

기업지배구조가 임원배상책임보험료 및 가입결정에 미치는 영향

전성용*

■ 요약

기업에 대한 소송의 위험이 점차 높아지고 있는 기업의 환경변화와 더불어 임원배상책임보험에 대한 관심이 높아지고 있다. 본 연구는 2000년부터 2010년 사이에 한국유가증권시장에 상장되어 있는 제조기업을 대상으로 과연 기업지배구조가 임원배상책임보험료와 가입에 어떤 영향을 주는지 확인해 보았다.

실증분석 결과, 최대주주지분율이 증가할수록 임원배상책임보험료는 낮아진다는 가설만을 지지할 뿐, 5%이상 보유주주지분율, 외국인 투자자지분율, 감사위원회 존재여부, 사외이사비율의 변수들은 유의하지 않은 결과를 가져왔다. 통제변수로 사용된 SIZE, 부채비율은 임원배상책임보험료와 양의 관계를 갖는 것으로 확인 되었다. 5%이상 보유주주 지분율만이 임원배상책임보험의 첫 가입 결정에 양의 (+) 영향을 줄 것이라는 결과를 가져왔고, 임원배상책임보험의 계속 가입결정에는 최대주주지분율을 제외한 모든 변수들이 양의 (+) 유의한 영향을 준다는 결과를 확인 할 수 있었다.

핵심주제어 : 기업지배구조, 임원배상책임보험, 최대주주지분율, 보유주주지분율, 투자자지분율, 부채비율

I. 서 론

과거 외환위기 이후로 집단소송제도의 도입과 기업법령들의 개편으로 정부의 기업지배구조를 개선하고자 하는 노력을 시작으로, 기업자체적으로도 효율적인 지배구조를 갖추고 외부

* 단국대학교 대학원 석사졸업, E-mail : leader0104@dankook.ac.kr

〈논문 투고일〉 2015. 02. 23

〈논문 수정일〉 2015. 03. 18

〈게재 확정일〉 2015. 03. 20

이해관계자들에게 좋은 시그널을 주고자 많은 개별적인 노력을 해왔다. 그에 따라 우리나라 기업들이 좋은 기업지배구조를 갖추고자 막대한 비용을 들여 진행해왔던 노력들을 확인하고자 하는 많은 연구가 있었다. 외환위기 이후 국내에서는 기업지배구조가 좋을 수록 해당기업의 대리인 비용(agency cost)이 감소하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구가 주를 이루었는데, 그 중 기업지배구조를 확인하는 사전적인 측정치로 임원배상책임보험료를 이용할 수 있다는 선행연구에 착안하여 많은 연구가 진행되었다. 해외에서는 오래 축적된 임원배상책임보험(Directors' and officers' Liability insurance, d&o) 데이터를 바탕으로 외부전문가에 의한 기업지배구조 평가를 연구한 Core(1997), O'Sullivan(1997)의 논문과 기업들의 임원배상책임보험에 대한 수요를 조사한 Mayers and Smith(1982) 등의 연구가 진행되어 왔지만 국내의 연구는 그에 비하면 미비한 수준이라 할 수 있다. 국내기업들의 데이터를 이용한 기존의 이경태, 최종원(2006)나 서정민(2006)의 연구가 있었지만, 짧은 기간의 데이터를 이용하였다는 점에서 한계점을 가지고 있고, 최근 더욱 급변하는 국내외 기업환경 변화속에서도 과연 기존의 연구결과들이 이를 뒷받침 해 줄 수 있는지 다시 한번 확인할 가치가 있다.¹⁾

해외 연구 중 Core(1997)가 캐나다 기업을 대상으로 조사한 결과 임원배상책임보험의 수요원인을 임원에 의한 영향, 회사에 의한 영향, 대리인비용의 영향 등 세 가지 관점으로 꼽았으며, 소송 위험이 높은 기업일 수록 임원배상책임보험에 가입하고 있음을 보였다. O'Sullivan(1997)은 영국 기업을 대상으로 대규모의 기업일수록 대리인 비용과 감시비용이 커지기 때문에 대규모의 기업일 수록 임원배상책임보험을 더욱 가입하게 되고, 기업을 감시 하는 사외이사의 비율을 늘리고 외부 소유지분을 통한 감시가 이루어 졌을 경우 임원배상책임보험의 가입과 강한 부(-)의 영향을 갖게됨을 보였다.

이에 본 연구는 위의 선행 연구들의 발상을 바탕으로 2000년부터 2010년 기간동안 유가증권 시장에 상장되어 있는 659개의 국내 제조기업의 축적된 임원배상책임보험 데이터를 이용하여 기업지배구조가 임원배상책임보험료에 미치는 영향을 확인해 보고, 대상 기업 중 임원배상책임보험을 가입한 기업과 가입하지 않은 기업들의 특성을 비교 분석하여 보험수요에 미치는 영향을 고찰하는데 그 목적이 있다. 연구의 구성은 최대주주 지분율, 5% 이상 보유주주 지분율, 외국인 투자자 보유 지분율, 감사위원회 존재 여부, 사외이사 비율을 기업지배구조 변수로 보고(이경태, 최종원(2006)) 위의 기업지배구조 변수들이 보험사가 사전에 기업의 전반적인 경제적 위험(business risk)과 기업지배구조의 질(governance quality)에 관련하여 측정된 정보가 임원배상책임보험료에 차등적으로 책정되게끔 영향을 주는지 검증하여 기업지배

1) 金在亨(2010), 기업의 임원배상책임보험 수요에 관한 실증분석, pp.2-4, 인용.

구조 정보가 적절히 평가되고 있는지 확인해 보고, 기업지배구조 변수들이 임원배상책임보험의 구매결정(가입)에 어떻게 영향을 주는지 살펴본다.

본 연구의 구성은 2절에서 임원배상책임보험 제도의 현황과 선행연구들을 살펴보고, 3절에서는 연구 모형과 가설설정을 하고 실증연구 방법을 기술한다. 4절에서는 연구가설을 검증하기 위한 실증연구 결과분석을 하고 마지막으로 결론을 제시한다.

II. 임원배상책임보험 제도와 선행연구

1. 임원배상책임보험

임원배상책임보험은 회사에 소속된 임원이나 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 해태한 때에(상법 399조)²⁾ 회사나 제3자에 손해를 입힌 결과 법률적인 손해배상을 부담하는 경우, 그로 인하여 발생하는 손해에 대비하는 전문직배상책임보험(personal liability insurance)으로 이를 임원배상책임보험이라고 한다. 임원배상책임보험의 주요 기능으로는 보험사고 발생 시 외부이해관계자들의 손실을 보상해줌으로써, 임원 본인에게는 하여금 경영활동과정에서 발생할 수 있는 과도한 법적책임부담에서 자유로워지게 할 수 있고, 기업 입장에서는 임원배상책임보험 가입이 유능한 경영진을 확보하기 위한 중요한 수단으로 사용될 수 있다. 또한, 외부 이해 관계자 입장에서는 임원배상책임보험의 가입이 외부이해관계자들에게 공시됨으로 인해 기업의 경영활동 등에 대한 간접적인 감시기능(monitoring)을 할 수 있다는 측면에서 기업으로 하여금 긍정적인 시그널을 줄 수 있다는 데 있다.³⁾ 이는 최근 들어 은행, 저축은행을 포함한 금융회사 부실경영 사례의 주요 원인 중 하나로 경영인, 사외이사, 감사 등의 경영진에 대한 감시기능이 원활하지 못한다고 지적되고 있는 상황에서 임원배상책임보험의 가입이 이러한 원인들에 대한 해소방안으로 사용될 수 있다는 측면에서 임원배상책임보험이 경영투명성을 측정하는 하나의 도구로 이용될 수 있음을 보여주고 있다.⁴⁾

임원의 손해배상 책임은 외환위기와 IMF 구제금융 이후 급격한 경영환경변화가 일어나면서 임원의 역할과 책임이 강조되었고, 사회에서는 기업의 높은 경영투명성을 요구하게 되는 지배주주의 법적 책임이 강화되는 시대적 배경이 깔려 있다. 또한 2005년부터의 유가증권의

2) 상법 제399조 회사에 대한 책임, 인용.

