

 고려대학교 기업지배구조연구소 보도자료	보도일시	2025. 7. 17. (목) 10:00부터
	페이지수	표지 포함 총 6매
	책임자	기업지배구조연구소 소장 김우찬 02)3290-2816 / wckim@korea.ac.kr
	담당자	기업지배구조연구소 신예설 직원 02)3290-2704 / aicg@korea.ac.kr

고려대학교 기업지배구조연구소 저명인사 초청 시리즈
『주식시장 단기성과주의에 대한 오해와 진실』

□ 7월 3일 고려대학교 기업지배구조연구소에서는 **마크 로(Mark Roe) 하버드 대학교 로스쿨 교수**를 초청해 「주식시장 단기주의에 대한 오해와 진실」을 주제로 **온라인 줌 세미나**를 개최했습니다.

□ Mark Roe 교수의 주제 발표를 통해

- 기업이 사회적 가치보다 주주의 단기 이익을 우선시하는 것은 **외부불경제**에서 비롯된 것이지 주식시장 단기 성과주의에서 비롯된 것이 아님
- 주식시장 단기 성과주의 때문에 기업이 장기 투자를 하지 못한다는 연구들이 존재하나 **해석상의 문제**가 있으며 **이익이 급감해도 주가가 상승**하는 현상을 설명하지 못함
- 설사 그런 상장회사가 있더라도 이들이 포기한 프로젝트에 **비상장회사들이 투자**한다면 경제 전체적으로는 투자가 줄지 않음
- 주식시장 단기 성과주의의 존재 여부 자체가 불확실한데도 이것이 손쉽게 비난의 대상이 되는 이유는 이를 통해 **이익을 얻을 수 있는 이해관계 집단**이 있기 때문임
- 모든 문제의 원인을 주식시장 단기 성과주의로 돌리면 더 좋은 해결 방안을 찾지 않게 되고, 특정 이해관계 집단이 원하는 **잘못된 해법을 채택할 위험**이 있음

□ Mark Roe 교수의 주제 발표(요약)은 **[별첨 3]**을 참고 바라고, 패널 세션 토의 내용(요약)은 **[별첨 4]**를 참고 바랍니다.

□ 세미나 녹화 영상을 아래의 Youtube 링크를 통해 시청 할 수 있습니다.

- Youtube 링크: <https://youtu.be/s3dTpNUg77U?si=LmffbZvXVNWPaTOx>

[별첨 1] 세미나 상세 일정

[별첨 2] 마크 로 (Mark Roe) 교수 프로필

[별첨 3] Mark Roe 교수 주제 발표(요약)

[별첨 4] 패널 세션 토의 내용(요약)

[별첨 1] 세미나 상세 일정

주식시장 단기성과주의에 대한 오해와 진실

(고려대학교 기업지배구조연구소 저명인사 초청 시리즈)

일시: 2025.7.3. (목) 16:00 - 17:40

발표: 마크 로 (Mark Roe) Harvard Law School 교수

장소: Zoom (사전등록 [링크](#))

주최: 고려대학교 기업지배구조연구소

일정:

16:00 - 16:05	환영 및 발표자 소개	사회자: 황준호 (고려대학교 경영대학 교수)
16:05 - 16:40	주제 발표	주식시장 단기 주의에 대한 오해와 진실 발표자: 마크 로 (하버드 대학교 로스쿨 교수)
16:40 - 17:40	패널 토론	사회자: 황준호 (고려대학교 경영대학 교수) 토론자: 김우찬 (고려대학교 경영대학 교수) 김형균 (차파트너스자산운용 본부장) 이남우 (한국기업거버넌스포럼 회장) 정지웅 (고려대학교 경영대학 교수) (가나다 순)

[별첨 2] 마크 로 (Mark Roe)

마크 로(Mark J. Roe)는 하버드 로스쿨(Harvard Law School)의 데이비드 버그 석좌교수(David Berg Professor of Law)로, 회사법과 파산법 분야의 세계적인 석학이다. 그의 대표적인 저서로는 Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance (Princeton, 1996)와 Missing the Target: Why Stock Market Short-Termism Is Not the Problem (Oxford, 2022)가 있다. 또한 그의 연구는 유수의 로리뷰 (Law Review)와 파이낸셜 타임스, 월스트리트 저널과 같은 주요 언론 매체에 게재되었다. 로 교수는 미국 예술과학아카데미(American Academy of Arts and Sciences) 회원이기도 하다.

