑭ 예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업

〈표 4〉 기술통계량 (N=4,145)

변수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
INV	0.020	0.040	0	0.002	0.247
Tobin	1.389	0.917	0.444	1.089	5.559
LLP	0.549	0.498	0	1	1
SIZE	25.597	1.595	21.934	25.444	30.248
LEV	0.403	0.207	0.033	0.399	0.917
CR	2.765	4.100	0.223	1.552	33.535
CASH	0.071	0.077	0.000	0.047	0.417
MTB	1.488	1.344	0.228	1.081	8.763
DIV	0.171	0.350	-0.418	0.026	2.201
MGT	0.404	0.164	0.077	0.397	0.817
GROW	0.058	0.209	-0.408	0.032	1.602
GROUP	0.154	0.361	0	0	1
MARKET	0.425	0.494	0	0	1
BIG4	0.579	0.494	0	1	1
FOR	0.068	0.111	0.000	0.019	0.568
AGE	3.188	0.652	0.693	3.258	4.771

주) 변수정의: *INV* = (연구비+개발비+경상개발비)/총매출액; *Tobin* = (기말 보통주 시가총액+기말 장단기 부채)/기말총자산; *LLP* = 이사책임감면규정 도입 기업이면 1(아니면 0); *SIZE* = 총매출액의 자연로그 값; *LEV* = 기말총부채/기말총자산; *CR* = 기말유동자산/기말유동부채; *CASH* = 현금및현금성자산/기말총자산; *MTB* = 시가총액/장부가치; *DIV* = 배당금/당기순이익; *MGT* = 최대주주 지분율; *GROW* = (기말총자산-기초총자산)/기초총자산; *GROUP* = 대규모기업집단 소속 기업이면 1(그렇지 않으면 0); *MARKET* = 유가증권 시장 기업이 면 1(그렇지 않으면 0); *BIG4* = 외부감사인이 *BIG4*에 속하는 경우 1(그렇지 않으면 0); *FOR* = 외국인 지분율; *AGE* = $\log(\text{설립년도}-\text{기준년도})+1$.

〈표 5〉 집단 간 주요 변수 차이검증(t-test)²⁵⁾

	LLP 도입 (n=2,276)	LLP 미도입 (n=1,869)	t-value	p-value
INV	0.021	0.019	-1.22	0.221
Tobin	1.390	1.387	-0.11	0.909
SIZE	25.500	25.714	4.30	<.000
LEV	0.417	0.386	-4.86	<.000
CR	2.599	2.967	2.88	0.004
CASH	0.069	0.075	2.50	0.012
MTB	1.458	1.524	1.57	0.116
DIV	0.159	0.186	2.46	0.014
MGT	0.400	0.409	1.83	0.067
GROW	0.050	0.068	2.85	0.004
GROUP	0.119	0.196	6.86	<.000
MARKET	0.405	0.450	2.94	0.003
BIG4	0.560	0.603	2.77	0.006
FOR	0.058	0.081	6.46	<.000
AGE	3.190	3.186	-0.18	0.854

25) 기업의 수익성 변수(ROA)의 경우, LLP 도입 기업(미도입 기업)의 평균은 0.006(0.022)으로 나타났으며 도입 기업과 미도입 기업 간에 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 따라서, LLP 도입에 있어서 기업의 수익성 변수가 영향을 미칠 가능성이 있기 때문에 후술하는 강건성 분석에서는 이러한 수익성 변수를 포함하여 분석을 수행하였다. 관련된 의견을 주신 심사자님께 감사드립니다.

〈표 6〉 상관관계 분석 (가설 1)

