

좋은 기업지배구조 형성을 위한 시장과 정부의 역할*

이 지 흥**

논문 초록

본 논문은 기업지배구조(corporate governance)에 대한 경제학적 관점을 제시하고 현재의 한국 경제에 대한 함의를 도출한다. 전통적인 대리인 이론(agency theory)에 따라 투자자-경영자 간 정보 비대칭으로 인한 신용제한(credit rationing) 문제를 지적하고 이를 해결하는 평판, 신호, 감시 등 다양한 시장의 반응을 논한다. 시장경쟁과 가족기업은 좋은 기업지배구조의 형성을 위한 암묵적 인센티브를 유발하는 역할을 한다. 명시적 기업지배구조 정책은 시장실패를 보완할 수 있지만, 과도한 외부의 경영감시는 기업의 혁신 활동을 저해하는 등 부정적인 효과를 낳을 수 있다. 성숙하고 있는 한국 경제의 현 시점에서 기업 활동에 대한 암묵적 시장 인센티브와 명시적 정부 정책 사이의 적절한 균형을 모색할 필요가 있다.

핵심 주제어: 기업지배구조, 경쟁, 혁신

경제학문헌목록 주제분류: D0, G3, L5

투고 일자: 2020. 11. 2. 심사 및 수정 일자: 2020. 12. 21. 게재 확정 일자: 2021. 1. 14.

* 논고 작성에 도움을 준 서울대학교 경제학부 김선구 교수, 법학전문대학원 정준혁 교수, 그리고 두 분의 심사자들에게 감사를 표한다.

** 서울대학교 경제학부 & 경제연구소 교수, e-mail: jihonglee@snu.ac.kr

I. 서 론

기업지배구조(corporate governance)는 21세기 한국 경제가 당면한 가장 중요한 이슈 중 하나다. 이와 관련한 대부분의 논의와 그로부터 파생된 여러 제도의 주요 목적은 재벌과 창업주 일가의 경영권 승계에 기인한 대리인 문제(agency problem)를 해결하는 것이다. 좋은 기업지배구조에 대한 요구는 소수의 기업집단에 경제력이 집중된 한국 경제의 고질적인 구조적 문제에 대한 사회적 경각심과도 밀접하게 연관되어 있는데, 특히 터널링(tunneling) 등 경영진의 사익편취 행위는 반경쟁적 효과와 함께 재벌에 의한 경제력 집중을 더욱 강화할 수 있다.

이 같은 배경에서 기업지배구조를 개선하고 대리인 비용(agency cost)을 최소화하기 위한 명시적인 법적·제도적 규제가 대상 기업의 효율성을 증진할 뿐 아니라 정부의 경쟁·공정거래 정책에서도 중요한 축을 담당한다고 보는 시각이 존재한다. 이러한 시각에 따르면, 재벌 혹은 대기업의 지배구조에 있어 이들과 직접 관련된 중소기업 및 협력업체, 그리고 고용인의 역할을 증대하는 정책과 제도들이 상생과 경쟁 효과를 유발해 경제 전반에 걸친 경쟁력을 제고하는데 중요한 역할을 담당할 것으로 본다.

그러나 기업지배구조를 개선하고 재벌 및 대기업에 의한 경제력 집중 현상을 해소하기 위한 지속적이고 다양한 정책적 노력에도 불구하고 한국 경제의 구조적 문제는 여전히 해결되고 있지 않다. 대기업과 중소기업 간의 생산성과 임금의 격차는 그 언제보다도 높은 수준이다. 1998년 1.3%였던 대·중소기업 간 영업이익률 격차는 2004년에 5.3%까지 확대된 후 꾸준히 하락하여 2014년 들어 -0.9%로 오히려 중소기업이 우세한 상황이 되었으나, 최근 들어 다시 악화되며 2017년과 2018년 연속 3.7%를 기록했다. 한편, 대기업 대비 중소기업의 임금수준은 1998년에 66.6%를 기록한 이후 지속적으로 하락세를 보이고 있으며 2018년에는 53.1%까지 낮아졌다.¹⁾

고착화된 경제력 집중 문제를 해결하기 위한 한 방편으로 현 한국 정부는 더욱 강력한 투자자 보호법을 도입하고 경영진에 대한 감시를 강화하는 정책을 추진하고 있다. 그러나 이 같은 시도들이 기업 활동을 저해하여 저성장 시대를 맞이한 한국 경제에 오히려 해를 끼칠 것이라는 시각도 존재한다. 관련 이슈들을 보다 심도 있게 이해하기 위하여 본 논문에서는 기업지배구조에 대한 경제학적 관점을 논의하고 이로부터

1) e-나라지표 대중소기업 상생협력 현황.

정책적 시사점을 도출하고자 한다.

본 논문의 논의들은 전통적인 대리인 이론(agency theory)에 기반을 둔다(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976; Akerlof, 1970; Holmström, 1979). 투자자와 경영자 간의 정보 비대칭(asymmetric information)은 익히 잘 알려진 도덕적 해이(moral hazard)와 역선택(adverse selection) 문제를 불러일으킨다. 그로 인해 정보 비대칭 문제가 없었을 시 수익을 냈을 사업이 투자를 받지 못하여 실현되지 못하는 비효율성이 발생한다. 경제학적 관점에서 기업지배구조 문제의 핵심은 이 같은 ‘신용제한(credit rationing)’ 현상에 있다. 즉, ‘좋은’ 기업지배구조란 정보 비대칭으로 인한 신용제한 문제를 극복하는 기업의 내부적 구조, 행위, 관계, 그리고 외부적 제도와 규제들의 집합체인 것이다.²⁾

좋은 기업지배구조의 형성을 위해서는 시장에 의한 내부적(internal) 또는 암묵적(implicit) 인센티브와 정부 정책에 의한 외부적(external) 또는 명시적(explicit) 해결책의 편익과 비용을 종합적으로 고려해야 한다. 기존의 기업지배구조에 대한 경제학·경영학 연구는 외부적 정책의 효과에 집중하는 경향이 있다(예를 들어, Shleifer and Vishny, 1997; Hermalin and Weisbach, 2017; 박경서, 2017). 물론 정부의 정책이 대리인 문제를 해결하는데 있어 중요한 역할을 담당하는 것이 사실이나 현재 한국 경제의 상황을 고려할 때 시장에 의한 자정능력 또한 간과하면 안 된다는 것을 지적할 필요가 있어 보인다. 또한 기업지배구조 형태와 정책을 구체적으로 들여다보면 국가별로 큰 차이를 보인다(예를 들어, La Porta et al., 1999, 2000; OECD, 2019). 이는 좋은 기업지배구조란 것이 다양한 형태로 존재할 수 있음을 암시하고, 따라서 선부른 정책의 도입은 기대하는 효과를 불러오지 못할 가능성도 있다.

시장에 의한 암묵적 인센티브란 위에서 설명한 신용제한 문제에 대응하여 시장참여자들이 자발적으로 해결책을 고안하는 것을 의미한다. 시장 인센티브를 실현하는 주요 메커니즘으로 (i) 시장참여자간 장기적 관계에 기반을 둔 상호 신뢰관계에서 오는 평판 효과(reputation effect), (ii) 유망한 경영자를 식별하기 위해 사용되는 시그널링(signaling) 및 스크리닝(screening), 그리고 (iii) 정보 비대칭을 줄이고 경영자의 배임을 견제하기 위한 내외부적인 감시(monitoring) 활동을 꼽을 수 있다.³⁾

2) 본고에서는 ‘좋은’ 기업지배구조를 ‘경제학적’ 관점에서 정의하고 분석함을 밝혀둔다. ‘좋은’ 기업지배구조의 의미는 경제학 내외에서 다를 수 있다.

3) 관련 경제학 이론모형에서 암묵적 인센티브가 작동하는 상황이란 투자자-경영자 간 전략적 관계의 ‘균형(equilibrium)’에서 사적 정보가 경영자의 자발적인 선택에 의해 드러나는 상황을 의미

본 논문에서는 시장참여자들이 신용제한 문제의 해결을 위해 자발적으로 행동하는 배경에 작동하는 두 가지 기제를 논의한다. 첫 번째는 시장경쟁이 기업과 경영자에 대한 규율 기능을 수행한다는 것이다. 이 같은 시각에 따르면 결국 시장경쟁에서 살아남은 기업이 투자자의 신뢰를 확보하는 방안을 찾아낸 기업이며, 따라서 이러한 기업의 지배구조를 좋은 지배구조로 볼 수 있다. 두 번째는 가족기업이 경영자의 노력과 신뢰도에 대한 평판을 쌓아올리기 위해 필수적인 ‘장기주의(long-termism)’ 또는 ‘인내자본(patience capital)’을 공급하는데 중요한 역할을 담당한다는 것이다. 비록 지배주주 일가가 지배력과 경영권의 남용으로 기업 가치를 저해하는 경우도 있지만, 그럼에도 불구하고 가족기업의 장점을 규명하는 연구 결과가 속속 등장하고 있다.

명시적인 법과 제도 환경 또한 좋은 기업지배구조의 형성을 위한 중요한 역할을 한다. 특히 경쟁과 장기적 인센티브가 부족한 기업의 지배구조는 외부규제를 통해 개선이 가능하고 이는 기업가치와 성과에 긍정적인 역할로 이어지는데, 이러한 인과관계는 Gompers, Ishii, and Metrick (2003)을 비롯한 여러 연구에서 규명되고 있다. 그러나 한국에서 기업지배구조 관련 연구는 정부 정책의 편익에만 집중하는 경향이 있다. 또한 경영자의 사익 추구가 한국 경제의 발전을 저해하는 주요인으로 대두되기 시작한 20여 년 전과는 지금의 한국 경제가 구조적으로 많이 다르다. 다양한 투자자 및 이해관계자 보호제도가 시행되고 있으며 기업정보도 투명하게 공개되고 있다. 따라서 이제 사회 전반에 걸쳐 선진국의 모습을 갖추기 시작한 국가의 균형 잡힌 시각을 위해 본 논문에서는 기업지배구조 정책의 비용 측면을 조명하고자 한다. 특히 과도한 외부감사가 기업의 혁신을 저해하는 요소로 작용할 수 있음을 이론적·실증적으로 논의한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ절에서는 기업지배구조에 관한 논의를 정리하기 위해 간단한 대리인 모형을 통해 신용제한 문제를 정의한다. 제Ⅲ절에서는 대리인 비용을 절감하기 위한 시장의 반응들을 논의한다. 제Ⅳ절에서는 시장경쟁과 가족기업의 긍정적 기능에 대한 이론적·실증적 논의를 제시한다. 제Ⅴ절에서는 과도한 규제가 역효과를 가져올 수 있음을 논의하고, 기업지배구조와 혁신의 관계에 대한 최근의 연구를 소개한다. 제Ⅵ절에서 한국 경제에 대한 제언으로 논문을 맺는다.

