

# The Effect of Adoption of the Liability Limitation Provisions for Directors\*

## 이사의 손해배상책임 감경규정 도입의 효과

Jinbae Kim(First Author)

Korea University Business School  
(jinbae@korea.ac.kr)

Jeong-taek Kim(Corresponding Author)

Korea University Business School  
(ssummit@naver.com)

.....

This paper investigates the effect of adoption of the Liability Limitation Provisions(LLP) on managerial behavior and future firm performance, and studies what role the corporate governance plays in this context. Our findings are summarized as follows. First, we document that LLP adopters spend more R&D expenditures, have higher idiosyncratic risk, and have greater volatility in operating performance than non-LLP adopters. Second, there is no significant difference in firm performance between LLP adopters and non-LLP adopters. This implies although LLP adoption lets managers take more risk, it does not immediately lead to better performance due to certain offsetting factors. Third, however, when an analysis is conducted on subsamples divided based on the effectiveness of corporate governance, we find that LLP adopters exhibit better operating performance than non-LLP adopters in a subsample of firms with good governance. This suggests the better the governance structure, the more effectively the negative effects of LLP are suppressed and the better the positive effects of LLP are manifested. Overall, this study shows that LLP adoption can promote bold managerial behavior, and lead to better firm performance, especially in firms with good governance. The findings of this study provide empirical support to justify the LLP in Korea.

Key Words: Liability limitation provisions, Investment, Firm risk, Corporate governance

.....

### 1. 서론

본 연구는 2011년 상법 개정으로 도입된 이사의 손해배상책임 감경규정(이하 '책임감경규정')이 기업

의 투자양상 및 미래성과에 미치는 영향을 조사하고, 이 과정에서 기업지배구조가 어떤 역할을 하는지 살펴본다.

우리나라의 상법은 이사가 '고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 게을

Submission Date: 04. 19. 2021      Revised Date: (1st: 07. 19. 2021)      Accepted Date: 07. 23. 2021

\* This research is supported by Korea University Business School research fund (in 2021).

리한 경우에' 회사에 대해 손해배상책임을 지도록 규정하고 있다(상법 제399조 제1항). '과실책임주의'<sup>1)</sup>라는 현대 민법의 기본원칙에 비추어보면 잘못된 경영판단으로 손해를 본 이들에 대해 그 판단의 주체가 직접 책임을 지도록 하는 이 규정은 일견 합리적으로 보인다. 그러나 최근 들어 경영진의 책임을 추궁하는 주주 대표소송이 빈번해지면서 이러한 규정이 경영진으로 하여금 모험적인 결정을 회피하도록 만들어 장기적인 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다는 우려가 제기되어 왔다. 즉, 이사의 손해배상책임에 대한 규정은 귀책의 판단이나 책임의 범위 등이 모호하여 경영자로 하여금 신제품 개발, 신시장 개척 등과 같은 성장을 위해 필수적이지만 위험을 수반하는 경영판단을 주저하게 만든다는 것이다. 이에 2011년 상법 개정을 통해 이사의 책임한도를 제한할 수 있는 조항이 추가되었는데, 이 조항에 따르면 회사는 '정관에서 정하는 바에 따라' 이사의 손해배상책임을 최근 1년간 보수의 6배(사외이사는 3배) 이내로 제한할 수 있게 된다(상법 제400조 제2항, 2012. 4. 15 시행). 외국에서도 이와 유사한 입법례를 발견할 수 있는데, 가령 미국의 경우 모범회사법(Model Business Corporation Act)<sup>2)</sup>과 델라웨어 주(州)의 회사법(Delaware General Corporation Law)<sup>3)</sup> 등에서 정관 규정에 따라 주주 및 회사에 대한 이사의 손해배상책임을 제한할 수 있다는 규정을 두고 있다. 개정상법 시행 후 많은

회사들이 이사의 책임감경규정을 도입하고 있는데, 구체적으로 2012-2015년의 기간동안 한국거래소 유가증권시장 상장회사의 과반수(약 53%)가 해당 규정을 도입한 것으로 나타났다.

이론적 측면에서 책임감경규정은 기업에 대해 긍정적인 효과와 부정적인 효과를 모두 가질 수 있다. 먼저 대리인인 경영자는 위험회피적(risk-averse)인 특성이 있는데(Hölmstrom, 1979), 경영자의 책임한도를 사전에 정하는 책임감경규정은 경영자의 위험을 낮춤으로써 경영자-주주 간에 보다 나은 위험분담(risk-sharing)을 가능하게 하여 동일한 비용으로 더 유능한 경영자를 구할 수 있게 해줄 뿐만 아니라 그들로 하여금 보다 적극적인 경영판단을 할 수 있게 한다는 점에서 긍정적인 효과를 가진다. 다른 한편으로, 책임감경규정은 경영실패에 대한 책임을 일정수준으로 제한함으로써 대리인 문제(경영자의 도덕적 해이)를 야기할 수 있다는 점에서 부정적인 효과도 가질 수 있다. 이는 최근 활발한 논의가 이루어지고 있는 경영자의 보수환수제도(clawback)와 상반된 기대효과를 가진다는 점에서 흥미로운 연구주제이기도 하다. 본 연구는 이처럼 상충되는 이론적 근거를 동시에 가지는 책임감경규정의 도입효과를 실증적으로 분석함으로써 정책당국 및 기업의 다양한 이해관계자들에게 유용한 정보를 제공하고자 한다.

본 연구는 개정된 상법의 시행시점(2012년) 이후

1) 행위주체의 고의 또는 과실이 있는 경우에만 책임을 진다는 원칙으로 '자기책임주의'라고도 한다. 이는 행위와 결과 사이에 명백한 인과관계만 있으면 행위주체의 책임이 인정된다는 '결과책임주의'에 비해 행위주체의 귀책범위를 좁게 해석하는 원칙이다.

2) MBCA 2.02(b)(4): "a provision eliminating or limiting the liability of a director to the corporation or its shareholders for money damages for any action taken, or any failure to take any action, as a director, except liability for (A) the amount of a financial benefit received by a director to which he is not entitled; (B) an intentional infliction of harm on the corporation or the shareholders; (C) a violation of section 8.33; or (D) an intentional violation of criminal law."

3) Del. Gen. Corp. Law 102(b)(7): "A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director. (중략)"

책임감경규정 도입기업과 미도입기업 간의 투자(위험감수) 양상 및 경영성과의 차이를 각각 조사한다. 분석대상은 한국거래소 유가증권시장 상장기업이며, 표본기간은 2012년부터 2015년까지이다.

분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 책임감경규정을 도입한 회사는 그렇지 않은 회사에 비해 R&D 투자를 더 많이 하고, 비체계적 위험(idiosyncratic risk) 수준이 더 높으며, 영업성과(투자자본수익률)의 변동성이 더 큰 것으로 나타났다. 이는 책임감경규정의 도입이 경영자로 하여금 보다 큰 경영위험을 감수할 유인을 제공함을 시사한다. 둘째, 책임감경규정을 도입한 회사와 그렇지 않은 회사의 경영성과(투자자본수익률, 주가수익률) 사이에는 유의한 차이가 없었다. 이는 책임감경규정의 도입이 경영자의 위험감수를 일정부분 유도하기는 하지만 기타 요인들로 인해 즉시 더 나은 성과로 이어지는 않음을 의미하는 것으로 보인다. 셋째, 그러나 지배구조가 좋은 기업과 좋지 않은 기업을 구분하여 분석했을 때에는 다른 결과가 관찰되었다. 즉, 지배구조가 좋은 기업들만 대상으로 했을 때 책임감경규정을 도입한 회사는 도입하지 않은 회사보다 영업성과(투자자본수익률)가 유의하게 높았던 반면, 지배구조가 좋지 않은 기업들만 대상으로 했을 때에는 도입회사와 미도입회사의 영업성과에 체계적인 차이가 발견되지 않았다. 이는 지배구조가 좋은 기업일수록 책임감경규정의 부정적 효과(즉, 경영자의 도덕적 해이)는 억제되고 위험감수를 통한 영업성과 개선이라는 긍정적 효과가 잘 발현되는 것으로 해석할 수 있다.

종합적으로, 본 연구는 책임감경규정의 도입이 경영자의 위험감수를 촉진하고, 특히 대리인 문제를 효과적으로 억제할 수 있는 지배구조를 갖춘 기업에서는 미래 영업성과 개선에도 긍정적인 영향을 미침

을 보이고 있다. 이사의 책임감경규정은 도입 전부터 현재에 이르기까지 그 효과에 대해 많은 논란이 있어 왔다. 본 연구는 실증분석을 통해 경영자의 책임완화가 진취적인 경영으로 이어진다는 증거를 제시하였다는 점에 가장 큰 공헌점이 있다. 이와 더불어 책임감경규정의 도입취지를 살리기 위해서는 이 제도가 악용될 여지를 줄이기 위한 효과적인 감시체계의 구축이 동시에 이루어져야 함을 보여줌으로써 정책당국에 중요한 시사점을 제공한다. 현재까지 책임감경규정과 관련한 선행연구가 드물다는 사실에 비추어보면, 본 연구는 이 제도의 효과에 영향을 미치는 다른 조건들에 대한 조사 등 후속연구의 출발점이 될 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 관련된 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 제 III장은 연구모형을 설명하고 표본을 기술한다. 제 IV장은 실증분석결과를 제시하고, 제 V장은 본 연구의 결론을 서술한다.

