

## 기업지배구조 연구의 고찰과 향후 국내관련 연구의 방향\*

박경서(주저자)  
고려대학교 경영학과  
(kspark@korea.ac.kr)

본 보고서는 그동안 국내외에서 진행되어 온 기업지배구조(corporate governance) 관련 주요연구결과를 정리하고, 국내 기업의 관점에서 향후 검토되어야 할 연구주제의 방향에 대해 논의하고 있다. 선진국과 달리 대다수 상장기업에 개인지배 주주가 존재하는 한국적 상황에서 내부자에 의한 사익추구의 다양한 형태와 이에 대한 규율장치의 작동여부에 대한 연구는 향후 국내기업의 지배구조관련 연구의 심화와 관련제도의 개선을 위해 매우 중요할 것이다.

주제어: 기업지배구조, 지배주주, 사익추구, 이해상충문제, 경영감시장치

### 1. 이론적 배경

기업지배구조(corporate governance)란 경영자원의 조달과 활용, 수익의 분배 등 기업의 전반적인 경영과정이 효율적으로 이루어지도록 감시하고 통제하는 장치(mechanism)를 의미한다(Jensen and Meckling, 1976). 보다 실무적인 관점에서의 기업지배구조는 투자자인 주주가 자신의 투자를 회수하기 위한 수단으로서 기업의 경영자를 감시하는 장치로 정의되기도 한다(Shleifer and Vishny, 1987).

주주와 경영자가 분리된 현대적 기업에 있어 기업지배구조가 중요한 의미를 갖는 첫 번째 이유는 바로 주주와 경영자간에 정보비대칭(information asymmetry)이 존재하기 때문이다(Berle and Means, 1932). 회사의 주인(principal)인 주주가 대리인(agent)인 경영자가 가진 정보와 그의 의도를 정확히 알지 못하는 상황에서 경영자는 주주보다는 자기의 이익을 우선하는 도덕적 해이(moral hazard)의 문제를 갖게 된다. 물론 경영자와의 고용계약이나 법적인 질

차를 통해 대리인문제(agent problem)를 해결할 수도 있으나 이를 위해서는 객관적인 증거가 필요하고 시간이 많이 소요되어 기업의 생존과 가치제고를 위해서는 비효율적인 감시수단이다(Hart, 1995). 특히 기업의 외부자인 주주가 경영상황에 대해 비교적 정확한 정보를 확보하기 위해서는 많은 비용과 노력을 필요로 하는데 특정 주주가 그 노력의 대가를 독점하지 못하는 상황에서 경영감시는 일종의 공공재(public good)가 되고 결국 최적의 경영감시기능은 작동하지 못한다.

이러한 점에서 기업지배구조는 경영자의 사익추구 문제를 해결하기 위한 효율적인 감시시스템으로 이해할 수 있다. 기업지배구조를 구성하는 주요 장치로는 경영진 등 이사를 선임하는 주주총회, 기업의 주요한 경영사항을 승인하고 감시하는 이사회, 경영상 부적절한 절차나 행위를 방지하기 위한 감사와 준법감시인 등의 내부통제장치, 회사의 경영상태에 대한 정보를 제공하는 재무제표나 공시제도, 회사의 내부운영 규칙 등을 규정하고 있는 정관, 경영자보상제도와 배당정책, 그리고 경영권의 귀속에 영향을

미치는 주식의 소유구조 등이 있다. 또한 보다 넓은 의미에서 M&A와 같이 비효율적인 경영이나 무능한 경영자를 규율하는 경영권시장(market for control)도 기업경영에 대한 외부적인 규율기능을 수행한다는 점에서 기업지배구조의 일부로 해석할 수 있다(Fama, 1980). 그밖에 상품시장에서의 경쟁, 정부 등 규제자에 의한 감독과 관련규제 등도 일정 수준에서 기업경영에 대한 감시기능을 수행한다.

### 1.1 고전적 이론(Classical Theory)

기업지배구조에 대한 고전적 연구는 자연스럽게 회사(firm)란 무엇인가에 대한 질문으로부터 출발하는데, 이에 대한 근대적인 최초의 논의는 Adam Smith의 국부론(Wealth of Nation)에서 찾을 수 있다. 아담스미스는 경제활동의 효율성 제고를 위한 가장 중요한 원천을 분업(division of labor)으로 파악하였고, 이는 생산조직으로서 회사(company)라는 개념의 모태가 된다. 여러 경제주체가 모여서 팀(team)으로 작업하는 것이 회사인데 이때 회사의 투자자와 경영자가 상이할 경우 두 주체 간 이해관계의 충돌이 발생할 수 있다고 주장한다.<sup>1)</sup>

Coase(1937)는 기업지배구조관점에서 회사의 성격을 한 단계 더 발전시킨다. 그는 회사(firm)를 시장(market)과 비교하면서, 생산활동을 위해 회사를 설립하여 필요한 자본, 인력 등의 생산요소를 내부화(in-housing)하는 것을 회사적 거래로 해석하였고, 이에 대조되는 개념으로 시장에서 생산요소

를 구매(out-sourcing)하는 거래를 시장적 거래로 해석하여 양자의 장단점을 비교하였다. 이에 따르면 회사는 조직 내 상하관계 또는 계층(hierarchy)을 갖고 있고 이러한 계층은 직원간 이해의 충돌이 있을 경우 이를 조정하는 강점이 있다고 설명하였다. 즉, 시장적 거래에서는 두 경제주체 간 이해의 충돌이 있을 경우 사법절차 등 외부주체의 개입을 통해 이를 해결할 수밖에 없어 시간이 많이 걸리고 비용이 많이 발생하는 비효율성의 문제가 있다. 반면에 회사는 내부적으로 상하관계를 이용하여 보다 신속하고 효율적으로 갈등을 해소함으로써 최적의 생산 과정을 구현하는 관리상의 효율성이 있다는 것이다.

회사가 갖는 계층관계의 특징을 보다 현대적인 관점에서 접근한 것은 Alchian and Demsets(1972)이다. 이들은 회사를 구성하는 다양한 이해관계자간의 계약을 주도하고(one party who is central to the contracts), 다른 경제주체들이 이러한 계약을 충실히 이행하는지를 감시할 주체로서 주주(shareholder)를 지목하면서, 감시자로서 회사 내 계층관계의 정점에 있는 주주의 역할을 강조하였다. 물론 주주기와 같이 회사에 필요한 다양한 계약의 주체이자 감시자가 되는 가장 중요한 배경은 잔여위험을 부담하는 주체(residual claimer)이기 때문이다. 즉, 회사의 성과가 불확실한 상황에서 누군가는 위험을 부담해야 하는데 바로 그 위험부담자가 회사경영의 주요한 의사결정자가 되는 것이 최적이라는 것이다.<sup>2)</sup> 투자자로서 주주는 경영성과에 따른 위험을 부담하기 때문에 회사를 구성하는 다른 어떤 이해관계자

1) "Managers of such companies, however, being the managers rather of other people's money, than of their own, it cannot well be expected they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners of a private co-partnery frequently watch over their own.." (Adam Smith, Wealth of Nations, 1776)

2) 위험의 부담과 관련한 연구로서 Knight(1921)는 회사라는 조직이 갖는 위험분담(risk sharing)의 장점을 강조하였다. 즉, 시장에서는 개별주체가 모두 위험을 부담하지만 기업 내에서는 구성원들의 위험에 대한 태도에 따라 자신에게 맞는 위험을 선택할 수 있는 장점이 있다는 것이다.

(stakeholders)보다도 회사의 가치와 성과를 높이는 강력한 경제적 유인을 가지게 된다. 따라서 기업경영의 주된 의사결정권한을 위험부담자인 주주가 갖는 것이 가장 합리적이라는 점에서 기업경영에 대한 통제권(control right) 또는 경영권은 주주에게 귀속된다.<sup>3)</sup>

이러한 주주의 존재와 역할에 대해 Chandler(1979)는 아담스미스의 시장과 달리 회사에는 '보이는 손(visible hand)'이 존재하여 생산과정의 효율성을 극대화하는 것으로 설명하고 있다. 이러한 점에서 Williamson(1975)은 기업지배구조를 시장이 갖고 있는 자연발생적인 규율기능을 대신하여 기업 내의 다양한 이해상충문제를 완화하고 계약비용을 최소화하는 장치로서 정의하고 있다.

## 1.2 주인-대리인 이론(Principal-Agent Theory)

기업지배구조에 관한 연구는 미시경제학 분야에서 정보비대칭이론이 정립되어 가면서 보다 본격적으로 발전하게 되었다.<sup>4)</sup> 모든 경제적 거래에는 최소한 두 주체가 참여하게 되는데 이의 어느 일방이 다른 일방보다 많은 정보를 가지고 있을 경우 정보비대칭(information asymmetry)의 상황이 되고 이에 따라 역선택(adverse selection)이나 도덕적 해이(moral hazard)의 문제가 발생할 수 있다는 것이다(Akerlof, 1970; Holmstrom, 1979 등 참조).

이러한 정보비대칭문제는 바로 기업의 투자자인 주주와 내부자인 경영자간에 대표적으로 적용되며 이는 주인-대리인 이론으로 발전하였고 이후의 기업

지배구조에 관한 연구는 주로 주인인 주주와 대리인인 경영자간의 이해상충 문제에 초점을 맞추게 된다. 사업확장을 위해 적자가 예상되는 사업에 무리하게 투자하거나(empire building), 배당의 기피, 계열사간 거래(related party transaction)를 통한 부의 이전 등 경영자의 사익추구를 외부주주가 입증(verify)할 수 있다면 이를 처벌함으로써 대리인 문제를 해결할 수 있으나 정보비대칭의 문제가 존재하기 때문에 문제의 해결이 용이하지 않게 된다. 따라서 많은 연구들은 정보비대칭 하에서 나타나는 대리인 문제와 이의 해결방안에 초점을 맞추게 된다.

Holmstrom(1979), Harris and Raviv(1979), Townsend(1979), Lambert(1983) 등은 정보비대칭 하에서 경영자가 회사의 성과를 정확히 주주들에게 알리지 않고 수익의 일부를 사적으로 유용하거나 최대한의 노력을 기울이지 않는 도덕적 해이의 문제가 있기 때문에 이를 해결하기 위한 수단으로서 경영자보수를 성과에 연동해야 한다는 이론적 근거를 제시하고 있다. 특히 Holmstrom(1979)은 충분통계량(sufficient statistics)의 개념을 적용하여 보상체계에 반영되어야 하는 정보는 반드시 경영자의 노력이나 능력을 반영할 수 있는 정보로 한정되어야 하며 그렇지 않은 정보가 보상에 사용될 경우 오히려 열등한 결과를 가져온다는 것을 보여주고 있다.

한편, Jensen and Meckling(1976)은 대리인 문제가 발생하는 주요한 배경으로서 소유와 경영의 분리를 지적하고 창업가 또는 지배주주가족의 지분율이 감소함에 따라 사적이익을 추구하게 되는 과정을 제시하고 있다. 간단한 예로서 창업경영자의 지

3) 예를 들어 고정임금을 받는 근로자나 고정이자를 수취하는 채권자에게 경영권을 부여하면 위험한 사업을 기피하고 안정적인 수익을 제공하는 사업에만 투자하는 경향을 가질 것이며 이는 장기적으로 회사의 성장을 제약하게 되고 위험자본의 조달을 어렵게 만들 것이다.

4) 정보비대칭이론의 토대를 제공한 Akerlof(1970)은 'The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism'에서 시장실패(market failure)의 주요한 배경으로 정보비대칭에 따른 역선택의 문제를 제시하여 노벨경제학상을 수상한다.

분율이 100% 미만인 경우 경영자가 회사자금 100 만원을 사적으로 유용하여 회사가치가 감소하게 되면 이의 비용을 다른 주주들과 나누어 부담하며, 이러한 대리인 문제는 경영자의 지분율이 낮을수록 심화된다는 것이다. 기업의 주주는 이러한 대리인 문제를 줄이기 위해 감시비용(monitoring cost), 보증비용(bonding cost), 잔여비용(residual loss) 등의 비용을 부담하게 되는데 이를 자기자본의 대리인 비용이라고 정의하고 있다. 이러한 이론적 주장을 뒷받침하는 실증연구로 Claudio and Martin (1998), Mellow and Parsons(1998) 등은 경영자의 지분율이 낮아질수록 회사가치가 낮아진다는 것을 확인하고 있다.

사익추구의 형태에 관한 연구들도 다수 진행되어 Jensen(1986), La Porta, Shleifer and Vishny (2000) 등은 대리인문제의 유형으로서 경영자가 수익을 주주에게 돌려주지 않고 과도히 많은 현금(free cash flow)을 기업내부에 유보하여 자신을 위해 사용하려는 유인이 있음을 보여주면서 M&A와 같은 외부 규율의 필요성을 제시하고 있다. 그밖에 능력이 검증되지 않은 가족에게 경영권을 승계하거나(Villalonga and Amit, 2006; Perez-Gonzalez, 2006; Bennedsen et al., 2007), 계열사 간 일감몰아주기, 유가증권의 저가발행, 자산의 저가매각 등을 통해 지배주주일가가 사적이익을 추구하는 경우 등도 대리인문제의 유형으로 지적되고 있다(Morck et al., 2005; Baek, Kang, and Lee, 2006 등).

주인-대리인 이론의 강점은 사실상 동 이론이 거의 모든 경제적 거래에 적용될 수 있다는 것이다. 주

주와 경영자간의 관계뿐만 아니라 경영자와 여타 임직원간, 팀장과 팀원 간, 주주와 이사회 간, 고객과 기관투자자 간, 그리고 보다 넓게는 국민과 정치인 또는 관료 간의 관계 등 공적인 영역의 지배구조의 문제도 다룰 수 있는 강점을 갖는다.

한편, 기업지배구조는 내생적으로 결정된다는 점에서 기업의 다양한 특성이나 기업외부환경에 의해 영향을 받는다. 다음 장에서는 기업지배구조에 영향을 미치는 기업의 재무적 특성에 대한 연구들을 검토한다.

## II. 기업의 특성과 지배구조간의 관계

### 2.1 소유구조(ownership structure)와 대리인 문제

기업지배구조를 구성하는 요소 중에서 가장 중요한 것으로 소유구조를 꼽을 수 있다. Jensen and Meckling(1976)이 지적한 것처럼 대리인문제의 첫 원인은 창업자의 지분율이 100% 이하로 감소하는 것이기 때문이다. 따라서 어떤 기업에 있어 창업자 또는 지배주주일가가 존재하는 가, 또한 그들이 얼마의 지분을 보유하고 있는 가 등은 기업지배구조의 작동에 매우 중요한 영향을 미치며 실증적으로도 매우 중요한 연구과제가 된다.<sup>5)</sup>

이론적으로는 경영자의 지분율이 높을수록 대리인 문제가 없을 것이다. 하지만 경영자의 지분율이 50%를 넘어 그 누구도 그를 견제할 수 없는 경영권을 갖게

5) Fama and Jensen(1983), Demsetz(1983) 등에 의하면 소유구조 자체는 외생변수라기보다는 기업의 사회특성이나 규제 정도 같은 변수들에 의해 설명되는 내생변수의 특성을 갖는다. 실증적으로 Demsetz and Lehn(1985)은 소유구조에 영향을 미치는 변수로서 기업규모, 수익의 안정성, 그리고 정부의 규제정도 등을 지적하고 있다. 유사한 국내연구로 김석용(1991, 경영학연구)은 기업의 규모, 경영자 지분(통제구조), 무형자산, 자산특유성, 자본구조, 시장구조, 위험도 등이 소유구조에 영향을 미치는 것으로 파악하고 있다.

될 경우 이는 기존 경영진의 고착화(entrenchment) 문제를 유발한다. 즉, 경영자가 무능하거나 사익을 추구해도 이를 교체하기가 용이하지 않기 때문이다. 따라서 경영자의 최적 지분율은 너무 낮지도 않고 너무 높지도 않은 어떤 점에서 결정될 것이라는 가설이 도출될 수 있다. 흥미롭게도 많은 실증연구들은 이러한 가설을 뒷받침한다. Morck, Shleifer and Vishny(1988), McConnell and Servaes (1990), Shleifer and Wolfenzon(2006) 등에 따르면 Tobin Q 등으로 측정되는 기업의 가치는 경영자 지분율의 일정 수준까지는 비례하여 증가하다가 일정수준을 넘어서면 오히려 감소하는 역U자형의 결과를 보여주고 있다. 즉, 경영자의 지분율이 증가하는 초기에는 경영자와 여타 주주간의 이해가 일치(incentive alignment)하는 긍정적 효과가 지배적이지만, 일정 수준 이상의 지분율을 보유할 경우 경영의 고착화에 따른 부정적 효과가 더 커진다는 것이다. 관련하여 Bolton and Thadden(1998)은 주식시장의 유동성이 높을수록, 그리고 인수합병에 의한 규율의 가능성이 높을수록 분산소유구조가 선호된다고 주장한다. 즉, 지배주주가 존재할 수밖에 없는 창업초기 소형기업을 제외하고 상장을 한 대기업에 있어 최적의 소유구조는 내생적으로 결정될 수 있다는 것이다.