II. 대리인 이론과 신용제한 문제

본 절에서는 기업지배구조에 대한 간단한 이론적 틀을 제시하여 관련 논의의 핵심을 정리하고 일관된 관점을 전개할 수 있도록 한다. Tirole (2006)에서 가져온 아래 모형은 자금을 조달하는 투자자와 위험이 수반된 사업을 수행하고자 하는 경영자의 관계를 주인-대리인(principal-agent) 모형으로 분석한다. 모형의 단순함을 위해 여러 자금조달 방식의 (예를 들어, 대출과 주식) 차이점은 구분하지 않기로 한다.

1. 도덕적 해이(Moral Hazard)

다음과 같은 고정투자액 모형(fixed investment model)을 고려하자.⁴⁾ 위험중립적인 경영자는 고정된 금액 V 의 투자를 필요로 하는 프로젝트를 고려하고 있다. 경영자는 A 의 자산을 보유하고 따라서 $V-A$ 의 자금이 외부로부터 필요하다. 프로젝트가 가져오는 수익은 $R > 0$ 또는 0이다. 프로젝트가 성공할 확률은 경영자의 선택에 의존하고, 경영자는 ‘근면’ 또는 ‘방만’을 선택할 수 있다. 근면경영을 할 때 성공확률은 p_H 이고 방만경영을 할 때 성공확률은 $p_L = p_H - \Delta p < p_H$ 이다.

방만경영은 경영자에게 B 의 사익을 가져다준다. 이것은 경영자와 투자자 사이에 존재하는 이해충돌을 의미한다. 이러한 이해충돌은 투자자 이외에 다른 이해관계자에게도 적용된다. 예를 들어, 프로젝트의 결과에 따라 보수가 달라지는 고용인을 생각할 수 있다. 다음 가정에 의하여 프로젝트는 근면경영의 경우에만 수익성이 있다.

$$p_H R - V > 0, \quad p_L R - V + B < 0. \quad (1)$$

투자계약은 프로젝트가 성공할 경우 수익을 분배하는 방식을 명시한다. 프로젝트의 성공 여부는 제3자에게 확인 가능하고(verifiable) 따라서 계약의 조건으로 활용될 수 있다(contractable). 경영자와 투자자의 몫을 각각 R_b 와 $R_t := R - R_b$ 이라고 하자.

식 (1)에 의해, 투자계약이 성립하기 위해서는 계약을 통해 경영자의 노력을 유도하는 것이 가능해야 한다. 이로부터 다음의 ‘인센티브 호환성(incentive

4) 모형의 보다 자세한 설명은 Tirole (2006)의 3장을 참고하기 바란다.

compatibility; IC)’ 조건을 도출한다.

$$p_H R_b \geq p_L R_b + B \text{ or } R_b \geq \frac{B}{\Delta p}. \quad (2)$$

여기서 $p_H \frac{B}{\Delta p}$ 를 ‘대리인 지대(agency rent)’로 해석할 수 있다.

IC 조건은 경영자에게 $\frac{B}{\Delta p}$ 만큼의 수익이 보장되어야 함을 알려준다. 이 사실을 고려하여 위험중립적인 투자자의 ‘참여 제약(participation constraint)’, 혹은 ‘개인적 합리성(individual rationality; IR)’ 조건을 도출해낼 수 있다.

$$p_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) \geq V - A. \quad (3)$$

식 (3)을 정리하면 다음과 같다.

$$A \geq A^* := p_H \frac{B}{\Delta p} - (p_H R - V).$$

위 조건으로부터 $A^* > 0$ 이면 경영자가 충분한 자산을 보유할 때만 투자를 받을 수 있다는 사실을 알 수 있다. 또한 확인할 수 있는 사실은 $A < A^*$ 일 때 프로젝트의 순현재가치(net present value; NPV)가 양수임에도 불구하고(즉, $p_H R - V > 0$) 프로젝트를 위한 자금을 확보하지 못한다는 것이다. 이 같은 ‘신용제한(credit rationing)’이 발생할 조건은 다음과 같다.

$$A^* > 0 \Leftrightarrow p_H R - V < p_H \frac{B}{\Delta p}. \quad (4)$$

위 조건은 NPV가 경영자의 노력을 유도하기 위해 필요한 최소 기대 지대보다 작다는 의미를 가진다.

금융시장이 경쟁적이라면 경영자는 투자자가 0의 이윤을 가지는 수준에서 R_L 을 제안할 것이다.

$$p_H R_l = V - A.$$

즉, 경영자의 지분은 다음과 같아진다.

$$R_b = R - R_l = R - \frac{V - A}{p_H} \geq R - \frac{V - A^*}{p_H} = \frac{B}{\Delta p}.$$

여기서 마지막 등식은 (IR) 조건이 등호로 성립한다고 설정할 때 도출된다. 이로부터 (IC) 조건이 만족됨을 확인할 수 있다.

요약하자면, 식 (4)로부터 대리인 문제가 신용제한 문제를 초래하는 상황에는 다음 두 가지가 있음을 알 수 있다.

- (i) 경영자가 적은 양의 자산 혹은 현금을 보유하고 있는 경우(낮은 A).
- (ii) 대리인 비용이 큰 경우.

NPV를 고정시켰을 때 대리인 비용은 B 와 $\frac{\Delta p}{p_H}$ 를 통해 측정된다. 여기서 B 는 경영자가 기회주의적인 행동을 통해 취할 수 있는 사익의 정도를 나타내고, $\frac{\Delta p}{p_H}$ 는 투자자가 직접적으로 관찰하지 못하는 경영자의 선택에 대하여 프로젝트의 성공 여부가 갖는 정보적 ‘정보적 유용성(informativeness)’을 의미한다.

2. 역선택(Adverse Selection)

다음으로 역선택의 문제에 대해 살펴보자.⁵⁾ 기본적인 설정은 위와 동일하지만 여기서는 경영자가 두 가지 ‘행위’(근면과 방만) 중 하나를 선택한다고 상정하는 대신, 경영자가 좋거나 나쁜 하나의 ‘타입(type)’을 갖고 있고 이 ‘타입’은 경영자 본인만 알고 있는 사적 정보라고 상정한다. 좋은 타입의 성공확률은 p 이고 나쁜 타입의 성공확률은 $q < p$ 이다.

다음을 가정한다.

$$pR > V > qR.$$

5) 모형의 보다 자세한 설명은 Tirole(2006)의 6장을 참고하기 바란다.

즉, 좋은 타입만이 유망(creditworthy)하다. 경영자가 좋은 타입일 사전확률은 π 이고 투자자와 경영자는 이 사실 또는 ‘믿음(belief)’을 공유하고 있다. 성공의 사전확률을 $m := \pi p + (1 - \pi)q$ 로 정의하기로 하자.

지금부터는 금융시장에서의 선별(screening)의 문제에 집중한다. 도덕적 해이를 배제하기 위해 $B = 0$ 이라고 가정하고, 신호발송(signaling)의 가능성을 무시하기 위해 $A = 0$ 이라고 가정한다.

먼저 투자자가 경영자의 타입을 관찰할 수 있는 경우를 생각해보자. 이 때는 좋은 타입만이 자금 조달을 받는다. 완전경쟁적인 금융시장에서 좋은 타입의 수익지분 R_b^G 는

$$p(R - R_b^G) = V$$

를 만족하고 투자자에게 0의 이윤을 남긴다.

이제 타입이 기업가의 사적 정보라고 가정하자. 위에서처럼 각 타입에게 서로 다른 조건의 계약을 주는 것은 더 이상 유인일치(incentive compatible)하지 않다. 나쁜 타입이 좋은 타입에게 제공되는 계약조건을 선택할 것이기 때문이다. 따라서 성공의 경우 $R_b \geq 0$ 를 주고 실패의 경우 0을 주는 단일 계약을 고려하도록 하자. 이 때 투자자의 기대보수는 다음과 같다.

$$m(R - R_b) - V.$$

Akerlof(1970)가 ‘레몬’ 시장의 분석에서 처음 지적했듯이, $mR < V$ 일 때에는 대출이 이루어지지 못하고 시장이 붕괴(breakdown)하게 된다. 이러한 상황은 π 가 매우 낮을 때 즉,

$$\pi < \pi^*$$

인 경우 발생하고 여기서 π^* 는 다음과 같이 정의된다.

$$\pi^*(pR - V) + (1 - \pi^*)(qR - V) = 0.$$

다시 말해 레몬일지도 모른다는 의심 때문에 좋은 타입의 경영자가 피해를 볼 수 있는 것이다.

시장붕괴를 막기 위해서는 $mR \geq V$ 이 필요하다. 이 조건을 정리하면 다음과 같다.

$$\left[1 - (1 - \pi) \left(\frac{p - q}{p}\right)\right] pR \geq V.$$

여기서

$$(1 - \pi) \left(\frac{p - q}{p}\right)$$

는 역선택의 정도를 나타내고, 앞서 살펴본 도덕적 해이 문제에서 대리인 비용을 결정하는 $\frac{p_H - p_L}{p_H}$ 와 유사한 역할을 한다. 이 항의 크기가 커짐에 따라 시장붕괴를 피하기가 더욱 어려워진다.

시장이 작동하는 $mR \geq V$ (즉, $\pi \geq \pi^*$)인 경우에는 투자자에게 0 이상의 기대이윤을 주는 일괄 계약(pooling contract)이 존재한다. 이 경우, 투자자는 경영자가 나쁜 타입일 때 손실을 본다. 또한 $R_b < R_b^G$ 이기 때문에 좋은 타입은 여전히 비대칭 정보로 인해 피해를 입는다. 이 같은 상황은 나쁜 타입이 유망할 때에도(즉, $qR \geq V$ 일 때에도) 발생할 수 있다.

대리인 모형의 결과를 요약해보자. 투자자-경영자 관계에서 경영자의 선택과 능력을 관측할 수 없지만 구속력이 있는(enforceable) 계약을 맺는 것이 가능하다. 그러나 관측할 수 없는 행동과 정보 때문에 신용제한 문제가 발생한다. 도덕적 해이와 역선택에 대한 우려로 인해 유망한 경영자들 중 일부는 투자를 거절당하고 수익성 있는 사업들이 착수되지 않는 비효율성과 시장실패가 나타나게 되는 것이다.

