

# 기업지배구조 이론, 이슈와 정책적 과제

2018. 03.14. 서울대학교 경제학부 수요 세미나  
한양대학교 경영대학 이창민

\* 본 발표 자료는 한국경제학회 한국경제포럼 “기업지배구조 개혁에 대한 제언“, 2017년 제 10권 제 2호에 근거합니다.

# 기업지배구조란

- 국내에서는 일반적으로 기업(집단)의 소유지배구조를 지칭
- 순환출자, 지주회사 등 계열사간 지분 구조 중심의 이해
- 일반적으로 광의의 의미는 How public(상장) companies are structured and directed

Monks, R.A., N. Minow, Corporate Governance, 5th Edition, 2011, Wiley

- 경영진, 이사회, 주주간 견제와 균형을 통해 객관적으로 설정된 목표를 효과적으로 달성할 수 있는 투명하고 책임 있는 시스템
- 협의의 의미는 Ways in which suppliers of finance(투자자) to the corporations assure themselves of getting a return on their investment

Shleifer, A. R. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance 52, 737-783

# The firm is not an individual

- Viewing the firm as the nexus of a set of contracting relationships among individuals also serves to make it clear that the personalization of the firm implied by asking questions such as “what should be the objective function of the firm?” or “does the firm have a social responsibility?” is seriously misleading. **The firm is not an individual.** It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may “represent” other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations. **In this sense the “behavior” of the firm is like the behavior of a market, that is, the outcome of a complex equilibrium process.**

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

# The firm is not an individual

## 예> 한국 대기업 집단의 지배주주(총수, 오너)

- 위 관점은 한국에 많은 시사점을 줌
- 한국 대기업 집단의 지배구조와 관련하여 종종 나타나는 문제는 회사를 지배주주(총수, 오너)와 동일시하는 관점
- 지배주주는 계약관계를 형성하는 개인들 중 하나임

# We define an agency relationship as a (incomplete) contract

- We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest **by establishing appropriate incentives** for the agent.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

# 종합하면, 회사는 자신의 이익을 쫓는 여러 이해관계자들 사이에 불완전한 계약의 산물

- 정보의 비대칭성 (Information Asymmetry)이 존재하는 환경에서의 불완전한 계약
- 계약으로 대리인의 모든 행동을 일일이 통제할 수 없음
- 대리인의 일탈은 여러가지 비용을 수반하고 이를 대리인 비용(Agency Cost)라고 명명
- 기업지배구조(Corporate Governance)의 문제는 대리인 비용을 줄이고 **establishing appropriate incentives for the agent**로 귀착

# 기업지배구조(Corporate Governance)의 문제는 establishing appropriate incentives for the agent로 귀착

- 불완전한 계약을 보완하는 기제(mechanism)는 기업 내부에 있을 수도 있고 외부에 있을 수도 있음
- 지배구조는 크게 내부지배구조(Internal Governance)와 외부지배구조(External Governance)로 구분됨
- 내부지배구조는 소유구조, 내규, 주주총회, 이사회, 임원진 연봉계약 등
- 외부지배구조는 규제, 법 (회사법, 상법, 공정거래법, 자본시장법 등), 인수합병시장, 언론 등

# 그러나 많은 연구들은 기업지배구조(Corporate Governance)가 목적에 부합하게 작동하고 있는지에 대해 의문을 제기함

## 예> CEO 연봉 계약

- We argue that, when a board is relatively weak, incentive contracting may itself become a source of shareholder value leakage. In particular, we explore **the possibility of CEOs influencing their incentive pay by manipulating the manner in which performance is measured.**
- Morse, Adair, Vikram Nanda, and Amit Seru. "Are incentive contracts rigged by powerful CEOs?." *The Journal of Finance* 66.5 (2011): 1779-1821.



# 그러나 많은 연구들은 기업지배구조(Corporate Governance)가 목적에 부합하게 작동하고 있는지에 대해 의문을 제기함

## 예> 이사회 구조

- Fracassi & Tate(2012)는 이사진과 CEO의 실질적 관계를 나타내는 지수를 고안하였다. 4가지 기준(Current employment, prior employment, education, and other-activity)으로 지수를 작성하였는데 (1) 현재 외부에 같이 고용되어 있는 조직이 있는지 여부, (2) 과거 동일한 조직에 고용되어서 활동했던 적이 있는지 여부, (3) 동일시기에 동일 교육기관에 다녔는지 여부(이른바 학연), (4) 그리고 비직업적인 (연합회, 사회단체 또는 자선단체 등) 동일 단체의 회원 여부 등이다. 각각의 이사들은 이 네 가지 기준에 따라 CEO와 얼마나 관계가 돈독한 지 여부가 수치화 되었다. 그리고 이사진들이 CEO와 관계가 돈독할 수록 기업가치 및 여러 가지 의사결정에 왜곡을 가져오고 있는 것으로 분석되었다.
- Fracassi, C. & Tate, G.(2012). “External Networking and Internal Firm Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 67. No. 1, pp.153-194.

# 그러나 많은 연구들은 기업지배구조(Corporate Governance)가 목적에 부합하게 작동하고 있는지에 대해 의문을 제기함

## 예> 이사회 구조

- This paper explores the relationship between CEO's political preference and post-retirement directorship holding by individual CEOs. We use a data set on the political donations of CEOs to major political parties from 2003-2014 in the USA. Firstly, our empirical evidence suggests that the political donations of CEOs are more likely to reveal a preference, not strategic behavior. Second, the success in the market for corporate director depends on the ruling party. Republican partisan CEOs hold larger outside directorships than Democratic partisan CEOs only under a Republican regime. These regressions results are robust for controlling the endogeneity problem. Thirdly, Democratic CEOs have more variations on outside directorships across political regimes. However, Republican CEOs hold stable outside directorships across different ruling parties. Finally, the political cycle in the market for corporate director could be partially explained by the connection value in the regulated industry.