어떤 소유구조가 더 나은가에 대한 논쟁은 개인 지배주주가 존재하는 집중소유구조(concentrated ownership structure)와 그렇지 않은 분산소유구조(dispersed ownership structure)간 실증적 비교를 통해서도 지속된다. Anderson and Reeb(2003)은 미국 S&P500지수에 속한 기업들에 대한 분석을 통해 가족경영(family management) 기업이

전문경영자경영(professional management)기업에 비해 수익성과 성장성 등의 측면에서 더 나은 성과를 보인다고 제시한 바 있다. 특히 이 논문은 과연 가족이 경영해서 더 나은 성과를 보인 것인지, 아니면 좋은 성과가 기대되는 기업의 경영권을 가족이 지킨 것인지를 역인과관계(reversed causality) 또는 내생성 문제를 도구변수를 사용한 2-Stage Least Square법을 사용하여 통제된 결과여서 더욱 주목을 끌었다.<sup>6)</sup>

한편, Maury(2006)와 Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, and Wolfenzon(2007)은 유럽의 상장기업들을 대상으로 유사한 분석을 실시하였다. 특히 Bennedsen et al.(2007)은 내생성문제를 통제하기 위해 후계자중 아들이 존재할 경우 가족승계의 확률이 높다는 사실에 착안하여 회귀분석의 1단계에서 도구변수(instrument variable)로 장남의 존재여부 더미변수를 사용하여 내생성을 통제한 가족경영더미변수를 도출하고, 2단계의 회귀분석에서 가족경영과 기업가치간의 관계를 분석한 결과 오히려 전문가경영의 경우 더 높은 수익성과 성장성을 달성한다는 것을 보여주고 있다. 또한 Villalonga and Amit(2006)은 미국 Fortune500대 기업을 대상으로 한 분석에서 창업경영자가 경영에 참여하는 경우에만 소유분산기업에 비해 더 높은 가치를 창출하며 후계자의 경우는 그렇지 못하다는 것을 보여주고 있다.

미국과 유럽기업 간 경영의 형태에 따라 상이한 결과가 도출된 연구들이 시사하는 바는 국가에 따라 최적의 소유구조는 다를 수 있다는 것이다. 미국의 경우 영미법(common law)의 영향으로 경영자의 대리인문제에 대해 매우 엄격한 사법적 규율이 적용

6) 기업지배구조와 성과 간의 실증연구에 있어 내생성문제는 매우 중요한 이슈로 이에 대해서는 6장에서 좀 더 논의한다.

되는 등 시장의 규율기능이 잘 작동한다는 특징을 갖는다. 따라서 가족경영의 장점은 살리고 이의 단점인 사익추구의 문제가 어느 정도 규율될 수 있어 가족경영의 성과가 더 나은 것으로 추정할 수 있다. 반면에 유럽기업의 경우 대륙법(civil law) 전통으로 인해 경영자범죄에 대한 처벌이 미약하여 가족경영자의 사익추구현상이 잘 규율되지 않는 경향이 있고 이에 따라 전문가경영이 더 나은 성과를 보인 것으로 해석할 수 있다.

어떤 경영형태가 더 우월한가의 논쟁은 특히 국내 기업에 있어 중요한 논쟁의 대상이다. 한국은 재벌로 대표되는 국내기업의 대부분에 있어 개인지배주주가 존재하는 특징을 갖는다. 상장기업의 경우 지배주주가 존재하는 기업의 비율은 95%에 달하는데 이는 영미권 국가의 30% 내외 수준, 유럽국가들의 70% 수준에 비해 훨씬 높은 상황이다(박경서, 2016). 반면에 지배주주가 존재하지 않는 기업들은 은행, 통신사 등과 같이 과거 정부소유였다가 민영화된 소수의 공기업들인데, 우선 이들의 표본숫자가 적다는 문제와 함께 이들 민영화기업은 대부분 규제산업 또는 독과점적 성격을 갖고 있다는 점에서 두 집단 간 수익성의 비교가 용이하지 않다. 향후 왜 유독 한국에 있어 여타 국가와 달리 가족기업의 비중이 높은가는 매우 중요한 연구과제이다. 변화하는 경영환경하에서 부적절한 지배구조로 인한 기업의 경쟁력 약화는 국가경쟁력과도 연결된 이슈이기 때문이다.<sup>7)</sup>

지배구조와 연결된 소유구조에 관한 국내연구에 있어 또 다른 특징은 대규모기업집단 소속 여부에 따라 소유구조가 매우 상이하다는 것이다. 대규모

기업집단의 경우 계열사지분을 이용하여 지배주주일가가 경영권을 방어하고 있기 때문에 이들의 직접보유지분은 3.5% 내외에 불과하다. 반면에 독립기업의 경우는 지배주주가 40% 내외의 지분율을 보유하고 있어 지배주주지분율의 분포가 연속성이 떨어지는 특징을 갖는다. 향후 국내기업의 소유형태와 기업성과간의 연구에 있어서는 지배주주일가의 지분율구성, 지배주주일가의 경영참여형태, 지배주주의 존재여부와 성과보상구조상의 차이, 지배주주와 여타 이해관계자간의 관계, 그리고 최근의 이슈로 지주회사 전환과정 및 전환후의 이해상충문제 등이 중요한 연구주제가 될 수 있다.<sup>8)</sup>

한편, 기존 국내기업의 지배구조에 관한 논의는 대부분 지배주주가 존재하는 집중소유구조의 경우들에 관한 것이고 지배주주가 존재하지 않는 분산된 소유구조를 가진 기업에 대한 연구는 비교적 적은 편이다. 민영화과정을 거치면서 상장기업이 된 다수의 상업은행들과 POSCO 등 전문경영자경영의 경우 정치권이나 규제 당국에 의한 경영자 임명 등 주주가 아닌 외부자에 의한 지속적인 경영간섭의 문제가 큰 폐해로 제기되고 있다. 이들 기업의 일부에 정부가 대주주지분을 갖고 있기는 하지만 관료 자체가 국민을 대리한 대리인이기 때문에 이해상충과 도덕적 해이의 문제에서 벗어날 수 없다. 한국적 상황에서 지배주주가 없는 기업의 전문경영자가 갖는 고전적인 대리인문제와 그 현상들에 대한 연구를 포함하여 분산소유구조를 가진 기업에 있어서의 지배구조 문제 또한 향후 주요한 연구과제로 검토되어야 할 것이다.<sup>9)</sup>

7) 대표적으로 유교적 전통에 기반한 가족중심주의와 타인에 대한 신뢰부족의 문제, 외부주주에 의한 주식대량보유제한과 순환출자와 피라미드소유구조 허용 등 정부에 의한 경영권보호정책, 내부자의 사익추구에 대한 느슨한 규율 등이 지적되어 온 바 있다(박경서, 2016).

8) 관련연구로 Kim and Wang(2017)은 지주사 전환시 소수주주들이 주식교환에 참여하지 않는 무반응(inertia)의 문제와 이에 따른 지배주주의 경제적 이익에 대해 다루고 있다.

9) 본 보고서의 주제는 아니지만 공공부문에서의 지배구조문제에 대한 연구도 매우 중요한 주제로 판단된다.

## 2.2 소유권(ownership right)과 통제권(control right)간의 괴리(disparity)

대리인 문제의 발생원인과 관련되어 진행되어 온 추가적인 연구주제는 경영자의 '소유권(ownership right 또는 cash flow right)'과 '통제권(control right)'간의 괴리(disparity)에 관한 것이다. 선행 연구에서 Jensen and Meckling(1976)은 경영자의 지분율이 낮아질수록 대리인문제가 증가함을 보여준 바 있는데 추가적으로 경영자의 지분율과 통제권간의 차이도 대리인 문제의 크기에 영향을 미친다. 소유지분이 작을 경우 이에 비례하여 경영권이 작아진다면 무능한 경영이나 대리인 문제 등을 경영자교체 등에 의해 쉽게 해결할 수 있다. 반면에 소유지분은 작아도 강력한 경영권행사가 가능하다면 대리인문제가 확대될 수 있다. 통상적으로 소유권은 경영자가 직접 보유한 지분율로 측정되는 반면 통제권은 회사경영에 대한 실질적인 통제력으로 정의되며 후자의 경우 경영자(또는 지배주주)의 지분율에 친인척이나 계열사 등과 같은 우호적주주의 지분율을 합하여 측정한다(La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1999).

Grossman and Hart(1988), Harris and Raviv(1989) 등은 소유권과 통제권간의 괴리의 개념을 정리하여 회사가 발행하는 증권의 최적형태에 관한 이론을 제시하고 있다. 이들은 회사가 발행한 유가증권이 다양해질수록 경영자는 자신의 지분율에 비해 더 큰 경영권을 행사할 수 있으며 이는 회사가 치에 부정적인 영향을 미치므로 한 종류의 주식(즉, 보통주)만을 발행하여 1주=1투표권(one-share, one-vote)을 유지하는 것이 최적의 자금조달방식(optimal

security design)임을 보여준다. 예를 들어, 보통주와 함께 우선주가 발행될 경우 경영권을 확보하려는 주주입장에서는 보통주만 소유함으로써 더 적은 자금으로 보다 많은 의결권과 자본을 지배할 수 있다.<sup>10)</sup> 특히 회사가 다양한 종류주식을 발행하여 동일한 투표권을 보다 적은 자본으로 확보할 수 있게 될 경우 무능한 경영자가 경영권을 확보하는데 따른 기회비용을 줄일 수 있어 기업가치에는 부정적이라는 것을 이론적으로 보여준다. 즉, 1주에 여러개의 의결권을 갖는 주식은 저렴한 의결권(cheap vote)을 제공하는 증권이 되는 것이다.

동 이론과 관련하여 많은 실증연구에서는 보통주 이외에 우선주 등을 발행하거나 1주당 다수의 의결권을 갖는 차등의결권주식(super voting right shares)을 발행할 경우 주가가 하락한다는 결과를 보여줌으로써 이러한 이론을 뒷받침하고 있다(Masulis, Wang and Xie, 2009; Adams and Ferreira, 2007 등). 또한 Bebchuk, Kraakman, and Triantis(2000), Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002), Gompers, Ishii, and Metrick(2009) 등은 적은 지분을 가졌지만 계열사 지분 등으로 경영권을 행사하는 지배주주(controlling minority shareholders)가 존재할 경우 심각한 대리인문제가 발생한다는 결과를 보여주고 있다. 특히 이러한 문제가 특히 한국을 포함한 신흥국가의 기업에서 많이 관찰되고 있고 이의 정도가 심할수록 기업가치가 저평가된다는 실증연구들이 다수 존재한다(Claessens, Djankov, and Lang, 2000; Claessens, Djankov, Fan and Lang, 2002; Almeida and Wolfenzon, 2005; Almeida, Park, Subrahmanyam, and Wolfenzon, 2011).

10) 물론 이는 자연스럽게 투표권을 가진 보통주의 가격이 우선주의 가격보다 높은 이론적 배경이 된다.

소유권과 통제권간의 괴리에 따른 대리인문제는 국내기업중 대규모기업집단에 속한 기업들의 지배구조에서 특히 두드러지게 나타나는 현상이다. 관련하여 Joh(2003)는 대규모기업집단 소속의 기업들의 경우 지배주주의 소유권과 통제권간의 괴리도가 상대적으로 커서 경영성과에 부정적 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. Baek, Kang, and Lee(2006)는 계열사 유가증권의 저가인수를 통해 지배주주일가가 사적이익을 추구하고 있음을 보여주고 있으며, Hwang and Kim(2016)은 계열사 간 거래(related party sales)를 통해 경영권승계자에게 일감을 몰아주고 부를 축적한 후 지분율을 확보하는 과정을 확인해주고 있는데 이는 모두 근본적으로 계열사 간 지배주주의 지분율 차이에 기인한다.<sup>11)</sup> 또한 강형철, 박경서, 장하성(2006), Kim, Lim and Sung(2007) 등은 경영권확보를 위해 지배주주가 계열사 지분을 많이 보유한 계열사를 주로 보유하고 있음을 보여주고 있으며, 김효진 등(2010)은 기업의 소유권-통제권간 괴리도가 클수록 자기주식취득은 증가하는 반면 배당이 감소한다는 것을 보여줌으로써 자사주매입이 경영권강화 등 경영자의 사익추구의 수단으로 사용되고 있을 가능성을 보여주고 있다.

전세계적으로 인도, 홍콩, 한국 등이 경제 내 대규모기업집단의 비중이 높고 이들에 관한 소유지분 데이터, 계열사 간 거래자료 등이 존재한다는 점에서 이들 기업들과 관련된 연구는 선진국에 대한 연구보다 오히려 앞서가고 있는 상황이고 향후 연구의 잠

재력도 매우 높은 것으로 평가된다.<sup>12)</sup> 한국의 경우 지배주주일가가 광범위하게 경영에 참여하는 특성을 가지고 있다는 점에서 향후 이들의 보유지분율, 가족승계나 일감몰아주기 등의 사익추구행태, 계열사 간 소유구조의 결정, 기업집단이 제공할 수 있는 내부경영자시장 즉, 계열사 간 경영성과의 비교가능성과 보상수준의 결정 등에 대한 연구가 추가적으로 기대된다. 또한 1998년 아시아경제위기 이후 한국 정부는 대규모기업집단의 소유-통제 괴리도 감소를 통한 소유구조 투명화와 지배구조개선을 위해 지주회사제도를 허용한 바 있는데 과연 동 제도도입 후 지주회사 전환 기업들의 괴리도가 하락하였는지, 이에 따른 지배구조개선효과는 있는지 등에 대한 실증적 분석도 정부의 기업지배구조 정책에 대한 중요한 시사점을 제공할 것이다.

## 2.3 자본구조와 기업지배구조

기업의 대표적인 자본조달수단으로 자기자본과 부채가 있는데 흔히 경영자는 부채보다는 자기자본을 선호한다. 주된 이유는 부채가 없다면 이자와 원금을 갚지 못할 경우 발생하는 파산과 그에 따른 실직의 문제가 없기 때문이다.<sup>13)</sup> 만약 경영자가 기업의 부채수준을 결정할 수 있다면 기업의 파산을 가져올 수 있는 부채를 활용하는 것은 잘 설명이 되질 않는다. 하지만 기업의 미래성과에 대해 정보비대칭이 존재하는 상황에서는 부채가 긍정적인 기능을 수행

11) 이는 국내기업의 가족승계관행에 대한 중요한 시사점을 제공한다. 지배주주일가가 계열사 지분을 이용하여 적은 자본으로도 경영권을 유지할 수 있을 경우 후계자가 무능하더라도 그 기회비용이 높지 않고 이에 따라 가족승계를 선호할 유인이 증가한다.

12) 관련하여 Shin and Park(1999), Lee, Park and Shin(2009), Almeida, Kim and Kim(2015) 등은 외부자본시장의 발달여부나 경제적 위기상황의 정도에 따라 기업집단이 계열사 간의 내부자본시장을 형성하여 이에 대응하는 행태를 분석하고 있다. 기업집단관련 연구에 있어서 어려운 부분은 비상장계열사 가운데 외부감사대상이 아닌 회사의 재무적 정보 또는 소유구조 등 비재무적 정보의 확보가 될 것이다.

13) 회사파산으로 인한 실직 시 경영자가 자신의 가치에 해당하는 보수를 받을 수 있는 효율적 경영자시장이 존재한다면 자기자본 선호의 문제는 완화될 것이다.



하는 것으로 평가된다. 대표적으로 Ross(1977)는 자본구조에 관한 그의 고전적 논문에서 부채는 정보 비대칭 하에서 기업가치를 신호(signal)하는 수단이라고 주장한다. 부채가 많을수록 파산의 위험이 높으므로 향후 안정적인 수익이 발생할 것으로 예상하는 기업만이 높은 부채비율을 유지할 것이기 때문이다.