Ⅲ. 시장의 대응

자본주의에 대한 코즈적 관점(Coasian perspective)은 재산권이 명확히 확립되어 있는 상황에서 시장 참여자들은 거래를 통해 얻을 수 있는 모든 이익을 항상 실현한

다고 본다(Coase, 1960). 이전 제Ⅱ절에서는 재산권을 보호하는 계약이 가능하더라도 정보의 비대칭성에 기인한 거래비용이 어떻게 자본주의의 작동을 체계적으로 왜곡할 수 있는지 간단한 이론을 통해 살펴보았다. 도덕적 해이와 역선택으로 인해 시장은 기업에게 충분한 자본을 공급하지 못할 수 있다. 지금부터는 기업지배구조에 관한 규범적 질문들을 다루도록 한다. 어떻게 신용제한의 문제를 완화할 수 있을까? 재산권 보호와 계약의 집행 이외에 정부개입의 역할이 있다면 과연 무엇인가?

기업지배구조 연구의 출발점은 대리인 문제에 기인하는 신용제한 문제를 완화하는 특정 기업지배구조가 존재하고, 이 같은 좋은 기업지배구조를 형성하기 위해 법적·제도적 규제가 필요하다는 것이다. 시장실패의 주요 원인인 정보 비대칭은 일반적이고 만연한 현상이다. 그러나 기업지배구조 정책을 논의하기에 앞서 먼저 중요하게 고려해야 할 측면이 있다. 경제학 이론에 있어 중요하지만 간과되는 측면 중 하나는 경제모형이 기본적으로 특정 인과적 기제를 강조하기 위해 고안된 단순화된 가상현실이라는 점이다. 따라서 경제모형에는 분석하고자 하는 상황에 있어 다른 중요한 상충관계(tradeoff)들이 누락되어 있을 수 있고 모형에 포함되지 않은 요소들이 모형에 포함된 요소들만큼이나 중요할 수 있다.

이 점을 제Ⅱ절의 이론에 적용하면 다음 질문으로 이어진다. 과연 어떤 이유에서 시장은 정보 비대칭의 폐해를 극복하고 인류 역사 전반에 걸쳐 번성할 수 있었는가? 실제로 Akerlof(1970)의 예측과는 반대로 중고 상품, 정비 산업, 금융 시장들이 오랜 기간에 걸쳐 다양한 형태로 존재했다. 따라서 대리인 이론을 살펴본 이후 전개해야 하는 논의의 수순에서 첫 번째 과제는 시장이 내부적으로 자율적이고 자발적인 장치만으로 어떻게 신용제한 문제에 대응하는지를 이해하는 것이다. 이 같은 맥락에서 금융시장 참여자의 대리인 문제 대응 방안으로 주요하게 꼽을 수 있는 있는 평판(reputation), 시그널링(signaling), 그리고 감시(monitoring)에 대해 살펴보기로 한다.

1. 평판과 장기적 인센티브

제Ⅱ절의 정적(static) 모형에서 참여자인 투자자와 경영자는 일회성 잉여만 고려한다. Kreps and Wilson(1982)과 Milgrom and Roberts(1982) 등의 선구적인 연구로부터 비롯되는 반복게임과 평판 이론은 현금계약 하의 경영자들이 심지어 계약이 존재하지 않는 상황에서조차도 어떻게 자금을 조달할 수 있는지에 대한 설명을 제공

한다.⁶⁾

평판 이론은 프로젝트를 반복적으로 진행하는 경영자를 고려한다. 이 같은 경영자는 장기적 지향성을 포함한 선호체계를 가질 수 있는데, 이를 통상적으로 ‘인내심(patience)’ 또는 할인율로 모형화한다. 시장이 경영자의 기회주의적 사익 추구행위를 완벽히 관찰하지 못하는 상황에서도 이러한 ‘장기주의(long-termism)’로 인해 경영자는 사익추구와 이에 따른 단기적 이익을 포기하는 대신 올바른 경영 선택과 투자자의 이익을 보장하는 평판을 쌓을 인센티브를 충분히 가지게 된다(예를 들어, Fudenberg and Levine, 1992; Holmström, 1999). 평판효과는 또한 유망한 경영자가 스스로를 유망하지 않은 경영자로부터 차별(separation)을 가능케 하여 역선택의 문제를 해소하는 메커니즘도 제공한다(예를 들어, Mailath and Samuelson, 2001; Hörner, 2002; Lee and Liu, 2013).⁷⁾ 이 때의 장기적 관계는 균형에서의 상호신뢰에 기반을 두고 있고 투자자는 경영자가 방만한 경영을 하거나 능력이 부족하지 않을 것을 합리적으로 예측하고 지속적으로 자금을 조달하게 되는 것이다.⁸⁾

금융시장 실패를 해소하는 이러한 동태적(dynamic) 해법에 대한 실증적 근거도 존재한다. 예를 들어, Greif(1993, 2006)는 중세시대 무역에서 상호신뢰와 협력의 역할에 관한 흥미로운 연구 결과를 서술한다. Banerjee and Duflo(2000)는 평판효과가 인도의 소프트웨어 산업의 기업들로 하여금 자금을 확보하고 더 좋은 계약 조건을 얻도록 돕는다는 근거를 제시한다.

2. 시그널링

신용제한 문제에 대한 시장의 또 다른 대표적인 대응으로 시그널링이 있다. Spence(1974)가 노동시장을 분석하며 처음 도출한 시그널링 이론의 핵심은 언제 대리인(agent)이 사적 정보를 믿을만하게 주인(principal)에게 전달하여 역선택의 부정적 효과를 완화할 수 있는지를 정의하는 조건을 규명하는 것이다.

제Ⅱ절의 모형에 시그널링을 포함시킨 확장된 모형에서는 일명 Spence-Mirrlees

6) 반복게임 이론에 대한 포괄적인 서술로는 Mailath and Samuelson(2006)를 참고하기 바란다.

7) 이 중 Lee and Liu(2013)의 이론은 기업과 투자자 간의 반복적 소송에서 평판의 역할에 대한 시사점을 제공한다.

8) 이 이론은 강제력이 있는 계약의 가능 여부에 관계없이 유효하다. 단기 계약이 가능한 상황은 관계계약(relational contract) 이론에서 다루고 있다(예를 들어, MacLeod and Malcomson, 1989; Levin, 2003).

조건 하에서 좋은 타입이 나쁜 타입으로부터 성공적으로 차별하는 것이 가능하다. 간략하게 설명하자면, 신호를 보내는데 비용이 발생하고 좋은 타입의 경영자의 신호 비용이 나쁜 타입의 경영자의 신호 비용보다 충분히 낮은 상황에서는 오직 좋은 타입의 경영자만이 시그널링을 하게 되고 투자자는 신호를 보내는 경영자에게 충분한 신뢰를 바탕으로 자금을 조달하게 되는 것이다.

금융시장에 존재하는 다양한 종류의 신호들은 이미 연구된 바 있다. 유능한 경영자는 비용을 들여서라도 인수기관(underwriter), 신용평가기관, 회계감사관 등의 인증기관으로부터 채권에 대한 '인증'을 받고자 한다. 사실 이러한 인증기관의 존재 자체가 정보의 비대칭성을 극복하기 위한 시장 대응의 일환인데 여기에 대해서는 아래에 추가로 서술하기로 하자. 이 밖에 연구가 많이 진행된 신호장치로는 담보(Bester, 1985; Besanko and Thakor, 1987), 배당정책(Bhattacharya, 1979; John and Willams, 1985; Miller and Rock, 1985), 계약기간(Diamond, 1991), 계약범위(Leland and Pyle, 1977)가 있다.

3. 감시

대칭적 정보 하에서는 가능했을 거래가 비대칭적 정보를 만나면 난항을 겪기 때문에 정보의 비대칭성을 줄여주는 활동이 가치를 창출할 여지가 있다. 이러한 활동 중 하나가 인증(certification)으로 바로 앞서 언급했듯이 금융시장을 비롯한 여러 시장에서 흔히 자발적으로 발생한다. 신용평가기관 등 여러 인증기관들은 기업과 투자자들이 시그널링 및 스크리닝의 용도로 활용할 수 있는 서비스를 제공한다.

이들의 서비스는 제Ⅱ절의 식 (4)의 우변에 등장하는 대리인 비용을 줄여준다고 해석할 수 있다. 기업 활동의 세심한 감시는 투명성을 제고하여 경영자가 편취할 수 있는 사익 B 의 크기에 영향을 준다. 감시활동은 이윤을 비롯한 기존의 성과지표가 경영자의 선택을 더 정확히 반영하도록 하거나 우월한 신규 성과지표를 발굴하여 지표의 정보적 유용성 $\Delta p/p_H$ 자체를 높일 수도 있다.

적극적인 감시행위가 반드시 직접적인 금융 관계 당사자들 외의 제3자에 의해 행해지는 것은 아니다. 특정 종류의 투자자나 이해관계자는 스스로가 기업 행위를 면밀히 관찰할 유인을 갖는다. 독일, 프랑스 등 유럽 대륙 국가들과 일본에서는 기업의 소유가 집중된 경향을 보이고 특히 은행이 대주주로서 중요한 감시자 역할을 맡아왔다.⁹⁾ 한편, 미국, 영국을 비롯한 앵글로색슨 국가들에서는 기업의 소유가 보다 분산된 경

향을 보여 경영진을 감독할 수단으로 기업인수와 경영권시장의 역할이 강조된다.

본 절에서는 자유방임적(laissez-faire) 메커니즘이 금융시장의 대리인 문제에 대응하는 세 가지 대표적 수단에 대해 약술하였다. 여러 국가와 시장들은 이 문제에 대한 대응 방식에 있어 각자 상이한 방식으로 진화하였다. 한 경제의 기업지배구조는 시장 뿐만 아니라 법적, 규제적, 심지어 문화적 환경에 의해서도 형성된다. 기업지배구조에 있어 관측되는 국가 간 이질성은 시장실패를 해소하는 방법을 고려함에 있어 다양한 상충관계가 복잡하게 얽혀 있을 것임을 시사한다.

