

한국기업의 소유와 경영의 분리 및 그 효과에 관한 연구

尹 桂 燮

.....《目次》.....	
I. 序論	III. 所有·經營의 分離와 財務意思決定
1-1. 研究概要	3-1. 代理費用과 投資決定
1-2. 研究의 方法 및 範圍	3-2. 代理費用과 最適資本調達決定
II. 所有·經營의 分離效果와 所有構造	3-3. 代理費用과 配當決定
2-1. 傳統的인 所有·經營의 分離理論	IV. 實證的 分析
2-2. Cubbin-Leech의 確率投票模型에 의한 所有構造理論	4-1. 假說의 設定
2-3. 代理理論에 의한 所有構造理論	4-2. 標本의 設計와 資料의 處理
	4-3. 分析方法 및 分析結果의 解釋
	V. 分析結果의 要約 및 結論

I. 序論

1-1. 研究概要

오늘날의 企業經營의 特徵中의 하나는 所有와 經營의 分離라 할수 있다. 이러한 所有와 經營의 分離는, 經營者의 意思決定機能과 株式所有者的 危險負擔機能이 서로 分離되어 專門化가 가능해 지도록 함으로써 生產效率의 증대에 큰 공헌을 하였다.

効率的 포트폴리오를 구성할 수 있는 株主들은 危險에 대하여 中立의 반면에 그렇지 못한 대부분의 經營者는 危險을回避하려고 한다. 또한 經營者는 企業의 内부사정에 대하여 株主보다 더 많이 알고 있으며 經營에 대한 專門的知識도 갖고 있다. 그러므로 이러한 상황에서는 經營者는 意思決定機能에, 株主는 危險負擔機能에 專門化하면 좀 더 効率的인 企業經營이 이루어질 수 있을 것이다.

그러나 이러한 意思決定權의 委任은 새로운 문제를 발생시킬 수 있다. 經營者는 株主에게 意思決定權을 위임받아 効率的인 자원배분을 위한 意思決定을 한다. 이러한 과정에서

筆者 : 서울大 經營大 教授

* 본 논문은 1988년도 아산문화재단 연구비 보조로 작성되었다.

** 본 논문의 작성에 도움을 준 許昌寧教授의 勞苦에 감사드린다.

經營者는 자신의 利益을 우선적으로 도모할 수 있기 때문에 株主의 利益과 상충이 되고 자원배분이 왜곡될 수 있다. 이렇게 企業과 관련을 맺고 있는 각 이해관계자들이 자신의 이익을 추구해 나가다보면 代理問題가 발생하게 되며 이것은 자원배분의 왜곡과 낭비를 초래하게 된다.

그동안 代理問題에 대하여 많은 研究가 행해졌다. Jensen & Meckling(1976)은 財務的代理理論의 시발점이 되는 論文을 발표하였고 Harris & Raviv (1979), Holmstrom 등은 경제학적인 代理理論을 발표하였다. 이들이 研究해온 代理理論은 현실에서 발생하는 많은 상황들(資本構造, 誘因制度, 會計變更에 대한 投資者들의 態度 등)에 대한 效果的인 解釋과 예측을 할 수 있는 理論이라고 할 수 있다.

그러나 그간 발전되어온 代理理論에 대한 研究는 그 가정이 타당한 경우에만 설득력이 있다. 代理理論의 중요한 가정중의 한 가지는 모든 사람은 이기적이고 합리적이라는 것이다. 그러나 현실에서 볼 때 모든 사람이 항상 이기적으로 행동하는 것은 아니며, 항상 합리적으로 행동하는 것도 아니다. 인간은 때로는 불합리한 행동을 할 수도 있으며, 최선의 대案을 선택하기 보다는 만족할만한 대案을 선택하려 한다는 것이 組織行動論등에서 현재 받아들여지고 있는 人間에 대한 認識이다.

또한 代理理論은 이론적 관점에서 보면 지나치게 정교한 수학을 이용하여 理論을 전개시켜 나감으로 인해 제한된 소수의 사람들만이 이해할 수 있게 되는 경향이 있다. 代理理論은 현실을 단순화시켜 설명함으로써 다소의 한계는 있지만 기업조직의 행태와 현실을 보다 기술적으로 설명해주고 예측해주는 좋은 수단이 되는 것은 틀림없다.

企業의 所有・經營의 分離가 企業成果에 미치는 效果에 대한 관심은 1932년 Berle-Means의 企業支配形態에 관한 最初의 研究 이래 최근에 이르기까지 많은 연구가 상반된 研究結果를 보여주면서 꾸준히 논의되어 오고 있다. 한편 Jensen-Meckling은 株主와 經營者, 債權者와 經營者間의 利害相衝關係를 代理契約(Agency contract)의 관점에서 理論화시키고 있는데, 企業을 統制하고 있는 所有經營者의 持分率이 감소하게 됨에 따라 代理費用(agency cost)의 증가로 企業의 價值가 감소할것이라고 주장하고 있다.

本 研究는 아직 所有經營者가 대부분을 차지하고 있는 우리나라 上場企業을 대상으로 所有와 經營의 分離過程에서 일어나는 經營管理上의 諸要因이 企業의 成果나 財務的 意思決定에 어떠한 영향을 미치는가를 분석해 보고, 이 결과를 代理理論의 관점에서 설명하고자 한다.

우리나라에서는 외국과 같이 이 분야의 研究가 활발하게 진행되고 있지는 않으나 資本市

場의 발달과 國民株普及에 따라 所有・經營의 分離가 지속적으로 이루어질 추세임을 고려해 볼 때, 所有權 分散效果에 대한 實證研究의 결과는 매우 의미있는 것으로 받아들여 질 수 있다. 특히 이러한 實證分析過程에서 부수적으로 우리나라의 所有權構造의 特성을 이해할 수 있을뿐 아니라 우리나라 고유의 經營實態를 파악할 수 있을 것이다.

1-2. 研究의 方法 및 範圍

本研究에서는 所有와 經營의 分離가 企業成果나 財務的 意思決定에 미치는 効果를 보기 위해 먼저 企業의 所有構造에 관련된 과거의 理論研究를 간단히 정리해 본다. 傳統의 인 企業所有構造理論에서 보면, 企業의 規模가 확대되고 막대한 生산설비와 인력이 요구됨에 따라 이러한 企業의 合理的 經營을 위해서는 專門의인 經營ability과 知識을 갖춘 專門經營者가 여러모로 필요하게 되고 이들이 社會를 지배한다는 뜻에서 經營者支配라고 하였다. 그러나 이같은 所有・經營의 分離에 대한 전통적인 經營理論은 Jensen-Meckling이 代理費用을 이용하여 企業의 所有構造를 설명한 이후, 代理費用을 뒷받침하는 많은 實證研究가 이루어짐으로써 미시적인 관점에서는 사실상 그 설득력이 의문시되고 있다.

여기에서는 이러한 맥락에서 所有・經營의 分離效果를 代理費用의 관점에서 살펴보고, 실제로 企業支配에 필요한 株式所有持分率의 산출을 가능케 하는 確率投票模型(probability voting model)을 소개한다.

實證的研究로는 企業의 所有構造에 대한 파악이 상대적으로 가능한 우리나라의 上場企業을 대상으로 다음과 같은 절차에 따라 분석한다. 기본적으로 “企業의 所有와 經營이 分離될수록 目標의 分散과 統制의 損失(control loss)등의 代理費用이 증가하여 보다 낮은 企業價值의 極大化를 추구한다”는 假說을 설정하고 이를 세부적인 假說로 나누어 統計的 檢定을 실시한다.

- 1) 企業의 支配形態에 따른 成果의 差異를 보기 위해 ‘大株主 1人 持分率’을 기준으로 經營者支配企業(manager-controlled firm, MCF) 集團과 所有者支配企業(owner-controlled firm, OCF)集團으로 나누어 成果變數를 比較・分析한다.
- 2) 標本企業 전체를 대상으로 所有經營者の 1人持分率의 변화가 資本調達, 配當決定等의 財務的 意思決定에 미치는 영향을 분석한다.
- 3) 經營者와 株主間에 代理問題를 해결하기 위한 經營者 報償契約體系가 所有權에 따른 配分의 形태로 이루어지고 있는가를 검정한다.
- 4) 이 밖에도 所有構造에 대한 企業의 規模效果를 보기 위해서 각 분석모델에 規模變數를 추가시켜 분석한다.

5) 이 밖에 우리나라 上場企業 中 큰 비중을 차지하고 있는 동시에 기업의 경영관리적 측면에서 일반기업들과는 구별되는 재벌기업의 소유권구조, 경영성과 및 財務意思決定을 같은 방법으로 분석한다.

II. 所有・經營의 分離效果와 所有構造

2-1. 傳統的인 所有・經營의 分離理論

傳統的인 所有構造理論에서는 企業의 所有構造 및 組織形態는 企業의 內的・外的 環境의 변화에 따라 生産과정에서 발생하는 諸費用을 가장 効率的으로 統制할 수 있도록 決定된다고 본다. 근대기업조직의 형성과 발전에 관한 대부분의 研究는 이러한 관점하에서 이루 어져 왔다. Berle-Means (1932)는 大企業 所有構造의 特徵을 다음과 같이 認識하였다.⁽¹⁾

“經濟적 권한과 재무적 권한이 점차 소수의 전문경영자 집단에 집중되고 있는데, 이들은 영향력을 행사할 수 있을 만큼의 지분을 갖고 있지도 않으며, 이전까지 목사적으로 인정되어 왔던 소유자의 정당한 권리와 이해관계를 충족시켜야 한다는 전통적 제약에서도 기본적으로 자유롭다.”

위와같은 현대 企業組織에서의 ‘所有와 支配의 分離’를 Chandler (1977)는 大企業發展에 따른 專門經營構造의 발전과정에 초점을 두어 분석하였다.⁽²⁾ 그는 資本과 金融・企業의 規模 및 기술의 복잡성 그리고 시장에서의 경쟁등을 중시하였는데, 民間資本市場에서의 資本調達이 용이한 美國에서는 창업초기단계에서의 창업자와 재정후원자의 강력한 역할에도 불구하고, 企業의 成功은 專門經營者를 중심으로 한 大規模組織의 노력과 시장경쟁에서의 승리에 기인한다고 주장한다.例를 들어 企業規模 및 資本集約度의 증가는 정교한 會計技法과 統制技法의 개발을 초래했는데 이로부터 經營者階層과 그들의 역할이 확립될 수 있었다. 또한 시장에서의 경쟁이 심화될수록 기술혁신에 의한 기술의 복잡성이 증가하는데 이는 전문적 기술을 중심으로 하는 專門經營體制의 기반이 된다는 것이다. 결국 企業規模의 확장에는 大規模 資本이 소요되기 때문에 持分의 所有가 크게 分散되며, 이와 함께 업무가 복잡해지고 기술수준이 높아지므로 專門化된 經營構造를 갖춘 公開株式會社 形態의 組織을 도입하게 된다는 것이다.

(1) Berle, A.A. and G.C. Means, “The Modern Corporation and Private Property”, New York: Macmillan. 1932.

(2) Chandler, A.D., The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business, Harvard, University, 1977, pp.9-10.

所有와 支配의 分離에 대한 최초의 實證研究 역시 Berle-Means에 의해 이루어졌다.⁽³⁾ 그들은 支配를 企業의 主要 意思決定에 영향을 줄 수 있는 潛在的 統制力으로 파악하여 企業의 所有形態에 따라 다음의 다섯 가지 集團으로 분류하였다.

- 私的 支配(private control) : 80% 이상의 持分이 1인 또는 단일집단에 集中되어 所有와 支配가 일치되는 企業
- 절대다수에 의한 支配(majority control) : 50%~80% 이상의 持分이 1인 또는 단일집단에 集中되어 企業의 主要意思決定이 그에 의해 좌우되는 企業
- 법적 장치에 의한 支配(legal device)에 의한 支配 : 1인 또는 단일집단이 지분의 다수를 차지하지는 못하지만 持株會社, 無議決權株式 등을 이용해 多數支配와 같은 수준의 支配력을 행사할 수 있는 企業
- 少數에 의한 支配(minority control) : 1인 또는 단일집단이 20%~50% 수준의 持分밖에 所有하지 못하지만, 主要意思決定을 統制할 수 있는 企業
- 經營者支配(management control) : 어느 個人, 또는 集團도 企業의 주요의사결정을 統制할 수 있을 만큼의 持分을 所有하지 못하여, 意思決定權이 경영자에게 集中되어 있는 企業

이러한 분류를 이용해 미국이 200개 企業을 분석해 본 결과, 88개의 企業이 經營者支配形態 企業이었고, 단지 22개 企業만이 단일개인 또는 집단이 절대적(80% 이상)인 持分을 갖고 있었다.

이로부터 그들은 다음과 같은 結論을 얻었다.

- ① 株式所有의 分散 정도는 계속 심화되고 있다.
- ② 株式議決權 행사를 통해 企業의 意思決定을 支配할 수 없을 정도로 株式所有가 分散되고 있다.
- ③ 經營者支配形態의 企業에서는 株主의 이해와 相反된 意思決定이 일어날 수 있다.

위와 같은 Berle-Means의 研究는 현대 企業에 있어서의 所有와 支配의 分離를 처음으로 규명했다는 점에서 큰 의의를 갖지만, 그들의 支配에 대한 개념의 모호성으로 인해 그 이후 계속 論爭의 촛점이 되어 왔으며, 그에 대한 많은 研究가 이루어져 왔다.

Lerner(1970)는 Berle-Means가 小數에 의해 支配되는 企業과 經營者支配企業을 구분하는 기준이 1929년 Stanford Oil의 委任狀분쟁(proxy fight)에 대한 事例를 근거로 임의로 정해

(3) Berle, A.A. and G.C. Means, op. cit.

졌기 때문에, 실제보다 높을 수 있다는 점에 주목하였다.⁽⁴⁾ 그는 經營者支配企業을 식별하는 最大持分比率의 임계치를 10%로 가정하여 Berle-Means의 假設을 1963년 미국의 200大企業을 대상으로 분석하였다. 그 결과 161개企業이 最大株主의 持分比率이 10% 미만인 經營者支配形態의企業이었고, 단지 8개의企業만이 多數支配形態企業으로 분류될 수 있었다. 따라서 株式所有의 分散과 그에 따른 所有와 支配의 分離가 더욱 심화된다는 Berle-Means의 假說을 입증할 수 있었다.

TNEC(Temporary National Economic Committee)의 研究에서는⁽⁵⁾ 所有와 支配의 分離보다는 支配力의 集中程度에 초점을 두어 研究를 진행하였기 때문에 Berle-Means와 달리 企業의 支配力이 금융기관등 他企業에 集中된 경우도 고려할 수 있었다. 또한 持分率 이외의 다른 요소도 支配力集中程度를 파악하는데 이용하였다. 그 결과, 200個企業中 61個企業에서 支配力의 集中을 발견할 수 있었고 그 集中程度도 산업별로 큰 차이가 있음을 입증할 수 있었다.

그리나 Burch(1972)는 단일집단이 비록 10%미만의 持分밖에 가질 수 없더라도 企業의 나머지 持分의 所有가 극히 分散되어 있거나, 단일집단이 企業의 理事會 등을 거의 장악하고 있을 경우에는 이들이 企業의 意思決定을 支配할 수 있다는 점에 주목하여 500大企業을 대상으로 實證分析하였다.⁽⁶⁾ 그 결과 대상기업의 41% 정도의企業만이 經營者支配形態의企業으로 분류할 수 있다는 결과를 얻었다. 즉, Larner의 研究와는 달리 株式所有의 分散과 그에 따른 所有와 支配의 分離가 계속 심화되고 있다는 Berle-Means의 假設을 지지하는 研究結果를 얻지 못한 것이다.

Zeitlin(1974)은 구체적 所有權構造 또는 企業間의 利害關係(intercorporate relationships)를 이용해 특정집단이 자신의 목적을 企業內에서 달성할 수 있다면 그 집단이 企業內에서 支配力を 갖고 있는 것으로 보아야 하기 때문에, Berle-Means와 같이 最大持分率만을 이용해 企業支配력을 파악하는 것은 많은 한계가 있다고 주장한다.⁽⁷⁾ 그대신 그는 각 企業의 特殊性, 특히 금융기관등 關係企業과의 이해관계를 고려할 수 있는 事例分析이 持分率과 함께 고려되어야 함을 강조했다.

-
- (4) Larner, R.J., *Management Control and the Large Corporation*. Cambridge, Mass: Dunellen, 1970, pp.9-24.
- (5) TNEC, "The Distribution of Ownership in the 200 Largest Nonfinancial Corporations", Monograph No. 20. United States, Government Printing Office, Washington. 1940.
- (6) Burch, P.H., *The Managerial Revolution Reassessed*, (Lexington, Mass: Heath), 1972, pp.101-102.
- (7) Zeitlin, M., "Corporate Ownership and Control: the Large Corporation and the Capitalist Class", *American Journal of Sociology*, 1974, p.1091.

위와같은 입장에서 Nyman-Silberston(1978)은 英國의 大企業을 중심으로 실증분석을 하였는데⁽⁸⁾, Berle-Means의 假說과는 달리 비록 단일집단의 所有持分率이 10% 미만인 경우에도 企業의 意思決定은 단일집단에 의해 크게支配되고 있으며, 그 단일집단의 類型(家族, 他企業, 금융기관) 및 產業에 따라 그 支配力은 差異을 가질 수 있다는 것을 발견하였다.

그러나 위와같이 Berle-Means의 假說을 비판하는 研究들이 많다고 해서 Berle-Means 研究의 타당성이 부정되고 있는 것은 아니다. 단지 Berle-Means가 제시한 研究結果로부터 그의 假說을 입증할 수 없다는 것만을 알 수 있을 뿐이다.⁽⁹⁾

이상의 實證研究의에도 支配形態에 대해 최근까지 활발하게 研究가 이루어져 오고 있는데, 支配形態에 대한 區分은 일반적으로 고정된 기준보다는 標本企業의 特性이나 企業, 產業特性에 따라 약간씩 차이를 보이고 있고, 國제적으로 이러한 연구가 진행됨에 따라 國家나 文化的 特性에 따라 차이를 나타내고 있는 실정이다.

2-2. Cubbin-Leech의 確率投票模型에 의한 所有機造理論

Berle-Means 이후의 所有와 支配의 分離에 대한 研究는 앞에서 보는바와 같이 企業의 支配類型을 단순히 所有者支配와 經營者支配로 2分하여 분석하였으며, 企業의 意思決定에 대한 支配力은 離散的 성격을 띤 변수로 파악하였다. 또한 支配力의 集中을 持分率 크기에 의해 파악할 뿐, 나머지 株主持分의 분포는 전혀 고려하지 않고 있다. 그러나 실제적으로 10%이상의 持分이 단일집단(개인)에 集中되지 않더라도 株주의 담합을 통해 의결권을 행사함으로써 企業의 意思決定에 영향력을 미칠 수 있다.

이러한 담합의 가능성은 고려할 경우, 企業에 대한 支配力은 離散的이라기 보다는 連續的性格을 갖게 되며, 最大株주의 持分率뿐 아니라 殘餘株주의 持分分布도 매우 중요한 의미를 갖게 된다. 따라서 지금까지 살펴본 Berle-Means 이후의 研究는 많은 한계를 갖는다.