[별첨 3] Mark Roe 교수 주제 발표(요약)

□ [두 가지 의미] 주식시장 단기 성과주의(short-termism)는 개념적으로 서로 다른 아래의 두 가지 문제를 초래하는 것으로 인식되고 있음

- **Type A:** 기업이 장기 이윤보다 단기 이윤을 우선시하는 문제 (이와 관련해서 실물 투자 감소, R&D 지출 감소, 자사주 매입에 따른 실물 투자 자금 부족 등을 지적)
- **Type B:** 기업이 사회적 가치보다 주주의 단기 이윤을 우선시하는 문제 (이와 관련해서 환경 파괴, 이해관계자 이익 침해, 금융위험으로 인한 경제 위기 등을 지적)

□ [개념상의 혼란] Type B의 문제는 엄밀히 말해서 **외부불경제(negative externality)**에서 비롯된 것이지만 단기 성과주의에서 비롯된 것이 아님

- **Exxon Mobil 등과 같은 에너지기업**이 온실가스를 배출하는 이유는 이로 인한 사회적 비용을 투자 결정에 고려하지 않는 외부불경제 문제 때문이지, 장기적 안목의 투자를 못 해서가 아님
- 이들 기업은 오히려 2050년의 사업환경을 전망하면서 투자를 결정할 정도로 매우 장기적인 안목을 갖고 있음

□ [증거 부족: 거시적 관점] Type A 단기 성과주의는 **거시적으로 볼 때 큰 문제라고 할 수 없음**

- 주식시장 단기 성과주의로 인해 어떤 상장 기업이 장기 프로젝트를 포기하면 주식시장 압력으로부터 영향을 받지 않는 **비상장기업**이 해당 장기 프로젝트에 투자할 것이기 때문에 경제 전체적으로 투자 감소가 발생하지 않기 때문임

□ [증거 부족: 개별 회사 단위 학술연구] 단기 성과주의가 과연 존재하는지에 대한 개별 회사 단위의 학술 연구는 50:50으로 그 결론이 나누어져 있으나, 단기 성과주의가 존재한다는 근거로 가장 널리 사용되는 Graham-Harvey-Rajgopal의 연구는 아래와 같은 **해석상의 문제**가 있음

John Graham, Campbell Harvey, Shiva Rajgopal, The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, 40 J. Acct. & Econ. 3, 49 (2005).

- **연구 결과:** 이익 변동성을 줄이기 위해서 기업가치를 어느 정도 포기할 의사가 있는지 미국 CFO를 대상으로 벌인 설문조사에 78%의 응답자가 그렇다고 응답
- **해석상의 문제점:** (1) 설문 대상자의 85%가 미응답자인데 이들은 주식시장 단기 성과주의를 심각하게 받아들이지 않는 CFO일 가능성이 큼, (2) 78%의 응답자 중 상당히(large) 또는 중간 정도(moderate)로 포기하겠다는 응답자는 25%에 불과함, (3) CFO들이 포기할 수 있다는 프로젝트가 모두 기업가치를 높이는 프로젝트라는 보장이 없음, (4) 프로젝트를 포기하면 근로자 해고될 수 있는데, 이에 따른 비난에서 벗어나기 위해 주식시장에 비난의 화살을 돌리려는 심리가 작용했을 것임

□ [증거 부족: 코로나 시점의 주가 움직임] S&P500 기업의 이익은 2020년 2분기에 심하게 감소할 것으로 전망되었고, 실제 크게 감소했지만, 같은 분기에 주가는 무려 25.5% 상승

- 이는 주식시장에서 주가가 지금의 이익만을 반영해서 결정되지 않고, 먼 미래 시점의 예상 이익도 반영해서 결정된다는 것을 효과적으로 보여줌

	이익 증가율 전망치 (%)	이익 증가율 실측치 (%)	S&P500 지수 증가율 (%)	실업률(%)
2020년 1분기	-7.0	-15.0	-20.0	3.5
2020년 2분기	-44.2	-31.6	25.5	14.7
2020년 3분기	-21.2	-5.7	7.9	10.2
2020년 4분기	-9.2	3.9	11.1	6.9

□ [단기성과주의에 대한 처방의 문제점] 단기 성과주의가 존재한다는 증거도 빈약하지만 이에 대한 처방에도 상당한 문제가 있음

- **주주 권한 약화:** 주주가 이어나 경영자와 비교해서 단기 성과주의에 더 취약하다고 볼 근거가 없으므로 올바른 처방이 아님 (CEO의 짧은 재임 기간, 단기성과에 연동된 임원 보상)
- **주식거래에 대한 과세:** 주가 움직임의 변동성을 오히려 높임
- **분기 보고서 폐지:** 정보 비대칭성을 높이고, 적정 주가 추정을 더 어렵게 함

