

企業所有構造의 決定要因에 關한 實證的研究 (An Empirical Study on the Determinants of Corporate Ownership Structure)

金 錫 龍

초 록

기업의 소유구조의 결정문제는 Berle와 Means, Demsetz-Lehn, Fama, 임용기등에 의하여 기업발전사적 진화, 대리문제의 측면에서 다루어져 왔으며 소유구조와 기업행동(성과등)간의 연구도 있어왔으나 소유구조결정요인에 대한 연구는 아직도 미흡한 실정이다.

본 연구는 기업의 생존체계, 통제권확보유인을 대리이론, 거래비용경제학(신제도파경제학), 기업이론의 측면에서 통합적으로 파악하여 소유구조의 결정요인을 도출하고 그에 대한 실증연구를 시도하였다. 그 결과 규모는 의미있는 負의 관계, 경영자지분비중은 正, 시장구조 및 위험도도 正의 관계를 보였으며 계열기업군 여부에 따라 차이를 나타냈다. 연구의 진전을 위하여는 우리나라 특유의 제도적 환경을 고려한 기업행동모형의 확립과 소유집중도등 변수의 측정 및 방법론적 개선이 요구된다.

I. 서 론

기업의 소유구조의 문제는 Berle와 Means(1932)가 미국기업에 있어서 소유와 통제와의 분리현상을 실증분석하여 제시한 이래 Baumol(1959), Williamson(1964), Marris(1964) 등의 경영자기업 이론(managerial theory of firm) 및 Jensen과 Meckling(1976) Fama(1980), Fama와 Jensen(1983)등의 대리이론과 관련하여 기업의 행동을 설명하는 구조적 특징의 하나로서 고찰되어 왔다. 한편 이같은 논의는 기업의 존재근거, 성격 및 내부구조를 연구한 Coase(1937, 1960), Alchian과 Demsetz(1972), Williamson(1967,

1975, 1979, 1983, 1984, 1985, 1988), Klein-Crawford-Alchian(1978) 그리고 Demsetz (1987, 1988) 등의 거래비용 경제학 및 신제도학파적 학자들에 의하여 경제조직에 관한 분석의 측면에서 접근된 바도 있다. 그러나 그 논의에 있어서 기업의 소유구조를 의결권을 가진 보통주주의 구성과 관련된 소유집중도로 이해할 때 그의 결정요인에 대한 체계적 연구는 아직도 충분히 전개되지 못한 상태이다.

Demsetz와 Lehn(1985)에 의하여 기업의 소유구조(집중도)의 결정요인에 관한 실증연구가 시도된 이래 최근 Jensen와 Warner등을 중심으로, 주식의 소유유형이 경영자 행동, 기업성장에 미치는 영향, 기업의 leverage와 경영자의 주식소유 및 기업통제시장간의 상호관계, 의결권의 가치평가문제가 논의되면서 소유구조에 관한 관심이 증대되고 있다. 그러나 궁극적으로 소유구조는 통제의 문제와 본질적 관련을 가지며 통제는 기업의 조직, 구조 및 행동과 관련되는 영역이라는 관점에서 볼 때, 소유구조의 결정요인에 관한 체계적 고찰은 기업이론, 기업의 존재근거와 내부구조를 다루는 이론에 기초하여, 현대기업에 있어서의 기업가치의 영역 및 범주의 진전을 고려, 통합적으로 다루어져야 할 것으로 생각된다. 특히 소유구조의 결정에 관한 다양하고 엄밀한 제한적 이론들이 제시되어 있지 않은 상태하에서 이에 관한 탐색적이고 일반론적인 연구는 기업제도의 본질에 관한 포괄적 이해에서 출발하여야 보편성을 가질 것이기 때문이다. 따라서 본고는 현대기업제도의 본질을 규명하려는 노력을 기울인 거래비용경제학과 신제도파적 입장에서 기업의 내부구조를 이해하고 그에 내재하는 대리문제 통제와 기업의 효율적 지배조정구조(governance structure)의 모색과 관련하여 대리이론적 관점에 입각하여 소유구조의 결정요인을 논리적으로 추론하여 보고 실증검증해 보고자 시도하였다.

II. 소유와 통제구조

1. 소유와 통제

소유는 사회과학 및 철학에 있어서 긴 역사를 가지고 있는 개념이지만 아직까지도 그의 경제적 차원에서는 통합된 논의가 없었다. 이는 사적소유의 의미가 모호할 뿐 아니라 소유에 따른 잠재적 행동이 무한하기 때문이다. 그러나 배타성(exclusivity)과 소유권의 이전가능성(alienability)이 소유권의 특징으로 제시되어 왔다. 한편 기업의 소유내지

존재와 관련하여서는, 거래비용이 존재하지 않고 포괄적 계약(comprehensive contract)이 가능하다면 기업제도는 존재할 필요가 없는 것으로 주장된 바 있다. 그러나 현실적으로 제한합리성(bounded rationality)과 불확실성하에서는 포괄적 계약이 불가능할 뿐 아니라 거래비용의 존재때문에 계약은 불완전(incomplete)하다. 따라서 기회주의적 행동의 유인이 존재하므로 기업의 소유가 필요하게 된다. 기업에 대한 소유권은 잔여통제권을 내포하므로 감시(monitoring)에 의해 계약불완전성을 보완하고 조직의 생존가능성을 확보하게 된다. 현대기업은, 투입이 생산을 위해 결합되고 산출이 투입요소간에 분점되는 방식을 포괄하는 계약집합이라고 볼 때, 소유권의 특징은 위험부담으로 특징지어지며 기업의 결정관리(decision management)와는 구분되는 것으로서 기업결정에 대한 통제는 위양된다. 이는, 재산권의 행사를 용도의 결정과 시장가치의 부담 및 그들의 교환가능성으로 파악하고, 재산의 교환가치보유자를 소유자로 봄으로써 재산의 용도결정권은 분리되어 그의 위양과 매각이 가능하고 전문화의 이득이 실현될 수 있다는 입장과 일맥상통한다.

조직이론에 있어서의 통제는 조직내의 개인간의 영향관계의 총체, 권력, 정보흐름, 위계권한체계를 통한 규칙의 창출, 감독 또는 feedback을 검증, 측정, 제공하는 cybernetic과정으로 파악되 조직참여자의 행동과 그 행동의 조직성과에의 영향을 강조하고 있다. 기업에 있어서의 경제적 통제는 개인이나 집단이 주는, 생산단위에의 영향으로서 기업의 행동지휘권 및 정책결정권을 의미하되 소유와 통제의 분리의 맥락에서는 직접적인 의사결정보다는 경영자 선발같은 기본적인 결정에의 참여를 의미하기도 한다.

기업에 있어서 소유 및 통제와 관련된 문제는 그의 분리가능론과 불가능론이다. 전자는 계약집합의 체계내에 있어서의 효율적 경제조직형태라는 의미에서 소유와 통제를 분리한 조직의 생존을 설명한다. 따라서 경영과 위험부담의 전문화 및 소유와 통제의 분리에 의한 대리문제의 효과적 통제를 강조하고 잔여통제권자가 경영에 대한 통제를 이사회에 위양하는 것으로 파악한다. 후자는 주식분산하에서도 의결권있는 다수가 궁극적 통제를 할 뿐 아니라 기업의 소유권 구성을 경영자의 태만(shirking)문제에 대한 주주의 단순한 적응이상의 내생적 결과로 본다. 즉, 기업의 가치극대화는 경영자보상 및 경영자의 주식보유에 의해 유지되며, 자기이익추구하의 경제하에서 가치있는 자원의 소유자는 그들의 이익에 기여하지 않는 경영자에게 통제권을 포기하지 않는다는 것이다.

2. 소유구조와 통제구조

(1) 소유구조

소유구조에 관한 정의는 거래비용경제학적 입장에서의 광의적 측면과 기업재무론적 측면에서의 협의의 측면으로 구분해 볼 수 있다. 전자의 입장에 의하면, 기업일반에 있어서 소유자는 직·간접적인 기업의 통제권과 잔여이익에의 참여권을 가지는 자로서 기업과 거래관계(생산요소제공자, 고객등)를 가지는 자들이 될 수 있으며, 그들간의 소유관계는 거래비용을 감축시킬 수 있다. 따라서 소유구조의 문제를 시장계약과 기업소유라는 대체적인 지배조정구조로 파악하여 소유가 자본투자와만 반드시 관련될 필요는 없다고 보며, 왜 소유가 거래와 관련되는가와 무슨 요소가 왜 소유와 관련되는가를 문제로 인식한다. 그리하여 소유에 의한 거래비용절감, 이해갈등제거등, 시장계약에 따르는 비용과 소유가 초래하는 비용을 고려하여 소유구조가 결정되는 것으로 본다. 한편 재무론적 관점에서는 기업의 소유구조를 여러종류의 자본제공자의 구조로도 인식하되 좁게는 주식소유자의 구조(소유 분포)문제로 본다. 최근 기업조직의 행동을 이해하기 위하여는 기업내의 경영자, 주주, 이사회간의 권력배분을 결정하는 요인에 관한 고찰의 중요성이 제기되면서 그들 각각의 주식소유유인 및 유형구조가 경영자 행동과 기업성과 및 기업재무행동등에 영향을 미친다는 것이 인식되어 소유구조의 중요성이 강조되고 있다. 또한 기업의 영업적 특징이 소유구조에 주는 영향, 기업내부자와 외부자의 주식소유의 의미, 경영자와 외부대주주 및 기관투자자의 주식보유, 소유구조, 기업성과, 재무정책간의 관계가 주요 고찰의 대상이 된다. 따라서 논의의 중점은 주식소유집중도의 결정요인, 기업성과에의 영향연구와 경영자소유지분비중이 자본구조, 적대적 기업인수에의 대응 및 기업성과에 미치는 영향의 고찰로 압축될 수 있다. 특히 소유집중도는 통제유형에 따른 기업의 의사결정과 성과상의 차이, 비경영대주주의 기능과 관련하여 강조되었는바, ① 소유집중의 결정요인과 성과분석에 있어서는 대주주의 실체를 구분함이 없이 주주와 경영자는 다른 개인이라는 묵시적가정하에 소유집중의 결정요인과 성과에 대한 영향을 분석하거나 통제형태를 소유자통제와 경영자통제로 구분하여 성과를 고찰하기도 한다. 또한 ② 대지분을 소유한 주요주주가 그들의 의결권을 이용하여 기업의 부를 몰수 또는 소비하는지, 경영에 관여하여 경영자를 지휘감독하는지, 그들이 개인인

가, 기업인가에 따라 행동상의 차이가 있는지에 대한 분석 및 경영자가 주주인 경우 그의 동기부여요인이 무엇인지를 고찰한다. 그리고 ③ 대주주의 감시기능과 관련하여, 분산소유기업에 있어서 소액주주들은 인수 시도자의 경영개선을 무임승차하려는 유인이 있으므로 소액주주들의 그러한 행동을 회색화하는 기구가 필요하다는 주장이 제기되기도 하고 비경영대주주가 감시기능을 수행하고 인수실현에 중요한 기능을 한다는 논의가 제기된 바있다. 한편 경영자소유를 소유구조의 특징으로 보는 경우, 경영자의 주식소유가 기업재무행동(자본구조)에 미치는 영향과 관련하여 소유경영자의 경우를 다룬 연구 및 조달정책을 다룬 연구가 있다. 경영자 주식소유는 이사회 의 주식소유비중을 척도로 하여 경영자의 통제력, 이사회 선임능력에 영향을 미치며 이사회 의 경영자감독기능약화와 아울러 대리문제에의 유인을 준다. 특히 경영자가 주주인 경우 관계기업의 지분소유도 그의 통제력결정에 영향을 주므로 고려대상이 된다.