기업지배구조의 관점에서 기업의 자본구조는 경영자의 경제적 유인에 영향을 미친다. Grossman and Hart(1982)는 이론적으로 회사의 부채의존도가 높을수록 영업이익 중 이자로 지출되는 고정적비용이 증가하고 이는 파산의 확률을 높이므로 경영자의 현금유용을 줄이고 경영효율성을 제고하는 효과가 있음을 보여준다. 즉, 부채는 경영자에 대한 규율기능을 갖는다는 점에서 부채가 전혀 없는 기업에 비해 경영감시측면에서 좋다는 이론이다.<sup>14)</sup> 특히 기업의 성장 등으로 자기자본이 증가할 경우 창업자 또는 경영자의 지분은 감소하게 된다. 이에 따라 경영자의 대리인 문제가 증가하는 현상을 자기자본의 대리인 문제(agency cost of equity)라고 하는데 부채는 이러한 문제를 완화하는 효과를 갖는다.

물론 기업의 관점에서 부채가 많을수록 무조건 좋은 것만은 아니다. 주식은 자산가치를 기초자산(underlying asset)으로 하고, 부채가치를 행사가격(exercise price)으로 갖는 콜옵션(call option)이라는 점에서 부채가 많을 경우 행사가격이 높아지고 주주는 과도한 위험을 추구하는 유인을 갖는다. 즉, 채권자나 근로자와 같이 고정적 보상을 받는 이해관계자에 비해 주주는 기업의 성과에 노출되는데 주식 회사에 허용된 유한책임(limited liability)으로 인

해 주주가 감당하는 손실의 최대치는 자기자본으로 한정되고 추가적 손실이 발생하는 부분은 채권자나 근로자 등 여타 이해관계자가 부담하게 된다. 따라서 '이익은 사유화하고 손실은 상당부분 사회에 전가'하는(privatize the benefit, socialize the cost) 결과가 발생하며, 이는 주주로 하여금 과도한 위험투자(go for high risk)를 선호하게 만드는 유인을 갖게 한다. 부채증가에 따른 기업의 모험경영유인 증가와 이에 따른 기업가치의 하락을 부채의 대리인비용(agency cost of debt)으로 정의하며 다수의 실증연구에서 이를 확인하고 있다(Low, 2009; Houston and Christopher, 1996; Hubbard and Palia, 1995; 정찬식 등, 2015).

물론 이러한 주주의 위험추구유인을 억제하고 실제 손실이 발생했을 때 채권자 등 이해관계자의 이익을 보호하는 가장 중요한 장치는 자기자본의 규모이다. 결국 기업지배구조이론의 관점에서 최적자본구조(optimal capital structure)는 자기자본증가에 따른 경영자지분율의 하락이 유발하는 '자기자본의 대리인비용'과 부채증가에 따른 '부채의 대리인비용'의 합이 최소화되는 점에서 정해진다(Jensen and Meckling, 1976). 이에 따라 세금과 파산비용(bankruptcy cost)이 없는 경제에서 기업의 최적자본구조는 존재하지 않는다는 Modigliani and Miller(1961)의 주장과 달리 정보비대칭으로 인해 대리인문제가 발생하는 상황에서는 기업가치가 최대화되는 최적자본구조가 존재한다는 주장이 성립된다.

자본구조가 기업경영에 대한 규율기능을 수행한다는 점에서 자본구조와 기업지배구조 간에는 대체성

14) 부채의 긍정적 효과를 분석한 실증적 연구들에서도 채권을 발행하거나 은행대출을 증가시킬 때 주가가 상승한다는 연구결과들이 있다. 물론 이의 또 다른 설명은 신호가설 하에서 기업의 미래성과가 긍정적일수록 주식보다는 채권을 발행하는 것이 기존 주주에게 유리한 선택이기 때문이다. 양자의 효과를 구분하는 방법으로 분석대상기업들을 부채비율이 낮은 기업과 높은 기업으로 나누어 부채 발행효과가 다름을 보여줄 수 있을 것이다.

(substitute)이 존재할 가능성이 높다. 즉, 기업지배 구조를 개선하는데 따른 비용보다 부채의존도증가에 따른 비용이 더 낮을 경우 기업은 후자를 선호할 가능성이 있는 것이다. 반면에 기업지배구조가 좋은 기업이 부채도 적극적으로 사용하는 보완성(complement) 가설이 성립할 가능성도 존재하며 이는 전적으로 실증적 이슈이다.<sup>15)</sup>

국내기업 관련 연구의 경우 자본구조와 기업지배 구조간의 보완성 내지는 대체성에 관한 실증적 연구는 별로 없는 상황이다. 한국의 경우 선진국과 달리 대부분의 상장기업에 지배주주가 존재하고 이들이 직접 경영에 참여하고 있는 가운데 경영실적 악화로 회사가 부실해져도 경영권교체 등과 같은 규율기능은 거의 작동하지 않는다. 따라서 국내기업에 대한 연구에서 경영감시기능으로서 자본구조와 지배구조 수준 간 대체성이 존재할 가능성은 약해 보인다. 어떤 경우든 외국에서의 연구가 주로 전문경영자 입장에서 부채의 규율기능과 지배구조의 규율기능 간 대체성에 관한 연구에 초점이 맞추어져 있다면 국내연구의 경우 지배주주경영자가 의사결정주체가 된다는 점에서 흥미로운 결과가 나올 수 있다. 한편, 대규모 기업집단의 경우 계열사 간 자금지원 등 내부자본시장이 존재하기 때문에 관련연구에 있어서는 특정 회사의 자본구조가 아닌 기업집단 전체의 자본구조도 고려될 필요가 있다. 예를 들어, 기업지배구조가 좋은 기업집단일수록 계열사 간 자금지원이 보다 어려워질 것이므로 계열사 전체의 부채비율이 낮을 가능성이 예상된다. 시계열적으로는 기업지배구조의 중

요성이 강조될수록 기업집단의 평균적 부채비율이 낮아질 가능성을 예상할 수 있다.

## 2.4 잉여현금흐름(free cash flow)과 배당정책

경영자가 주주의 가치를 훼손하는 행위에 영향을 미치는 요인으로 기업이 보유하고 있는 자산의 형태, 특히 그 가운데서도 잉여현금흐름(free cash flow)을 지적할 수 있다. 경영자가 사적이익을 추구하는데 있어 가장 중요한 회사의 자원은 유동자산, 특히 전용성이 높은 현금이다. Jensen(1986)은 성숙단계에 들어선 기업이 누적된 내부유보잉여금을 주주에게 돌려주지 않고 수익성이 불확실한 사업에 무리하게 투자하는 경향이 있다는 점을 지적하면서 배당이 경영자의 대리인 문제를 완화할 수 있는 수단임을 보여주고 있다. 이에 배당은 잉여현금흐름(free cash flow)을 줄이는 주요한 수단이라는 점에서 중요한 견제장치로 작동한다.

관련하여 후진국일수록 배당율이나 배당성향이 낮는데 이의 한 배경으로 주주권보호가 안되고 있는 지배구조상의 문제점을 꼽고 있다(La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer and Vishny(2000)).<sup>16)</sup> 배당은 단순히 회사내부에 있는 주주의 자산을 주주에게 돌려주는 행위라는 점에서 주주의 부에 영향을 미치지 않고, 이에 따라 이론적으로는 배당 시 회사의 주가는 정확히 주당배당액 만큼 하락해야 한다. 하지만 현실적으로 주가는 배당액보다는 덜 하락하는 현상이 관찰되는데 배당의 기업가치 신호효과와

15) 관련연구로 Wen, Rwegasira, and Bilderbeek(2002)이 있으나 통계적으로 어떤 가설도 지지되지 못하고 있다.

16) 배당과 유사하게 자사주매입도 잉여현금흐름을 주주에게 돌려준다는 점에서 경영에 대한 규율장치로 이해할 수 있다. 반면에 경영권 분쟁 하에서 자사주를 우호적 세력에게 매각함으로써 경영권을 보호하는데 이용하려 할 경우 이는 오히려 기존 경영진의 고착화(entrenchment)를 가져온다. 이러한 점에서 한국을 제외한 대부분의 OECD국가에서는 자사주매각을 신주발행과 동일하게 취급하여 기존주주에게 우선적 매수권을 부여하며, 경영권분쟁 하에서 우호적 세력에 대한 자사주매각은 매우 엄격히 제한되고 있다(자료: The European Takeovers Directive-an overview, Slaughter and May, 2006.9)

함께 대리인 문제의 규율 효과를 일부 반영하는 것으로 해석할 수 있다(Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985; Lang and Litzenger, 1989; Ohlson, 1990; Fama, and French, 2001; Li and Zhao, 2008) 등). 또한 Pinkowitz, Stulz and Williamson(2007), Dittmar and Mahrt-Smith(2007) 등은 기업지배구조 수준에 따라 기업이 보유한 현금의 가치가 달라진다는 것을 보여주고 있다. 즉, 경영자에 대한 감시장치가 잘 갖추어지지 못할 경우 기업이 많은 현금을 보유하는 것이 더 큰 문제가 된다는 것이다.

국내기업은 전세계적으로 다른 국가들과 비교할 때 매우 낮은 배당성향과 시가배당율을 나타내고 있다. 2015년의 경우 KOSPI기업은 평균 1.74%의 시가배당률을 보여주고 있으나 이는 소비진작을 위한 정부주도의 배당유도정책에 기인한 바 크다. 2015년 이전기간의 경우 국내기업의 시가배당률은 평균 1.4% 내외에 머물고 있어 평균 2.5%~3% 내외인 선진국 기업들의 시가배당율에 비해 매우 낮은 수준이다.<sup>17)</sup> 또한 배당성향에 있어서도 국내 상장기업평균은 25% 내외로 선진국의 40% 수준에 비해서 낮은 수준이다. 과거 경제가 높은 성장률을 보일 때 순이익의 내부유보는 투자자금의 확보를 위한 합리적인 선택으로 이해될 수 있었지만 현재와 같이 저성장경제가 지속되고 언제라도 자금조달이 가능한 자본시장이 존재하는 상황에서 높은 내부유보성향과 낮은 시가배당률은 현금보유를 선호하는 경영자의 대리인 문제의 결과로 해석될 수 있다.

흥미로운 사실은 대부분의 국내기업에 지배주주가 존재함에도 불구하고 낮은 배당성향이 지속된다는 것이다. 지배주주 입장에서도 여타 주주와 마찬가지로

로 전문경영자의 대리인문제를 규율하기 위해서는 가능한 높은 배당을 선호한다는 가설이 성립해야 할 것이다. 국내기업에 있어서 반대의 결과가 나타난다는 것은 궁극적으로 내부유보된 현금성 자산이 지배주주의 사익을 위해 이용될 가능성을 시사한다. Gordon(1960)이 주장한 바와 같이 ‘숲속의 두 마리 새보다 손안의 한 마리 새가 더 낫다’는 속담에 기초한 고배당선호가설(bird-in-hand theory)이 한국에서는 성립되지 않는다는 것은 국내기업의 지배주주가 주주로서보다는 경영자로서의 경제적 유인이 더 강하다는 가설을 지지하는 증거이기도 하다. 지배주주, 전문경영자, 소수주주, 그리고 채권자 등 여타 이해관계자들의 이해가 각각 상이한 가운데 이들 간 힘의 우열에 따라 영향을 받는 배당결정에 관한 연구는 흥미로운 결과를 제공할 것으로 예상된다.

### III. 경영자에 대한 감시기능

대리인 문제가 발생하는 주요원인으로 정보비대칭 문제가 지적되면서 많은 연구들은 이러한 대리인 문제를 최소화하기 위한 방법으로서 경영자를 감시하는 장치(monitoring mechanism)에 초점을 맞추게 된다.

#### 3.1 주주의 경영감시

기업의 주인은 주주라는 점에서 경영자에 대한 감시기능은 주주가 수행하는 것이 가장 유인부합적일 것이다. 그러나 소위 경영감시라는 행위는 그 채택

17) 한국거래소 보도자료. 2016.4.18.

이 온전히 감시하는 주체에게만 돌아오지는 않는 공공재(public good)의 성격을 갖기 때문에 특정 주주가 다른 주주의 노력에 무임승차(free riding)하지 않고 경영감시기능을 수행할 것인가는 매우 중요한 실증적 연구주제가 된다.

주주가 경영에 대한 감시자로서 경영에 개입할 수 있는 가장 주된 경로는 임원의 선임 등이 이루어지는 주주총회의 참석을 통해서다. Pound(1988) 등은 주주총회에서 의결권 행사를 통해 주주가 경영자를 감시하는 경우의 효율성에 대해 분석하고 있고, Gordon and Pound(1990), Chang(1992) 등은 종업원주주제도(ESOP)에 참여한 종업원들의 긍정적 감시기능을 보여주고 있다. 특히 주주구성이 집중되어 있을수록 무능한 경영진의 교체빈도가 증가한다는 것은 집중소유구조의 장점을 뒷받침하는 중요한 근거가 된다(Denis, Denis and Atulya, 1998; Myers, 2000). 국내연구로서 최우석 등(2005)은 지배주주가 존재하는 기업이 전문가경영기업에 비해 성과측면에서 우수한 결과를 보여주고 있으며, 박경서 등(2009)은 지배주주의 지분율이 높아질수록 근로자의 평균임금이 감소하는 경향이 있다는 것을 보여줌으로써 지배주주가 여타 이해관계자에 대한 감시역할을 수행함을 보여주고 있다. 또한 박현준 등(2004)은 외국인투자자의 지분율이 높을수록 기업의 업무추진비 등 경영자의 사익추구와 관련된 비용 지출이 감소하고 이에 따라 기업가치도 제고되고 있음을 보여준다.

외부주주 가운데 기관투자자들은 보유한 주식의 양도 많고 기업경영에 대한 분석능력이 뛰어나다는 점에서 경영을 감시할 수 있는 가장 적절한 주체로 언급된다. 하지만 대부분의 기관투자자들이 위험분산을 위해 포트폴리오투자원칙 하에서 다수의 기업에 투자하고 있다는 점에서 적극적인 경영개입의 유인

은 적을 수 있다. 특히 기관투자자가 투자대상 기업과 사업 또는 소유관계로 이해관계를 가질 경우 경영자에게 의결권을 위임하는 경향도 나타나며 결국 이들도 고객의 자금을 대신 운용하는 대리인의 문제를 나타낸다(Pound, 1988). 그럼에도 불구하고 다수의 연구들은 대체로 기관투자자의 경영감시가 기업가치 제고에 중요한 역할을 한다는 것을 보여주고 있다(Bethel, Liebeskind and Opler, 1998; Bebchuk, 2005, 2007; Bainbridge, 2006; Strine, 2006; Lipton and Savitt, 2007 등). 특히 Carleton, Nelson and Weisbach(1998), Becht et al.(2008) 등은 기관투자자가 경영자와의 사적인 대화채널을 통해 기업가치를 제고할 수 있음을 보여주고 있으며, Nesbitt(1994)은 CalPERS의 경영참여활동을 분석하면서 이의 경영개입 전까지는 열등했던 경영성과가 개입 후 월등하게 개선되었다는 결과를 보여주고 있다. 최근에는 사모펀드(PEF)뿐만 아니라 전통적으로 유동성이 높은 시장성 증권의 투자에 전문화되어 있던 헤지펀드도 경영참여형태로 주식에 투자하는 경향이 높아지고 있다(Brav et al., 2008; Greenwood and Schor, 2009). 다만 헤지펀드의 경우 그 운영의 특성상 보유주식의 위험을 상쇄하기 위해 이를 공매도하는 반대매매를 하게 되고 이에 따라 경제적 위험에는 노출되지 않으면서 주주권은 행사할 수 있는 허수의결권(empty voting)의 문제가 제기되기도 한다(Hu and Black, 2007). 이는 국내재벌 기업의 지배주주가 보유지분이 없이도 계열사지분을 통해 경영권을 행사할 경우 발생하는 이해상충의 문제와 유사하다는 점에서 문제의 심각성이 크다.

반면에 지분율이 매우 낮은 소수주주가 과연 회사경영에 대한 감시기능을 수행할 유인이 있는가에 대한 실증적 의문도 제기된다. 이론적으로는 기업경

영에 대한 전문적 지식이 취약하고 적은 지분에 따른 낮은 경제적 이해관계로 인해 소수주주들은 굳이 기업경영에 참여할 유인을 가지지 못할 것이다. 소수의 연구로서 Strickland, Kenneth and Marc (1996)은 이러한 점에서 소수주주의 경영감시기능이 점차 약화되고 있다고 주장한다.