IV. 암묵적 인센티브: 경쟁과 가족기업

평판이론이 설명하고 있는 상호 신뢰에 기초한 자발적인 장기간의 관계는 대리인 문제를 해결하는 이상적인 해결방안을 제공한다. 여기서 대리인 비용은 그 자체로 왜곡을 초래할 수 있는 외부적 개입을 통한 명시적인 인센티브보다는 시장 내부에서의 암묵적인 인센티브를 통해서 절감된다. 이 같은 장기주의의 효과는 투자자뿐만 아니라 협력업체, 고용인 등 경영자와 이해관계가 상충될 수 있는 기업의 광범위한 이해관계자들에게도 적용된다.

그렇다면 무엇이 시장참여자들이 장기적 인센티브에 반응하고 자발적으로 신뢰를 구축하도록 만드는가? 효율적인 정부 개입을 설계하기 위해 장기적 인센티브에 기초한 좋은 기업지배구조 사례를 식별할 수 있을까? 어떤 의미에서 이러한 사례들을 식별하는 것은 간단하다. 성공적인 기업들은 반드시 좋은 기업지배구조를 갖추어야 하는데, 그렇지 않다면 그들은 장기간에 걸친 경쟁의 압력을 극복할 수 없었을 것이기 때문이다. Alchian(1950), Stigler(1958), 그리고 Machlup(1967) 까지 거슬러 올라가는 이러한 진화론적 관점에 의하면 시장경쟁은 장기적으로 기업들이 비용을 최적화하게 만들고, 여기에는 기업지배구조 개선 등을 통해 최대한 낮은 비용으로 외부 자금을 조달하는 행위도 포함된다. Fama(1980)는 심지어 구속력을 갖춘 계약이 불가능한 상황에서도 시장원리가 기회주의적 경영자를 충분히 규율할 것이라고 주장한다. 즉, 경쟁이 기업지배구조를 개선한다는 것이다.¹⁰⁾

9) 관계금융(relationship banking)의 초기 문헌리뷰는 Boot(2000)를 참고하기 바란다. 최근 연구로는 Bolton et al. (2016)과 Beck et al. (2018)이 있다.

10) 이후 Hart(1983), Schmidt(1997) 등에 의해 경쟁과 대리인 비용 간의 인과관계를 입증하는 여러 이론적 연구가 시도되었다. 그러나 경쟁이 오히려 대리인 비용을 증가시키는 상황의 가능성

한편, 명시적으로 좋은 지배구조를 가지고 있는 기업들도 평균적으로 더 나은 성과를 내고 있다. Gompers, Ishii, and Metrick(2003; 이하 GIM)은 기업지배구조와 경영 성과 간 인과관계를 규명한 초기의 실증 연구 중 하나이다. GIM은 좋은 지배구조를 형성하는 명시적인 요소들을 정의하고 이에 따라 좋은 지배구조를 가진 기업들(‘민주적 기업’)에 대해 롱포지션(long position)을 취하고 나쁜 지배구조를 가진 기업들(‘독재적 기업’)에 숏포지션(short position)을 취하는 포트폴리오가 시장 평균에 비하여 높은 수익률을 누린다는 근거를 제시한다. GIM은 24개의 반인수합병(anti-takeover)과 주주권 관련 조항으로 구성된 G-index라고 알려진 지수를 개발하여 기업지배구조의 질을 측정한다.

Giroud and Mueller(2011; 이하 GM)는 기업지배구조에 경쟁이 미치는 영향을 고려하여 GIM의 분석을 확장한다. 구체적으로, GM은 경쟁이 활발한 산업과 경쟁이 활발하지 않은 산업 중 어디에서 G-index가 기업 성과를 설명하는지를 분석하고 있다. GM은 오직 경쟁이 활발하지 않은 산업에서만 열악한 기업지배구조를 가진 기업들이 낮은 자기자본수익률, 경영 성과, 그리고 기업 가치를 보인다는 것을 밝힌다. 한편, 경쟁이 활발하지 않은 산업의 열악한 지배구조를 가진 기업들은 대체적으로 노동생산성이 낮고, 고비용 구조를 가지며, 그리고 빈번하게 기업 가치에 불리한 인수합병을 벌이는 것으로 나타났다. 또한 이들은 행동주의 헷지펀드의 타깃이 될 확률이 높는데, 이는 투자자들이 기업의 비효율성을 조정하는 역할을 실제 하고 있음을 시사한다.

GIM과 GM의 결과를 어떻게 해석해야 할까? 이들의 분석은 궁극적으로 기업지배구조를 기업의 성과로 평가하고 있고, 이 같은 관점은 신용제한 문제에서 출발하는 경제학 이론과 맥락을 같이 한다. 신용제한 문제의 완화가 좋은 기업성으로 이어질 것이기 때문이다. 그러나 GM은 경쟁에 노출된 기업과 GIM이 정의하는 명시적으로 좋은 기업지배구조 간의 상관관계가 없다는 근거를 제시하고 있다. 그렇다면 경쟁에 노출되고 성과가 좋은 ‘독재적 기업’의 지배구조는 어떻게 해석할 것인가?

이 질문의 답이 바로 본고에서 강조하고자 하는 기업지배구조에 대한 경제학적 관점의 핵심이다. ‘민주적 기업’만이 좋은 기업지배구조를 가졌다고 단정할 수 없고, 경쟁에서 성공하는 기업의 기업지배구조 또한 그 자체로 좋은 기업지배구조라고 해석할

도 규명되었다(Scharfstein, 1988; Schmidt, 1997). 일례로, Schmidt(1997)는 경쟁과 대리인 비용 간 ‘U자형’ 관계의 가능성을 보인다. 즉, 경쟁이 너무 심해지면 대리인 비용이 상승할 수 있다는 것이다.

수 있는 것이다. 제Ⅲ절에서 설명한 바와 같이 시장 스스로 신용제한 문제를 해결하는 다양한 방식이 존재하고, 결국 이러한 시장의 자정능력을 이끌어내는 기제의 근원에는 경쟁에 있다. GIM과 GM의 실증결과는 경쟁이 지배구조를 좋게 만든다는 명제의 직접적인 근거를 제시하고 있지는 않지만, 명시적인 정부 정책의 한계가 바로 시장의 경쟁 수준과 직결되어 있음을 보여주고 있다. 그리고 이는 배경이론과 함께 정부 정책을 통한 기업지배구조 개선은 경쟁이 약한 시장에 집중될 필요가 있다는 중요한 시사점을 제공한다.

한국 경제의 구조를 정의하는 주요한 특징은 (i) 주요 내수 시장이 상당히 과점적 이어서 대부분 여러 세분화된 계열사로 구성된 소수의 재벌에 의해 지배된다는 점과 (ii) 경제 성장이 경쟁이 활발한 글로벌 시장의 수출에 크게 의존하고 있다는 점이다. 한국 경제와 GIM/GM 연구가 분석하고 있는 미국 경제는 근본적으로 다르다. 미국 경제는 상대적으로 내수 시장에서 경쟁이 활발하며 수출에 덜 의존한다. 이는 제품시장에만 국한된 것이 아니라 사적 정보를 가진 경영자를 규율하는데 직접적인 역할을 하는 금융시장과 경영권시장(market for corporate control)에도 해당된다(Fama, 1980).

한국과 미국 경제의 차이점에도 불구하고 한국에서도 시장경쟁과 명시적 기업지배구조 간의 대체적 관계가 나타나고 있다(예를 들어, Byun, Lee, and Park, 2012; 이화령, 2015). 이 같은 결과는 한국 경제에서도 명시적인 기업지배구조 개선의 노력의 초점이 경쟁이 약한 시장에 맞춰져야 함을 시사한다. 그러나 한국 경제에서 기업지배구조 정책이 시장경쟁을 보완하는 역할을 보다 정교하게 수행하기 위해서는 후속 연구가 필요할 것으로 보인다. 특히 한국 경제의 구조를 고려할 때 기업이 속한 내수 시장의 집중도 이외에 수출을 포함한 글로벌 시장 활동도 함께 살펴보는 것이 중요하다고 판단된다. 실제 수출 기업들이 생산성이 높고(Melitz, 2003), 이 같은 사실은 한국 경제에도 적용된다(전현배·조장희·허정, 2013).¹¹⁾

시장경쟁의 원칙은 금융시장에도 적용된다. 금융시장은 시그널링을 비롯한 다양한 수단을 통해 정보 비대칭과 대리인 문제를 해결하고 이를 통해 가치를 창출하는데, 금융시장의 발전에 있어서도 경쟁은 필수요소다. 한편, 한국 경제가 이룩한 고도성장의 이면에는 관치금융과 대기업에 대한 특혜지원이 자리 잡고 있다. 한국의 금융시장

11) 글로벌 시장 활동은 경쟁효과 외에 보다 직접적인 방식으로 대리인 문제를 완화시킬 수 있다. 일례로, 기업이 투자자 보호에 적극적인 해외 금융시장에 진출하는 것이 자금 조달을 촉진하고 대리인 비용을 낮추는 것으로 나타난다(Reese and Weisbach, 2002; Doidge et al., 2004).

에서 정부의 개입과 이로 인한 불완전 경쟁은 현재까지도 만연해 있으며, 이러한 관행은 잠재성장률이 하락함에 따라 오히려 한국 경제의 장애물로 작동하고 한계기업 비중의 상승을 가져오고 있다(송상윤, 2020).¹²⁾

실제로 파산에 근접한 기업에서 경영자와 투자자 및 다른 이해관계자들 간의 (특히 계약상 청구권자와 잔여재산청구권자 간의) 위험에 대한 이해관계가 극명한 차이를 보이게 되고 이로 인한 대리인 문제의 심화로 이어진다(Myers, 1977; Jensen and Meckling, 1979). 그렇다면 역설적으로, 신용 공급이 이루어지지 않았다면 지급불능이 되었을 채무자에게 신용을 계속 공급하고 경쟁의 원리를 왜곡시킨 금융시장과 정부 스스로가 기업의 도덕적 해이와 대리인 문제의 원인일 수도 있는 것이다. 이 같은 관점은 경영자의 사익편취 문제를 해결하는데 있어 경쟁원칙에 충실한 금융시장의 역할에 대한 중요한 시사점을 제공한다.

또 다른 중요한 관련 주제는 가족기업의 역할이다. 기업 소유구조의 국제적 차이를 다룬 La Porta et al. (1999) 연구를 필두로 지난 20여 년 간 경제, 재무, 경영 연구에서 가족기업에 대한 관심이 급격하게 증가했다. 이러한 연구 덕분에 개인주주(주로 창업자) 또는 그 일가에 의해 지배 또는 높은 영향을 받는 가족기업이 범세계적으로 꾸준히 가장 보편적인 형태의 기업 소유 형태라는 것이 밝혀졌다(Villalonga and Amit, 2020). 이는 비공개 회사뿐만 아니라 대다수의 공개 회사들도 포함한다. 가족기업의 비중은 한국과 다른 아시아 국가를 포함한 개발도상국에서 더 높지만(La Porta et al., 1999; Aminadav and Papaioannou, 2020), 기업 소유구조가 분산된 미국에서조차 공개 회사들 중 과반이 지배주주 일가의 영향 아래 있다(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2009).