## II. 선행연구 검토 및 가설설정

### 2.1 선행연구 검토

미국에서 경영자의 주의의무(duty of care)와 손해배상책임 문제가 주목을 받게 된 계기는 1985년에 있었던 Smith v. Van Gorkom 판결이었다. TransUnion Corp의 CEO이자 이사회 의장이었던 Van Gorkom은 자신의 회사를 매각하는 과정에서 전문가의 자문 없이 CFO의 의견에 따라 독단적으로 지분매각가격을 산정하였고, 이사들은 매각조건이 적절하다는 Van Gorkom 및 CFO의 주장만을

민은 채 매각을 승인하였다. 이후 이 사실을 알게 된 주주들이 매각조건이 부적절하다고 주장하며 주주대표소송을 제기하였고, 텔라웨어주 대법원은 이사가 주의의무를 중대하게 위반(grossly negligent)했기에 경영판단원칙(business judgment rule)의 보호를 받을 수 없다고 밝히며 해당 경영자에게 막대한 배상책임을 부과하였다. 이 판결 이후 기업들이 경영자에게 통상적으로 제공하던 임원배상책임보험의 보험료가 급격히 상승함에 따라 많은 기업들이 책임보험의 대안으로서 정관에 이사의 책임제한(Liability Limitation Provisions: LLP) 규정을 명시하는 방법을 선택하게 되었다(Bae and Sohn, 2018).

LLP와 관련한 선행연구들 중 다수를 차지하는 것은 LLP의 도입을 시장이 어떻게 받아들이는지에 대한 연구이다. 초창기 연구로서 Netter and Poulsen (1989)는 Fortune 500에 속한 기업 중에서 주주총회 위임장(proxy statements)에 LLP 도입 안건이나 투자자의 소 제기시 임원의 소송비용 보전(indemnification) 안건이 있는 기업에 대한 시장반응을 조사하였는데, 분석결과 어떤 사건범위(window)에서도 유의한 누적초과수익률(CAR)을 발견하지 못하였고 따라서 시장이 LLP 도입에 특별히 반응하지 않는다는 결론을 제시하였다. Janjigian and Bolster(1990)은 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장된 기업 중 주주총회 위임장에 LLP 안건이 있는 기업들의 사건일(주주총회 위임장일, 주주총회일) 기준 [-5일, +5일]의 초과수익률(abnormal return: AR)과 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)을 조사한 결과 둘 모두 통계적으로 유의한 값을 가지지 않음을 발견하였는데, 이는 Netter and Poulsen(1989)의 발견과 일치하는 결과이다. 한편, Brook and Rao(1994)는 주주총회 위임장

에 LLP 도입 안건이 있는 기업들을 대상으로 기업 성과에 따라 LLP 도입에 대한 시장반응에 차이가 있는지를 조사하였는데, 성과가 저조한 기업일수록 투자자들이 LLP 도입에 긍정적인 반응을 보인다는 사실을 발견하고 이를 재무적 곤궁에 처한 기업의 투자자들이 유능한 경영자의 영입을 위한 방편으로 LLP의 도입을 긍정적으로 평가하는 것으로 해석하였다. 국내에서는 Yum, Sohn, and Oh(2014)가 LLP의 도입의사를 최초로 공시한 날(주주총회 소집 통지에 안건 기재)을 사건일로 하여 다양한 사건범위(window)에 대해 시장반응을 조사한 결과, 도입 기업의 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)이 미도입기업에 비해 높은 것을 발견하고 이를 우리나라 투자자들이 LLP 도입을 긍정적으로 평가하는 것으로 해석하였다.

LLP 도입이 기업의 투자양상이나 기업가치에 미치는 영향을 조사한 연구로는 Bae and Sohn(2018)이 있는데, 이 연구는 LLP 도입기업이 미도입기업에 비해 R&D 투자가 유의하게 높다는 사실과, 특히 과소투자기업의 경우 LLP 도입이 R&D 투자 및 기업가치(Tobin Q)의 증가로 이어진다는 사실을 발견하였다. 본 연구는 Bae and Sohn(2018)의 연구주제를 확장하였는데, 구체적으로 R&D 투자 외에 다양한 경영위험의 대응치들을 사용함으로써 LLP 도입이 경영자의 위험감수행위에 미치는 영향을 더 심도있게 조사하고, 달라진 투자양상이 실제 기업성과에 어떻게 영향을 미치는지 조사하였으며, 이 과정에서 지배구조의 역할에 대해서도 아울러 조사하였다.

한편, 관련된 선행연구로서 임원배상책임보험(directors' and officers' liability insurance: D&O) 가입이 기업의 투자나 가치에 미치는 영향을 조사한 연구들도 존재하는데 이들은 혼재된 실증결

과를 제시한다.<sup>4)</sup> Li and Liao(2014)는 대만의 기업들을 대상으로 임원배상책임보험이 기업의 투자효율성에 미치는 영향을 조사한 결과 보험의 보장범위가 넓을수록 기업의 과잉투자 성향도 커진다는 사실을 발견하고, 이를 임원배상책임보험이 경영자의 기회주의적인 행위를 야기하는 것으로 해석하였다. 반면 Kim and Hwang(2016)는 국내 상장기업을 대상으로 조사를 수행한 결과, 임원배상책임보험 가입 기업이 미가입기업에 비해 미래 주가수익률 변동성과 R&D 지출 수준이 유의하게 높고 기업가치의 증가폭도 더 크다는 사실을 발견하고, 이를 보험이 경영자의 위험회피 성향을 완화시켜 기업가치를 높이는 방향으로 작용한다고 해석하였다.

## 2.2 가설설정

장기적인 기업가치의 극대화를 추구하는 주주와 자신의 단기적인 보상에 관심이 있는 경영자 간에는 이해상충이 발생하기 쉽다. 이러한 이해상충은 위험에 대한 선호의 차이로 이어지는데 주주는 부의 극대화에 관심이 있을 뿐 위험에 대해서는 중립적인 반면, 정해진 기간 동안 고용되는 경영자는 장기적인 기대가치가 높더라도 자신의 책임기간 동안의 기대보상을 감소시킬 수 있는 프로젝트는 피하려는 위험회피 성향을 가진다(Amihud and Lev, 1981). 경영자의 보상이 회계수치나 주가에 연동하여 결정되는 경우가 많음을 감안했을 때 책임감경규정 도입으로 보상의 상한은 변하지 않으면서 하한은 제한될 때 경영자의 위험회피 유인은 줄어들 것으로 예상할 수 있다. 이와 관련하여 Gollier, Koehl, and

Rochet(1997)은 경영자가 유한책임을 지는 기업이 무한책임을 지는 기업에 비해 위험에 대한 최적 노출수준(optimal exposure to risk)이 항상 높음을 이론적으로 보였고, O'Sullivan(2002)는 임원책임배상보험(D&O)를 구매한 기업의 경영자일수록 위험회피적인 성향이 억제되어 고위험투자에 적극적으로 나서기 쉽다고 주장하였다. 한편 이러한 주장을 뒷받침하는 국내기업 실무자의 진술도 존재한다. 2012년에 책임감경규정을 정관에 명시한 한 회사의 관계자는 규정의 도입목적은 다음과 같이 밝히고 있다.

“이사 ‘무한책임’ 부담 줄인다... 건설사, 정관 변경 잇따라”, (이데일리, 2012.3.15.)<sup>5)</sup>

...(중략)... xx산업 관계자는 “회사 경영에 자율성을 부여하고, 공격적인 경영을 할 수 있게끔 하자는 것이 취지다. 책임감경 외에도 자금조달 측면에서도 좋아지는 부분이 있다.”고 밝혔다.

이상의 논의로부터 첫 번째 가설을 다음과 같이 도출하였다.

가설 1: 이사의 손해배상책임 감경규정 도입과 경영자의 위험감수 수준에는 양의 관련성이 있다.

가설 1에서 예측한대로 책임감경규정 도입이 경영자의 위험회피 유인을 낮춘다면, 유망하지만 위험이 따르는 프로젝트에 대한 투자가 증가할 것으로 예상된다. 특히 제품에 대한 수요가 급변하여 제품수명 주기는 짧아지고 불확실성은 커지는 현 시점에서 모

4) 임원배상책임보험은 LLP와 동일하지는 않지만 경영자의 책임을 일정수준으로 제한한다는 점에서 LLP와 유사한 기대효과를 가질 것으로 판단되므로 함께 소개한다.

5) <https://www.edaily.co.kr/news/read?newsId=02328806599463648&mediaCodeNo=257&OutLnkChk=Y>

험적이고 혁신적인 사업기회를 탐색하는 것은 기업과 경영자 모두의 생존에 필수적인 요소라고 할 수 있다. 이런 관점에서 Ireland, Hitt, and Sirmon (2003)은 현재에 안주하기보다 고객의 수요를 미리 예측하고 그로부터 새로운 사업기회를 추구하는 공격적인 경영이 더 나은 성과로 이어진다고 주장하였다. 이 주장을 뒷받침하는 실증연구로는 Hult, Snow, and Kandemir(2003)과 Wiklund and Shepherd(2003) 등을 들 수 있는데, 이들은 강한 기업가 정신(entrepreneurship)을 가진 기업이 그렇지 않은 기업보다 더 나은 영업성과를 보고하는 경향이 있음을 발견하였다. 또한 Walls and Dyer (1996)은 기업의 성과에 있어 위험감수성향(risk propensity)이 매우 중요한 요소라고 주장하면서, 자신들이 개발한 risk tolerance ratio(RTR)를 위험감수성향의 대용치로 사용하여 적정한 위험수준을 선택하는 것이 보다 나은 경영성과로 이어짐을 실증적으로 입증한 바 있다.