(2) 통제구조

기업통제를 주주의 입장에서 이사회 의 다수를 선발하는 힘으로 보고, 경제적 통제를 생산단위의 경영정책에 영향을 줄 수 있는 힘으로 보는 경우, 경영자의 주식비소유와 주주의 경제적 통제권 상실은 주주와 경영자간의 이해의 갈등문제를 초래한다. 또한 경영자가 대주주인 경우는 소액주주와 대리문제를 유발하게 된다. 더구나 이사회에의 실질적 통제권위임은 이사회 의 감독기능확보와 경영자규율을 위한 제도적 방안의 강구를 필수화한다. 따라서 전자와 관련하여 외부이사제도가 강조되었고 후자의 경우는 경영자 기업이론을 중심으로 경영자에 대한 화폐 및 비화폐적 보상이 기업규모와 정(+)의 관계에 있으며 경영자는 성장율이나 규모를 극대화하려 한다는 측면이 강조된 바있다. 그러나 경영자의 행동은 경쟁적 시장에 의하여 제한되는 바, Manne, Hindley, Alchian과 Demsetz, Jensen과 Meckling, Marris와 Mueller등은 인수제외가 경영자행동을 규율한다고 보았다. Alchian, Fama등은 경영자 노동시장의 기능을 중시하고 Fama는 경영자가 기업내부로부터 그의 용역시장기회, 규율에 노출된다는 점과 사후적 조정이 경영자와 기업간에 발생하는 정도를 중시했다. Murphy등은 경영자의 보상 package가 규율수단이 됨을 지적한 바있고, Ricardo-Campbell등은 이사회에 의한 경영자통제를 주장했는데, 주주는 이사회를 통해 감독·결정의 통제를 한다고 보았다. 그러나 Demsetz, Lewellen

등은 경영자가 주식을 소유하는 한, 그의 상대적 부의 수준에 따라 소유통제의 분리가 어려움을 지적했다. 이하에서 통제권의 기초인 주주의 의결권의 의미를 고찰하고, 통제 구조에 있어서 이사회와 경영자의 주식소유의 의미를 간단히 살펴본다.

① 주주의 의결권

회사의 의사결정에 대한 법적모형에 의하면, 이사회는 회사의 사업을 경영하고 사업상의 정책을 수립한다. 임원들은 이사회에의 대리인 역할을 하며 이사회에의 결정사항을 집행하고 주주들은 이사회를 선임하며 회사의 주요행위, 근본적이고 비상계적인 조직상의 변경사항에 대해 결정한다. 임원들은 주주의 대리인이 아니고 이사회에의 대리인이며 이사회는 주주의 대리인이 아니고 독립된 기관으로 이해된다. 주주는 정당한 사유가 있어야만 임원을 해임할 수 있고 이사회에의 권한에 속하는 사항에 대해 구속력이 있는 지시를 할 수 없기 때문이다. 공개회사에 있어서 주주의 의결권은 경영자의 이익추구와 무능력에 대한 잠재적 견제장치로서의 의미가 중시되어야 한다. 한편 의결권을 계약국면으로 보는 입장에서는 기업이 여러계약의 연계이며 기업법이 기업구조문제에 대한 표준적 형태로 본다. 그러나 법규의 불충분성 때문에 수탁규칙이 필요하게 되고 의결권은 그에 보완적 기능을 하는 것으로서 계약에 의해 달리 제시되지 않은 모든 결정을 할 권리이며 의사결정권은 의사결정의 위임권도 내포한다고 인식한다.

재무론적 측면에서는 주주의 의결권이 시장에서 가치를 가지는가, 다른조건이 같은 경우 의결권우위의 주식은 더 높은 premium을 가지는가, 의결권 보유비용은 존재하는가 하는 것이 논제로 제기된 바있다. 그 결과 의결권 프리미엄의 존재가 발견되었고, 외부주주의 이익에 반하는 행동을 함에 따른 비화폐적 이득의 가능성도 제시되었다. 즉, 지배적 주주집단은 의결권 우위의 주식을 소유, 묵시적인 비화폐적·이득이 가능할 뿐아니라 경우에 따라 직접적인 현금보상획득도 가능한 것으로 관찰되었다. 한편 기업성장과정의 측면에서 보면, 가족기업의 성장에 따른 창업자의 통제력 유지를 위해 차별적 의결권을 가지는 주식을 발행, 이사회를 통제하고 최고경영자를 선정하며 경영자 보상을 결정하려고 시도한다.

② 이사회에의 기능

회사의 공인된 법적모형에 의하면 이사회는 회사의 사업을 경영하고 사업정책을 수립하는 것으로 전통적 제도상 반영되어 있으나 실무상으로는 이사회가 경영기능이나 정책결정기능을 수행하는 일은 없는 것으로 지적된 바있다. 경영은 중역에게 맡겨져 있으므로 경영구조의 실제상 모형은 이사회에 속한 대부분의 권한이 중역들에게 속한 것이 된다. 이는 시간상 제약, 정보의 제약, 이사회 구성임원에 대한 선임, 책임상 최고경영자의 영향력 때문으로 설명된다. 그러나 이사회는 최고경영자에의 권고, 조언, 중요한 회사행위승인, 기타 이해관계자들이 회사의 의사결정에 정식으로 참여할 수 있는 통로의 제공, 최고경영자의 선임, 해임 및 직무수행 감시기능으로 제시된다. 그중 최고경영자의 감시기능은 회사에 중요하고 이사회가 수행하는 것이 가장 적합하다고 볼 수 있으나, 이는 이사회가 객관적 정보를 충분히 입수하고 다수의 이사들이 최고경영자와 독립적이라는 것에 근거한다. 또한 소유통제분리와 그에 따른 경영자의 통제권남용으로부터 주주의 보호를 위한 법적도구의 필요성이 인식되면서 이사, 경영자, 지배주주들을 기업에 법적으로 시행가능한 의무를 지는 수탁자로 취급하는 견해가 있다. 즉, 공개기업이 사회에의 법적의무에 따른 감시기능과 독립적이사의 역할과 힘을 강화시키는데 초점을 두는 것이다. 이사회의 감시기능은 외부이사에 의한 객관성 유지와, 자문, 권고, 경영자결정에 대한 인준 및 사후적 감시를 의미한다. 이 감시의 효율성은 주식분포, 경영상 주주의 기능, 경영자가 보유한 기업특유의 인적자본정도에 좌우된다.

재무론적 측면에서는 이사회가 실질적으로 기업이라는 계약집합의 궁극적 감시자로서 가장 낮은 비용의 감시기구이며 최고경영자 규율기구이다. 따라서 이사회가 자기의 이익을 추구하는 소수의 대주주에 의해 지배되는 경우 대기업의 생존을 위해 최적이 아니다. 최고경영자직에 대한 경쟁이 필요하며, 만일 최고경영자가 이사회를 통제할 수 있다면 다른 증권보유자의 부를 이전하려고 시도한다. 경영자가 잔여위험부담자가 아닌 경우 이사회는 최고경영자감시, 해고, 고용, 보상을 수행함으로써 잔여청구권자가 선임에 의해 위양한 내부통제기능을 수행해야 한다. 외부이사는 최고경영자의 자기이익추구 행동을 감축시키고 최고경영자의 경쟁을 자극, 관찰하는 전문적 심판자로서 그가 내부이사간의 의견상충을 중재할 수 있는 유인이 있으면 감시기능을 효과적으로 수행가능하다. 특히 외부이사가 타기업의 이사이거나 결정대리인으로서 그들의 인적자본가치가 외부이사로서의 기능수행성과 좌우되는 경우 가능할 것이다. 그러나 소유와 통제의 분리하에서 최고경영자가 주주의 비용으로 자신의 이익을 추구하며 이사회 구성원이 최고

경영자에 의해 실질적으로 선발되는 경우 그들은 외부기관과의 관계 돈독화, 외부에 대한 조직건전성의 신호수단으로 이용될 뿐이다.

거래비용 기업이론적 측면에서는 기업의 내부구조(조직)가 기업행동 및 성과에 영향을 미친다고 인식한다. 특히 M형조직은 의사결정상의 구분(전략적, 영업적)에 의한 2중적 견제가 가능하고 제한합리성과 기회주의에 의한 대리문제의 내부적인 유인통제능력을 가진다. M형기업은 전략적 결정통제를 기업본부에 집중한다. 그러나 Fama와 Jensen은 전 조직에 결정통제가 분산된다고 보고 잔여위험부담조건이 조직형태를 결정함을 강조하였다. 따라서 그들은 U형에서 M형으로의 조직구조변화가 경영자재량에 대한 견제로 기능함을 간과했다고 비판된 바있다. M형조직에서의 기업본부는 각 사업부문을 감시하는 주주의 대리인기능을 하는 것으로 간주할 수 있으며, 정보에의 접근용이에 의해 감시가 쉽고 경영자변경, 재배치, 현금흐름의 중앙집중과 수익율에 따른 자원배분으로 인해 효과적 견제가 가능하다. 따라서 Berle와 Means의 기업통제상의 어려움이 내부적 조직개혁으로 완화되었음이 주장되었다. 이사회에의 구성특징도 잔여청구권과 관련한 고찰보다도 조직형태 및 자본시장경쟁과 관련시킬 필요가 있다고 보고 자본시장에서의 경쟁이 약하고 조직형태상 부차적 목표추구가 가능한 경우에 특히 이사회에의 감시가 중시된다. 결국 이사회에의 기능상 한계는 경영자의 의결권 보유와 대리문제유인의 발생, 외부이사의 비독립성 경영자지분 및 기업통제시장의 기능취약으로 심화된다.

3. 생존조직의 체계

① 공개기업의 통제구조

현대의 공개기업에 있어서 일반적으로 경영자는 결합, 투입의 모든계약에 공통인 당사자로서 잔여위험부담자와 구분된다. 그는 자기의 인적자본을 기업에 투입, 기업의 성과에 따라 보상을 얻으므로 여러요소들간의 계약을 관찰, 감독하고 기업의 존재가능성을 보장, 확인하려 하지만 대리문제의 가능성은 존재한다. 잔여위험부담자는 team성과에 가장 직접적으로 영향을 받으나, 자본시장에서의 위험분산투자가 가능하므로 경영자 감시에 큰 관심이 없으며 효율적 자본시장을 중시한다. 따라서 경영자 노동시장과 자본시장의 신호, 시장유인기구, 이사회에 의한 경영자 규율이 필요하며 나아가 경영과 위

험부담전문화에 의한 계약감시, 조정비용감축, 소유·통제분리에 따른 대리문제의 효과적 통제가 기업생존에 중요하다. 위험부담의 전문화는 위험부담비용을 줄이며 조직특유의 자산의 구입을 가능케 하고 시장가치 규칙에 따라 투자, 더 유리한 가격으로의 생산을 가능하게 한다.

이를 도시하면 그림 1과 같다.

그림1 : 공개기업의 생존을 위한 통제

〈決定過程의 合理化〉



決定管理
(decision
management)

決定統制
(decision
control)

〈內部組織의 合理化〉

M형 組織에 의한
企業本部의 감시
(企業 內部的 競爭과
調整의 均衡)