□ [단기성과주의가 비난의 대상이 되는 이유] 주식시장 단기 성과주의의 존재 여부 자체가 불확실한데도 이것이 손쉽게 비난의 대상이 되는 이유는 다음 두 가지 때문임

- **특정 집단 이해관계에 부합:** 경영자, 이사, 종업원 입장에서 주식시장 단기 성과주의를 비난하는 것이 그들의 이해관계에 부합
- **심리적인 요인:** 심리적으로 많은 사람들이 장기는 좋고, 단기는 나쁜 것으로 받아들임

□ [단기성과주의 비난의 문제점] 모든 문제의 원인을 주식시장 단기성과주의로 돌리면 더 좋은 해결 방안을 찾지 않게 되고, 특정 이해관계 집단이 원하는 **잘못된 해법을 채택할 위험**이 존재함

[별첨 4] 패널 세션 토의 내용 (요약)

- [일반주주 단기성과주의 vs. 지배주주 사익편취] 우리나라 재계는 장기투자자인 지배주주를 단기 투기자본으로부터 보호해야 한다는 주장을 펼치지만 정작 해결해야 할 중요한 문제는 코리아 디스카운트의 원인인 **지배주주 일가의 사익편취 행위**임
 - 이를 해결하기 위해 **이사의 충실의무**를 강화하는 방법도 도움이 되겠지만 손해배상청구 소송에서 이사가 **실제 부담하는 배상금**이 작다면 그 효과가 크지 않을 것임 (Mark Roe)
- [지배주주는 진정한 장기투자자인가?] 우리나라 지배주주가 진정한 장기투자자라면 이 점이 KOSPI 상승률에 반영되어야 하는데 지난 수십 년간 **KOSPI 수익률은 다른 선진국 지수를 크게 낮았음**
 - 지배주주는 자신의 **책임을 회피하고, 지배권을 방어하기 위한 수단으로** 주식시장 단기 성과주의는 활용하는 것으로 보임
- [행동주의 펀드와 주식 가치] 행동주의 펀드가 기업의 주식 가치를 파괴하면서 단기 차익을 가져간다는 주장은 이론적으로 성립할 수 없음
 - 행동주의 펀드의 목적은 자본이득을 얻는 것인 만큼 투자 대상 **기업의 주식 가치를 파괴할 경제적 유인이 없음**
 - 기업의 주식 가치가 파괴되었음에도 누군가가 이를 더 비싼 가격에 매입했다면 이는 속아서 매입했다는 것인데 이렇게 **속는 매입자가 계속 나타난다는 가정은 매우 비현실적임**
- [행동주의와 자본 배치의 효율성] 행동주의 펀드의 인게이지먼트 활동은 투자 기회가 적은 대기업의 주주환원을 촉진하는데 이 자금이 투자 기회가 더 많은 벤처기업 등으로 이동하면 자본이 더 생산적으로 활용되어 결국 **경제 내 자본 배치의 효율성이 향상될 수 있음**
- [경영자 보상] 경영자가 장기적인 안목을 갖고 투자 결정에 임할 수 있도록 임원 보상을 설계해야 함
 - 예컨대, 5년간 **스톡옵션** 행사를 금지하는 방안, **현금 보너스**를 7년 후 총주가수익률에 연동시키는 방안, **보유 주식**을 수년간 매각하지 못하도록 하는 방안 등을 생각할 수 있음
- [경영자 단기성과주의] 우리나라 경영자의 단기 성과주의는 주식시장에 원인이 있기보다는 **급속한 경제 성장, 정치 불안정, 부패** 때문일 수 있음
 - 다른 선진국 기업을 모방하는 **추격 경제**에서는 장기적 안목의 투자가 필요 없을 수 있으나 그다음 발전 단계에서는 장기투자가 중요해짐 (Mark Roe)
- [바이아웃펀드] 바이아웃펀드도 경제 내 **자본 재배치의 효율성**을 높일 수 있고, **공개회사의 중요한 대안**이 될 수 있음
 - 펀드의 설정 기간, 회사 투자 기간 등을 고려할 때 **단기투자자로 볼 수 없으며, 일반적으로 투자 대상 회사의 가치를 높임**

- 하지만 예외적인 상황은 항상 발생하며, 바이아웃펀드 파트너도 일반회사 경영자와 마찬가지로 천사나 영웅일 것을 기대해서는 안 됨
- 바이아웃펀드 자금조달이나 사업 운영 방식에 대한 직접적인 규제는 효과가 크지 않을 것임
- 미국에서 굳이 새로운 규제를 도입한다면 **과도한 차입금에 대해서 소득공제 한도를** 설정하거나 **성과보수(carried interest)에 대한 현재의 저율 과세를** 시정하는 것임 (Mark Roe)