Lee, Changmin, Jihong Jeon, and Woonam Seok. "Who, Republican or Democrat CEOs, Laughs Last? Political Cycles in the Market for Corporate Directors." (2018).

# The Agency Costs of Outside Equity: Non-Pecuniary Benefit

- If the owner-manager sells equity claims on the corporation which are identical to his own (i.e., which share proportionately in the profits of the firm and have limited liability), agency costs will be generated by the divergence between his interest and those of the outside shareholders, since he will then bear only a fraction of the costs of any **non-pecuniary benefits** he takes out in maximizing his own utility. **If the manager owns only 95 percent of the stock, he will expend resources to the point where the marginal utility derived from a dollar's expenditure of the firm's resources on such items equals the marginal utility of an additional 95 cents in general purchasing power (i.e., his share of the wealth reduction) and not one dollar.** Such activities, on his part, can be limited (but probably not eliminated) by the expenditure of resources on monitoring activities by the outside stockholders.

# The Agency Costs of Outside Equity: Non-Pecuniary Benefit

- Various non-pecuniary aspects of his entrepreneurial activities such as the physical appointments of the office, the attractiveness of the office staff, the level of employee discipline, the kind and amount of charitable contributions, **personal relations (“friendship,” “respect,” and so on) with employees**, a larger than optimal computer to play with, or purchase of production inputs from friends.

# The Agency Costs of Outside Equity: Non-Pecuniary Benefit

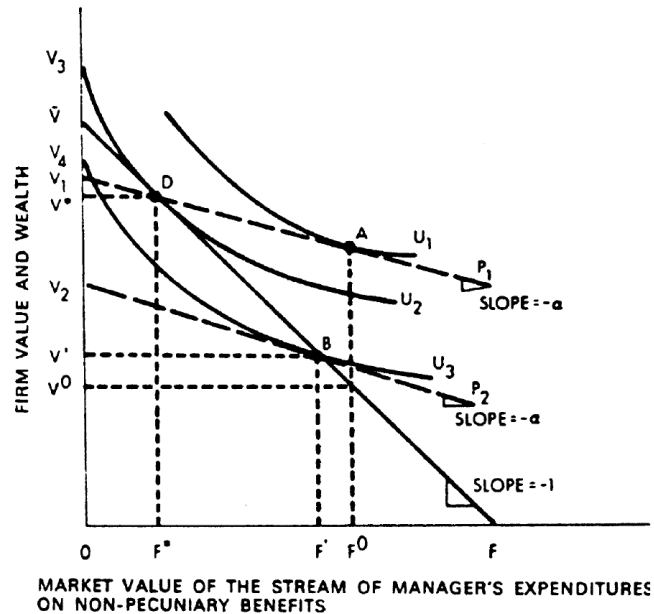


Fig. 1. The value of the firm ( $V$ ) and the level of non-pecuniary benefits consumed ( $F$ ) when the fraction of outside equity is  $(1-\alpha)V$ , and  $U_j(j = 1,2,3)$  represents owner's indifference curves between wealth and non-pecuniary benefits.

# The Agency Costs of Outside Equity: Non-Pecuniary Benefit: Enjoying the Quiet Life?

- Much of our understanding of corporations builds on the idea that managers, when they are not closely monitored, will pursue goals that are not in shareholders' interests. But what goals would managers pursue? **We find that when managers are insulated from takeovers, worker wages (especially those of white-collar workers) rise.** The destruction of old plants falls, but the creation of new plants also falls. Finally, overall productivity and profitability decline in response to these laws. Our results suggest that active **empire building may not be the norm** and that managers may instead prefer to enjoy the quiet life.

Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of political Economy*, 111(5), 1043-1075

## Non-Pecuniary Benefit = Private Benefit of Control

ex> 국내 대기업 집단에서는 계열사간의 부의 이전, 즉 tunneling으로 나타남

- The offences analyzed in this paper are tunneling (Johnson et al. 2000) and are further divided into four sub-groups: (1) outright theft of corporate assets by a controlling shareholder (“embezzlement”), (2) self-dealing benefiting controlling shareholders directly (“narrowly defined self-dealing transactions”), (3) related party transactions propping up other affiliated firms within a business group (“in-group transactions”), and (4) accounting fraud

Choi, H., Kang, H. G., & Lee, C. (2017). What Constitutes Too Big To Jail. Working Paper

# The Agency Costs of Outside Equity: residual loss

## 예> 기업가치의 하락

- 미국 기업지배구조 발전의 역사를 살펴야 함
- Holmstrom and Kaplan (2001)에 따르면 1960년대 미국 경제의 호황기에, 미국 기업들도 다각화(diversification) 투자가 많았다. 1970년대 오일 쇼크를 겪으면서 무너져 내렸고, 1980년대 대대적인 조정 작업이 일어났다. 이때 등장한 것이 M&A시장에서의 차입매수(LBO), 즉 당장 돈이 없어도 인수합병(M&A)을 할 수 있는 방법을 개발한 것이다.
- 기업가치의 하락→적대적 인수합병→경영진 해고→경영진에 대한 시장 규율로 작동

Holmstrom, B., & Kaplan, S. (2001). Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 121-144



# 기업지배구조 선진화는 다음 단계로 성장하기 위한 필수 조건

- 법·제도·규범·신뢰 등 사회적 자본이 성장을 견인하는 시대
- 투명성·책임성·예측가능성 증가로 거래비용 감소, 생산성 증대
- 2015년 기업지배구조 원칙(OECD Principal of Corporate Governance) 개정안

"The purpose of corporate governance is to help build an environment of trust, transparency and accountability necessary for fostering long-term investment, financial stability and business integrity, thereby supporting stronger growth and more inclusive societies."