3) 金善政(2000), 임원책임보험의 사회감시기능, 박사학위, 동국대학교, 서울, 한국.

4) 이석호(2011), 임원배상책임보험의 기능 및 시사점, 주간 금융브리프, 금융포커스, pp.10-11, 인용.

거래과정에서 발생한 집단적인 피해를 효율적으로 구제하고 이를 통하여 기업의 경영투명성을 높이기 위한 목적으로 시행된 집단소송제가 도입된 이후, 현재는 기업의 임원을 상대로 한 소송위험이 점차 높아지면서 임원배상책임보험에 가입하는 기업의 수도 매년 증가하고 있는 추세이다.⁵⁾

우리나라에서는 1991년 10월 9일 한국자동차보험, 럭키화재 등의 한국기업의 해외주재 임원의 배상책임문제를 해결하기 위하여 처음 임원배상책임보험을 도입하였고, 당시 도입시기에는 임원배상책임보험에 대한 가입건수가 전혀 없었다. 그러나 IMF사태 이후 국내외적으로 경영환경이 급격하게 변화하였고, 임원에게 책임을 묻는 소송이 처음 발생하기 시작 하였다. 1998년 참여연대가 중심이 된 제일은행 소액주주들이 한보철강에 대한 부실대출의 책임을 물어 제일은행의 대표이사를 포함한 4명의 임원을 상대로 제기한 주주대표소송에서 승소판결을 받은 이후부터 가입건수가 급격하게 늘어나기 시작한 것이다.⁶⁾ 그러나 아직까지는 임원배상책임보험의 필요성에 대한 인식 부족, 보험료의 부담문제, 기업임원의 손해배상책임의 심각성에 대한 인식부족으로 인하여 아직까지는 기업의 전반적인 가입은 저조한 실정이다. 2009년에 보험개발원 홈페이지에서 확인 한 손해보험통계연보에 따르면, 임원배상책임보험의 가입건수는 2003년 372건에서 2006년의 462건으로 늘어났으나 2007년도의 442건으로 가입 증가율이 떨어지면서 2008년에는 496건이 가입되었음을 확인 할 수 있었다.⁷⁾

2. 기업지배구조와 임원배상책임보험

임원배상책임보험은 임원에 대한 소송위험을 보험료로서 계량화 시켜 사전적으로 평가하는 전문가 집단인 보험사에 의해 기업의 소송위험을 인수함으로써 발생하는 소송의 비용과 이익이 반영되는 수치이다. 여기에는 시장 거시적인 위험과 기업고유의 위험을 보험료로 계량화 시킴으로서, 산정된 보험료는 향후 기업이 갖게될 위험을 반영한다고 볼 수 있다. 따라서 기업마다 갖고 있는 지배구조의 차이가 임원배상책임보험료의 차이로 산출 될 수 있다고 말할 수 있다. 이경태, 최종원(2006)은 한국증권거래소 상장 제조업기업을 대상으로 하여 임원배상책임보험가입여부를 결정짓는 요인을 연구하였다. 여기서 기업의 규모가 클수록, 경영자 지분율이 낮을수록, 기관 투자자 지분율이 높을수록, 임원배상책임보험에 양(+의 영향을 줄 것이라고 하였다.⁸⁾ 또한, Romano의 연구에서는 주주소송 건수가 소송위험의 사후적

5) (주)크릭손해보험중개 임원배상책임보험 안내, 인용.

6) 金在亨(2010), 기업의 임원배상책임보험 수요에 관한 실증분석, pp.37-38, 인용.

7) 보험개발원(2009), 손해보험통계연보.

8) 이경태, 최종원(2006), “임원배상책임보험 가입 기업의 특성”, 보험학회지, 제74집, 2006.

인 측정치라 하며 약한 기업지배구조를 가진 기업일 수록 높은 임원배상책임보험료를 지불하고 있음을 밝혔다.⁹⁾ 또한 이정태, 최종원(2006)은 임원배상책임보험료가 소송위험의 사전적 측정치가 될 수 있음을 연구하기도 하였다.

이처럼 본 연구에서는 기업지배구조 변수를 독립변수로서 최대주주지분율, 5%이상 보유주주 지분율, 외국인 투자자 지분율, 감사위원회 존재여부, 사외이사비율로 사용했을 때, 과거 11년간의 임원배상책임보험의 데이터를 이용하여 임원배상책임보험료에 어떤 영향을 미치고 있나 확인해보고 기존 선행연구들의 결과와 어떻게 달라졌는지 그 원인은 어디 있는지 살펴본다.

3. 선행연구

Holderness(1990)는 임원배상책임보험이 감시기능에 있어서 중요한 역할을 하고 있으며 대리인 비용이 크고 지배구조가 약한 기업일 수록 임원배상책임보험에 더욱 가입한다고 하였다. O'Sullivan(1997)는 Holderness(1990)의 연구에 대하여 실증적으로 분석하였다. 독립변수로 경영자 소유 지분율, 이사회 구성으로 하였고, 임원배상책임보험 가입에 영향을 주는지 확인 한 결과에 의하면 작은 기업일수록 내부 소유지분 강화를 통하여 경영자를 감시하는 경향을 보인다. 이는 규모가 커질 수록 감시비용이 많이 들어가므로 임원배상책임이 대체 수단이 될 수 있음을 보여 준 것이다.¹⁰⁾ Hong Zou, Sonia Wong(2008)¹¹⁾는 중국의 기업들을 실증 분석한 결과 임원배상책임보험은 지배주주와 소주주사이의 인센티브 갈등과 양의 관계임을 밝히며 임원배상책임보험에 가입 결정은 독립이사수와 여러 소송위험 proxy와 양의 관계임을 밝혔다. 이는 중국의 지배주주들의 장악력이 소수주주보다 월등한 기업환경특성상 소송위험이 높은 회사일 수록 tunnelling을 하거나 지배의 위치에 있는 주주들이 수익을 조종하기 위해 임원배상책임보험에 가입할 가능성이 높음을 밝히고 있는 것이다. Core(1997)는 222개의 캐나다 기업을 대상으로 임원배상책임보험의 수요의 원인을 임원에 의한 영향, 회사에 의한 영향, 대리인비용의 영향의 세 가지의 영향을 받는다고 규정하고 이를 회귀분석 모형을 이용하여 분석하였다. 분석결과, 소송의 위험이 높은 기업일수록 임원배상책임보험에 더욱 가입하고, 책임한도액을 높게 설정하는 경향이 있음을 보여주었다. 또한 기업의 파산위험이

9) Romano(1991), "The Shareholder suit: Litigation without foundation" The Journal of Law, Economics & Organization 7, pp.55-87.

10) 김정동, 최미영(2007), 임원배상책임보험 수요에 관한 실증분석 연세대학교, 서울, 한국, 재인용.

11) Hong Zou, Sonia Wong(2008), controlling minority shareholder incentive conflicts and d& liability insurance, city univ of Hong Kong, Hong Kong.