內部的 代理문제
統制資源의
效率의 配分

製品市場의 競爭
經營者 勞動市場
補償誘引體系
企業統制市場

↓ 壓力
殘餘危險負擔者와의 代理問題

殘餘危險 負擔者의
資本市場 分散投資

殘餘 危險負擔者가
理事會에 委任

↑
理事의, 受託者로서의 義務
忠實, 外部理事 制度에 의한
理事會의 代理問題 牽制,
株主의 理事 選任權의 效率的
行使

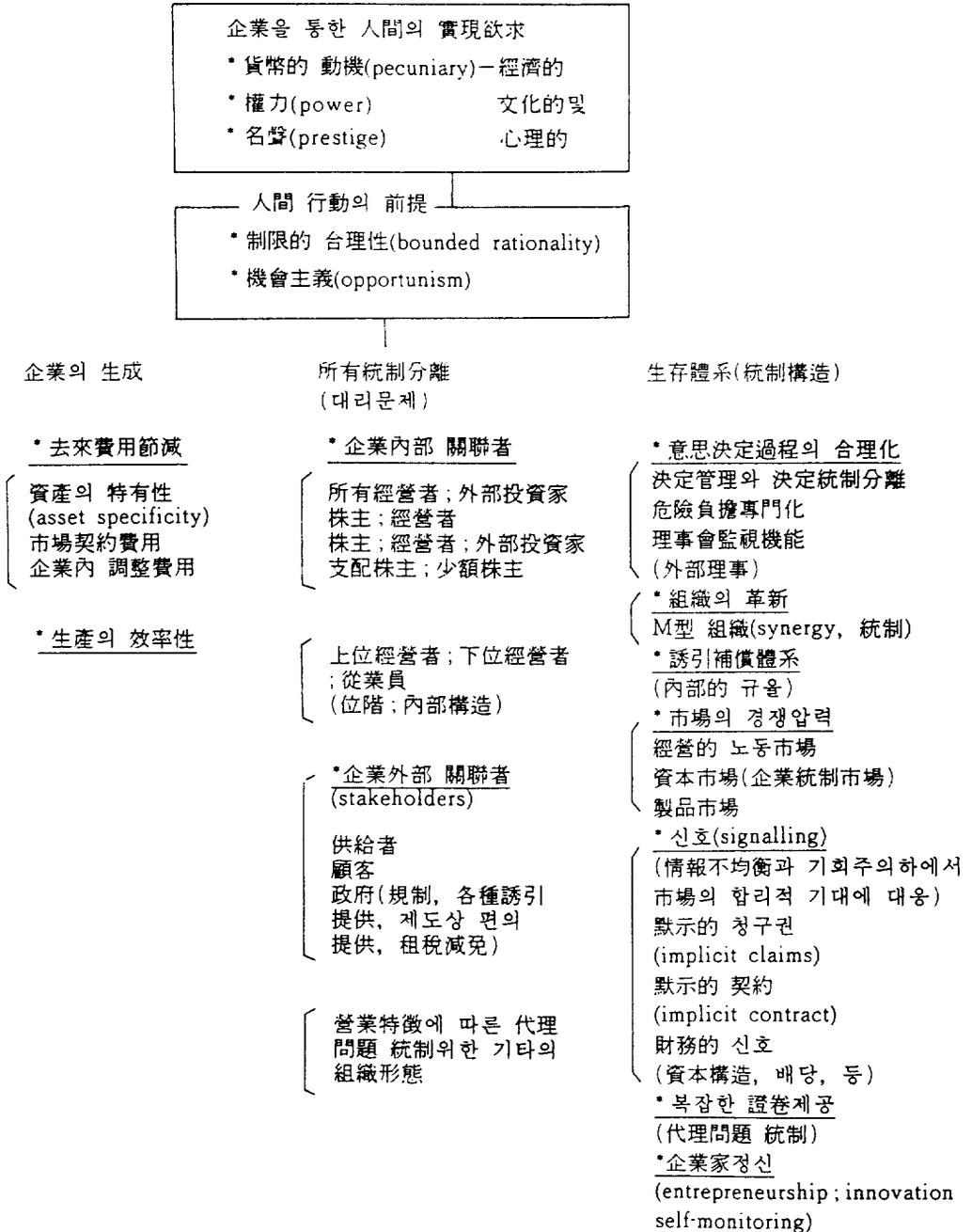
↑
外部理事 監視市場存在
(reputation)

市場의 效率性

② 기업이론과 생존체계

전통적인 기업이론은 기업의 존재를 주어진 것으로 보고 시장가격결정을 설명하려는 것이었으나 기업내의 구조가 기업행동에 영향을 줌을 인식하여 새로운 기업조직에 대한 paradigm을 모색하기 위한 노력이 계속되고 있다. 그 방향은 조직이론과 조직행위론, 미시경제학(거래비용경제학, 조직구조경제학), 대리이론의 개념을 도입하여 보다 포괄적으로 기업조직의 현상을 연구하려는 것이다. Coase는 계약과정을 중시하고 시장기구를 이용한 조정비용의 증대와 관련, 불확실성과 기회주의의 문제를 지적한 바있고, Williamson은 시장과 기업이라는 지배조정구조를 대체적인 것으로 보아 기회주의와 제

그림2 : 기업이론과 생존체계



한적 합리성이라는 인간의 특징과 불확실성과 복잡성이라는 환경적특성에 의해 선택상 영향을 받는다고 본다. 교환당사자가 소수이거나 불확실성이 높은 경우 시장이용을 위한 계약비용이 상승하므로 기업제도의 有利性을 主張하였다. Klein-Crawford-Alchian도 교환당사자간의 거래특유의 투자관계가 존재하는 경우 발생하는 기회주의적 재계약문제 해결을 위하여 묵시적 계약에 의한 명성(reputation)시장이나 수직통합이 필요한 바 정보 불균형하에서의 교환문제해결에 공식적 기업조직이 유용하다고 제시했다. 기업조직이 갖는 생산적 효율성은 team생산에 있어 효율성을 위한 공유의 필요성, team구성원의 기업특유의 기술보유와 개인의 기여도 측정에 따른 나태유인의 감축, 감시행동의 效率化를 위한 재산권의 구조화, 그를 위한 위계조직에 좌우된다. 따라서 효율적 감시를 가능하게 하는 조직형태가 생성된다. 기업의 성장에 따른 기업조직의 확대는 소유·통제의 분리와 함께 위계내에서의 이해갈등을 불가피하게 하며, 기업외부의 고객, 공급자, 정부등 이해관계자(stakeholders)와의 대리문제도 유발시킨다. 특히 이들과 기업간의 묵시적 청구권(implicit claims)의 존재는 기업가치의 범주를 확장시킴으로써 기업이론의 영역을 확장시키고있다. 이러한 체계내에서 기업의 지배조정구조는 공식적, 비공식적, 명시적, 묵시적 계약형태로 구성되는 바, 이 경우 대리문제에 따른 비용의 극소화는 기업 생존에 필수적이다. 이 관계를 도시하면 그림 2와 같다.

Ⅲ. 기업소유구조의 결정요인

1. 선행연구

Jensen과 Meckling은 대리이론의 체계에 기초하여 소유경영자의 입장에서 직무상소비, 위험분산, 기업확장에 따른 이득과 한계대리비용을 고려하여 외부자금규모와 원천별 규모결정이 이루어지는 논리를 전개했다. Fama와 Jensen은 보다 일반적인(분산소유기업)상황을 전제로 소유구조의 결정요인을 제시하였다. 즉, 소유경영자는 기존사업의 위험도가 높을수록 그와 상관관계가 낮은 사업에의 투자유인이 증가하여 주식분산투자의 유인이 커진다. 또한 기업특유의 필요자산규모가 클수록 자기 자금조달상한계 때문에 외부자본 의존도가 상승한다. 그리고 영업특성에 따른 대리비용의 규모와 결정통제

와 결정관리의 분리용이성에 의해 좌우된다.

Demsetz와 Lehn은 주주들간의 의결권과 지분의 분포인 주주구조의 결정인자를 처음 실증고찰한 바 있다. 그들은 소유와 통제의 분리와 대리문제 존재의 가정하에, 소유집중의 이점을 주주의 경영자 감시유인증가에 두었으며, 불리점은 소유집중에 따른 위험분산의 불리에 두었다. 경쟁하에서 규모가 클수록 기업지분의 일정비중의 시장가치도 더 커지고 일정한 통제를 유지하기 위한 지분비중은 작아져 소유집중과 규모간에는 역관계가 존재한다. 기업통제시장과 경영자노동시장이 불완전하고 대리문제해결에 비용이 드는 도구인 경우 기업환경이 불확실할수록 더 강한 통제유지에 따른 보상이 중대하므로 불확실성과 소유집중간에는 정(+)의 관계가 존재한다. 기업특유의 불안정성의 경우 통제가능성은 큰 의미를 가진다. 규제는 소유자의 선택을 제한하여 통제가능성을 감축하는 동시에 경영자를 감시, 규율하므로 소유집중의 감축유인이 된다. 또한 경영자의 개인적 소비문제를 유발시키며 규제에 따른 이익안정성은 소유자의 경영자통제 욕구를 완화시킨다. 그러나 소유자가 기업을 통해 그들의 소비목표를 더 잘 달성가능한 경우 통제를 선호하게 되므로써 결국 소유자는 통제권의 양도를 허용하지 않을 것으로 본다. 최근 C.Bergstrom과 K.Rydgvist(1988)는 Demsetz와 Lehn의 모형의 현실성을 실증검증한바 있다.

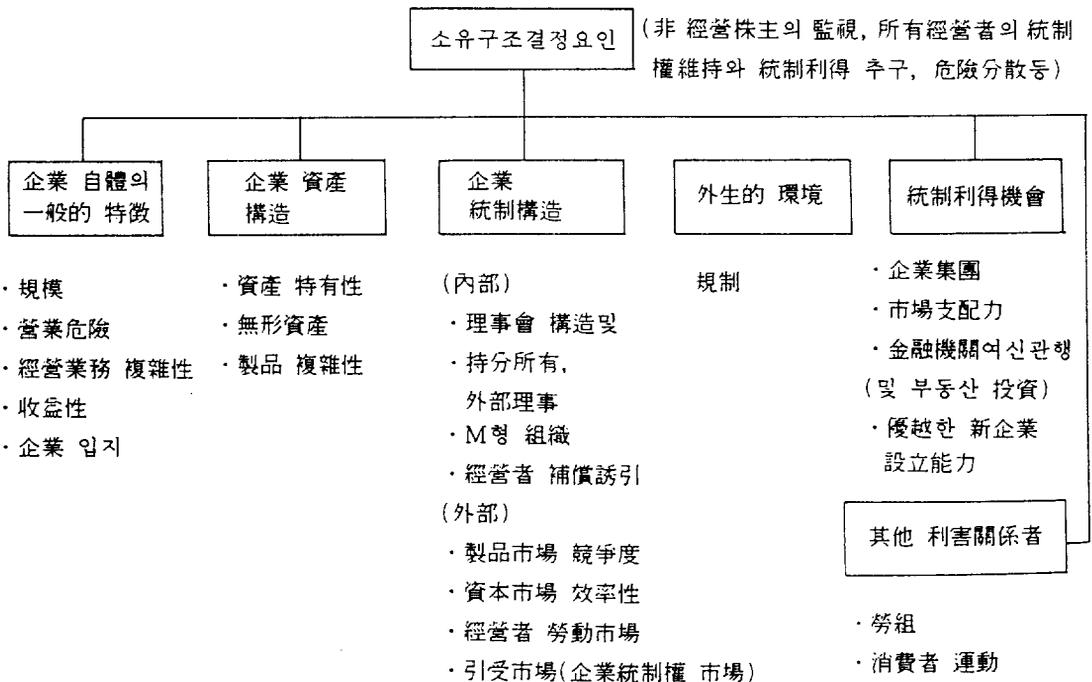
임용기(1988, 1989)는 국내에서 처음으로 소유구조의 결정이론을 체계화하고 상장기업의 소유집중도 측정, 기업발전론과 Fama-Jensen 및 Demsetz-Lehn의 이론에 기초한 소유구조결정요인 모형을 제시, 실증검증하고 경영권보호와 관련한 소유구조의 문제를 제도적 측면에서 고찰한 바 있다. 특히 소유구조 결정요인 모형에 있어서 에이전시 관련변수와 비에이전시 관련변수로 구분하고 전자의 경우 사업위험변수, 대주주1인의 이사직참여율등을 이용하고 후자의 경우 창업이후부터의 사업연수, 시가총액을 고려하여 실증결과를 제시한 바있다.

2. 주요소유구조 결정인자 추론

소유집중과 기업특징간의 인과관계의 방향이나 기업의 영업적 제특징과 소유구조의 관계는 규명되지 않은 상태이다. 그러나 소유구조의 결정요인을 보다 체계적으로 도출하기 위해서는 기업의 본질과 관련, 거래비용경제학이 시사하는 바, 기업소유와 시장을

대체적 지배조정구조로 인식하고, 기업의 생존에 관한 Fama와 Jensen, Williamson의 논리에 입각하여 내부조직구조의 특성과 경영자 규율제도를 고려, 궁극적 감시자의 입장에서의 소유집중에 접근함이 필요하다. 동시에, 확장된 기업이론에서의 기업가치요인 (stakeholder, implicit claims, implicit contract, reputation, intangible asset)을 전제로 기업행동을 인식할 필요가 있다. 또한 소유경영자는 경영권확보와 통제권유지에 대한 선호를 가진다는 점도 중시되어야 한다. 특히 우리 경제구조의 특수성을 고려할 때, 정부의 직간접적인 경제개입, 규제, 독과점시장, 금융기관 여신관행, 기업집단현상, 차별적 저위험의 높은 수익을 가능케 하는 부동산투자기회, 그리고 경영자 규율기구 및 비투자자인 이해관계자의 기업감시 기능취약에 따른 소유경영자와 기타이해관계자간의 대리문제 발생, 비용전가적 경영, 다각적 통제이득기회의 존재가 고려되어야 한다. 이에 따라 폐쇄형 소유구조(소유경영자의 집중도) 결정요인과, 비경영대주주에 의한 공개형 소유구조 결정요인을 통합 제시하면 그림 3과 같으며 이하에서는 그의 논리적 관계를 설명한다.