# 기업지배구조 선진화는 다음 단계로 성장하기 위한 필수 조건

- 1980년대 미국의 경험 및 시사점

- ✓ 전후 고도 성장기 후반부인 1960년대 기업들의 비관련 다각화(diversification) 경향 심화
- ✓ 1970년대 오일쇼크 이후 다각화 기업들이 곤경에 봉착
- ✓ 1980년대 구조조정 수단인 차입매수전략(LBO) 및 적대적 M&A 활성화로 주주가치 제고 인식 확산
- ✓ 1980~1990년대에 걸쳐 Stock Option, 이사회적 적극적 역할, 주주행동주의 등이 차례로 등장

- 미국의 1980년대와 최근 한국 경제의 상황이 유사

- ✓ 미국 실질GDP 성장율(BEA): 1984(5.6%), 1985(4.3%), 1986 (2.9%), 1987(4.5%)
- ✓ 한국 실질GDP 성장율(BOK): 2011(3.7%), 2012(2.3%), 2013 (2.9%), 2014(3.3%)
- ✓ 한국 기관투자자 비율(2013년 기준) 43.4%로 미국의 1989년도 수준과 유사

# 기업지배구조 선진화는 기업경쟁력 제고의 중요 수단

- 좋은 지배구조는 기업성과에 긍정적 영향
  - ✓ 월평균 0.71% 주식 수익률 차이(long-short portfolio)
    - Good 지배구조 기업(월평균 0.29%) vs Bad 지배구조 기업(월평균 -0.49%)
  - ✓ 기업가치(Tobin's Q) 최대 11.4%p 개선

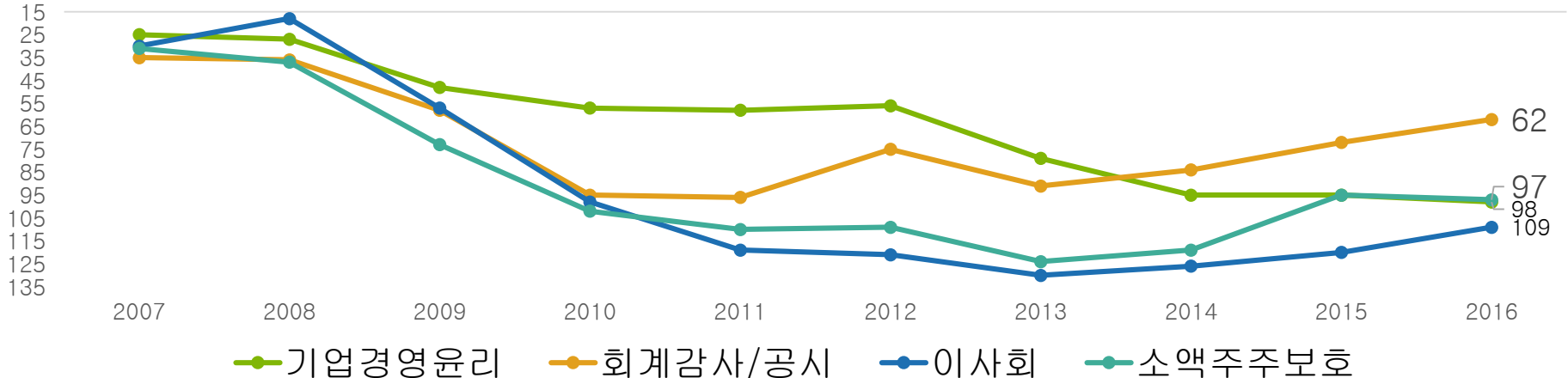
Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick. "Corporate Governance and Equity Prices." *The Quarterly Journal of Economics* 118.1 (2003): 107-155

# 국내 기업지배구조 수준에 대한 대외적 평가

- 부정적인 한국의 기업지배구조 관련 평가

- ✓ 기업지배구조 관련 외부의 평가는 2000년대 후반에 급락
- ✓ 최근 다소 상승 추세이나 아직 최하위권에 머물러 있음

<WEF 기업지배구조 관련 평가 순위(138개국)>



# 구성원간 실질적인 견제와 균형이 미흡

- 단일 기업이 아닌 기업집단 차원에서의 의사 결정 구조
  - ✓ 합병/신주발행/자산 매매를 포함한 계열사간 금융·비금융 거래로 인한 주주간 부의 이전
    - Bae, Kang, Kim. “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups” *Journal of Finance*, 57.6 (2002): 2695-2740
    - Baek, Kang, Lee. “Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols” *Journal of Finance* 61 (2006): 2415-2449
  - ✓ 최상위 의사결정자에 권한 집중 (그룹 연말 임원 인사, 총수 유고 시 주요 투자 의사결정 지연 등)
    - 경영권에 수반되는 유무형의 편익 과다로 직접경영참여 선호
      - ✓ 국제비교연구 결과, 국내 경영권의 사적 편익(private benefits of control)은 18개국 중 1위
      - Nenova, T. “The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis” *Journal of Financial Economics*, 68 (2003); 325–351