큰 기업 일수록 임원배상책임보험에 가입할 확률이 클 것이라는 것도 검증 되었다. 그러나 성장 가능성이 높은 회사들이 임원배상책임보험에 가입할 확률이 높다는 사실은 유의하지 않게 나왔다.

III. 가 설

앞서 선행 연구들을 살펴보면 기업의 대리인 비용이 높거나 지배주주의 힘이 강할 수록 임원배상책임보험료와 양(+)의 관계를 갖고, 사내의 감시기능을 갖출 수록 임원배상 책임 보험료가 낮아 질 수 있음을 확인 할 수 있었다. 따라서 본 연구는 앞서 밝힌 선행연구들과 같이 맥락으로 최대주주 지분율, 5%이상 보유주주 지분율, 외국인 투자자 보유 지분율, 감사위원회 존재 여부, 사외이사 비율 이상의 기업지배구조 변수가 임원배상책임보험료에 차등적으로 책정되게끔 영향을 주는지를 부채비율, ROE, SIZE(log(자산)), market-to-book 비율 그리고 보상한도를 통제한 상태로 검증하여 볼 것이다. 또한 이러한 지배구조가 기업의 임원배상 책임보험의 가입에 영향을 주는지를 살펴 볼 것이다. 또한, 2000년부터 2010년 사이의 기업이 임원배상책임보험에 가입하였는지와 가입하였다면 몇 기간동안 가입하였는지를 살펴본 후, 가입하였다면 1의 값을 갖고 가입하지 않았다면 0의 값을 갖도록 하는 더미변수를 만들어 최대주주 지분율, 5%이상 보유주주 지분율, 외국인 투자자 보유 지분율, 감사위원회 존재 여부, 사외이사 비율의 변수가 임원배상책임보험의 첫 가입시에 영향을 주는지와 보험의 첫 가입이후 계속가입의 유인이 되는지도 같이 살펴 볼 것이다. 따라서 본 연구에서는 최대주주 지분율, 5%이상 보유주주지분율, 외국인 투자자 지분율, 사외이사비율이 높을수록, 그리고 감사위원회가 존재할수록 임원배상책임보험료가 낮아진다는 다음의 가설을 설정한다.

가설1 : 최대주주 지분율, 5%이상 보유주주 지분율이 높을수록 임원배상책임보험료는 낮아진다.

이에 대한 이유는 최대주주, 5%이상 보유주주의 지분율이 많은 회사에서는 회사의 경영진들이나 임원들이 기업을 경영함에 있어 이들의 눈치를 보게 될 것이고 대리인비용을 최소화하고 대주주들의 이익에 해가 되지 않도록 의사결정을 하게끔 영향을 미칠 것이고, 따라서 자연스레 감시, 통제의 역할을 하는 임원배상책임보험의 필요성은 적어지게 될 것이다.¹²⁾

가설2 : 외국인 투자자 지분율이 높을수록 임원배상책임보험료는 낮아진다.

외국인 투자자는 비록 매매수익을 위해 움직이는 세력도 있으나 이들을 투자 손실(loss)의 최소화에 기초하여 움직인다는 집단으로 가정하여 대부분 투명도가 높은 기업들에 투자를 한다는 연구들에 기반하여 이렇게 정의하게 되었다. 또한 투자에 대한 조건으로 외국인 투자자들이 사외이사직을 요구하는 경우 다른 사유에 비해서 사외이사의 독립성을 더욱 강화시켜준다는 주장도 있었다.

가설3 : 감사위원회가 존재하는 기업은 임원배상책임보험료가 낮다.

감사위원회를 운영하는 기업은 보통 감사제도를 도입하는 회사에 비해서 사외이사를 많이 선임한다. 따라서 감사위원회가 존재한다는 것은 경영자나 임원들이 그들의 이해관계와 일치하는 내부이사를 선임하여 기업경영에 있어서 의사결정을 할 때 경영자나 임원들의 마음대로 할 수 있는 가능성을 줄여 줄 수 있다는 의미가 있다. 따라서 감사위원회가 존재하는 기업은 기업의 감시기능을 높힐 수 있다는 측면에서 임원배상책임보험에 대한 필요성은 작아 질 것이다.

가설4 : 사외이사비율이 높은 기업은 임원배상책임보험료가 낮다.

사외이사란 회사의 경영자 등 업무집행기관으로부터 독립적인 위치에서 법령이나 정관에 정해진 직무를 수행하는 자이다. 사외이사의 역할은 지배주주를 비롯한 경영자나 담당이사의 독단적인 의사결정에 대한 감시, 감독기능을 수행하여 경영의 투명성을 제고하는 기능을 한다. 따라서 사외이사비율이 높을수록 기업의 투명성은 증가하여 임원배상책임보험료는 낮아질 것이다.

가설5 : 최대주주지분율, 5%이상보유주주 지분율, 외국인투자자 지분율, 사외이사비율이 높고 감사위원회가 존재하는 회사일 수록 임원배상책임보험의 처음 가입과 계속 가입에 유인을 덜 느낄 것이다.

12) 김정동, 최미영(2007), 임원배상책임보험 수요에 관한 실증분석, 연세대학교, 서울, 한국.

모형4 :

$$\begin{aligned} & \text{더미변수1(보험가입기간 = 1, 나머지 = 0)} \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{최대주주지분율} + \beta_2(5\% \text{ 이상 보유주주지분율}) \\ & \quad + \beta_3 \text{외국인투자자지분율} + \beta_4 \text{감사위원회} \\ & \quad + \beta_5 \text{사외이사비율} + \beta_6(ROE) \\ & \quad + \beta_7(SIZE) + \beta_8(m/b) + \epsilon \end{aligned}$$

모형1과 2에서는 선행연구에서 진행되었던 것처럼, 기업지배구조의 질이 임원배상 책임보험료에 영향을 미치는가를 살펴보고자 한다. 독립변수로 활용되는 최대주주지분율, 5%이상보유주주지분율은 높을 수록, 외국인 투자자 지분율이 높을 수록, 감사위원회가 존재할 수록, 사외이사비율이 높을 수록 임원배상책임보험료는 낮아 질 것이라 기대한다. 모형3과 4는 앞서 밝혔듯이 금융기업의 임원배상책임보험 가입여부에 영향을 주는 요인을 찾아 보고자, 기업이 임원배상책임보험을 가입한 첫 시점을 1, 그 외를 0으로 하는 더미변수를 종속변수로 하는 실험 3(더미변수 1), 기업이 임원배상책임보험에 가입하는 모든 기간을 1의 값을 갖고, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수를 종속변수로 하는 실험4(더미변수2)을 진행 하였다. 실험 3과4는 종속변수가 연속적이지 않고 0과 1로 나뉘는 더미변수일 경우이므로, 분석이 용이하도록 로지스틱 회귀분석을 사용한다. 여기서는 앞서 가설을 설정 하였듯이, 기업지배구조 변수가 안 좋을 수록, 즉 최대주주지분율과 5%이상 보유주주지분율, 외국인 투자자 보유 지분율, 감사위원회 존재여부, 사외이사비율이 낮을수록 기업은 임원배상책임보험을 가입하려 할 것이고, 이를 계속 가입하려 할 것인지 결과를 확인 할 것이다.