주주에 의한 경영감시기능에 대한 국내연구로 Lee and Park(2009)은 국내기업에 대한 지배구조편드의 경영개입 공시가 있을 경우 지배구조가 나쁜 기업의 가치가 상승한다는 것을 보여주고 있다. 이는 흔히 기존 연구에서 기업지배구조와 기업가치 간의 관계에 내재된 내생성문제의 통제가 쉽지 않은 가운데 기관투자자의 경영개입이라는 외생적 사건의 효과를 분석한다는 점에서 의의를 갖는다. 또한 Kim, Kim and Kwon(2009)은 5% 이상을 보유한 기관투자자가 투자목적은 단순투자에서 경영참여로 변경할 경우 주가에 미치는 긍정적 영향을 확인하고 있다.

한편 국내기업의 지배구조에 있어 기관투자자 주주에 의한 경영감시기능은 매우 취약한 상황이다. 투자대상기업과 소유 또는 사업관계로 연결되어 있는 자산운용사 등 기관투자자들이 매우 형식적으로 주주총회에 참여하고 대부분의 안전에 대해 기계적으로 찬성을 하고 있기 때문이다.<sup>18)</sup> 국내 대다수 기관투자자들의 영세적 규모로 인해 적절한 의결권행사 등 주주권행사를 담당할 내부역량을 갖출 여유가 없는 것도 또 다른 원인이다. 그럼에도 불구하고 국내적 상황은 관련법에서 규정하고 있는 바와 같이 고객의 자금을 수탁하여 충실히 운영해야 할 수탁자의무(fiduciary duty)에 위배되는 경우로 이는 기관투자자의 대리인 문제로 정의될 수 있다. 향후의 연구과제로 국내 기관투자자의 경영감시역할과 이해

상충에 관한 연구는 매우 중요한 정책적 시사점을 제공하는 기반이 될 것이다.

### 3.2 주식시장의 경영감시기능

Fama(1980)는 자본시장이 효율적이라면 시장규율기능에 의해 대리인 문제를 해결할 수 있다고 주장하고 있다. 주주에 의한 경영감시활동에 중요한 영향을 미치는 것은 주식의 거래가 이루어지는 주식시장의 거래행태이다. 주주들은 투자한 기업의 경영이 마음에 들지 않을 경우 언제든지 주식시장에서 보유주식을 매도할 수 있는 대안(소위 Wall Street Rule)이 있기 때문이다. 따라서 이러한 대안의 효율성에 따라 경영감시의 유인도 달라질 것이다.

Holmstrom and Tirole(1993)은 발행주식이 주식시장에서 얼마나 많이 거래되는가, 즉 유동성에 따라 경영에 대한 감시기능에 차이가 발생할 수 있음을 보여준다. 즉, 주식의 거래가 활발할수록 많은 정보가 가격에 반영되어 보다 정확하게 기업의 성과를 측정하는 장점이 있다. 반면에 Pleiderer and Zechner(1994)는 기관투자자와 같이 상당한 지분을 보유한 주주는 시장에서의 주식매각 시 상당한 가격할인을 감수해야 하기 때문에 가능한 장기보유의 성향을 가지게 되고 이는 경영자에 대한 감시기능이 제고되는 효과를 갖는다고 주장한다. 이는 80년대부터 활발해진 주주행동주의(shareholder activism)의 이론적 토대가 되기도 하였다. 관련하여 Edmans, Fang, and Zur(2013)은 주식시장에 풍부한 유동성이 존재할 경우 투자자들이 심각한 충격비용(impact cost)없이 주식매각을 통해 규율기능을 행할 수 있으므로 지배구조개선에 도움이 된다는 실증

18) 기관투자자의 의결권행사에 관한 자문기능을 수행하는 한국기업지배구조원에 따르면 외국인투자자의 주주총회 안전반대비율은 8% 내외인 반면 국내기관투자자의 반대비율은 1% 내외인 것으로 나타나 분명한 차이를 보여주고 있다.

분석 결과를 제시하고 있다.<sup>19)</sup>

주식시장이 경영자에 대한 감시기능으로서 제공할 수 있는 가장 중요한 정보는 바로 주식의 가격일 것이다. 실무적으로 경영자 성과평가와 보상에 있어 주식수익률이 빈번히 활용되고 있다는 것은 이의 중요한 증거이다. 그럼에도 불구하고 회사가치의 측정치로서 주가의 적절성에 대한 논란은 지속되고 있다. 예를 들어 경영자는 공시정보 등을 통해 주가에 영향을 미칠 수 있으며 스톡옵션 등의 부여에 있어 그 시기를 선택할 수 있기 때문이다.

향후 연구측면에서 검토될 수 있는 주제는 경영자의 성과평가의 척도로서 주가는 적절한 지표인가, 어떤 기업의 경우 주가가 회사의 가치를 보다 잘 반영하는가, 불완전한 지표로서 주가가 성과평가로 사용되는 경우 경영자는 이에 어떻게 반응하는가 등이 흥미로운 연구주제이다. 또 다른 연구주제로 경영자가 주가에 영향을 미칠 수 있는 경우를 생각할 수 있다. 이익의 과대포장이나 손실의 이연, 좋은 정보의 선별적 공시, 나쁜 정보의 미공시 등을 통해 주가에 영향을 미칠 수 있을 경우 경영자의 경영의사결정, 성과 평가, 그리고 보상 등이 서로 연관되어 복잡한 결과를 보일 것이다. 어떠한 기업에 있어 이러한 행태들이 보다 더 자주 관찰되는가에 대한 연구 등도 지배구조관련 제도를 구축하는데 있어서 도움을 줄 수 있을 것이다.

### 3.3 이사회에 경영감시기능

기업지배구조에 있어 주주의 역할 다음으로 가장 중요한 감시장치는 이사회이다. 기업의 대형화로 다수의 외부주주가 기업경영에 참여하거나 경영감시의

역할을 하기 어려운 상황에서 이러한 역할을 이사회에 위임하였고 이사들로 구성된 이사회는 경영자에 대해 가장 직접적이고 영향력 있는 감시기능을 수행한다.

물론 이사회는 경영감시(monitor)와 함께 경영에 대한 자문(advisor)역할을 수행한다는 점에서 좋은 이사회의 중요한 기준은 독립성과 전문성이 될 것이다. Fama(1980), Fama and Jensen(1983) 등은 회사의 경영행위를 집행(management)과 통제(control)로 구분하면서 후자에 의해 경영자의 부적절한 사익추구문제를 어느 정도 완화할 수 있다고 주장하였고 이는 이사회의 주된 역할로 정의된다. 외국의 실증연구에 있어 Weisbach(1988), Morck, Shleifer and Vishny(1989), Kaplan and Reishus(1990), Guo and Masulis (2016) 등은 내부통제장치로서 이사회가 경영성과 등에 따라 경영자를 규율하고 있다는 것을 보여주고 있으며, Mehran(1995), Core, Holthausen, and Larcker (1999), Chhaochharia and Grinstein (2008) 등은 독립적인 이사회가 경영자의 성과급체계에 영향을 미친다는 것을 보여줌으로써 이사회가 경영감시기능을 수행하고 있음을 확인하고 있다.

경영권 시장(market for control)과 관련된 이사회의 역할에 대한 연구도 흥미롭다. 기존 경영진과 잠재적인 경영권인수자간의 분쟁이 이루어지는 상황에서 이사회가 어떤 태도를 취하는 가는 이사회의 역할을 보다 명확히 보여주는 상황이 될 수 있기 때문이다. Byrd and Hickman(1992)은 경영권 분쟁 하에서 피인수기업의 사외이사의 견제역할이 주주가치를 제고할 수 있으며, Brickley, Coles and Terry(1995)는 사외이사비중이 높을수록 경영권

19) 대량지분을 보유한 주주들의 경제적 유인과 행태에 관한 서베이연구로 Edmans and Holderness(2016) 참조.

방어장치의 도입 가능성이 낮아진다는 것을 보여주고 있다. 또한 McWilliams and Sen(1997)은 이사회 독립성이 높을수록 경영권방어를 위한 정관 조항의 도입 시 시장의 반응이 덜 부정적임을 보여주고 있다.

반면에 Bebchuk, Cohen, and Ferrell(2009)은 사외이사가 높은 가치를 갖는 스톡옵션을 경영자와 함께 받는 경향이 있다는 것을 보여주고 있다. 이는 사외이사도 주주의 대리인으로서 이해상충의 가능성을 가진 존재임을 시사하며 이를 '경영자는 사외이사가 감시하지만 사외이사는 누가 감시하는가의 문제(monitor's monitor problem)'로 칭하기도 한다. Coles, Daniel and Naveen(2007)은 이사회 규모의 규모에 관한 연구로서 이사가 많다고 무조건 좋은 것은 아니고 기업의 상황에 따라 달라질 수 있다는 것을 보여준다. Herman(1981), Fama and Jensen(1983), Mace(1986) 등은 전문성과 경영능력이 사외이사의 자격으로서 선호됨을 보여주고 있다.

한편, 국내기업에 대한 연구결과들은 다소 상충되는 결과를 보여주고 있다. 우선 김창수(2006)는 사외이사의 비중이 증가하여도 기업가치에 미치는 영향은 없으며 단지 외국인사외이사의 비중만이 긍정적인 영향을 갖는 것을 확인하고 있다. 또한 김선미 등(2016)은 사외이사의 책임기간이 길어질수록 채량적 발생액으로 측정된 재무보고서의 질이 하락한다는 결과를 보여주고 있어 국내 기업의 이사회가 선진국의 경우와 달리 독립성에 문제가 있음을 시사하고 있다. 반면에 Choi, Park, and Yoo(2007), Black and Kim(2012) 등은 정부에 의한 사외이사제도 도입이라는 외생적 사건을 통해 지배구조와 기업가치 간의 내생성 문제를 통제하면서 사외이사제도도입이 기업가치에 긍정적 영향을 미친다는 것

을 보여주고 있으며, 강윤식 등(2015)은 사외이사 비중이 높을수록 현금성자산의 보유수준이 감소하고 이의 시장평가가 높다는 연구 결과를 보여주고 있다. 또한 신진영 등(2016)은 사외이사가 사내이사와 학벌 등 사회적인 연계가 있을수록 기업가치가 감소함을 보여줌으로써 이사회 독립성이 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있음을 보여주고 있다.

이사회 독립성과 전문성은 기업지배구조의 수준을 결정하는데 있어 매우 중요한 요소이다. 선진국의 경우 80년대 이전 전직관료 등과 같은 명망가 위주의 이사회구성에서 점차 독립성을 가진 경영자출신 중심으로 이사회 구성이 진화해왔다. 향후의 연구과제로서 지배주주 존재여부가 이사의 추천 및 선임과정, 이사회 구성 등에 미치는 영향, 그리고 사외이사의 역할상의 차이, 자문기능과 감시기능간의 보완성 내지 대체성 등은 외국기업에 있어서의 이사회 기능에 관한 연구와 차별화될 수 있는 흥미로운 주제가 될 것이다.

### 3.4 금융기관의 경영감시기능

과거 기업의 규모도 작고 주식시장이 잘 발달되지 않았던 시절에는 회사의 주된 자금조달원은 은행과 같은 채권자였다. 특히 금융기관은 개인주주에 비해 보다 전문성을 가진 주체이기 때문에 기업관련 정보의 생산에 있어 유효한 역할을 한다. 금융기관의 경우 주주와 같이 배당을 받지 못하지만 기업의 성과가 나빠져 이자와 원금을 받을 수 없는 상황도 발생하기 때문에 일정 수준에서 경영감시 기능을 수행한다(Fama, 1990).

Diamond(1984)는 왜 금융기관이 투자자를 대신하여 자금을 수취한 후 회사에 공급하는 것이 효율적인지에 대한 이론적 배경을 제공한다. 기존 연구

에서 이미 밝힌대로 금융기관이 기업에 대한 감시측면에서 중복감시비용을 줄임으로써 보다 효율적으로 정보를 생산할 수 있다는 점에 추가하여, 금융기관과 예금자 사이에서 발생하는 대리인 문제가 최소화될 수 있다는 점에서 기업에 대한 감시자로서 금융기관의 순기능을 확인하고 있다. 즉, 은행 등 금융기관은 개인과는 달리 많은 기업에 대출함으로써 개별 기업의 고유한 위험을 분산할 수 있고, 설사 이의 일부가 부실화되더라도 예금자에 대한 이자와 원금의 지급가능성이 매우 높아 대리인 문제에 따른 사회적 비용(social cost)이 최소화된다는 것이다.

또 다른 논문에서 Diamond(1991)와 Rajan(1992)은 이러한 금융시장의 경영감시기능에 대해 기업의 경영자가 어떻게 대응하는 가를 보여주고 있다. 즉, 부채조달의 경우 은행으로부터의 차입과 채권시장에서의 채권발행이 대표적인 대안인데, 전자의 경우 은행의 경영개입정도가 더 심하기 때문에 경영자는 이를 피하기 위하여 채권시장에서의 자금조달을 더 선호한다는 주장을 제시하고 있다. 실증적으로도 소규모기업은 은행차입에 주로 의존하다가 기업규모가 일정 수준 이상이 되면 자본시장접근이 가능해지고 채권발행을 선호하는 것으로 나타난다.

국내기업에 있어 금융기관의 감시기능에 관한 연구는 다소 취약하다. 근본적으로 데이터에 대한 접근이 용이하지 않기 때문일 것이다. 일부 연구에서 주주로서 금융기관의 주식보유지분율을 설명변수로 사용하고 있을 뿐이다. 하지만 금융기관은 주주라기 보다는 채권자로서 경영감시기능을 수행한다는 점에서 향후 이에 관한 연구는 충분한 의미가 있을 것이다. 앞 절에서도 언급한 바와 같이 부채자금의 공급자로서 기업의 자금조달행태 뿐만 아니라 투자 또는 배당 등과 같은 경영의사결정에 미치는 영향에 대한 실증적 연구가 필요하다. 특히 소유의 형태나 대규

모기업집단소속여부, 또는 상품시장에서의 경쟁정도에 따라 선호하는 부채의 형태가 다른지, 또는 부채의 성격에 따라 경영자의 경영행태가 달라지는가에 대한 연구도 흥미로울 것이다.

### 3.5 경영자 평가보상과 대리인문제

이사회 등의 경영감시기능을 유지하기 위해서는 상당한 자원과 비용이 소요된다는 점에서 주주로서 이러한 기능을 얼마나 강화할지에 대해 고민하게 된다. 만약 그로부터 발생하는 긍정적 효과가 소요되는 비용을 충분히 상쇄하지 못한다면 굳이 회사의 자원을 사용하여 수익을 감소시킬 필요가 없기 때문이다. 기업지배구조를 개선해야 한다는 외부투자자의 요구에도 불구하고 이의 주된 결정자인 경영자가 섣뜻 이를 수용하지 않는 이면에는 자신의 권한을 견제받지 않으려는 대리인 문제와 함께 제반 지배구조장치의 강화에 따른 편익과 비용의 문제가 있다. 이러한 점에서 경영자에게 제공되는 적절한 보상체계는 여타의 기업지배구조장치를 도입하는 비용에 비해 보다 효율적이고 유인부합적(incentive alignment)일 수 있다는 점에서 효과성도 높을 것이다.

경영자보상의 기본적인 틀은 회사의 경영성과가 좋은 경우 보다 많은 보상을 경영자에게 제공하는 것인데 이의 또 다른 장점은 회사가 수익이 높을 경우에만 경영자보상액이 증가하므로 주주입장에서 비용부담이 적은 지배구조장치로 해석된다. 즉, 여타의 지배구조장치가 회사의 성과와 상관없이 상시적으로 비용이 발생하는 것과는 차별화된다. 이러한 점에서 경영자보상체계는 기업지배구조의 중요한 일부분으로 자리 잡았다. 반면에 미래의 상태(contingency)에 따라 보상수준에 변동이 생기므로 위험회피적 효용함수를 가진 경영자는 고정급을 제공받을 때보다



평균적으로는 다소 높은 수준의 보상을 요구할 것이다.

경영자보상의 최적형태에 관한 중요한 논문으로 Holmstrom(1979)은 경영자의 노력수준이나 능력을 반영할 수 있는 정보만을 활용하여 보상체계를 구축하는 것이 주주에게 최선의 계약임을 보여주고 있다. 이를 뒷받침하는 실증연구로서 Murphy(1985), Mehran(1995) 등은 주주와 경영자의 유인부합(incentive alignment)을 위해서 많은 기업들이 경영자의 보수에 성과급을 포함하고 있고 이의 결정을 위해 다양한 재무적 성과지표를 사용하고 있음을 확인한 바 있다.