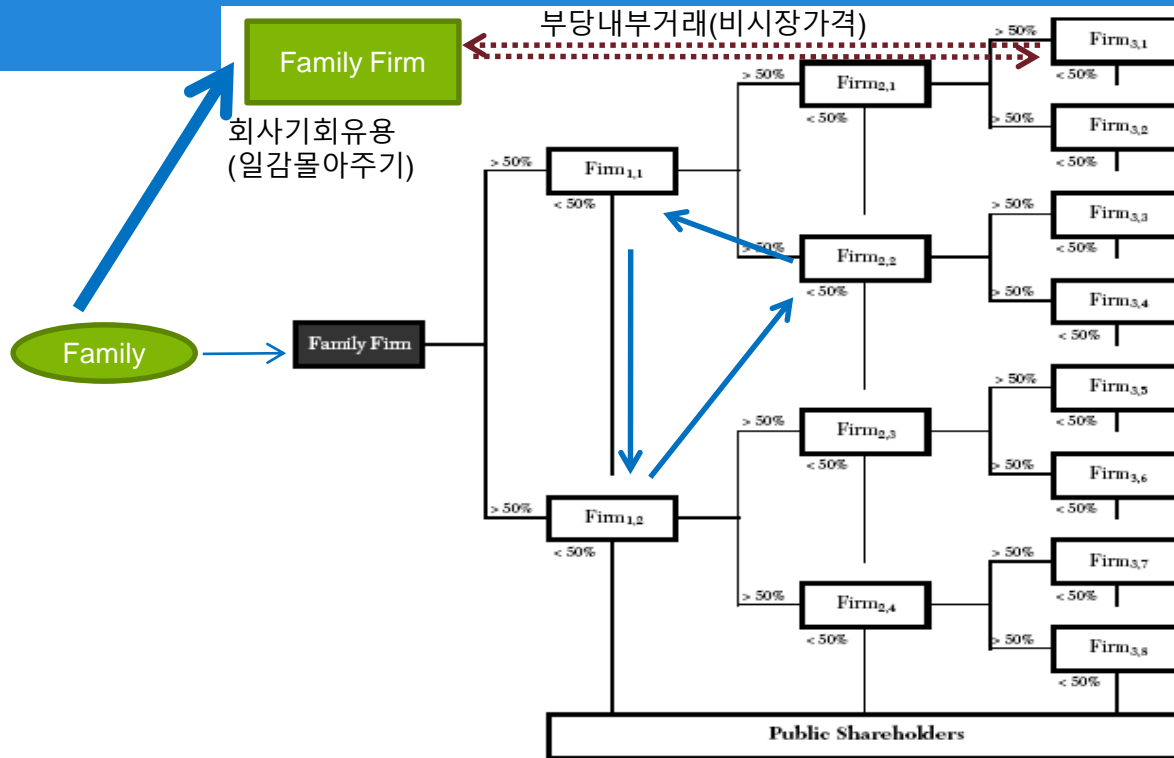
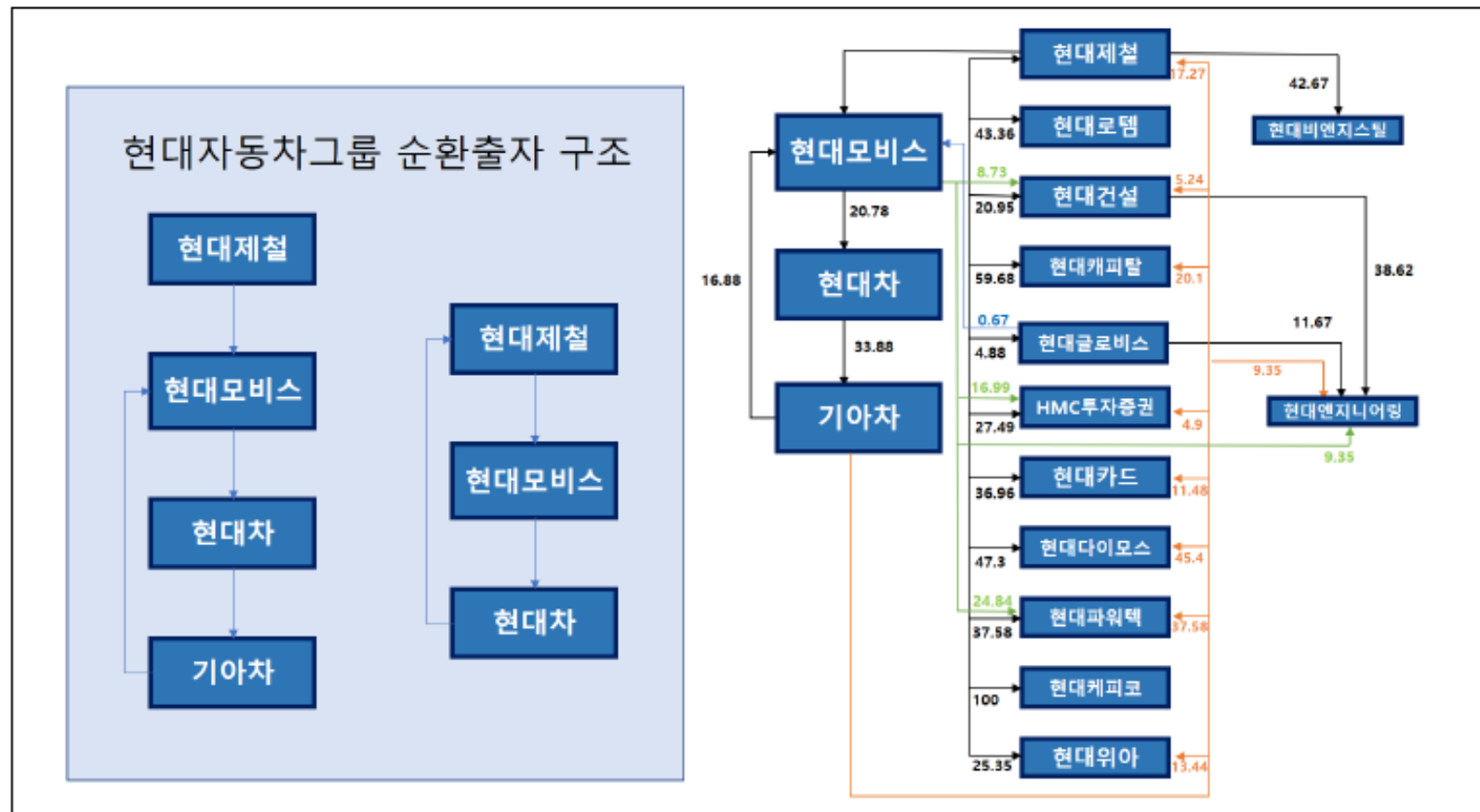
