

# 代理理論, 經營者의 行爲假說 및 企業의 資本構造와 配當政策

金 興 植\*

〈目 次〉

제 1 장. 서 論	제 1 절. 다기간을 고려한 경우
제 1 절. 연구의 목적	제 2 절. 시장기제
제 2 절. 연구의 범위와 구성	제 3 절. 재무계약
제 2 장. 대리인 이론일반	제 4 절. 분산투자
제 1 절. 문제제기	제 5 장. 대리비용이 기업의사 결정에 미치는 영향에 관한 연구
제 2 절. 시장과 정보	제 1 절. 투자결정
제 3 절. 기업과 정보	제 2 절. 자본조달 결정
제 3 장. 대리 비용	제 3 절. 배당결정
제 1 절. 대리 비용의 정의	제 6 장. 결 論
제 2 절. 대리 비용의 종류	
제 4 장. 대리 비용의 크기에 관한 이론적 고찰	

## 제 1 장. 서 論

### 제 1 절. 연구의 목적

인간의 경제행위는 이기적 동기에 의해 이루어지고 있다. 즉 인간은 누구나 자신의 효용을 극대화하고자 하는 것이다. 이기적 동기에 기초한 경제행위에는 거래당사자간의 목표가 일치하지 않고, 정보가 불균등하게 분포해 있는 경우가 일반적이다. 이 때 발생하는 문제를 대리인문제라고 한다. 이러한 경우는 두사람 이상이 거래하게 되는 상황, 혹은 한 사람의 행위가 다른 사람에게 영향을 줄 수 있는 경우면 언제든지 발생 가능하다. 그러므로 대리인 문제는 경제현상에만 국한되는 문제가 아니라 사회 전반적인 현상에 잠재해 있는 문제인 것이다.

또 이러한 대리인 문제는 현대의 경우에만 국한되는 것은 아니다. 원시공동생산경제에서 부터 이 문제는 존재해 왔다고 할 수 있다. 그런데 요 근래에 와서 대리인 문제가 이론적으로 크게 부각되는 이유는 무엇인가? 그것은 완전성 가정하의 경쟁균형 모델에의 한계를 극복하고 현실 설명력을 높이기 위한 돌파구이기도 하고 또한 대리인 문제가 발생가능한 상황이 현대에 와서 더욱 현재화되었다고도 볼 수 있다.

\* 서울대학교 대학원 박사과정 수료

현대는 불확실성의 시대라고 한다. 그렇다고 과거가 확실상의 시대라는 것은 아니다. 분업화 전문화로 특징지어지는 현대는 과거에 비해 정보가 일방에 편재해 있고 정보생산비의 존재로 정보의 흐름이 자유로울 수 없기 때문에 거래의 결과가 원시공동체나 전근대적인 거래와는 비교할 수 없을 정도로 불확실성을 내포하고 있는 것이 사실이다.

불확실성의 증대는 곧 정보의 편재 혹은 정보이동의 불완전 등을 의미하고 따라서 이기적인 동기에 의해 행동하는 인간의 경제행위에는 대리인 문제가 더욱 심각해질 수 있는 가능성이 커지게 된다. 또 이것은 시장실패 혹은 시장축소의 가능성을 내포하고 있다. 윌리엄슨(Williamson, 1975)은 이 문제를 다음과 같이 표현하고 있다.