반면에 경영자의 보상수준이나 체계가 주주와 경영자간의 계약관계에 의해 최적의 형태로 결정되었다기보다는 경영자가 자신에게 유리하게 정한다는 가설(managerial power hypothesis)이 존재하고 이를 뒷받침하는 많은 연구들이 있다(Jensen and Murphy, 1990; Bebchuk and Fried, 2003; Jensen, Murphy, and Wruck, 2004; Bebchuk and Grinstein, 2005; Kaplan, 2008; Fernandes, Ferreira, Matos and Murphy, 2013 등). 특히 스톡옵션이나 주식 등으로 제공되는 성과급의 경우 경영자가 과도하게 위험을 선호하게 만든다는 비판과 함께 이의 부여가 경영자에게 상당히 유리한 시점에 이루어진다는 연구결과 등은 경영자보상의 결정이 반드시 주주의 뜻대로만 이루어지는 것은 아니라는 시사점을 제공한다(Low, 2009; Cicero, 2009; Hayes, Lemmon and Qiu, 2012).

한편, 경영자에 대한 보상으로서 또 다른 형태의 규율은 바로 경영자의 연임 또는 해임여부이다. 통상 성과가 나쁜 경영자는 해임의 가능성이 높은 것으로 나타나 경영자를 규율하는 기능이 작동하는 것으로 나타난다(Denis, Denis, and Sarin, 1997). 다만 경영자가 많은 지분을 보유할수록 이러한 규율기

능이 감소하는 결과도 제시되고 있다(Huson, Parrino, and Starks, 2001).

국내의 경우 성과에 따른 보상여부와 무능한 경영자에 대한 규율기능이 작동하는가에 대한 연구는 다소 미진한 편이다. 개별경영자의 보수가 공개된 것이 최근의 일이고 그 또한 상위 소수의 경영자보수만 공개되고 있기 때문이다. 관련하여 Kato, Kim and Lee(2007)는 수작업을 통해 확보한 4년간의 데이터를 이용하여 국내기업의 경영자보수가 주로 주가 수익률에 연동되어 있고, 그 민감도(pay-performance elasticity)에 있어 외국에 비해 떨어지지 않으며, 재벌보다는 비재벌에 있어 민감도가 더 높다는 것을 보여주고 있다. 또한 Cheong and Kim(2014)은 지배주주일가인 임원이 전문경영자에 비해 보수가 높으며, 이는 임원이 아닌 다른 가족주주의 지분이 높을 경우 낮아짐을 보여주고 있다. 제한적이거나 가족 간에도 감시와 견제기능이 작용하는 결과로 해석할 수 있다.

국내기업의 경우 외국과 달리 경영자의 책임기간이 비교적 짧은 편이라 경영자간 책임기간의 차이가 별로 나타나지 않는 것도 실증분석에 어려움을 더하고 있다. 능력보다는 연공서열을 중시하는 한국적 유교문화가 경영자선임 등을 포함한 경영행태에 미친 영향은 합리성을 중시하는 서구의 기업경영에 대한 연구결과와 차이를 보일 것으로 예상된다. 또한 지배주주가 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업 간에 성과보상체계 등의 경영규율기능이 어떻게 다르며, 어느 경우가 보다 효율적으로 작동하는 가 등에 대한 연구도 의미 있을 것이다.

## IV. 경영권시장과 기업지배구조

### 4.1 이론적 배경

기업 간 인수합병(M&A)은 경영자간의 경영권시장(market for control)을 형성하는 가운데 무능한 경영자를 규율하는 기능을 제공한다는 점에서 '외부 기업지배구조(external corporate governance)'로 분류된다(Manne, 1965; Stultz, 1988; Morck, Shleifer and Vishny, 1989; McConnell and Servaes, 1990; Martin and McConnell, 1991 등). 일반적으로 기업 간 인수합병은 기업 간 결합을 통해 시너지를 창출하거나(synergy hypothesis), 무능한 경영자를 교체하거나(discipline hypothesis), 또는 저평가된 기업의 주가를 높인다는 점에서(information hypothesis) 기업가치를 제고하는 중요한 메카니즘으로 이해된다(Grossman and Hart, 1981; Scharfstein, 1988; Bradley, Desai and Kim, 1983, 1988 등). 특히 Rossi and Volpin (2004)에 따르면 경영권시장은 내부 기업지배구조가 잘 발달되어 있지 않는 후진국일수록 더욱 큰 경영규율효과를 갖는 것으로 나타나고 있다.

통상 기업 간 인수합병이 발생하는 한가지 이유는 피인수기업이 그 잠재적 가치에 비해 충분한 수익을 내지 못함으로써 저평가되는 경우이다. 따라서 인수합병의 대상이 되어 경영권을 넘겨주는 일을 피하기 위해서 기업의 경영진은 평소 가능한 기업가치를 높이기 위해 노력하며, 이는 자연스럽게 경영자에 대한 규율기능으로 작동한다.

물론 경영자가 단순히 기업경영의 위험을 분산하기 위해 이종산업에 속한 기업을 인수하여 경영다각화를 하는 경우도 있는데, 주주는 여러 기업의 주식

을 매수함으로써 위험분산이 가능하므로 특정기업의 경영다각화는 경영자의 대리인문제로 지적된다(Amihud and Lev, 1981). 또한 경우에 따라서 아무런 시너지가 발생하지 않는데도 불구하고 경영자가 자신의 경영능력을 과다평가(Hubris hypothesis)하여 상당한 프리미엄을 지불하고 다른 기업을 인수하는 경우도 있다(Roll, 1986). 또한 피인수기업의 경영자들은 자신의 위치를 유지하기 위하여 주주에게는 이득이 될 수 있는 인수제안을 거절하거나 경영권방어를 위한 장치를 도입하는 경우도 발생한다(Walkling and Long, 1984; DeAngelo and Rice, 1983; Burkart, Gromb and Panunzi, 2000). 또한 경영권위협하에서 피인수기업의 경영자가 방어전략의 일환으로 단기적으로 무리하게 주가를 끌어올리기 위해 R&D 등과 같이 그 효과가 장기적으로 나타나는 투자를 소홀히 할 수 있다(Stein, 1988).

한편, 기업 간 인수합병이 긍정적인 효과가 크다는 이론적 주장에도 불구하고 현실적으로 이러한 시도가 실패하는 사례가 많이 관찰되는 것에 대해 상당한 의문이 제기되곤 하였다. 즉, 주주에게 좋은 행위라면 이를 승인하는 입장에 있는 주주들이 왜 반대하여 인수합병이 실패하는 가라는 의문이다. 이에 대한 흥미로운 연구로서 Grossman and Hart(1980)은 인수기업의 주식공개매수제안(tender offer)에 대해 피인수기업의 주주들이 주식을 매도하지 않는 유인에 대해 분석하고 있다. 즉, 기존 주가보다 높은 가격에 인수하겠다는 제안에도 불구하고 인수가 성공하고 난 후 새로운 경영진 하에서 주가가 더 높을 것으로 예상할 경우 공개매수제안에 응하지 않을 유인이 있는 것이다. 이는 주주의 무임승차(free riding) 현상으로 흔히 불린다. 즉, 적대적 M&A에 의해 무능한 경영자가 축출되기 위해서는 주주들의 동의가

필요한데 다수의 주주들이 경영권 교체 후 가치상승을 기대하며 주식을 매각하지 않아 경영권이 교체되지 않는 딜레마에 빠지는 것이다. 이를 해결하기 위한 세가지 수단으로 첫째, 인수 후 자산매각 등으로 피인수기업의 가치를 어느 정도 떨어뜨리는 것(dilution)을 허용하는 방안, 둘째, 인수자가 사전에 일정 지분을 미리 확보하여 인수후의 가치보다 높은 가격을 제시하는 방안(toehold takeover), 셋째, 2단계에 걸쳐 주식을 매입하며 상이한 가격을 제안(two tier offer)하는 방안 등이 있다(Shleifer and Vishny, 1986; Singh, 1998).<sup>20)</sup>

인수합병의 방법론에 관한 이론적 연구도 존재한다. 박경서(2000)는 인수기업이 우호적 합병(friendly merger)과 적대적 공개매수(hostile tender offer) 간의 선택에 있어 인수에 따른 시너지가 높을수록 후자를 택한다는 것을 보여주고 있다. 인수합병의 시너지가 높을 경우 우호적 합병을 시도하면 협상거부권을 갖고 있는 피인수기업의 경영진의 높은 협상력으로 인해 인수비용이 높아지는 문제가 발생하기 때문이다. Travlos(1987)는 기업인수시 주식교환보다는 현금으로 대금을 지급할 경우 주가상승이 더 높다는 것을 보여주고 있다. 합병 후 기업가치가 현재보다 많이 상승할 것으로 예상할 경우 현금지급을 통해 상대방 기업의 주주가 주가상승에 참여할 기회를 사전에 막을 수 있기 때문이다.

#### 4.2 실증적 연구

기업 간 인수합병에 관한 공시가 발표될 경우 관련기업들의 주가가 상승하고, 경영권 방어장치의 도입 시에는 주가가 하락하는 현상이 관찰되는 것은

기업간 인수합병이 경영자의 대리인문제를 해결하는데 긍정적인 역할을 한다는 것을 보여주는 중요한 증거이다(Jensen and Ruback, 1983; DeAngelo and Rice, 1983; Jarrell and Poulsen, 1988; Malatesta and Walkling, 1988; Martin and McConnell, 1991; Comment and Schwert, 1996 등). 특히 합병이 실패한 경우 주가가 하락하는 경우도 있고 여전히 상승된 주가를 유지하는 경우도 있는데 이는 합병의 시너지가설과 규율가설을 각각 지지하는 결과들이다. 또한 Healy, Palepu and Ruback(1992)은 합병 후 영업현금흐름의 유의적인 개선이 있으며 특히 이는 두 회사간 사업영역이 유사한 경우에 관찰된다고 보여줌으로써 인수합병이 단순히 저평가된 기업의 인수에 의해서만 가치창출을 하는 것은 아니라는 것을 보여주고 있다. 또한 DeAngelo and Rice(1983)는 회사가 정관상 합병방어전략을 도입할 경우 주가가 하락한다는 것을 보여주고 있다.

한편, 인수합병에 따른 기업가치의 상승이 규모증가를 통한 시장독점력의 증가, 인력구조조정 또는 세금감면효과 등에 기인할 수 있다는 주장이 있다. 하지만 Stillman(1983)과 Eckbo(1983), Auerbach and Reishus(1987) 등은 그렇지 않다는 것을 확인함으로써 인수합병에 따른 기업가치상승이 실질적인 가치제고에 의한 부분이 크다는 것을 확인해 주고 있다.

기업 간 인수합병 시 누가 혜택을 보는가에 대한 실증연구의 결과 또한 매우 흥미롭다. 인수합병 공시 후 인수를 주도하는 기업의 주가는 약간 증가하거나 거의 변화가 없는 반면 피인수기업의 주가는 통계적으로 상당한 유의성을 갖고 상승하는 것으로

20) 다만 첫번째의 가치회식방안은 주주가치훼손 등의 법적 논란이 있어 잘 사용되지 않는다.

나타난다(Jensen and Ruback, 1983; Roll, 1986; Jarrell, Brickley and Netter, 1988; Savor and Lu, 2009). 이는 기업 간 인수합병 시 발생하는 시너지를 거의 대부분 피인수기업의 주주들이 가져 간다는 결과인데 이의 주된 이유로 인수기업의 경영자가 기업규모의 확장을 위해(empire building hypothesis), 또는 자신에 대한 과대평가(hubris hypothesis)로 인해 너무 높은 가격을 지불하는 대리인문제가 지적된다(Roll, 1986; Morck, Shleifer and Vishny, 1990; Mitchell and Lehn, 1990). Walkling and Long(1984)은 타겟기업의 경영자가 지분이 낮을수록 인수합병에 반대하는 성향이 있음을 확인함으로써 경영자의 대리인문제가 인수합병 과정에서도 나타날 수 있음을 보여주고 있다.

국내에서도 기업 간 합병의 효과에 대한 연구는 상당히 진척되어 왔다. 동일한 지배주주에 의해 지배되는 계열사가 많이 존재하는 국내의 경우 계열사 간 합병에 있어 소수주주권이 훼손될 수 있는 문제에 대한 연구로 강준구 등(2001), Bae, Kang and Kim(2002)는 합병공시효과분석을 통해 계열사간 합병이 기업가치의 제고보다는 부실기업의 구제 또는 지배주주의 사적 이익을 위해 진행될 수 있다는 것을 보여주고 있다. Koo and Park(2015), 박경서 등(2017a, 2017b)은 계열사간 합병공시 이전의 주가움직임에 주목하여 합병공시 훨씬 이전의 기간부터 사전적으로 지배주주에 유리한 방향으로 두 기업의 주가가 움직일 뿐만 아니라 지배주주에 유리한 시점에서 합병이 결의되는 이해상충의 가능성을 보여주고 있다.<sup>21)</sup>

국내의 M&A제도에 있어 또 한가지 특이한 점은 소수지분에 대한 의무공개매수(mandatory tender offer)가 부과되지 않는다는 것이다.<sup>22)</sup> 즉, 인수자가 피인수기업의 일정 지분 이상을 인수할 경우 지배주주 지분만을 인수하여 여타 소수주주는 합병으로부터 별다른 혜택을 보지 못하고 있다. 이는 한국정부가 1998년 아시아경제위기 이후 기업 간 인수합병을 통한 기업구조조정을 촉진하기 위해 경영권인수시 전체지분의 50% 이상을 매수해야 하는 의무공개매수제도를 폐지했기 때문인데, 이는 지배주주만 높은 프리미엄을 받고 경영권을 매도하는 혜택을 누리는 결과를 가져왔다. 이에 따라 외국에서는 M&A 공시에 피인수기업의 주가는 상승하는데 특이하게도 한국에서는 오히려 주가가 하락하는 경향을 보이고 있다. 연구주제로서 과연 동 제도로 인해 경영권교체가 더욱 용이해졌는지, 경영권프리미엄에 미치는 영향은 무엇인지, 소수주주의 가치를 보호할 제도적 방안은 무엇인지 등에 대한 연구가 시급하다.

## V. 법제도와 기업지배구조

La Porta 등(2000)은 기업지배구조를 투자자의 재산가치를 보호하는 장치로 정의하면서 특정 기업이 속한 국가의 법제도(legal systems)가 투자자 보호와 기업지배구조의 수준에 매우 중요한 영향을 미치는 것으로 설명하고 있다. La Porta 등(1997, 1998)은 전세계의 법제도를 크게 대륙법(civil law)

21) 자본시장법 시행령 제176조의5 제1항 제1호에 따르면 상장된 계열사 간 합병 시 주식교환비율은 시장가치에 의해 정해진다.

22) 자본시장법 제133조제3항. 이는 소수주주권 보호를 위해 영국을 포함 거의 모든 서구국가가 의무공개매수제도를 적용하고 있는 것과 크게 대조된다. 예외적으로 미국의 경우 의무공개매수제도를 적용하지 않고 있으나 민사소송 등에 의해 소수주주권이 잘 보호된다는 점에서 인수기업은 피인수기업의 주식을 대부분 인수하는 결과를 보여주고 있다.

과 영미법(common law)으로 구분하면서 투자자보호 측면에서 중요한 요소들을 제시하고 있다. 영미법 국가의 경우 대륙법 국가에 비해 은행 등에 의한 간접금융보다는 자본시장에 의한 직접금융이 보다 발달된 국가로서의 특징을 보이는데 이는 근본적으로 영미법이 기업과 경제의 발전과정에서 관찰되는 다양한 경영관련 범죄행위를 명시적인 법규정이 없이도 판사들이 판례(cases)를 만들어가며 엄격한 처벌을 가하고 있기 때문인 것으로 설명된다.