Leech[1983, 1984, 1987a, 1987b]는 既存研究의 이와같은 문제점에 주목하여 企業의 支配類型을 支配力의 集中뿐아니라 支配力의 水準(degree of control)도 고려하여 분석하였다.⁽¹⁰⁾ 그는 支配力의 集中을 經營參與를 기준으로 内部·外部支配로 구분하였는데, 經營에 참여하지 못하는 外部支配(external control)는 他株주의 행동 및 環境의 不確實性으로 인해 内

(8) Nyman, S., and A. Silberston, "The Ownership and Control of Industry", Oxford Economic Papers, 1978, pp.74-101.

(9) ibid, p.30.

(10) Leech, D. "Ownership Concentration and the Theory of the Firm: A Simple-Game-Theoretic Approach", Journal of Industrial Economics, March, 1987, pp.225-226.

内部支配(internal control)에 비해 支配力의 수준이 낮다. 따라서 支配力의 수준과 支配力의 集中은 獨立적이라 할 수 없다. 또한 支配集團이 자신의 목적을 企業의 意思決定過程에서 달성할 수 있는 수준으로 정의되는 支配力水準은 단일집단이 과반수 이상의 持分을 보유하지 못하는 경우에는 他株主의 議決權行使에 대한 不確實性으로 인해 연속적 성격을 갖게 된다.⁽¹¹⁾

이와같은 논리 하에 Cubbin과 Leech는 少數에 의한 支配와 經營者 支配를 구분하는 統制持分比率의 임계치를 持分所有의 분포와 最大株主가 목표로 하는 支配力 水準을 고려하여決定하는 확률적 의결권 행사모형(probabilistic voting model, PVM)을 도출하였다.

PVM의 도출과정과 내용을 보면 다음과 같다.⁽¹²⁾

이) 이론에 필요한 假定은

1) 最大株主가 의결권을 행사할 확률은 1이며, 나머지 株主가 의결권을 행사할 확률은 π 로 일정하다.

2) 最大株主 이외의 株主가 最大株主의 제안에 찬성할 확률은 1/2로 일정하다.

3) 各 株主는 獨立적으로 의결권을 행사한다. 즉, 의결권 행사에 他株主의 행동을 고려하지 않는다.

그리고 이때 필요한 기호는 다음과 같다.

T : 總 株式數

S_i : 株主 i 의 持分 ($i=1, \dots, N$)

S_1 : 最大株主의 持分

P_i : 株主 i 의 持分率

P_1 : 最大株主의 持分率(단, $P_1 > P_2 > \dots > P_N$)

π_i : 의결권 행사확률

X_1 : 最大株主의 제안에 대한 株主 1의 찬성을

m : 最大株主의 제안에 대한 總株主의 찬성을

H : Hirshman-Herfindahl 지수

α : 最大株主의 目標支配力 水準($0 \leq \alpha \leq 1$)

P^* : 統制持分比率

(11) Cubbin J. and Leech D., "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement" The Economic Journal. June. 1983, pp. 353-356.

(12) Cubbin J. and Leech D. ibid. 1976, pp.353-356.

最大株主의 제안에 대한 찬성률 x_i 는 만약 株主 i 가 반대할 경우에는 隱의 欲을 가지므로 x_i 의 표본공간은 $\{S_i, 0, -S_i\}$ 이고 이때의 확률은 각각 $\{\pi/2, 1-\pi, \pi/2\}$ 이다. 따라서 $E[x_i] = 0$ 이고 $E[x_i^2] = x_i S_i^2$ 이다.

最大株主의 제안에 대한 總株主의 찬성을 m 은

$$m = P_1 + \sum_{i=2}^N x_i$$

이다. 가정에 의해

$$E[m] = P_1$$

$$\sigma^2 = \sum_{i=2}^N E[x_i^2] = \pi \sum_{i=2}^N S_i^2$$

이다. 이제 $Y = \sum_{i=2}^N S_i$ 로 놓으면, Y 는 기대값이 0이고, 分散은 $\sigma_y^2 = \sum_{i=2}^N \sigma_i^2$ 이다. 또 N 은 충분히 큰 수이므로, Y 가 정규분포를 이룬다고 가정하자. 여기서 구하려고 하는 統制持分率 (controlling shareholding) P^* 는 最大株주가 의결권행사를 통해 企業의 主要意思決定에 대한 目標支配力 水準 α 정도의 支配力を 획득할 수 있는 持分比率의 임계치이므로

$$\text{Prob}\left[P^* + \frac{Y}{T} > 0\right] = \alpha \quad (1)$$

를 만족한다. 즉, 最大株주가 統制持分率 P^* 만큼을 持分으로 보유할 때, 그의 제안에 대한 지지가 과반수를 넘을 확률이 目標支配水準 α 이어야 하는 것이다.

Y 를 正規화할 변수를 Z 라 하면,

$$Z = \frac{Y}{\sigma_y}$$

이다. 식 (1)에서 $\text{Prob}[Y > -P^*T] = \alpha$ 으로, Z_α 가

$$\text{Prob}[Z > -Z_\alpha] = \alpha \quad (\text{단, } Z_\alpha = P^* \frac{T}{\sigma_y})$$

를 만족하는 임계치라 하면, 統制持分率 P^* 는 다음과 같이 구할 수 있다.

$$P^* = Z_\alpha \frac{\sigma_y}{T} = Z_\alpha \left[\pi \sum_{i=2}^N P_i^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (2)$$

식 (2)에서 구한 統制持分率 P^* 는 모든 株주의 持分率에 대한 정보를 필요로 하므로 非效率的이다. 이제 企業의 持分所有分布의 集中度를 나타내는 Hirshman-Herfindahl지수(H)를 이용해 좀더 效率的인 方法을 모색해 보자. $H = \sum_{i=2}^N P_i^2$ 으로 最大株주의 제안에 대한 지지율 Y 의 分散을 H 를 이용해 표현하면

$$\sigma_y^2 = \pi(H - P_1)^2$$

이다. 따라서 統制持分率 P^* 는

$$P^* = Z_a [\pi \sum (H - P_1)^2]^{\frac{1}{2}} \quad (3)$$

으로 나타낼 수 있다. Hirshman-Herfindahl 지수는 總株主數 N 보다 작은 임의의 株主數 n 에 대해

$$\sum_{i=1}^n P_i^2 < H_n < \sum_{i=1}^n P_i^2 + (1 - C_n) P_n \quad (4)$$

$$\text{단, } C_n = \sum_{i=1}^n P_i$$

을 만족한다. 즉, Hirshman-Herfindahl 지수의 하한은 $\sum_{i=1}^n P_i^2$ 이며, 그 상한은 $\sum_{i=1}^n P_i^2 + (1 - C_n) P_n$ 으로 정해진다. 여기에서 상한은 持分의 분포가 가장 集中되어 있을 경우를 가정했을 때 얻어지며, 하한은 持分의 분포가 가장 分散되었을 경우를 가정하여 도출한 것이다. 일반적으로 Hirshman-Herfindahl 지수의 하한과 상한의 차이는 크지 않으므로 이 값들을 식 (3)에 대입하여 統制持分比率 P^* 를 얻을 수 있다.

Cubbin-Leech는 Hirshman-Herfindahl 지수의 위와 같은 특성을 이용해 上位 20위까지의 持分率을 이용해 統制持分比率 P^* 를 도출하였다. 이때 最大株主의 持分 P_1 이 P^* 보다 크면 이 企業은 少數에 의한 支配形態의 企業이며, 그렇지 않은 경우에는 ‘經營者支配’ 形態의 企業이라 할 수 있다. 이는 $P_1 < P^*$ 이면 各 株主間에 아무리 완전한 담합이 이루어지더라도, 最大株主가 企業의 主要意思決定에 영향을 미칠 수 없으므로 經營者가 企業의 支配權을 장악할 수 있기 때문이다.

Cubbin-Leech는 위와 같은 기준에 따라 英國 企業의 所有構造를 분석하였는데, 各 企業의 統制持分比率 P^* 는 당해 企業의 持分分布에 따라 많은 차이를 갖고 있음을 보였다.⁽¹³⁾ 따라서 企業所有構造에 대한 既存의 研究가 임의의 持分比率을 임계치로 하여 企業을 所有者支配形태와 經營者支配形態로 구분한 것은 심각한 문제점을 갖고 있음을 알 수 있다. 또 統制持分比率 P^* 와 最大持分比率 P_1 을 이용해 企業의 支配形態를 分류하였을 때, 既存의 研究와는 상당히 상이한 分류형태를 얻을 수 있었다.

Leech(1984, 1987)은 위와 같은 방법으로, 앞에서 고찰한 Berle-Means와 TNEC의 研究를 재검토하였는데, 두 경우 모두 Berle-Means와 TNEC의 研究結果를 지지하지 않는 결과를

(13) Cubbin J. and Leech D., op. cit., 1983, pp.363-366.

얻었다.

2-3. 代理理論에 의한 所有構造理論

經濟組織에 있어서의 일반적인 委任者-代理人模型(Principal-Agent Model)과는 달리, 財務理論에서는 조직의 契約環境, 契約技術(technology of contracting) 및 代理人의 統制手段이 조직의 效率性에 미치는 영향에 초점을 둔, 實證론적 입장에서 많은 研究가 이루어져 왔다. 따라서 財務理論에서는 企業에 生產要素를 제공하는 主要 經濟主體—株主, 債權者, 經營者—들 사이의 이해상충에서 발생하는 代理費用의 본질과 그 발생원천을 主要經濟主體間의 이해관계를 중심으로 분석하여 그 해결방안을 찾는 研究가 그 대부분을 차지한다. 본 절에서는 代理費用의 본질에 대해 살펴본 후 각 經濟主體의 이해관계를 중심으로 代理費用의 주요 발생원천을 정리한 다음 内的・外의 統制매커니즘에 의한 代理費用의 해결방안에 관한 그간의 研究를 정리해 보고, 代理費用을 이용하여 企業의 所有構造를 설명한다.

(1) 代理費用의 本質

일반적으로 委任者-代理人 關係가 經濟主體間의 利害相衝을 수반하여 *代理問題가 발생할 경우, 계약당사자는 契約의 이행에 대한 보증・감독을 통해 代理費用을 감소시키기는 여러 가지 활동을 한다. 이때 委任者는 代理人으로 하여금 자신들의 이해에 상반된 행동을 하지 못하도록 監視活動(monitoring activity)을 하게 되며, 代理人은 자신들이 委任者에게 피해를 입히지 않겠다는 보증을 하기 위한 활동(bonding activity)을 하게 된다. 감독활동이나 보증활동은 필연적으로 費用을 수반하기 때문에 이러한 행동에 수반하는 費用을 監視費用(monitoring cost), 保證費用(bonding cost)이라고 한다.⁽¹⁴⁾ 監視費用은 經營者의 행동을 관찰하고 成果를 평가하며, 이에 의해 報償하는 것뿐만 아니라, 代理問題解決을 위한 여러 제도들을 유지, 수행하는 데 수반되는 모든 費用을 포함하는 개념이다.

保證費用은 代理人이 委任者의 입장에서 最適意思決定를 하리라는 것을 자발적으로 보증하기 위해 지불되는 費用이다. 그러나 이러한 감독 및 보증활동은 이들의 限界費用이 代理問題의 완화에서 일어지는 한계이익과 같아지는 수준까지 행해질 때 最適이기 때문에, 委任者와 代理人 間의 契約은 最適으로 집행되지만 완전히 실천되는 것이라고는 볼 수 없다. 이렇게 감독・보증활동이 존재함에도 불구하고 契約이 불완전하게 이행됨으로써 발생하는 經濟主體의 機會損失을 殘餘損失(residual loss)이라고 한다. 따라서 代理人 費用은 위에서 언급한 監視費用, 保證費用 그리고 殘餘損失의 合計로 정의된다. 또한 代理費用은 株主, 債權者, 經營者 사이의 갈등을 중심으로 분석될 수 있다. 持分의 代理費用

(14) Jensen M.C. and Meckling W.H. op. cit., 1976, pp.308-310.

(agency cost of equity)이란 總代理費用中에서 經營者와 株主間의 이해갈등 문제에 기인하는 부분을 말하며, 이것은 經營者の 持分比率이 낮을수록 증가한다고 볼 수 있다. 왜냐하면 합리적 經濟主體는 限界費用과 限界收益이 일치하는 수준에서 意思決定을 하는데, 經營者の 所有株式 持分率이 낮으면 낮을수록 經營權의 남용에서 초래되는 企業價值減小에 대한 經營者の 限界費用이 낮아지므로, 經營者が 最適이 아닌 意思決定을 하게 될 動機가 커지기 때문이다. 負債의 代理費用(agency cost of debt)은 債權者와 株主間의 이해상충 문제에 기인한 費用이다. 負債의 代理費用은 企業의 레버리지가 높아질수록 증가한다고 볼 수 있는데, 이는 레버리지의 증가는 企業의 危險을 증가시켜 債權者로부터 株主로 富를 재분배하기 때문이다.

지금까지 살펴본 代理費用이 누구에게 전가되는지 생각해 보면 모든 代理費用은 대리인인 경영자가 부담하게 된다. 왜냐하면 앞의 委任者-代理人模型에서 살펴보았듯이 代理問題의 解는 合理的 經濟主體의 行동에 대한 예측에 근거하여 얻어진 事前의 의미의 最適解이기 때문이다. 예를 들어 外部株主는 經營權 남용등에 의한 企業價值의 감소를 예측해서 企業價值의 평가에 반영하게 된다. 따라서 經營權 남용등에 의한 企業價值의 감소는 모두 内部株主 또는 所有經營者가 부담하게 된다.

(2) 代理費用의 發生源泉

企業에 生產要素를 제공하는 各 經濟主體는 상호간에 多面的 契約을 맺고 있기 때문에企業에서 발생하는 代理費用의 발생원천은 여러 측면에서 설명될 수 있다. 여기서는 대부분의 研究에서 가장 비중있게 다루어지는 經營者와 株主間, 株主와 債權者間의 이해관계를 중심으로 代理費用의 발생원천을 살펴보면 다음과 같다.

i) 經營者와 株主間의 蔴藤

經營者は 자신의 人的資源을 特定企業에 유한기간동안 投資한 것으로 파악될 수 있기 때문에, 經營者の 行동양식은 株主의 行동양식과 여러 측면에서 구별된다. 여기에서는 兩者의 利害相衝의 源泉을 다음의 네 측면으로 나누어 설명한다.⁽¹⁵⁾

첫째, 企業의 持分을 일부만 所有하거나 전혀 所有하지 않는 經營者は, 株主의 이해보다 자신의 이해를 우선하여 意思決定을 하기 때문에, 자신의 지위를 이용한 經營權 남용을 통해 부당하게 부수입을 도모하거나 最適以上의 非金錢的 利益(non-pecuniary benefit)을 추구한다.⁽¹⁶⁾ 이것은 經營者が 企業의 지분을 α ($0 \leq \alpha \leq 1$) 만큼 所有한다면, 經營者は 자신이 향

(15) Fama, E.F., "Agency Problems and the Theory of the Firm." JPE, April, 1980, pp.288-307.

(16) Jensen M.C. and Meekling W.H., op. cit., 1976, pp.312-319.

유하는 非金錢的 利益에 수반되는 費用中 α 만큼만 부담하고, $1-\alpha$ 는 모두 株主가 부담하기 때문이다. 따라서 經營者의 持分比率이 낮을수록 비금전적 이익에 대한 經營者의 지출은 증가하게 된다.

둘째, 企業經營에는 經營者의 많은 時間과 努力의 투입이 필수적이지만, 經營者는 株主와 달리 자신의 노력이나 시간의 투입에 적접적인 非效用을 갖기 때문에, 가능한 한 많은 노력과 숙고를 필요로하는 경영활동을 피하려 할 것이다. 반면에 經營者의 남은 노력투입은 기업가치를 증가시켜 株主의 후생을 증진시키므로, 경영자의 노력회피성향은 궁극적으로 기업의 가치를 감소시키는, 주주의 이해에 역행하는 행동유형인 것이다.

세째, 經營者는 자신의 고유한 人的資源을 特定企業에 投資한 것으로 생각할 수 있기 때문에 株主와는 달리 자신의 위험을 여러 資產에 분산시킬 수 없다. 따라서 經營者는 株主보다 더욱 높은 위험을 부담하게 되므로 經營者는 자신이 부담하는 위험에 대해 株主보다 더 높은 報償을 필요로 한다. 株主와 經營者 간의 위험에 대한 노출정도가 다르기 때문에 기업의 가치를 증가시킬 수 있는 위험있는 투자안에 대해 서로 상이한 입장을 갖게 된다.

네째, 經營者の 고유한 人的資源은 有限性을 갖고 있는 반면 영속적 실체인 기업에 대한 殘餘財產請求權을 갖고 있는 株主는 株式을 양도하지 않는 한 기업과 영속적 이해관계를 갖는다. 이와 같은 기업에 대한 이해관계 존속기간의 차이는 투자안의 미래 현금흐름에 대한 경영자와 주주간의 평가를 다르게 하여, 兩者사이에서 발생하는 代理費用의 한가지 원천이 될 수 있다.⁽¹⁷⁾

ii) 株主와 債權者間의 갈등

비록 經營者가 완전한 代理人으로서 株主의 富를 極大化하는 意思決定을 하더라도, 企業에 危險한 負債(risky debt)가 존재하여 株主와 債權者 사이의 陰性的 報償(side payment)이 불가능한 경우에는 株主의 富를 極大化하는 生產계획이 債權者의 富를 감소시킬 수 있다. 이 때문에 株主와 債權者 사이에는 代理問題가 발생한다. 兩者間의 이해관계의 갈등 원인으로 다음 4가지를 들 수 있다.⁽¹⁸⁾

첫째, 企業이 사채를 발행하고 그 가격이 현 配當政策을 유지한다는 가정하에 형성되었다면, 企業이 投資額을 감소시키거나 또는 負債發行을 통해 조달된 자금으로 배당을 증가

(17) Jensen, M.C. and W.H. Meckling, "Rights and Production Functions: An Application to Labor-managed Firms and Codetermination", Journal of Business, October, 1979, pp. 469-506.

(18) Smith C.W. and Warner J.B. "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants." JFE, June. 1979, pp. 118-119.

시킨다면 결국 그만큼 社債의 價值는 감소하게 된다. 극단적으로 企業이 모든 자산을 처분하여 그것을 모두 株主에게 배당으로 지급한다면, 債權者의 企業資產에 대한 請求權은 아무런 價值를 갖지 못하게 된다. 따라서 배당지급에 대한 株主와 債權者의 利害相衝이 존재한다.

둘째, 企業이 발행한 負債의 價格은 企業이 더 이상의 負債를 발행하지 않는다는 가정하에決定된다. 그러나 企業이 資產 請求權의 우선순위가 기존負債와 동일하거나 높은 새로운 負債를 발행한다면 기존 자체의 價值는 감소하게 된다. 따라서 企業이 추가로 負債를發行하게 되면 기존 債權者的 請求權이 희석화(claim dilution)되기 때문에 株主와 債權者의 입장이 상충될 수 있다.

세째, 企業이 낮은 危險의 投資案을 높은 위험의 投資案으로 대체함으로써 株主는 債權者富의 감소를 통해 자신의 富를 증가시킬 수 있다. 이러한 投資案代替에 의해서 債權者로부터 株主로의 富의 移轉效果(wealth transfer effect)는 옵션의 價格決定模型을 이용해 다음과 같이 설명할 수 있다. 企業資產에 대한 殘餘請求權인 株式은 負債의 단기일에 負債의額面價値로 企業全體를 매입할 수 있는 유럽형 콜-옵션(European Call Option)의 성격을띠고 있으므로, 株式的 價值는 기초자산인 企業의 미래 현금흐름의 分散이 커질수록 증가한다. 따라서 株主는 危險이 큰 投資案에 投資함으로써 債權者の 희생하에 자신의 富를 증가시킬 수 있다.