이상의 논의를 정리하면 책임감경규정의 도입으로 혁신적 결정에 대해 경영자 개인이 부담해야 할 위험이 낮아진다면 경영자도 위험을 감수함으로써 얻게 되는 기대보상이 증가하여 실제 위험부담수준을 높이게 되고 이는 곧 기업성과의 개선으로 이어진다는 것이다. 이러한 논리에 기반하여 본 연구의 두 번째 가설을 다음과 같이 설정하였다.

가설 2: 이사의 손해배상책임 감경규정 도입과 기업의 미래성과 사이에는 양의 관련성이 있다.

책임감경규정의 도입은 긍정적인 기대효과(경영자의 적극적인 경영활동)와 부정적인 기대효과(경영자의 도덕적 해이)를 동시에 가진다. 먼저, 경영자의

배상책임이 일정범위내로 한정되면 프로젝트 실패에 대한 압박이 줄어들어 고위험-고수익의 모험적인 의사결정을 할 유인이 커진다. 적절한 수준의 위험추구는 기업가치 제고를 위해 필수적(Dixit and Pindyck, 1993)이므로 이는 책임감경규정의 긍정적인 기대효과라고 할 수 있다. 그러나 배상책임이 과실에 비례하여 증가하지 않는다는 사실로 인해 경영자가 극도로 기회주의적인 행위를 할 유인도 증가한다. 경영자가 자신의 사적이익을 극대화할 수 있는 지대추구행위(rent extraction)를 했을 때 얻게 되는 이익에는 제한이 없지만, 적발 시에 배상해야 할 책임에는 상한이 있기 때문이다. 결국, 책임감경규정의 도입취지를 살리기 위해서는 긍정적인 기대효과는 높이고 부정적인 기대효과는 낮추어 종합적으로 양(+)의 순효과(net effect)를 얻을 수 있어야 한다. 따라서 만약 부정적인 기대효과, 즉 대리인 문제를 억제할 수 있는 환경이라면 책임감경규정을 통해 양의 순효과를 얻게 될 가능성이 높아질 것으로 예상할 수 있다. 대리인 문제를 완화하기 위한 대표적인 기제로 기업지배구조를 들 수 있는데, 선행 연구들은 회계이익의 정보성(informativeness), 재무보고의 질, 기업가치 등을 대리인 비용의 역의 대용치(inverse proxy)로 사용하여 지배구조가 좋은 기업일수록 대리인 비용이 줄어든다는 실증증거들을 제시하였다. 먼저 Bushman, Chen, Engel, and Smith(2000)은 이사회 구성, 경영진의 지분을 등으로 지배구조의 효과성을 측정 후 지배구조가 효과적이지 않을수록 회계이익과 주가 간의 연관성이 감소함을 발견하였고(회계이익의 정보성 저하). Vafeas(2005)는 재무분석가 예측치(benchmark) 달성과 손실 회피를 재무보고품질의 대용치로 사용하여 감사위원회로 대표되는 지배구조가 약할수록 재무보고품질이 낮아진다는 사실을 보고하였다. 또

한 Vintila, Onofrei, and Gherghina(2015)은 이사회 특성(지배구조 수준)의 대용치로 사용하여 이사회 독립성과 기업가치 간에 양의 관계가 존재함을 발견하였다.

이상의 논의를 요약하면 책임감경규정의 도입은 상충되는 기대효과를 동시에 가지지만, 지배구조가 양호한 기업에서는 긍정적인 효과(적극적 경영)가 부정적인 효과(대리인 문제)를 능가하여 결과적으로 더 나은 기업성으로 이어진다는 것이다. 이에 본 연구는 다음과 같이 마지막 가설을 제시한다.

가설 3: 기업지배구조가 좋은 기업일수록 이사의 손해배상책임 감경규정 도입과 미래성과 사이의 양의 관련성이 강하게 나타난다.

### III. 연구모형, 변수 및 표본

#### 3.1 연구모형

가설들을 검증하기 위해 본 연구는 각 기업이 책임감경규정(LLP)의 도입여부를 선택할 수 있도록 상법이 개정된 2012년 이후 규정 도입기업과 미도입기업의 차이를 분석하는 방법을 사용하였다. 가설 1은 LLP 도입과 경영자의 위험감수 수준에는 양의 관련성이 있을 것이라고 예측하는데, 이를 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 INV_{t+1} = & a_0 + a_1LLP_t + a_2SIZE_t + a_3LEV_t \\
 & + a_4CR_t + a_5CASH_t + a_6MTB_t + a_7OWN_t \\
 & + a_8FOR_t + a_9GROWTH_t + Year \\
 & + Industry + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

INV : 위험투자 측정치

ROIC\_VOL = 과거 5년간 ROIC의 표준편차.

RnD = 연간 R&D지출액 / 총매출액;

BETA = 체계적 위험. 시장모형에 따른 과거 1년간 베타(KOSPI 수익률의 회귀계수);

RMSE = 비체계적 위험. 시장모형에 따른 지난 1년간 잔차항의 표준편차;

설명변수:

LLP = 이사 책임감경규정 도입 기업의 경우 1의 값을 가지는 더미변수;

SIZE = 총자산에 자연로그 취한 값;

LEV = 총부채 / 총자산;

CR = 유동자산 / 유동부채;

CASH = 현금성 자산 / 총자산;

MTB = 시가총액 / 순자산 장부가액;

OWN = 최대주주 지분율;

FOR = 외국인주주 지분율;

GROWTH = 전기 매출액 변화율.

종속변수로는 영업활동의 불확실성을 대리하는 영업성과의 변동성, 고위험투자의 대용치인 연구개발비 지출액, 기업의 거시환경적 위험과 고유 위험을 각각 대리하는 체계적 위험, 비체계적 위험을 사용하였다. 이 중 체계적 위험은 경영자가 통제하기 힘든 위험을, 비체계적 위험은 경영자가 일정부분 통제할 수 있는 위험을 대리하기 위해 구분하여 포함하였다(Jung, 2015). 통제변수로는 선행연구를 참고하여 투자 혹은 위험수준 등에 영향을 미치는 변수들을 포함하였다. 먼저 기업규모가 클수록 외부자금 조달이 용이하여 투자를 더 많이 할 가능성이 있기 때문에 SIZE를 포함하였다. 부채비율이 클수록 부채계약(debt covenant)으로 인한 투자 제약 수준이 높아질 것이므로 LEV를, 유동비율이나 현금보유비율이 높을수록 투자여력 또한 높아질 것이므로 CR 및 CASH를 모형에 포함하였다. 또한 기업

의 성장성이 클수록 지속적인 투자 가능성이 올라가므로 *MTB* 및 *GROWTH*를 포함하였고, 최대주주 지분율이 커질수록 최대주주의 위험이 분산되지 않아 고위험투자를 꺼릴 가능성이 있으므로 *OWN*을 통제변수로 포함하였다. 모형 (1)에서 관심변수는  $LLP_t$ 인데 그 계수인  $a_1$ 이 양(+)의 값을 가진다면 가설 1을 지지하는 결과가 될 것이다.

가설 2는 *LLP* 도입과 기업의 미래성과 사이에 양의 관련성이 있을 것으로 예측하고 있다. 본 연구는 영업성과의 측정치로 투자자본수익률(*ROIC*)을, 기업가치 관련 성과의 측정치로 주가수익률(*RET*)을 각각 사용하였다. 영업성과의 측정치로 *ROIC*를 사용한 이유는 *ROIC*가 *ROA*나 *ROE*와 달리 비영업 자산이나 재무구조의 영향을 배제하고 핵심영업활동에서 도출된 성과를 보다 정확히 나타낸다고 판단하였기 때문이다. 가설 2를 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 PERF_{t+1} = & a_0 + a_1LLP_t + a_2SIZE_t + a_3LEV_t \\
 & + a_4CR_t + a_5CASH_t + a_6MTB_t + a_7OWN_t \\
 & + a_8FOR_t + a_9GROWTH_t + a_{10}PERF_t \\
 & + Year + Industry + \varepsilon \quad (2)
 \end{aligned}$$

*PERF* : 경영성과 측정치

*ROIC* = 영업이익/(매출채권+재고자산-매입채무+유형자산);

*RET* = 월별 수익률로부터 계산한 연간 수익률.

모형 (2)의 설명변수는 기업성과의 자기상관적 특성(*autocorrelation*)을 통제하기 위해 당기 성과를

추가로 포함한 것 외에는 모형 (1)과 동일하다. 모형 (2)에서 관심변수는  $LLP_t$ 로서 가설 2를 지지하기 위해서는  $a_1$ 이 양(+)의 값을 가져야 한다.