그림 3: 소유집중도 요인



(1) 기업의 특징

① 자산구조

가. 자산의 특유성(asset specificity)

기업을 연합(coalition)내지는 지배조정구조(governance structure)로 보는 거래비용경제학의 입장이나, 자원소유자들간의 특정한 계약집합(nexus of contract)으로 보는 대리이론의 입장에서나 기업은 연합특유의 자원에 대한 공통적 소유를 내포한다. 그 구성원들은 그 연합의 가치를 극대화하기위해 협동하면서도 그들의 몫을 증대하기 위해 경쟁한다. 이 체계하에서 어떤 자원을 특정연합내에서 이용할 경우의 투자가치가 다른 곳에서 이용하는 경우보다 더 크면 그 자원은 그 연합에 특유(specific)한 것이 된다. 그 자원이 특유한 관계를 지니는, 다른 자원이나 기업이 사라질 경우 회수불능(nonsalvageable)하게 되는 그 자원의 투자수익을 특유의 준지대(specific quasirent)라 한다. 이 같은 자산특유성은 기회주의를 유발시켜 거래비용을 증가시키고 협의실패에 따른 손실을 증대시켜, 계약규정의 불충분하에서 수직통합을 초래하는 것으로 지적된 바있다. 특히 team 생산에 의한 나태(shirking)가능성에도 불구하고 자산특유성이 생산성증가와 비용절감에 중요할수록 수직통합은 선호된다. 그러나 Demsetz는 자산의 특유성이 기회주의적 행동과 관련된 조정비용은 증대시키지만 지식의 효과적 통합과 관련된 조정비용은 감축시키기 때문에 수직분리를 초래할 가능성도 존재함을 지적한바있다. 이와 관련하여 그는 기업의 자산중 특정유형고정자산 투자의 비중이 적어서 다양한 방법으로 유동자원을 재배치할 수 있는 경우 기업의 자산특유성은 낮으며 이때 기업은 특정활동에대한 확약이 결여되어 내부자에 의한 기회주의의 가능성이 증가함을 제시하였다. 그들은 일반 투자가가 기대하지 않은 식으로 기업자산을 이용할 기회가 증가되므로 일반투자가의 경영자행동에 대한 감시의 유인이 증가될 것으로 추정되며 따라서 감시를 위한 소유집중이 증가할 것이다. 그러나 소유경영자의 경우에는 초과이득을 얻기위한 소유집중도상승도 예상된다. Williamson은 기업의 자본조달수단인 부채와 지분을 대체적인 지배조정구조로 보고 자본구조의 문제를 내재적인 거래비용절감의 측면에서 인식한다. 따라서 자산의 특유성이 적으면 부채조달이 유리하고 그 반대의 경우는 지분조달에 의존하는 것

이 유리하다고 본다. 이 경우 주주전체의 입장에서 보면 기업에의 현금제공은 경영자가 유용가능한 형태일 뿐아니라 기업특유의 투자에 이용되어 위험이 증가할 수 있으므로 감시유인이 커지고 그를 위한 소유집중도상승유인이 존재한다. 그러나 이러한 문제들은 소유집중도 상승에 따른 비용요소와 동시에 고려될 것이다. 어떤 단일기업의 특유성이 높다해도 수직통합없이 기업집단을 형성하여 전체적 위험조정이 가능하다면 현실적으로 자산특유성이 큰 소유집중유인으로 작용하기는 어려울 수도 있다. 동시에 주주의 위험과 불리점을 개선하기 위한 이사회에 의한 규율 체계가 존재하거나 기타 경영자규율체계가 강구되는 경우도 마찬가지이다.

나. 무형자산(intangible asset)

기업을 여러 투입업자와 최종산출업자간의 상관된 계약집합으로 보고 기업의 청구권을 주주와 사채주 외에 고객, 공급자, 유통업자, 종업원도 내포함으로써 기업을 투자가는 물론 비투자자인 이해관계자(stakeholder)를 모두 포함하는 계약연합으로 파악하여 보다 포괄적인 기업이론을 전개하려는 시도가 있음은 상술한바 있다. 기업과 이들 이해관계자 간에는 임금계약, 제품보증같은, 비투자자인 이해관계자에게 주는 명시적 청구권(explicit claims)과 고객에 대한 지속적 용역약속, 종업원에 대한 안전보장, 작업조건, 승진기회의 약속등의 묵시적 청구권(implicit claims)이 존재한다. 후자의 특징은 모호성, 상태조건부, 기업의 재화용역과의 별도의 거래(unbundled)불가능이라는 것이다. 따라서 적정비용으로 기술하기가 어려워 법적 형태를 이루지 못하는, 하나의 신뢰에 기초한 묵시적 약속으로 볼 수 있다. 묵시적 청구권의 보유에 따르는 위험은 분산하기 곤란하므로 기업의 실질적 CF의 총위험이 중시되며, 총위험증가는 묵시적 청구권에 대한 지급불능 확율을 증대시킨다. 이러한 묵시적 청구권 가치는 기업의 가치형성에 내포되며 동시에 그 가치는 보상의 불확실성 때문에 기업재무상태에 매우 민감하게 반응한다. 환언하면, 기업과 stakeholder간의 관계에서 묵시적 청구권은 그들이 기업특유의 물질 및 인적자본에 투자하기로 함에 대해 받는 보상의 일부라고 볼 수 있다. 따라서 기업은 그가 매각하기로 기대하는 모든 미래의 묵시적 청구권의 현재가치를 조직자본(organizational capital)으로 보고 현재 및 미래의 묵시적 청구권에 대한 기대비용을 조직부채(organizational liabilities)라고 할 때 그 차액인 순 조직자본의 가치를 극대화하기 위해

노력한다. 정보불균형하에서 기업은 명성과 묵시적 청구권의 가치확증을 위한 회수불능 투자를 시도할 것이다. 왜냐하면 기업이 제공하는 재화와 용역에 묶여진, 묵시적 청구권의 가치는 사후적인 기업의 기회주의적 행동에 의해 stakeholder들에게 불리하게 될 우려가 있음이 그들에 의해 합리적으로 기대되기 때문이다. 따라서 기업의 가치가 묵시적 청구권의 가치에 크게 의존하면 무형자산의 규모가 커진다. 기업에 있어서 채권자는 담보능력등을 고려, 무형자산의 가치에 크게 의존하지 않으며 주주는 잔여청구권자로서 무형자산가치에 의해 크게 영향을 받게 된다. 따라서 그들은 무형자산가치의 중요성, 회수불능투자규모에 민감히 반응, 경영자통제를 위한 소유집중유인을 가질것이다.

다. 제품의 복잡성

재화와 용역은 다양한 특징을 가지므로 가치있는 특징을 완전히 측정하는데 드는 비용이 클수록 측정불가능성에 의해 소득의 낭비가 발생하게 된다. 따라서 상품이 복잡할수록 측정불가능성이 증가하고 교환에 참여한 상대방을 이용하려는 유인이 생겨 대리문제가 심각해진다. 이경우 소유자는 통제, 감사의 유인이 강화될 것이며 소유의 집중도는 상승할 것이다.

② 기업규모

기업의 규모가 클수록 투자자들은 일정한 통제를 유지하기 위해 더 많은 부를 투자해야 하므로 위험회피 투자자들은 다른 조건이 동일한 한, 지분규모가 클수록 소유집중도를 저하시킬 것이다. 경영자가 규모를 증대하려는 유인이 있음은 일찌기 경영자 기업이론에 의해 제기되었다. 그는 주주가 성장을 원하거나 규모가 그의 능력에 대한 노동시장의 인지수단이 되거나, 큰 staff규모가 경영자에 대한 규율을 약화시키거나, 대규모 자체가 경쟁기업을 압박하거나, 그의 부하의 승진기회를 확대하는 경우, 규모증대를 선호한다. 그러나 규모증대가 주주와 이해가 상충되는 경우 감시하기 쉬운 변수이므로, 주주가 소유집중도가 높은 경우 경영자의 자기이익 추구를 위한 성장우선정책에 대하여 통제를 하는 것은 크게 어려운 일은 아니다.

③ 통제구조

주주들이 경영자의 행동을 효과적으로 감시할 수 있는 통제제도를 유지하고 있다면 상대적으로 소유집중을 낮출 것이다. 경영자유인에 대한 감시기구는 성과에 따른 배분, 이사회 및 외부대주주에 의한 통제, 경영자간의 경쟁, 경영자 노동시장, 자본시장, 제품시장으로 볼 수 있다. 보상계획에 의한 내부규율은 성과조건부 보상으로서 principal-agent모형에 의해 그 이론적 paradigm이 제시된 바있다. 기업내외의 노동시장에 의한 규율은 그의 인적자본가치에 대한 평가와 관련되나, 그의 경력선택문제와 시계(time horizon)에 의한 주주와의 이해갈등을 해소하기는 어렵다. 제품시장의 경쟁은 경영자의 상대적 평가가능성, 그의 명성증시도에 따라, 경영자의 slack유인을 감축하기는하나, 경영자의 유인이 화폐적 수익에 있는 경우는 효율적이지 못하다. 자본시장규율은 공격적 인수제의자가 현 소유자와 다르게 기업을 평가하거나, 기업을 경영하기를 원하거나, 인수제의자 소유의 다른 기업에 대한 유리한 영향, 소액주주의 착취가능 경우는 대상기업의 주주의 무임승차에 불구하고 경영자를 규율할 수 있다. 이같은 시장압력에 의한 경영자의 규율보다 내부적인 통제구조가 직접적으로 경영자의 감시에 더 중요하다. 이사회는 경영전략의 평가와 동의 및 경영자감시기능과 관련하여, 경영자의 통제극대화, 대리비용극소화, 기업가치 보호와 극대화, 기업명성의 공적 상징, 기업의 제이해관계자들의 대표라는 주장이 제시되어 왔으며 그 특징에 따라 이사회의 개념구분도 다양하게 거론되었다. 특히 이사회구성상 외부이사의 비중이나 이사회구성원의 지분비중이 전반적인 소유집중에 영향을 미칠것이다. 즉, 외부이사가 객관적 감시기능을 원활히 수행할 수록 경영자감시를 위한 소유집중은 낮아진다.

④ 기업의 위험도

기업의 통제유지(감시)장치의 관리에는 거래, 정보 및 규제비용이 들며, 시장규율은 불완전한 바, 기업의 소유구조의 변경은 이러한 비용에 대한 반응으로 볼 수 있다. 기업이 놓여진 환경의 불확실성은 감시비용에 영향을 미치며 기술, 시장, 가격의 불확실성이 높을수록 감시의 보상이 커져서 소유집중이 증가한다. 이는 기업에 중요한 제품 및 투입가격의 변동, 시장점유율 변동 또는 기업이익율의 불안정과 관련된다. 한편 소

유집중은 portfolio 위험분산효과를 상실하게 하므로 그들간 trade-off에 의해 영향을 받을 것이다.

⑤ 조직구조

소유구조는 일반적으로 경영자에 대한 감시의 필요성, 창업자 및 소유경영자의 통제권 유지와 관련된다. 전자와 관련하여 조직구조의 경제학적 측면에서는 기업내의 구조상의 변화가 경영자감시 내지는 기업통제문제에 영향을 준다고 지적한 바있다. Alchian과 Demsetz는 team 생산과 관련된 측정문제와 소유형태를 언급한 바있으며, Williamson은 상이한 조직형태의 정보적 특성을 중시, 조직구조를 U형, H형, M형으로 구분했다. M형은 중간형태로서 부분적으로 다양화된 사업단위의 집합으로서, 자본할당과 성과를 위해 부문간 경쟁이 존재하며, 더 나은 전사적 성과를 위해 부문간 synergy가 존재하는 영역에서는 협동심을 고취시켜 타유형보다 우월하다. M형구조상 기업본사의 general office는 내부감사와 통제의 능력을 가지고, 전략적 결정통제에 집중하나, 각 영업부문을 감시하는 주주의 대리인 기능을 하므로 외부감시자보다 더 나은 감시가 가능하다. 따라서 잔여청구권자 보다는 조직형태와 자본시장의 경쟁과 관련시켜서 얻을 수 있는 이사회 구성상 함의는, U형이 M형보다 이사회중 외부이사 비중이 더 크며, 소유 집중도도 더 크리라는 것이다.