그러나 危險의 정도가 다른 두 投資案의 價值가 동일하다면, 이성적인 債權者は 株주의 이러한 의도를 미리 파악하여, 企業이 높은 危險의 投資案에 投資하리라는 전제하에 負債의 價值를 평가함으로써 자산대체로 인한 손실을 피할 수 있다. 그러나 危險이 높은 投資案의 價值가 낮은 경우에는, 債權者は 株주의 資產代替動機를 고려하여 株주의 선택에 관계없이 항상 낮은 가격을 제시한다. 이러한 企業價值의 하락이 株주가 負債를 조달하는 경우에 부담하는 代理費用이다.

네째, 負債가 없는 企業에서는 企業價值極大化를 위해 純現在價値가 0보다 큰 모든 投資案에 投資하지만, 負債가 존재하는 企業에서는 純現在價値가 負債의 額面價를 초과하는 投資案만을 선택하게 된다. 따라서 負債가 존재하는 企業에서 經營者は 純現在價値가 0보다 크지만 負債의 額面價보다 낮은 投資案은 선택하지 않는다. 그러나 채권자는 이같은 非最適 投資決定을 예상하여 負債價格決定에 반영하므로 非最適 投資決定에 기인한 代理費用은

(19) Barnea A., Haugen R. and Senbet L., "Market Imperfection. Agency Problems and Capital Structure: A Review," Financial Management, Summer pp.9-10.

모두 株主가 부담하게 된다.⁽¹⁹⁾

(3) 代理問題의 解決方案

위에서 살펴 본 바와 같이 다양한 원천에서 발생하는 代理問題는 經營者人力市場(management labor market), 資本市場, 企業經營權市場(market for corporate control)등의 市場 메커니즘이나 契約技術等의 内部 統制메커니즘에 의해 해결될 수 있다.⁽²⁰⁾ 여기서는 代理問題를 해결할 수 있는 市場메커니즘과 内部 統制메커니즘을 설명하고자 한다.

1) 市場메커니즘

i) 經營者人力市場

經營者가 企業에 投資한 인적자원의 價值를 經營者人力市場에서 企業의 成果에 따라 평가하게 된다면, 經營者人力市場이 效率的이어서, 經營者의 契約에서 이탈된 행동에 기인한 企業價值의 감소를 經營者의 未來報償契約에 반영하는 급료조정과정(wage revision process)을 완전히 수행할 수 있다면 經營者로 하여금 株主의 富를 極大化하는 最適意思決定을 유도할 수 있다.⁽²¹⁾

그러나 經營者人力市場을 이용해, 代理人問題를 해결하는데는 다음과 같은 장애요인이 존재한다. 첫째, 經營者の 정년이 얼마 남지 않거나, 미래의 報償減小에 의한 效用감소보다 현재의 非金錢的 報償에 의한 效用수준의 증가에 더 큰 비중을 둔다면, 단순히 期待界限生產에 의해 經營者の 未來 報償을 조정함으로써 經營者の 부적절한 意思決定을 막을 수 없다. 둘째, 經營者の 意思決定 效果가 복합적 결과를 초래하여 이들에 대한 成果測定이 용이하지 않은 경우에는 급료평가과정을 통해 代理問題를 해결할 수 없게 된다.

ii) 資本市場

資本市場에서 決定되는 株價는 企業內部 意思決定이 올바르게 행해지는가에 대한 하나의 信號(signal)역할을 하게 되므로, 企業의 意思決定過程이 株主의 이해관계에 일치되도록 영향을 미칠 수 있다.⁽²²⁾ 또한 株主와 債權者 間의 利害相衝에 의해 발생하는 代理問題는 資本市場이 效率의라면 經營者の 자산대체 경향을 債券價格이 충분히 반영하여 企業의 總價值를 감소시키게 되므로, 債權者들이 經營者로 하여금 最適意思決定를 하도록 영향을 미치게 된다. 그러므로 이 경우의 代理問題는 해결될 수 있다.

iii) 企業經營權市場

(20) Fama, E.J., op. cit., 1980, pp.292-295.

(21) Fama, E.J., ibid. pp.298-302.

(22) Fama, E.J. and Jensen M.C., "Separation of Ownership and Control" Journal of Law and Economics, June, 1983(a) p.313.

企業經營이 非效率的으로 이루어질 경우, 企業經營權市場을 통한 合併, 公開買受, 委任狀투쟁(proxy fight)등의 제의는 企業의 非效率的經營을 개선할 수 있는 기회를 제공한다. 즉, 企業經營權을 얻으려는 다른 經營陣의 존재는 企業의 문제를 效果的으로 해결할 수 있다. 이러한 企業經營權市場에 의한 代理費用의 統制는 합병이나 公開買受가 시너지效果(synergy effect)를 수반하는 경우에는 더욱 效果的이다.⁽²³⁾

그러나 企業經營權市場의 效率的運營에는 많은 장애요인이 존재한다. 예를 들어 非效率的經營陣의 經營權을 획득하기 위해서는, 그가 經營權을 내놓음으로써 상실하는 非金錢的利益 및 資本利得에 대한 稅金支出의 延期效果등에 대한 報償이 필요하기 때문에 株式의 市場價格보다 더 높은 가격을 제시해야 한다. 또한 合併, 公開買受 및 위임장투쟁등의 제의에 반응을 보이지 않으며, 이로 인한 利益만을 추구하려는 無貨乘車者(free-rider)의 존재는 企業經營權市場의 效率的運營으로 代理問題를 解決하려는데 있어서 커다란 장애요인이다.⁽²⁴⁾

2) 企業內部統制에 커니즘

위에서 살펴본 바와 같이 市場에 커니즘이 의한 代理人問題의 解決은 여러가지 장애요인 때문에 한계가 있다. 따라서 經營者의 부적합한 意思決定에 따른 代理費用을 줄이기 위해 意思決定機能의 分離, 成果와 연계된 報償契約의 設計 및 組織階層構造 및 相互監視等의 수단을 가지고 있는 企業의 內的統制에 커니즘을 이용하게 된다.

i) 意思決定機能의 分離

株式은 유한책임하에서의 殘餘財產請求權을 나타내는 證書로서 無制限性을 떠우므로 企業의 意思決定機能과 殘餘危險負擔機能(residual risk bearing)의 分離와 專門化를 가능케 한다. 그러나 企業成果의 不確實性에 기인한 富의 변화에 직접적으로 영향을 받지 않는 經營者가 意思決定權限을 갖고 있기 때문에 代理問題가 필연적으로 발생한다. 이러한 문제는 제안·실행 등의 意思決定에 있어서 管理機能과 조정·감독 등의 統制機能이 分離될 수 있도록, 조직의 意思決定體制를 설계함으로써 해결될 수 있다. 즉, 한 관리자가 모든 意思決定過程을 담당하지 않도록 하여, 株主의 富에 反하는 意思決定을 막을 수 있는 것이다.

이러한 意思決定의 統制는 意思決定階層構造를 이용한 上급자의 비준·감독뿐만 아니라 동급자간의 相互監視(mutual monitoring) 및 하위자에 의한 上급자의 견제등에 의해서도 이루어져야 한다.⁽²⁵⁾

(23) Fama, E.J. and Jensen M.C., op. cit., 1983(a) p.313.

(24) BHS. op. cit., 1981, pp.12-13.

(25) Fama, E.J. and Jensen M.C., "Agency Problems and Residual Claims" Journal of Law and Economics 1983(b), p.310.

ii) 成果와 連繫된 報償契約

株主와 經營者의 危險에 대한 嗜好에 맞도록 危險을 分擔하는 동시에 經營者가 株主의 利害를 위해 最大的 努력을 기울일 誘因을 갖도록 報償契約을 작성함으로써 經營者人力市場에서 해결하지 못한 代理問題를 해결할 수 있다. 즉, 企業成果의 市場價值 또는 회계적 측정치에 연계된 報償契約을 설계함으로써 經營者의 부적합한 意思決定을 개선시킬 수 있는 것이다. 예를 들어, 株式의 市場價值와 연계된 옵션을 經營者에게 지급하는 경우, 企業의 기대현금흐름의 변동이 크거나 株式의 價值가 높아질수록, 옵션의 價值가 증가하기 때문에 經營者의 위험에 대한 기호를 株주와 일치시켜, 상방의 이해관계의 상충에 기인한 代理費用을 줄일 수 있다. 또한 企業의 회계적 成果에 따라 고정급이외에 상여금을 지급함으로써 經營者에게 동기유발의 계기를 제공할 수 있는 것이다.

(4) 代理理論에 의한 企業所有構造理論

앞에서 살펴본 代理費用에 대한 財務理論은 크게 2가지 방향에서 이루어져 왔다고 볼 수 있는데, 그 하나는 所有經營者企業을 主對象으로하여 内部株主, 外部株主 및 負債所有者 상호간의 代理問題를 다룬 Jensen-Meckling類의 研究이다. 또 다른 하나는 所有와 支配가 分離된 現代적인 公開株式會社를 研究對象으로 하여 市場메커니즘과 内部統制메커니즘에 의한 代理問題解決에 초점을 둔 Fama 및 Fama-Jensen類의 研究를 들 수 있다. 이러한 두 입장의 분석대상의 차이로 인해, Jensen-Meckling은 代理問題의 발생은 필연적이기 때문에 企業의 여러 행동유형이 이로부터 설명된다고 주장하였다. 반면 Fama는 所有와 支配가 分離된 公開企業의 경우에는 企業의 内部·外部 統制메커니즘을 效率的으로 운용함으로써 代理問題는 충분히 해결될 수 있다는 상반된 입장을 보였다. 이점에서는 위와 같이 상반된 특성을 보이고 있는 所有經營者企業과 所有와 支配가 分離된 公開企業의 所有構造를 代理理論을 이용해 살펴보자.

1) 所有支配企業의 所有構造理論

Jensen-Meckling은 内部株主持分과 外部株主持分 및 負債間의 最適比率뿐 아니라, 負債 및 持分의 상세한 구성까지도 분석하여, 企業에 生產要素를 제공하는 모든 經濟主體間의 契約構造를 설명하는 所有構造理論을 전개하였다.⁽²⁶⁾ Jensen-Meckling의 假說을 나누어 정리해 보면 다음과 같다.

i) 負債와 外部株主間의 最適比率

經營者가 所有하는 内部持分의 市場價值를 S_i , 外部株主持分의 市場價值를 S_o 라 하면 自

(26) Jensen M.C. Meckling W.H. op. cit., pp.343-351.

已資本의 總 市場價值는 $S=S_i+S_0$ 이다.

또 企業이 發行負債의 市場價值를 B 라 하면 企業의 總 市場價值 V 는

$$V=S+B=(S_i+S_0)+B$$

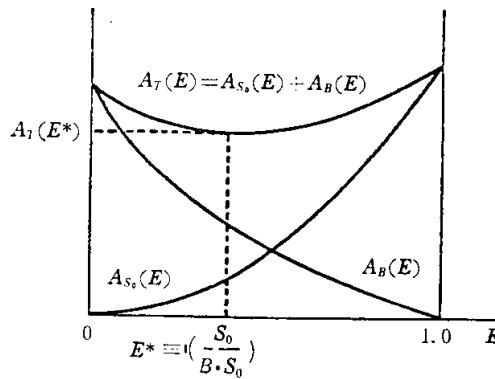
로 나타낼 수 있다. 이제 企業의 總價值 V 와 외부로부터의 자금조달 S_i+B 가 일정할 경우 負債에 대한 外部株主持分의 最適比率 $E^*=S_0^*/(B+S_0^*)$ 의 決定過程을 代理費用과 관련하여 알아보자.

企業의 總代理人費用 A_T 는 外部株主와 内部株主間의 利害相衝에 의한 代理費用 A_{S_0} 와 株主와 債權者 間의 갈등에 기인한 代理費用 A_B 로 구성된다. 즉,

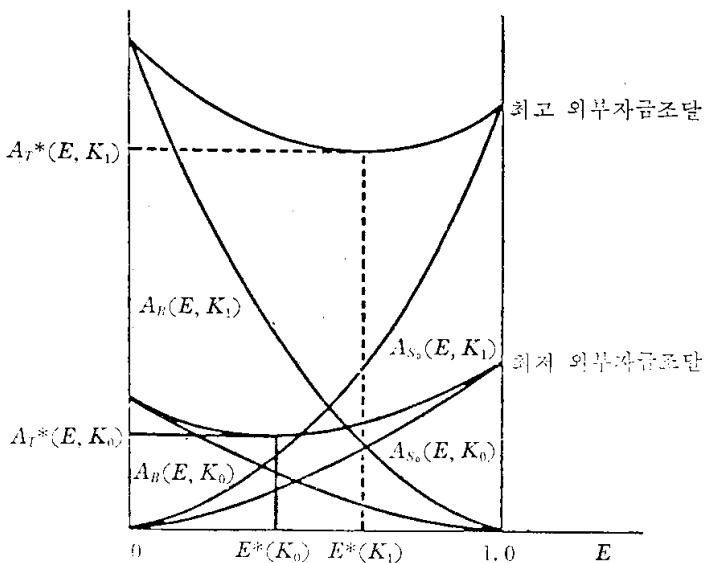
$$A_T=A_{S_0}+A_B$$

이다. <그림 2-1>에서 볼 수 있듯이 A_{S_0} 는 $E=0$ 일 때, 즉 外部持分이 존재하지 않을 때는 0의 값을 갖게 되며, 外部持分이 증가함에 따라 증가하게 된다. 이것은 外部株主의 持分이 적을수록, 外部株主에 불리한 意思決定에 따르는 株價하락의 많은 부분을 内部株主가 부담해야 하기 때문에, 經營權 남용등에 대한 内部株主의 誘因이 감소하는데 기인하다. 반면에 A_B 는 $E=1$, 즉 外部에서 조달되는 자금이 모두 外部株主의 持分일 때 최소값 0을 가지며, 外部持分이 감소함에 따라 증가하게 된다. 이는 외부로부터 조달되는 자금 S_0+B 가 일정할 경우, 負債의 비중이 낮아질수록, 債權者로부터 株主로 富를 재분배하기가 어려워지며, 外部持分이 증가함에 따라 이러한 富의 재분배로부터 얻는 内部株主의 效益이 낮아지기 때문이다.

결국 企業의 總 代理費用 A_T 는 E 의 함수로 표현할 수 있으며, 企業에서 발생하는 모든 代理費用은 代理人이 부담하게 되므로, 負債에 대한 外部株主의 持分比率 E^* 는 外部株主



<그림 2-1> 총대리비용과 외부지분율과의 관계



〈그림 2-2〉 외부자금비율과 대리비용간의 관계

持分의 변화에 대한 總代理費用의 증분 $A_T'(E)$ 이 0이 되어, 즉 $E_{S_0}'(E)$ 의 절대값과 $A_B'(E)$ 의 절대값이 일치하여企業의 總代理費用이 최소가 되도록決定되는 것이다.

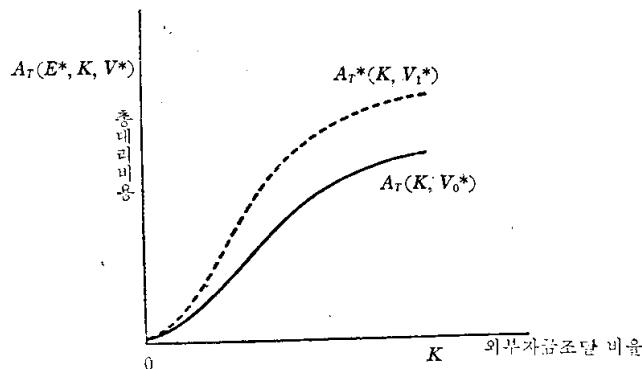
i) 조건은 다음과 같다.

$$A_T'(E) = A_B'(E) + A_{S_0}'(E) = 0$$

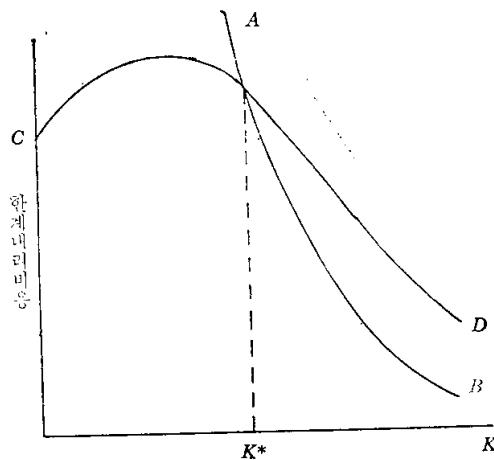
ii) 最適外部資金 調達

앞에서 살펴본 내용을 정리하면, 外部資金規模가 일정할 때 負債와 外部持分間의 最適比率은 企業의 總代理費用이 최소가 되도록決定된다는 것이다.

먼저 외부자금비율과 代理費用間의 관계를 살펴보면, 總企業價值 V 에 대한 外部資金規模의 比率을 $K = (B + S_0) / V$ 라 할 때 K 가 증가할수록 經營者의 持分이 감소하고, 負債의 比率은 증가하기 때문에, 비회적적 의사결정에 대한 内부주주의 유인이 증가하여 외부지분에 의한 代理人費用 $A_B(E)$ 는 모두 증가하게 된다. 따라서 〈그림 2-2〉에서와 같이 代理費用曲線은 모두 상향이동하여, 負債와 外部持分間의 最適比率은 우측으로 이동하게 된다. 만일 外部資金規模가 증가할수록 内部株主에 대한 감시가 效率的으로 이루어질 수 있다면, 總代理費用은 외부자금 規模가 작은 수준에서는 체증적으로 증가하며, 外部資金規模가 클 경우에는 체감적으로 증가하여 〈그림 2-3〉과 같은 형태를 띠게 된다. 또한, 内部株主에게 예산제약이 존재하지 않는다면, 외부자금을 조달함으로써 代理費用을 부담하는 반면에 그 만큼 자기자신의 富를 다른 자산에 分散投資할 수 있게 되어 内部株主가 부담해야하는 危險을 감소시킬 수 있다. 따라서 内部株主의 외부자금에 대한 需要는 分散投資에 따른 危險



〈그림 2-3〉 外部資金比率(K)과 總代理費用의 관계



〈그림 2-4〉 최적외부자금조달의 결정

負擔減少效果로 나타낼 수 있기 때문에企業의最適外部資金比率은 외부자금에 대한內部株主의需要曲線과 외부자금조달에 따르는限界代理費用曲線이 만나는점에서 〈그림 2-4〉와 같이決定될 것이다.

지금까지의 논의를 종합해 보면, 所有經營者企業에서의 内部株主持分은 内部株주가 외부자금으로 조달함으로써 얻게되는 分散投資의 限界價值와 그때의 限界代理費用이 일치하는 점에서决定되며, 最適外部持分比率은企業의 總代理費用이 극소화되도록决定된다.

2) 經營者支配企業의 所有構造理論

企業은 그 生產課程에서 발생하는 諸費用을 가장 效率的으로 統制하여 다른기업과의 경쟁을 극복할 수 있을 때 존속·발전할 수 있다. 또한企業의 실체를 生產要素를 제공하는 각 경쟁주체간의 명시적·묵시적 契約의集合으로 본다면,企業의 費用함수는 그企業특

유의 契約構造에 의해 決定된다. 따라서 所有와 支配가 分離된 公開株式會社의 존속이유를 분석하기 위해 여기서는 公開株式會社 契約構造의 特性과 그러한 契約構造가 效率의이기 위한 條件에 대해 살펴보자.

i) 公開株式會社의 契約構造上의 特性

公開株式會社에서 발행하는 株式은 企業의 현금흐름과 각 이해관계자에게 약속된 지금액의 차이인 순현금흐름에 대한 請求權, 즉 殘餘財產請求權을 나타내는 증서로서, 다음과 같은 이유에서 非制限的 性格을 갖고 있다. ⁽²⁷⁾

첫째, 株主는 단순한 출자의무 이외에는 企業內의 어떠한 역할도 맡을 의무를 지지 않는다는 조직역할과의 分離性를 가지며,

둘째, 株式은 證券市場에서 자유롭게 양도될 수 있고,

세째, 企業의 순현금흐름에 대한 권리인 殘餘財產請求權은 企業이 존재하는 한 영원히 존재한다.