이론적으로 기업지배구조는 사전적으로(ex ante) 경영자를 감시하는 장치인 반면 사법제도는 사후적(ex post) 규율장치라는 상이한 특성을 갖는다. 사후적인 규율기능인 사법기능은 그 개입이 너무 늦다는 점에서 사전적 감시장치인 기업지배구조의 필요성이 정당화될 수 있다. 하지만 기업지배구조는 경우에 따라서 해당 기업에게는 혜택보다는 비용요소로 작용할 수 있다는 점에서 약점을 가지며 특히 법규정 등을 통해 일률적인 기업지배구조를 요구하는 것은 비효율성이 클 수 있다. 예를 들어, 한국에서는 상법으로 이사회에 사외이사의 최소인원을 규정하고 있으나 이는 경우에 따라서 해당 기업에 과도한 법준수 비용을 부담시키는 결과를 낳을 수 있다. 반면에 경영진 등이 회사가치에 손상을 끼칠 경우 민형사상 엄격한 처벌을 부과할 수 있다면 사외이사에 의한 감시장치의 필요성은 감소하고 기업은 보다 자유로운 지배구조의 선택이 가능할 것이다.<sup>23)</sup>

법과 기업지배구조의 관계는 양자 간 대체재(substitutes) 내지는 보완재(complements)의 성격을 갖는다. 즉, '대체재 가설' 하에서는 법에 의한 투자자보호가 강력하게 이루어질 경우 굳이 기업의

내부감시장치인 기업지배구조를 잘 갖출 필요가 없다는 주장이 성립한다. 반면에 '보완재 가설' 하에서는 법이 강력할수록 기업지배구조도 강화된다는 이론이 성립한다. 전세계적으로 기업지배구조가 좋은 국가는 주로 영미법국가로 지칭되는데 이의 특징은 사후적 규율장치인 사법제도가 투자자보호에 매우 민감하게 작동한다는 것이다.<sup>24)</sup> 예를 들어, 기업경영의 가장 중요한 장치인 이사회 구성원으로서 이사들은 선관의무(fiduciary duty)를 갖게 되는데 이의 강력한 이행여부는 투자자들에 의한 민사소송이 용이하게 진행될 수 있는가 여부에 달려있다. 미국의 경우 소송의 개시와 함께 관련된 정보를 공개하는 증거개시제도(discovery)가 존재하여 원고인 투자자들이 기업내부의 정보에 쉽게 접근할 수 있다. 또한 지배주주나 이사 등에 의한 자기거래(self dealing) 등의 의심이 있을 경우 입증책임의 부담이 피고에게 전환될 가능성이 높아져 투자자가 보다 쉽게 승소할 가능성이 높아진다. 징벌적 벌금제도(punitive penalty) 등도 영미법 국가에서 시작된 제도로서 내부자가 사적이익을 추구할 경우 획득한 이익보다 훨씬 많은 금액을 벌금으로 납부할 가능성이 높아진다.

한국의 경우 대륙법적 성격이 강한 법체계를 유지하고 있다. 사외이사제도의 도입을 포함 소수주주의 권리를 강화하기 시작한 것도 주로 1998년 아시아 경제위기 이후부터 관련법개정을 통해 진행되어 왔다. 경영진의 부당한 행위에 대한 관련된 투자자들이 집단으로 소송을 제기할 수 있는 집단소송제도와 주주대표소송제도의 도입도 모두 이 시점을 전후로 이루어진 제도개편안이나 소송제기요건이 까다롭고,

23) 이는 특정한 경제적 거래에 관련된 이해관계자들의 재산권(property right)을 충분히 보장할 수 있을 경우 부당한 행위는 관찰되지 않을 것이라는 Coase(1961)의 주장과 정확히 부합한다.

24) 이러한 점에서 법과 기업지배구조는 양자 간 보완재적 성격을 갖는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

승소의 가능성이 높지 않아 경영자에 대한 규율효과가 낮은 것으로 평가된다(이준서, 2017). 특히 상법상 이사의 선관의무로서 주의의무(duty of care)만 적용되고 충실의무(duty of loyalty)는 적용되지 않는다는 논란과 함께, 충실의무의 대상도 법인격을 가진 회사에만 적용되고 주주에게는 적용되지 않는다는 논란도 있다(최완진, 2011).<sup>25)</sup>

한 국가의 법은 사회적 관행 등을 고려할 때 최소한의 지켜야 할 도덕을 규정한다는 점에서 다소 보수적인 성격을 갖는다. 반면에 기업지배구조는 법을 위반하지는 않았지만 부적절한 경영행위에 대해서도 억지력을 갖는 장치로 이해할 필요가 있다. 국내기업의 기업지배구조에 대한 비판은 일감몰아주기 등 주로 지배주주일가의 사익추구에 대한 것인데 후자는 거의 대부분 이사회 승인을 거치는 등 합법적인 틀내에서 이루어지고 있다. 따라서 법을 지키는 수준에서 기업지배구조를 갖추는 것은 적어도 소수주주와 투자자들의 관점에서는 적절치 않다. 어디까지를 법으로 정하고 어느 부분부터는 기업지배구조의 영역으로 남겨 놓아야할지는 다분히 실증적인 이슈이며 그런 점에서 법과 기업지배구조간의 적절한 관계에 대한 연구는 향후 지속되어야 할 연구주제이다.

## VI. 기업지배구조와 기업가치 간의 관계

좋은 기업지배구조가 과연 기업가치를 높이는데 도움이 되는가를 실증적으로 확인하는 것은 기존의 이론적 연구들이 제시한 가설들을 뒷받침하는데 있어서 매우 중요한 역할을 한다. 이론적으로 경영자

의 대리인문제가 기업가치를 손상한다고 많은 연구들이 언급하거나 증명하고 있지만 실제로 대리인 문제가 존재하는지, 또 존재한다면 이를 해결하는 기업지배구조가 과연 작동하는지, 그리고 이를 통해 기업가치나 경쟁력이 제고되는 가 등은 중요한 학술적 연구주제이다.

좋은 지배구조를 갖추기 위해서는 기업이 상당한 자원을 투입해야 한다. 사외이사 등을 포함한 독립적이고 전문적인 이사회, 경영자의 위법적 행위를 견제할 내부통제장치, 재무제표의 정확성을 담보하기 위한 외부감사, 회사의 성과를 외부에 전달하기 위한 공시, 홍보, IR 등은 모두 회사의 자원을 요구하는 것이다. 따라서 이 모든 비용이 과연 회사가치의 상승으로 충분히 보상이 되는가를 확인하는 것은 매우 중요한 학술적 의의를 갖는다.

다행스럽게도 많은 실증적 연구들은 좋은 기업지배구조가 높은 기업가치와 성과로 연결된다는 것을 보여주고 있다. 지배구조수준을 측정하는 방법은 논문마다 조금씩 상이한데 대표적으로 Gompers, Ishii and Metrick(2003)의 경우 주주권보호나 경영권 방어장치의 유무 등으로 개별기업의 지배구조를 평가하면서 좋은 지배구조가 높은 기업가치로 연결되고 있음을 보여주고 있다(Gugler, 2001; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 2002; Gompers, Ishii and Metrick, 2003 등). 특히 신흥경제국에 있어서 좋은 기업지배구조와 기업가치 간의 관계가 보다 뚜렷하게 나타난다는 것은 외부의 제도적 장치가 주주권보호에 취약한 상태에서 내부 지배구조의 긍정적 역할을 확인해주고 있다(Mitton, 2002; Joh, 2003; Lemmon and Lins, 2003; Lins, 2003; Baek, Kang and Park, 2004;

25) 국내 상법 제382조의3(이사의 충실의무)는 '이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.'라고 규정함으로써 충실의무의 대상으로 주주가 명시적으로 언급되어 있지 않다.

Klapper, Leora and Inessa, 2004).

한편, Durnev and Kim(2005)은 좋은 사업기회를 가진 기업의 경우 이를 잃지 않기 위해서 외부 자본조달에 유리한 좋은 지배구조를 갖출 유인을 갖는다는 것을 보여준다. 즉, 기업지배구조가 미래의 사업기회를 신호(signal)하거나 약속(commit)하는 수단으로 이용될 수 있다는 것이다. 이런 점에서 과연 좋은 지배구조가 높은 기업가치를 가져오는 것인지, 아니면 그와 역으로 높은 기업가치를 가진 기업이 좋은 지배구조를 갖추는 것인지에 대한 논쟁이 발생할 수 있다. 이는 소위 변수간 역인과관계(reversed causality) 또는 변수의 내생성 문제(endogeneity problem)라고 하는 것으로서 실증 연구에 있어 해결하기가 만만치 않은 문제이다. 대표적인 방법으로 기업지배구조와는 상관관계를 갖지만 기업가치와는 독립적인 성격을 갖는 도구변수(instrument variable)를 활용하여 연립방정식 모형에 의해 회귀분석을 실시해야 해야 하는데 현실적으로 적절한 도구변수를 찾아내는 것이 용이하지 않다는 문제점이 있다.

관련하여 Black, Jang and Kim(2006), Black, Jang, Kim and Park(2015) 등은 한국기업에 있어 자산 2조원 이상의 경우 상법상 사외이사요건이 강화된다는 점에 착안하여 이를 도구변수로 사용하여 기업지배구조와 기업가치 간의 관계를 확인하고 있다. 즉, 자산2조원 이상의 더미변수는 기업지배구조와는 양의 상관관계를 갖지만 기업가치와 상관성이 없는 변수이므로 도구변수로서의 조건을 갖춘 변수로 해석된다. 내생성 문제를 극복하기 위한 다른 방법으로 지배구조의 좋고 나쁨에 따라 회사의

재무적 의사결정이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보는 방법도 있다. 관련하여 박영석 등(2007)에 따르면 기업지배구조가 좋은 기업의 경우는 R&D투자가 회사가치의 증가로 연결되지만 지배구조가 나쁜 경우에는 그렇지 않다는 결과를 보여주고 있다. 물론 이러한 연구는 지배구조와 기업가치 간의 직접적인 관계가 아닌 간접적인 관계를 살펴본다는 점에서 분명한 한계는 있다.<sup>26)</sup>

지배구조와 기업가치 간의 관계를 분석하는 또 다른 방법으로 포트폴리오투자의 수익률을 비교하는 방법이 있다. Gompers et al.(2003), Cremers and Nair(2005), Bebchuk et al.(2009), 박경서 등(2009)은 지배구조가 좋은 기업을 매수하고 지배구조가 나쁜 기업을 매도하는 투자전략이 초과수익률을 얻을 수 있음을 보여주고 있다. 반면에 Core et al.(2006) 및 Johnson et al.(2008) 등은 유사연구에서 산업효과 등을 통제하면 초과수익률이 사라진다고 보고하고 있다.

지배구조수준에 따라 주가수익률이 상반된 결과가 나오는 주된 이유는 주식시장이 얼마나 효율적으로 지배구조에 관한 정보를 주가에 반영하는가에 영향을 받기 때문이다. 즉, 지배구조수준이 즉시 주가에 반영된다면 좋은 지배구조를 가진 기업을 매수하더라도 초과수익률을 얻기는 쉽지 않을 것이다. 관련하여 Bebchuk, Cohen, and Wang(2013)은 미국기업에 있어 기업지배구조와 주가수익률간 양의 관계가 시간이 지남에 따라 사라지고 있음을 확인하고 있다. 국내연구로 변희섭과 조영현(2010)은 기업지배구조와 주가수익률간의 양의 관계가 주로 정보비대칭 문제가 큰 기업에서 보다 유의하게 관찰된

26) 이밖에 지배구조와 기업가치 간의 내생성 문제를 극복하는 방법론으로 사건연구(event study), difference-in-difference, regression discontinuity 등이 사용되며 이에 관한 연구로 Black and Kim(2012), Bertrand and Mullainathan(2003), Roberts and Sufi(2009) 등 참조

다는 것을 보여주고 있다. 한편, 만약 지배구조가 나쁜 것이 투자자들에게 위협요인으로 인식된다면 Fama and French(1993)의 3 factor 모형에서와 같이 위협요인으로서 지배구조가 고려될 수 있고, 지배구조가 나쁜 기업의 경우 주가수익률이 높은 현상이 관찰될 것이다.

좋은 지배구조를 가진 경우 더 높은 투자수익률을 제공하는 가는 전제적으로 연기금 등 기관투자자에게 요구되고 있는 책임투자(Responsible Investment)의 관점에서 매우 중요하다. 책임투자란 기업이 환경보호(Environment), 사회책임(Social Responsibility), 지배구조(Governance) 측면에서 적극적 역할을 하도록 유도하는 투자관행이다. 문제는 사회책임펀드에 돈을 맡긴 고객의 경우 위협에 상응하는 적정수준의 투자수익률이 보장되어야 하는데 이에 관해서는 학술적으로 일관된 결과가 부족하다. 국내의 경우 적절한 벤치마크포트폴리오의 부재, 이에 따른 펀드 매니저의 평가문제 등이 책임투자관행의 확산을 제한하는 근본적인 문제가 있다. 향후 국내자본시장에 있어 책임투자의 성장 가능성과 필요성이 매우 높은 가운데 관련 연구가 매우 시급하다.

## Ⅷ. 국내기업의 지배구조와 주요이슈

국내기업의 지배구조는 선진국은 물론 아시아국가와 비교해서도 나쁜 것으로 평가되고 있고 이는 소위 코리아디스카운트의 원인이 되고 있다.<sup>27)</sup> 국내 상장기업의 지배구조상 특징과 장단점을 살펴보면

다음과 같다.

첫째, 상장기업중 약 95%의 기업에 개인지배주주가 존재하는 집중소유구조를 보이고 있다. 이는 미국(약 30%), 영국(약10%), 유럽기업(70% 내외), 홍콩(약 75%) 등에 비해 월등히 높은 가족경영의 형태이다.<sup>28)</sup> 지배주주가 존재한다는 것은 책임경영이 강화되고 장기적 관점에서 위험투자를 가능케 한다는 중대한 장점이 있다(최우석 등, 2005). 반면에 이들이 무능하거나 사익을 추구할 경우 이를 견제하기가 어렵고 회사가 파산하는 경우에만 경영권이 교체된다는 약점을 갖는다(박경서, 2016). 무능한 경영자의 교체가 불가능한 한국의 기업지배구조는 한국경제의 성장에 심각한 약점일 뿐만 아니라 일감몰아주기 등에서 나타나는 것처럼 전문경영자경영의 경우와 비교할 때 훨씬 심각한 사익추구현상을 보여주고 있다.

둘째, 대규모기업집단 소속 기업의 경우 지배주주일가의 지분율이 낮은 반면 행사하는 경영권은 독점되는 구조로서 소위 소유-경영 간 괴리도(disparity)가 높다. 높은 괴리도는 무능하거나 사적이익추구 등으로 회사가치가 감소하여도 지배주주일가의 경제적 손실은 적은 반면 경영권행사의 사적혜택을 추구할 경제적 유인이 강화되는 구조적 원인이 되고 있다(Dyck and Zingales, 2004).

국내기업, 특히 대규모기업집단에 속한 기업들에 있어 지배주주일가의 소유-경영 간 괴리도가 높아진 주된 이유는 상호출자, 피라미드 또는 순환출자구조 등을 통해 적은 자본으로 대규모 자산의 지배가 가능하였기 때문이다(Almeida, Park, Subrahmanyam, and Wolfenzon, 2011; Ferris, Kim and

27) 2년마다 아시아권 국가의 기업지배구조를 평가해 온 ACGA(2016)에 따르면 한국은 국가별 지배구조평가에서 아시아 11개국 중 8위의 낮은 수준을 기록하고 있다.

28) OECD Corporate Governance Fact Book(2014) 참고.



Kitsabunnarat, 2003). 이에 따라 국내 40대 대규모기업집단의 경우 지배주주가족지분이 불과 3.5%에 불과하며 이는 유럽기업들의 가족지분이 평균 39%에 달하는 것과 비교된다(Maury, 2006).

셋째, 일감몰아주기, 유가증권저가인수, 무분별한 가족승계, 친인척의 중복적 보직과 보수 등 지배주주일가의 사익추구행위가 만연되어 있다(Baek, Kang and Lee, 2006; Black, Kim, Jang and Park, 2015; Hwang and Kim, 2016). 일례로 공정거래위원회에 따르면 매년 90조원 내외의 계열사 간 매출을 통해 비상장계열사의 주식을 보유한 지배주주가족이 상당한 경제적 이익을 확보하고 있다.<sup>29)</sup> 이의 가장 주된 배경으로는 계열사 간 지배주주의 지분율이 다른 것과 함께 선진국과 달리 경영자의 사익추구에 대한 엄정한 처벌이 이루어지지 않는 문제를 지적할 수 있다.

넷째, 경영자 감시의 역할을 맡고 있는 이사회회의 독립성과 전문성 부족으로 적절한 경영감시기능이 작동하지 못하고 있다. 상법상 독립성을 가진 사외이사를 선임하도록 요구하고 있으나 경영진이 사외이사후보를 추천하고 이사회가 주주총회에 안건으로 제안하는 과정이 원천적으로 경영진의 영향력으로부터 자유롭지 못하며, 심지어 반대의견을 제시한 사외이사는 재선임의 가능성이 낮아지는 것으로 나타난다(김재훈, 이화령, 2015). 또한 사외이사비율이 2016년의 경우 평균 36%에 불과하여 내부의 상근이사가 과반수를 차지하는 구조이다. 무엇보다도 이사회회의 70% 이상이 회사경영의 경험을 가진 경영자들로 구성된 선진국과 달리 국내의 상장기업은 이사회 구성원의 상당수가 전직관료, 국세청, 교수 등으로

구성되어 경영에 대한 자문기능에 있어 한계가 있다.