	LLP	SIZE	LEV	CR	CASH	MTB	DIV	MGT	GROW	GROUP	MARKET
INV	0.019 (0.221)	-0.226 (.0001)	-0.151 (.0001)	0.135 (.0001)	0.149 (.0001)	0.188 (.0001)	-0.079 (.0001)	-0.165 (.0001)	0.078 (.0001)	-0.107 (.0001)	-0.209 (.0001)
LLP	1	-0.067 (.0001)	0.075 (.0001)	-0.045 (0.004)	-0.039 (0.012)	-0.024 (0.116)	-0.038 (0.014)	-0.028 (0.067)	-0.044 (0.004)	-0.106 (.0001)	-0.046 (0.003)
SIZE		1	0.322 (.0001)	-0.310 (.0001)	-0.160 (.0001)	-0.136 (.0001)	0.070 (.0001)	0.139 (.0001)	-0.033 (0.032)	0.531 (.0001)	0.494 (.0001)
LEV			1	-0.516 (.0001)	-0.253 (.0001)	0.032 (0.040)	-0.142 (.0001)	-0.111 (.0001)	-0.108 (.0001)	0.158 (.0001)	0.124 (.0001)
CR				1	0.172 (.0001)	0.064 (.0001)	0.043 (0.005)	0.050 (0.001)	0.104 (.0001)	-0.091 (.0001)	-0.073 (.0001)
CASH					1	0.148 (.0001)	-0.001 (0.966)	-0.078 (.0001)	0.212 (.0001)	-0.097 (.0001)	-0.197 (.0001)
MTB						1	-0.040 (0.010)	-0.194 (.0001)	0.172 (.0001)	-0.028 (0.070)	-0.162 (.0001)
DIV							1	0.160 (.0001)	-0.007 (0.675)	0.011 (0.470)	0.133 (.0001)
MGT								1	0.019 (0.210)	0.124 (.0001)	0.188 (.0001)
GROW									1	-0.056 (0.000)	-0.135 (.0001)
GROUP										1	0.358 (.0001)

*) 변수설명은 〈표 4〉 참조

Inflation Factor) 문제는 회귀분석을 통해 확인하였으며, 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 나타났다.

4.2 회귀분석

〈표 7〉의 (1)은 본 연구의 〈가설 1〉을 검증하기 위해 식(1)에 대한 회귀분석 결과이다. 분석결과, 주요 검증변수인 LLP는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 이사책임감면규정을 정관에 반영한 기업의 경우, 투자의사결정에 대한 위험을

감소(완화)시켜 줄 수 있기 때문에 보다 적극적인 의사결정을 수행하는 것으로 해석되며 이러한 결과는 LLP의 정책적 목적에 부합하는 결과로 판단된다. 한편, 〈표 7〉의 (2)는 본 연구의 〈가설 2〉을 검증하기 위해 식(2)에 대한 회귀분석 결과이다. 분석결과, 주요 검증변수인 LLP는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 이는 LLP가 최근에 도입됨으로 인해 완전히 정착되지 않을 가능성과 LLP가 갖는 상반된 효과로 인해 기업가치에 유의미한 영향을 미치지 않을 가능성이 혼재되어 이러한 결과가 나타났을 것으로 판단된다.

〈표 7〉 LLP가 투자 및 기업가치에 미치는 효과

	예측 부호	(1) 투자			(2) 기업가치		
		Coef	t-value		Coef	t-value	
Intercept	?	0.005	0.52		2.457	7.56	***
LLP	+	0.003	3.59	***	-0.003	-0.13	
SIZE	+,-	0.000	0.32		-0.065	-5.35	***
LEV	-	-0.010	-4.77	***	-0.589	-8.49	***
CR	+	0.000	0.34				
CASH	+	0.019	3.81	***			
BIG4	+				-0.013	-0.48	
MTB	+	0.002	7.56	***	0.629	62.92	***
DIV	-	-0.002	-1.87	*	0.011	0.30	
MGT	+,-	-0.019	-8.46	***	-0.263	-3.25	***
GROW	+	0.002	0.89		0.263	4.33	***
FOR	+				0.104	0.80	
GROUP	+	0.002	1.25		-0.025	-0.59	
MARKET	+,-	-0.006	-6.70	***	0.077	2.45	**
AGE	-				-0.020	-0.96	
INV	+				0.774	1.28	
Industry, Year dummy		포함			포함		
N		4,145			4,145		
Adjusted R ²		0.116			0.579		

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

2) 변수설명은 〈표 4〉 참조.