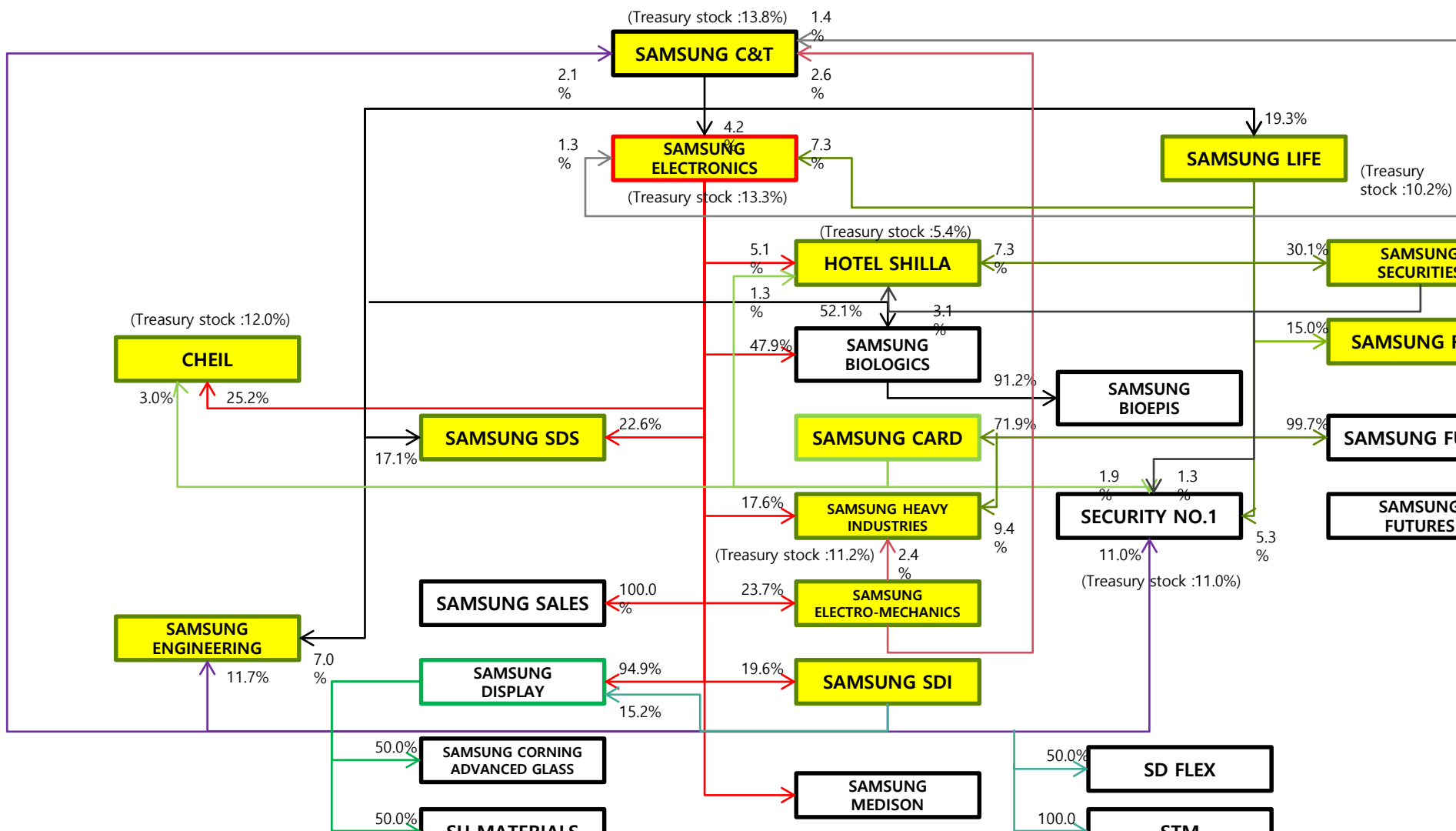