2. 변수의 정의

(1) 종속변수

가. $\ln(\text{premium} / \text{board size})$

나. $(\text{premium} / \text{자산})$

다. 더미변수1(임원배상책임보험의 첫 가입시 =1, 나머지=0)

라. 더미변수2(임원배상책임보험의 가입기간 =1, 나머지=0)

(2) 독립변수

소유경영자인 대주주 지분에 대한 연구는 크게 이해일치가설과 경영자안주가설로 크게 둘로 나누어 볼 수 있다. berle & means(1932)과 jensen & meckling(1976)의 고전적 대리인 이

론에 기초한 이해일치가설에 의하면 최대주주지분율이 높을 수록 소유자의 이해와 일치한다고 보고 기업가치의 극대화를 위해 적극적인 자세를 취한 다는 것이다.¹⁴⁾ 따라서 최대주주지분율이 낮을 수록 임원배상책임보험의 수요는 증가할 것이다. 경영최대주주의 지분율이 높을 수록 감시비용이 적게 나가므로 임원배상책임보험료는 낮아질 것이다. 또한 이는 비슷한 맥락상 5%이상 보유주주 지분율도 최대주주지분율과 같은 결과를 얻기를 기대하고 있다.

외국인 투자자 지분율은 낮을 수록 임원배상책임보험의 수요는 증가할 것이다. 외국인 투자자는 보통 자금조달에 여유가 있는 투자자들이 대부분이고, 기업감시를 목적으로 기업경영에 참여하거나 여러 실력 행사를 할 수 있다는 측면과 전문성을 인정 받고 있다는 측면에서 외국인 투자자 비율이 높을 수록 비용이 적게 든다. 하물며 외국인 투자자와 기관투자자들이 단타매매를 목적으로 투자하는 경향도 보이지만 대부분 투명도가 높은 기업에 편중되어 투자를 한다는 연구들이 이를 뒷받침 한다.

감사위원회의 존재여부도 감사위원회가 없는 기업은 문제가 있는 재무보고를 할 가능성이 높다는 문제를 제기한 dechow(1996)의 연구와 감사위원회가 있는 경우 경영부정이 덜 빈번하다고 주장한 mcmullen(1996)를 참고하면 감사위원회의 존재는 기업의 지배구조에 긍정적인 기능을 많이 하고 감사위원회가 존재하는 기업은 기업내부에서 감독기능을 행사함으로써 기업의 소송위험을 낮출 수 있다고 평가 할 수 있을 것이다.

사외이사비율은 낮을 수록 임원배상책임보험의 수요는 증가할 것이다. 사외이사의 역할은 독립적인 위치에서 지배주주를 비롯한 경영자의 독단적 업무집행이나 감독기능을 수행하여 감시비용을 낮추게 되고 임원배상책임보험료를 증가시킬 수 있다. 하지만, 반대로 기업의 지배주주들의 파워가 강하거나 형식적으로 이사회를 유지하는 기업의 경우 사외이사 또한 대주주와 관련이 깊은 인사들로 채워진다는 비판도 동시에 받고 있어서 사외이사비율이 높을 수록 임원배상책임보험료가 높아질 것이라는 주장도 있다.

3. 표본

본 연구에서는 표본은 2000년부터 2010년 사이에 유가증권시장에 상장된 659개의 제조기업을 대상으로 재무제표자료는 상장협의 데이터 베이스(TS-2000)에서 수집하였고 임원배상책임보험에 관한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(www.dart.fss.or.kr)에서 사업보고서를 통해 수작업으로 수집하였다. 그러나, 임원배상책임보험료에 관한 자료는 실제로 2000년부터

14) 이경태(2006), 기업지배구조가 임원배상책임보험료에 미치는 영향, 박사학위, 연세대학교, 서울, 한국, pp.55-57, 재인용.

2008년간의 데이터만 확인 할 수 있었고, 2009년과 2010년의 임원배상책임보험료의 자료는 확인 할 수 없었다. 따라서, 기업지배구조 변수가 임원배상책임보험료에 어떤 영향을 미치는지 여부를 확인하는 실험에서의 데이터는 1414개로 임원배상책임보험의 가입에 영향을 미치는지를 확인하는 실험의 데이터 (5538개의 데이터)와 차이가 많이 났다.

또한 금융업에 속한 기업의 경우 회계원칙이나 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 상이하어 동일한 기준에 의한 비교분석이 어렵게 되어 비교적 동일한 기준에 의한 비교분석이 용이하고 설명력을 높이기 위하여 제조업기업을 대상으로 표본을 수집하였다.

4. 기술통계분석

〈표 1〉 표본의 기술통계량

	더미변수 1=0 인 경우 (더미변수1 : 보험첫가입시점=1, 나머지=0인 더미변수)						더미변수 1=1 인 경우 (더미변수1 : 보험첫가입시점=1, 나머지=0인 더미변수)					
	N	최소값	최대값	평균	표준편차	중위수	N	최소값	최대값	평균	표준편차	중위수
부채비율	5538	0.01	21.79	0.47	0.36	0.46	124	0.06	0.93	0.48	0.20	0.49
ROE	5538	-591.08	189.65	-0.06	8.46	0.07	124	-0.69	0.65	0.08	0.17	0.09
SIZE	5538	14.52	25.40	19.41	1.47	19.15	124	17.58	24.65	19.05	1.43	19.54
m_b	5538	-4.81	412.01	1.13	6.82	0.61	124	0.07	8.15	1.14	1.25	0.70
최대주주지분율	5538	0.49	93.54	40.74	16.91	40.31	124	9.37	79.90	42.00	15.40	40.64
오미상보유주주지분율	5538	0.00	84.04	7.93	10.74	5.03	124	0.00	42.30	10.33	11.14	7.12
외국인투자자보유지분율	5538	0.00	345.48	9.77	16.68	2.31	124	0.00	82.94	14.64	17.57	7.81
감사위원회존재여부	5538	0.00	1.00	0.20	0.40	0.00	124	0.00	1.00	0.28	0.45	0.00
사외이사비율	5447	0.00	0.90	0.33	0.13	0.30	124	0.00	0.67	0.34	0.13	0.30
(premium/ board size) (단위 :천원)	5444	0.00	3000000	7607.38	67269.40		124	0.00	395000.00	16213.15	41950.39	6474.56
(보상한도/ board size) (단위:천원)	5447	0.00	17500000	416381.21	1429662.20		124	0.00	12500000.00	1221045.32	1818890.61	645833.33
(보상한도/ 자산)	5538	0.00	413.20	2.96	12.08		124	0.00	280.91	22.80	40.86	8.37
(premium/ 자산)	5535	0.00	0.01	0.00	0.00		124	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
D&O premium (단위 :천원)	5535	0.00	30000000	62928.74	679154.44		124	0.00	2370000.00	108035.75	260261.21	38000.00
보상한도 (단위 :천원)	0						123	0.00	70000000.00	7364227.64	9964330.89	5000000.00