무엇이 가족기업의 보편성과 지속성을 설명할 수 있는가? 많은 연구들에서 가족기업과 비가족기업의 상대적인 재무성과를 비교한 결과, 가족기업이 일반적으로 좋은 기업성과와 관련이 있다는 것을 발견했다(예를 들어, Amit and Villalonga, 2013). 그러나 지배주주 일가의 경영 개입의 효과는 평균적으로 부정적인 것으로 나타나고 있는데, 일례로 Villalonga and Amit(2006)의 Fortune 선정 500대 기업을 대상으로 한 패널 연구를 들 수 있다. 이 연구에 따르면 가족기업의 긍정적 효과는 가족의 경영권 행사에 의해 가려질 수 있는데, 특히 비가족기업에 비하여 창업자가 운영하는 기

12) 좀비기업들은 많은 국가들에서 상승하고 있다(예를 들어, Banerjee and Hofmann, 2020). 좀비기업들이 1990년대 일본의 ‘잃어버린 10년’에 미친 영향을 다룬 연구에 관해서는 Caballero, Hoshi, and Kashyap(2008)를 참고하기 바란다.

업은 더 나은 성과를 내지만 창업자 자손이 경영하는 기업은 평균적으로 더 낮은 성과를 내는 것으로 밝혀졌다.¹³⁾

이러한 실증연구 결과들을 종합해 볼 때, 가족기업이 창업주와 일부 자손들의 직접 경영, 또는 경영에서 분리된 창업주 일가의 감시 행위를 통해 대리인 비용을 줄이고 좋은 기업지배구조를 형성하는데 긍정적인 역할을 하는 것으로 보인다. 반복게임 이론에서 설명하고 있는 것처럼, 지배주주 일가는 기업의 목적함수에 있어 장기적 지향성을 높이고 모든 주주와 이해관계자에게 이득이 되는 경영과 투자를 할 수 있게 해주는 ‘인내자본(patience capital)’을 공급할 유인이 있다. 그리고 가족기업은 규제 대신 상호신뢰에 기반을 둔 대리인 문제 해결을 통해 취약한 법적 구조를 대체할 수 있다는 장점도 지닌다(Bertrand and Schoar, 2006).

그러나 가족기업의 장점이 단순 소유와 감시의 범위를 넘어선 지배주주 일가의 경영 개입을 통해 회석될 수 있다는 점도 분명히 인지해야 한다. 지배주주 일가는 다른 주주들과는 별개의 목적을 가지고 있을 수 있고 그들의 경영권을 활용하여 소액주주에게 불리한 의사결정을 할 수 있기 때문이다(Burkart et al., 2003; Villalonga and Amit, 2006). 일례로, 지배주주가 동일 기업 집단 내에서 낮은 현금흐름권을 보유한 기업으로부터 높은 현금흐름권을 보유한 기업으로 이윤을 이전하는 터널링(tunneling)을 들 수 있다(Johnson et al., 2000; Bertrand et al., 2002; Bertrand et al., 2008). 또한 자격이 없는 가족 구성원을 경영자로 임명함으로써 이윤극대화를 실현하지 않을 수도 있다(Lemos and Scur, 2019).

한국의 경우 개인 지배주주가 존재하는 기업이 절대적인 비중을 차지하고 있다. 그 중 고도성장을 견인한 대규모 기업집단에서 창업주 일가가 낮은 지분율에도 불구하고 계열사 지분의 활용과 일감 몰아주기 등 각종 편법을 통해 경영권을 방어해오고 있는 것이 큰 문제로 지적되고 있고, 이들은 한국 기업지배구조 정책의 주요 대상이 되어 왔다. 한편, 한국의 상속·증여세는 OECD 내에서도 가장 높은 수준이며 앞으로 대기업 창업주 일가의 지분율은 지속적으로 낮아질 수밖에 없는 상황이다. 문제는 높은 상속·증여세와 강력한 기업지배구조 정책이 창업주 일가의 경영 개입뿐 아니라 이들이 공급해오던 인내자본까지 함께 축소시킬 것이라는 점이다. 따라서 향후 한국 경제

13) 흥미롭게도 창업주 자손의 경영과 기업 실적 간의 부정적 관계는 창업 2세 경영에서 두드러지고 3세, 4세로 넘어가면서 사라지는 것으로 나타난다. 한편, Bennedsen et al. (2007)은 지배주주 일가의 경영권 승계가 기업 실적에 부정적인 효과를 낳는다는 인과적 근거를 덴마크의 자료로부터 제시한다.

가 풀어야 할 중요한 과제는 장기적인 관점에서 대리인 문제를 완화하고 기업경쟁력을 제고시키는데 있어 창업주 일가의 역할을 정립하는 것이다. 대기업과 가족기업의 장점을 함께 살리고자 한다면 특히 소유와 경영의 효율적인 분리를 유도하는 정책적 노력이 기울여져야 할 것이다. 이를 위해선 상속·증여세 제도에 대한 근본적인 검토도 필요할 것으로 보인다.¹⁴⁾

V. 명시적 정책과 과도한 경영감시

대리인 이론의 관점에서 명시적 기업지배구조 정책이란 정보 비대칭과 경영자의 사익편취를 제한하기 위한 일련의 법제화 또는 제도화된 정책들을 의미한다. 이러한 정책들은 이해관계자들 간의 암묵적 인센티브나 신뢰관계를 통해 성공적으로 운영되는 기업에는 불필요할 수 있지만, 시장 기능에 의한 규율이 존재하지 않거나 주요 이해관계자들이 근시안적인 목적으로 외부의 견제 없이 사익을 추구하는 기업에는 중요한 역할을 할 수 있다.

좋은 기업지배구조를 위한 명시적 제도의 한 정의는 이미 소개된 Gompers, Ishii, and Metrick(2003; 이하 GIM)에 의해 구축되었다. GIM은 24개의 범주를 통해 경영자의 권한을 측정하는 G-index를 개발하였다. 여기에는 적대적 인수합병을 지연시키는 수단, 주주의 투표권에 관한 규칙, 경영자의 보수와 기타 이익에 대한 보호 장치, 그리고 일반적인 법적 환경 등의 명시적인 법적 조항이나 기업의 내부 규정 등이 포함된다. GIM에서는 각 조항에 대해 0과 1의 이분법적인 점수제를 사용하며 조항이 경영자에 친화적일 때 1점을 부여한다.

GIM에서는 1990년대 미국의 샘플을 통해 기업지배구조가 주식수익률과 기업 가치와 강한 상관관계를 가짐을 밝힌다. 이 결과로 인해 Bebchuk, Cohen, and Ferrell(2009) 등 많은 후속 연구들이 좋은 기업지배구조를 수치화하는 시도를 하였고 한국 기업에 대해서도 유사한 연구가 진행된 바 있다(예를 들어, 오훈석·최국현, 2011). 중요한 사실은 한 국가의 기업지배구조와 관련한 법적·제도적 환경에는 다양한 세부 사항들이 존재하며 이러한 세부사항들은 국가별로 큰 편차를 보인다는 것이다.¹⁵⁾ 따

14) 경영감시와 인내자본의 공급원으로써 가족기업의 대안으로 경영권시장, 관계금융, 기관투자자, 심지어 정부 등 다양한 가능성을 생각해 볼 수 있다. 이 같은 대안들의 비교 분석은 후속연구로 남기도록 하겠다.

15) 이와 관련한 국제적 비교의 초기 주요 연구로 La Porta et al. (1997, 1998, 1999, 2000)을 꼽을 수 있다.

라서 좋은 기업지배구조의 형성을 위한 세부 정책들의 효과를 구체적으로 식별하는 문제는 정책 설계에 있어 중요한 이론적·실증적 의제가 된다.

그러나 관측되는 기업지배구조 체계의 이질성은 그 자체로 관련 연구의 어려움 또한 드러낸다. 한 국가에서 중요한 제도가 다른 국가에서는 동일한 중요성을 갖지 않을 수 있기 때문이다. 이는 좋은 기업지배구조를 측정하는 만능의 지표가 애초에 존재하지 않을 수 있다는 점을 시사한다. 따라서 한 경제의 기업지배구조 관련 제도적 체계의 복잡한 세부사항들을 분석하기 위해서는 일반적 환경에서 기업과 이해관계자의 의사결정이 일어나는 근본 원리에 대한 명확한 이론적 토대가 필수적이다.

효과적인 기업지배구조 정책을 설계하기 위해서 몇 가지 주의할 점이 있다. 먼저 기업지배구조 정책은 시장의 기능이 잘 작동하도록 돕는 보완재의 역할을 수행해야 한다. 특히 기업의 이해관계자들이 장기적 관계를 통해 쌓아올린 평판과 신뢰관계를 잠식하지 않아야 할 것이다. 전술한 바와 같이, 시장경쟁과 가족기업은 명시적 기업지배구조 정책의 효과적인 대체제가 될 수 있다는 연구 결과가 보고되고 있다. 이 같은 시장의 기능을 고려하지 않은 일괄적 규제는 기존의 우량기업에 불필요한 비용을 유발하고 경쟁력을 저해할 수 있다.

설령 정책을 통한 정부 개입이 적절한 대상에만 적용된다 하더라도 정책의 방향에 대한 올바른 이해가 필요하다. 지금부터 이 논점을 기업지배구조 정책 중 감시 활동에 초점을 맞춰 상술하겠다. 한국에서 경영감시라는 주제가 특히 중요한 이유는 대부분의 민간 기업이 여전히 창업주 일가에 의해 지배되고 있기 때문이다. 소유와 지배가 분리되어있는 환경에서는 주주가 경영자를 감시할 유인이 있다. 한국에서는 소유와 지배의 경계가 대부분 불투명하며, 따라서 시장경쟁이 지배주주경영자를 충분히 억제하지 못하고 지배주주경영자가 단기적인 사적 이익을 추구한다면 이로 인한 사회후생의 감소는 더욱 심각할 수 있다. 이러한 문제는 자연 독과점 상태에 있는 공기업에도 적용되며 특히 정권의 포퓰리즘 성향이 클수록 심각해진다.