⑥ 경영자지분 비중

소유자가 경영자인 경우 그는 직접 기업을 통제할 수 있으므로 감시목적을 위한 지분의 보유욕구는 감소할 것이다. 소유경영자는 그러나 통제의 사적이익이 큰 경우 분산투자 불리상의 문제점을 감수하고도 지분비중을 증대시킬 수 있다. 경영자가 지분을 소유하면 그는 기업의 성과에 따라 소득에 영향을 받아 이해수렴가설적 행동을 취할 가능성이 존재한다. 그러나 그의 인적, 물적 자원의 집중적 보유때문에 위험한 투자는 기피할 유인이 생길 수 있으며, 그가 사적 통제이익(synergy 이득, 증권가격보다 낮은 가격으로 소액주주를 freeze-out함에 따른 이득으로서, 통제에 따른 특권적 소비, 취득자나 경영자의 자회사로 그 기업의 일반 소액주주로부터 자원을 이전시킴에 따른 이득등)을 얻

을 수 있다면 소액주주나 다른 증권보유자와 stakeholder에 대해 대리문제를 발생시킨다. 따라서 경영자가 지분보유에 의해 통제력을 확보할 수 있는지 또는 대주주의 감시가 존재하는지에 따라 소유집중도와 다른관련을 가진다. 전자의 경우 통제이득의 크기가 소유집중도상승에 영향을 줄 것이고 후자의 경우 경영자가 이해수렴적 행동을 할 가능성이 증가하므로 소유집중도는 낮을 것이다.

(2) 적대적 인수제외에 대한 대응으로서의 자본구조

기업소유구조에 대하여 자본구조가 어떤 영향을 미치는가 하는 것은 기업의 레버리지, 경영자의 지분소유 및 기업통제시장간의 상관성에서 고찰할 수 있다. 지분소유 경영자는 자신의 이익을 위해 인수제외에 대한 저항수단으로서 레버리지 변화에 의한 소유집중도 조정으로 단기적 소유구조에 영향을 준다. Stulz에 의하면 경영자의 일정지분비중하에서, 부채증가에 따라 파산가능성이 증가하면 경영자의 통제권상실위험이 커지고 총지분가치의 하락에 의해 인수제외자의 인수시도 비용이 감소하므로 통제이득과 부채비용증가간의 균형적 고려에 의해 경영자의 통제지분이 결정된다. R. Morck et al.에 의하면 적대적 인수시도 대상기업은 저성장, 높은 기업연령, 낮은 Tobins'q인 기업으로서 경영자나 창업자의 지분비중이 낮고, 자산의 재배치 이득, 세금상 이점, 비효율적 경영개선에 의한 이득을 위해 인수가 시도된다.

(3) 전략적 대응(기업집단에 의한 초과이득기회)

불확실성과 시장기능의 취약하에서 시장계약비용이 큰 경우 기업의 소유, 집단화, 거래의 기업내부화는 거래비용, 정보의 활용상 효율적 조직이 될 수 있다. 특히 기업집단 내의 다수의 기업들이 독과점적 상품시장에서 시장지배자로서의 위치를 확보할 수 있고 경영능력 및 자금조달면에서 유리한 위치에 있는 경우 기업집단은 성장경제하에서 새로운 기회의 발견과 기업화능력상 비교우위가 있으므로 급속한 확장을 시도한다. 집단내 기업간에 주식의 상호투자에 의한 자본관계가 형성된 경우 통제이득(초과이득)기회는 존재한다. 불완전한, 상품 및 자본시장규율과, 정보불균형하에서 관계기업들간에는 외부투자가나 stakeholder들에 대해 대리 문제를 초래하면서도, 초과이득기회가 존재하는

한 큰 어려움없이 확장자금을 확보할 수 있으므로 소유경영자의 지분의 집중도를 증대시킨다. 특히 불완전시장하에서 경영자 규율기구의 작용이 취약하고 창업자에 의한 경영자의 주식보유가 일반화된 경우 기업내부의 경영자감시기구 역시 비효율적으로 운영되므로 소유구조상 집중도는 상승할 것이다. 간접금융시장에의 의존도가 높은 경우 상대적으로 통제지분비중은 낮아질 수 있어 기업확장은 더욱 용이하다.

(4) 규 제

정부의 체계적인 규제는 소유자의 가능한 선택범위를 제한함으로써 이익의 불안정에 충분히 반영되지 않으면서 기업의 통제잠재력을 감축한다. 규제는 또한 규제받는 기업의 경영에 대해 보조금을 받는 감시 및 경영자에 대한 규율을 제공하여 소유집중을 감축시킨다. 한편 규제하에서는 경영자에 의한 특권적 소비문제가 있다. 즉, 비용보상 조건하의 가격규제는 경쟁을 둔화시키고 비용감축유인을 감소시켜 소유자에 의한 경영통제증가가 요청되어 소유집중도를 높이게 할 것이다. 그러나 정부는 규제기업의 이익율이 일정하도록 가격을 조정하는 경향이 있으므로 결국 소유자의 경영자 통제유인을 약화시킨다.

(5) 기업가 정신

기업가기능은 조정과정과 관련되는 것으로 기업가이윤의 가능성은 시간과 변화에서 온다. 기업을 불확실성에 대한 제도적 반응으로 볼 때, 기업가와 기업은 변화의 관리라는 면에서 상호관련되어 있다. 새로운 기업은, 설립은 물론 설립후에도 변화의 지속에 따라 조정과정을 요하므로 판단 결정의 중요성은 기업가 기능을 요한다. 소유자가 반드시 기업가일 필요도 없고, 기업에 단일의 기업가만이 존재하는 것도 아니나, 대체로 성공적인 기업의 창업자는 기업가라고 볼 수 있다. 소유자와 기업가가 같은 사람인 경우 그의 보상은 자본제공 및 위험부담에 대한 대가의 의미를 내포한다. 잔여청구권자로서 그의 기업가기능의 수행유인은 확대될 것이며 그는 동시에 투입의 감시, 일상적 관리기능의 효율적 수행유인도 더 클 것이다. 따라서 기업의 연령이 적고 소유자인 창업자의 연령이 적으며, 창업자가 직접 경영할 수록 혁신이득의 유지 확보를 위해 지분소유를 높일 것이다.

IV. 실증 분석

1. 자료

1988년말 현재 상장된 기업체 502개 중에서 주주명부가 열람가능하며, 분석을 위한 투입변수의 추출이 가능한, 1985년말부터 상장되어온 199개(전체의 40%)기업체를 전부 표본으로 선정하였다. 변수로 투입되는 자료는 관련회사의 사업보고서, 재무제표, 주주명부에서 직접추출, 이용하였다.(표1~표4 참조)

<표 1> 標本企業體現況 (1988年末 基準)

업종 구분	184개(금융보험제외)	199(표본전체)	상장기업전체
어업			4
광업	2	2	3
음식료품제조	21	21	35
섬유 및 의류	20	20	47
가죽			
목재 및 가구	2	2	5
제지 및 인쇄	5	5	18
출판			
화학섬유·석탄	33	33	87
고무·프라스틱			
비금속광물	8	8	16
1차 금속	10	10	26
조립금속제품	37	37	97
기계장비제조			
기타 제조	1	1	55
건설	22	22	35
도소매 숙박	16	16	32
운수·창고	7	7	12
금융·보험		15	79
오락·문화			1
서비스			
계	184	199	502

2. 변수의 선정

검증에 이용되는 변수는 자료입수가능성, 대위성을 고려하여, 모든 요인구조를 포함하지는 못했으며 회계수치라는 한계와 측정오차를 제거할 수는 없었다.

(1) 소유집중도

분석의 목적상 의결권행사의 주체적 기능을 할 수 있는 대주주1인과 관계회사(같은 계열기업), 관련재단등 동질적인 통제유인을 가지는 집단의 보유주식으로 파악했다. 그러나 위장분산에 따른 측정오차를 회피하기는 어려웠다.

(2) 자산의 특유성

Williamson에 의하면 자산의 특유성은 특정거래를 위해 취해진 내구적 투자로서, 거래당사자간의 지속적인 관계지속이 중요하다. 그 자산특유성의 존재를 포착하기 어려우나, 내구자산에 대한 투자로 본다. 모든 내구자산이 특유성을 나타내지는 않으나 일반적으로 내구자산에 더 많이 의존하는 기업은 자산특유성의 결과에 더 큰 영향을 받을 것이다. Demsetz는 기계장치(또는 유형고정자산)/유동자산, 기계장치/종업원수, 유형고정자산/종업원수로 측정한 바있어 이를 이용한다.

(3) 무형자산가치

기업의 무형자산가치는 장부상의 수치로는 파악하기가 어렵다. 묵시적 청구권에 대한 순가치의 크기는 묵시적 청구권의 가치를 입증하는 투자의 크기, 명성에 의해 좌우될 것이다. 이러한 무형자산의 척도로서는 R & D투자의 크기, 인적자본가치의 크기, 광고비등에 의해 파악가능하므로(R & D+인적교육비)/매출액, 광고비/매출액으로 측정하였다.

(4) 제품의 복잡성

〈표 4〉 계열기업군 현황 (1988년말 기준) (대기업/중소기업)

업종	184		199		계
	계열기업군	비계열기업군	계열기업군	비계열기업군	
광업	/	/ 2	/	/ 2	/ 2
음식료품제조	4/ 7	/10	4/ 7	/10	4/17
섬유의류가죽	8/ 1	/11	8/ 1	/11	8/12
목재 및 가구제조	/	1/ 1	/	1/ 1	1/ 1
제지 및 인쇄출판	1/	1/ 3	1/	1/ 3	2/ 3
화학섬유·석탄	8/	3/22	8/	3/22	11/22
고무·프라스틱					
비금속광물	1/ 3	1/ 3	1/ 3	1/ 3	2/ 6
1차금속	1/ 1	/ 8	1/ 1	/ 8	1/ 9
조림금속제품	12/ 5	4/16	12/ 5	4/16	16/21
기계·장비제조					
기타제조	/	/ 1	/	1/ 1	/ 1
건설	13/ 2	4/ 3	13/ 2	4/ 3	17/ 5
도소매·숙박	11/	3/ 2	11/	3/ 2	14/ 2
운수·창고	2/ 2	/ 3	2/ 2	/ 3	2/ 5
금융·보험	/	/	7/ 3	5/	12/ 3
계	61/21	17/85	68/24	22/85	90/109

이는 자본의 유기적 구성도가 높고, 복잡한 공정으로 구성된 경우로서 인간의 협동적 노력에 의한 영향이 큰 경우가 될 것이다. 내구자산의 크기와 그에 대한 지출의 크기로서 유형고정자산지출/총자산, 기계설비/유동자산등으로 측정한다.

(5) 기업규모

총자산의 장부 또는 시장가치의 자연대수값을 이용한다.

(6) 통제구조

이사회 특징으로서 외부이사의 수, 기업이해관계자의 이사직으로 파악되나 우리의

경우는 해당되지 않는다. 그러나 이사들의 주식보유 비중(경영자지분비중)은 통제구조상 대리문제를 초래하거나 대리문제를 감시하는 기능을 수행할 수 있다. 만일 이사들이 대주주의 지배하에 있다면 그들의 주식보유는 대주주이익과 일치하게 할 것이며, 이사의 독립적 감시기능이 가능한 경우는 그들의 주식보유는 주주일반의 이익에 합치토록 행동케 한다. 통제(규율)기구는 보상제도, 제품시장의 경쟁도, 경영자노동시장 효율성, 기업통제시장 효율성이 제시되나 측정의 곤란성과 현실적 유의성을 고려하여 제품시장의 경쟁도로서 시장지배적 사업자여부로 측정한다.

(7) 위험도

Demsetz와 Lehn, Morck et al. 이 이용한 과거 4년간의 market model상의 표준오차를 이용한다.

(8) 자본구조

총자본에 대한 고정부채 또는 자기자본에 대한 고정부채의 비중으로 계산한다. 보다 현실반영을 위해 정책금융이나 금융기관차입을 별도의 변수로 선정하는 것이 좋으나 자료획득상 제외한다.