가설 3은 기업지배구조의 수준에 따라 가설 2의 결과가 차별적으로 나타날 것으로 예상하고 있는데, 이를 검증하기 위해 좋은 지배구조를 가진 기업과 그렇지 않은 기업들로 구성된 두 개의 하위표본을 구성한 후 모형 (2)를 이들 각 하위표본에 대해 따로 회귀추정하였다. 여기서 지배구조의 수준을 측정하기 위해 한국기업지배구조원(KCGS)에서 제공하는 지배구조 평가등급을 활용하였는데, 해당 등급은 S, A+, A, B+, B, C, D의 7개로 구분되어 있으며 본 연구에서는 B+ 이상의 등급을 받은 경우 좋은 지배구조를 가진 기업으로 정의하였다.<sup>6)</sup>

### 3.2 표본구성

본 연구는 다음의 조건들을 모두 만족하는 관측치들로 표본을 구성한다.

- (1) 한국거래소 유가증권시장 상장기업
- (2) 12월말 결산기업
- (3) 비금융기업
- (4) KisValue 및 TS2000에서 변수 측정을 위한 모든 자료를 확보할 수 있는 기업

〈표 1〉은 본 연구의 표본 구성과정과 연도별 분포를 제시한다. 본 연구의 표본기간은 2012년부터 2015년까지이다.<sup>7)</sup> 시작시점을 2012년으로 한 이

6) 'A'등급 이상은 표본의 3%로서 비중이 지나치게 작았고, 'B'등급 이상은 표본의 65%로서 건전한 지배구조를 대표한다고 보기에는 비중이 너무 컸기에 17%의 비중을 가진 'B+'등급 이상을 기준으로 사용하였다. 다만 'A'등급 이상을 기준으로 사용하였을 경우에도 결과는 질적으로 유사하였다.

7) 분석을 위해 t+1기의 자료가 필요하므로 실제로는 2012년부터 2016년까지를 대상으로 자료를 수집하였다.



〈Table 1〉 Sampling process and the yearly distribution

**Panel A:** Sample selection procedure

Initial observations from 2012 to 2015	2,720
Less:	
Missing financial statement data	273
Missing ownership-related data	86
Final observations	2,361

**Panel B:** Yearly distribution

Year	LLP adoption	LLP non-adoption	Total
2012	238	332	570
2013	304	275	579
2014	342	253	595
2015	357	260	617
Total	1,241	1,120	2,361

유는 기업들로 하여금 LLP를 도입할 수 있도록 허용한 상법 개정안이 2012년부터 시행되었기 때문이다. LLP에 대한 자료는 각 기업의 사업보고서에 첨부된 정관으로부터 수작업으로 수집하였고, 재무 관련 자료 및 소유구조 관련 자료는 NICE평가정보에서 제공하는 KisValue와 한국상장회사협의회에서 제공하는 TS2000 데이터베이스를 활용하여 수집하였다. 또한 기업지배구조 관련 자료는 한국기업지배구조원의 지배구조 평가등급을 사용하였다. 〈표 1〉의 패널 A에서 보는 바와 같이 최초 표본에는 한국거래소 유가증권시장에 상장된 2,720 기업-연도가 포함되었고 여기에서 재무나 소유구조 관련 정보가 누락된 기업 등을 제외하고 난 후 최종적으로 2,361 기업-연도가 본 연구의 분석에 사용되었다. 패널 B를 보면 개정 상법이 시행된 2012년 이후 LLP를 도입하는 기업의 비중은 꾸준히 증가하고 있다는 사실과, 전체 표본을 기준으로 했을 때 LLP 도입기업이 과반수 이상(52.6%)임을 확인할 수 있다.

## 3.3 기술통계

분석에 사용된 주요변수들의 기술통계량은 〈표 2〉의 패널 A에 제시되어 있다. 이를 통해 표본의 약 53%가 이상의 책임감경규정(LLP)을 도입했다는 사실을 먼저 확인할 수 있다. 위험수준의 대응치 중 매출액 대비 연구개발비 지출비중(*RnD*)은 평균(중위값) 2%(1%) 수준이었고, 시장베타(*BETA*)는 평균(중위값) 0.88(0.81), 비체계적 위험(*RMSE*)은 평균(중위값) 0.12(0.09)로서 선행연구의 기술통계량과 유사한 분포를 보였다. 표본기간동안 투하자본 수익률(*ROIC*)은 평균(중위값) 6%(5%) 수준이었고, 주가수익률(*RET*)은 평균(중위값) 15%(4%) 수준이었다. 또한 최대주주의 지분비율(*OWN*)은 평균(중위값) 44%(44%)였고, 외국인주주의 지분비율(*FOR*)은 평균(중위값) 10%(4%) 수준이었으며, KCGS가 제공하는 지배구조 평가등급이 B+ 이상인 기업은 전체 표본의 약 17%인 것으로 나타났다.

〈Table 2〉 Descriptive statistics and Correlation matrix

Panel A: Descriptive statistics

Variables	N	Mean	Std.Dev	Q1	Median	Q3
<i>LLP</i>	2,361	0.53	0.50	0.00	1.00	1.00
<i>ROIC_VOL</i>	2,361	0.06	0.10	0.02	0.04	0.06
<i>RnD</i>	1,696 <sup>8)</sup>	0.02	0.04	0.00	0.01	0.03
<i>BETA</i>	2,361	0.88	1.44	0.16	0.81	1.57
<i>RMSE</i>	2,361	0.12	0.11	0.06	0.09	0.13
<i>ROIC</i>	2,361	0.06	0.12	0.01	0.05	0.09
<i>RET</i>	2,361	0.15	0.49	-0.14	0.04	0.30
<i>SIZE</i>	2,361	26.82	1.50	25.83	26.58	27.61
<i>LEV</i>	2,361	0.42	0.21	0.25	0.41	0.57
<i>CR</i>	2,361	2.35	3.45	0.92	1.39	2.26
<i>CASH</i>	2,361	0.05	0.06	0.01	0.03	0.08
<i>MTB</i>	2,361	1.43	1.47	0.61	0.97	1.61
<i>OWN</i>	2,361	0.44	0.16	0.32	0.44	0.55
<i>FOR</i>	2,361	0.10	0.13	0.01	0.04	0.14
<i>GROWTH</i>	2,361	0.03	0.28	-0.07	0.01	0.08
<i>GCG</i>	2,361	0.17	0.38	0.00	0.00	0.00

Panel B: Correlation matrix

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1) <i>LLP<sub>t</sub></i>	1															
(2) <i>ROIC_VOL<sub>t+1</sub></i>	<b>0.02</b>	1														
(3) <i>RnD<sub>t+1</sub></i>	<b>0.06</b>	<b>0.29</b>	1													
(4) <i>BETA<sub>t+1</sub></i>	0.01	-0.01	-0.04	1												
(5) <i>RMSE<sub>t+1</sub></i>	<b>0.10</b>	<b>0.07</b>	0.04	0.03	1											
(6) <i>ROIC<sub>t</sub></i>	-0.02	<b>0.06</b>	<b>0.05</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.12</b>	1										
(7) <i>RET<sub>t</sub></i>	0.02	0.01	<b>0.04</b>	-0.03	<b>0.28</b>	<b>0.15</b>	1									
(8) <i>SIZE<sub>t</sub></i>	<b>-0.15</b>	<b>-0.07</b>	-0.04	<b>0.07</b>	<b>-0.16</b>	<b>0.17</b>	<b>-0.17</b>	1								
(9) <i>LEV<sub>t</sub></i>	<b>0.06</b>	<b>-0.04</b>	<b>-0.15</b>	<b>0.10</b>	<b>0.24</b>	<b>-0.22</b>	0.01	<b>0.19</b>	1							
(10) <i>CR<sub>t</sub></i>	<b>-0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.10</b>	-0.04	<b>-0.09</b>	0.03	-0.03	<b>-0.16</b>	<b>-0.61</b>	1						
(11) <i>CASH<sub>t</sub></i>	<b>0.04</b>	<b>0.08</b>	<b>0.12</b>	<b>-0.04</b>	-0.02	<b>0.06</b>	-0.01	<b>-0.11</b>	<b>-0.26</b>	<b>0.27</b>	1					
(12) <i>MTB<sub>t</sub></i>	-0.02	<b>0.09</b>	<b>0.19</b>	<b>-0.05</b>	<b>0.08</b>	<b>0.19</b>	<b>-0.09</b>	0.02	<b>0.05</b>	-0.03	<b>0.10</b>	1				
(13) <i>OWN<sub>t</sub></i>	<b>0.06</b>	-0.01	<b>-0.19</b>	0	<b>-0.09</b>	<b>0.12</b>	0.02	<b>-0.07</b>	-0.03	-0.03	<b>-0.12</b>	<b>-0.14</b>	1			
(14) <i>FOR<sub>t</sub></i>	<b>-0.11</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.06</b>	-0.01	<b>-0.16</b>	<b>0.22</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.53</b>	<b>-0.18</b>	<b>0.10</b>	<b>0.07</b>	<b>0.15</b>	<b>-0.20</b>	1		
(15) <i>GROWTH<sub>t</sub></i>	0.04	-0.01	0.01	<b>-0.09</b>	-0.03	<b>0.10</b>	0	-0.01	-0.01	-0.04	0.01	<b>0.16</b>	0.03	0.01	1	
(16) <i>GCG<sub>t</sub></i>	<b>-0.17</b>	0.02	<b>0.09</b>	0.03	<b>-0.12</b>	<b>0.15</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.57</b>	0.03	-0.03	0.01	<b>0.07</b>	<b>-0.12</b>	<b>0.39</b>	-0.02	1

Bold denotes two-tail significance at equal to or greater than 5% level.