Figure 1. A Stylized Control Pyramid

〈그림 3〉 현대자동차 그룹 소유구조



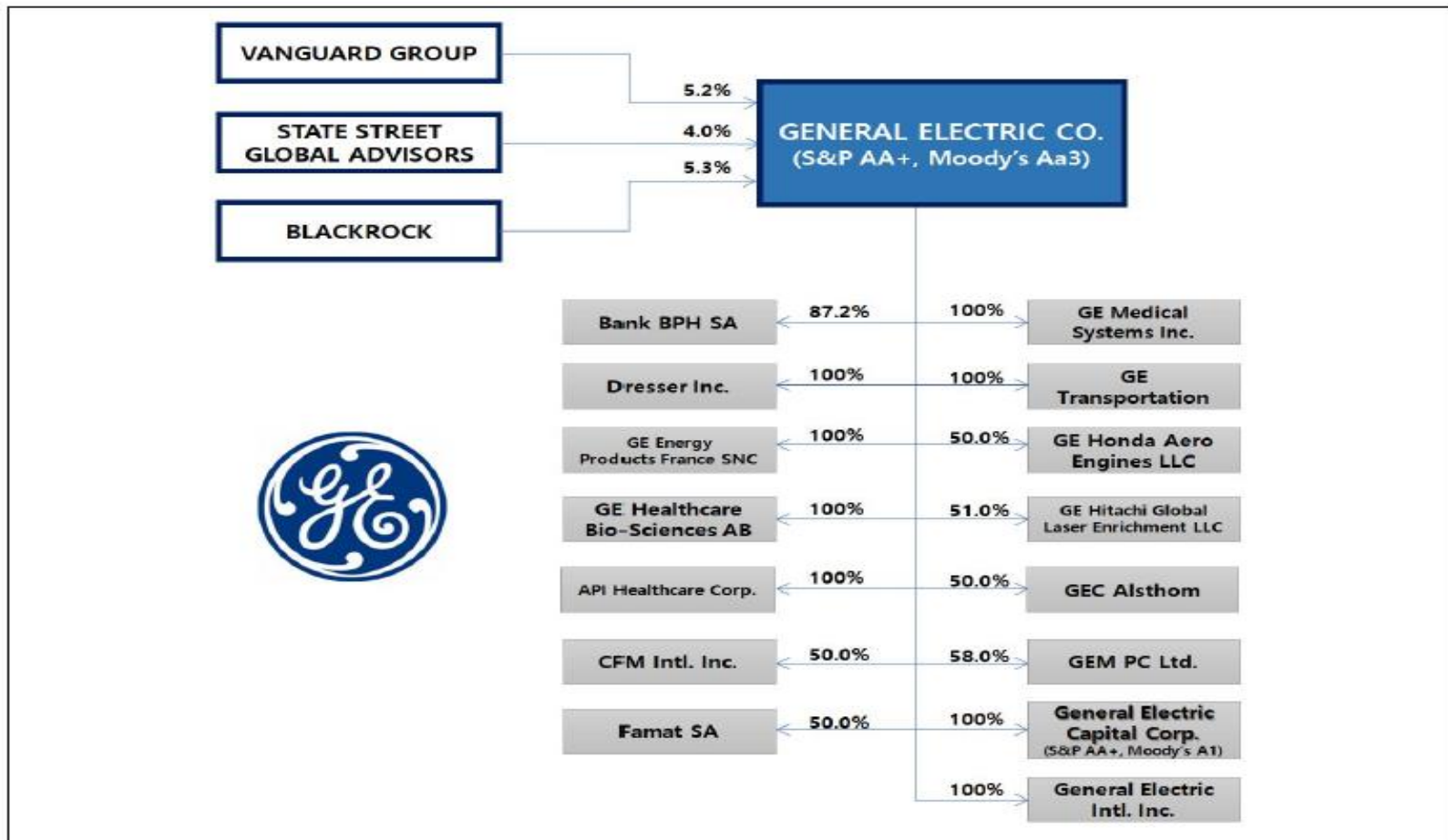
자료: 금융감독원 전자공시시스템 2017년 3월 31일 기준.





# 정책적 이슈

〈그림 4〉 GE의 소유구조



자료: '글로벌 기업의 지배구조 2015', 한국경제매거진 재인용.

# 소유구조: 이해상충방지를 위한 환경 조성

〈표 2〉 지역별/국가별 피인수기업 지분취득 분포: 1990-2009

지역	Total	Non Control		Quasi Control		Control Acquisition				Quasi Merger		Merger	
		5-9.9%		10-19.9%		20-49.9%		50-79.9%		80-99.9%		100%	
	건수	건수	비중	건수	비중	건수	비중	건수	비중	건수	비중	건수	비중
아시아	2,320	481	20.7%	541	23.3%	625	26.9%	249	10.7%	82	3.5%	342	14.7%
한국	312	88	28.2%	74	23.7%	94	30.1%	18	5.8%	8	2.6%	30	9.6%
유럽	1,953	356	18.2%	338	17.3%	318	16.3%	231	11.8%	233	11.9%	477	24.4%
영국	1,134	136	12.0%	121	10.7%	95	8.4%	18	1.6%	10	0.9%	754	66.5%
미국	6,204	297	4.8%	236	3.8%	216	3.5%	125	2.0%	97	1.6%	5,233	84.3%
기타	3,370	443	13.1%	605	18.0%	407	12.1%	181	5.4%	106	3.1%	1,628	48.3%
Total	14,981	1,713	11.4%	1,841	12.3%	1,661	11.1%	804	5.4%	528	3.5%	8,434	56.3%

자료: Kim (2012) 에서 재인용.