이상과 같은 殘餘利益請求權의 非制限性에 의해 企業에서의 意思決定基準과 殘餘危險負擔機能은 分離될 수 있다. 즉, 所有와 支配의 分離가 가능하게 된 것이다.

이제 意思決定機能과 殘餘危險負擔機能의 分離로부터 公開株式會社가 얻을 수 있는 利點에 대해 살펴보자. ⁽²⁸⁾

1) 非制限的 危險負擔의 优点 : 株式의 특성은 株主가 부담해야 하는 危險을 여러 株主로 나누어 分散할 수 있게 하며, 각 株主는 分散을 통해 자신이 부담하는 危險水準을 낮출 수 있기 때문에, 危險負擔에 제한을 두지 않음으로써 危險負擔의 가격을 낮추어 效率의인 危險負擔이 가능하다.

2) 危險負擔의 專門化의 优点 : 企業의 활동은 상당히 복잡하며, 매우 많은 이해관계자와 契約을 맺는다. 그런데 契約履行의 不確實性이 시간의 경과에 따라 변화한다면 그때 그때마다 再契約이 이루어져야 하므로, 이에 따른 契約費用은 증가하게 된다. 이때 이러한 危險의 대부분을 株主에게 集中시킨다면, 企業全體의 이해당사자들이 부담해야 하는 情報蒐集費用의 중복을 경감시켜 企業의 效率性을 증대시킨다.

3) 專門經營構造導入의 优点 : 企業 經營活動의 專門性・複雜性이 증가함에 따라 企業의 意思決定에는 專門의 知識을 갖춘 專門經營人이 필요하다. 그런데 所有와 支配가 分離되지 않은 경우에는 經營能力이 없는 殘餘利益請求權者가 經營에 참여해야 하므로 非efficiency의 意

(27) Fama, E.J. and Jensen M.C., op. cit., 1983(b), p.345.

(28) Fama, E.J. and Jensen, M.C. ibid, pp.329-331.

思決定이 이루어지기 쉽다. 따라서 所有와 支配의 分離는 專門經營構造의 도입을 가능케 하여 企業의 効率性을 증대시킨다.

4) 殘餘財產 請求權의 永續性에 따른 잇점 : 殘餘財產請求權이 비영속적이라면, 미래에 수익을 발생시키는 현재의 지출을 미래의 수익증가와 대응시킬 수 없기 때문에 미래의 불확실한 현금흐름은 낮게 평가될 수 있다. 그러나 殘餘財產請求權이 영속적이라도 미래에 예상되는 수익의 증가를 現在價值에 반영시킬 수 있으므로 効果的인 投資決定이 이루어질 수 있다.

ii) 公開株式會社의 効率性

公開株式會社에서는 所有와 支配의 分離로부터 위에서 살펴본 여러가지 利點을 누릴 수 있는 반면에 經營者가 株主의 利害에 상반된 意思決定을 할 수 있기 때문에 代理費用이 발생한다. 따라서 企業의 組織構造는 所有와 支配의 分離에 따른 長・短點을 비교하여決定된다고 볼 수 있다. 여기서는 企業이 어떠한 특성을 갖고 있을 때, 所有와 支配를 分離하는 것이 効率的인가 하는 문제를 규명하고자 한다.

企業의 意思決定에 필수적이며, 그의 전달에 費用이 수반되는 專門的 知識이나 情報가 少數의 經營者에게 集中되어 있는 단순조직(noncomplex organization)을 가정한다.⁽²⁹⁾ 이러한 小規模의 단순조직에서는 다음과 같은 이유때문에 統制와 관리를 한 두 사람에게 集中시키는 것이 効率的이다.

첫째, 단순조직에서는 다양한 專門的 意思決定이 많지 않으며, 專門的 知識이 몇몇 經營者에게 集中되어 있으므로 그의 統制와 관리를 그들에게 集中시키는 것이 効率的이다. 또한 단순조직에서는 意思決定의 統制와 管理를 分離시키는 경우 발생하는 代理問題를 해결하기 위해서는 意思決定機能을 株主 자신이 직접 수행해야 하기 때문이다.

둘째, 일반적으로 단순조직은 그 規模가 크지 않기 때문에 조직의 구성원이 부담하는 全體 危險 또한 크지 않다. 따라서 危險負擔의 專門化에 의한 組織効率性 改善效果가 크지 않다.

셋째, 단순조직은 規模의 經濟效果를 얻을 만큼 規模가 크지 않기 때문에 大規模의 資本을 필요로 하지 않는다. 따라서 少數의 經濟主體로부터 資本을 조달하더라도 企業經營에 큰 제약을 두지 않는다. 즉, 단순조직의 경우 所有와 支配機能을 分離할 때 얻는 效益보다는 그로 인해 발생하는 代理問題의 統制에 더 많은 費用이 필요하기 때문에 두 機能을 集中시키는 것이 훨씬 効率的이라는 것이다.

(29) Fama, E.J. and Jensen M.C., op. cit., 1983(a), p.305.

결국 所有와 支配의 分離가 効率的이기 위해서는 단순조직의 특성과는 반대로 다음의 조건을 만족시켜야 한다. ⁽³⁰⁾

- 1) 規模의 經濟를 수반하며,
- 2) 복잡한 意思決定 階層을 필요로 하고,
- 3) 企業이 부담하는 危險이 크고,
- 4) 大規模의 資本을 필요로 해야 한다.

III. 所有・經營의 分離와 財務의 意思決定

본 절에서는 所有・經營의 分離에 따라 代理費用이 존재한다고 할 때 企業의 意思決定에 미치는 영향을 理論적으로 살펴본다. 전통적인 관점에서의 企業財務論은 資本調達決定, 投資決定, 配當決定을 어떻게 하면 企業價值가 極大化될 것인가에 관심을集中시켜 왔다.

자금흐름에 관련된 이해관계자들간의 이해가 일치하고 정보가 균등하게 분포되어 있다면 이해관계자들간의 인센티브문제가 없어지고, 企業價值極大化는 株主의 富의 極大화와 일치하게 되므로, 오직 화폐적 흐름의 効率的 運用만이 문제가 될 수 있다.

그러나 현실적으로 자금의 이동에 관련된 이해관계자들간에는 이해관계가 일치하지 않고 정보가 불균등하게 분포되는 경우가 일반적이므로 전통적인 企業財務論의 내용은 크게 수정되어야 할 것이다.

여기에서는 所有・經營의 分離가 이루어지는가에 따라 이러한 情報不均衡하에서 발생하는 代理費用이 기본적인 세가지 財務意思決定에 어떠한 영향을 미치는가를 정리해 본다.

3-1. 代理費用과 投資決定

外部資本의 조달로 인한 代理問題가 존재하고 이 문제가 심각하다면 投資決定의 기준이 株價의 極大化나 株主意見의 一致일수는 없다. 각 이해관계자들간에 발생하는 代理費用이 앞절에서 살펴본 각종 메카니즘의 역할에 의해서 완전히 해결되지 않는다면, 財務管理 教科書에서 기본전제처럼 사용하고 있는

$$\text{“株價極大化} = \text{株主富의 極大化} = \text{企業價值極大化} = \text{NPV極大化”}$$

라는 기본등식은 더 이상 성립하지 않을 것이다.

代理問題가 발생할 때 投資決定이 어떻게 영향을 받을 것인가하는 문제는 Jensen-Meckling의 研究에서 보는 바와 같이 100% 완전 所有經營者일 때의 經營者의 행위와 外部資本을 조

(30) Fama, E.J. and Jensen M.C., op. cit., 1983(b), pp.345-348.

말했을 때의 經營者의 행위가 차이가 나는가와 그 차이가 어느 정도일 것인가를 알아봄으로써 규명될 수 있다.⁽³¹⁾

代理問題는 企業의 投資決定에 있어 1) 非收益性 投資 2) 危險 높은 投資案의 選好誘因 3) 收益性投資案의 拋棄등과 같은 문제를 야기시킨다.

1) 非收益性 投資

非收益性 投資의 대표적인 예는 特權的消費(excessing perquisite consumption)와 經營者의 危険回避誘因으로서의 合併이다. Jensen-Meckling의 特權적소비 모델에서는 投資決定이 주어진 경우를 가정하였기 때문에 代理問題가 投資決定에 영향을 준다고 할수는 없다. 그러나 100%所有經營者일때의 特權的消費와, 부분적인 所有經營者일때의 特權적소비의 차이 만큼은 자원의 낭비라고 볼 수 있는데, 이는 100%所有經營者였다면 그 만큼의 資源이 收益性資產에 再投資될 수도 있기 때문이다.

非收益性投資의 또 다른 예는 시너지效果가 없는 多角的 合併이다. 실질적인 經濟的利益이 없는데도 불구하고 다각적 합병이 이루어지는 이유에 대하여 많은 研究가 진행되고 있는데 다각적 합병을 설명하는 假說에는 다음과 같은 세가지의 假說이 있다.⁽³²⁾

첫번째 假說은 다각적 합병은 負債借入能力을 증가시켜 株主의 富를 증가시킨다는 것이다. 즉, 두 企業間 현금흐름의 상관계수가 1보다 작다면 다각적 합병은 期待破產費用의 감소라는 시너지效果를 기대할 수 있는데, 破產費用의 감소는 企業의 負債借入能力을 증대시키고 이에 따라 負債를 조달하게 되면 租稅節減效果가 발생하고 이것의 現價만큼 株主의 富는 증대되는 것으로 볼 수 있다는 가설이다.

두번째 假說은 分散投資를 통해 危險을 감소시키고자하는 誘因이 있기 때문에 多角的 合併을 하게 된다는 것이다. 그러나 完全資本市場에 있어서는 株主 자신이 資本市場을 이용해 分散投資를 할 수 있기 때문에 企業의 分散投資가 株主의 富를 증대시킨다고는 할 수 없으며, 去來費用등이 존재하는 不完全市場이라 하더라도 기업이 分散投資하는 것보다는 株主들이 資本市場을 이용하여 分散投資하는 것이 費用이 적게 듈다. 더구나 다음에서 보는바와 같이 株式을 유럽식 콜옵션(European call option)으로 보게 될때 危險의 감소는 株主의 富를 債權者에게로 移轉시키는 것이 된다.

(31) 代理問題는 投資決定에도 영향을 미칠뿐 아니라 企業의 最適規模에도 영향을 미치게 된다. 자세한 것은 김홍식, “代理問題가 企業意思決定에 미치는 영향에 관한 研究” 서울大 博士學位論文(1989) 참조.

(32) Barnes, Haugen, and Senbet, Agency Problems and Financial Contracting, Prentice-Hall, 1985, pp.80-111.

세번째 假說은 分散投資를 통한 危險減少는 資本市場이나 勞動市場을 통해 分散시킬 수 없는 經營者의 雇傭危險을 감소시켜 주기 때문에 다각적 합병이 일어난다는 것이다.

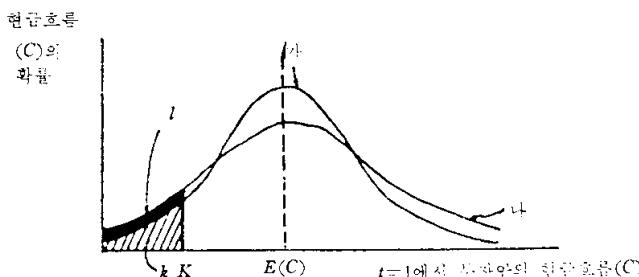
일부 實證研究 結果에 의하면⁽³³⁾ 다각적 합병이 經營者의 分散不可能한 雇傭危險을 감소시켜 주기 위해 일어난다는 假說을 지지하고 있다.

2) 危險높은 投資案의 選好誘因

所有經營者가 株主富의 極大化를 위해 投資決定을 내린다고 할 때 다음과 같은 危險選好誘因의 문제가 발생하게 된다. 여기에서는 기본적으로

- ① 企業은 상호배타적인 投資案 ‘가’, ‘나’ 가 있으며, 두 投資案의 投資規模는 동일하고
- ② 각 投資案으로 부터 기대되는 현금흐름 분포는 로그분포(log-normal)이며
- ③ 각 投資案의 體系的 危險(β_i)은 동일하고, 자산의 가격은 샤프-린트너의 모형에 따라決定된다는 가정 하에서 두 投資案의 미래 현금흐름이 동일한 경우와 두 投資案의 미래 현금흐름의 기대치가 상이한 경우로 나누어 살펴 볼 수 있다.

첫째 두 투자안의 미래현금흐름의 기대치가 동일한 경우에 所有經營者는 危險이 큰 投資案을 선택하려는 誘因을 갖게 되는데, 이러한 결론을 도출하기 위해 다음과 같은 가정을 한다. 所有經營者가 社債를 발행하여 조달된 금액을 $t=0$ (기초)에 投資하여 $t=1$ (기말)에 불확실한 금액 \tilde{C} 의 현금흐름을 얻고 $t=1$ 에서 사채(원금+이자)를 상환하고 기업을 청산하는 1기간 모형을 가정한다. 經營者는 서로 배타적인 두 投資案(가, 나)에 投資할 수 있는데, 각 投資案의 最初投資額 I , 投資案의 危險 β_i , 기대 현금흐름액 $E(\tilde{C})$ 로서 동일하고, 다만 현금흐름의 표준편차만 $\sigma(\tilde{C}_A) < \sigma(\tilde{C}_B)$ 로서 서로 다르다. 이렇게 가정하면 두 投資案의 현금흐름의 확률분포는 〈그림 3-1〉과 같게 된다.



단, l : 투자안 ‘가’의 경우에 \tilde{C} 가 K 보다 적을 확률
 $k+l$: 투자안 ‘나’의 경우에 \tilde{C} 가 K 보다 적을 확률
 K : 제 1기에 지금하여야 할 사채금액

〈그림 3-1〉 상호배타적인 두 投資案 ‘가’, ‘나’의 현금흐름확률분포

(33) Amihud Y. and Lev. B., “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, BJE Autumn 1981, pp.605-617.

만약 外部株主나 外部債權者가 없다고 하면 所有經營者는 그 企業이 자신이 갖고 있는 전체 포오트폴리오의 일부를 나타내는 한, 이들 두 投資案 가, 나에 대해 어떤 차이도 두지 않는다. 그리고 β_i 도 서로 같기 때문에 CAPM모형에 따른 시장의 기대이익률도 兩 投資案 間에 $E(r)$ 로서 서로 같다. 따라서 $t=0$ 시점에서 각 投資案의 現價는 다음과 같다.

$$V_{A,0} = \frac{E(\tilde{c})}{1+E(r)} = V_{B,0}$$

所有經營者가 $t=1$ 에서 일정액(K)을 지급하기로 약속하고 社債를 발행하면 이 사채의 가격은 어느 投資案을 선택하느냐에 따라 달라진다. <그림 3-1>을 기초로해서 파악할 때, 만약 投資案의 현금 흐름액 \tilde{C} 가 K 를 초과하면 債權者가 K 의 금액을 받을 수 있지만, 만약 \tilde{C} 가 K 를 초과하지 못한다면 그 企業은 支給不能狀態에 처하게 되고 投資者도 K 보다 적은 금액, 즉 \tilde{C} 밖에 받지 못하게 된다. 그런데 投資案 가의 경우에 \tilde{C} 가 K 보다 적은 확률($P(K < \tilde{C})$)은 K (그림 참조)이고, 投資者가 K 의 금액을 받을 수 있는 확률은 $[1-K]$ 이다. 반면 投資案 나의 경우에는 $P(K < \tilde{C})$ 는 $[K+l]$ 로서 K 보다 크고 投資者가 K 의 금액을 받을 수 있는 확률은 $[1-(K+l)]$ 이다.

그러므로 完全 所有經營者の 입장에서는 無差別한 投資案이라도 外部投資者の 입장에서는 보다 지급불능위험이 적은 投資案 가를 선호하게 된다. 따라서 $t=0$ 에서 經營者가 投資案 가를 선택할 때의 社債價值 $B_{A,0}$ 가 投資案 나를 선택할 때의 社債價值 $B_{B,0}$ 보다 더 크게 된다.

앞에서 살펴 보았듯이 投資案 가와 나중 어느 것을 선택하든지에 관계없이 企業의 價值는 일정하며 이 일정한 價值(V_0)는 시장에서 이 企業의 株式의 總價值(S_0)와 社債의 總價值(B_0)로서 구성되어 있다. 즉, V_0 는 S_0 와 B_0 의 합이다. 그러므로 社債의 價值가 投資案의 선택에 따라 달라지게 되면 그에 따라 株式的 價值도 달라지게 된다. 따라서 社債가 존재하면 經營者가 投資案 가와 나에 대해서 더 이상 무차별하게 되지 않는다.

만약 外部投資者들이 합리적이지 못하다면 經營者는 $t=0$ 시점에서 投資案 가에 投資할 것처럼 보이면서 社債를 $B_{A,0}$ 에 발행한 후 실제로는 投資案 나에 投資하여 社債의 價值를 $B_{A,0}$ 에서 $B_{B,0}$ 로 하락시킬 수 있다. 그리하여 經營者는 $(B_{A,0} - B_{B,0})$ 만큼의 利益을 얻을 수 있다. ⁽³⁴⁾

이러한 예는 社債가 존재할 때 企業의 價值에는 하등의 영향이 없이 단지 外部投資者的 富만 所有經營者에게로 이전되어가는 富의 移轉效果를 나타낸다.

(34) $B_{A,0} - B_{B,0} = S_{B,0} - S_{A,0}$

한편 새로운 投資案이 企業의 현금흐름의 分散을 감소시키면 이 投資案의 純現價가 0보다 크더라도 所有經營者는 이를 채택하지 않을 것이다. 왜냐하면 이 投資案을 채택하면 所有經營者에게서 社債權者에게 이전되는 富의 크기가 증가된 純現價의 所有經營者分을 초과하기 때문이다.

이러한 분석은 유럽식 콜 옵션의 價格決定模型을 이용하여 일반화시킬 수 있다.⁽³⁵⁾ 즉, 유럽식 콜 옵션은 株主가 滿期日에 사채의 원금에 해당하는 行使價格를 지불하고 社債權者에게 회사전체를 다시 구매하는 옵션契約이라고 할 수 있다. 社債權者は 제1기에 企業의 자산을 구입하고 이 자산에 대하여 콜 옵션(持分)을 발행한다고 본다. 社債가 순수한割引社債라면 옵션(持分)의 만기일은 社債의 만기일이 된다.

서로 다른 投資案 가, 나의 市場價值가 같고, 市場이 합리적이라면 所有經營者가 分散이 높은 投資案을 선택하더라도 실제로는 代理費用이나 福祉의 감소는 없게 된다. 왜냐하면 所有經營者는 企業의 市場價值와 特權的消費를 적절히 조합한 예산선을 제약조건으로 하여 意思決定을 내리는데, 分散이 높은 投資案을 선택하는 경우나 分散이 낮은 投資案을 선택하는 경우 모두 企業의 市場價值가 동일하기 때문에 所有經營者の豫算制約線은 두 경우에 변화가 없기 때문이다.