8) 데이터베이스를 통해 다운로드받은 연구개발비용(*RnD*) 자료에 결측값이 많아서 *RnD* 변수가 포함된 회귀모형에서는 다른 모형에 비해 더 작은 표본이 사용되었다 (〈표 4〉의 모형 2, 〈표 8〉의 모형 2).

〈표 2〉의 패널 B는 주요변수들 간의 피어슨 상관 계수를 보여주고 있다. 먼저 LLP 도입이 영업성과 변동성(*ROIC\_VOL*), R&D 지출(*RnD*), 비체계적 위험(*RMSE*)과 양의 상관관계를 가짐을 볼 수 있는데 이는 LLP의 도입이 경영자의 적극적인 경영활동으로 이어짐을 시사하는 예비적 증거에 해당한다.

#### IV. 실증결과

##### 4.1 종속변수의 차이분석 결과

〈표 3〉은 LLP 도입기업과 미도입기업의 위험수준과 성과를 비교하는 단일변량분석 결과를 제시한다. 표에서 보듯이 LLP 도입기업은 미도입기업에 비해 평균적으로 영업성과의 변동성이 크고, 매출액 대비 연구개발비(R&D) 지출이 많으며, 비체계적 위험

수준도 높은 것으로 나타났다, 이 결과로부터 LLP 도입이 경영자의 위험회피 유인을 낮추는 역할을 함을 추측할 수 있다.

##### 4.2 회귀분석 결과

본 연구의 가설 1은 LLP의 도입이 경영자의 위험회피 유인을 낮출 것이라고 예상한다. 이를 검증하기 위해 LLP 도입이 가능해진 2012년 이후 기간을 대상으로 기업의 차기 위험수준 대응치들을 당기 LLP 도입 더미변수에 대해 회귀하였다(모형 (1)의 회귀계수 추정).<sup>9)</sup> 〈표 4〉는 그 결과를 나타내는데, 위험수준을 대리하는 종속변수 중 *ROIC\_VOL<sub>t+1</sub>*, *RnD<sub>t+1</sub>*, 그리고 *RMSE<sub>t+1</sub>*에 대해 *LLP<sub>t</sub>*의 계수가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. R&D 지출액은 기업의 대표적인 고위험 투자행위라는 점에서, 비체계적 위험은 (거시환경의 영향을 크게 받는 체계적 위험에 비해) 경영자가 상대적으로 잘 통제

〈Table 3〉 Univariate analysis

	<i>LLP<sub>t</sub></i> = 1 (N=1,241)	<i>LLP<sub>t</sub></i> = 0 (N=1,120)	t-test
<i>ROIC_VOL<sub>t+1</sub></i>	0.064	0.056	-2.05**
<i>RnD<sub>t+1</sub></i>	0.024	0.021	-2.27**
<i>BETA<sub>t+1</sub></i>	0.961	0.908	-0.81
<i>RMSE<sub>t+1</sub></i>	0.116	0.103	-3.20***
<i>ROIC<sub>t+1</sub></i>	0.064	0.062	-0.38
<i>RET<sub>t+1</sub></i>	0.163	0.126	-1.18

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

9) 한편, LLP 도입의 보다 장기적인 효과를 파악하기 위해 모든 회귀모형에 대해 종속변수로 (t+2)기의 자료를 사용한 분석도 추가로 실시해 보았다. 분석결과, 가설 1과 관련하여 *RMSE<sub>t+2</sub>*를 종속변수로 사용했을 때 *LLP<sub>t</sub>*의 계수가 유의한 양의 값을 가졌고, 가설 2 및 3의 검증결과도 (t+1)기의 자료를 사용했을 때와 질적으로 유사한 모습을 보여 LLP 도입의 효과는 비교적 장기간 유지됨을 확인할 수 있었다.

〈Table 4〉 Multivariate test of H1

	Model 1 <i>ROIC_VOL<sub>t+1</sub></i>	Model 2 <i>RnD<sub>t+1</sub></i>	Model 3 <i>BETA<sub>t+1</sub></i>	Model 4 <i>RMSE<sub>t+1</sub></i>
	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)
<i>Intercept</i>	0.051 (1.11)	-0.013 (-0.50)	-0.396 (-0.47)	0.354*** (7.02)
<i>LLP<sub>t</sub></i>	0.008** (2.21)	0.003* (1.73)	-0.065 (-0.96)	0.007* (1.80)
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	0.002 (1.29)	0.001* (1.65)	0.029 (1.02)	-0.011*** (-6.68)
<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.077*** (-6.86)	-0.024*** (-4.33)	0.589*** (2.84)	0.116*** (9.31)
<i>CR<sub>t</sub></i>	0.001** (2.34)	-0.001** (-2.56)	0.007 (0.67)	0.001** (2.01)
<i>CASH<sub>t</sub></i>	-0.158*** (-5.07)	-0.005 (-0.31)	0.049 (0.09)	-0.012 (-0.34)
<i>MTB<sub>t</sub></i>	0.006*** (4.19)	0.004*** (7.18)	-0.101*** (-4.16)	0.006*** (3.83)
<i>OWN<sub>t</sub></i>	0.013 (1.09)	-0.016*** (-2.96)	0.077 (0.36)	-0.035*** (-2.65)
<i>FOR<sub>t</sub></i>	-0.065*** (-3.60)	0.001 (0.10)	-0.089 (-0.27)	-0.049** (-2.46)
<i>GROWTH<sub>t</sub></i>	-0.013** (-2.12)	-0.004 (-1.04)	-0.367*** (-3.20)	-0.010 (-1.42)
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included
# of obs	2,361	1,696	2,361	2,361
Adjusted R <sup>2</sup>	0.224	0.299	0.089	0.143

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

할 수 있는 위험이라는 점에서, 그리고 영업성과의 변동성은 경영환경의 불안정성을 나타내는 지표라는 점에서 이 결과는 LLP의 도입이 경영자로 하여금 보다 위험을 감수하는 경영을 추구하게 만드는 유인을 제공하는 것으로 해석할 수 있다.

가설 2는 LLP의 도입이 (경영자의 적극적인 경영

활동을 통해) 미래 기업성과의 개선으로 이어질 것으로 예상하고 있는데, 이를 분석하기 위해 2012-2015년의 표본에 대해 모형 (2)를 회귀추정하였고 그 결과를 〈표 5〉에 제시하였다. 표를 보면 종속변수로  $ROIC_{t+1}$ 을 사용했을 때나  $RET_{t+1}$ 을 사용했을 때 모두  $LLP_t$ 의 계수는 통계적으로 유의하지 않

〈Table 5〉 Multivariate test of H2

	Model 1	Model 2
	$ROIC_{t+1}$	$RET_{t+1}$
	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)
<i>Intercept</i>	-0.008 (-0.21)	1.687*** (6.45)
<i>LLP<sub>t</sub></i>	0.003 (1.04)	-0.002 (-0.09)
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.000 (-0.23)	-0.067*** (-7.62)
<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.025*** (-2.67)	0.125* (1.95)
<i>CR<sub>t</sub></i>	-0.002*** (-4.24)	-0.005 (-1.45)
<i>CASH<sub>t</sub></i>	-0.057** (-2.28)	0.026 (0.15)
<i>MTB<sub>t</sub></i>	0.002* (1.75)	-0.043*** (-5.50)
<i>OWN<sub>t</sub></i>	0.029*** (3.01)	0.095 (1.41)
<i>FOR<sub>t</sub></i>	0.015 (1.05)	0.166 (1.63)
<i>GROWTH<sub>t</sub></i>	-0.007 (-1.38)	0.038 (1.08)
<i>ROIC<sub>t</sub></i>	0.806*** (59.40)	
<i>RET<sub>t</sub></i>		-0.025 (-1.20)
<i>Year</i>	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included
# of obs	2,361	2,361
Adjusted R <sup>2</sup>	0.723	0.088

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

음을 확인할 수 있는데, 이는 가설 2를 지지하지 않는 결과이다. LLP의 도입이 경영자의 위험회피 유인을 일정수준 낮춤에도 불구하고 미래성과가 개선되지 않았다는 사실은 LLP 도입의 긍정적인 효과를 상쇄하는 부정적인 효과도 존재할 수 있음을 시사한다. 다시 말해, LLP를 도입한 기업의 경영자는 미도입기업의 경영자보다 평균적으로 위험을 덜 회피하는 적극적인 경영활동을 하는 경향이 있지만 동시에 대리인 비용 역시 증가하여 (평균적인 관점에서) 적극적 경영활동이 더 나은 미래성과로 이어지는 않는 것으로 추측할 수 있다.