〈표 8〉은 기업의 투자 성향에 따른 LLP의 차별적인 효과를 살펴보기 위해 식(3)에 대한 회귀분석²⁶⁾ 결과이다. 분석결과, 투자 및 기업가치 분석에서 주요 검증변수인 UNDER*LLP는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 과소투자 집단에서 이사책임감면규정을 도입한 기업의 경우 투자 및 기업가치가 증가한다는 것을 의미한다. 즉, 비효율적

인 투자인 과소투자가 감소하고 적정투자를 수행할 가능성이 높아진다는 것을 의미하며, 이는 LLP 도입으로 인해 경영자의 위험회피적인 과소투자를 억제하고 투자를 증가시킬 수 있다는 것을 의미한다. 아울러, 비효율적인 과소투자가 이루어지는 기업에서 LLP 도입으로 인해 투자가 증가한다면 이는 과소투자로 인한 기업가치 하락을 방지할 수 있을 것

〈표 8〉 기업의 투자 성향에 따른 LLP의 차별적인 효과

	예측 부호	(1) 투자			(2) 기업가치		
		Coef	t-value		Coef	t-value	
Intercept	?	0.023	2.19	**	2.449	7.53	***
LLP	+	0.001	0.99		-0.040	-1.19	
UNDER	-	-0.002	-1.65	*	0.000	0.00	
UNDER*LLP	+	0.003	2.49	**	0.081	1.64	*
SIZE	+,-	-0.001	-1.55		-0.063	-5.16	***
LEV	-	-0.010	-4.14	***	-0.653	-8.05	***
CR	+	0.000	0.18				
CASH	+	0.017	3.01	***			
BIG4	+				-0.014	-0.51	
MTB	+	0.002	7.41	***	0.630	62.84	***
DIV	-	-0.002	-1.80	*	0.009	0.26	
MGT	+,-	-0.019	-8.47	***	-0.269	-3.33	***
GROW	+	0.002	1.14		0.266	4.39	***
FOR	+				0.107	0.82	
GROUP	+	0.003	2.10	**	-0.031	-0.72	
MARKET	+,-	-0.005	-5.77	***	0.076	2.42	**
AGE	-				-0.022	-1.07	
INV	+				0.755	1.25	
Industry, Year dummy		포함			포함		
N		4,145			4,145		
Adjusted R ²		0.117			0.579		

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

2) 변수설명은 〈표 4〉 참조.

26) 통제변수에 IMR 변수를 추가한 분석에서도 결과의 질적 차이는 없는 것으로 나타났다.

이며 기업가치에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석될 수 있다. 다만, <표 8>의 (2) 기업가치 분석의 경우 통계적인 유의성이 10% 수준에서 유의하므로 연구 결과에 대한 일반화에 한계점이 존재할 수 있다. 따라서 이에 대한 해석과 주의가 필요하다.

V. 추가분석

5.1 강건성 분석(헤크만 2단계 모형)

본 연구에서는 기본적으로 이사책임감면규정 도입 및 미도입 기업을 대상으로 OLS 회귀분석이 수행되었는데, 이사책임감면규정 도입 변수의 경우 내생성(endogeneity) 문제가 제기될 수 있다. 따라서 본 연구에서는 2단계 모형을 통해 분석결과에 대한 강건성을 높이고자 하였으며, 방법은 아래와 같다. 첫 번째 단계에서는 프로빗(probit) 모형을 사용하여 IMR(Inverse Mills Ratio)을 구하였다. 프로빗 모형에서는 선행연구를 참조하여 LLP 도입(선택)에 영향을 줄 수 있는 기업규모(log 총자산)와 부채비율, 소송여부(SUE), 사외이사비율(OUT), BETA 변수, 수익성 변수(ROA)를 모형에 포함하였다(O'sullivan, 2002; 염지인 외, 2014). 이렇게 첫 번째 단계를 통해 구해진 IMR 변수를 앞서 살펴본 기본 식에 통제변수로 포함시키고, 투자 및 기업가치 변수 등을 종속변수로 하여 회귀분석을 <표 9>와 같이 실시하였다. 분석결과, 기본분석에 대한 강

건성 분석을 실시하였는데 분석결과 기본분석과 크게 차이가 없는 것으로 나타났다. 아울러, 주요 검증 변수인 LLP 변수와 IMR 변수의 VIF값을 각각 제시하였다(Lennox et al., 2012).