둘째로 두 投資案의 市場價值가 차이가 나는 경우, 즉 현금흐름의 分散이 더 높은 投資案의 市場價值가 더 낮은 경우에는 代理費用이 발생하게 된다. 앞에서 고려한 投資案 가, 나에서 만일 投資案 가의 미래현금흐름의 기대액이 投資案 나의 기대액보다 크다면 즉 $E(\tilde{C}_A) > E(\tilde{C}_B)$ 라고 하면 $V_A > V_B$ (V_A 는 投資案 가를 선택하는 경우의 企業價值, V_B 는 投資案 나를 선택하는 경우의 企業價值)가 되며

$$\Delta V = V_A - V_B = (S_A - S_B) + (B_A - B_B) \text{ 가 된다.}$$

단, ΔV : 投資案의 선택에 따른 企業價值의 變動

$S_A(S_B)$: 投資案 가(나)를 선택하는 경우의 株主持分의 價值

$B_A(B_B)$: 投資案 가(나)를 선택하는 경우의 債權者持分의 價值

이를 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$S_B - S_A = (B_A - B_B) - (V_A - V_B)$$

위 식의 우변의 첫번째 항은 社債權者로부터 이전되는 富의 크기를 나타내고 두번째 항은 企業價值의 감소분을 나타낸다.

그런데 위의 식에서 $B_A > B_B$ 이기 때문에 $V_A > V_B$ 라 하더라도 $S_B - S_A$ 는 陽數가 될 수 있

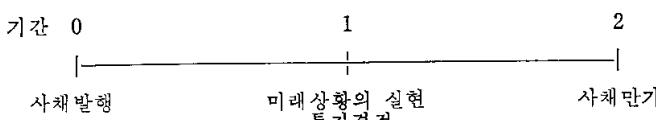
(35) Barnea, Haugen & Senbet, op. cit., 1985, pp. 80-111.

다는 것을 알 수 있다. 즉 企業價值가 적어지는 投資案을 선택하더라도 株主持分은 증가할 수 있다. ⁽³⁶⁾

3) 收益性 投資案의 拋棄誘因

收益性 있는 投資案의 拋棄誘因은 所有經營者가 어떤 投資案에서 창출되는 현금흐름을 기준의 負債를 상환하는데 사용되는 投資案을 고려하는 경우에 발생하는 것으로서 이러한 상황에서 所有經營者는 NPV가 0보다 큰 投資案을 채택하지 않을 수도 있다. 즉 所有經營者는 投資案을 채택하지 않고 投資案에 소요되는 투자액을 지금 清算配當을 하고 負債를 상환할 현금흐름이 부족해 지는 미래에는 破產이 되려고 하는 때에 投資案을 拋棄하는 일이 생긴다. 이 경우에 投資를 수행하게 되면 所有經營者는 負債의 액면가액 만큼을 社債權者로부터 자신에게로 富를 이전하는 것을 拋棄하는 것이 된다. 그러므로 所有經營者는 投資案의 純現價가 0이 아니라 負債의 額面價를 넘는 경우에야 投資를 한다.

이를 좀더 자세히 살펴보기 위하여 <그림 3-2>과 같은 모형을 가정하자. ⁽³⁷⁾



<그림 3-2> 2기간 모형

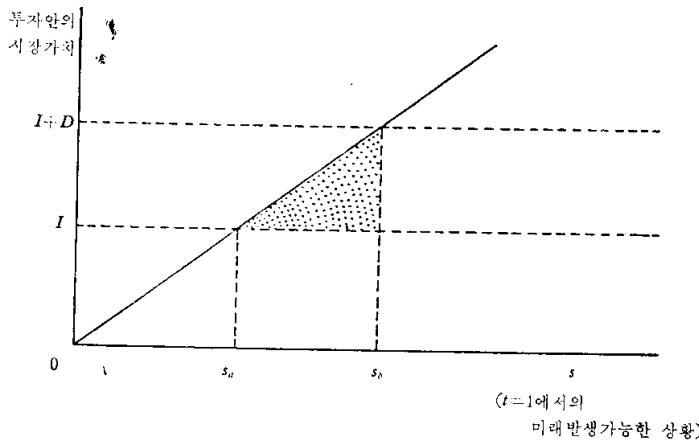
$t=1$ 시점에서 특정 投資案에 投資할 수 있는 선택권을 가진 企業을 상정하고 企業이 이러한 投資機會를 바탕으로 $t=0$ 시점에서 K 의 액면가액을 갖는 社債를 발행한다고 하자. 또한 이 社債는 投資案이 선택되고, ($t=1$) 그 후인 $t=2$ 의 시점에서 만기가 된다고 하자. 이 때 이 社債의 價值는 전적으로 企業의 未來投資案에 대한 現在價值에 의해 決定될 것이다.

經營者는 $t=1$ 시점에서 投資에 착수할 것인가에 대한 意思決定을 한다. 이 시점에서 投資機會의 어떤 市場價格과 일치하게 되는 미래 발생가능한 상황 $s(s \in S)$ 가 존재할 것이다. 만약 사채가 없는 完全所有企業일 경우라면 所有經營者는 投資額을 차감한 純現在價值가 0보다 큰 投資案만 받아들일 것이다. 즉, 投資案으로부터 예상되는 미래현금흐름의 現價가 投資額 I 를 초과하면 그 투자안을 선택하게 된다. 그러나 外部投資者로부터 조달한 社債가 존재할 경우에는 그 所有經營者가 단지 投資案의 純現在價值가 사채상환액을 초과하는 경우에만 그 投資案을 채택함으로써 자신의 富를 極大化한다.

만일, 投資案의 純現在價值가 사채상환액에 미달하게 되는 경우에는 所有經營者는 債務

(36) Ibid., pp.80-111.

(37) Ibid., pp.35-37.



〈그림 3-3〉 투자기회집합과 투자유인의 관계

不履行에만 最大의 관심을 갖게 된다.

이와 같은 현상이 발생하는 이유를 파악하기 위하여 〈그림 3-3〉를 보자.

〈그림 3-3〉는 미래 발생 가능한 상황 s 가 변화함에 따라 投資案의 市場價值가 線型으로 증가하는 상황을 나타낸다. 〈그림 3-3〉에서는 이를 線型으로 나타냈으나 반드시 線型인 것은 아니다. 여기에서는 분석의 편의를 위해 線型이라 가정한다. 完全所有의 無社債企業이라면 經營者는 $t=1$ 에서 投資案의 市場價值가 I 보다 크다면 投資를 실시한다. 따라서 s_a 의 오른쪽에 있는 모든 投資機會를 선택한다. 그러나 만약企業이 $t=2$ 시점에서 K 의 만기액을 갖고 동시에 $t=1$ 시점에서 B 의 價值를 갖는 社債를 보유하고 있다면, 所有經營者들은 그 投資案을 기각하고 동시에 $t=1$ 시점에서 投資案의 市場價值가 $(I+B)$ 보다 적은 모든 投資機會에 대해서 $t=2$ 시점에서 상환의무를 불이행하는데 관심을 갖게 된다. 따라서 社債를 발행한企業의 所有經營者는 S_A 에서 미래에 발생 가능한 상황 S_B 에서 債務不履行을 하게 된다.

이 상황에서 無社債企業의 價值(V_u)는 다음과 같다.

$$V_u = \int_{S_a}^{\infty} f(s) [V(s) - I] ds$$

단, $f(s) : s$ 의 확률밀도함수

한편, 社債發行企業의 價值(V_L)는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} V_L &= \int_{S_a}^{\infty} f(s) [V(s) - I] ds \\ &= \int_{S_a}^{\infty} f(s) B ds + \int_{S_a}^{\infty} f(s) [V(s) - I - B] ds \\ &= B + S \end{aligned}$$

〈그림 3-3〉에서 빚금친 부분으로 표시된 미래발생가능한 狀況(投資案)의 價值는 損失인데, 이는 所有經營者가 그 미래발생가능한 상황에서 投資案을 채택하지 않고 社債權者들이 $t=2$ 의 시점이 될때까지 자신이 가진 請求權을 행사할 수 없기 때문이다. 따라서 $V_u < V_L$ 이 성립한다. 결과적으로 특정의 投資가 企業全體의 관점에서 陽의 純現價를 창출할 수 있음에도 불구하고 그 기회를 抛棄하게 되는 현상이 負債의 존재때문에 발생한다. 이러한 분석은 社債發行企業의 經營者가 상대적으로 收益성이 낮은 投資案을 선택하여 代理費用을 발생시키게 된다는 앞의 분석과 表裏關係가 있다고 하겠다.

3-2. 代理費用과 最適資本調達決定

앞절에서 본 바와 같이 企業의 最適資本調達決定은 株式持分의 代理費用, 負債의 代理人費用의 상대적 크기에 따라 總 代理費用이 최소화되는 점에서 이루어지고 이에 따라 資本構造가 決定됨을 알 수 있다.

여기에서는 外部資本調達者—經營者間의 委任關係로부터 파생되는 代理費用이 企業의 資本構造에 어떻게 영향을 미칠 수 있는가를 보자.

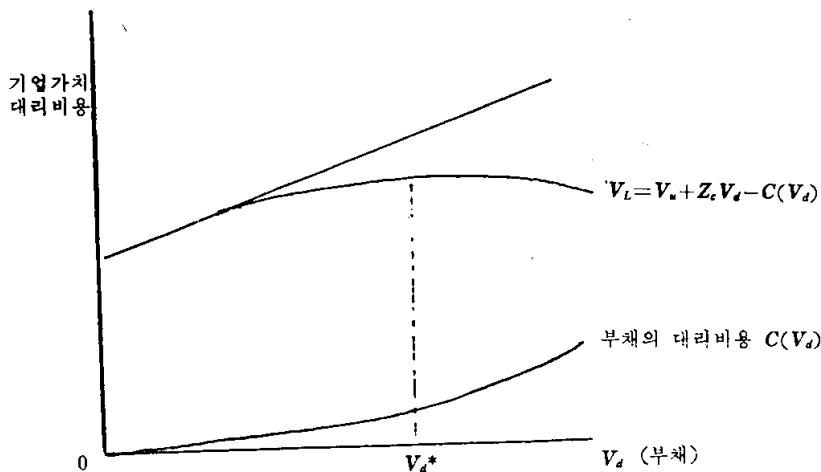
(1) 外部持分/負債 및 自己資金/外部資金의 最適比率決定

所有者 支配企業의 경우 財務的 意思決定은 단순히 他人資本과 自己資本間의 최적비율만을 決定하는 것으로 볼 수는 없다. 外部資金의 조달로 파생되는 代理費用이 他人資本뿐 아니라 外部自己資本으로부터도 발생하기 때문에 所有經營者 입장에서는 외부자금중 어떤 원천을 이용할 것인가가 중요한 意思決定問題가 된다.

외부자금조달에 대해 代理費用이외의 장애요인이 없다고 가정하면, 所有經營者は 각 원천으로부터의 代理人費用의 합이 최소가 되도록 外部持분과 負債의 最適比率을 決定할 것이다. 앞절의 〈그림 2-2〉을 이용하여 이를 살펴보자.

$E = S_0 / (B + S_0)$ 를 外部資本中 外部自己資本(S_0)으로 조달된 자금의 費用이라고 하면 E 가 증가할수록 外部持分所有者로부터 富를 이전할 誘因이 커지고 따라서 外部持분의 代理費用 $A_{S_0}(E)$ 도 커진다. 반면에 E 가 커질수록 他人資本 B 가 감소하므로 所有經營者の 富의 이전에 대한 誘因이 작아지므로 負債의 代理費用은 감소할 것이다. 만일 〈그림 2-2〉에서와 같이 代理費用이 外部持분이나 他人資本의 증가에 따라 遞增한다면 $0 < E < 1$ 의 内部에서 最適比率이 존재한다.

한편 自己資金과 外部資金의 最適比率 $K = (B + S_0) / (B + S_0 + S_i)$ 가 어떻게 決定되는가를 보자. 外部資本中 外部自己資本의 比率이 最適일때, 즉 E 일때, 앞절의 〈그림 2-2〉에서 본 바와 같이 외부자금조달의 總代理費用 $A_t(E^*, K)$ 는 K 가 낮은 경우 遞增하고 K 가 높은 경



〈그림 3-4〉 대리비용과 기타시장불완전요인을 고려한 최적자본조달

우遞減한다고 하자.

그러면 외부조달자금의 總代理費用은 S字曲線을 나타낼 것이다. 所有經營者는 외부자금조달로 인한 限界費用과 限界收入이 일치할 때까지 외부자금을 이용할 것이다. 그리고 외부자금조달에 따른 限界收入이란 所有經營者가 외부자금을 이용해 分散投資함으로써 생길 수 있는 혜택이다. 이것이 〈그림 2-4〉의 외부자금에 대한 需要曲線 AB로 표시되어 있다. 외부자금조달로 인한 限界費用은 CD로 표시되며, 자기자금과 외부자금의 最適比率은 K^* 에서決定된다.

(2) 代理費用과 其他 市場不完全要因을 고려한 最適資本調達決定

지금까지 代理費用을 고려하는 경우 最適資本調達의 決定은 負債의 代理費用과 持分의 代理費用의 합이 최소가 되는 점에서 이루어짐을 보았다. 그러나 Barnea, Haugen, Senbet (1985)에 의하면 持分의 代理費用은 외부자금을 株式으로 조달할 경우 증가하게 되지만 所有權이 广泛하게 分散된 企業의 경우 經營者의 株式所有費用이 所有經營者의 경우에 비해 극히 미미하므로 持分의 代理費用은 무시할 수 있을 정도라고 한다.⁽³⁸⁾

負債의 代理費用 $C(V_d)$ 은 負債가 증가함에 따라 증가하나 증가하는 정도는 정확하게 알 수 없다. 代理費用이 체감하거나 일정한 경우 内部最適解가 생기게 된다(稅金効果를 고려하지 않을 경우).

法人稅와 破產費用, 代理人費用을 고려한 最適資本構造는 다음의 〈그림 3-4〉에서와 같이 限界法人稅効果와 限界代理費用이 같아질때 이루어진다고 볼 수 있다.

(38) Ibid., 1985, p.59.

3-3. 代理費用과 配當決定

企業은 미래의 投資案뿐 아니라 현재 진행중인 投資案이 있을 수 있다. 이 경우 負債가 존재하면 所有經營者는 기존자산을 판매하고 그 대금을 자신의 配當으로 갖거나 株式을 재매입하는데 사용할 誘因을 갖게 된다. 극단적인 경우에 所有經營者는 企業의 모든 자산을 판매하여 清算配當을 하고 파산하면 社債權者는 企業에 대해 기대할 것이 없게 된다.

企業價值를 감소시키는 다른 행동들과 마찬가지로, 資本市場에서 합리적으로 부채의 가격이 決定된다면 所有經營者는 배당으로 인한 代理費用을 부담하게 된다. 즉 所有經營者는 자신의 이기적인 선택(adverse selection)으로 인한 企業價值의 감소분을 그 자신이 부담하게 된다. 따라서 所有經營者는 배당지급을 제한하려는 契約을 하려는 誘因을 갖게되고, 이러한 契約은 債權者들에게 企業이 陽의 純現價를 갖는 投資案에 필요한 자금을 항상 보유하고 있다는 점을 확신시켜 주는것이 될 것이다.

여기에서는 MM의 配當無關聯理論 이후 개인소득세를 고려한 研究들에서 배당이 대체로 負의 稅金效果를 갖고 있음을 보이고 있는데도 불구하고 企業이 배당을 지급하는 이유에 대한 의문에 대해 代理問題의 해결방안으로써 信號效果로 살펴보고자 한다. Bhattacharya는 배당이 企業의 미래현금흐름에 대한 정보를 제공하는 신호로서의 역할을 한다는 점에서 해답을 찾고 있다.⁽³⁹⁾

企業價值에 대한 情報가 不均等하게 있을 경우 즉, 경영자는 1기간후의 현금흐름 X 의 분포를 잘 알고 있는 반면 외부투자가는 모르고 있는 경우를 가정하자. 配當所得稅 $Z_{pd} > 0$, 資本利得稅 $Z_{pq} = 0$ 이고 또, 경영자가 1기간후 配當 D 를 지급하기로 하고, 配當으로 인한 1기간후의 기업가치 증가를 $V(D)$ 라고 하자. 1기간후에 $X > D$ 이면 자금을 추가조달할 필요가 없이 配當을 지급할 수 있으나 $X < D$ 이면 D 의 배당지급을 위해 추가적인 자금을 조달해야 한다. 이 과정에서 去來費用을 고려하여 추가적인 자금을 조달해야 한다고 하자.

이 경우 信號生產에 따른 費用은 稅金과 去來費用이고 信號生產의 혜택은 신호전달에 따른 情報不均衡(information asymmetry)의 해결로 인한 企業價值의 상승이다. 그러므로, 最適配當政策은 信號生產으로 인한 限界費用과 限界收益이 일치하는 수준에서 결정될 것이다.

株主의 富를 極大化하고자 하는 經營者의 目的函數는 다음과 같다.

$$\max_D [V(D) + (1 - Z_{pd})D + \int_p^X (X - D)f(x)dx + \int_X^D (1 + \beta)(X - D)f(x)dx]$$

(39) Bhattacharya, S. "Nondissipative Signalling Structures and Dividend Policy", QJE, August 1980.

$M \equiv \int_x^X Xf(x)dx$ 로 정의하면 다음 식처럼 나타낼 수 있다.

$$\max. [V(D) + M + Z_{pd} \cdot D - \beta \int_x^D F(x)dx]$$

위의 목적함수를 만족하는 配當水準 D 가 최적배당수준이 된다.

配當을 1단위 증가시킬 때 발생하는 비용은 $Z_{pd} - \beta F(D)$ 이다. 성공적인 기업일수록, 즉 X 의 분포가 陽의 비대칭도(skewness)를 갖는 기업일수록 외부자금조달의 가능성이 줄어들게 되므로 信號의 價值가 증가할 것이다. 그러나 덜 성공적인 기업 즉, 음의 비대칭도를 갖는 기업일수록 외부자금조달에 따른 비용부담의 가능성이 커져서 성공적인 기업의 행위를 모방할 수가 없다. 결국, 信號理論이 시사하는 바는 신호의 限界費用과 限界收益이一致하는 점에서 最適 配當政策이 정해진다는 데 있다. 配當을 지급하는 또 하나의 긍정적인 측면으로는 配當이 委任關係로 파생하는 代理問題를 줄일 수 있는 감시 메카니즘 혹은, 自己拘束 메카니즘으로서 이용될 수 있다는 것이다. 젠센과 맥클링에 의하면 투자자들이 합리적인 경우 代理費用은 전부 代理人인 경영자가 부담하게 된다.⁽⁴⁰⁾ 따라서, 경영자는 代理費用을 최소화하기 위해 행동할 것이다. 投資者들에게 경영자의 행위와 의도에 관해 추가적인 정보를 제공하는 과정에서 배당은 감시 내지 자기구속활동의 역할을 하게 된다.

經營者, 株主, 債權者의 危險에 대한 태도는 각각 다르다. 경영자는 자신의 人的資產을 한 기업에만 투자하고 있으므로 기업의 總危險에 관심이 있고 危險回避誘因(risk aversion incentive)을 갖게 된다. 채권자 역시 주어진 계약조건하에서 위험이 낮을수록 약속된 元利益을 지급받게 될 확률이 높아지므로 危險回避誘因이 있다. 한편 株主는 콜옵션의 소유자로 볼 수 있고 콜의 가격은 위험이 커짐에 따라 증가하므로 危險選好誘因을 갖게 된다. 또한 투자자는 시장을 통해 잘 分散된 포오트폴리오를 구성할 수 있기 때문에 총위험보다는 분산불가능위험에 관심을 가지게 된다.