사적인 감시기관의 존재와 역할에 대해서는 앞서 언급한 바 있다. 감시 행위에 대한 정부의 개입이 정당화되는 때는 감시 행위의 외부성이 존재할 때이다. 긍정적 외부성이 존재한다면 시장에서는 과소한 정도의 감시만 이루어지고 부정적 외부성이 존재한다면 시장에서 과다한 감시가 이루어진다. 전통적으로는 감시 행위가 공공재의 성격을 가진다고 여겨져 왔다. 이는 감시의 결과물이 비배제성과 비경합성을 가져 모두가 쉽게 접근 가능하다는 가정을 바탕으로 한 것이다. 그러나 현실에서 사설 감시기관은 무료로 정보를 생산하지 않으며 실제로는 시장에 의한 과다한 감시가 이루어

질 이유가 다수 존재한다.

우선적으로, 감시자와 경영자 사이에 담합의 위험이 있다. 감시자는 경영자로부터 호의적인 보상을 받을 목적으로 감시 강도를 높일 수 있다. 경영자는 감시자의 관대한 태도를 유도하기 위해 기업의 자원을 유용하여 감시자의 개인 사업에 호의를 베푸는 등 사익 추구를 할 수 있다. 한편, 기업에 자금을 조달하는 과정에서 취득할 수 있는 정보('learning by lending') 또한 과다 감시의 주요 요인으로 작동한다. 기업에 대한 감시는 주로 주거래은행 혹은 사모펀드나 벤처캐피탈과 같은 대주주 등 기업의 자금 조달에 큰 비중을 차지하는 주체에 의해 이루어진다. 그러나 대규모 투자자들은 적극적인 감시 활동으로 얻은 정보로 인해 소액주주 등 다른 투자자들은 누리지 못하는 '정보지대(information rent)'를 얻을 수 있고, 바로 이러한 이유로 미래의 초과이익을 기대하며 대량주식소유에 대한 프리미엄을 지불한 용의를 가진다.¹⁶⁾ 즉, 대규모 투자자는 장기적으로 이용 가능한 정보의 우위를 얻기 위해 단기적으로 감시에 비용을 투입할 유인이 있는 것이다.

과도한 경영감시(over-monitoring)는 다양한 비효율을 유발한다. 앞서 언급한 바와 같이 감시자 스스로의 사익편취 동기로 인해 과도한 경영감시와 비효율이 발생할 수 있지만, 감시행위가 중립적인 의도에서 발생할 때도 그 강도가 과할 경우 문제가 된다. 특히 Crémer(1995), Burkart et al. (1997), 그리고 Aghion and Tirole(1997)에 의해 제기되듯, 강도 높은 감시체계는 경영자의 혁신 활동을 저해할 수 있다. 감시자가 사업 계획과 시행에 있어 직접적으로 간섭할 수 있는 상황에서 경영자가 스스로 아이디어를 창출하고 혁신할 유인이 줄어드는 것이다.

이 같은 맥락에서 한 가지 주목할 부분은 이사회역의 역할이다.¹⁷⁾ 이사회는 경영진에 대한 감독과 자문 활동을 통해 대리인 비용을 낮춘다고 인식되어 왔다. 특히 Fama and Jensen(1983), Williamson(1983) 등 여러 연구에서 독립적인 이사회가 이 역할에 특히 적합하다고 주장하였다. 독립성이 이사회역의 감시 기능을 강화한다는 실증적 연구결과가 존재하지만(예를 들어, Brochet and Srinivasan, 2014; Masulis and Mobbs, 2014), 강화된 이사회역의 감시가 기업 성과에 반드시 좋은 것인지에 대한 근거는 확실치 않다.

16) Barclay and Holderness(1989)는 일찍이 대량주식보유의 프리미엄에 대한 증거를 제시한 바 있다. 대량주식보유 문헌에 대한 최근의 서베이로 Edmans and Holderness(2017)를 참고하기 바란다.

17) Adams, Hermalin and Weisbach(2010)의 서베이를 참고하기 바란다.

Balsmeier, Fleming, and Manso (2017; 이하 BFM)는 이사회 독립성이 혁신 활동에 미치는 영향을 분석한다.¹⁸⁾ 2002년 사베인스-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act)이 제정되면서 미국 내 기업들은 독립적인 감사위원회를 의무적으로 구성하게 되었다. 이후 미국의 주요 증권거래소인 뉴욕 증권거래소(NYSE)와 나스닥(NASDAQ)은 상장 기업의 이사회 구성에 관한 보다 더 강력한 요건을 명시화 했다. 독립적인 감사위원회 뿐만 아니라 총 이사회의 과반을 독립적 이사로 구성하게 한 것이다. BFM은 사베인스-옥슬리법 시행 이후 이사회 독립성이 강화된 기업과 시행 전부터 충분한 독립성을 유지한 기업을 비교하는 방식으로 이사회 독립성이 전반적인 혁신 활동을 증가시키는 효과가 있으나 보다 모험적이고 임팩트가 큰 혁신 활동에는 유의한 효과가 없음을 밝힌다. 구체적으로, 이사회 독립성을 강화한 기업들은 특허 수, 특허청구 수, 그리고 피인용수에 있어 증가세를 보이지만 이 추세는 주로 피인용 분포의 중간 부분에 위치한 특허들에 집중된다. 반면 피인용 수가 아주 적거나 또는 아주 많은 특허의 수에서는 유의한 변화가 관측되지 않았다.¹⁹⁾

그동안 이사회 독립성은 기업지배구조 관련 정책에 있어 유익한 것으로 여겨져 왔다. 그러나 BFM의 연구결과는 이 정책마저도 기업의 성과에 대해 명백한 답을 제시하지 못한다는 사실을 일깨워 준다. 기업의 장기적 성장은 점진적(incremental) 혁신보다 급진적(radical)이고 파괴적(disruptive)인 혁신에 주로 의존하는데, 경영감시의 강화가 점진적인 연구개발 전략만을 장려한다면 기업의 장기적 경쟁력에는 도움이 되지 않을 것이다. 한편, 혁신이 장기적인 경제성장에 핵심요소가 되는 이유는 바로 지식의 비경합성이 전파(spillover) 효과를 통해 생산의 수확체증(increasing returns)을 만들어내기 때문이다(Romer, 1990). 만약 경영감시 강화 정책이 위험성이 크지만 그만큼 영향력이 큰 기술의 발전을 제한한다면, 이는 경제 전반에 걸친 성장잠재력에도 부정적인 효과를 낼 수 있다.²⁰⁾

18) Duchin, Matsusaka, and Ozbas (2010)과 Faleye, Hoitash, and Hoitash (2011)는 이사회 감시가 불러오는 다른 부정적 효과를 분석하고 있다.

19) 특허 당 피인용 수의 분포는 왜도(skewness)가 매우 높고, 이는 소수의 특허만이 널리 인용되는 가치 있는 특허임을 의미한다(Schankerman and Pakes, 1986; Hall, Jaffe, and Trajtenberg, 2005). 이 같은 왜도와 샘플 크기의 문제 때문에 독립된 이사회와 임팩트가 큰 특허에 대한 분석 결과의 통계적 해석에 한계가 있다. 한편, 피인용 수가 특허의 질을 반영하는 근거는 Trajtenberg (1990), Hall, Jaffe, and Trajtenberg (2005) 및 다수의 논문에서 제시된다.

20) 성장에 있어 점진적 혁신과 급진적 혁신의 상대적 역할은 널리 연구되어 왔다. 이와 관련한 최근 연구로 Acemoglu, Akcigit, and Celik (2020)이 있다. 한편, Jaffe, Trajtenberg, and Henderson (1993) 이래로 특허 인용 정보는 지식의 전파(knowledge spillover) 효과를 측정하

기업 단위의 특허 자료를 사용하는 기타 연구들에서도 과도한 명시적 기업지배구조 정책이 혁신에 대해 역효과를 가져올 수 있다는 점이 지적되고 있다. Aggarwal and Hsu (2014) 와 Bernstein (2015) 에 따르면 기업이 상장을 하게 되면 평균적인 혁신의 질이 감소한다. 상장은 이사회와 감사의 독립성 증대 등 경영진의 감독을 다각적으로 강화시키게 되는데, 이 때문에 상장 결정은 다양한 규제의 종합적인 효과를 분석하는데 활용하기에 적합하다. 물론 상장 후 달라지는 것이 기업지배구조 정책의 적용 여부만은 아니나 기업지배구조 정책이 매우 복잡적이고 다양하기 때문에 특정 정책의 효과만을 분석하는 연구에도 한계가 있다. He and Tian (2018) 은 기업지배구조와 혁신의 관계를 분석하는 다양한 연구를 소개하고 있다.²¹⁾

한국에서 기업지배구조와 기업가치 간의 관계에 대한 연구는 Joh (2003), Baek, Kang, and Park (2004) 등의 연구를 시작으로 다양한 측면에서 이루어지고 있으며, 이러한 연구 결과를 바탕으로 대리인 문제를 해결할 목적의 여러 명시적인 기업지배구조 제도와 정책들이 도입되었다.²²⁾ 그러나 경영 공시 제도 및 이사회와 감사의 독립성과 같은 외부적인 기업지배구조 정책이 가져오는 긍정적 효과가 주로 기업의 단기적 시장가치 측면에서만 평가되고 있는 것으로 보인다. 위에서 논의한 바와 같이 기업지배구조 정책의 장기적인 혁신 효과 및 지식의 전파를 통한 경제 전반에 걸친 성장 효과에 대해서는 아직 국내외 연구 모두 크게 부족한 편이다. 경영감시를 강화할 목적으로 도입된 정책이 오히려 정보지대 추구 등을 목적으로 한 부정적 외부성이 존재하는 감시 행위를 촉진시키고 있지는 않은지 또한 주의할 필요가 있다.

VI. 결론 및 시사점

기업지배구조 문제의 본질은 투자자-경영자 간 정보의 비대칭성과 이에 따른 대리인 문제에 기인한 신용제한 문제에 있다. 시장의 자정능력은 다양한 방식으로 발현되

는 데 널리 사용되고 있다. 인용 정보를 이용해 한국 경제의 지식 전파 효과를 분석한 최근 논문으로 이지홍·남윤미 (2019) 가 있다.

21) 이 분야의 연구는 대부분 특허 출원인과 기업명의 매칭을 통해 대규모의 기업 단위 특허 데이터를 구축한 NBER Patent Data Project (Hall, Jaffe, and Trajtenberg, 2001, 2005) 를 기반으로 이루어졌다.