더미변수 2=0 인경우 (더미변수2 : 보험가입기간=1, 나머지=0인 더미변수)							더미변수 2=0 인경우 (더미변수2 : 보험가입기간=1, 나머지=0인 더미변수)					
	N	최소값	최대값	평균	표준편차	중위값	N	최소값	최대값	평균	표준편차	중위수
부채비율	4319	0.01	21.79	0.46	0.40	0.45	1451	0.02	1.45	0.50	0.19	0.52
ROE	4319	-591.08	189.65	-0.08	9.58	0.07	1451	-92.81	3.48	-0.03	2.52	0.08
SIZE	4319	14.52	25.40	19.06	1.24	18.92	1451	17.09	25.01	20.57	1.55	20.46
m/b	4319	-4.81	412.01	1.06	7.51	0.57	1451	-4.81	161.72	1.45	5.36	0.76
최대주주지분율	4319	1.31	93.54	41.60	16.66	41.68	1451	0.49	99.98	37.99	17.41	36.43
오미상보유주주지분율	4319	0	84.04	7.33	10.39	0	1451	0	83.62	10.10	11.77	6.85
외국인투자자보유지분율	4319	0	345.48	7.85	15.34	1.23	1451	0	239.00	16.10	18.89	8.74
감사위원회존재여부	4319	0	1.00	0.14	0.34	0	1451	0	1.00	0.43	0.49	0.00
사외이사비율	4228	0	0.90	0.31	0.11	0.29	1451	0	0.83	0.39	0.14	0.38
(premium/ board size) (단위 :천원)							1447	0	3000000	31695.17	128804.69	9196.60
(보상한도/ board size) (단위:천원)							1451	0	17500000	1742581.42	2429568.56	833333.33
(보상한도/ 자산)							1451	0	413.20	13.99	24.77	7.49
(premium/ 자산)							1447	0	0.01	0.00	0.00	0.00
D&O premium (단위 :천원)							1447	0	30000000.00	266377.92	1321631.62	60480.00
보상한도 (단위 :천원)							1435	0	200000.00	13033016.79	20454011.90	5000000.00

위의 <표 1>에는 표본에 대한 기술통계량을 제시하였다. 위처럼 기술통계량을 나누어 분석하는 이유는 임원배상책임보험에 가입시점에서의 기업들의 기술통계량과 그 외의 기업들의 기술통계량을 비교하고, 그리고 임원배상책임보험을 가입시점에서의 기업들의 기술통계량과 그 외의 기업들의 기술통계를 비교하기 위함이다.

더미변수1(보험가입시점에 1의 값을 갖고 그 외는 0의 값을 갖는 더미변수)은 기업이 보험에 처음 가입하는 연도에만 1로 카운트 되기 때문에 1의 값을 갖는 것과 0의 값을 갖는 기업들의 모든 변수에 대한 데이터를 확인 할 수 있었으나, 더미변수2(보험에 가입한 기간=1, 그 외=0의 값을 갖는 더미변수)에서는 0의 값을 갖는 기업들은 보험료를 지급하고 있지 않은 기업이므로 D&O관련 데이터(premium(임원배상책임보험료)과 보상한도의 값)를 확인 할 수가 없었다.

전체적으로 확인해 보면 보험에 처음 가입하거나 계속 가입하고 있는 기업들의 5%이상보유주주지분율, 외국인 투자자보유지분율, 감사위원회, 사외이사비율은 임원배상책임보험료를 지급하고 있지 않거나 가입하지 않는 기업들에 비해 조금씩 더 큰 값을 갖는 것을 확인하였

고 최대주주지분율만이 유일하게 처음 임원배상책임보험료를 지급시점 이후 조금 낮아짐을 확인 할 수 있었다. 이는 임원배상책임보험에 가입하고 있는 기업들의 5%이상보유주주지분율, 외국인 투자자보유지분율, 감사위원회의 존재, 사외이사비율이 임원배상책임보험에 가입하고 있지 않은 기업들의 그것보다 더 높게 나타남을 나타내 주는데, 기업의 감시기능을 하고 대리인비용을 줄일 수 있어 5%이상보유주주지분율, 외국인 투자자보유지분율, 감사위원회의 존재, 사외이사비율이 높은 기업일수록 임원배상책임보험에 덜 가입할 것이라 밝혔던 가설과 정반대로 나타남을 확인 할 수 있었다. 또한 최대주주지분율은 더미변수1=0(보험의 첫 가입시점을 제외한 기간)의 경우 평균이 40.74%이고 중위수가 40.31%, 더미변수1=1의 경우(보험의 첫 가입시점) 평균이 42%이고 중위수가 40.64%이다. 이는 국내기업의 경우 최대주주가 상당히 높은 수준의 지배력을 갖고 있음을 나타내고 있다. 같은 조건에서 더미변수1=0에서 5%이상보유주주의 지분율은 평균이 7.93%, 중위수가 5.03% 이고 더미변수1=1의 경우는 평균이 10.33% 중위수가 7.12% 인데, 이 또한 위의 의견을 뒷받침 한다고 할 수 있다.

또한 더미변수1(보험에 가입하는 첫 시점=1, 나머지=0인 더미변수)을 보면 보험에 처음 가입할 당시에(더미변수1=1) Premium / board size와 보상한도 / board size를 보게되면 가입한 회사들의 Premium / board size와 보상한도 / board size가 훨씬 낮아진 것을 확인 할 수 있다. 이는 기업들이 처음보험에 가입할 당시에는 소송위험을 느껴 임원배상책임보험료를 더 지불하고 보상한도도 큰 규모로 가입하지만, 보험가입 이후 임원배상책임보험료와 보상한도를 줄여 계약을 하는 것으로 보아 기업입장에서 이러한 임원배상책임보험료도 비용으로 받아들이게 수 있을 가능성을 의미하고 있다.

또한 더미변수1, 2 모두 1의 값을 갖는 기업들, 즉 해당년도에 처음 보험에 가입하거나 계속 가입하는 기업들의 감사위원회 존재, 외국인 투자자 비율 등은 그렇지 않은 회사들 보다 평균이 높은 것을 보이는데, 이는 상당수의 기업들이 기업의 투명성을 위해 사외이사나 감사위원회를 도입하고 있지만 최근의 급변하는 경제상황으로 인하여 오히려 임원책임보험에 가입하는 경향을 보인다고 할 수 있다.

〈표 2〉의 피어슨 상관계수를 보게되면 보험 첫 가입에 영향을 주는 변수는 거의 없으므로 확인되었고 size와 5%이상보유주주 지분율 외국인 투자자 지분율, 감사위원회 존재 더미변수가 양(+)의 관계를 보이는 것으로 확인 되었다. 이는 보험의 첫 가입시점에 영향을 주는 것으로 확인 되었으며, 더미변수2(보험가입 전제기간=1, 나머지=0인 더미변수)의 세로 열을 확인 해보면 ROE, m/b 변수를 제외한 모든 변수들이 유의한 것으로 확인 되었고, 부채비율이 높고 기업의 규모가 크며 최대주주지분율, 5%이상 보유주주 지분율, 외국인 투자자 지분율, 사외이사비율, 감사위원회 존재 더미변수와 양의 유의한 관계가 있음이 확인 되었다.

〈표 2〉 피어슨 상관계수

피어슨상관계수 2000-2010년 (N=5571)		피어슨상관계수 2000-2010년 (N=1414)														
타변수	피어슨상관계수	타변수1 (보통1, 나머지 지=0)	부채 비율	ROE	SIZE	m / b	최대주주 비율	5%이상 유주주지분 비율	외국인투자 지분비율	감사위원회 존재	사외이사비 율	타변수2 (보통1, 나머지 지=0)	(보상한도/자 산)	(premium / 자산)	ln(premium / board size)	ln(board size)
타변수1	1	1	0	0	0.04 ***	0	0.01	0.03 ***	0.04 ***	0.03 **	0.01					
부채비율			1	-0.02	0.03 ***	0.04 ***	-0.14 ***	0	-0.08 ***	0.04 ***	0	0.049 ***	-0.17 ***	0.03 ***	0.18 ***	0.02
ROE				1	0.03 **	-0.77 ***	0.02 *	0.01	0.01	0.01	-0.02 *	0.006	-0.01	-0.02	0	0.02
SIZE					1	-0.02 **	-0.05 ***	0.13 ***	0.39 ***	0.56 ***	0.46 ***	0.433 ***	-0.43 ***	-0.24 ***	0.59 ***	0.51 ***
m / b						1	-0.04 ***	0.02 *	0.04 ***	0.04 ***	0.05 ***	0.017	0.07 ***	0.03 *	0.04 *	0.06 ***
최대주주 지분비율							1	-0.22 ***	-0.06 ***	-0.06 ***	-0.12 ***	0.089 ***	0.11 ***	-0.01 ***	-0.26 ***	-0.1 ***
5%이상 유주주지분 비율								1	0.16 ***	0.05 ***	0.09 ***	0.11 ***	-0.02	-0.04 *	0.09 ***	0.07 ***
외국인투자 지분비율									1	0.23 ***	0.19 ***	0.217 ***	-0.13 ***	-0.04 *	0.24 ***	0.16 ***
감사위원회										1	0.55 ***	0.303 ***	-0.14 ***	-0.07 ***	0.38 ***	0.32 ***
사외이사비 율											1	0.298 **	-0.17 ***	-0.05 **	0.41 ***	0.34 ***