가설 2의 검증결과와 관련하여 본 연구가 제기하는 다음 연구질문은 '대리인 문제가 억제되는 환경에서는 LLP 도입이 더 나은 미래성과로 이어지는가' 하는 점이다. 대리인 문제가 효과적으로 억제되는 환경에서는 LLP 도입의 부정적인 효과(경영자의 도덕적 헤이)를 최소화하면서 긍정적인 효과(경영자의 적극적 경영활동)를 향유할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 대리인 문제를 완화하기 위한 대표적인 기제로 기업지배구조를 꼽을 수 있으므로 가설 3은 지배구조가 좋은 기업일수록 LLP의 도입이 보다 나은 미래성과로 이어질 것으로 예상하였다. 가설 3을 검증하기 위한 분석은 전체 표본을 각각 지배구조가 좋은 기업( $GCG = 1$ )과 그렇지 않은 기업( $GCG = 0$ )으로 구성된 두 개의 하위표본으로 나눈 후에 각 하위표본에 대해 모형 (2)를 추정하는 방법으로 이루어졌다. 분석결과는 <표 6>에 제시되어 있는데, 표의 1열과 2열에서 보는 바와 같이 종속변수로  $ROIC_{t+1}$ 을 사용했을 때 지배구조가 좋은 기업들로 구성된 하위표본에서는  $LLP_t$ 의 계수가 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양의 값을 가지는 반면, 지

배구조가 좋지 못한 기업들로 구성된 하위표본에서는 유의한 값을 가지지 않는 것으로 나타났다. 이는 가설 3을 지지하는 결과로서, 지배구조가 좋은 기업에서 LLP 도입의 긍정적인 효과가 강하게 발현됨을 시사한다. 그러나 종속변수로  $RET_{t+1}$ 을 사용했을 때에는  $LLP_t$  계수의 부호는 예상과 일치하였으나 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보였다.

#### 4.3 내생성의 통제

LLP의 도입효과에 대한 연구에는 내생성 문제가 존재할 우려가 있다. LLP 도입이 기업의 위험수준이나 성과에 영향을 미친다는 본 연구의 결과는 LLP 도입 자체의 효과이기보다는 LLP를 도입하는 기업의 특성으로부터 야기된 효과일 가능성이 있기 때문이다. 이를 확인하기 위해 먼저 LLP 도입기업과 미도입기업의 특성들을 비교하기 위한 단일변량분석을 실시하였다. 그 결과는 <표 7>의 왼쪽 부분(Before matching)에 제시되어 있는데, 이로부터 LLP 도입그룹과 미도입그룹 간에 다양한 부분에서 체계적 차이가 존재함을 확인할 수 있다.

본 연구는 내생성에 대한 우려를 완화하기 위해 성향점수대응기법(propensity scored matching: PSM)을 사용하여 추가분석을 실시하였다. 먼저 성향점수를 산출하기 위해 LLP를 도입한 기업( $LLP=1$ )을 처치그룹으로, 도입하지 않은 기업( $LLP=0$ )을 통제그룹으로 배정하고 처치그룹에 포함되면 1의 값을, 통제그룹에 포함되면 0의 값을 가지는 더미변수를 종속변수로 설정한 후 LLP 도입에 영향을 미치는 공변량<sup>10)</sup>들을 설명변수로 하여 로지스틱(logit) 분석을 실시하였다. 그리고 여기에서 추정된 계수를

10) 성향점수 산정 과정에 연구자의 자의가 들어갈 여지를 최소화하기 위해 본 연구에서 사용된 모든 설명변수를 포함하였다.

〈Table 6〉 Multivariate test of H3

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	$ROIC_{t+1}$	$ROIC_{t+1}$	$RET_{t+1}$	$RET_{t+1}$
	GCG=1	GCG=0	GCG=1	GCG=0
	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)
<i>Intercept</i>	0.081 (0.79)	-0.002 (-0.04)	2.698*** (4.42)	1.619*** (4.83)
<i>LLP<sub>t</sub></i>	0.024*** (2.96)	0.002 (0.68)	0.051 (1.11)	-0.010 (-0.39)
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.002 (-0.59)	-0.000 (-0.14)	-0.066*** (-3.59)	-0.067*** (-5.73)
<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.098*** (-3.59)	-0.020* (-1.85)	-0.035 (-0.26)	0.175** (2.34)
<i>CR<sub>t</sub></i>	-0.001 (-0.99)	-0.002*** (-4.01)	-0.000 (-0.01)	-0.004 (-1.16)
<i>CASH<sub>t</sub></i>	-0.062 (-0.96)	-0.060** (-2.10)	0.110 (0.30)	0.057 (0.27)
<i>MTB<sub>t</sub></i>	0.009*** (3.60)	0.000 (0.09)	-0.005 (-0.39)	-0.061*** (-6.03)
<i>OWN<sub>t</sub></i>	0.040 (1.49)	0.026** (2.40)	-0.144 (-0.93)	0.153* (1.93)
<i>FOR<sub>t</sub></i>	-0.003 (-0.08)	0.010 (0.56)	0.219 (1.23)	0.069 (0.55)
<i>GROWTH<sub>t</sub></i>	0.000 (0.01)	-0.009* (-1.67)	-0.015 (-0.16)	0.059 (1.47)
<i>ROIC<sub>t</sub></i>	0.798*** (25.09)	0.790*** (49.80)		
<i>RET<sub>t</sub></i>			-0.024** (-2.39)	-0.017 (-0.70)
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included
# of obs	408	1,953	408	1,953
Adjusted R <sup>2</sup>	0.833	0.692	0.120	0.081

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

<Table 7> The difference in firm characteristics between LLP adoption firms and non-adoption one

	Before matching			After matching		
	<i>LLP</i> = 1 (N=1,241)	<i>LLP</i> = 0 (N=1,120)	<i>t</i> -value	<i>LLP</i> = 1 (N=888)	<i>LLP</i> = 0 (N=888)	<i>t</i> -value
<i>SIZE</i>	26.68	27.00	5.12***	26.79	26.43	-0.58
<i>LEV</i>	0.427	0.408	-2.23**	0.419	0.425	0.72
<i>CR</i>	3.354	3.849	0.59	2.883	2.649	-0.52
<i>CASH</i>	0.056	0.054	-0.63	0.056	0.055	-0.36
<i>MTB</i>	1.340	1.529	3.12***	1.440	1.269	-1.95*
<i>OWN</i>	0.450	0.428	-3.22***	0.439	0.449	1.31
<i>FOR</i>	0.085	0.113	5.27***	0.091	0.078	-1.32
<i>GROWTH</i>	0.047	0.026	-1.32	0.016	0.068	1.44

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

통해 각 관측치가 LLP를 도입할 확률(성향점수)을 계산한 후 caliper distance 1% 범위 내에서 성향 점수가 가장 가까운 관측치끼리 1:1로 대응시켰다. 이러한 과정을 거쳐 최종적으로 2012-2015년의 기간동안 1,776 기업-연도의 표본을 얻을 수 있었다. 성향점수대응 후 LLP 도입기업(*LLP*=1)과 미도입 기업(*LLP*=0)의 특성을 비교한 결과는 <표 7>의 오른쪽 부분(After matching)에 제시되어 있는데, *MTB*를 제외하면 두 그룹 간의 체계적인 특성 차이가 모두 사라진 것을 확인할 수 있다.

PSM을 통해 새로이 구성된 표본에 대해 모형 (1)을 추정한 결과는 <표 8>에 제시되어 있다. 표에서 보듯이 종속변수가 영업성과 변동성(*ROIC\_VOL<sub>t+1</sub>*)이거나 비체계적 위험(*RMSE<sub>t+1</sub>*)일 때 관심변수인 *LLP<sub>t</sub>*의 계수가 유의한 양의 값을 가지는 것으로 나타났다는데, 이는 기존의 결과와 질적으로 유사하다.<sup>11)</sup>

<표 9>는 PSM 표본을 사용하여 모형 (2)를 추정

한 결과로서, 기존의 결과와 마찬가지로 종속변수로 *ROIC<sub>t+1</sub>*을 사용했을 때나 *RET<sub>t+1</sub>*을 사용했을 때 모두 *LLP<sub>t</sub>*의 계수가 통계적으로 유의한 값을 가지지 못하는 것으로 나타났다.

PSM 표본을 사용하여 가설 3을 검증한 결과는 <표 10>에 제시되어 있는데, 표에서 보듯이 종속변수로 *ROIC<sub>t+1</sub>*을 사용했을 때 지배구조가 좋은 기업들(*GCG* = 1)에서만 *LLP<sub>t</sub>*의 계수가 유의한 양의 값을 가지는 것으로 나타나 기존결과가 유지됨을 확인할 수 있다. 종합적으로, PSM을 활용한 분석에서도 주요결과들이 질적으로 달라지지 않았다는 사실은 본 연구의 발견에 중대한 내생성 문제가 존재하지는 않음을 의미한다.

#### 4.4 추가분석: 대표이사 변경의 영향 분석

경영자마다 위험감수성향이 서로 다르기 때문에

11) 단, 종속변수가 *RnD<sub>t+1</sub>*일 때 *LLP<sub>t</sub>* 계수의 통계적 유의성은 사라졌다.