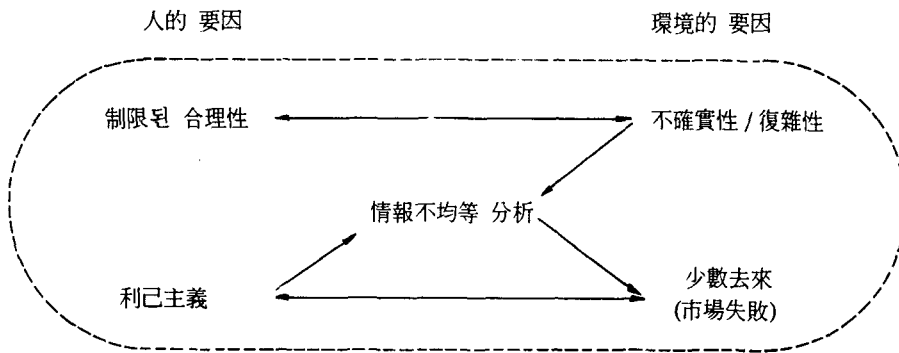


그림 1. 시장실패기제

한편 대리인 문제가 심각하다면, 거래상대방은 이러한 가능성을 알고 있기 때문에 대리인 문제를 어떻게 하면 최소화할 수 있느냐가 주된 관심사가 된다. 대리인 문제는 극단적인 경우 시장실패 혹은 시장축소를 가져오게 된다는 점을 상기하면 거래 메카니즘의 두 방식인 시장과 기업조직이 현대에 잘 발달하고 있다는 것은 곧 대리인 문제로 인한 비용을 어느 정도 잘 관리할 수 있다는 말로 된다.

그렇다면 문제는 무엇인가? 이것은 결국 대리인 문제가 기업의 행위를 설명하는데 중요하느냐의 문제로 귀착되고, 그러므로 이 문제는 실증적으로 검증될 수밖에 없는 성질의 것이 될 것이다.

다시 말하자면 이론적인 관점에서 볼 때 한편으로는 대리인 문제가 심각하고 또 한편으로는 목표를 사전적으로 일치시켜줌으로서 크게 중요하지 않을 수 있다고 한다면 결국 대리인 문제의 중요성은 (예를 들어 대리인 문제가 기업의 행위에 미치는 영향을) 실증적으로 검토함으로써만이 가능할 것이다.

본 논문은 거래가 가능한 두 방식중 기업에 중점을 두면서

- 1) 과연 경영자가 주주의 이해관계에서 크게 벗어나는 행동을 하는가?
- 2) 대리인 비용은 기업의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 중요한 변수인가?

두의 문제를 염두에 두고 다음과 같은 문제를 이론적 및 실증적으로 해명하는 것을 그 목적으로 한다.

- ㄱ. 기업 실체에 관한 이론적 접근법의 소개
- ㄴ. 대리인 이론적 접근법에 의한 기업의 행위분석
- ㄷ. 경영자의 행위가설에 대한 검증
- ㄹ. 대리인 비용이 기업의사 결정에 미치는 영향에 대한 검증

## 제 2 절. 연구의 범위와 구성

본 연구에서는 대리인 문제와 이로 인한 대리인 비용의 중요성 즉 현실 설명력을 이론적으로 고찰한 후 우리나라 기업의 의사결정에 미치는 영향을 실증분석하였다.

실증분석에 이용된 자료는 경영자의 행위가설검증의 경우 1979년에서 1986년까지의 시중은행 및 지방은행의 재무제표와 기타 관련자료이다. 한편 대리인 비용이 기업의사결정에 미치는 영향에 대한 검증에서 이용되는 자료는 1984년에서 1987년까지의 재무제표와 상장회사 총람 등에 나와 있는 자료이다.

한편 본 연구는 총 7개의 장으로 구성되어 있는데 2-5장의 이론적 부분과 6장의 실증분석 및 7장의 결론으로 되어 있다.

2장은 대리인 이론 일반에 대해 전반적으로 개관하고 있다. 완전성을 가정하는 전통 경제학과 대리인 이론적 접근법과의 관계를 기업이론의 틀에서 살펴보고 대리인 관계를 정의하여 대리인 관계가 성립하는 경우 어떤 문제가 발생할 수 있는가를 알아볼 것이다.

3장은 대리인 문제로 발생하는 대리인 비용에 대해 알아보고 있다. 대리인 비용이란 무엇이며 어떠한 종류가 있는가를 알아볼 것이다.