22) 경영감시에 대한 구체적인 국내연구의 경우, Lee and Park (2009) 과 Kim, Kim, and Kwon (2009) 등이 주주의 경영감시기능에 대해 분석하였고, 이사회와 감사의 역할에 관한 연구로는 Choi, Park, and Yoo (2007), Black and Kim (2012) 등이 있다.

어 대리인 비용을 줄이고 자원이 필요한 곳으로 흘러가게 만든다. 명시적 기업지배구조 정책은 경영자와 투자자가 자발적인 장기적 관계를 통해 상호신뢰를 구축하게 하는 암묵적 시장 인센티브를 보완하는 역할을 수행해야 한다. 시장실패가 발생하는 경우에도 정부는 혁신과 경제 전체의 장기적인 성장 잠재력을 억누를 수 있는 과도한 경영감시와 개입의 위험성을 인지해야 한다. 제 I 절에서 언급한 것처럼 한국 경제에서 대기업과 중소기업 간의 구조적 양극화는 정부의 다각적인 노력에도 불구하고 좀처럼 개선되지 않고 있으며 금번 코로나 사태를 겪으며 더욱 악화되고 있다. 한국의 기업지배구조 정책이 대기업을 중심으로 실행되고 있는 현실에서 한국 경제 전반에 걸친 정책의 효과도 필수적으로 고려되어야 할 것이다.

한국의 정책 입안자들은 기업지배구조에 관한 최근 일련의 실증 연구에서 몇 가지 교훈을 얻을 수 있을 것이다. 가장 중요한 것은 시장경쟁의 역할이다. 한국과 같이 상대적으로 규모가 작고 대외개방도가 높은 경제에서는 경쟁이 치열한 글로벌 시장에 적극적으로 참여하고 있는 기업들에 주목할 필요가 있다. 명시적 기업지배구조 정책의 초점을 경쟁이 부족한 시장에 맞추는 한편, 경쟁과 글로벌화를 촉진하는 정책을 기업지배구조 정책의 필수적인 요소로 간주해야 한다. 동시에 정부는 금융시장 자체의 경쟁의 부재와 비효율성에서 비롯되는 대리인 문제에 관심을 기울여야 한다. 좀비 기업에 시장 기능이 보다 효율적으로 작동할 수 있도록 기존의 노동시장과 복지 및 파산 관련 규제를 점검하는 것도 필요하다.

아울러 한국 경제에서 매우 높은 비중을 차지하고 있는 가족기업의 잠재적인 역할을 파악하는 것이 중요하다. 여기서 정책은 어떻게 장기주의와 인내자본의 원천이 되는 가족소유의 긍정적인 역할과 창업주 일가의 과도한 지배와 경영에 기인하는 사익 추구 문제를 효과적으로 분리할 수 있을 지에 초점을 맞춰야 한다. 2000년대 들어와 한국의 대기업들에게 기업지배구조 개선에 대한 지속적인 정책적·사회적 압력이 있어왔다. 주요 재벌기업들의 경영진이 이례적으로 높은 상속세 때문에 매우 희석된 지분만을 소유하고 있는 창업 3세대, 4세대로 교체되는 현 상황에서 한국 사회는 앞으로 창업주 일가가 어떤 역할을 해야 하는지 건설적인 방향으로 깊이 고민해야 할 것이다.

한국의 정책 지형이 기업 활동에 지나치게 규제 중심으로 변하고 있다는 우려가 커지고 있다. 최근 한국 정부는 상법 및 공정거래법 개정을 통해 기업지배구조에서 지배주주의 권한을 축소하고 감시인의 범위를 확대하는 다각적인 정책을 도입하였다. 본고의 논점을 구체적인 현실 사례에 적용해보는 차원에서 이 중 이사회 구성에 있어

지배주주의 의결권 제한을 골자로 하는 ‘감사위원 분리선출’ 규제의 문제점들을 짚어 보도록 하겠다. 첫째, 정책의 일괄성에 대한 우려가 있다. 이미 치열한 경쟁에 노출된 기업에게는 개정된 기업지배구조 규제가 새로운 편익을 가져다 줄 가능성이 낮다. 둘째, 지배주주의 의결권 제한은 헷지펀드나 기관투자자의 영향력을 키울 것으로 예상되는데, 이들이 대리인 문제의 해결에 중요한 역할을 하는 인내자본을 제공할지 의문이다. 특히 해외자본의 경우 단기적 이윤 창출을 목표로 할 가능성이 높고, 이는 기업의 장기적 자금조달 뿐 아니라 혁신 활동에도 부정적인 영향을 가져올 수 있다. 국민연금 같이 정치의 영향권에 있는 자본의 역할 강화 또한 불확실성을 증가시키고 혁신 활동을 위축시킬 수 있다. 셋째, 기관투자자의 상대적 의결권을 강화하는 것이 정보지대 추구를 위한 감시 활동을 늘려 정부 정책이 오히려 억제해야 하는 부정적 외부효과를 유발할 가능성도 존재한다.

한국 경제가 성숙하고 성장 잠재력이 둔화함에 따라 향후 필수적인 연구 주제 중 하나로 한국 경제에서 기업지배구조 정책이 혁신 활동에 어떤 인과적 영향을 미치고 있는지에 대한 분석을 꼽겠다. 1990년대 이래로 한국은 기업지배구조를 대폭 개선했을 뿐 아니라 국제 특허 활동 또한 급격하게 증가시켰는데, 이는 한국 경제가 성공적으로 요소주도형 경제에서 혁신주도형 경제로 이행하고 있음을 보여준다(Kwon, Lee, and Lee, 2017). 최근 이지홍 외(2019, 2020a, 2020b)는 한국 기업들의 국내 및 해외 특허들과 재무 정보를 연결하는 광범위한 데이터베이스를 구축하였다. 이 같은 여러 자료들을 발굴하고 활용해 기업지배구조 정책의 장기적인 효과를 규명하고, 나아가 한국 경제에서 좋은 기업지배구조의 형성을 위한 암묵적 시장 인센티브와 명시적 정부 정책의 적절한 균형을 모색해야 할 것이다.

■ 참 고 문 헌

1. 박경서, “기업지배구조 연구의 고찰과 향후 국내관련 연구의 방향,” 『경영학연구』, 제46집 제3호, 2017, pp. 625-662.
2. 송상윤, “한계기업이 우리나라 제조업 노동생산성에 미친 영향,” 『BOK 이슈노트』, 제7호, 2020.
3. 오훈석·최국현, “기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향-한국기업지배구조원(CGSS) 지배구조등급의 분석을 통한 실증검증,” 『기업경영연구』, 제18권 제2호, 2011, pp. 41-65.
4. 이지홍·김상동·송근상, “지식자본과 기업 생산성: 특허 자료를 중심으로,” 『경제논집』, 제58집 제2호, 2019, pp. 43-68.
5. 이지홍·김상동·송근상·김장원, “한국 특허 패밀리: 데이터 구축과 분석,” 『지식재산연구』, 제

- 15권 제4호, 2020a, pp. 227-262.
6. 이지홍 · 남윤미, “특허자료를 이용한 우리나라 지식전파의 지역화 분석,” 『경제분석』, 제25권 제4호, 2019, pp. 25-57.
7. 이지홍 · 임현경 · 김상동 · 송근상 · 정재유, “한국 특허 데이터 프로젝트: 내용과 방법,” 『한국경제포럼』, 제12권 제4호, 2020b, pp. 125-181.
8. 이화령, “상품시장경쟁과 기업지배구조 관계: 카르텔을 중심으로,” 『KDI 정책연구시리즈』, 제6호, 2015.
9. 전현배 · 조장희 · 허 정, “기업의 생산성 격차와 국제화 전략,” 『경제학연구』, 제61집 제1호, 2013, pp. 5-30.
10. Acemoglu, D., U. Akcigit, and M. A. Celik, “Radical and Incremental Innovation: The Roles of Firms, Managers and Innovators,” working paper, 2020.
11. Adams, R. B., B. E. Hermalin, and M. S. Weisbach, “The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, No. 1, 2010, pp. 58-107.
12. Aggarwal, V. A., and D. H. Hsu, “Entrepreneurial Exits and Innovation,” *Management Science*, Vol. 60, No. 4, 2014, pp. 867-887.
13. Aghion, P., and J. Tirole, “Formal and Real Authority in Organizations,” *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 1, 1997, pp. 1-29.
14. Akerlof, G. A., “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 1970, pp. 488-500.
15. Alchian, A. A., “Uncertainty, Evolution, and Economic Theory,” *Journal of Political Economy*, Vol. 58, No. 3, 1950, pp. 211-221.
16. Aminadav, G., and E. Papaioannou, “Corporate Control around the World,” *Journal of Finance*, Vol. 75, No. 3, 2020, pp. 1191 - 1246.
17. Amit, R., and B. Villalonga, “Financial Performance of Family Firms,” in L. Melin, M. Nordqvist, and P. Sharma (Eds), *Handbook of Family Business*, SAGE, 2013, pp. 157-178.
18. Anderson, R. C., and D. M. Reeb, “Founding family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance*, Vol. 58, No 3, 2003, pp. 1301-1328.
19. Baek, J. S., J. K. Kang, and K. S. Park, “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, No. 2, 2004, pp. 265-313.
20. Balsmeier, B., L. Fleming, and G. Manso, “Independent Boards and Innovation,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 123, No. 3, 2017, pp. 536-557.
21. Banerjee, A. V., and E. Duflo, “Reputation Effects and the Limits of Contracting: A Study of the Indian Software Industry,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No. 3, 2000, pp. 989-1017.
22. Banerjee, R. N., and B. Hofmann, “Corporate Zombies: Anatomy and Life Cycle,” *BIS Working Paper Series No. 882*, 2020.
23. Barclay, M. J., and C. G. Holderness, “Private Benefits from Control of Public Corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 2, 1989, pp. 371-395.

24. Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell, "What Matters in Corporate Governance?" *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 2, 2009, pp.783-827.
25. Beck, T., H. Degryse, R. De Haas, and N. Van Horen, "When Arm's Length Is Too Far: Relationship Banking over the Credit Cycle," *Journal of Financial Economics*, Vol. 127, No. 1, 2018, pp.174-196.
26. Bennedsen, M., K. M. Nielsen, F. Pérez-González, and D. Wolfenzon, "Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122, No. 2, 2007, pp.647-691.
27. Berle, A. A., and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1932.
28. Bernstein, S., "Does Going Public Affect Innovation?" *Journal of Finance*, Vol. 70, No. 4, 2015, pp.1365-1403.
29. Bertrand, M., S. Johnson, K. Samphantharak, and A. Schoar, "Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families behind Them," *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, No. 3, 2008, pp.466-498.
30. Bertrand, M, P. Mehta, and S. Mullainathan, "Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 1, 2002, pp.121-148.
31. Bertrand, M., and A. Schoar, "The Role of Family in Family Firms," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 2, 2006, pp.73-96.
32. Besanko, D., and A. Thakor, "Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets," *International Economic Review*, Vol. 28, No. 3, 1987, pp.671-689.
33. Bester, H., "Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, Vol. 75, No. 4, 1985, pp.850-855.
34. Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and "the bird in the hand" fallacy," *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, 1979, pp.259-270.
35. Black, B., and W. Kim, "The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data," *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No. 1, 2012, pp.203-226.
36. Bolton, P., X. Freixas, L. Gambacorta, and P. E. Mistrulli, "Relationship and Transaction Lending in a Crisis," *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 10, 2016, pp.2643-2676.
37. Boot, A. W. A., "Relationship Banking: What Do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, No. 1, 2000, pp.7-25.
38. Brochet, F., and S. Srinivasan, "Accountability of Independent Directors: Evidence from Firms Subject to Securities Litigation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 111, No. 2, 2014, pp.430-449.
39. Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi, "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 3, 1997, pp.693-728.
40. Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer, "Family Firms," *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 5, 2003, pp.2167-2201.
41. Byun, H., J. Lee, and K. Park, "How Does Product Market Competition Interact with

- Internal Corporate Governance?: Evidence from the Korean Economy,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41, No. 4, 2012, pp.377-423.
42. Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap, “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 5, 2008, pp.1943-1977.
43. Choi, J. J., S. W. Park, and S. S. Yoo, “The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 4, 2007, pp.941-962.
44. Coase, R. H., “The Problem of Social Cost,” in C. Gopalakrishnan (Ed), *Classic Papers in Natural Resource Economics*, Palgrave Macmillan, 1960, pp. 87-137.
45. Crémer, J., “Arm’s Length Relationship,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 2, 1995, pp. 275-295.
46. Diamond, D. W., “Debt Maturity Structure and Liquidity Risk,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 3, 1991, pp.709-731.
47. Doidge, C., G. A. Karolyi, and R. M. Stulz, “Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, No. 2, 2004, pp.205-238.
48. Duchin, R., J. G. Matsusaka, and O. Ozbas, “When Are Outside Directors Effective?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, No. 2, 2010, pp.195-214.
49. Edmans, A., and C. G. Holderness, “Blockholders: A Survey of Theory and Evidence,” in B. E. Hermalin, and M. S. Weisbach (Eds), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Vol. 1, Elsevier, 2017, pp.541-636.
50. Faleye, O., R. Hoitash, and U. Hoitash, “The Costs of Intense Board Monitoring,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 1, 2011, pp.160-181.
51. Fama, E. F., “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 1980, pp.288-307.
52. Fama, E. F., and M. C. Jensen, “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983, pp.301-325.
53. Fudenberg, D., and D. K. Levine, “Maintaining a Reputation when Strategies are Imperfectly Observed,” *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 3, 1992, pp.561-579.
54. Giroud, X., and H. M. Mueller, “Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices,” *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 2, 2011, pp.563-600.
55. Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, 2003, pp.107-155.
56. Greif, A., “Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders’ Coalition,” *American Economic Review*, Vol. 83, No. 3, 1993, pp.525-548.
57. ———, *Institutions and the Path to the Modern Economy: Lessons from Medieval Trade*, Cambridge University Press, 2006.
58. Hall, B. H., A. Jaffe, and M. Trajtenberg, “The NBER Patent Citation Data File: Lessons, Insights and Methodological Tools,” *NBER Working Paper No. 8498*, 2001.
59. ———, “Market Value and Patent Citations,” *RAND Journal of Economics*, Vol. 36, No. 1, 2005, pp.16-38.
60. Hart, O., “The Market Mechanism as an Incentive Scheme,” *Bell Journal of Economics*,

- Vol. 14, 1983, pp.366-382.
61. He, J., and X. Tian, "Finance and Corporate Innovation: A Survey," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 47, No. 2, 2018, pp.165-212.
 62. Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach (Eds.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance, Volume 1*, Elsevier, 2017.
 63. Holmström, B., "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, 1979, pp.74-91.
 64. _____, "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective," *Review of Economic Studies*, Vol. 66, No. 1, 1999, pp.169-182.
 65. Hörner, J., "Reputation and Competition," *American Economic Review*, Vol. 92, No. 3, 2002, pp.644-663.
 66. Jaffe, A., M. Trajtenberg, and R. Henderson, "Geographical Localization of Knowledge Spillovers as Evidenced by Patent Citations," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, 1993, pp.577-598.
 67. Jensen, M. C., and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, pp.305-360.
 68. _____, "Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination," *Journal of Business*, Vol. 52, No. 4, 1979, pp.469-506.
 69. Joh, S. W., "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of financial Economics*, Vol. 68, No. 2, 2003, pp.287-322.
 70. John, K., and J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium," *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, 1985, pp.1053-1070.
 71. Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, 2000, pp.22-27.
 72. Kim, W., W. Kim, and K. S. Kwon, "Value of Outside Blockholder Activism: Evidence from the Switchers," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, No. 4, 2009, pp.505-522.
 73. Kreps, D. M., and R. Wilson, "Reputation and Imperfect Information," *Journal of Economic Theory*, Vol. 27, No. 2, 1982, pp.253-279.
 74. Kwon, S., J. Lee, and S. Lee, "International Trends in Technological Progress: Evidence from Patent Citations, 1980-2011," *Economic Journal*, Vol. 127, No. 605, 2017, pp.50-70.
 75. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, 1999, pp.471-517.
 76. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, 1997, pp.1131-1150.
 77. _____, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, 1998, pp.1113-1155.
 78. _____, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, 2000, pp.3-27.
 79. Lee, J., and Q. Liu, "Gambling Reputation: Repeated Bargaining with Outside Options,"

- Econometrica*, Vol. 81, No. 4, 2013, pp.1601-1672.
80. Lee, D. W., and K. S. Park, "Does Institutional Activism Increase Shareholder Wealth? Evidence from Spillovers on Non-target Companies," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, No. 4, pp.488-504.
81. Leland, H. E., and D. H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, 1977, pp.371-387.
82. Lemos, R., and D. Scur, "The Ties that Bind: Implicit Contracts and Management Practices in Family-Run Firms," *CEPR Discussion Paper No. DP13794*, 2019.
83. Levin, J., "Relational Incentive Contracts," *American Economic Review*, Vol. 93, No. 3, 2003, pp.835-857.
84. MacLeod, W. B., and J. M. Malcomson, "Implicit Contracts, Incentive Compatibility, and Involuntary Unemployment," *Econometrica*, Vol. 57, No. 2, 1989, pp.447-480.
85. Machlup, F., "Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial," *American Economic Review*, Vol. 57, No. 1, 1967, pp.1-33.
86. Mailath, G. J., and L. Samuelson, "Who Wants a Good Reputation?" *Review of Economic Studies*, Vol. 68, No. 2, 2001, pp.415-441.
87. _____, *Repeated Games and Reputations: Long-run Relationships*, Oxford University Press, 2006.
88. Masulius, R. W., and S. Mobbs, "Independent Director Incentives: Where Do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 111, No. 2, 2014, pp.406-429.
89. Melitz, M. J., "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity," *Econometrica*, Vol. 71, No. 6, 2003, pp.1695-1725.
90. Milgrom, P., and J. Roberts, "Limit Pricing and Entry under Incomplete Information: An Equilibrium Analysis," *Econometrica*, Vol. 50, No. 2, 1982, pp.443-459.
91. Miller, M. H., and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, 1985, pp.1031-1051.
92. Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, 1977, pp.147-175.
93. OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2019*, 2019, www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm.
94. Reese, W. A., and M. S. Weisbach, "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, No. 1, 2002, pp.65-104.
95. Romer, P. M., "Endogenous Technological Change," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, 1990, pp.71-102.
96. Schankerman, M., and A. Pakes, "Estimates of the Value of Patent Rights in European Countries during the Post-1950 Period," *Economic Journal*, Vol. 96, No. 384, pp.1052-1076.
97. Scharfstein, D., "Product Market Competition and Managerial Slack," *RAND Journal of Economics*, Vol. 19, 1988, pp.147-155.

98. Schmidt, K. M., "Managerial Incentives and Product Market Competition," *Review of Economic Studies*, Vol. 64, No. 2, 1997, pp.191-213.
99. Shleifer, A., and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, pp.737-783.
100. Spence, M., *Market Signaling*, Harvard University Press, 1974.
101. Stigler, G. J., "The Economies of Scale," *Journal of Law & Economics*, Vol. 1, 1958, pp. 54-71.
102. Tirole, J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006.
103. Trajtenberg, M., "A Penny for Your Quotes: Patent Citations and the Value of Innovations," *RAND Journal of Economics*, Vol. 21, No. 1, 1990, pp.172-187.
104. Villalonga, B., and R. Amit, "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, 2006, pp.385-417.
105. _____, "How Are U.S. Family Firms Controlled?" *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 8, 2009, pp.3047-3091.
106. _____, "Family Ownership," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 36, No. 2, 2020, pp.241-257.
107. Williamson, O. E., "Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control," *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983, pp.351-366.

Towards Good Corporate Governance: The Role of Market Incentives and Government Policy

Jihong Lee*

Abstract

This paper is an attempt to provide a perspective on the economics of corporate governance and draw lessons for the current Korean economy. From the classic agency theory framework, we identify the credit rationing problem due to asymmetric information and discuss various market responses, including reputation effects, signaling, and monitoring. The role of competition and family ownership is emphasized in promoting implicit market incentives to achieve good corporate governance. While the importance of explicit legal and regulatory provisions is recognized, this paper highlights the potential danger of too much external oversight, especially for innovation. As the Korean economy matures, it must strive to strike the right balance between implicit market incentives and explicit government policy in guiding corporate activities.

Key Words: corporate governance, competition, innovation

JEL Classification: D0, G3, L5

Received: Nov. 2, 2020. Revised: Dec. 21, 2020. Accepted: Jan. 14, 2021.

* Professor, Department of Economics and Institute of Economic Research, Seoul National University, 1, Gwanak-ro, Gwanak-gu, Seoul 08826, Korea, Phone: +82-2-880-6365, e-mail: jihonglee@snu.ac.kr