(9) 전략적 대응

기업집단형성에 의한 집단내의 거래효율화에 의해, 그리고 소액주주나 다른 이해관계자의 비용으로 초과이득 또는 전략적 사적이득유인이 존재하는바 계열기업군을 고려, 파악한다.

(10) 규 제

일반적으로 금융산업의 경우는 다른 산업에 비해 규제가 심한 편이다. 우리나라의 경우 정부의 직·간접영향이 크므로 모든 산업이 규제하에 있다고 볼 수 있으나, 본고에

서는 금융산업을 포함한 경우와 제외한 경우를 따로 비교한다.

3. 검정모형 및 회귀결과해석

(1) 검정모형 : $Y = \beta X + \epsilon$ (아래 요약표 참조)

(2) 해석 (표 5~8 참조)

가. 규 모

전체표본의 경우 규모변수는 시가기준이든 장부가액 기준이든 대체로 유의성은 없었으나 부호가 마이너스로서 소유집중도와 역의 관계에 있음을 나타냈다. 이는 이론상 기대된 부호로서 규모가 클수록 통제를 위한 지분소유비중은 감소함을 반영한다. 그러나 계열기업군의 경우는 대규모기업이 다수를 점하므로 의미있는 부의 관계를 보였으며 상대적으로 소규모인 비계열기업군의 경우는 의미없는 정의 관계를 보였다.

나. 경영자지분

경영자가 지분을 보유하는 의미는 소유경영자의 경우와 전문경영자의 경우로 나누어 볼 수 있다. 소유경영자는 통제권을 유지하기 위하여, 그리고 통제이득이 큰 경우 더욱 그 비중을 높일 것이며 이 경우 소유집중도와는 높은 상관관계를 가질 것이다. 그러나 전문경영자의 경우는 소유자가 보상유인을 위해 제공하는 경우일 것이다. 그러나 전문경영자는 인적자본도 투자하고 있으므로 위험분산면에서 재산 portfolio의 집중을 회피할 것이다. 실증결과 전체표본의 경우 정(+)의 유의성을 보였는 바 이는 소유경영자기업, 즉 대주주 또는 그와 관계되는 인척이 경영자인 경우는 당연한 결과이다. 그렇지 않은(전문경영자)경우는 경영자의 유인을 위한 보상의 측면에서의 효과가 반영된 것일 수도 있다. 그러나 계열기업군표본에서는 유의성이 없었으나 비계열기업군의 경우는 유의성이 큰 정(+)의 관계를 보였다. 즉, 전자의 경우는 상대적으로 전문경영자를 고용, 경영자지분이 적고 그 유의성도 없으며 성과에 의한 보상으로도 경영자유인이 가능함을 나타낸다. 그러나 비계열기업군의 경우는 주로 소유경영자로서 경영자지분이 소유집중

(1) $Y = \beta X + \epsilon$ [전체표본(금융업종포함) : 199개, 금융업체의 경우 184개]

소유집중도	Y	대주주1인과 관계회사, 관련재단 보유지분
결정 요인	X	
규모	X1	ln (총자산 장부가치)
	X16	ln (총자산 시장가치=총부채 장부가치+자기자본시장가치)
경영자지분(통계구조)	X2	임원의 보유주식비중
	X3	영업이익 / 총자산
	X4	영업이익 / 매출액
무형자산	X17	영업이익 / 총자산시장가치
	X5	(연구개발비+인적교육비) / 매출액
자산특유성	X6	광고비 / 매출액
	X7	유형고정자산지출 / 총자산장부가치
	X8	기계장치 / 유동자산
	X9	유형고정자산 / 종업원수
자본구조	X18	유형고정자산 / 총자산시장가치
	X10	고정부채 / 자기자본 장부가치
	X11	고정부채 / 총자산 장부가치
	X19	고정부채 / 자기자본 시장가치
시장구조	X20	고정부채 / 총자산 시장가치
	X12	시장지배기업 (dummy 변수)
(기업집단등)	X13	계열기업군 해당기업 (dummy 변수)
	X14	시장지배자이면서 계열 기업군 소속기업(dummy 변수)
	X15	과거부터 4년간의 시장모델의 standard error of regression(1985~1988 월 주식수익을 자료로 측정)

도와 상관관계가 높기 때문일 것이다. 이 변수를 넣은 이유는 이사회구조와 소유구조의 관계를 검토하기 위해서였다.

다. 수익성

이 비율들은 소유집중도와 의미있는 관계가 없었고 부호도 부(-)인 바, 회계적 수익성 때문에 대주주나, 소유경영자가 지분보유를 많이 하지는 않음을 보인다. 그들은 단순한 portfolio투자가는 아님도 의미한다.

나. 184개 표본(금융체외) 회귀결과

항 목	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ln(총자산)	0.00608 (0.009)	-1.740 (-1.552)		-1.365 (-1.210)	-1.557 (-1.393)	-1.686 (-1.520)	-1.725 (-1.549)	-1.774 (-1.606)	-1.679 (-1.513)	-1.758 (-1.571)	-1.955 (-1.749)	-0.282 (-0.311)	-0.540 (-0.552)		
경영자보	0.230 (2.745)	0.292 (3.269)	0.244 (2.665)	0.282 (3.365)	0.270 (3.219)	0.282 (3.365)	0.270 (3.219)	0.273 (3.226)	0.271 (3.275)	0.262 (3.054)	0.253 (3.054)	0.253 (2.997)	0.243 (2.932)	0.206 (2.410)	0.243 (2.842)
총자산	-0.378 (-1.810)	-0.313 (-1.496)	-0.245 (-1.195)	-0.213 (-1.002)	-0.330 (-1.493)	-0.330 (-1.602)	-0.310 (-1.493)	-0.308 (-1.488)	-0.327 (-1.593)	-0.313 (-1.499)	-0.319 (-1.526)	-0.346 (-1.653)	-0.377 (-1.807)		
영업이익률															
매출이익액															
토록D	-1.155 (-0.764)	-1.111 (-0.734)	-1.299 (-0.865)	-1.302 (-1.241)	-1.114 (-0.733)	-1.114 (-0.733)	-1.131 (-0.752)	1.099 (-0.729)	-1.201 (-0.802)		-1.186 (-0.781)	-0.970 (-0.636)	-1.404 (-0.923)	-1.152 (-0.762)	-0.946 (-0.625)
내국비	-0.176 (-0.547)	-0.146 (-0.455)	-0.136 (-0.429)	-0.129 (-0.394)	-0.216 (-0.680)	-0.143 (-0.449)	-0.143 (-0.449)	-0.149 (-0.467)	-0.149 (-0.467)	-0.178 (-0.556)	-0.225 (-0.708)	-0.127 (-0.393)	-0.219 (-0.672)	-0.219 (-0.672)	-0.203 (-0.634)
외국비	-0.00883 (-0.045)	-0.031 (-0.153)		0.045 (0.219)	-0.00708 (-0.045)	-0.009 (-0.184)		-0.033 (-0.166)	-0.026 (-0.129)	-0.044 (-0.217)	-0.106 (-0.529)	-0.017 (0.086)	-0.176 (-0.547)		
총자산															
기업장식															
유동자산															
유동비율															
총원리금															
고정자산	-0.0000866 (-0.188)	-0.000908 (-0.199)		-0.00151 (-0.323)	-0.00024 (-0.053)	-0.000883 (-0.195)	-0.000951 (-0.210)		-0.001008 (-0.222)	-0.000773 (-0.170)		-0.00106 (-0.231)	-0.000566 (-0.145)		
고정비율															
총자산															
시장거래	1.974 (0.628)	4.392 (1.349)	3.739 (1.166)	5.154 (1.546)	4.489 (1.374)	4.361 (1.347)	4.432 (1.369)	4.390 (1.352)	4.300 (1.326)	4.407 (1.375)	3.884 (1.190)			1.951 (0.621)	4.646 (1.430)
세월기업준															
시장거래															
세월기업준															
위험도	0.412 (1.524)	0.500 (1.846)	0.449 (1.744)	0.480 (1.761)	0.500 (1.840)	0.529 (1.985)	0.508 (1.910)	0.485 (1.871)	0.530 (1.950)	0.504 (1.862)	0.504 (1.862)	0.394 (1.459)	0.452 (1.660)	0.343 (1.304)	0.459 (1.738)
Ln(총자산)															
총자산(가)															
영업이익률															
유고비율															
총자산(가)															
고정비율															
자기자본															
R2	0.062	0.113	0.116	0.065	0.102	0.109	0.1133	0.113	0.112	0.111	0.099	0.085	0.086	0.080	0.119
Adj R2	0.034	0.0586	0.065	0.006	0.05	0.063	0.062	0.062	0.061	0.059	0.047	0.037	0.039	0.033	0.063
F	1.716 (0.0481)	2.001 (0.0309)	2.268 (0.016)	1.114 (0.355)	1.963 (0.04)	2.367 (0.151)	2.211 (0.019)	2.209 (0.019)	2.190 (0.021)	1.909 (0.023)	1.909 (0.047)	1.786 (0.074)	1.826 (0.066)	1.691 (0.094)	2.116 (0.022)

*** : 1%에서 유의함
** : 5%에서 유의함
() 안의 값

(표 7) 다. 계열기업군 (82개 기업체) 회귀결과

항 목	1	2	3	4	5	6	7	8
Ln (총자산)	-2.864 (-2.038)**		-3.014 (-2.247)**	-2.85 (-2.053)**	-3.133 (-2.413)**	-2.925 (-2.163)**	-2.960 (-2.125)**	
경 영 자 지분비중	0.020 (0.128)	0.041 (0.251)	0.047 (0.305)	0.022 (0.140)	0.044 (0.293)	0.022 (0.138)	0.046 (0.296)	0.017 (0.107)
총 자 산 영업이익율	-0.372 (-0.094)	-0.131 (-0.323)	-0.399 (-0.984)	-0.371 (-0.908)	-0.381 (-0.956)	-0.377 (-0.924)	-0.394 (-0.965)	
매 출 액 영업이익율								
R & D/ 매 출 액	-1.638 (-0.682)	-1.999 (-0.828)		-1.617 (-0.680)		-1.626 (-0.682)		-1.560 (-0.649)
광고비 / 매 출 액	0.206 (0.176)	0.559 (0.510)		0.243 (0.221)			0.184 (0.158)	0.190 (0.155)
유고지출 / 총 자 산	0.027 (0.037)		0.024 (0.095)			0.043 (0.165)	0.00994 (0.036)	
기계장치 / 유동자산								
유고 / 종업원수		-0.050 (-1.300)						
고정부채 / 자기자본	-2.747 (-0.524)		-0.00240 (-0.466)	-0.00275 (-0.528)		-0.00265 (-0.512)	-0.00248 (-0.477)	
고정부채 / 총 자 산		0.014 (0.135)						
위 험 도	0.471 (0.942)	0.450 (0.936)	0.463 (0.964)	0.465 (0.943)	0.360 (0.857)	0.450 (0.933)	0.482 (0.968)	0.352 (0.688)
Ln (총자산시)								-2.941 (-2.140)**
영업이익 / 총자산(시)								-0.286 (-0.596)
유고출 / 총자산(시)								-0.040 (-0.125)
고정부채 / 자기자본(시)								-0.00074 (-0.045)
고정부채 / 총자산(시)								
R ²	0.099	0.057	0.093	0.099	0.090	0.098	0.093	0.094
Adj R ²	0.000	0.033	0.020	0.013	0.043	0.013	0.007	0.005
F (Sig F)	1.0006 (0.4432)	0.634 (0.7263)	1.278 (0.2776)	1.158 (0.3375)	1.905 (0.118)	1.154 (0.3395)	1.085 (0.3817)	0.944 (0.486)

* : 10%에서 유의함. ** : 5%에서 유의함. *** : 1%에서 유의함. ()는 t값.