4장은 대리인 비용이 과연 현실적으로 클 것인가라는 문제를 이론적으로 고찰한다. 대기간을 고려할 때의 평판, 시장기제, 재무계약, 분산투자 등에 의해 대리인 비용이 크게 줄어들 수 있다는 것을 보일 것이다.

5장은 대리인 비용이 존재한다고 할 때 대리인 비용이 기업의 의사결정에 미치는 영향을 이론적으로 알아볼 것이다. 투자결정, 자본조달 결정, 배당결정에 대해 각각 알아본다.

6장은 대리인이 과연 위임자의 이해에 반하여 자신의 효용을 극대화 시킬 것인가와, 대리인 비용이 기업의 의사결정에 영향을 미치는 가를 실증적으로 알아본다. 마지막으로 7장에서는 논문의 한계와 연구방향에 대해 언급할 것이다.

## 제 2 장. 대리인 이론 일반

### 제 1 절. 문제 제기

#### 1. 전통적인 경제학과 완전정보의 가정

자본주의 경제는 물적자산의 사적 소유를 기초로 자원배분에 관한 의사결정이 시장 메카니즘을 통해

이루어진다는 데 그 큰 특징이 있다. 자신의 효용을 극대화하고자 하는 각 의사결정자의 이기심과 경쟁을 통하여 수요와 공급이 조절되고, 이 과정에서 형성된 가격에 의해 자원배분의 효율성이 달성될 수 있다는 명제에 자본주의 경제는 기초하고 있는 것이다. 이것은 아담스미스에 의해 다음과 같이 갈파된 바 있다.

‘사실, 일반적으로 각 개인은 대중의 이익을 증진시킬 의사가 없고 얼마나 대중의 이익을 증진 시키는지도 알지 못한다. ……국내산업은 그 생산물이 최대가치를 갖도록 유도함으로써 각자는 자신의 이익에만 관심이 있고, 또 이렇게 함으로써, 다른 많은 경우에 있어서와 같이 “보이지 않는 손”에 의해 인도되어 그의 의도와는 관계없는 목적을 증진시키게 된다.’

아담스미스의 보이지 않는 손에 의한 배분이 파레토 최적이 된다는 것은 곧 다음과 같은 정리로 표현할 수 있다.

(정 리)

모든 개인이 주어진 예산 제약하에서 가격 수용자로 행동하며 자신의 효용을 극대화하고자 할 때 개인의 선호가 단조적이고 효용함수의 외부성이 없다면 시장에서 이루어지는 배분은 파레토 최적이다.

(증 명)

Varian p. 참조.

위의 명제에서 볼 수 있는 바와 같이 전통경제학은 완전정보와 완전경쟁이라는 두가지의 기본적인 가정하에 개인의 이기심에 의한 자원배분의 효율성을 강조하고 있다(완전정보는 암묵적으로 가정되고 있다.) 그러나 완전 경쟁의 가정은 물론이거니와 완전 정보의 가정은 현실과는 거리가 많은 가정이라고 볼 수 있다. 특히 완전정보의 가정은 불확실성이 더욱 커진 현대 경제의 경우 불필요히 세 현실의 설명을 왜곡시킬 수도 있다. 또한 완전 정보의 가정은 기업을 기업 이해관계자들의 유기적인 집합이 아닌 단세포적 조직으로 간주되도록 함으로써 이해관계자의 인센티브 문제를 간과하고 있다.

그렇다면 완전정보의 가정을 제거하게 되면 어떤 현상이 벌어지는가를, 다시 말하면 정보의 흐름이 자유롭지 않거나 정보가 일방에 유리하게 분포해 있는 경우 거래가 일어나는 두가지 방식 -시장과 기업-이 어떻게 영향을 받는지를 알아보자. 우선 본 연구의 초점이 되는 대리인 관계부터 정의해 보자.