5.2 LLP 도입 기업 대상으로 도입 이전과 이후 분석

<표 10>에서는 LLP 도입 기업을 대상으로 도입 이전과 도입 이후의 Change 분석²⁷⁾을 수행하였다. 이는 LLP 도입에 대한 직접적인 효과를 살펴볼 수 있다는 점에서 기본 분석에 대한 결과에 추가적인 공헌점을 제시해줄 것으로 기대한다. 분석결과, 투자 분석에서만 유의한 양(+)의 값을 나타냈는데, 이는 LLP 도입 기업의 경우 도입 이전보다 이후에 투자가 증대되었다는 것으로 해석될 수 있다. 다만, 기업가치 분석에서는 유의성을 발견할 수 없었다.

5.3 특수관계자 거래 분석

LLP가 경영자의 잘못된 행동을 촉진시켜 기업의 불투명성을 높이는지 특수관계자 거래를 대용치(proxy)로 하여 LLP와의 관련성²⁸⁾을 살펴보았다. 이는 주주대표소송의 경우 부당한 내부거래(계열사)에 대한 사유가 많았는데, LLP 도입으로 대표소송을 무력화시킬 수 있으며 지배주주의 사적이득 추구 가능성에 대한 우려가 제기된 바 있기 때문이다. 분석결과 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다.

27) 도입 기업을 대상으로 시차분석(Time-series analysis)을 수행하였는데, 각 변수(Δ)의 경우 당해 연도에서 전년도 값을 차감하여 측정하였다. 일반적으로 이러한 분석의 취지는 시점분석에 대한 강건성을 확보하기 위해 수행되는데, 본 연구에서는 도입기업의 직접적인 효과를 살펴보기 위해 시차분석을 수행하였다.

28) 선행연구(Kang et al., 2014)에서 통제변수로 쓰인 변수들을 참고하였다.

〈표 9〉 강건성 분석(헤크만 2단계 모형)

	First stage (1)			Second stage Regression					
				(2) 투자			(3) 기업가치		
	Coef	Wald		Coef	t-value		Coef	t-value	
Intercept	1.883	14.92	***	0.001	0.13		2.685	10.79	***
LLP				0.002	3.42	***	0.007	0.38	
SIZE	-0.074	18.22	***	0.001	3.20	***	-0.083	-7.38	***
LEV	0.485	18.60	***	-0.021	-6.66	***	-0.099	-1.18	
SUE	-0.031	0.46							
OUT	-0.131	0.64							
BETA	0.146	10.65	***						
ROA	-0.427	3.79	*						
CR				0.000	0.49				
CASH				0.017	3.42	***			
BIG4							0.006	0.29	
MTB				0.002	7.44	***	0.464	60.51	***
DIV				-0.002	-1.64		0.023	0.82	
MGT				-0.017	-7.56	***	-0.297	-4.72	***
GROW				0.003	1.62		0.138	2.93	**
FOR							0.167	1.65	*
GROUP				0.002	1.55		0.016	0.48	
MARKET				-0.004	-4.82	***	0.040	1.57	
AGE							-0.016	-0.98	
INV							1.323	2.86	***
IMR				-0.033	-4.67	***	0.363	1.87	*
Variance-Inflation-Factors(VIFs)									
LLP					1.065			1.069	
IMR					17.378			18.055	
Industry, Year dummy	포함			포함			포함		
N	4,145			4,145			4,145		
Adjusted R ² (Pseudo)	0.037			0.120			0.572		

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

2) 변수설명은 〈표 4〉 참조.

〈표 10〉 LLP 도입기업을 대상으로(도입 이전과 도입 이후 Change분석)

	(1) △투자		(2) △기업가치	
	Coef	t-value	Coef	t-value
Intercept	0.001	0.15	0.140	0.98
△LLP	0.004	2.40 **	0.022	0.69
△SIZE	-0.008	-2.19 **	-0.193	-2.74 ***
△LEV	0.031	4.06 ***	0.074	0.46
△CR	0.001	2.76 ***		
△CASH	-0.008	-0.81		
△BIG4			0.019	0.34
△MTB	-0.003	-4.49 ***		
△DIV	0.000	0.02	-0.060	-1.67 *
△MGT	0.034	3.51 ***	0.216	1.06
△GROW	-0.005	-2.44 **		
△FOR			2.384	6.94 ***
GROUP	-0.004	-1.78 *	-0.099	-2.37 **
MARKET	-0.001	-0.70	0.031	1.13
Industry, Year dummy	포함		포함	
N	1,613		1,580	
Adjusted R ²	0.031		0.034	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.
 2) 변수설명은 〈표 4〉 참조.