<Table 8> Examination of H1 using PSM sample

	Model 1 <i>ROIC_VOL<sub>t+1</sub></i>	Model 2 <i>RnD<sub>t+1</sub></i>	Model 3 <i>BETA<sub>t+1</sub></i>	Model 4 <i>RMSE<sub>t+1</sub></i>
	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)
<i>Intercept</i>	0.080 (1.48)	0.017 (0.60)	0.246 (0.28)	0.504*** (8.15)
<i>LLP<sub>t</sub></i>	0.017*** (3.11)	0.000 (0.19)	-0.019 (-0.21)	0.012* (1.86)
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.001 (-0.52)	-0.000 (-0.21)	0.017 (0.57)	-0.017*** (-7.69)
<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.055*** (-4.17)	-0.026*** (-4.01)	0.604*** (2.85)	0.142*** (9.44)
<i>CR<sub>t</sub></i>	0.003*** (4.27)	-0.001 (-1.54)	0.004 (0.31)	0.002* (1.74)
<i>CASH<sub>t</sub></i>	-0.153*** (-4.12)	-0.000 (-0.00)	0.099 (0.17)	-0.021 (-0.49)
<i>MTB<sub>t</sub></i>	0.006*** (3.78)	0.006*** (7.67)	-0.059** (-2.19)	0.008*** (4.35)
<i>OWN<sub>t</sub></i>	0.039*** (2.69)	-0.010 (-1.59)	0.153 (0.66)	-0.018 (-1.13)
<i>FOR<sub>t</sub></i>	-0.065*** (-3.14)	-0.003 (-0.35)	-0.147 (-0.44)	-0.013 (-0.57)
<i>GROWTH<sub>t</sub></i>	0.003 (0.50)	-0.004 (-1.19)	-0.154 (-1.38)	-0.015* (-1.92)
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included
# of obs	1,776	1,308	1,776	1,776
Adjusted R <sup>2</sup>	0.232	0.269	0.071	0.137

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

경영자의 변경 여부가 본 연구의 결과에 영향을 미칠 수 있다. 즉, 경영자가 교체된 해에 LLP를 도입한 기업이 미도입기업에 비해 더 적극적인 경영의사 결정을 하였다면, 이는 LLP 도입의 효과가 아니라 선임경영자의 더 강한 위험감수성향에 따른 효과일

개연성이 존재한다. 따라서 본 연구는 이와 같은 생략 변수 문제를 통제하고 경영자 고정효과(fixed effect)의 영향을 감안하기 위해 대표이사가 변경된 그룹(*CEOTO* = 1)과 변경되지 않은 그룹(*CEOTO* = 0)을 구분하여 회귀모형 (1)을 각각 추정해 보았다. 이

〈Table 9〉 Examination of H2 using PSM sample

	Model 1	Model 2
	$ROIC_{t+1}$	$RET_{t+1}$
	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)
<i>Intercept</i>	-0.061 (-1.29)	1.074*** (3.51)
<i>LLP<sub>t</sub></i>	0.006 (1.26)	0.013 (0.40)
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	0.003 (1.61)	-0.062*** (-5.81)
<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.024** (-2.07)	0.100 (1.36)
<i>CR<sub>t</sub></i>	-0.002*** (-2.87)	-0.002 (-0.44)
<i>CASH<sub>t</sub></i>	-0.035 (-1.08)	0.581*** (2.78)
<i>MTB<sub>t</sub></i>	0.001 (0.75)	-0.029*** (-2.97)
<i>OWN<sub>t</sub></i>	0.030** (2.40)	0.094 (1.16)
<i>FOR<sub>t</sub></i>	0.009 (0.52)	0.035 (0.30)
<i>GROWTH<sub>t</sub></i>	-0.016*** (-2.65)	0.028 (0.70)
<i>ROIC<sub>t</sub></i>	0.744*** (42.78)	
<i>RET<sub>t</sub></i>		-0.046** (-1.98)
<i>Year</i>	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included
# of obs	1,776	1,776
Adjusted R <sup>2</sup>	0.641	0.173

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

〈Table 10〉 Examination of H3 using PSM sample

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	$ROIC_{t+1}$	$ROIC_{t+1}$	$RET_{t+1}$	$RET_{t+1}$
	GCG=1	GCG=0	GCG=1	GCG=0
	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)
<i>Intercept</i>	0.078 (0.32)	-0.305*** (-3.99)	2.068** (2.23)	1.467*** (3.66)
<i>LLP<sub>t</sub></i>	0.046** (2.15)	0.007 (1.05)	0.017 (0.21)	0.018 (0.53)
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	0.006 (0.74)	0.012*** (4.36)	-0.071** (-2.31)	-0.064*** (-4.37)
<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.423*** (-6.22)	-0.086*** (-4.75)	-0.693*** (-2.67)	0.235** (2.48)
<i>CR<sub>t</sub></i>	-0.012*** (-2.77)	-0.003*** (-3.24)	-0.013 (-0.77)	0.003 (0.54)
<i>CASH<sub>t</sub></i>	-0.106 (-0.65)	0.010 (0.20)	0.870 (1.43)	0.337 (1.27)
<i>MTB<sub>t</sub></i>	0.030*** (4.87)	0.005** (2.01)	-0.004 (-0.17)	-0.064*** (-4.99)
<i>OWN<sub>t</sub></i>	0.061 (0.86)	0.061*** (3.09)	0.198 (0.76)	0.077 (0.74)
<i>FOR<sub>t</sub></i>	-0.127 (-1.47)	0.037 (1.30)	0.256 (0.79)	0.074 (0.49)
<i>GROWTH<sub>t</sub></i>	0.092** (2.33)	0.000 (0.04)	0.141 (0.95)	0.094 (1.61)
<i>ROIC<sub>t</sub></i>	0.040*** (6.61)	0.083*** (17.55)		
<i>RET<sub>t</sub></i>			-0.150 (-1.48)	-0.025 (-0.98)
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included
# of obs	254	1,522	254	1,522
Adjusted R <sup>2</sup>	0.576	0.419	0.139	0.089

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

〈Table 11〉

**Panel A: Crosstabulation between *CEOTO* and *LLP***

	<i>LLP<sub>t</sub></i> = 1	<i>LLP<sub>t</sub></i> = 0	TOTAL
<i>CEOTO<sub>t</sub></i> = 1	166	143	309
<i>CEOTO<sub>t</sub></i> = 0	1,075	977	2,052
TOTAL	1,241	1,120	2,361

**Panel B: Subsample test for H1**

	<i>CEOTO<sub>t</sub></i> = 1				<i>CEOTO<sub>t</sub></i> = 0			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
	<i>ROIC_VOL<sub>t+1</sub></i>	<i>RnD<sub>t+1</sub></i>	<i>BETA<sub>t+1</sub></i>	<i>RMSE<sub>t+1</sub></i>	<i>ROIC_VOL<sub>t+1</sub></i>	<i>RnD<sub>t+1</sub></i>	<i>BETA<sub>t+1</sub></i>	<i>RMSE<sub>t+1</sub></i>
	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)	Coef. (t-val)
<i>Intercept</i>	0.128 (0.95)	0.072 (1.26)	-0.181 (-0.07)	0.557*** (3.10)	0.057 (1.15)	-0.019 (-0.70)	0.382 (0.43)	0.348*** (6.63)
<i>LLP<sub>t</sub></i>	-0.000 (-0.01)	-0.002 (-0.29)	0.034 (0.14)	0.012 (0.75)	0.009** (2.35)	0.003* (1.90)	-0.080 (-1.13)	0.007 (1.62)
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	0.003 (0.73)	-0.001 (-0.70)	0.311*** (3.67)	-0.017*** (-3.03)	0.002 (1.02)	0.001* (1.88)	-0.005 (-0.17)	-0.011*** (-6.12)
<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.091*** (-2.69)	-0.027 (-1.54)	0.106 (0.16)	0.195*** (4.33)	-0.077*** (-6.29)	-0.026*** (-4.31)	0.653*** (2.97)	0.102*** (7.86)
<i>CR<sub>t</sub></i>	-0.001 (-0.33)	-0.002 (-1.14)	0.077** (2.03)	0.004* (1.76)	0.002** (2.56)	-0.001** (-2.41)	-0.001 (-0.13)	0.001 (1.27)
<i>CASH<sub>t</sub></i>	-0.231** (-2.48)	0.035 (0.76)	-1.606 (-0.86)	-0.132 (-1.07)	-0.158*** (-4.65)	-0.016 (-0.99)	0.012 (0.02)	0.001 (0.02)
<i>MTB<sub>t</sub></i>	0.003 (0.66)	0.001 (0.72)	-0.183** (-2.37)	0.002 (0.48)	0.006*** (4.18)	0.005*** (7.36)	-0.090*** (-3.49)	0.006*** (3.76)
<i>OWN<sub>t</sub></i>	0.008 (0.26)	-0.015 (-0.90)	-0.448 (-0.67)	-0.040 (-0.92)	0.013 (1.00)	-0.019*** (-3.24)	0.209 (0.91)	-0.032** (-2.34)
<i>FOR<sub>t</sub></i>	-0.092* (-1.80)	-0.020 (-0.86)	-3.430*** (-3.37)	-0.060 (-0.89)	-0.061*** (-3.14)	0.002 (0.24)	0.245 (0.70)	-0.049** (-2.37)
<i>GROWTH<sub>t</sub></i>	-0.013 (-0.66)	0.007 (0.52)	-0.843** (-2.21)	-0.042* (-1.66)	-0.015** (-2.22)	-0.006 (-1.64)	-0.287** (-2.38)	-0.006 (-0.87)
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
# of obs	309	205	309	309	2,052	1,491	2,052	2,052
Adjusted R <sup>2</sup>	0.089	0.162	0.176	0.158	0.228	0.310	0.085	0.142

1) \*, \*\*, and \*\*\* indicate two-tail significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

중 대표이사 변경이 없는 그룹의 결과가 경영자 특성 변화에 따른 혼재효과를 배제한 채 LLP 도입의 효과를 보다 명확하게 보여 줄 것으로 기대되는데, 만약 이 그룹에서 LLP 도입이 위험감수경영의 대응치와 대체로 양(+)의 관계를 보인다면, LLP 도입이 적극적인 경영을 이끄는 주요 동인이라는 본 연구의 주장을 뒷받침하는 결과가 될 것이다.