## 2. 대리인 관계의 정의

대리인과 위임자간의 관계는 흔히 발견할 수 있는 경제 상황이다. 대리인 관계(agency relationship)란 하나 혹은 그 이상의 사람(이를 위임자라 한다) 이 다른 사람(이를 대리인이라 한다)을 고용하여 어느 정도의 의사결정을 위임해서 자신들을 위해 일하도록 하는 계약으로부터 발생된다. 대리인 관계는 대부분 거래의 한 중요한 구성요소로서 경제활동 전반에 보편적으로 존재한다. 그 대표적 예로는 기업 소유주와 경영자, 지주와 소작인, 대부자와 차입자, 보험회사와 보험가입자 등이 있다.

위임자-대리인간의 관계가 성립하기 위해서는 두사람이 이상이 존재해야 하고 위임자에 의한 위임행위가 선행되어야 한다. 위임행위(delegation)란 대리인의 사적지식, 기술, 정보등에 따라 적절한 권한을 대

리인에게 이양하는 것을 말한다.

홀스트롬은 위임행위가 일어나기 위한, 다시 말하자면 위임행위가 가치를 지니게 되는 충분 조건을 다음과 같이 밝히고 있다.

(정 리)

$d^*$ 를 위임행위가 없을시의 최적 의사결정이라 하고  $d^*$ 를 포함하는 통제집합 즉 대리인의 의사결정가능 집합  $C$ 와  $Y_0 \subseteq d_A^*(C)$ 가 아래의 조건을 만족하며 존재한다고 가정하자(단  $d_A(\cdot)$ 는 대리인의 의사결정 함수임.)

ㄱ. 위임자는 모든 정보  $y$ 에 대해  $d^*$ 보다  $d_A(y|C)$ 를 같거나 더 선호한다.

ㄴ. 위임자는  $y \in Y_0$ 에 대해서  $d^*$ 보다  $d_A(y)$ 를 더 선호한다.

ㄷ.  $\text{Prob}\{y \in Y_0\} > 0$ 이다.

그러면 대리인과 위임자 모두  $d^*$ 보다 통제집합  $C$ 를 더 선호한다.

(증 명) 홀스트롬을 참조.

위의 정리는 결국 ㄱ, ㄴ, ㄷ의 조건을 만족시키게 되면 위임행위가 발생한다는 것을 보이고 있는 것이다.  $d_A^*(C)$ 는 통제집합내에서의 대리인의 행동을 통하여 위임자가 알 수 있는 대리인의 사적정보  $y$ 의 집합이라고 할 수 있다.

$Y_0 \subseteq d_A^*(C)$ 는 대리인의 행동이 정보  $y$ 에 대한 내용을 나타내어 주어야 함을 의미한다. 따라서 위임자가 이러한 정보를 가지고 있고 대리인의 통제집합에 대한 반응함수  $d_A(y|C)$ 를  $d^*$ 보다 더 선호하고 대리인의 사적 정보에 따른 의사결정 함수를  $d^*$ 보다 더 선호하고, 사적 정보가 실제로 존재한다면, 위임자 대리인 모두가 위임-대리. 행위를 선호하게 된다.

이제 위의 조건이 만족되고 위임행위가 발생한다고 하면 위임자와 대리인의 의사결정 문제는 다음과 같다. 우선 위임자는 반응함수  $d(y|C)$ 를 통해 대리인의 행위를 판단하게 되고, 이러한 판단의 결과를 고려하여 자신의 기대효용을 극대화 시킬 수 있는 방향에 통제 집합  $C$ 를 대리인에게 제시하게 된다.

이를 정식화하면 다음과 같다.

$$\max_C E [F^P(d(y|C), z)]$$

단,  $F^P(\cdot)$ : 위임자의 목적함수

$d(y|C)$ : 통제집합  $C$ 가 주어진 경우 대리인의 의사결정 함수.