소수의 사외이사라 할지라도 이들이 부적절한 이사회 안전이나 경영행위에 대해 반대할 수 있다면 어느 정도 경영자의 부당한 행위를 견제할 수 있으나 그러지 못하고 있는 또 다른 배경으로 이들의 선관주의의 부실한 이행과 이에 대한 느슨한 사법적 처벌관행이 있다. 대표적으로 계열사 간 합병의 경우 지배주주에게 유리한 조건으로 합병이 진행되는 사례가 다수 관찰되나 이사회에서는 이를 전혀 견제하지 못하고 있는 현실이다(박경서, 2016). 선진국의 경우 합병관련 소송에 있어 주주가치가 손상되지 않았다는 것을 입증해야 할 책임을 이사회에게 부여하고 있는 관행이 국내에서는 아직 정착되고 있지 않고 있기 때문이다.<sup>30)</sup> 특히 국내의 경우 소송이 제기될 경우 경영진이 갖고 있는 관련정보를 공개하는 증거개시제도(discovery)가 아직 도입되어 있지 않아 원고인 소수주주 등이 경영진의 부당한 행위를 입증하는데 결정적인 한계가 있다.

다섯째, 주주로서 경영감시의 역량과 경제적 유인을 갖춘 기관투자자가 소유 또는 사업관계 등의 연유로 기업경영에 대해 주주로서의 영향력을 행사하는데 한계가 있다. 주주총회 안전에 대한 국내 기관투자자의 반대비율이 불과 1.5% 내외로 외국인기관투자자의 평균 8% 반대율에 비해 지극히 낮은 수준으로 거의 모든 안전에 기계적으로 찬성을 하는 상황이다(윤정화, 2015). 이는 특히 투자대상기업들과의 소유 또는 사업적 이해관계로부터 독립적인 국민연금이 평균 15% 내외의 반대비율을 보여주고 있는 것과 비교된다.

여섯째, 국내기업의 주주총회는 지극히 형식화 되

29) 공정거래위원회(2015) '40대 대규모기업집단 계열사간 거래현황' 자료.

30) Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Board Decisions in Delaware M&A Transactions, 2016.2.20

어 주주에 의한 경영감시가 제대로 작동하지 못한다. 주주총회의 평균 지속시간이 30분 내외로 경영자 주도에 의해 일사천리로 진행된다(박경서, 2016). 주주총회의 활성화 정도를 판단할 수 있는 지표로 주주총회에서 주주제안(shareholder proposal) 건수를 비교해보면 미국 S&P500기업의 경우 총 613건(2013년)의 주주제안이 이루어진 반면 국내 상장기업에서의 주주제안은 33건(2015년)에 불과하다.

주주총회가 이와 같이 형식화된 배경에는 3월의 특정일에 집중된 주주총회개최에 한 원인이 있다. 국가별 비교에 의하면 한국은 80% 이상의 주주총회가 3월의 3개 금요일에 열리고 있다. 선진국 심지어 동남아시아 국가의 경우도 동 비율은 20%를 넘지 않는 것과 심각히 비교된다(박경서, 2016). 주주총회의 집중화는 상당 부분 경영자들의 고의적인 선택의 결과로 추정된다. 즉, 가능한 많은 기업이 주주총회를 개최하는 날 주주총회를 개최해야 주주들의 물리적인 참여를 최소화할 수 있고 심각한 논쟁 없이 쉽게 안건을 통과시킬 수 있기 때문이다.

한국에 있어 주총일 집중의 또 다른 배경은 상장기업의 재무제표 공시를 위해 주주총회 승인을 요구하고 있는 한국의 특이한 법제도 때문이다. 통상 12월 결산법인의 경우 상법 및 관련규정상 3개월 안에 재무제표를 공시하고 감독기관에 제출해야 하는데 이에 따르면 3월안에 주주총회를 개최할 수밖에 없는 실정이다. 선진국 및 동남아시아 국가들의 경우 재무제표를 이사회 승인으로 공시할 수 있도록 허용함으로써 3월말 재무제표 공시 후 4월중에도 주주총회를 분산하여 개최하고 있다. 이 경우 주주총회 참가 전에 투자자들이 다른 경쟁기업의 재무제표자료도 확보할 수 있어 주주총회에서는 경영진의 성과에 대한 의미 있는 논의가 진행되는 배경이 된다.

## VIII. 결론

좋은 기업지배구조란 어떤 것인지 한마디로 정의하기는 쉽지 않은 일이다. 또한 사회과학분야에서 흔히 제기되는 내생성의 문제로 인해 과연 좋은 지배구조가 높은 기업가치와 경쟁력 제고에 도움이 된다는 증거도 상당한 논란을 불러일으키기도 한다.

기업지배구조는 근본적으로 투자자의 재산을 보호하기 위한 목적을 갖는다는 점에서 주주를 대리하여 돈을 관리하는 경영자가 책임성 있게 그리고 투명하게 행동하는 경영구조가 좋은 지배구조일 것이다. 기존 연구에서는 주주권보호의 정도, 이사회 독립성, 경영진의 경영권 방어장치의 수준, 공시제도 등 경영투명성 정도 등을 고려하여 좋은 지배구조를 정의하고 있다(Gompers, Ishii, Metrick, 2003; 강윤식 등, 2015). OECD 등 전세계의 유수한 국제기구, 투자자협회, 증권거래소 등이 채택한 기업지배구조 모범규준 또는 가이드라인에 따르면 좋은 기업지배구조란 경영의 책임성(accountability)과 투명성(transparency)이 확보된 지배구조로 정리된다. 이를 위해서는 경영자의 인센티브를 주주와 유사하게 만들던가(주식소유, 성과보상 등을 통한 책임성의 확보), 아니면 근본적으로 자기이익을 추구하는 인간으로서 경영자가 도덕적 해이를 갖지 못하도록 잘 감시할 수 있는 시스템(신뢰할 수 있는 재무제표, 이사회, 주주총회 등의 감시장치 등을 통한 투명성의 확보)이 좋은 기업지배구조일 것이다.

한국의 기업들이 좋지 않은 기업지배구조를 가진 것으로 평가된 결과 주가가 저평가되고 자본조달비용이 상승하게 되면 이는 국내기업의 경쟁력에 부담이 된다. 물론 기업지배구조가 나빠도 좋은 성과를 내고 주가도 높은 기업들이 관찰된다. 이는 기업지

배구조 이외에 매우 많은 요소들이 기업의 성과에 영향을 미치기 때문이다. 그럼에도 불구하고 좋은 기업지배구조를 기대하는 것은 지배구조 개선을 통해 이러한 기업들조차도 통계적으로는 추가적인 성과와 가치제고를 얻을 수 있다고 엄정하게 진행된 많은 학술적 연구들이 확인하고 있기 때문이다.

국내 기업지배구조의 개선은 쉽지 않은 과제이다. 소수주주로서 투자자의 주인의식, 이사의 선관의무 강화, 주주총회의 내실화, 주주소송에 의한 민사구제의 활성화 등을 뒷받침할 수 있는 사법제도 등 투자문화와 법제도환경이 근본적으로 바뀌어야 하기 때문이다. 이러한 변화를 뒷받침하기 위해 엄정한 연구결과를 제공할 학자의 책임은 매우 중대하다. 국내의 주어진 경영환경 하에서 좋은 기업지배구조를 어떤 변수들로 정의할 수 있는지, 좋은 기업지배구조는 과연 기업의 성과와 가치, 또는 지속가능성을 높이는지, 좋은 기업지배구조 하에서 경영자의 행태는 어떻게 다른지, 어떤 감시장치가 기업가치를 보호하는데 보다 효과적이지 등 향후 국내기업의 지배구조관련 연구에서 다루어야 할 주제는 매우 다양하다. 본 논문을 통해 향후 국내기업의 지배구조에 관한 연구가 더욱 활성화되는 계기가 되기를 희망한다.

## 참고문헌

- 강윤식·국찬표·윤진수(2015), “좋은 지배구조가 어떻게 기업가치를 제고시키는가? 이사회 독립성과 현금의 보유,” **재무연구**, 28(2), 2015년
- 강준구·김진모·배기홍(2001), “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구,” **재무연구**, 14(2), 49-88.
- 강형철·박경서·장하성(2006), “한국상장기업에 있어 지배구조 지분율의 결정요인: 기업가치와 통제권간의 선택,” **증권학회지**, 35(6), 2006년, 한국증권학회.
- 김선미·김숙민·신상훈(2016), “개별사외이사재임기간 재무보고의질 재량적 발생액,” **KBR**, 20(2), 2016년 5월
- 김재훈·이화령(2015), “사외이사제도의 문제점과 개선방안: 이사회 구성과 사외이사 행태를 중심으로,” **한국개발연구원 KDI 포커스**, 56호, 2015. 05. 27
- 김창수(2006), “한국의 사외이사제도 도입과 기업가치,” **재무연구**, 19(2), 2006년 11월.
- 김효진·윤순석(2010), “소유지배과리도가 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향,” **경영학연구**, 39(6), 2010년 12월.
- 박경서(2000), “기업 M&A시장에서의 협상게임,” **경영학연구**, 29(1), 2000년, 한국경영학회.
- 박경서·변희섭·이은정(2009), “한국주식시장에 사후적 지배구조 프리미엄이 존재하는가?,” **한국증권학회지**, 38(4), 2009년 12월
- 박경서·변희섭·이은정(2009), “지배주주(controlling shareholder)의 존재가 기업경영에 미치는 영향: 소유구조와 임금의 관계,” **재무연구**, 22(4), 2009년.
- 박경서(2016), “국내기업의 지배구조와 경쟁력,” 한국경영학회 미래경영아카데미 발표자료, 2016년 11월.
- 박경서·정찬식·김선민(2017a), “국내 M&A제도현황과 개선방안: 소수주주권 강화를 중심으로,” **한국증권학회지**, 46(1).
- 박경서·정찬식·김선민(2017b), “투자자들은 지배주주일가가 이번 여름에 할 일을 알고 있다? 계열회사 간 합병과 이해상충문제,” 2017 춘계 재무통합학회 발표논문, 2017.
- 박영석·김남곤(2007), ““기업지배구조와 기업가치” 투자 효율성과 대리인비용을 중심으로,” **경영학연구**, 36(5), 2007년 10월.
- 박현준·신현한·최완수(2004), “한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할,” **경영학연구**, 33(2), 2004년 4월.
- 변희섭·조영현(2010), “기업지배구조는 언제 기업가치에

- 영향을 미치는가? 정보비대칭과 자본비용의 관계,” **재무연구**, 23(3), 2010년 8월.
- 신진영 · 김재경(2016), “이사회 독립성이 기업가치에 미치는 영향: 사외이사의 사회적 연결(Social Tie)을 중심으로,” **한국증권학회지**, 45(4), 2016년.
- 윤정화(2015), “2014년 기관투자자 의결권 행사 현황결산 : 정기 vs 임시 주주총회간 비교,” 한국기업지배구조원 CGS Report, 2015.
- 이준서(2017), “상법개정안과 기업지배구조,” 한국재무학회 춘계정책심포지엄, 2017.04.
- 정찬식 · 박경서(2015), “지배주주 지분율이 저축은행의 고위험 추구 행태에 미치는 영향에 관한 연구,” **증권학회지**, 44(5), 2015년.
- 최완진(2011), 『기업지배구조법 강의』, 한국외국어대학교 출판부, 2011.
- 최우석 · 이우백(2005), “오너경영과 기업성과에 관한 실증 연구,” **재무연구**, 18(1), 2005년 5월.
- Adams, R. and D. Ferreira (2007), “One Share, One Vote: Empirical Evidence,” *Review of Finance* 12, 51-91.
- Admiti, A., P. Pfleiderer, and J. Zechner(1994), “Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium,” *Journal of Political Economy*, 102, 1097-1130.
- Akerlof(1970), ‘The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism’, *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.
- Alli, K., Khan, Q., Ramirez, G.(1993), “Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis,” *Financial Review*, 28(4), 523-547.
- Almeida, Heitor, Sang Yong Park, Marti Subrahmanyam, and Daniel Wolfenzon(2011), “The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols,” *Journal of Financial Economics*, 99(2), 447-475.
- Almeida, Heitor, Chang-Soo Kim, and Hwanki Brian Kim.(2015), “Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis,” *The Journal of Finance*, 70(6), 2539-2586.
- Almeida, H. and D. Wolfenzon(2005), A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, *The Journal of Finance*, 61, 2637-2680.
- Amihud, Yakov and Baruch Lev(1981), “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers,” *Bell Journal of Economics*, 12, 605-617.
- Anderson, Ronald, and David Reeb(2003), Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
- Asquith, Paul, Robert F. Bruner, and David W. Mullins Jr.,(1983), “The Gains to Bidding Firms from Merger,” *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139.
- Auerbach, Alan J. and David Reishus(1987), The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions, in *Mergers and Acquisitions* edited by Alan J. Auerbach, University of Chicago Press.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim (2002), “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Finance*, 57(6), 2695-2740.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Inmoo Lee (2006), “Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols,” *The Journal of Finance*, 61(5), 2415-2449.
- Baek, Jaesung, Junkoo Kang, and Kyung Suh Park (2004), “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial

- Crisis," *Journal of Financial Economics*, 71 (2), 265-313, 2004.
- Bebchuk, L., A. Cohen and A. Ferrell(2009), What Matters in Corporate Governance?, *Review of Financial Studies*, 22, 783-827.
- Bebchuk, L. A., R. Kraakman, and G. Triantis(2000), Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity. In R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press.
- Bebchuk, Lucian, Alma Cohen, and Charles Wang (2013), "Learning and the Disappearing Association between Governance and Returns," *Journal of Financial Economics*, 108, 323-348.
- Becht, M., J. Franks, C. Mayer, and S. Rossi(2008), Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund, *Review of Financial Studies*, 22(8), 3093-3129.
- Bennedsen, Morten, Kasper Nielsen, Francisco Perez-Gonzalez, and Daniel Wolfenzon (2007), "Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance" *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 151-178.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan(2002), Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 117, 121-48. 956
- Bertrand, Marianne and Sendhil Mullainathan(2003), "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences," *Journal of Political Economy*, 111(5), 1043-1075
- Bethel, J., J. Liebiskind, and T. Opler(1998), Block Share Purchases and Corporate Performance, *Journal of Finance*, 605-635.
- Bhattacharya, S.(1979). Imperfect Information, Dividend Policy and the 'Bird in the Hand' Fallacy. *Bell J. Econ.* 10, 259-70.
- Black, Bernard, Jang H., and Kim, W.C.(2006), Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea, *Journal of Law, Economics & Organization*, 366-413.
- Black, Bernard, Hasung Jang, Woochan Kim, and Kyung Suh Park,(2015) "How Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence on a Self-dealing Channel from a Natural Experiment in Korea," Coauthored with B. Black, W. Kim and H. Jang, *Journal of Banking and Finance*, 51, 2015.
- Black, Bernard and Woochan Kim(2012), "The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data," *Journal of Financial Economics*, 104(1), 203-226.
- Bolton, P. and E. Thadden(1998), "Blocks, Liquidity and Corporate Control," *J. of Finance* 53 (1), 1-.
- Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim (1983), "The Rationale behind Interfirm Tender offers: Information or Synergy?," *Journal of Financial Economics* 11, 183-206.
- Byrd, John W. and Kent A. Hickman(1992), "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids," *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221.
- Carleton, W. T., J. M. Nelson, and M.S. Weisbach (1998), The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF, *Journal of Finance*, 1135-1014.