〈표 11〉 LLP와 특수관계자 거래(RPT)와의 관련성

	RPT	
	Coef	t-value
Intercept	-0.704	-5.20 ***
LLP	0.011	1.23
SIZE	0.026	4.65 ***
LEV	-0.018	-3.34 ***
ROA	-0.197	-3.77 ***
MTB	0.000	0.05
INVEST	-0.068	-0.59
MGT	0.152	5.40 ***
OUT	0.071	1.98 **
GROUP	0.032	2.05 **
MARKET	0.011	1.01
IMR	0.001	0.02
Industry, Year dummy	포함	
N	4,145	
Adjusted R ²	0.148	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.
 2) 변수정의: $RPT = (\text{특수관계자와의 매출} + \text{매입} + \text{수익} + \text{비용}) / \text{매출액}$; $LLP = \text{LLP 도입 기업이면 } 1(\text{아니면 } 0)$; $SIZE = \log(\text{기말총자산})$; $LEV = \text{기말총부채} / \text{기말자기자본}$; $ROA = \text{당기순이익} / \text{기말총자산}$; $MTB = \text{시장가치} / \text{장부가치}$; $INVEST = (\text{연구비} + \text{경상연구개발비} + \text{경상개발비}) / \text{총매출액}$; $MGT = \text{최대주주 지분율}$; $OUT = \text{사외이사 비율}$; $GROUP = \text{대규모기업 집단 소속 기업이면 } 1(\text{그렇지 않으면 } 0)$; $MARKET = \text{유가증권 시장 기업이면 } 1(\text{그렇지 않으면 } 0)$.

VI. 결론

본 연구는 이사의 책임을 제한하는 규정 도입에 대한 효과를 분석하는데 연구목적이 있다. 관련 규정과 관련하여 2011년 상법 개정 및 2012년 도입 당시 여러 우려에도 불구하고 지속적으로 이사책임 감면조항을 기업의 정관에 도입하는 것은 의미하는 바가 크다고 생각된다. 이는 제도 도입에 따른 기대 효과가 기대비용보다 클 것으로 예상되기 때문에 이러한 도입 추세를 보이는 것으로 판단된다. 이에 본 논문에서는 이사들의 기본적인 위험회피 성향이 LLP 도입으로 인해 감소하여 보다 적극적인 의사결정을 하는지 그리고 기업가치에는 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 한편, LLP 도입을 통한 이사의 잠재적 소송위험의 감소가 특수관계자 거래의 증가로 이어져 경영자(지배주주)의 사적이득을 얻기 위한 수단으로 악용되는지에 대해 분석을 실시하였는데, 이는 LLP 도입이 소액주주의 부를 착취하는데 악용되는 것은 아닌지에 대해 간접적인 결과를 제시해 줄 것으로 판단된다.

분석결과는 다음과 같은데, LLP 도입 기업의 경우 미도입 기업에 비해 투자는 증가하는 것으로 나타났으나 LLP 도입과 기업가치와의 관계는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 한편, 기업의 투자성향에 따른 LLP의 차별적인 효과를 살펴보기 위한 분석(투자 및 기업가치)에서는 과소투자 기업에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타냈는데, 이는 과소투자 기업에서 LLP의 긍정적인 효과가 있음을 의미한다. 추가분석을 살펴보면, LLP가 경영자의 잘못된 행동을 촉진시켜 기업의 불투명성을 높이는지를 검증하기 위해 특수관계자 거래를 대용치(proxy)로 살펴본 분석에서는 통계적인 유의성을 발견할 수

없었다. 한편, LLP를 도입한 기업을 대상으로 도입 이전과 도입 이후를 비교분석한 결과에서는 도입 이전보다 도입 이후에 투자는 증가하는 것으로 나타났으나 기업가치와는 유의성을 발견할 수 없었다.