Kim, Woojin. "Investor protection and the mode of acquisition: Implications for ownership dilution and formation of pyramids." *Financial Management* 41.1 (2012): 55-93.

# 기관투자자: 상장기업의 주인에 대한 인식 전환

- 주주에 대한 인식 전환

- ✓ 적극적 기관 투자자(Shareholder Activism)의 경영 참여 시 주식시장에서 투자자들의 반응도 호의적으로 나타남

Brav et al. "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance." The Journal of Finance 63.4 (2008): 1729-1775

- ✓ 아울러 최종 투자자의 대리인으로서 기관 투자자의 선관주의 확립 필요: 스투어드쉽 코드

# 기관투자자: 금융시장의 적극적 역할로서의 사모펀드

- 경제민주화, 재벌개혁, 기업지배구조 문제만 나오면 어김없이 등장하는 인물이 “외국계 대머리 독수리, 흡혈귀 투기자본” 사모펀드와 헤지펀드

Huang, Rongbing, Jay R. Ritter, and Donghang Zhang. "Private equity firms' reputational concerns and the costs of debt financing." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 51.01 (2016): 29-54.

- ✓ 1992년부터 2011년까지 사모펀드가 경영에 개입한 미국 기업들 204개, 329개 케이스를 샘플로 분석
- 기실 사모펀드의 “흡혈귀” 이미지는 우리나라에만 있는 건 아님(페이퍼에서는 이를 the wealth expropriation hypothesis라고 표현했다). 기업을 인수(M&A)한 후 적당한 기간의 작업(?)을 거쳐 다시 시장에 되파는 것이 기본적인 비즈니스. 그러니 경영권을 보유하고 있는 단기간에 단물을 다 빨아 먹고 튀는 것이 아니냐는 의구심이 생길 만함

# 기관투자자: 금융시장의 적극적 역할로서의 사모펀드

- 우선 사모펀드를 바라보는 금융시장의 평가를 살펴봄. 만약 위 흡혈귀 이미지가 시장에 널리 퍼져있고 실제 그것이 사실이라면 이러한(흡혈귀가 경영에 깊숙이 개입해 있는) 기업들이 시장에서 채권을 발행하면 신용등급과 금리는 어떻게 책정될 것인가? 놀랍게도 S&P는 이러한 기업들에게 흡혈귀가 개입하지 않은 기업들보다 높은 신용등급을 책정(무디스는 별 차이가 없었음). 금리를 보면 흡혈귀가 개입한 기업이 오히려 70 bp 낮았음. 신용평가기관과 시장은 흡혈귀가 있는 기업을 오히려 안정적으로 평가
- 왜 시장은 흡혈귀를 이렇게 좋게 평가해주는가? 이게 실체가 있는지 파악하기 위해 두가지를 분석. 첫째, 흡혈귀가 개입한 기업들이 단기간의 “먹튀”를 위해 과잉투자를 해서 기업 덩치를 불리고 주가를 뺏기하려는 경향이 있는지. 결론은 “아니다”. 둘째, 우리가 흔히 추측하는 것처럼 단기간에 배당을 통해서 그야말로 피를 빨아 먹는지. 결론은 “아니다”

# 기관투자자: 금융시장의 적극적 역할로서의 사모펀드

- “외국계 흡혈귀 투기 자본”을 구분부터 해야함. 경영권을 가져오려는 흡혈귀(Buy-Out)와 경영에 적극적으로 개입(Engagement)하려는 흡혈귀. 후자는 5-10% 정도 지분을 가지고 경영에 적극적으로 개입하려는 행동주의 헤지펀드(Activist Hedge Fund)임

McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner, and Laura T. Starks. "Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors." *The Journal of Finance* (2016)

- 이 연구에 관심은 경영에 적극적으로 개입(Engagement)하려는 흡혈귀들이 “실제로 어떻게 개입하는가”. 143개 흡혈귀들에게 설문조사를 했고 이러한 연구의 장점은 들어나는 자료(Public Information)로는 파악할 수 없는 실체에 접근하게 해준다는 것임

# 기관투자자: 금융시장의 적극적 역할로서의 사모펀드

- 과거 5년 동안 경영에 어떻게 개입했냐고 물음. 1등은 경영진과의 직접적인 토론. 추가적으로 4등은 사외이사들과의 사적인 토론
- 2등은 주주총회에서 반대표를 행사하는 것, 3등은 실적이 마음에 안 들어서 주식을 팔고 나가는 것(Exit), 5등은 지배구조가 마음에 안 들어서 주식을 팔고 나가는 것
- 주주제안(Shareholder Proposal)은 10등, 경영진에 대한 소송 등은 11등, 언론을 통한 경영진 비난은 12등. 이사회 장악은 순위에도 없음
- 추가적으로, 이렇게 경영에 적극적으로 개입하는 흡혈귀는 장기투자자들과 기업지배구조나 전략에 대한 걱정이 있는 헤지펀드(Activist Hedge Fund)임



# 주주총회의 역할

- 최고 의사결정 기제인 주주총회의 역할에 대한 연구 관심 증대
- Using a large sample of director elections, Cai et al. (2009) document that shareholder votes are significantly related to firm performance, governance, director performance, and voting mechanisms. However, most variables, except meeting attendance and ISS recommendations, have little economic impact on shareholder votes—even poorly performing directors and firms typically receive over 90% of votes cast. Nevertheless, fewer votes lead to lower “abnormal” CEO compensation and a higher probability of removing anti-M&A mechanisms and CEOs.