- Cheong, Juyoung and Woochan Kim(2014), "Revisiting Executive Pay in Family-Controlled Firms: Family Premium in Large Business Groups." ECGI Finance Working Paper No. 441/2014
- Choi, Jongmoo Jay, Sae Woon Park, and Sean Sehyun Yoo(2007), "The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(04), 941-962.
- Cicero, David(2009), "The Manipulation of Executive Stock Option Exercise Strategies: Information Timing and Backdating," *The Journal of Finance*, Vol.64, pp.6, pp.2627-2663
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry Lang (2000), The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan, and Larry Lang(2002), Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 57, 2379-2408.
- Claudio Loderer, and Kenneth Martin(1998), "Executive Stock Ownership and Performance. Tracking Faint Traces," *Journal Financial Economics*, 45, 223-255.
- Clifford, C., 2008, Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists, *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.
- Cremers, K. J. M. and V. B. Nair(2005), Governance Mechanisms and Equity Prices, *Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Chang, S. Mayers(1992)," Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth : Evidence from Employee Stock Ownership Plans," *Journal of Financial Economics*, 32, 103-131.
- Coase, Ronald(1961). "The Problem of Social Cost." *Journal of Law and economics*, 3, 1-44.
- Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel, and Lalitha Naveen(2007), Boards: Does One Size Fit All?, *Journal of Financial Economic*, 54.
- Core, J. E., W. R. Guay and T. O. Rusticus(2006), Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations, *Journal of Finance*, 61(2), 655-687.
- Cremers, K. J. M. and V. B. Nair(2005), Governance Mechanisms and Equity Prices, *Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Del Guercio, Diane and J. Hawkins(1999), The motivation and Impact of Pension Fund Activism, *Journal of Financial Economics*, 293-340.
- Denis J. David, Denis K. Diane and Sarin Atulya (1998), "Ownership Structure and Top Executive Turnover," *Journal of Financial Economics*, 45, 193-221.
- DeAngelo H. and Edward M. Rice(1983), "Anti-takeover Charter Amendments and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 329-360.
- Diamond, D.(1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, 394-414.
- Diamond D. W.(1991), "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt," *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
- Dittmar, Amy, and Jan Mahrt-Smith(2007), "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings." *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Denis, David, Diane Denis, and Atulya Sarin(1997), "Ownership Structure and Top Executive

- Turnover,” *Journal of Financial Economics*, 45, 193-221.
- Duchin, R., J. Matsusaka, and O. Ozbas(2010), When are Outside Directors Effective?, *Journal of Financial Economics*, 96(2), 195-214.
- Durnev, Artyom, and E. Han Kim(2005), To Steal or Not to steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation, *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- Dyck, Alexander and Luigi Zingales(2004), “Private Benefits of Control: An International Comparison,” *The Journal of Finance*, 59(2) 537-600.
- Eckbo, B.Espen, Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth(1983), *Journal of Financial Economics*, Volume 11, Issues 1-4, April 1983, Pages 241-273.
- Edmans, Alex, Vivian W. Fang, and Emanuel Zur (2013), “The Effect of Liquidity on Governance.” *Review of Financial Studies*.
- Edmans, Alex, and Clifford G. Holderness. “Blockholders: A Survey of Theory and Evidence.” (2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 475/2016
- English, Philip, Thomas Smythe, and Chris McNeil (2004), The CalPERS Effect Revisited, *Journal of Corporate Finance*, 157-174.
- Fama, E. F., (1980) “Agency Problems and the Theory of the Firm” *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen(1983), “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fama, E., French, K., 2001. Disappearing Dividends: Changing firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *J. Financ. Econ.* 60, 3-43.
- Fama, E. F. and K. R. French(1993), Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks, *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Ferris, Stephen, Kenneth Kim, and Pattamaporn Kitsabunnarat(2003), “The Costs (and Benefits?) of Diversified Business Groups: The Case of Korean Chaebols,” *Journal of Banking and Finance*, 27, 251-273.
- Fernandes, Nuno, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos and Kevin J. Murphy(2013), “Are U.S. CEOs Paid More? New International Evidence,” *Review of Financial Studies*, 26, 323-367.
- Gillan, Stuart, and Laura Starks(2000), Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors, *Journal of Financial Economics*, 275-305.
- Gompers, Paul, and Andrew Metrick(2001), Institutional Investors and Equity Price, *Quarterly Journal of Economics*, 229-259.
- Gompers, Ishii, and Metrick(2009), Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies*.
- Gompers, P. A., Joy L. Ishii, Andrew Metrick(2003), “Corporate Governance and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*.
- Gordon, M. J.(1960). Security and a Financial Theory of Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 472-492.
- Gordon, L. and J. Pound(1990), “ESOPs and Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, 27, 525-555.
- Greenwood, R., and M. Schor(2009), Investor Activism and Takeovers, *Journal of Financial Eco-*

- nomics*, 92(3), 362-375.
- Grossman, S. and Oliver Hart(1980), "Takeover Bids, Free Rider Problem and Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Grossman, S. and Oliver Hart(1981), "The Allocational Role of Takeover Bids" *J. of Finance*, 253-.
- Grossman, S., and Oliver Hart(1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives" in the *Economics of Information and Uncertainty*, edited by J. McCall.
- Grossman, S. and O. Hart(1988), "One Share-one Vote and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 175-.
- Gugler, K.(2001), "Corporate Governance and Economic Performance," Oxford University Press, 2001
- Guo, Lixiong and Ronald Masulis(2016), "Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnover," *Review of Financial Studies*, 2016.
- Hart, Oliver (1995), Corporate Governance: Some Theory and Implications, *The Economic Journal*, Vol. 105, No. 430, May 1995, pp. 678-689.
- Harris and Raviv(1989), "Design of Securities," *Journal of Financial Economics*, 1989.
- Hayes, Rachel, Michael Lemmon, and Mingming Qiu (2012), "tock Options and Managerial Incentives for Risk Taking: Evidence from FAS 123R," *Journal of Financial Economics*, 105, 174-190.
- Holmstrom, B. and J. Tirole(1993), "Market liquidity and performance monitoring," *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.
- Houston Joel F, James Christopher(1996), "CEO Compensation and Bank Risk," *Journal of Monetary Economics*, 36, 405-431.
- Hu, Henry and Bernard Black(2007), "Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden(Morphable) Ownership," *Journal of Corporate Finance*, 13, 343-367.
- Hubbard R. Glenn and Darius Palia(1995), "Executive Pay and Performance: Evidence from the U.S. Banking Industry," *Journal of Financial Economics*, 39, 105-130.
- Huson, Mark, Robert Parrino, and Laura Starks (2001), "Nternal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective," *The Journal of Finance*, 56, 2265-2297
- Hwang, Sunwoo and Woochan Kim(2016), "When Heirs Become Major Shareholders: Evidence on Pyramiding Financed by Related-Party Sales," *Journal of Corporate Finance*, forthcoming, 2017.
- James A Brickley, Jeffrey L Coles and Rory L Terry (1995), "Outside Directors and the Adoption of Poison Pills," *Journal of Financial Economics*, 35, 371-390.
- Jarrell, Gregg A., James A. Brickley, and Jeffry M. Netter(1988), "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980," *Journal of Economic Perspectives*, 2, 49-68.
- Jensen, M.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-339.
- Jensen and Ruback(1983), "The Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 5-.
- Jensen, Michael C. and Murphy J. Kevin(1990), "Performance Pay and Top-management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.



- Joh, Sung Wook(2003), Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisis. *Journal of Financial Economics*, 68, 287-322.
- Kaplan, Steven N. and David Reishus(1990), "Outside Directorship and Corporate Performance," *Journal of Financial Economics*, 27, 389-410.
- Kato, Takao, Woochan Kim, and Ju Ho Lee(2007), "Executive Compensation, Firm Performance, and Chaebols in Korea: Evidence from New Panel Data." *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(1), 36-55.
- Kim, Woochan, Youngjae Lim, and Taeyoon Sung (2007). "Group Control Motive as a Determinant of Ownership Structure in Business Conglomerates: Evidence from Korea's Chaebols." *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(3), 213-252.
- Kim, Woochan, Woojin Kim, and Kap-Sok Kwon (2009). "Value of Outside Blockholder Activism: Evidence from the Switchers." *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 505-522.
- Kim, Woojin and Shu-Feng Wang(2017), Free Lunches for Insiders under Investor Inertia, Working paper, Seoul National University.
- Klapper, Leora F. and Love, Inessa(2004), Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance*, 703-728.
- Klein, A., and E. Zur(2009), Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *Journal of Finance*, 64 (1), 187-229.
- Koo, Haeyoung and Choelsoon Park.(2015) "Succession Mechanism of Business Groups: Intra-group M&A as Wealth Transfer Instrument." *Academy of Management Proceedings*, 2015.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny(1997), Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.(2002), "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.(2000), Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, 1-33.
- La Porta, R., F. López-de Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny(2000), Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Lang, L., Litzenberger, R.(1989), Dividend announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis. *J of Financial Economics*, 24, 181-192.
- Lang, Larry, Rene M. Stulz and, Ralph A. Walkling (1991), "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder returns," *Journal of Financial Economics*, 24, 137-154
- Lee, Dong W. and Kyung S. Park(2009), Does Institutional Activism Increase Shareholder Wealth? Evidence from Spillovers on Non-target Companies, *Journal of Corporate Finance*, 15(4), pp.488-504.
- Lee, Sangwoo, Kwangwoo Park, and Hyun-Han Shin(2009). "Disappearing Internal Capital

- Markets: Evidence from Diversified Business Groups in Korea.” *Journal of Banking, & Finance* 33(2), 326-334.
- Lemmon, Michael L. and Karl V. Lins(2003), Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.
- Lins, Karl (2003), Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 159-184.
- Li, K., Zhao, X.(2008), Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financial Management*. Winter 2008, 673-694.
- Low, A.(2009), Managerial Risk-taking Behavior and Equity-based Compensation, *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470-490.
- Martin, Kenneth J. and John J. McConnell(1991), “Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover,” *Journal of Finance*, 46, 671-687.
- Maug, E.(1998) “Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-off Between Liquidity and Control?,” *J. of Finance* 53(1), 65-.
- Maury, B.(2006), “Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations,” *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-
- McConnell, J.J. and H. Servaes(1990), “Additional Evidence on Corporate Takeovers and Management Turnover,” *Journal of Financial Economics*, 46, 451-477.
- Mehran, Hamid(1995), “Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.
- Miller, M., Rock, K.(1985), Dividend Policy under Asymmetric Information. *J. Finance* 40, 1031-1051.
- Mitchell, Mark. L. and Kenneth Lehn(1990), “Do Bad Bidders Become Good Targets?,” *Journal of Political Economy*, 98, 372-398.
- Mitton, T.(2002). A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 64, 215-241.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny(1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis.” *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), 293-315.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny(1990), “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions,” *Journal of Finance*, 45, 31-48.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny(1989), “Alternative Mechanisms for Corporate Control,” *American Economic Review*, 79, 842-852.
- Mulherin J. Harold, Annette B. Poulsen(1998), “Proxy Contest and Corporate Change : Implication for Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 47
- Myers, S.(2000), “Outside Equity,” *Journal of Finance*, 55(3), 1005-1038.
- Nesbitt, Stephen(1994), Long Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the CalPERS Effect, *Journal of Applied Corporate Finance*, 75-80.
- Pinkowitz, L., R. M. Stulz, and R. Williamson(2007), Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis,

- Journal of Finance*.
- Pound J.(1988), "Proxy Contest and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, 237-266.
- Prevost, A. K. and R. P. Rao(2000), Of what Value are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds?, *Journal of Business*, 177-204.
- Rajan, Raghuran G.(1992), "Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's-length Debt," *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- Repullo, R. and J. Suarez(1998), "Monitoring, Liquidation, and Security Design," *Review of Financial Studies*, 11(1), 163-187.
- Robert Comment, G. William Schwert(1996), "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Anti-takeover Measures," *Journal of Financial Economics*, 39, 3-43.
- Roberts, Michael and Amir Sufi(2009), "Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation," *The Journal of Finance*, 64 (4), 1657-1695.
- Roll, Richard(1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, 59, 197-216.
- Romano, R.(2001), Less is More: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance, *Yale Journal of Regulation*, 174-252.
- Rossi, Stefano and Paolo Volpin(2004), Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 47, 2004.
- Savor, P., and Q. Lu(2009), Do Stock Mergers Create Value for Acquirers? *Journal of Finance*, 64(3), 1061-1097.
- Scharfstein(1988), "The Disciplinary Role of Takeovers," *Review of Economic Studies*, 185-.
- Shin, Hyun-Han, and Young S. Park. "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols'." *Journal of Corporate Finance*, 5.2 (1999): 169-191.
- Shleifer and Vishny(1986), "Large Shareholders and Corporate Control" *J. of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A. and R. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shleifer, A. and D. Wolfenzon(2006), How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value, *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Singh, R.(1998), "Takeover Bidding with Toeholds: The Case of the Owner's Curse," *Review of Financial Studies*, 11(4), 679-704.
- Smith, P. M., 1996, Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, 227-252.
- Stein(1988), "Takeover Threats and Managerial Myopia," *Journal of Political Economy*, No.1.
- Stillman, Robert, Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers(1983), *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1-4), 225-240.
- Strickland D., Wiles W. Kenneth and Zenner Marc (1996), "A Requiem for the U.S.A. Is Small Shareholder Monitoring Effective?," *Journal of Financial Economics*, 40, 319-337
- Stuart Rosenstein, Jeffrey G. Wyatt(2000), "Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 44, 229-250.
- Travlos, Nickolaos G.(1987), "Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms'

- Stock Returns," *Journal of Finance*, 42, 943-963.
- Villalonga, Belen and Raphael Amit(2006), "How do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?," *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417
- Wahal, S.(1996), Pension Fund Activism and Firm Performance, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 1-23.
- Walkling Ralph. A. and M. S. Long(1984), "Agency Theory, Managerial Welfare and Takeover Bid Resistance," *Rand Journal of Economics*, 1, 54-68.
- Wen, Yu, Kami Rwegasira, and Jan Bilderbeek(2002), Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms, *CGIR*, 10(2), April 2002, 75 - 83.
- Williamson, O.(1985), The Economic Institutions of Capitalism, *The Free Press*.
- Winton, A.(1993), "Limitation of Liability and the Ownership Structure of the Firm," *Journal of Finance*, 48(2), 487-512.

## Review of Corporate Governance Research and its Implications for Korea

Kyung Suh Park\*

### Abstract

This paper reviews existing research on corporate governance to provide a future direction for research on the corporate governance of Korean companies, which is characterized by concentrated ownership where the pursuit of the private benefit of control by controlling shareholders is not properly regulated.

Early research on corporate governance focused on the theoretical backgrounds of the conflicts of interests between shareholders and managers, and Jensen and Meckling(1976) provides a seminal paper that shows less than 100% ownership by entrepreneurs renders them to pursue their own private interests as the costs of such diversion will be shared with other shareholders while the benefit is solely enjoyed by the entrepreneurs. Many empirical studies have confirmed that managers tend to diverge corporate resources, examples including over-investments and empire building, low level of cash payout policy and free cash flow, tunneling through related party transactions, usurption of business opportunities, hiring family members and relatives of dubious qualification, issuing securities at deep discounts to family members, inappropriate remuneration, etc. In addition to the partial ownership by controlling shareholders, an other line of studies have also confirmed that the disparity between their cash-flow rights and control rights is negatively related with firm values. They show that small ownership itself is not an issue, but the disparity matters since it can entrench managers while their economic interests are not aligned with other shareholders.

Holmstrom(1979) and following papers focus on information asymmetry as another source of moral hazard on the part of managers who takes advantage of their superior position in the

---

\* Korea University Business School

management of their firms, and maximizes their own interests at the expense of shareholders if they are not properly incentivized or monitored. The issue of information asymmetry accordingly rendered corporate governance research to focus on monitoring mechanisms that are supposedly to enhance the transparency and accountability of firms. Most importantly, the boards of directors are found to play a key role in regulating inappropriate behavior of managers, and numerous empirical studies have confirmed that the level of the independence and expertise of non-executive directors are positively correlated with firm values and performances. Studies on managerial compensation schemes including tenure termination also show that they are mostly aligned with the interests of shareholders as a regulating mechanism even though there exist cases where opportunism by managers can influence the decision process.

Corporate governance research on Korean firms has its own advantage since the Korean economy is characterized by business groups, Chaebols, and their ownership structures and managerial behaviors provide ample cases for interesting analyses. Tunneling is a typical phenomenon observed among affiliated firms belonging to a business group where corporate resources of listed firms are diverted to firms mostly owned by controlling families. Research on the diverse cases of diversion by corporate insiders and on the failure of monitoring mechanisms deserve further studies in Korea, which will shed more light on the incentives of corporate insiders in an emerging economy where its legal system does not properly penalize the misconducts of corporate insiders, contributing to the area of corporate governance research, and also to the improvement of the corporate governance of Korean companies.

Key words: Corporate Governance, Controlling Shareholders, Private Benefit of Control, Conflicts of Interests, Monitoring Mechanisms

- 
- 저자 박경서는 현재 고려대학교 경영대학 재무금융 전공 조교수로 재직 중이다. 고려대학교 경영학과를 졸업하였으며, 미국 스탠포드 대학에서 MBA, 노스웨스턴대학 경영대학원에서 Finance 분야로 박사학위를 취득하였다. 고려대학교로 부임하기 전 한국금융연구원에서 연구위원으로 근무하였으며 2013년부터 3년간 한국기업지배구조원 원장을 역임한 바 있다. 주된 연구분야는 기업재무, 미시구조론, 금융기관론, 기업지배구조론 등이다.