본 연구는 크게 세 가지 측면에서 공헌점이 있다. 첫째, 정부는 2011년 개정 상법을 통해 이사의 책임을 감면하는 제도를 도입한 바 있으나 제도의 효과에 대한 어떠한 실증적 분석결과도 제시하고 있지 않다. 이와 관련하여 본 연구의 결과는 정부 정책에 대한 실효성을 살펴보는 동시에 기업 이해관계자에게 유용한 정보로서 제공되길 희망한다. 특히, 2012년 도입 당시 여러 우려에도 불구하고 지속적으로 이사책임감면조항을 기업의 정관에 도입하는 것은 의미하는 바가 크다고 생각된다. 이는 제도 도입에 따른 기대효과가 기대비용보다 클 것으로 예상되기 때문에 이러한 도입 추세를 보이는 것으로 판단된다. 아울러, 2011년 관련 규정이 도입된 이래 직접적으로 보고된 국내 연구가 거의 없다는 점에서 시의적절하다고 판단된다. 둘째, 본 연구는 LLP가 경영자의 위험회피적인 과소투자를 억제하고 투자를 증가시킬 수 있는 방안으로 활용될 수 있다는 점에서 의의가 있다. 끝으로, 본 연구를 통해 LLP가 경영자의 잘못된 행동을 촉진시켜 기업의 불투명성을 높일 수 있다는 우려가 일부 해소될 수 있기를 기대한다. 본 연구는 일부 한계점을 가지고 있는데 첫째, 이사책임감면규정(LLP) 도입으로 인해 기업의 경영진이 하지 않아도 될 가능성, 즉 일종의 도덕적 해이(Moral Hazard)로서 가입할 수 있는 유인이 존재할 수 있는데 이와 관련된 부분이 본 연구에서는 상세히 고려되지 못한 측면이 있어 본 연구의 한계점으로 판단된다. 하지만, LLP의 경우, 이사의 책임에 대해 무조건적으로 보호해주는 것이 아니며, 일정 책임에 대해 본인이 책임지는 상한선을 구분하

고 있어서 그러한 가능성은 낮출 수 있을 것으로 판단된다. 둘째, <가설 2>에서 기업의 투자성향을 구분하여 LLP와 기업가치 분석을 수행한 결과를 살펴보면 통계적인 유의성이 10%수준에서 보고되고 있는데 해석에 대한 주의가 필요하다. 끝으로 본 연구에서는 기본적으로 기업의 투자성향을 분석하는데 있어서 Biddle et al.,(2009)의 방법론을 활용하여 측정하였는데 이러한 투자성향 측정치 변수는 비교적 최근에 개발되어 측정오차(measurement error) 문제가 제기될 수 있다. 한편, 추가적으로 연구결과 의 강건성을 확인하고자 McNichols and Stubben (2008)의 방법론을 활용하여 추가분석을 실시하였으나 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 따라서 투자성향을 구분하여 살펴본 본 연구의 결과에 대해서는 일반화 가능성이 낮을 수 있다. 향후에는 이러한 문제점이 보완되어 다양한 후속연구가 진행되길 기대한다.