$z$ : 상황변수

한편 대리인의 의사결정 문제는 위임자의 기대효용을 극대화 시키는 방향에서 자기자신의 효용극대화를 추구해야 하므로 다음 관계를 만족하는 의사결정 함수  $d(y, C)$ 를 선택하는 것이다.

$$\max E[F^A(d,z)|y]$$

$d(y,C) \in C$

$$\text{s.t } d_{\max}(y|C) = \underset{d \in d(y,c)}{\operatorname{argmax}} E[F^P(d,z) | y]$$

단,  $F^A(\cdot)$ : 대리인의 목적함수

$d(y,C)$ : 통제집합 C와 정보y가 주어졌을 경우 대리인의 의사결정 함수

## 제 2 절. 시장과 정보

### 1. 정보와 재화의 가격

시장에서 거래되는 재화\*—그것이 유형이든 무형이든—에는 품질의 불확실성이 있게 되어 있다. 품질의 불확실성에 대해서 구매자나 판매자가 동질적인 정보를 갖고 있을 경우를 정보균등(information symmetry)의 상태에 있다고 하고 이질적인 정보를 갖고 있을 경우를 정보 불균등(information asymmetry)의 상태에 있다고 한다. 그러나 재화에 관한 정보는 구매자에게 불리하게 분포되어 있는 경우가 일반적이다.

재화의 가격은 각 재화의 품질을 반영하고 있다. 즉 가격차이는 품질의 차이를 대변하는 것이다. 더욱 정확히 표현하자면 가격은 품질에 관한 정보균형의 정도에 의존한다고 볼 수 있다. 예를 들어보자.\* 품질 면에서만 차이가 나는 재화 G가 네종류가 있고 이들 재화의 품질은 고급품 혹은 저급품의 두 경우만 있다고 하자. 이 중 1, 2재화는 고급품이고 3, 4재화는 저급품이다. 이때, 재화 G의 품질에 대한 정보의 완전성의 정도가 재화의 가격에 어떤 영향을 미치는 가를 알아보자.

첫째, 정보가 구매자 판매자 모두에게 균등하게 분포되어 있는 경우이다. 이 경우는 양자에게 완전한 정보가 현시된(revealed)된 경우와, 양자 모두가 제품의 질에 관해 무지한 경우를 생각해 볼 수 있다. 전자의 경우 각 재화의 가격  $p(\cdot)$ 는 다음과 같이 결정될 것이다.

$$p(1) = p(2) > p(3) = p(4)$$

이 관계는 곧 품질의 차이가 가격의 차이에 반영되는 결과를 보여주는 것이다. 한편 후자의 경우는 품질의 차이를 식별할 수 없으므로 가격은 다음과 같이 결정된다.

$$p(1) = p(2) = p(3) = p(4)$$

둘째, 정보가 구매자, 판매자중 일방에게 유리하게 불균등하게 분포해 있는 경우이다. 이 경우는 대부분 판매자에게 유리한 경우가 일반적이고, 저급의 품질을 가진 판매자는 속이고자 하는 유인이 생기게 된다. 이렇게 되면 판매자가 재화의 품질을 가격에 반영시킨다는 것은 불가능하다. 그러므로 재화의 가격은 균등가격체계가 되는 것이다.

구매자가 판매자간에 야기되는 정보불균등의 문제는 악화에 의한 양화의 구축현상인 역선택(adverse selection)과, 고의적으로 부주의 혹은 태만하게 되는 도덕적 위험(moral hazard)의 문제를 야기시키게 된다. 역선택이나 도덕적 위험의 문제는 극단적인 경우에 시장실패\*\* 혹은 시장축소\*\*\*로 이어지게 된다.

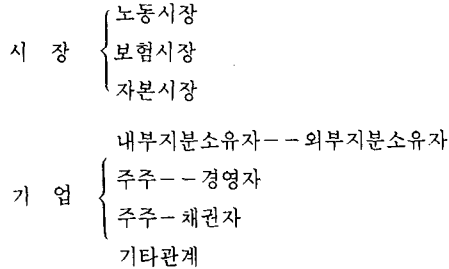
\* 여기서 말하는 재화는 유형의 재화 뿐만 아니라 자본시장에 있어서의 기업가의 자질(quality), 보험시장에서의 피보험자의 사고율, 노동시장에서의 노동자의 자질 등을 총칭하는 광의의 의미이다. 그러므로 여기에서의 분석은 자본시장, 보험시장, 노동시장에 일반적으로 적용된다.