經營者가 企業의 위험수준을 변경하는 방법은 投資案의 조합을 변경시키거나 負債比率을 변경시킴으로써 가능해진다. 블랙과 쇼울스에 의하면 기대수익이 같지만 분산이 적은 투자안을 선택하는 경우 株式의 價值은 감소하고 債券의 價值은 증가하여 富가 株主로부터 債權者와 經營者에게로 이전된다. 또는 負債比率이 낮아지도록 한다면 破產危險이 감소하여 經營者の 고용위험이 감소하고, 채권자의 수익률의 안정성이 증가하게 되어 富가 株主로부터

(40) Jensen M.C. and Medding W.H. op. cit., 1976.

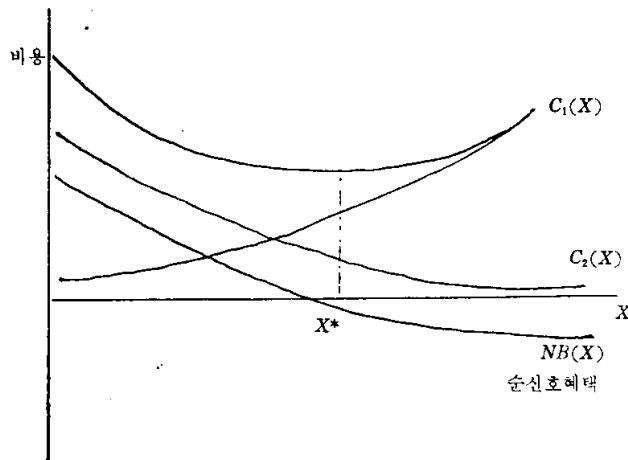
터 經營者, 債權者에게로 이전된다. ⁽⁴¹⁾

株主는 株主의 富가 이전되는 문제에 직면할 때, 미래상황을 예측하고 각 상황별로 經營者와 계약을 맺어 이러한 가능성을 없앨 수도 있지만 미래의 예상이 불완전한 이상 계약으로는 완전히 해결할 수 없고 따라서 事後的으로라도 조정할 필요가 생기게 된다. 이 때 配當이 經營者の 危険回避誘因을 줄이기 위한 방지책이 된다.

이것은 다음과 같은 이유에 의해 설명이 될 수 있다. 配當의 지급은 외부자금의 차입을 의미하며 외부자금의 경우 資本費用이 높은 것이 일반적이다. 그럼에도 불구하고 株主들은 외부자금의 借入을 바람직한 것으로 생각할 수 있다. 왜냐하면 株主들은 기업이 외부자금을 차입할 때 체결하는 계약서의 내용이나 누가 외부자금공급업자인가를 파악할 수 있기 때문이다. 또한 株主들은 이러한 기회를 이용하여 企業의 자금사용 내역이나 經營者の 經營方針 등에 대한 새로운 정보를 얻게 된다.

例를 들어 企業이 자금을 조달하기 위하여 資本市場에 나타나게 되면 銀行이 그 企業의 信用度 等 財務狀態를 재조사하게 될 것이고 증권거래소는 新株式發行에 관련하여 여러가지 자료를 요구하게 된다. 또한 引受金融機關들이 企業의 신용력에 대한 정밀한 분석을 요구할 것이다. 이와 같이 불 때 외부자금공급업자들은 비록 의도적으로 그러는 것은 아니지만 外部株主들을 위하여 所有經營者를 감시하는데 협력하게 된다.

이상에서 살펴본 결과를 종합해 볼 때 最適配當性向은 다음과 같은 문제의 解가 될 것이다.



〈그림 3-5〉 최적배당성향의 결정

(41) Black F, and Scholes M., "The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stocks and Returns" JPE, 1974, pp.1-22.

Min. $[C_1(X) + C_2(X) - NB(X)]$

단, X = 配當性向

$C_1(X)$ = 配當에 따른 去來費用

$C_2(X)$ = 配當에 따른 代理費用

$NB(X)$ = 配當에 따른 純信號惠澤

이때 配當이 증가함에 따라 去來費用과 純信號惠澤은 증가하지만 代理費用이 감소한다면 <그림 3-5>의 X^* 가 기업의 最適配當性向이 될 것이다.

IV. 實證的 分析

企業의 支配形態는 所有權의 分散程度에 따라 크게 所有者支配企業(OCF)과 經營者支配企業(MCF)으로 나누어 볼 수 있다.

本 實證分析의 目的是 우리나라 上場企業의 支配形態와 企業成果間의 관계를 分析해 봄으로써, 所有와 經營의 分離에 따른 株主와 經營者간의 利害相衝問題를 최근 활발하게 논의되고 있는 代理費用理論으로 설명하고자 하는데 있다.

따라서 實證分析에서는 우선 全體上場會社들에 대한 經營者 持分率을 파악하여 經營者支配企業集團과 所有者支配企業集團으로 標本을 구성하여 두 集團間의 成果를 比較·分析해 보고자 한다.

우리나라 上場企業의 대다수가 실질적으로 大株主 1人에 의해 운영되는 所有經營者 企業이며, 流通市場에서 거래되는 株式의 대부분이 外部株主所有의 株式이라는 점을 고려하여, 大株主 1人과 外部株主間의 持分比率을 所有構造로 정의하고, 所有構造의 변화가 企業의 財務意思決定과 經營成果에 미치는 영향을 分析한다. 그리고 조직구조상 대리인문제의 해결에 독특한 경영관리기법을 갖고 있는 것으로 판단되는 우리나라 재벌기업의 所有構造와 財務意思決定 및 經營成果에 대한 분석으로 실증분석을 확장시켜 본다.

4-1. 假說의 設定

(1) 企業의 支配形態에 따른 經營成果의 差異分析

株式의 所有權이 外部株主에게 完全分散되어 所有와 經營이 分離된 企業에 있어서는 企業價值의 極大化(wealth maximization)라는 전통적인 企業目標의 달성을 있어서 다음과 같은 문제점이 제기될 수 있다.

所有·經營의 分離가 이루어져 專門經營者가 企業의 經營權을 실질적으로 통제하는 경우

에 經營者는 과연 企業의 所有者인 株主의 富의 極大化와 일치하는 意思決定만을 할 것인가?

確實性下의 完全市場(perfect capital market)을 가정하는 한, 상이한 효용함수와 시간 선호 체계를 갖는 株主와 經營者間에는 이해갈등으로 인한 代理問題는 발생하지 않는다(Fisher's Separation). 그러나 完全市場이 성립하지 않는 불확실성의 세계에서는 經營者-株主間에 이해상충으로 인한 代理費用은 필연적으로 발생할 수 밖에 없다.

따라서 本 分析에는 1차적으로 代理問題의 해결을 가능케 하는 별도의 市場(labor market) 메커니즘이 존재하지 않고 經營者-株主間에 완전한 財務的 契約(financial contracts)이 이루어져 있지 않다는 가정하에서 다음과 같이 假說을 설정한다(이러한 가정은 우리나라에서 보다 현실적이라고 생각된다.)

$$\text{假說 1: } H_0 : P_0 = P_m$$

$$H_1 : P_0 > P_m$$

P_0 : 所有者 支配企業의 經營成果

P_m : 經營者 支配企業의 經營成果

추가적으로 우리나라 증권시장내에서 큰 비중을 차지할 뿐 아니라 기업의 대리문제에 독특한 해결방법을 갖고 있을 것으로 보이는 재벌기업들이 소유권구조, 경영성과 및 재무적 의사결정에 있어 일반기업과 차이가 있는지를 보기 위해 각 假說마다 다음과 같은 보조가설을 설정한다.

補助假說 1) 재벌기업들의 소유권 구조는 일반기업의 그것과는 다르다.

補助假說 2) 재벌기업들의 경영성과 및 재무 의사결정은 일반기업의 그것과는 다르다.

(2) 企業의 財務意思決定과 代理費用

企業의 財務意思決定은 크게, 資本調達決定, 投資決定 및 配當決定으로 나누어 볼 수 있는데, 資本調達과 投資決定이 分離되지 않는 현실에 있어서는 결국 자본조달결정과 配當決定에 대한 代理費用의 영향을 分析해 보는 것이 의미가 있다.

이를 위해서는 먼저 配當政策과 資本構造에 있어 두 企業集團間에 有意的인 差異가 있는지를 檢定하고, 所有構造를 나타내는 大株主 1人の 持分率變化에 따라 財務意思決定에 어떠한 差異가 있는지를 分析한다. 配當은 代理費用을 줄이기 위해 經營者가 취하는 보상체계(monitoring/bonding package)의 한 형태로 볼 수 있기 때문에 經營者(여기에서는 大株

主 1人을 의미)의 持分率이 감소할수록 配當性向이 높다. 따라서 다음과 같이 假說을 設定 한다.

假說 2 : 所有權이 分散된 企業일수록 配當性向(DPR)이 높다.

다음으로 外部持分의 代理費用과 함께 Jensen & Meckling(1976)은 負債의 代理費用을 주장하였다. 經營者가 所有하는 株式의 持分은 유한책임으로 인해 옵션의 가치를 갖기 때문에, 보다 많은 위험을 선호하려는 誘因(risk incentive)를 갖는다. 즉 株主가 위험이 높은 投資案으로부터 이익을 얻는다는 것은 자본을 만기일에 負債의 원금과 동일한 금액으로 企業전부를 債權者들로부터 채취득할 수 있는 유럽식 콜옵션으로 볼 수 있고, 이때 債權者는 企業의 자산을 취득하고 이에 대한 콜옵션(자본)을 발행하는 셈이 된다.

따라서 代理費用이 企業의 資本조달정책에 미치는 영향에 대해 다음과 같이 假說을 설정 한다.

假說 3 : 經營者持分率이 높은 企業일수록 負債比率이 높다.

(3) 經營者 報償契約과 代理費用

代理費用에 대한 實證分析은 그것이 事前的으로 평가되기 때문에 실제로 관찰할 수 없다는 어려움이 있다. 그렇지만 企業의 代理費用을 결정하는 企業組織의 특성이 經營者の 持分率에 미치는 영향을 分析함으로써 代理費用이 企業의 所有構造에 미치는 영향을 파악할 수 있다고 생각된다.

株主와 專門經營者間의 고용계약이 장기간에 걸쳐 반복적으로 이루어진다면 兩者間에 존재하는 윤리적문제(moral hazard)나 의견상충(adverse selection)으로 인한 代理問題는 어느 정도 감소될 수 있다. 다시 말해서 株주는 專門經營者の 意思決定 및 努力を 실제로 관찰할 수는 있지만 이전의 意思決定 및 成果를 통해 專門經營者の 기대한계생산능력을 보다 정확하게 觀察할 수 있고, 이에 따라 報償契約을 맺게 되므로 兩者間의 代理費用은 감소한다.

여기에서는 經營者集團을 크게 所有經營者 및 長期間에 걸쳐 内部昇進된 經營者를 포함한 内部經營者集團과 專門經營者集團으로 나누어 두 集團間의 比率로 大株主 1人の 持分率을 설명한다. 外部出身의 專門經營者보다는 内部經營者가 보다 장기간의 계약을 맺을뿐 아니라 정확한 관찰이 가능하기 때문에 보다 많은 情報를 갖게되고 이로부터 代理費用을 보다 효율적으로 통제할 수 있는 報償契約을 맺을 수 있다고 생각되기 때문이다.

假說 4 : 内部經營者比率이 높을수록 大株主 1人の 持分率은 낮다.

또한 株주와 經營者間의 노력투입 및 위험에 대한 태도의 상이점에 따라 발생하는 代理

問題는 成果와 연계된 報償契約을 맷음으로써 兩者의 選好體系를 동일하게 하여 (financial unification) 해결 할 수 있다.

여기에서는 專門經營者中에서 株式을 보유한 經營者의 比率을 측정함으로써 株主-經營者間의 代理費用을 報償契約體系로 설명할 수 있는지 그리고 두 企業集團(OCF 대 MCF)間의 有意的인 差異가 있는지를 알 수 있다. 이는 專門經營者에게 株式을 지급함으로써 兩者의 선호체계를 유사하게 하여 經營者가 갖는 상대적으로 높은 위험선호와 노력회피경향에 따른 非經濟的 意思決定을 줄일 수 있기 때문에 다음과 같이 假說을 설정한다.

假說 5 : 株式을 보유한 專門經營者比率이 높을수록 大株主 1人의 持分率은 낮다.

(4) 企業의 規模와 代理費用

企業의 規模가 커질수록 조달자본규모가 증가하고, 經營活動의 전문화가 이루어지기 때문에 일반적으로 專門經營者의 중요성이 부각되고 있다. 이처럼 企業規模의 확대는 企業에 있어서 所有와 經營의 分離를 촉진시킨다는 것이 Berle-Means(1932) 이후 계속되는 전통적 견해이다.

그러나 우리나라의 경우, 代理問題를 해결하기 위한 經營者市場(labor market)이나 財務的 契約(financial contracts)이 충분히 발달되어있지 않은 점을 고려하면, 현실적으로 企業規模의 증가는 代理費用을 증가시키며, 이에 따라 所有經營者는 이를 통제하기 위해 자신의 持分率(大株主 1人의 持分率)을 증가시킬 것으로 생각된다. 그러므로 다음과 같이 假說을 설정한다.

假說 6 : 企業의 規模가 증가할수록 大株主 1人의 持分率은 증가한다.

4-2. 標本의 設計와 資料의 處理

(1) 標本의 設計

企業의 실질적인 支配權은 사실상 該當企業의 最高經營者가 아니면 정확한 經營上의 意思決定權限을 관측할 수 없다.

일반적으로 활용되는 企業支配形態의 구분기준으로는 總議決權 普通株의 分散程度와 大株주의 分布에 의한 전통적인 구분방법, 小數의 株主들이 株主總會 議決過程에서 실제 支配力의 행사에 필요한 確率的 持分比率을 Cubbin and Leech(1983)가 제시한 確率投票模型(Probabilistic Voting Model)으로 산출하여 구분하는 방법으로 나누어 볼 수 있다.

전통적인 방법이 支配形態의 구분기준으로서 最大株주의 株式持分率만을 고려하고 그 외의 株式의 分散程度를 무시할 뿐 아니라 특정크기의 支配可能持分率이 아무런 이론적인 근거를 갖지 못한다는 점에서 비판의 대상이 되고 있는 반면, 轉投票模式에 의한 구분방법

은 지배의 유형을 결정짓는 임계치를 정함에 있어 보다 객관적인 기준을 제공하고 있다고 볼 수 있다.

그러나 우리나라의 上場企業標本의 設定에 있어서 다음과 같은 문제점으로 인하여 이 방법을 이용한 經營權 確保持分率 (P^*)의 산출에 문제가 있었다.

첫째, 個別株主 i 의 持分率 (P_i) 산출이 곤란하다. 株式의 分散程度를 나타내는 Herfindahl 지수의 계산에 필요한 外部大株主들의 持分率은 다양한 방법으로 위장된 '大株主 1人'의 持分率에 포함되어 있기 때문에 이를 구별해내는 것이 현실적으로 불가능하였다.

둘째, 小額株主들의 의결권행사확률(π)의 추정이 곤란하다. 흔히 이를 가장 낙관적인 값 $1/2$ 로 가정하고는 있으나, 실제로 小額株主가 株主總會에 참석해서 의결권을 행사하는 확률은 0에 가깝다고 할 수 있다.

이러한 문제점을 고려하여 '大株主 1人'의 持分率을 기준으로 지배형태를 구분하되 大株主 1人은 i) 有價證券 上場規定(제 1조 2항 (2))에 의한 大株主 1人인 동시에 ii) 실질적으로 그企業의 經營에 참가하고 있는 者로 정의하였다.

따라서 標本의 設定은 먼저 금융·보험등 비제조업종과 관리대상종목, 그리고 최근 3년간 上場된企業을 제외한企業을 대상으로 '大株主 1人 및 그와 特殊關係에 있는 者' (이하 '大株主 1人등)의 株式持分率을 산출하였다. 大株主 1人등의 株式持分率은 上場會社 사업

〈表 4-1〉 산업별 표본분포

업 종	업 체 수	구 성 비(%)	標 本(數) ⁽¹⁾
농·수 산 업	6	5.38	—
광 업	3	0.68	—
음·식·료·품	36	8.33	5
섬유·의복·가죽	51	11.81	6
목 재 및 가 구	5	1.16	—
제지 및 인쇄출판	18	4.17	3
화 학·섬 유	85	19.68	10
비금속광물제품	16	3.70	2
제 1 차 금 속	27	6.25	3
조 립 금 속	99	22.92	11
기 타 제 조 업	5	1.16	1
건 설 업	35	8.10	4
도소매·숙박업	34	7.87	4
운 수·창 고 업	12	2.78	1
	432	100.00	50

(1) 50개사 기준으로 각각MCF, OCF 별도 설정

보고서상의 株主名簿와 증권기관에 신고되는 株式所有 變動資料 및 上場企業 經營人名錄을 이용하였는데, 1988년 6월 30일 현재 257개企業을 分析하였다.

그리고 產業別 市場構成比率에 따라 (表 4-1) MCF, OCF 각각 50개企業을 선정하였는데, 우리나라의 경우 經營權統制에 가능한 大株主 1人 持分率이 대략 20~30% 수준일 것으로 보는 것이 일반적인 견해라는 점을 고려하여 產業別로 각각 最大持分率과 最小持分率을 나타내는企業順으로 이들 集團을 분류하였다. 분류된 標本企業集團은 모두 20~30%의持分率과 큰 差異를 보이고 있음을 알 수 있다(表 4-2). 그리고 비록 大株主 1人 持分率이 높다하더라도 그가 직접 經營에 참가하지 않는企業은 MCF에 포함시켰다.

또한 代理人費用을 이용한企業의 所有權構造의 分析을 위해 전체 257개企業을 대상으로 필요한 資料를 처리하였다.