참고문헌

- 국찬표 · 강윤식(2011), "지배구조가 투자에 미치는 영향: 과대 및 과소 투자기업을 중심으로," **재무관리연구**, 28(1), 133-164.
- 고윤성 · 최현정(2012), "기업특성에 따른 연구개발투자 의 사결정이 단기 혹은 장기성과에 미치는 영향에 관한 연구," **회계정보연구**, 30(2), 29-60.
- 김경목(2003), "기업 지배구조와 혁신: 소유구조가 연구개발(R&D) 투자에 미치는 영향," **경영학연구**, 32(6), 1799-1832.
- 김문현(2005), "이사회 규모 및 사외이사 비중의 기업가치 관련성 연구," **회계정보연구**, 23(1), 243-267.
- 김병모 · 황준호(2016), "임원배상책임보험과 기업의 위험 추구," **한국증권학회지**, 45(5), 1167-1197.
- 김병연(2008), "상법상 이사의 책임제한에 대한 연구," **비교사법**, 15(1), 237-267.
- 김정호(2014), "이사의 책임제한," **고려법학**, 74(4), 399-452.
- 김창범 · 이재성(2010), "투자과 기업성과간의 관계에 관한 연구," **재무와 회계정보저널**, 10(3), 31-58.
- 권영준(2012), "프로젝트 파이낸스 대출에 관한 저축은행 이사의 손해배상책임," **비교사법**, 19(1), 213-254.
- 박애영 · 이경태 · 이상철(2006), "경영자 스톡옵션 보상과 주식소유가 연구개발투자에 미치는 영향," **회계학연구**, 31(2), 89-126.
- 박진하 · 권대현(2012), "외국인주주의 지분율이 기업의 투자효율성에 미치는 영향," **회계학연구**, 37(3), 277-307.
- 배한수 · 김경화 · 우미진(2013), "기업지배구조가 과소투자에 미치는 영향," **국제회계연구**, 49, 339-362.
- 손성규 · 오윤숙 · 배창현(2015), "기업의 소송제기 공시에 대한 시장반응과 감사인의 대응," **회계학연구**, 40(1), 1-35.
- 송인방(2008), "이사의 책임제한과 경영판단의 원칙," **법학연구**, 31, 263-286.
- 신현한 · 이상철 · 장진호(2004), "외부감시주체와 기업가치," **재무연구**, 17(1), 41-72.
- 염지인 · 손성규 · 오덕교(2014), "이사책임감면규정의 도입에 대한 시장반응," **회계저널**, 23(2), 39-71.
- 이 나(2010), "이사의 책임제한에 관한 연구," 경희대학교 대학원(법학과) 석사학위논문.
- 이보미 · 백원선(2015), "투자효율성이 회계이익의 지속성과 가치관련성에 미치는 영향," **경영학연구**, 44(5), 1277-1304.
- 이재홍 · 오명전(2015), "산업 내 경쟁정도가 과잉투자과 자기자본비용 간의 관계에 미치는 영향," **대한경영학회지**, 28(11), 2951-2971.
- 이재홍 · 오명전(2013), "비정상투자가 신용등급에 미치는 영향," **회계정보연구**, 31(4), 263-295.
- 최승욱 · 배길수(2014), "산업전문가 감사인과 피감사기업

- 의 투자의사결정,” *회계학연구*, 39(1), 185-216.
- 최정호(2014), “시설투자, 투자효율성 및 기업성과,” *세무와 회계저널*, 15(4), 47-74.
- Aguir, I, N. Burns, S. A. Mansi, and J. K. Wald (2014), “Liability Protection, Director Compensation, and Incentives,” *Journal of Financial Intermediation*, 23(4), 570-589.
- Bhagat, S., J. A. Brickley, J. L. Coles(1987), “Managerial Indemnification and Liability Insurance: The Effect on Shareholder Wealth,” *Journal of Risk and Insurance*, 54(4), 721-736.
- Biddle, G. C, G. Hilary, and R. S. Verdi(2009), “How does Financial Reporting Quality relate to Investment Efficiency?,” *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
- Brook, Y., and R. K. S. Rao(1994), “Shareholder Wealth Effects of Directors’ Liability Limitation Provisions,” *Journal of Financial and Quantitative*, 29(3), 481-497.
- Chatterjee, S, and B. Wernerfelt(1991), “The Link between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence,” *Strategic Management Journal*, 12(1), 33-48.
- Copeland, T. and F. F. Weston(1979), “Financial Theory and Corporate Policy,” Addison-Wesley
- Fama, E., and M. C. Jensen(1983), “Agency Problems and Residual Claims,” *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Hirshleifer, D., and A. V. Thakor(1994), “Managerial Performance, Boards of Directors and Takeover Bidding,” *Journal of Corporate Finance*, 1(1), 63-90.
- Hoskisson, R., M. A. Hitt, and C. W. L. Hill(1993), “Managerial Incentives and Investment in R&D in Large Multiproduct Firms,” *Organization Science*, 4(2), 325-341.
- Janjigian, V., and P. J. Bolster(1990), “The Elimination of Director Liability and Stockholder Returns: An Empirical Investigation,” *Journal of Financial Research*, 13(1), 53-60.
- Jensen, M., and W. Meckling(1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C(1986), “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kang, M. J, H. Y. Lee, M. G. Lee, and J. C. Park (2014), “The Association between Related-party Transactions and Control - Ownership Wedge: Evidence from Korea,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, 272-296.
- Lennox, C. S, J. Francis, and Z. Wang(2012), “Selection Models in Accounting Research,” *The Accounting Review*, 87(2), 589-616.
- Li, K. F, and Y. P. Liao(2014), “Directors’ and Officers’ Liability Insurance and Investment Efficiency: Evidence from Taiwan,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, 18-34.
- Lin, C., M. S. Officer, and H. Zou(2011), “Directors’ and Officers’ Liability Insurance and Acquisition Outcomes,” *Journal of Financial Economics*, 102(3), 507-525.
- Mayers, D. and C. Smith(1982), “On the Corporate Demand for Insurance,” *Journal of Business*, 55(2), 281-296.
- McTier, B. C, and J. K. Wald(2011), “The Causes and Consequences of Securities Class Action Litigation,” *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 649-665.
- Murphy, K. J(1985), “Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis,” *Journal of Accounting and Eco-*