(표 8) 라. 非系列企業群 (102개 業體) 회귀결과

항 목	1	2	3	4	5	6	7	8
Ln (총자산)	0.659 (0.358)		0.727 (0.400)	0.705 (0.387)	0.784 (0.436)	0.706 (0.387)	0.661 (0.361)	
경영자 지분비중	0.358*** (3.393)	0.344*** (3.348)	0.364*** (3.491)	0.355*** (3.406)	0.360*** (3.493)	0.358*** (3.408)	0.363*** (3.471)	0.310*** (2.932)
총 자산 영업이익율	-0.329 (-1.307)	-0.377 (-1.363)	-0.342 (-1.397)	-0.325 (-1.300)	-0.354 (-1.467)	-0.342 (-1.391)	-0.342 (-1.296)	
매 출 액 영업이익율								
R & D/ 매 출 액	-0.920 (-0.471)	-1.153 (-0.603)		-1.003 (-0.525)		-1.028 (-0.540)		-0.862 (-0.443)
광 고 비/ 매 출 액	-0.098 (-0.279)	-0.122 (-0.353)		-0.085 (-0.246)			-0.130 (-0.382)	-0.103 (-0.295)
유 고 출/ 총 자 산	-0.072 (-0.236)		-0.083 (-0.283)			-0.058 (-0.195)	-0.098 (-0.328)	
기계장치/ 유동자산								
유 고/ 종업원수		-0.023 (-0.967)						
고 부/ 자기자본	0.00983 (0.859)		0.010 (0.886)	0.00934 (0.834)		0.00983 (0.864)	0.010 (0.879)	
고 부/ 총 자 산		0.050 (0.668)						
위 험 도	0.362 (1.088)	0.368 (1.150)	0.395 (1.223)	0.380 (1.18)	0.449 (1.447)	0.380 (1.168)	0.369 (1.115)	0.427 (1.305)
Ln (총자산시)								0.055 (0.029)
영업이익 / 총자산시								-0.180 (-0.837)
유고출 / 총자산시								0.083 (0.282)
고 부 / 자기자본시								0.027 (1.609)
R ²	0.159	0.164	0.156	0.159	0.149	0.159	0.159	1.165
Adj R ²	0.087	0.101	0.103	0.096	0.114	0.096	0.095	0.093
F (Sig F)	2.205 (0.034)	2.628 (0.016)	2.930 (0.012)	2.538 (0.020)	4.247 (0.0033)	2.534 (0.020)	2.510 (0.021)	2.295 (0.027)

*: 10%에서 유의함 ** : 5%에서 유의함 *** : 1%에서 유의함 ()는 t값

라. 무형자산

무형자산의 가치형성에 기여할 변수들이 통계적 유의성을 가지지 못함은 우리나라에 있어서는 이해관계자들이 기업의 무형자산가치를 중시하고 적정히 평가함으로써 기업의 재무의사결정에 영향을 주지는 못하는 것으로 보인다. 기업들이 독과점시장에 의해 보호를 받거나, 은행부채를 위험도와 상관없이 조달가능한 경우 기업의 고객, 공급자들이 그들의 권리확보를 위해 충분히 반응하지 않아도 되기 때문일수도 있다. 또는 그들이 투자시계(horizon)가 짧거나 비합리적이어서 그러한 가치평가를 불고려한 경우 소유경영자나, 기업의 통제자는 그와 무관히 소유집중도를 결정할 수도 있기 때문이다. 또한 무형자산의 비중을 고려, 소유자의 경영자 감시유인이 존재한다해도 대체로 소유자의 경영자통제가 용이한 우리나라 기업의 경우 이를 위한 지분보유유인은 경미할 것이다.

마. 자산의 특유성

소유와 통제가 실질적으로 분리되지 않고 지배주주가 경영자를 충분히 감시하거나 직접 경영을 하는 경우 경영자 감시를 위한 소유집중유인은 영향력을 갖지 못할 것이다. 특히 자산특유성의 변수들이 규모와 관계된 경우 그 부호는 부(-)를 나타낼 것이며 실증결과와 같다. 자산특유성의 대위변수가 갖는 복합적 성격에 따라 해석상 한계가 있으나 소유와 통제의 분리도가 상대적으로 높은 계열기업군 경우 Williamsn의 견해에 더 가까웠다.

바. 자본구조

기업통제시장이 활발히 기능하는 경우 자본구조는 경영자의 방어수단으로 활용되어 재무레버리지를 높여 소유집중도를 증대시킬 것이다. 그러나 우리나라의 경우 기업통제시장과 관련한 자본구조와 소유집중도간의 의미있는 관계는 유추하기 어려운 실정이며 실증결과와 같다.

사. 시장구조(시장지배자, 계열기업군 여부)

시장지배기업의 경우 제품시장규율에 의한 경영자의 감시가 어려워지며 대리문제가 발생한다. 따라서 소유자나 지배주주는 통제력을 강화하기 위해 소유집중도를 상승시킬 유인을 가진다. 그러나 소유경영자인 경우 시장지배이득이 크므로 그 이득을 얻기위해 지분비중을 증대시킬 것이므로 소유집중도와 정(+)의 관계를 가질 것이며 실증결과와 같다. 종속변수와의 상관관계가 매우 낮으므로 이 변수의 유의성은 해석상의미가 있을 수 있다.

우리나라의 경우 계열기업군기업이거나 동시에 시장지배자인 기업은 지배주주, 소유경영자가 통제에 부수되는 상당한 이득이 있어서 소유집중도를 상승시키는 것으로 나타났다. 부채조달에 의한 대규모 저비용의 자금조달로 정책산업에 진출, 세계 및 금융지원하에 독과점시장을 형성, 영업 및 재무레버리지 이득을 크게하여 여유자금을 형성, 새로운 다각화 투자로 기업을 확장(소유), 경영자의 통제에 따른 효용이 증대되는 것으로 추정된다. 특히 여러 대리문제 규율기구의 취약, 이해당사자간의 정보불균형, 협상력차이는 소유집중의 이득을 크게 할 수 있을 것이다.

아. 위험도

기업의 위험도가 높을수록 경영자의 재량행사에 대한 감시가 어려워지므로 소유집중에 의한 통제력의 확보로 경영자를 감시할 유인이 증가한다. 한편 소유통제의 미분리 하에서는 불확실성을 이용, 지배주주는 이해관계자들의 감시가 어려운 점을 이용하여 대리문제를 유발시켜 통제이득을 얻으려고 소유집중도를 증가시킬 유인이 생긴다. 기업집단이 업종별 다각화를 실시하고 있다면 기업의 소유경영자의 집중위험은 상대적으로 적다. 또한 정부의 위험부담하에 높은 성장의 기회를 이용하기 위해 그는 이를 감수할 것이다. 실증분석결과 위험도와 소유집중도와는 의미있는 정의관계를 보였다.

위의 실증결과에 의하면 우리나라와 같이 대주주가 경영자를 지배하거나 경영자인 경우 소유집중면에서 결정요인은 기업생존을 위한 경영자감시목적 보다는 통제이득유인이 크다는 해석을 할 수 있다. 따라서 소액주주와 이해관계자들에 대한 대리문제의 유발과 경영자규율기구의 취약을 이용한 통제이득이 주요유인이 된다. 그러나 이러한 구조적

특징을 갖는 기업제도의 효율성과 관련하여, 경쟁도 점증의 환경하에서 공정하게 기업의 장기적생존에 기여가능한 지의 문제가 조직경제학적 입장에서 다루어져야 할 것이다.

(3) 한 계

횡단적 자료에 대한 OLS상의 이분산문제를 고려한 WLS과 Shazam package의 HET-COV option 이용 결과 유의성있는 변수상의 차이는 보이지 않았다. 그러나 소유구조 측정상의 오차문제, 특성표시를 위한 적정대위변수의 추출, 규제측정, 변수의 복합적 의미, 독립변수와 종속변수간 인과관계의 방향, 제도 및 구조변수의 계량적 척도개발등에 대한 더 깊은 연구가 필요하다. 또한 소액주주의 time horizon, 소유집중에 따른 비용·수익에 대한 보다 엄밀한 연구가 기대된다.

(4) 既存研究와의 比較

國內에서 한국기업의 소유구조결정요인에 관한 연구의 대표적인 것은 임웅기(1988, 1989)의 연구인 바 그 주요내용을 비교하면 다음과 같다.

가. 소유구조 결정요인체계

임웅기는 Chandler(1989)와 Berle-Means(1932)의 기업발전론적인 모형과 Jensen-Meckling(1976), Fama-Jensen(1983) 및 Demsetz-Lehn(1985)에 기초한 에이전시 모형을 고려하여 기업소유구조의 결정요인을 에이전시 관련변수(사업위험, 대주주1인의 이사직 참여율)와 비에이전시관련 변수(창업이후 사업연수, 규모)로 구성하였다. 본고는 Demsetz와 Lehn의 연구를 기초로하되, 기업의 존재와 생존의 논리위에 기업의 내부구조(지배조정구조, 정보, 조정체계)와 기업의 소유·통제의 관련성을 고려하여 기업이론, 거래비용 경제학 및 신제도파 경제학 및 대리이론의 관점에서 기업제도를 파악하고 소유집중의 유인과 한계에 영향을 주는 요소를 추출하려고 시도하였다.

나. 대주주1인 지분의 판정기준

임웅기는 우리나라기업의 지분측정상의 어려움을 최대한 극복하자 방대한 자료를 검토, 대주주1인 지분으로서의 판정기준을 가장 정밀하게 설정하였다. 개인소유지분중 대주주1인 지분으로 판정된 경우와 법인 소유분중 대주주 1인 지분으로 판정된 경우로 구분하고 또한 공표지분자료와 추정지분자료(위장분산의 개연성 파악위한 추정)로 구분하여 실질적인 대주주1인의 지분측정을 시도하였다. 이를 위하여 증권관계기관에 신고되는 대주주1인지분 자료와 주주명부상의 소유지분자료를 이용하였다. 본고도 증권관계기관에 신고되는 대주주1인의 지분, 주주명부, 계열기업군 현황, 그리고 기타입수가 가능한 자료에 의해 실질적인 대주주1인의 지분측정을 위해 노력하였다. 그러나 추정지분자료는 작성치 않았고 대주주1인으로 신고된자와 동일한 주소에 거주하거나 그와 인척관계가 있는 모든 자의 지분을 고려하지는 못했다. 따라서 표본의 차이는 있을지라도 대주주1인의 지분율을 비교하면 임웅기의 자료가 보다 높게 나타나므로 위장분산을 고려할 때 상대적으로 보다 현실에 접근했다고 추정된다.

다. 실증분석결과의 비교

임웅기는 상술한 바와 같이 네개의 변수를 추출하여 ① 대주주 1인의 지분을 공표자료에 의한 경우 및 추정자료에 의한 경우로 구분하여 회귀분석을 실시하되 ② 대주주1인의 지분율의 측정오차의 가능성을 줄이기 위해 포트폴리오를 구성한 경우와 비교분석을 실시하는 한편 ③ 위험변수의 변경 및 ④ 금융업과 비금융업의 비교도 실시하여 분석의 다양화를 기하였다. 이에비해 본고는 전체표본과 금융업계의 표본비교, 그리고 계열기업군과 비계열기업군을 분리, 비교하여 한국기업의 특수성에 접근코자하였다. 따라서 본고는 대주주1인의 지분율측정, 분석의 다양성면에서 보완되어야 할 면이 있으나 그 중점은 보다 포괄적인 변수선정을 위해 노력한데 있다고 보겠다. 특히 우리나라기업의 경우 소유집중유인을 이해하기 위해서는 우리나라기업의 내부조직, 조정체계, 유인체계에 대한 경영관리, 조직적 연구에 따른 기업경제모형이 보다 체계적으로 연구되어야 할 필요를 느끼며 이는 향후의 연구과제로서 한국적 풍토에 맞는 이론전개의 기초가 될 것으로 보인다. 임웅기의 분석중 본고의 분석과 비교가능한 부분을 중심으로 비교하면 다

(표 9) 기존연구와의 비교

종속변수	자	변										AdjR	비고		
		원	자	요	요	요	요	요	요	요	요				
인	공표	**	0.021	(2.04)	**	0.038	(2.35)							0.04	원래의 대주주1인 공표 지분
	자료														
용	추정	**	0.005	(0.41)	***	0.062	(3.54)							0.076	뒤잡산출 포착위 한소액주주인부 포 함.
	자료														
기	공표		-0.025	(0.60)		0.121	(1.27)							0.329	대주주1인의 측정 오차감축위해 포트폴리오 구성 함.
	자료														
본	추정	**	-0.068	(2.13)	***	0.291	(4.48)							0.643	
	자료														
고	추정	*	-0.082	(1.60)										0.118	
	자료														
본	공표	*	-0.067	(1.43)										0.282	
	자료														
고	공표		1.484	(-1.443)										0.058	단 본고는 계열기업군과 비계열기업군으로 나뉘어가 분석함.
	자료													0.062	

음과 같다.