Cai, J., Garner, J.L. and Walkling, R.A., 2009. Electing directors. *The Journal of Finance*, 64(5), pp.2389-2421.

# 지배주주, 전문경영인 및 이사회와의 관계 재정립

- 경영권 승계에 대한 인식 전환

- ✓ Fortune 500대 기업 분석 결과, 창업자의 직접 경영은 기업가치를 증진시키지만 이후 세대는 불명확
- ✓ 소유와 경영참여를 분리해서 인식할 필요

Villalonga, Belen, and Raphael Amit. "How do family ownership, control and management affect firm value?." *Journal of Financial Economics* 80.2 (2006): 385-417.

- ✓ 이미 3-4세로 경영권이 승계되고 있는 한국 기업의 현실을 고려할 때 이사회 기능 정상화를 위해 지배주주를 이사회장으로 선임하고, 전문경영인 CEO와 역할을 분담하는 체제 검토 필요

\* 네이버, 다음카카오 사례

- ✓ 최소한 등기 이사 선임을 통해 경영권 행사에 따르는 권한과 책임을 일치시킬 필요

# 지배주주, 전문경영인 및 이사회와의 관계 재정립

- 공식 Channel인 이사회를 통한 투명한 의사결정 체계 확립
- ✓ 한국 기업 이사회는 사외이사 비율 등 외형적인 부분은 많은 개선이 있었으나, 실질적인 경영 monitoring 기능은 아직 미흡
  - 이사회는 주주들이 권한을 위임한 대의 기구로 주주총회 다음의 최고의사결정 기구
  - 경영진들과 지근 거리에서 주요 의사결정을 행하므로 실질적 관계가 중요함
- ✓ 미국 S&P 1500 기업을 대상으로 분석한 결과, CEO와 개인적 친분 관계(학연, 같은 사교 클럽 멤버 등)인 사외이사들이 많은 경우 기업가치에 부정적이고 과잉 투자 등을 초래  
Fracassi, Cesare, and Geoffrey Tate. "External networking and internal firm governance." *The Journal of Finance* 67.1 (2012): 153-194
- ✓ 이사회에 중요 의사결정에 대한 실질적 권한 부여 필요
- ✓ 동시에 사외이사의 형식적 독립성보다는 실질적 이해상충을 최소화할 필요

# 과도한 CEO Pay에 대한 관심과 잘 못 구성된 CEO Pay Contract에 대한 관심 증대

- CEO Pay의 결정요인, CEO Pay Contract의 중요성에 대한 연구는 2000년대 이후 많은 관심을 받음. 특히, 금융위기의 원인으로 잘못 설계된 CEO Pay Contract가 지목됨.
- Agency theories argue that the better monitoring could decrease the CEO pay to reduce an agency cost. We suggest a theoretical model to explain those relationship in a world without agency problems. Our model decomposes the role of boards into two parts: monitoring and advising. The monitoring role identifies the true quality of incumbent executives and involves hiring and firing decisions. The advising role guides managerial behavior. We predict that the higher is the monitoring quality, the smaller will be the total pay. The better monitoring of boards reduces information costs (e.g., efficiency wage and overpayment from adverse selection). However, the higher is the advising quality, the greater is the total pay to CEO because the greater is the productivity of executives.

Lee, Changmin and Seok, Woonam, How Board Quality Affects CEO Pay in a World Without Agency Problems? (2018).

# 언론: 대리인 비용과 도덕적 해이에 대한 효과적인 감시자로서의 역할

- Dyck et al. (2010)은 미국의 경우 기업 범죄의 최초 발견자로서 (주주가 아닌) 내부고발자와 언론의 역할이 가장 중요함을 보임.

Dyck, A., Morse, A., & Zingales, L. (2010). Who blows the whistle on corporate fraud?. *The Journal of Finance*, 65(6), 2213-2253.

# 법과 규제: 공정거래법, 상법, 자본시장법 등

- 기업지배구조의 한국적 특수성때문에 현재 공정거래법, 상법, 자본시장법 등 여러 분야로 나누어져 있고, 공정거래법의 위상이 높음.
- 어떠한 방식으로든 재편이 필요할 것으로 보이나 재벌의 존재로 인한 한국적 특수성을 부정할 수는 없음.

# 사법부: 사적 이익(Private Benefit of Control, Tunneling) 추구에 대한 사법부의 이해 방식 재검토

- (자세한 내용은 별첨 참조) 아래 연구들은 한국 사법부가 외부 지배구조로서 잘 작동하고 있는지 여부에 대한 실증적인 연구들.

Choi, Hansoo, et al. "Too big to jail? Company status and judicial bias in an emerging market." *Corporate Governance: An International Review* 24.2 (2016): 85-104.

Choi, Hansoo, Changmin Lee, and Hyoung Goo Kang. "What Constitutes Too-Big-To-Jail?." (2018).

Lee, Changmin, and Hansoo Choi. "Estimating the Value of Absolute Power: Evidence from Judiciary Decision Events on Controlling Shareholders in Large Business Groups." (2017).

Lee, Changmin and Choi, Hansoo, *Why Do Professional Managers Collude in Corporate Crimes?*

*New Evidence from the Dark Side of Family Controlled Firms* (February 21, 2018). Available at

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3127657>