- nomics*, 7(1-3), 11-42.
- Netter, J., and A. Poulsen(1989), "State Corporation Laws and Shareholders: The Recent Experience," *Financial Management*, 18(3), 29-40.
- O'Brien, J. P.(2003), "The Capital Structure Implications of Pursuing a Strategy of Innovation," *Strategic Management Journal*, 24(5), 415-431.
- O'Sullivan, N.,(2002), "The Demand for Directors' and Officers' Insurance by Large UK Companies," *European Management Journal*, 20(5), 574-583.
- Sanders, W., and M. A. Carpenter(2003), "Strategic Satisficing? A Behavioral-Agency Theory Perspective on Stock Repurchase," *The Academy of Management Journal*, 46(2), 160-178.
- Stiglitz, J. E, and A. Weiss(1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.

A Study on the Liability Limitation Provision: Evidence from Korea - Investment and Firm Value -

Changhyun Bae* · Sungkyu Sohn**

Abstract

This study investigates whether and how the Liability Limitation Provision (hereafter LLP) protects corporate directors from risky managerial decisions. This study is motivated by the increasing number of LLP adopting companies since 2012, despite of the market-wide controversy on LLP. The popular adoption of LLP suggests that the adoption of LLP has its expected benefit greater than its expected cost. Evidently, the purpose of LLP is to encourage corporate managers to fully exercise their discretion with good will. The LLP is voluntarily adopted in each company upon shareholders' agreements adding the LLP article to the articles of incorporation.

This paper first examines whether the adoption of LLP reduces inefficient corporate investment behavior by promoting managers to make more optimal investment decisions. Further exploring the impact of LLP, this paper examines how the firm value is affected after the adoption of LLP. As public voices against the LLP has criticized potential side effect of the provision, I have conducted an additional analysis on whether the adoption of LLP increases information asymmetry by examining for association with related-party transaction. This indicates LLP is available to companies with high likelihood of managerial opportunistic behavior. This study finds that the LLP is positively associated with investment, and this association is more evident among under-investment firms. Testing for the association between LLP and firm value, I find no association in general. However, among under-investment firms I have found a positively significant association between LLP and firm value. Additionally, I have found that the adoption of LLP does not have a significant association with related-party transactions.

This study contributes to the literature by enhancing understanding on the LLP. First, I provide empirical evidence about how the adoption of LLP affects corporate investment level

* Ph. D, School of Business, Yonsei University, First Author

** Professor, School of Business, Yonsei University, Corresponding Author

and firm value. Second, this study contributes to existing literature on corporate investment efficiency by showing that the LLP can control for managerial preference on risk-averse decisions and resolve under-investment issues. Lastly, this study contributes to the academic controversy on the LLP, by providing an argument against the potential side effect of LLP.

Key words: Liability Limitation Provisions, Director liability, Investment, Firm Value, Risk Aversion

-
- 저자 배창현은 연세대학교에서 경영학박사(회계학 전공)를 취득하였다. 주요 관심분야는 대리인 문제, 특수관계자 거래, 재무보고 적시성, 자본비용, 공시, 기관투자자 주주행동주의 등이 있다.
 - 저자 손성규는 현재 연세대학교 경영학과에서 교수로 재직 중이다. 연세대학교 경영학과를 졸업하였으며, 미국 노스웨스턴대학교에서 경영학박사를 취득하였다. 제35대 한국회계학회 회장, 금융감독원 감리위원회 감리위원 및 회계기준위원회 비상임위원 등을 역임한 바 있다. 연구관심 분야는 회계정보예측, 회계감사, 경영자의 자발적 공시 등이 있다.