***은 99%, **은 95%, *은 90% 신뢰수준에서 유의적임.

또한 독립변수사이의 관계를 보게 되면 최대주주지분율을 제외한 5%이상 보유주주 지분율과 외국인 투자자지분율, 감사위원회 존재여부, 사외이사비율 사이에서는 서로서로 양(+)의 관계를 보이는 것으로 확인 되었고, 최대주주지분율만이 다른 독립변수들과의 관계가 음(-)의 관계를 보이는 것으로 확인 되었다. 이는 D&O 데이터와의 관계에서도 비슷한 관계를 보이고 있는데, 최대주주지분율과 임원배상책임보험료와의 관계는 음(-)의 관계를 보이나 최대주주지분율과 보상한도와는 양(+)의 관계를 보이고 있었다. 그러나 이를 제외한 다른 독립변수들(5%이상 보유주주 지분율과 외국인 투자자지분율, 감사위원회 존재여부, 사외이사비율)은 D&O 관련 변수(임원배상책임보험료, 보상한도)의 사이는 대부분 음의관계를 보이는 것으로 확인 되었다. 기업의 규모는 여러 기업지배구조변수들과는 높은 상관관계가 유의적으로 확인 되었고 변수들간에 다중공선성은 없는 것으로 나타났다.

5. 가설검증결과

〈표 3〉부터 〈표 6〉까지는 임원배상책임보험료 결정에 영향을 주는 여러 변수들의 상관관계를 알아보기 위하여 여러 종속변수를 이용한 회귀분석 결과를 하였고 각 회귀분석마다 각 변수가 종속변수에 주는 영향을 파악하기 위해 통제변수로 통제된 상태에서 각 독립변수가 주는 영향도 살펴보았다.

〈표 3〉은 종속변수가 $\ln(\text{premium} / \text{board size})$ 인 회귀 분석을 해 보았는데 여기서는 최대주주지분율은 -0.13으로 종속변수와 유의적으로 강한 음의 관계를 갖고 있고 통제변수는 그대로 둔채, 독립변수를 최대주주지분율만 사용한 두 번째 세로열의 식2의 결과를 보더라도 최대주주지분율과 임원배상책임보험료의 변수인 종속변수($\ln(\text{premium} / \text{board size})$)와 음의 관계가 있음을 확인할 수 있었다. 통제변수인 부채비율, size, $\ln(\text{보상한도} / \text{board size})$ 는 유의적으로 양(+)의 관계를 갖는 것으로 선행연구와 같은 결과를 도출하였으나, 외국인 투자자지분율과 사외이사비율은 예측결과와 반대되는 것으로 보여졌다. 외국인 투자자 지분율이 임원배상책임보험과 양의 결과를 가져온 것은 경영환경이 급변하는 현상이 지속되고 외국인투자자의 주식보유 자체가 시장에 더 이상 긍정적인 영향을 줄 수 없다는 것을 의미한다. 또한 감사위원회의 존재 또한, 감사위원회의 구성이 경영자 또는 최대주주와의 이해관계로 있는 사외이사로 구성이 되거나 감사위원회가 제구실을 못한다는 시장의 평가를 반영함을 의미한다. 〈표 4〉에서도 또한 최대주주 지분율은 -0.06의 약한 음(-)의 관계를 가지고 있었으나 유의함을 보였고, 외국인 투자자지분율은 0.07의 (+)의 관계를, 사외이사비율은 0.08의 양(+)의 관계를 갖고 있음을 보이며 예측결과와 반대되는 현상을 보이고 있었다. 특이한 점은 통제변

수 중에서 size가 임원배상 책임보험과 음의 관계를 보임을 확인 할 수 있었고 ROE변수는 유의하지 않음으로 확인 되었다. 이는 기업의 규모가 클수록 자산 대비 보험료를 적게 내는 것으로 파악 되고 있다. <표 3>과 <표 4>에서의 실험에서 독립변수가 종속변수에 보통 낮은 영향력을 가지고 있음을 확인 할 수 있었고 최대주주지분율이 높을수록 임원배상책임보험료가 낮다는 가설만 지지하는 것으로 확인할 수 있었다.

<표 3> ln(premium / board size) 종속변수에 대한 회귀분석결과

변수명	기대부호	식1	식2	식3	식4	식5	식6
절편		0.32 (0.56)	-0.37 (-0.74)	-1.31*** (-2.65)	-1.00** (-1.99)	-0.91 (-1.64)	-0.77 (-1.46)
최대주주 지분율	-	-0.13*** (-6.44)	-0.14*** (-7.05)				
5%이상보유 주주지분율	-	-0.02 (-0.78)		0.02 (0.98)			
외국인투자자 지분율	-	0.06*** (2.59)			0.07*** (3.29)		
감사위원회	-	0.01 (0.54)				0.04* (1.70)	
사외이사 비율	-	0.05* (1.81)					0.07*** (2.99)
부채비율	+	0.10*** (4.99)	0.09*** (4.51)	0.09*** (4.66)	0.11*** (5.53)	0.09*** (4.73)	0.09*** (4.60)
ROE	-	0.00 (-0.06)	0.00 (0.01)	0.00 (-0.15)	-0.01 (-0.27)	-0.01 (-0.26)	0.00 (-0.16)
SIZE	+	0.26*** (8.93)	0.32*** (13.78)	0.35*** (15.00)	0.31*** (12.59)	0.32*** (12.01)	0.31*** (11.66)
m/b	-	-0.01 (-0.71)	0.00 (-0.06)	0.00 (0.22)	0.00 (-0.23)	0.00 (0.11)	0.00 (-0.09)
ln(보상한도 / boardsize)	+	0.43*** (19.51)	0.43*** (19.46)	0.43*** (18.98)	0.43*** (19.27)	0.43*** (19.00)	0.43*** (18.89)
Adjusted R Square		0.50	0.50	0.48	0.48	0.48	0.48
F		142.39	233.93	218.23	221.40	218.86	220.81