〈表 4-2〉 두 집단의 표본기업 및 자분율

(1988. 6.30. 기준)

산 (產業평균) 업	O	C	F	M	C	F
	업체명	大株主 1人 持分率 (%)	업체명	大株主 1人 持分率 (%)		
음식료품 (27.58)	백화양조	44.40	호남식품	15.50		
	삼립식품	39.58	범양식품	0.93		
	삼양식품	48.77	해태제과	8.20		
	샘표식품	47.73	대한제분	12.08		
	(주)진로	34.50	풍진화학	14.90		
섬유·의복 (28.29)	(주)쌍방울	48.31	조광과학	10.26		
	태평양패션	42.50	고려합섬	13.40		
	경남모직	40.41	(주)코오롱	14.59		
	한일합섬	43.31	(주)경방	8.30		
	삼양사	40.68	(주)태화	10.74		
제지·인쇄 (28.19)	대한방직	39.05	남영나일론	14.91		
	(주)세풍	54.25	대한팔프	11.00		
	대원제지	47.23	남한제지	16.70		
화학·석유 (25.00)	삼성이네아	32.40	온양팔프	14.59		
	한국비료	34.99	(주)럭키	9.30		
	서울농약	35.20	영진약품	8.99		
	(주)유공	39.28	일성신약	7.90		
	대성산업	42.48	중외제약	10.63		
	럭키소재	33.70	신아화학	11.30		
	고려화학	36.20	전풍제약	15.48		
	동일고무밸트	41.72	(주)녹십자	9.50		
	(주)서통	33.68	유유산업	14.69		
	제철화학	41.90	동아제약	8.50		
우성산업	44.48	대웅제약	12.15			
	현대시멘트	44.36	한일시멘트	14.30		

조립금속 기(23.67)	성신시멘트	49.30	아세아시멘트	14.70
	부산파이프	37.80	연합철강	16.60
	고려제강	43.47	동부제강	18.61
	동양석판공업	34.57	한국강관	8.90
	삼영전자	33.44	대림통상	8.01
	삼성전기	46.42	대우중공업	2.40
	오리엔트시계	32.12	부산주공	2.97
	경동산업	47.25	한국종합기계	5.70
	조선선재	31.16	금성사	8.13
	삼표제작소	50.00	삼성전자	7.61
	태양금속	50.52	금성전기	8.50
	아남전기	37.68	대우전자	3.98
	맥슨전자	47.16	삼성전관	12.70
	코리아씨키트	36.59	기아산업	4.90
	현대미포조선	51.00	신일산업	10.04
	영창악기	39.21	도나미	17.40
기타제조업 (24.78)	현대건설	35.50	경남企業	5.36
	(주)한양	37.98	대림產業	8.30
	삼부토건	31.30	풍림產業	5.80
	신한기공건설	33.00	극동건설	7.36
	삼도물산	45.54	삼성물산	6.39
도·소매업 (18.73)	천지産業	29.95	신성통상	7.21
	미도파	35.38	럭키금성상사	9.06
	(주)유림	27.90	협진양행	6.24
	세방企業	39.80	고려종합운수	12.00
()안은 대주주 1인 지분율 평균				

(2) 資料의 處理 및豫備検査

假說檢定에 필요한企業의 支配形態와 成果를 나타내는 變數를 다음과 같이 정의하고 資料를 처리하였다.

X_1 : 大株主 1人 持分率(%)

X_2 : 任員持分率(%)

X_3 : 株當純資產(BPS)

X_4 : 總資本 純利益率(%)

X_5 : 賣出額 純利益率(%)

X_6 : 總資本(원)

X_7 : 假變數(Dummy Variable) 0 : OCF

1 : MCF

X_8 : 賣出額 成長率 (%), 1986~1988)

X_9 : 負債比率(固定負債/自己資本, 1986~1988)

X_{10} : 總任員數

X_{11} : 外部出身經營者數(I)⁽⁴²⁾

X_{12} : 外部出身經營者數(II)

X_{13} : 外部出身經營者 持分率(I) (%)

X_{14} : 外部出身經營者 持分率(II) (%)

X_{15} : 配當性向(%)

X_{16} : 가변수(Dummy variable) 0 : 비재별기업
1 : 재별기업

그리고 所有者支配企業(OCF)과 經營者支配企業(MCF)集團의 구분이 有意味인가를 살펴보기 위하여 假說檢定에 앞서 예비검사의 한 방법으로 두 集團間 任員持分率(%)과 外部經營者 持分率(%)에 대한 T-Test를 행하였다. 所有者支配企業인 경우, 상대적으로 大株主 1人의 經營參與가 많기 때문에 任員持分率의 크기에 있어서도 有意味으로 持分率이 더 커야 할 것이다.

〈表 4-3〉에서 보는 바와 같이 두 集團間에는 有意味인 差異가 있음을 알 수 있고, 이는 곧 '大株主 1人 持分率' 기준에 의한 支配形態의 區分이 타당함을 뒷받침하고 있다. 標本으로 선정된 OCF와 MCF의 大株主 1人 持分率 평균은 각각 40.47%, 10.28% 이었으며, 標本期間中 支配形態의 구분없이 전체 257개 上場企業의 大株主 1人 持分率 平均은 24.94% 였다. 또한 재별·비재별기업에 대한 구분은 우리나라 50대 재별의 계열회사를 기준으로 한 결과 257개 상장기업 중 105개 기업(40.85%)이 재별기업집단에 포함되었으며, 1988년 8월 현재 총 449개 상장기업 중 146개 기업이 이에 해당된다.

〈表 4-3〉 임원지분율 및 외부경영자 지분율에 대한 t-test 결과

임원지분율 (X_2)에 대한 t-test:

	Mean	SE	t-value	F-value
OCF	18.6213	2.990	3.53	5.27
MCF	7.6900	1.224	(0.001)	(0.000)

(주) ()안은 significance level

(42) 本 分析에서는 經營者集團을 所有經營者, 内部昇進經營者, 外部出身經營者の 세 集團으로 나누는 구분기준이 실제로는 모호하기 때문에 개별적인 인적사항 파악에 의존하였다. (I)의 방법에서는 外部出身임이 명확한 경우이고, (II)에서는 나머지 集團에는 속하지 않으면서 外部出身일 것으로 추정되는 任員數를 추가시켜 두 경우를 동시에 分析하였다.

외부경영자 지분율(X_1)에 대한 t-test

	Mean	SE	t-value	F-value
O C F	0.2202	0.089	-2.16 (0.034)	8.85 (0.000)
M C F	0.8218	0.265		

(주) ()안은 significance level

4-3. 分析方法 및 分析結果의 解析

(1) 分析方法

本研究의 實證分析은 다음과 같이 각 假說에 대해 두 단계로 구분된다. 첫 단계에서는 우선 假說 1의 檢定을 위해 두 集團間의 經營成果變數(株當純資產, ROI 賣出額純利益率, 賣出額成長率 등)에 대한 t-test를 함으로써 企業의 支配形態에 따른 成果의 差異分析을 한 후, 代理費用이 企業의 財務 意思決定에 미치는 영향을 보기 위해 所有權의 分散程度와 配當性向, 그리고 經營者持分率과 負債比率(固定負債比率)間의 관계(假說 2, 3)를 각각 t-test와 回歸分析을 통해 檢定한다. 다음으로 代理費用으로 인한 經營者-株主間의 報償契約體系의 差異에 대한 假說 4와 5를 檢定하기 위한 방법으로 假說設定에서 설명한 바와 같이 所有權이 分散된 企業에 있어서는 代理費用을 보다 효율적으로 통제하기 위한 報償계약體系를 맺고 있다고 가정하고, 支配形態의 구분없이 全體標本 企業을 대상으로 所有經營者持分率(大株主 1人持分率)과 任員中 外部出身經營者 比率, 그리고 大株主 1人持分率과 外部出身經營者持分率間의 관계를 回歸分析하였다. 企業의 規模가 所有構造에 미치는 영향에 대한 假說 6 역시 같은 방법으로 檢定하였다.

두번째 단계에서는 첫 단계의 分析結果를 바탕으로 支配形態의 구분없이 全體標本企業에 대하여 大株主 1人持分率, 配當性向 및 각 成果變數 등에 대하여 다음과 같이 stepwise 방법으로 回歸analysis을 함으로써 有意의인 說明變數를 도출한다.

$$X_1 = f(\log(X_6), X_9, X_{13}, X_{14}, X_{11}/X_{10}) \quad (1)$$

$$X_{15} = f(X_1, X_9, \log(X_6), (X_{10}-X_{11})/X_{11}, X_{13}, X_{14}) \quad (2)$$

$$X_3, X_4, X_5 = f(X_1, X_2, \log(X_6), X_7, X_9, X_{13}, X_{14}) \quad (3)$$

그리고 나서 支配形態의 效果를 分離시켜 보기 위해 OCF集團(dummy; 0)과 MCF集團(dummy; 1)에 대하여 각각 독립적인 分析을 하였다. 支配形態가 다른 두 集團에 있어서 所有構造($X_1, X_2, X_{10}, X_{11}, X_{13}$)와 經營成果(X_3, X_4, X_5, X_9) 및 配當政策(X_{15})을 설명하는 變數가 각기 다를 수 있다는 점에서 위의 합수에 대해 같은 방법으로 回歸analysis을 하였다.

끝으로, 보조가설 1), 2)의 검정을 위해 각 분석모형에 재별기업여부를 나타내는 假變數

$X_{16}(0,1)$ 을 추가시켜 분석하였다.

(2) 分析 結果

1) 企業成果의 差異分析

앞의 分析方法에 따라 1차적으로 假說檢定한 結果 모든 경우에 있어 假說은 채택되지 않았다. OCF, MCF 두 집단간에 企業成果를 나타내는 株當純資產(BPS, X_3), 總資本純利益率(X_4), 賣出額純利益率(X_5), 賣出額成長率(X_8)等에 대한 t-test 結果 어느 것도 有意의 差異를 보이지 않아 所有者 支配企業의 經營成果가 經營者 支配企業의 경우보다 더 높은 것이라는 研究假說(H_1) 1은 일단 채택되지 않는다.

本 分析에서는 단순히 두 集團間 平均의 差를 檢定하는 t-test 方법외에 所有構造와 經營成果 사이에 어떠한 상관관계가 있는가를 보기 위해 各 企業成果變數(X_3, X_4, X_5) 成果를 從屬變數로하고 大株主 1人 持分率(X_1)을 獨立變數로 하여 回歸分析하였다. 分析結果 X_4 를 제외한 나머지 回歸모델에 있어서는 有意的인 관계가 발견되지 않았다.

따라서 成果變數중 說明力은 0에 가까우나 F-value와 獨立變數의 有意性이 높게 나타난 變數인 株當純資產(X_4)에 대하여, 이를 從屬變數로 하고 나머지 變數들을 說明變數로 하여 全體 標本企業에 대하여 모델(3)에 따라 重回歸分析한 結果를 <表 4-4>와 같이 정리하였다.

<表 4-4>에서 보는 바와 같이 이에 대한 說明力(R^2)이 매우 낮을뿐 아니라 有意의인 설 명변수도 발견되지 않았다. 이에 따라 추가적인 분석방법으로 企業의 支配形態(X_7 ; dummy 0, 1)를 통제한 후 각각의 集團에 대하여 같은 방법으로 回歸分析하였다. 그 結果 몇 가지 점에서 주목할만한 결과를 얻을수 있었다. OCF인 경우에는 負債比率(X_9)이 가장 有意의으로 陰(−)의 효과를 보이고 있는데, 이는 企業의 負債利用程度가 證券市場에서 株價水準의 결정에 否定的으로 평가되고 있음을 알수 있고 이때의 推定回歸式의 說明力도 향상되었다 ($R^2=0.2250$). 추가적으로 分析된 大株主 1人등의 持分率(X_1) 역시 有意의으로 陽(+)의 효과를 나타내고 있는데, 이로부터 經營者가 企業에 투자하고 있는 持分率이 높은 企業일수록 經營成果가 높음을 알 수 있다. 그리고 X_1 은 MCF인 경우에서도 마찬가지로 陽(+)의 효과를 나타내는 것이 주목할만 하다. 즉, 經營者-株主間의 情報不均衡하에서는 經營者가 자신의 기업이나 투자안의 진정한 가치를 알고 있다하더라도 不完全情報로 인하여 市場에서는 그보다 낮게 평가될 수 있기 때문에 이러한 경우에 자신의 持分率을 높임으로써 信號의 效果를 갖도록 한다고 볼 수 있는 동시에 經營者가 자신의 富를 상대적으로 많이 투자하고 있는 기업일수록 所有權分散으로 인한 持分의 代理費用이 그만큼 적게 발생하게 됨

〈表 4-4〉 주당순자산(X_4)의 설명변수에 대한 회귀분석 결과

표 본	X_1	X_2	$\log X_6$	X_9	X_{13}	X_{14}	Constant	R ²	F-Value
X^4	Total	0.1274 (2.044)*	(n.s)	(n.s)	(n.s)	(n.s)	2.3066 (3.678)*	0.0124	4.1759*
	OCF			-0.5177 (-2.490)			6.0060 (5.465)*	0.2250	6.2259*
	MCF	0.4407 (2.276)*	(n.s)	0.6409 (-3.310)*	(n.s)	(n.s)	0.7627 (n.s)	0.3780	6.4690*
		0.4694 (2.436)*	(n.s)	(n.s)	(n.s)	(n.s)	0.7373 (n.s)	0.1832	5.9352*

주) ()안은 t-value

* 95% 유의수준에서 유의적임.

n.s: non-significant

으로써企業成果를 높이고 있다고도 할수 있다.

반면經營者支配企業에 있어서는 資本構造(X_9)가 株當純資產에 영향을 미치고 있지 않으며, 大株主 1人持分率만이 陽(+)의 효과를 보인다. 그러나 大株主 1人持分率 변수는 OCF에 비해 설명력이 매우 낮아($R^2=0.1832$) 그 의미를 그대로 받아들이기에는 分析結果가 미흡하다. 또한 1次 分析의 結果에 의해 기각된 研究假說(H_1) 역시 두 集團內에 있어서는 有意的인 結果를 나타내고 있어 결과적으로 所有者支配企業의 經營成果가 經營者支配

〈표 4-5〉 재벌·비재벌기업간 t-test 결과

주당순자산 :

	Mean	SE	t-value	F-value
비 재 벌 기 업	18911.83	1655.41	1.89	2.60
재 벌 기 업	14676.08	1234.65	(0.060)	(0.000)

ROI:

	Mean	SE	t-value	F-value
비 재 벌 기 업	4.2136	0.390	3.59	3.04
재 벌 기 업	2.3474	0.269	(0.000)	(0.000)

매출액 성장을 :

	Mean	SE	t-value	F-value
비 재 벌 기 업	15.1961	1.100	-0.69	2.07
재 벌 기 업	16.7218	1.903	(0.460)	(0.000)

(주) ()안은 significance level

企業의 經營成果보다 더 높다는 假說(H_1)은 부분적으로 밖에 채택될 수 없음을 알수 있다.

추가적으로 재벌, 비재벌기업간 經營成果에 대한 차이가 있는지를 보기위해 t-test에 의해 검정한 결과 다음과 같은 결과를 얻었다. <표 4-5>에서 보는 바와 같이 주당순자산(X_3), ROI(X_4)등의 수익성면에 있어서는 비재벌기업이 재벌기업에 비해 유의적으로 높은($\alpha=0.05$) 반면 매출액성장률(X_8)에 있어서는 유의적인 차이가 없다.

자본조달 능력이나 시장경쟁력에 있어서 우위에 있을 것으로 보이는 재벌기업들의 수익성이 오히려 반대의 결과를 보이고 있는 것이 주목할만한데 이는 일반기업에 비해 상대적으로 많은 자원의 비능률적 활용뿐 아니라, 매출액성장률에서 보는 것처럼 기업규모의 계속적인 확대때문인 것으로 풀이된다.

2) 財務意思決定에 대한 分析

기업의 소유권구조가 재무적 의사결정에 미치는 영향을 분석하기 위해 두 집단간 배당정책과 자본조달결정의 차이를 분석한 후 전체표본기업에 대한 회귀분석을 하였다.

먼저 두 집단간 配當政策(X_{15})에 유의적인 차이가 있는지를 보기 위하여 t-test를 한 결과 <표 4-6>에서 보는바와 같이 MCF집단의 配當性向이 평균적으로 약 0.50(50.02%)인데 비해 OCF인 경우 약 0.38(37.80%)로서 소유경영자(대주주 1인)의 지분율이 배당정책에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

<표 4-6> 두 집단간 평균배당성향에 대한 t-test 결과

	Mean	SE	t-value	F-value
O C F	37.8026	3.636	-1.56	3.61
M C F	50.0205	6.910	(0.122)	(0.000)

(주) ()안은 significance level

t값이 통계적으로 유의적인 값은 아니지만 분산의 차이(F-value)가 충분히 크기 때문에 두 집단간 평균배당성향에는 유의적인 차이가 있다고 볼 수 있다.

이 結果로부터 所有權이 分散된 企業일수록 配當性向이 높다는 假說 2는 채택된다. 즉 配當은 代理費用을 줄이기 위해 經營者가 外部株主들에게 대해 제공하는 報償體系로 볼 수 있다는 견해가 우리나라 上場企業들에 있어서는 일단 받아들여지는 것으로 볼 수 있다. 그러나 大株主 1人 持分率이 配當性向에 미치는 효과를 보기위해 두 變數에 대해 全體標本企業을 대상으로 回歸分析한 結果 <表 4-7>에서 보는 바와 같이 두 變數間에는 陰(-)의 관계가 있음을 알 수 있지만, 說明力이 매우 낮고($R^2=0.0122$), 獨立變數(X_1)의 유의성도 낮아($t=-1.546$) 이들 관계는 별다른 의미를 갖지 못한다. 다만 전체표본을 OCF와 MCF의

두 집단으로 나누어 配當性向을 비교한 결과 평균의 차이가 유의적으로 나타나고 있을 뿐이다. 그리고 大株主 1人 持分率의 변화와 配當性向間의 유의적인 상관관계는 그 分散이 크기 때문에 발견할 수 없다.

本研究에서는 이 밖에 配當性向을 설명하는 다른 變數가 무엇인가를 보기 위해 모델 (2)에 따라 추가적인 분석을 하였다. 그結果 어떠한 變數도 이에 대한 說明力を 갖지 못하였다. 따라서 標本集團을 OCF와 MCF로 나누어 支配形態의 효과를 통제한 경우 각 配當性向을 종속변수로 하고 이에 대한 說明變數들을 stepwise 방법으로 重回歸分析하였다. 分析結果, 두 集團間에는 配當性向에 영향을 미치는 要因에 각기 差異가 있음을 알 수 있는데, <表 4-7>에서 보는 바와 같이 所有者 支配企業인 경우에는 負債比率(X_9)의 증가와 配當性向間에는 陽(+)의 상관관계가 있음을 알 수 있고 그 설명력도 가장 큰 반면, 經營者 支配企業인 경우 外部經營者持分率(X_{13})의 설명력이 有意的이고 가장 크다. 따라서 所有權의 分散程度에 따라 企業의 配當政策에 영향을 주는 요인에 差異가 있음을 알 수 있는데, 經營者 支配企業에 있어서 外部出身 專門經營者的 持分率이 를수록 配當을 많이 하고 있는 반면 所有者 支配企業에 있어서는 이와 관계없이 負債使用의 증가에 따라 配當이 증가한다는 점이 有意的이다. 이는 특히 두 集團假說 2의 채택을 뒷받침한다.

한편 재별·비재별기업간 配當性向(X_{15})에 있어서는 유의적인 차이가 있음을 알 수 있다. 표본에서 분석된 재별·비재별기업의 配當性向은 평균적으로 각각 48.71, 39.37%로서 재별기업의 배당성향이 유의적으로 높은데, 이는 재별기업의 大株主 1人持分率(X_1)이나 任員持分率(X_2)이 비재별기업에 비해 유의적으로 낮은 점을 고려하면 소유권이 분산된 기업일

<표 4-7> 두 집단별 배당성향(X_{15})의 설명변수에 대한 회귀분석결과

	회 귀 모 형	Adjusted R	F-value
Total	$X_{15}=55.9088 - 0.1466 X_1$ (7.075)* (-1.546)	0.0122	2.3915
O C F	$X_{15}=15.455c + 0.5085 X_9$ (1.636) (2.435)*	0.2149	5.9275*
	$X_{15}=61.1703 + 0.6343 X_9 - 0.4498 X_1$ (2.853) (3.270)* (-2.319)*	0.3757	6.4165*
M C F	$X_{15}=44.8900 + 0.0161 X_{13}$ (4.275)*(2.762)*	0.2316	7.6294*
	$X_{15}=92.5902 + 0.5709 X_{13} - 0.4158 X_1$ (4.283)*(3.370)* (-2.452)*	0.3796	7.7316*

주) ()안은 t-value *는 95% 유의수준에서 유의적임

Other variables not significant in the equation

〈표 4-8〉 재벌·비재벌기업간 배당성향에 대한 t-test 결과

	Mean	SE	t-value	F-value
비 재 벌 기 업	39.3684	3.133	-2.05	1.32
재 벌 기 업	48.7081	3.185	(0.042)	(0.081)

(주) ()안은 Significance level

수록 이에 따라 발생하는 대리비용을 줄이기 위해 信號의 效果를 갖는 배당을 더 많이 지급한다고 볼 수 있다.