본 연구는  $CEOTO_t$ 를  $t$ 기에 대표이사 전부 또는 일부가 교체된 경우 1의 값을 가지는 더미 변수로 정의하였다. 대표이사 변경에 대한 자료는 한국거래소 전자공시시스템(KIND)에서 '대표이사 변경공시'를 검색하여 수집하였다. 본 연구에 사용된 표본에서  $CEOTO_t$ 와  $LLP_t$  간 교차변도표는 <표 11>의 패널 A와 같았다.

한편, 대표이사가 변경된 그룹( $CEOTO = 1$ )과 변경되지 않은 그룹( $CEOTO = 0$ )에 대해 모형 (1)을 회귀추정한 결과는 <표 11>의 패널 B에 제시되어 있다. 표에서 보는 바와 같이 대표이사가 변경된 그룹과 변경되지 않은 그룹 간에는 LLP 도입의 효과가 상이하게 나타나는 것을 확인할 수 있다. 즉, 대표이사가 변경된 그룹에서는 LLP 도입기업과 미도입기업 간에 위험감수행위에 체계적 차이가 발견되지 않았으나, 대표이사가 변경되지 않은 그룹에서는  $LLP_t$ 가  $ROIC_{t+1}$  및  $RnD_{t+1}$ 과 유의한 양의 관련성을 가지는 것을 볼 수 있다.<sup>12)</sup> 이는 경영진의 특성 변화가 없는 상황에서 LLP 도입이라는 사건이 더 적극적인 경영활동을 유도한 것으로 해석할 수 있으며, 따라서 본 연구의 결과에 경영자의 변경이라는 변수가 중대한 영향을 미치지 않았음을 뒷받침하는 결과로 볼 수 있다.

## V. 결론

본 연구는 이사의 손해배상책임 감경규정의 도입이 기업의 투자양상 및 미래성장에 미치는 영향을 조사하고, 이 과정에서 기업지배구조가 어떤 역할을 하는지 조사하였다. 책임감경규정은 위험회피적인 경영자가 부담해야 할 위험을 낮춤으로써 경영자-주주 간에 보다 나은 위험분담을 가능하게 하는 장점이 있는 반면, 경영실패에 대한 책임을 제한함으로써 경영자의 도덕적 해이를 야기할 수 있다는 단점도 가진다. 본 연구는 이처럼 상충되는 이론적 근거를 동시에 가지는 책임감경규정의 도입 순효과를 실증적으로 조사함으로써 이 제도가 도입취지에 맞게 활용되고 있는지에 대한 증거를 제공하고자 하였다.

2012-2015년의 기간동안 거래소 유가증권시장 상장기업들을 대상으로 한 실증분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 책임감경규정을 도입한 회사는 그렇지 않은 회사에 비해 R&D 투자를 더 많이 하고, 비체계적 위험 수준이 더 높으며, 영업성과의 변동성이 더 큰 것으로 나타났다. 이는 책임감경규정의 도입이 경영자로 하여금 보다 큰 경영위험을 감수할 유인을 제공함을 의미한다. 둘째, 책임감경규정을 도입한 회사와 그렇지 않은 회사의 경영성과 사이에는 유의한 차이가 없었다. 이는 책임감경규정의 도입이 경영자의 위험감수를 일정부분 유도하기는 하지만 기타 요인들로 인해 즉시 더 나은 성과로 이어지는 않음을 의미한다. 셋째, 지배구조가 좋은 기업과 좋지 않은 기업을 구분하여 분석했을 때, 지배구조가 좋은 기업들로 구성된 하위표본에서만 책임감

12) 대표이사가 변경된 그룹에서 LLP 도입기업과 미도입기업 간 위험감수행위에 체계적 차이가 발견되지 않은 것은 경영진의 특성 변화와 LLP 도입의 효과가 혼재하기 때문인 것으로 추측된다.

경규정 도입기업이 미도입기업보다 영업성과(ROIC)가 좋은 것으로 나타났다. 이는 지배구조가 좋은 기업일수록 책임감경규정의 부정적 효과(즉, 경영자의 도덕적 해이)는 억제되고 위험감수를 통한 영업성과 개선이라는 긍정적 효과가 잘 발현되는 것으로 해석할 수 있다.

종합적으로, 본 연구는 책임감경규정의 도입이 경영자의 적극적인 경영활동을 촉진함을 보임으로써 해당제도의 정당성을 뒷받침하는 실증증거를 제시하고 있다. 또한 대리인 문제를 효과적으로 억제할 수 있는 지배구조를 갖춘 기업에서는 책임감경규정이 미래 영업성과 개선에도 긍정적인 영향을 미침을 보임으로써, 기업 및 정책입안자에게 제도의 취지를 살리기 위해서는 효과적인 경영자 감시체계의 구축이 동시에 필요하다는 시사점을 제공한다. 다만, 본 연구는 책임감경규정에 대한 초기연구로서 이 제도의 효과에 영향을 미칠 수 있는 다른 중요한 요소들을 고려하지 못했을 가능성이 존재한다. 후속연구들을 통해 이러한 부분이 보완된다면, 기업을 위한 최적의 경영진 책임수준에 대해 보다 건설적인 논의가 가능해질 것으로 기대된다.

## 참고문헌

- Amihud, Y., and Lev, B.(1981), Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, pp.605-617.
- Bae, C. H., and Sohn, S. K.(2018), A Study on the Liability Limitation Provision: Evidence from Korea - Investment and Firm Value. *Korean Management Review*, 47(5), pp. 993-1020.
- Brook, Y., and Rao, R. K.(1994), Shareholder wealth effects of directors' liability limitation provisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), pp.481-497.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., and Smith, A. (2000), The sensitivity of corporate governance systems to the timeliness of accounting earnings. Social Science Research Network Electronic Paper Collection.
- Dixit, A. K., and R. S. Pindyck.(1993), *Investment under uncertainty*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Gollier, C., Koehl, P. F., and Rochet, J. C.(1997), Risk-taking behavior with limited liability and risk aversion. *Journal of Risk and Insurance*, pp.347-370.
- Hölmstrom, B.(1979), Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, pp.74-91.
- Hult, G. T. M., Snow, C. C., and Kandemir, D. (2003). The role of entrepreneurship in building cultural competitiveness in different organizational types. *Journal of Management*, 29(3), pp.401-426.
- Ireland, R. D., Hitt, M. A., and Sirmon, D. G.(2003), A model of strategic entrepreneurship: The construct and its dimensions. *Journal of Management*, 29(6), pp.963-989.
- Janjigian, V., and Bolster, P. J(1990), The elimination of director liability and stockholder returns: An empirical investigation. *Journal of Financial Research*, 13(1), pp.53-60.
- Jung, C. S.(2015), A Study on the Effect of Controlling Shareholders Ownership and the Sensitivity between Controlling Shareholders Wealth and Firms Performance on the Risk and Tobins Q of Firms. *Korean Management Review*, 44(1), pp.81-102.

- Kim, B. M., and Hwang, J. H.(2016), Directors' and Officers' Liability Insurance and Corporate Risk-Taking. *Korean Journal of Financial Studies*, 45(5), pp.1167-1197.
- Li, K. F., and Liao, Y. P.(2014), Directors' and officers' liability insurance and investment efficiency: Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, pp.18-34.
- Netter, J., and Poulsen, A.(1989), State corporation laws and shareholders: the recent experience. *Financial Management*, pp.29-40.
- O'Sullivan, N.(2002), The demand for directors' and officers' insurance by large UK companies. *European Management Journal*, 20(5), pp. 574-583.
- Vafeas, N.(2005), Audit committees, boards, and the quality of reported earnings. *Contemporary Accounting Research*, 22(4), pp.1093-1122.
- Vintilă, G., Onofrei, M., and Gherghina, C.(2015), "The effects of corporate board and CEO characteristics on firm value: Empirical evidence from listed companies on the Bucharest stock exchange," *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(6), pp.1244-1260.
- Walls, M. R., and Dyer, J. S.(1996), Risk propensity and firm performance: A study of the petroleum exploration industry. *Management Science*, 42(7), pp.1004-1021.
- Wiklund, J., and Shepherd, D.(2003), Knowledge-based resources, entrepreneurial orientation, and the performance of small and medium-sized businesses. *Strategic Management Journal*, 24(13), pp.1307-1314.
- Yum, J. I., Sohn, S. K., and Oh, D. K.(2014), Stock Market Response to Adoption of Directors' Liability Limitation Provisions: Evidence from KOSPI listed firms. *Korean Accounting Journal*, 23(2), pp.39-71.

- 
- The author Jinbae Kim is an accounting professor in Korea University Business School. He graduated from Seoul National University, earned an MBA at the University of Chicago and a Ph.D at Carnegie Mellon University. After he had been teaching at Boston University, he joined Korea University in 2001. His research interests include performance and compensation, relative performance evaluation, cost behavior, earnings forecast and corporate governance.
  - The author Jeong-taek Kim is a doctoral student at Korea University Business School. He received a bachelor's degree from Seoul National University and his master's degree from the same graduate school. His research interests include corporate governance, auditing, and disclosure.