규모변수에 있어서 임용기의 경우 대주주1인의 지분을 포트폴리오 구성에 의해 측정 오차를 줄이면 眞의 부호로서 기대와 일치되며 본고는 원자료의 경우 예상과 일치했으나 유의성은 없었다. 위험은 본고의 경우 시장모델의 표준오차를 이용했음에도 불구하고 기대한 부호대로 유의성을 보였다. 임용기의 경우 기업주의 이사직 참여정도가 높으면 경영·통제의 분리가 낮아 소유집중은 높을 것으로 가정했으나 그 결과는 일치하지 않았다. 본고는 경영자의 지분비중이 높을수록 통제이득이 높아 소유집중도는 높을 것으로 예상되었으며 결과와 같다. 또한 제품시장의 경쟁도가 낮을수록 소유·통제이득이 커서 소유집중도는 높을 것으로 기대되었으며 결과와 일치했다. 임용기의 경우는 기업 발전론적 시각에서 연륜이 길수록 성장하면서 소유집중도는 낮을 것으로 보았으며 실증 결과와 일치하였다. 두 연구는 동질적 기준하에서는 본질적인 모형의 설명력상 큰 차이가 없었으나 변수체계가 다르다는 특징이 있다고 볼 수 있다. 그러나 임용기의 연구는 포트폴리오구성, 추정자료 이용등에 의해 모형의 설명력을 매우 높게 개선할 수 있음을 보였다. 따라서 향후 보다 높은 설명력의 모형제시를 위해서는 대주주1인 지분측정의 현실화, 우리나라의 기업현실을 반영한 기업행동의 경제모형의 제시가 필수적이다. 이는 표준적 기업이론이외에 문화적, 전통적특징, 경제제도의 특징을 반영한 기업의 정보, 유인, 조정체계의 연구를 요한다.

V. 결 론

본고는 기업을 거래비용경제학과 대리이론의 관점에서 인식하고 소유구조와 그의 결정요인 체계를 도출, 그에 대한 실증분석을 시도하였다. 소유집중의 원인을 통제이득, 감시, portfolio투자측면에 두고 기업의 제도, 구조의 문제를 중시하면서 기술적 고찰을 실시하였다.

그결과, 규모변수의 경우 전체표본에 있어서는 Demsetz-Lehn의 주장대로 소유자는 위험부담과 자금조달상의 한계때문에 소유집중도와 부의 관계를 보였다. 특히 계열기업군의 경우 대규모기업 위주이므로 의미있는 부의 관계를 보였고 상대적으로 소규모인 비계열기업군은 통계적으로 의미없는 정의 관계를 보였다. 경영자지분의 경우 전체표본에서는 소유경영자 위주의 우리나라 실정을 반영하여 의미있는 정의 관계를 보였다. 계

열기업군 경우는 상대적으로 전문경영자를 고용하여 경영자지분이 적고 소유집중도와 의미있는 관계가 없으나 비계열기업군의 경우는 소유경영자가 주도하므로 소유집중과 관계가 크다.

수익성변수는 소유집중도와 의미있는 관계가 없었다. 이는 소유집중이 기업의 성과를 고려한 portfolio투자자의 입장보다는 다양한 효용함수(성장, 규모등)내에서 통제권 유지를 위한 것임을 보여준다.

자산구조는 의미있는 설명력이 없었는바, 기업이론상의 소유·통제분리하에서 우리나라의 경우 기업생존 유지를 위한 경영자감시유인의 경미를 나타낸다.

자본구조변수는 금융관행상의 부채이용상의 이득, 채권자에의 대리문제유발, 적대적 인수시도 경우 소유자의 통제권유지를 위해 정의 관계가 예상되었으나 전체 표본결과 유의성없는 부의 관계를 보였다. 대체로 시장구조는 매우 강한 정의 관계로서 독과점이득, 기업집단내의 유리한 거래등 통제이득기회를 반영한 것으로 보인다.

위험도는 불확실성하의 통제이득기회, 성장을 위한 위험부담을 반영, 의미있는 정의 관계를 보였다. 따라서 대체로 우리나라 상장기업들은 이해관계자간의 공정한 경쟁하에서 기업생존을 위한 경영자 감시보다는 경영자규율기구 취약하에서 기업통제권 확보에 따른 화폐적 비화폐적 효용을 위하여 소유구조가 결정되는 것으로 추정된다. 특히 계열기업군의 경우는 규모확장, 독과점이득, 유리한 부채활용상의 이점, synergy가 주요유인이 되며 이는 정부의 대기업위주의 급속한 성장전략, 경제에의 폭넓은 개입과 관련된다. 특히 대리문제의 규율기능취약은 비용전가, 비효율, 배분상 불공평을 초래할 가능성이 크므로 경쟁촉진, 혁신유인, 이해관계자간 공정한 재산권 확정을 위한 법, 제도개선이 요구된다.

이는 경영자의 윤리성제고에 의한 이해관계자의 감시유인감축과 함께 거래비용을 낮추어 보다 효율적 제도 형성에 기여할 것이다.

참 고 문 헌

- 이규억, 이성순, “기업결합과 경제력집중”, 연구보고 85-02, 한국개발연구원, 1985.
- 이규억, 이재형, 김주훈, “시장과 시장구조—우리나라 제조업을 중심으로—” 연구보고 84-06, 한국개발연구원. 1984.12
- 임웅기, “기업소유구조와 자본시장발전”, 한국신용평가(주), 1988
- 임웅기, “상장회사의 소유구조와 경영권 보호문제”, 연구보고 89-1.
한국상장회사 협의회. 1989.11.
- 임웅기, “한국기업 소유구조의 결정요인”, 재무연구. pp.1-28, 1989.12
- Alchian, A·A, “Specificity, Specialization, and Coalitions,” *Journal Institutional and Theoretical Economics*, 1984
- Alchian, A·A and Demsetz, H., “Production, Information Cost, and Economic Organization,” *American Economic Review*, 1972
- Armor, H·O and Teece, D·J., “Organizational Structure and Economic Performance : Test of Multidivisional Hypothesis,” *Bell Journal of Economics*, 1978 pp.106~122
- Bergstrom, C and Rydqvist, K., “The Determinants of Corporate Ownership : An Empirical Study on Swedish Data,” 1988. Working Paper #49, Kellogg Graduate School of Management, Northwestern University
- Brickley, J·a and Dark, F·D., “The Choice of organizational Form,” *Journal of Financial Economics*, 1987
- Chung, K·S and Smith, R·L, “Product Quality, Nonsalvageable Capital Investment and the Cost of Financial Leverage,” *Modern Finance and Industrial Economics*, edited by Copeland, T·E· 1987. pp.146-167
- Coase, R·H, “The Nature of firm,” *Economica*. 1937
- , “The Problem of Social Cost,” *Journal of Law and Economics*, 1960
- Cornell, B. and Shapiro, A. “Corporate Stakeholders and Corporate Finance,” *Financial Management*, 1987
- Dann, L·Y· and DeAngelo, L., “Corporate Financial Policy and Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, 1988

- DeAngelo, A. and DeAngelo L., "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporation with Dual Classes of Common Stock," *Journal of Financial Economics*, 1985
- Demsetz, H., "The Theory of Firm Revisited," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1988
- Demsetz, H. and Lehn, K., "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 1985
- Easterbrook, F.H. and Fishel, D.R., "Voting in Corporate Law," *Journal of Law and Economics*, 1983
- Fama, E.F. "Agency Problems and the Theory of Firm," *Journal of Political Economy*, 1980
- Fama, E.F. and Jensen, M.C., "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, 1983
-
- _____, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 1983
- Grossman, S. and Hart, O., "Takeover bid, the Free-rider Problem and the Theory of Firm," *Bell Journal of Economics*, 1980
- Grossman, S.J. and Hart, O.D., "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 1986
- Grossman, S.J. and Hart, O.D., "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 1988
- Hansmann, H., "Ownership of the Firm," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1988
- Harris M. and Raviv, A., "Corporate Control Contests and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 1988
- Hart, O. "Incomplete Contracts and the Theory of Firm," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1988
- Helderness, C.C. and Sheenan, P.P., "The Role of Majority Shareholders in Publicly held Corporation," *Journal of Financial Economics*, 1988

- Hindley, B. "Separation of Ownership and Control in the Modern Corporation," *Journal of Law and Economics*, 1970 pp.185-211
- Hunt, H.G., "The Separation of Corporate Ownership and Control: Theory, Evidence, and Implications," *Journal of Accountiong Literature*, 1986
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H., "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H., "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976
- Jensen, M.C and Warner, J.B., "The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors," *Journal of Financial Economics*, 1988 pp.3-24
- Kaplan, S. and Reihus, D., "Outside Directorships, the Reputation of Managers and Corporate Performance," University of Chicago, WP #246, 1988
- Kim, Wi Saeng and E. Sorenson, "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on corporate Debt Policy," *Jornal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol.21, pp.131-143, 1986
- Klein, B., Crawford, R.D., and Alchian, A.A., "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process," *Journal of Law and Economics*. 1978
- Klein, B. and Leffer, K.B., "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performances," *Journal of Political Economy*, 1981
- Lease, R.C., McConnel, J.J., and Mikkelson, W.H., "The Market Value of Control in Publicly held Corporations," *Journal of Financial Economics*, 1988
- Leland, H.E. and Pyle D.E., "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 1977
- Levy, H., "Economic Valuation of Voting Power of common Stock," *Journal of Finance*, 1982
- Lewellen, W.G., "Management and Ownership in the Large Firms," *Journal of Finance*, 1969 pp.279-322
- Manne, H.G., "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, (1965) pp.110-120

- Merchant, K.A. and Simons, R., "Research and Control in Complex Organization: An Overview," *Journal of Accounting Literature*, 1986
- Molz, R., "Managerial Domination of Board of Directors and Financial Performance," *Journal of Business Research*, 1988
- Monsen, R.J. and Downs, A., "A Theory of Large Managerial Firms," *Journal of Political Economy*, (1965) pp.221-36
- Morck, R.A., Shleifer, and Vishny, R.W., "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, 1988
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers", corporate Takeovers: Causes and consequences, edited by Auerbach, A.I. University of Chicago Press, 1988
- Murphy, K.J., "Corporate Performance and Managerial Remuneration," *Journal of Accounting and Economics*, 1985 pp.11-42
- Myers, S. and Majluf, N., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have," *Journal of Finance*, 1984 pp.187-221
- North, D.C., "Transaction cost, Institutions, and Economic History," *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 1984
- Ouchi, W., "A Conceptual Framework for the Design of Organizational Control Mechanisms," *Management Science*, 1979
- Prescott, E. and Visscher, M., "Organizational Capital," *Journal of Political Economy*, 1980
- Rita Ricardo-Campbell, "Comments on the Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, 1983 pp.391-393
- Ross, S.A., "Tobin's q Ratio and Industrial Organization," *Journal of Business*, 1981 pp.1-32
- Scott, K.E., "Corporate Governance and the New Institutional Economics," *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 1984
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of*

Political Economy, 1986

Shleifer, A., and Vishny, R.W., "Value Maximization and the Acquisition Process,"
Journal of Economic Perspectives, 1988 Winter pp.7-20

—————, "Managerial Entrenchment," University of
chicago, 1988 WP #242

Stigler G.J. and Friedland C. "The Literature of Economics: The Case of Berle and
Means," *Journal of Law and Economics*, 1983 pp.237-268

Stulz, R.M., "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market
for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 1988

Williamson, O., "Transaction Cost Economics, The Governance of Contractual Rela-
tion," *Journal of Law and Economics*, 1979

Williamson, O., "Organizational Form, Residual Claimants, and Corporate Control,"
Journal of Law and Economics, 1983

Williamson, O., "The Economics of Governance: Framework and Implication," *Journal of
Institutional and Theoretical Economics*, 1984

Williamson, O., "Kenneth Arrow and the New Institutional Economics," from Arrow and
the Foundations of Theory of Economic Policy, edited by Feiwel, G.R., Mac-
millan Press 1987 pp.584-599

Williamson, O., "Corporate Finance and Corporate Governance," *Journal of Finance*, 1988