***은 99%, **은 95%, *은 90% 신뢰수준에서 유의적임.

〈표 4〉 (premium / 자산) 종속변수에 대한 회귀분석결과

변수명	기대부호	식1	식2	식3	식4	식5	식6
절편		0.00*** (6.77)	0.00*** (6.07)	0.00*** (5.47)	0.00*** (6.11)	0.00*** (5.62)	0.00*** (6.23)
최대주주 지분율	-	-0.06** (-2.34)	-0.07** (-2.59)				
5%이상보유 주주지분율	-	-0.05** (-2.06)		-0.03 (-1.25)			
외국인투자자 지분율	-	0.07** (2.59)			0.08*** (2.83)		
감사위원회	-	0.02 (0.62)				0.06* (1.85)	
사외이사 비율	-	0.08** (2.32)					0.09*** (2.88)
부채비율	+	0.12*** (4.38)	0.10*** (3.81)	0.11*** (4.04)	0.12*** (4.58)	0.10*** (3.85)	0.10*** (3.74)
ROE	-	0.00 (-0.08)	0.00 (0.08)	0.00 (-0.12)	0.00 (-0.04)	0.00 (-0.04)	0.00 (0.06)
SIZE	+	-0.24*** (-6.35)	-0.16*** (-5.56)	-0.14*** (-5.07)	-0.18*** (-5.87)	-0.18*** (-5.27)	-0.20*** (-5.91)
m/b	-	-0.01 (-0.34)	0.01 (0.27)	0.01 (0.51)	0.00 (-0.05)	0.01 (0.21)	0.00 (0.03)
(보상한도 / 자산)	+	0.25*** (8.78)	0.26*** (9.17)	0.26*** (9.12)	0.26*** (9.14)	0.25*** (8.71)	0.25*** (8.77)
Adjusted R Square		0.12	0.11	0.11	0.12	0.11	0.12
F		20.96	31.58	30.61	31.83	30.96	31.88

***은 99%, **은 95%, *은 90% 신뢰수준에서 유의적임.

〈표 5〉와 〈표 6〉에서의 실험에서는 최대주주지분율 5%이상이상보유주주 지분율, 외국인 투자자보유지분율, 감사위원회 존재여부, 사외이사비율 이상의 독립변수들이 기업의 보험 가입에 어떤 영향을 주는지, 또한 보험의 계속가입에 어떤 영향을 주는지 로지스틱 회귀분석을 통하여 확인하여 보았다. 〈표 5〉에서 보면, 5%이상 보유주주 지분율을 제외한 모든 변수들이 유의하지 않은 결과를 확인 할 수 있었다. 5%이상 보유주주 지분율은 보험가입에 0.02의

양(+의 관계를 가지고 있음을 확인 할 수 있었고 모형의 적합도 또한 0.388로 유의함을 보이고 있었다. 이는 기업의 임원배상책임보험의 가입에 5%이상 보유주주 지분율을 제외한 모든 변수들은 아무런 영향을 주지 못하고 있었고 이 또한 예측했던 결과와 반대로 나와 가설을 지지하지 못하고 있었다. 이는 더미변수1(보험의 첫 가입시점=1, 나머지=0인 더미변수)의 데이터가 2000년~2010년의 보험의 첫 가입시점만을 확인 할 수 있었던 데이터가 충분하지 못했고 이를 토대로 보험가입에 영향을 줄 수 있는 지 확인하는 데에도 무리가 있었음을 보여주고 있었다.

〈표 5〉 보험의 첫 가입시점 더미에 대한 회귀분석결과(로지스틱 회귀분석)

	기대부호	B (회귀계수)	S.E.	Wals	자유도	Exp(B)
		(유의확률)				
최대주주 지분율	-	0.01	0.01	5.42	1.00	1.01
5%이상보유주주 지분율	-	0.01	0.00	3.44	1.00	1.02
외국인투자자보유 지분율	-	0.00	0.28	0.55	1.00	1.01
감사위원회존재여부	-	0.28	0.88	1.59	1.00	1.23
사외이사비율	-	0.88	0.17	0.32	1.00	0.33
부채비율	+	0.17	0.03	0.01	1.00	1.10
ROE	-	0.03	0.08	4.35	1.00	1.00
SIZE	+	0.08	0.02	0.00	1.00	1.17
m/b	-	0.02	1.47	24.67	1.00	1.00
상수항		1.47	24.67	1.00		0.00

***은 99%, **은 95%, *은 90% 신뢰수준에서 유의적임.

〈표 6〉에서는 이전의 종속변수가 더미변수1(보험 첫 가입시점=1, 나머지 =0인 더미변수)인 실험과는 달리 감사위원회 존재 여부를 나타내는 독립변수를 제외한 모든 변수가 유의함을 보이고 있었다. 그러나 최대주주지분율 변수만이 보험의 계속가입에 -0.01의 약한 영향력 이지만 음(-)의 영향을 주는 것으로 확인 되어 가설을 지지하고 있었고, 나머지 변수들은 가설과 반대의 결과를 나타내고 있었다. 이는 최대주주의 지분율이 높은 회사 일수록 더 이상의 임원배상책임보험의 지속(계속 가입)을 원치 않고 있음을 나타냈으며 이는 최대주주 지분율이 높을수록 임원 및 경영진들은 대주주의 이익과 일치하는 방향으로 의사결정을 한다는

가설을 지지하고 있다고 보여지고, 따라서 기업의 감시비용이 더 적게 필요하게 되며, 임원 배상책임보험의 계속가입이 필요 없음을 의미한다.

〈표 6〉 보험의 가입기간 더미에 대한 회귀분석결과(로지스틱 회귀분석)

	기대부호	B (회귀계수)	S.E.	Wals	자유도	Exp(B)
		(유의확률)				
최대주주 지분율	-	-0.01** (0.02)	0.00	5.69	1.00	0.99
5%이상보유주주 지분율	-	0.01*** (0.00)	0.00	11.90	1.00	1.01
외국인투자자보유 지분율	-	0.01** (0.01)	0.00	7.74	1.00	1.01
감사위원회존재여부	-	0.08 (0.44)	0.10	0.60	1.00	1.08
사외이사비율	-	1.66*** (0.00)	0.33	25.98	1.00	5.25
부채비율	+	0.22** (0.01)	0.08	6.65	1.00	1.24
ROE	-	0.00 (0.69)	0.01	0.16	1.00	1.00
SIZE	+	0.60*** (0.00)	0.03	370.15	1.00	1.83
m/b	-	0.01 (0.34)	0.01	0.89	1.00	1.01
상수항		-13.64*** (0.00)	0.60	511.53	1.00	0.00

***은 99%, **은 95%, *은 90% 신뢰수준에서 유의적이다.

그러나 최대주주 지분율을 제외한 모든 기업지배구조변수와 종속변수인 더미변수2(보험에 가입하고 있는 기간 =1, 나머지=0인 더미변수)와의 관계는 예측 결과와 정반대의 결과가 나오게 되었다. 이는 기업이 임원배상책임보험에 계속 가입을 하게 되는지의 여부에 5%이상 보유주주 지분율, 외국인 투자자 지분율, 감사위원회, 사외이사비율이 낮을수록 임원배상책임보험을 갱신하거나 계속 가입할 것이라는 결론에 더 가깝다고 보여진다. 이것은 〈표 6〉에서 사외이사비율의 베타 값이 1.66으로 유의함을 나타내는 것으로 확인할 수 있는데, O'Sullivan (1997)¹⁵⁾에서처럼, 독립적인 이사의 비율이 높은 회사일수록, 위험회피적인 경영의사결정을

하기 때문에, D&O(임원배상책임보험)에 더욱 가입하는 경향이 있다고 보여진다. 그리고 기업의 수익성(ROE)과 성장 척도인(m/b, market-to-book)은 유의성이 없는 것으로, 이들과 임원배상책임보험은 어떤 설명력을 갖지 못함을 확인 되었다.

V. 결 론

본 연구는 기업지배구조에 대한 정보효과를 연구했던 선행연구에 더하여 임원배상책임보험의 구입(가입)에 기업지배구조가 어떠한 영향을 주는지, 보험의 수요에도 영향을 줄 수 있는가에 대한 고찰도 하여 보았다. 외부전문가들에 의해 평가된 임원배상 책임 보험료가 어떻게 차별적인 의사결정을 내리고 있는가를 기업 지배구조가 반영되어 있는 지 살펴봄으로서 실증적으로 분석하려고 하였다.