다음으로 財務意思決定에 있어 중요한 資本調達決定에 所有構造가 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 종속변수로서 자본조달결정의 결과를 나타내는 負債比率(X_9)을 설정하고⁽⁴³⁾, 이에 영향을 미칠것으로 판단되는 大株主 1人 持分率 및 기타의 소유권 구조변수로서 몇가지 經營者構成比率($X_{10}, X_{11}, X_{12}, X_{13}, X_{14}$)를 설명변수에 포함시켜 회귀분석하였다. 분석결과 大株主 1人 持分率(X_1), 外部出身 專門經營者比率(X_{11}/X_{10}), 外部出身 專門經營者持分率(X_{13}/X_{14})등과 負債比率(X_9) 간에는 아무런 상관관계가 없었다. 따라서 經營者持分率이 높은企業일수록 자본조달을 負債에 의존하는 경향이 높다는 假說 3은 기각된다. 일반적으로 經營者는 有限責任으로 인하여 자신이 所有하는 株式의 持分이 매수옵션의 가치를 갖기 때문에 株주는 보다 많은 危險을 선호하게 되는 動機를 갖는다고 할 수 있다. 즉 經營者の 危險選好로 인해 負債를 과다하게 사용하기 때문에, 앞절에서 살펴본 바와 같이 株주 1人の 持分率이 감소할수록 負債依存度(固定負債比率)가 증가한다고 할 수 있지만 본 검定결과는 이와 일치하지 않았다.

3) 經營者補償契約에 대한 假說檢定

代理費用이 企業의 所有權構造에 미치는 영향을 파악하기 위해서는 代理費用을 결정하는 企業組織의 특성이 經營者の 持分率에 미치는 영향을 分析함으로 가능하다는 전제하에 外部出身 經營者比率($X_{11}/X_{10}, X_{12}/X_{10}$)과 大株主 1人持分率(X_1), 外部出身經營者 株式持分率(X_{13}, X_{14})과 大株主 1人持分率間의 상관관계를 分析하였다. 경영자와 경영자주식지분을 간의 多重共線性의 문제로 인해 앞의 방법과는 달리 이들 각각의 변수를 大株主 1人持分率과 單純回歸分析하였다. 分析結果 變數중 어느것도 有意的인 관계를 갖지 않았다.

이에 따라 經營者補償契約에 대한 代理費用의 영향을 추가적으로 分析하기 위해 大株주

(43) 자본조달결정변수로서 널리 이용되는 負債比率은(고정부채/자기자본) × 100의 관계로 산출되는 것이 일반적이지만, 단기차입금 역시 우리나라의 현실에서는 반복적으로 단기일에 연장되어 고정부채화하는 것이 보통이라는 점에서 앞의 산식이 반드시 올바른 자본조달척도는 될 수 없다는 점에 유의할 필요가 있다.

1人 持分率을 從屬變數로 하고 나머지 變數에 대한 回歸分析을 모델 (1)에 따라 실시한 結果 역시 有意의인 說明變數는 발견되지 않았다.

따라서 장기간에 걸친 관찰과 보다 정확한 정보를 통한 内部經營者(所有經營者 포함)의 補償體系가 代理費用을 보다 효율적으로 통제 가능하기 때문에, 内部經營者比率이 높을수록 大株主 1人の 持分率이 낮다고 하는 假說 4는 기각된다. 그리고 外部出身經營者에게 株式을 지금 합으로써 株主-經營者間의 선호체계를 유사하게 하여 經營者の 과도한 危險選好와 수익성 있는 投資案의回避나 노력회피 경향에 따른 非能率을 제거한다고 전제하에, 專門經營者 持分率이 높을수록 大株主 1人 持分率이 낮다고 하는 假說 5 역시 채택되지 않음을 알 수 있다.

이 結果로부터 經營者-株主間의 이해상충으로 인해 발생하는 代理問題의 해결을 위해 經營者에게 企業의 持分을 보유토록 하는 補償契約體系를 맺기 보다는 또 다른 財務的 契約이 이루어지고 있거나 内部的으로 발달된 經營者市場에 의해 이루어지고 있다고 볼 수 있다. 특히 後者인 경우, 財閥그룹內의 系列企業들이 과반수를 차지하고 있는 우리나라 上場企業의 현실에서 보면 상당히 설득력 있는 것으로 받아들여질 수 있다.

이에 대한 분석을 위해 앞서 재벌·비재벌기업 집단간 成果에 差異分析에서 본 바와 같이 두 집단간의 경영성과에 유의적인 차이가 없다는 점을 감안하여 두 집단간 소유구조에 의한 경영자의 보상체계를 비교하였다. 분석결과 재벌·비재벌기업 집단간의 임원지분율과 외부출신 경영자비율 및 지분율 평균에 유의적인 차이가 있음을 알 수 있다.

<표 4-9>에서 보는 바와 같이 재벌기업인 경우 유의적으로 낮은 임원지분율을 나타내고 있는 것은 대리문제의 해결을 재무계약체계보다는 경영자의 노력과 성과에 대한 감시 및 통제기능을 갖는 그룹내에 계열기업간 발달된 經營者市場을 통해 해결하고 있다고 볼 수 있다. 즉 재벌기업들에 있어서는 계열기업 경영자들에 대한 업적평가를 승진인사 및 고용계약에 상대적으로 엄격히 반영함으로써 經營者-株主간의 이해상충으로 인한 대리문제를 해결하고 있는 것으로 보인다.

이러한 결과는 비재벌기업보다 낮은 외부출신경영자비율 및 지분율에 대한 t-test 결과로도 뒷받침 된다. 재벌기업에 있어서는 경영자의 외부영업보다는 내부적으로 승진된 전문경영자비율이 유의적으로 높고, 전문경영자의 지분율에 있어서는 그룹내 경영자시장에 커니즘의 역할로 인해 경영자의 보상계약체계에 의해 대리문제 해결의 비중이 상대적으로 적음을 알 수 있다. <표 4-9>에서 보는 바와 같이 외부출신경영자 지분율평균은 재벌·비재벌집단에 있어 각각 0.0928, 1.2239로 큰 차이가 있다.

〈표 4-9〉 재벌·비재벌기업 집단간 t-test 결과

임원지분율

	Mean	SE	t-value	F-value
비 재 벌 기 업	18.9135	1.239	4.97	1.29
재 벌 기 업	10.4014	1.162	(0.000)	(0.242)

외부출신경영자 비율

	Mean	SE	t-value	F-value
비 재 벌 기 업	0.2531	0.019	2.04	1.87
재 벌 기 업	0.1987	0.017	(0.043)	(0.010)

외부출신경영자 지분율

	Mean	SE	t-value	F-value
비 재 벌 기 업	1.2239	0.224	4.13	126.58
재 벌 기 업	0.0928	0.024	(0.000)	(0.000)

(주) ()안은 significance level

따라서 재벌기업들에 所有構造와 經營成果 및 財務的 意思決定이 일반기업들의 그것과는 유의적인 차이가 있다는 보조가설 1), 2)는 채택된다고 할 수 있다.

4) 企業의 規模效果

우리나라의 현실에서 企業規模의 증가는 代理費用을 증가시키며, 이에 따라 所有經營者的 持分率 역시 증가시킬 것이라는 假說에 대한 檢定을 위해 大株主 1人 持分率(X_1)과 企業의 規模(X_6)를 回歸分析하였다. 分析結果 어떠한 有意的인 관계는 없었으며 추가적으로 모델 (1), (2)에 따라 分析한 重回歸分析結果 역시 規模變數의 유의성은 없었다. 또한 全體集團과 OCF, MCF의 標本으로 나누어 分析한 경우에도 각각 有意的인 差異를 보이지 않았다.

이러한 結果는 企業規模의 확대가 企業에 있어서 所有와 經營의 分離를 촉진시킨다는 Berle-Means의 傳統的 見解와 일치하지 않는다. 또한 本研究의 假說設定에서 설명한 바와 같이 代理費用이 企業規模의 확대에 따라 증가함으로써 所有構造에 영향을 미칠 것이라는 假說(假說 6) 역시 채택되지 않는다.

標本으로 設定된 企業이 上場企業이라는 점과 標本上場企業의 상당수가 財閥企業의 계열 회사라는 점을 고려할 때 이같은 기업의 規模效果는 당연한 것일지도 모른다. 왜냐하면 有價證券 管理規定上 上場要件이 企業의 경영성과에 대한 規制를 포함하고 있고, 재벌기업에 있어서는 여러가지의 시너지效果와 内부통제시스템이 갖추어져 있다고 볼수 있기 때문에

企業의 規模가 所有構造에 미치는 영향을 기대하기는 힘들다.

V. 分析結果의 要約 및 結論

本 實證分析에서는 극히一部企業을 제외한 우리나라 上場企業의 대부분이 실질적으로所有經營者에 의해 운영되는 현실을 고려하여 企業의 所有構造를 大株主 1人과 外部株主(専門經營者 포함)間의 持分比率로 정의하여 分析을 하였다. 研究目的에 따라 企業의 支配形態에 따른 成果間에 差異가 있는지를 分析하였으며, 그 結果에 따라 成果의 差異를 설명할 수 있는 變數를 찾기위해 추가적인 回歸分析을 함으로써 分析을 확장시켜 보았다.

다음으로 자본조달결정과 配當政策으로 대표되는 企業의 財務的 意思決定에 企業의 소유구조가 영향을 미치고 있는지를 보기위해 각각 假說을 설정하고 이를 檢定하였으며, 株主-經營者間의 이해상충으로 인한 代理人費用의 해결을 위해 고용계약시 經營者努力이 관찰가능하거나 所有者 자신이 經營에 참가하는 경우보다 그렇지 않은 外部招聘經營者인 경우에 상대적으로 成果와 연계된 報償契約體系를 강화함으로써 株主-經營者間의 선호체계를 유사하도록 한다는 전제하에 大株主 1人 持分率에 대해 外部出身 專門經營者比率 및 外部出身 專門經營者の 持分率間에 상관관계를 分析하였다. 끝으로 Berle-Means 이후의 전통적인 견해와는 달리 企業의 規模가 확대됨에 따라 증가하는 代理人問題의 해결을 위해 大株主 1人の持分率을 증가시킬 것이라는 假說을 설정하고 이에 대해 각각 檢定하였다.

分析結果를 간단히 要約하면 다음과 같다.

1) 企業의 支配形態에 따른 成果의 差異는 존재하지 않는다. 다만, 成果變數의 하나인 株當純資產인 경우 各 集團(OCF, MCF)에 대해 獨립적으로 回歸分析한 結果 大株主 1人の持分率과 陽(+)의 상관관계를 보이고 있어 上場企業인 경우 證券市場에서 OCF에 조사한 企業일수록 자산가치가 높게 평가된다고 할 수 있는 점에서는 부분적으로 假說(H_1)을 지지한다고도 할 수 있으나 企業成果를 나타내는 其他 變數들에 있어서는 어떠한 유의성도 발견되지 않아 假說 1의 研究假說(H_1)은 기각된다.

2) 企業의 所有構造는 配當政策에 영향을 미친다. 우선 두 集團間 配當性向의 差異를 分析한 結果 MCF가 OCF에 비해 有意的으로 크게 나타났으며, 두 標本集團에 대해 獨립적인 回歸分析結果 역시 大株主 1人 持分率이 증가할수록 配當性向이 有意的으로 낮았다. 따라서 所有權이 分散된 企業일수록 配當性向이 높다는 假說 2는 채택된다.

3) 企業의 所有構造는 자본조달결정에 영향을 미치지 않는다. 또한 企業의 負債比率(固

定負債比率)을 설명하는 다른 變數들을 포함시켜 分析한 結果 역시 어느 경우도 有意의이지 않아 配當性向을 제외하고는 이를 설명하지 못하였다. 따라서 所有經營者 持分率이 높을수록 負債率이 높다는 假說 3은 기각된다.

4) 株主-經營者間의 報償契約體系가 代理人費用에 따라 달라질 수 있음을 檢定한 假說 4와 5는 채택되지 않았다. 이는 우리나라의 上場企業들에 있어서 株主-經營者間에 또 다른 財務的 報償契約體系가 이루어지고 있거나 아니면 財閥企業이 많은 비중을 차지하는 標本企業들에 있어 系列企業間 또는 個別企業間 經營者市場이 어느정도 발달되어 있다고 풀이할 수 있는 것이다.

5) 所有構造에 대한 企業의 規模效果는 발견되지 않았다. 따라서 傳統的인 所有-經營의 分離에 대한 견해나 代理人問題에 따른 本 研究의 假說 어느 경우에도 해당되지 않아 假說 6은 기각된다.

6) 우리나라 證券市場에서 큰 비중을 차지하면서도 조직구조상 대리인문제의 해결에 독특한 경영관리기법을 갖고 있을 것으로 판단되는 재벌기업의 經營成果 및 財務意思決定을 비재벌기업의 그것과 비교하였다. t-test 결과 재벌기업은 비재벌기업에 비해 다음과 같은 차이를 보인다.

첫째, 대주주 1인 및 임원지분율이 유의적으로 더 크다.

둘째, 경영성과면에서 수익성은 낮은 반면 성장성이 있어서는 큰 차이가 없다.

세째, 자본구조 상에는 유의적인 차이가 없으나 배당성향이 더 높다.

따라서 재벌기업의 所有構造와 經營成果 및 財務意思決定이 일반기업들의 그것과도 다르다면 보조가설 1), 2)는 대체로 채택된다고 할 수 있다.

參 考 文 獻

國 內 文 獻

1. 김홍식, “대리인문제가 기업의 의사결정에 미치는 영향에 관한 연구”, 서울대 박사학위논문, 1989.
2. 신유근, 한국기업의 특성과 과제, 서울대학교 출판부, 1986.
3. 신유근, 기업과 사회, 경문사, 1988.
4. 임웅기, 기업소유권구조와 자본시장발전, 한국신용평가(주), 1988.
5. 윤계섭, “주식소유분산과 증권민주화를 위한 연구”, 한국개발연구원, 1987.

6. 정구현, 이학종, 한국기업의 구조와 전략, 법문사, 1986.
7. 최 광, 하태형, “한국기업 재무구조 결정요인에 관한 이론 및 실증적 고찰” 한국개발연구원, 제 6권, 여름, 1984.
8. 핫도리 타미오, “한국과 일본의 대기업 그룹비교”, 한국기업의 구조와 전략, 법문사, 1986.

外國文獻

1. Amihud, Y. and lev, B., “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers,” Bell Journal of Economics, Autumn, 1981.
2. Alchian, A.A. and Demsetz, H., “Production Information Cost and Economic Organization,” American Economic Review, December 1972.
3. Arrow, K.J., “The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing,” Review of Economic Studies, 1964.
4. Berle, A.A. and Means G.C., The Modern Corporation and Private Property, NY, Macmillan, 1932.
5. Bhattacharya S., “Nondissipative Signalling Structure and Dividend Policy,” Quarterly Journal of Economics 95, Aug, 1980.
6. Barnes, A., Haugen, R.A. and Senbet, L.W., “Market Imperfection, Agency Problems Capital Structure: A Review,” Financial Management, Summer 1981.
7. Barnes, A., Haugen, R.A. and Senbet, L.W., “Agency Problems and Financial Contracting.” Prentice Hall, 1985.
8. Baron, D.P., “On the Relationship Between Complete and Incomplete Financial Market Model,” International Economic Review, February 1979.
9. Black F. and Scholes M., “The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stocks and Returns,” Journal of Political Economics, 1974.
10. Boudreaux K.J., “Managerialism and Risk-Return Performance,” Southern Economic Journal, January 1973.
11. Burch, P.H., The Managerial Revolution Reassessed, Lexington, Mass: Heath, 1972.
12. Cubbin. J. and Leech, D., “The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Company; Theory and Measurement”, Economic Journal, June 1983.
13. Easterbrook, F.H., and Fischer, D.R., “Voting in Corporate Law,” Journal of Law

- and Economics, June 1983.
14. Fama, E.F., "Agency Problems and Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, April 1980.
 15. Fama, E.F. and Jensen, M.C., "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, June 1983.
 16. Fama, E.F. and Jensen, M.C., "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, June 1983.
 17. Haugen, R.A. and Senbet, L.W., "Resolving Agency Problems of External Capital Through Option," *Journal of Finance*, June 1981.
 18. Holmstrom, B., "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics*, Spring 1979.
 19. Jensen, M.C., "Organization Theory and Methodology," *The Accounting Review*, April 1983.
 20. Jensen, M.C. and Meckling, W.H., "Rights and Production Function: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination," *Journal of Business*, October 1979.
 21. Jensen, M.C. and Meckling W.H., "Theory of The Firm" Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, October 1976.
 22. Jensen, M.C. and Smith, C.W., "Stockholder, Manager and Creditor Interests: Application of Agency Theory," University of Rochester, Unpublished Manuscript, October 1983.
 23. Kamerschen, D.R., "The Influence of Ownership and Control on Profit-Rates," *American Economic Review*, and 1968.
 24. Krause, D.S., "Ownership Control and Stock Market Performance," *Journal of Behavioral Economics*, Spring-Summer 1986.
 25. Kroll, M. and Johnson Herb, "A Note on Managerial Behavior and the Theory of the Firm," *Journal of Behavioral Economics*, Spring-Summer 1986.
 26. Krouse, C.C., "The Optimality of Risk Allocation: A Syntheses," *Southern Economic Journal*, April 1978.
 27. Larner, R.J., *Management Control and the Large Corporation*, Cambridge, Mass, Dunellen, 1970.

28. Leech, D., "Ownership Concentration and the Theory of the Firm: A Simple Game-Theoretic Approach," *Journal of Industrial Economics*, March 1987.
29. Leech, D., "The Separation of Corporation Ownership and Control; A New Look at the Evidence of Berle and Means," *Warwick Economic Research Papers*, No. 247, January 1984.
30. Leech, D., "Ownership Concentration and the Theory of the Firm: A Simple Game-Theoretic Approach," *Journal of Industrial Economics*, March, 1987.
31. Leibenstein, H., "Allocative Efficiency vs. X-Efficiency," *American Economic Review*, June 1966.
32. Manne, H.G., "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, April 1965.
33. Monsen, J., Chiu, J.S. and Cooley, D.E., "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm," *Quarterly Journal of Economics*, August 1968.
34. Monsen, J., Downs, A., "A Theory of Large Managerial Firms," *Journal of Political Economy*, June 1965.
35. Nielson, N.C., "The Investment Decision of the Firm under Uncertainty and the Allocative Efficiency of Capital Market," *Journal of Finance*, May 1976.
36. Nyman S. and Silberston A., "The Ownership and Control of Industry" *Oxford Economic Papers*, 1978.
37. Sorenson, R., "The Separation of Ownership and Control and Firm Performance: An Empirical Analysis," *Southern Economic Journal*, July 1974.
38. Smith C.W. and Warner J.B. "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, June, 1979.
39. Starks, L.T., "Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March 1987.
40. Weidenbaum, M. and Vogt, S., "Takeover and Stockholders: Winner and Losers," *California Management Review*, Summer 1987.
41. Zeitlin, M., "Corporate Ownership and Control: the Large Corporation and the Capitalist Class" *American Journal of Sociology*, 1974.