결과에 의하면 최대주주지분율은 더미1을 제외한 실험에서 임원배상책임보험에 음(-)의 유의적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 이는 기업에서 최대주주들의 의사결정은 기타 다른 주주들의 이해관계와 상호 일치하는 일이 다반사 인데, 기업의 임원들은 최대주주의 영향을 받아 기업의 이익을 해치지 않도록 하는 방향으로 행동하는 경우가 생길 수 있다고 분석하였다. 또한 사외이사의 경우에는 처음에 예상했던 결과와는 달리 임원배상책임보험료에 양의 관계를 미치고 있는 것으로 보이는데 이는 기업에 대한 소송위험이 일면서 사외이사들의 책임을 벗어나게 해 줄수 있다는 점에서 기업에서는 유능한 인재를 확보하는 차원에서 일어나는 현상으로 보인다. 또한 외국인투자자 지분율과 감사위원회, 사외이사비율의 경우에는 선행연구와 반대되는 즉, 임원배상책임보험료에 음의 영향을 주는 것으로 확인 되었는데 이는 감사위원회와 사외이사의 경우 독립성이 부족한 국내 사외이사제도에 대한 부정적인 시각과 투자자들의 감사위원회의 운영에 대한 의구심이 반영된 결과라 할 수 있겠다.

더미변수2(보험 가입전체기간=1, 나머지=0인 더미변수)가 종속변수인 실험에 의하면 임원배상책임보험의 계속 가입에 최대주주지분율변수를 제외한 모든 독립변수들이 양(+)의 관계를 갖는 것으로 확인 되고, 종속변수가 $\ln(\text{premium} / \text{board size})$ 인 실험과 종속변수가 $(\text{premium} / \text{자산})$ 인 회귀분석결과에 의하면 기존 예측 결과와는 다르게 임원배상책임보험과 외국인투자자 지분율, 감사위원회 존재여부, 사외이사비율은 양(+)의 관계를 갖는다고 일치하

15) O'Sullivan(1997), Insuring the agents: The role of directors' and officers' insurance in corporate governance, journal of Risk and Insurance 64, 545-556, 인용.

게 나오고 있었다. 이는 외국인 투자자들의 투자 행태가 경영환경의 급격한 변화속에 손실을 입을 수 있는 위험을 줄이는 안정적인 투자를 추구 하고 있다고 생각해 볼 수 있다. 또한 감사위원회의 존재와 사외이사 비율도 독립성과 투명성이 부족한 국내 사외이사제도와 감사에 대한 부정적인 시각인 반영된 결과라 하겠다. 또한 더미변수1(보험 첫 가입시점=1, 나머지 =0인 더미변수)가 종속변수인 실패에서 확인 할 수 있듯이 보험의 가입의 유인이 될 수 있는 근거를 확인할 수가 없었다.

본 연구에서는 앞서 연구되었던 선행연구의 결과에 더하여 기업의지배구조들이 보험의 가입에도 영향을 줄 수 있는가도 같이 알아보고자 하였고, 이는 기업의 첫 보험가입시점에서 대부분의 변수들이 유의하지 않는 현상을 보여 이를 증명하는데 무리가 있었던 점과 긍정적인 기업지배구조를 가지는 기업들이 임원배상책임보험에 덜 가입한다는 가설과는 다르게 나타났다 가설을 지지하는 것은 최대주주지분율이 높은 기업일수록 임원배상책임보험에 덜 가입하는 것으로 확인 되었고, 부채비율이 높을수록 즉, 소송위험이 높은 기업일수록 기업의 규모가 클수록 임원배상책임보험에 더욱 가입하는 것으로 확인되었다.

이는 우리나라만의 특유한 재벌기업들이 가지고 있는 고유한 특성과도 연결지어 생각할 수 있었는데 경영자가 최대주주이고, 5%이상주식 보유율을 가진 투자자들이 혈연으로 맺어져 있는 관계를 가지고 있는 회사들이 많이 있고, 이에 따라 경영진들이 회사에 행사할 수 있는 영향력이 크다는 측면에서 설명 될 수 있겠다.

마지막으로, 보험관련 데이터가 대부분 2008년을 마지막으로 확인할 수 없었다는 점에서 한계점을 가지고 있지만 보험의 수요에 영향을 줄 수 있는 가에 대한 고찰을 하였다는 점뿐만 아니라 다양한 각도에서 연구를 하게되는 계기를 마련 할 수 있었다는 점에서 의미가 있다고 하겠다.

참고문헌

- 고인묵 증권집단소송제도와 회계인프라의 정비방향, 금융감독원 강의자료(2005.2.), 7면.
- 金在亨(2010), 기업의 임원배상책임보험 수요에 관한 실증분석.
- 金洸祿(2009), 미국 증권집단소송의 최근 동향과 우리나라 증권관련 집단소송법에 대한 시사점, 충북대학교, 한국.
- 金善政(2000), 임원책임보험의 사회검시기능, 박사학위, 동국대학교, 서울, 한국.
- 김정동, 최미영(2007), 임원배상책임보험 수요에 관한 실증분석 연세대학교, 서울, 한국, 재인용.
- 보험개발원(2009), 손해보험통계연보.
- 이경태, 최종원(2006), “임원배상책임보험 가입 기업의 특성”, 보험학회지, 제74집, 2006.
- 이경태(2006), 기업지배구조가 임원배상책임보험료에 미치는 영향, 박사학위, 연세대학교, 서울, 한국.
- 이정환, “미국의증권집단소송제도와 우리나라의 증권집단소송법제정에 관한검토” 기업.
- 이석호(2011.07.09~15), 임원배상책임보험의 기능 및 시사점, 주간 금융브리프, 금융포커스, pp.10-11, 인용.
- 지배구조연구 Vol.7(좋은기업지배구조연구소 2003).
- 최병규, 회사임원배상책임보험, 보험학회지, Vol.54, No.1, 1999.
- (주)크릭손해보험중개 임원배상책임보험 안내, 재인용.
- 홍진희(2007), 임원배상책임보험의 법적 성격, pp.3-4, 인용.
- 현대해상, 임원배상책임보험 보통약관.
- Romano(1991), “The Shareholder suit: Litigation without foundation” The Journal of Law, Economics & Organization 7, pp.55-87.
- Hong Zou, Sonia Wong(2008), controlling minority shareholder incentive conflicts and d&o liability insurance, city univ of Hong Kong, Hong Kong.
- O’Sullivan(1997) Insuring the agents: The role of directors’ and officers’ insurance in corporate governance, journal of Risk and Insurance.
- 증권관련집단소송법 제3조 제1항.

Director's and Officer's Liability Insurance and Corporate Governance

Jeon, Sung-Yong*

ABSTRACT

This study examines the effect of a firm's governance on the decision to purchase director's and officer's liability insurance(D&O insurance) and its premium. I find that the premium increases as the largest shareholder ownership increases. Foreign ownership, audit committee and the ratio of outside shareholder do not show relationship with the premium of D&O insurance. Further, I find that among others the presence of shareholders with ownership of more than 5% encourages the purchase and maintenance of D&O insurance.

Key Words : director's and officer's liability insurance(D&O insurance), largest shareholder's holding, shareholder ownership

* Master of Business Administration, Graduate School of Dankook University,
E-mail : leader0104@dankook.ac.kr