\* 酒井泰弘(1983)

\*\* Akerlof(1970)

\*\*\* Grossman & Stiglitz(1980)

역선택과 도덕적 위험의 문제는 재화의 거래에 필연적으로 수반되는 현상이다. 그러므로 거래가 이루어지는 두 가지의 방식-시장과 기업조직에서 이러한 현상은 쉽게 관찰할 수 있다.



그러므로 불완전한 정보 혹은 불균등한 정보가 일반적인 기업이나 시장에서 역선택이나 도덕적 위험의 문제가 발생할 때, 완전 정보일 경우와 어떠한 차이를 보일 것인가를 알아보아야 할 것이다. 기업 조직에서의 문제는 차후에 상론할 것이므로 여기서는 시장의 경우에 대해서만 살펴보고자 하자.

## 2. 불균등 정보와 역선택

구매자와 판매자간에 정보가 불균등하게 분포되어 있는 경우 시장의 가격 결정이 어떻게 바뀌어 질 것인가를 알아보기 위하여 보험시장의 예를 들어 설명하여 보자. 그렇지만 여기에서 유도된 결론은 노동시장, 자본시장의 경우에도 꼭 같이 적용될 수 있다.

우선 논의를 간단히 하기 위해 다음과 같은 가정을 하자.

- 1) 모든 피보험자는 오직 두 유형으로 세분된다. 각 유형에 속한 피보험자는 동질적인 집단이다. 즉, 피보험자는 사고율면에서 고사고율 집단과 저사고율 집단으로 세분될 뿐이지 다른 조건에서는 동일하다.
- 2) 보험회사는 기대수익을 극대화하는 위험중립자이다.
- 3) 거래비용, 재보험, 공동보험 등은 없다.
- 4) 보험시장은 경쟁적이다.
- 5) 보험회사는 피보험자에 관한 정보가 완전하다.
- 6) 피보험자의 행동에 의해 사고율은 영향을 받지 않는다.

이 경우 보험시장에서 결정되는 가격 즉 보험프리미엄은 피보험자의 사고율을 반영하여 차별적으로 결정된다.\*

\* 보험회사가 L유형의 대표적 피보험자와 계약해서 얻을 수 있는 기대 수익은

$$E\pi_L = \pi_L(\rho_L Z_L - Z_L) + (1 - \pi_L)\rho_L Z_L \\ = (\rho_L - \pi_L)Z_L \quad \text{0이고} \quad (1)$$

마찬가지로 H유형에 대해서는

$$E\pi_H = (\rho_H - \pi_H)Z_H \quad \text{0이어야 한다.} \quad (2)$$

$$\text{보험회사 전체의 기대이익은 } E\pi = (\rho_L - Z_L)Z_L + (\rho_H - \pi_H)Z_H \quad (3)$$

경쟁시장의 균형에서  $E\pi = 0$ 이 되어야 하므로 (1), (2), (3)에 의해  $\rho_L^* = \pi_L$ ,  $\rho_H^* = \pi_H$ 로 차별 프리미엄이 성립한다.

여기서 구한해는 유일한 해이고 동시에 파레토 최적의 해이기도 하다.

그러나 다섯번째의 가정을 제거하여 좀 더 현실적인 경우를 고려해 보자. 즉 보험회사는 이는 보험업자가 사고율이 높고 낮은 지를 구별하기가 현실적으로 어려운 경우가 많다. 이 경우 보험회사는 단일의 프리미엄을 모든 피보험자에게 부과하게 된다. 이 경우 완전정보의 경우에서와 같이 과연 균형상태의 해가 존재할 것인가에 관해서 Akerlof(1970)의 중고차 시장에서의 분석을 필두로 Rothchild & Stiglitz(1976), Green(1977), Grossman & Stiglitz(1980) 등에 의해 연구되었다. 정보가 불균등하게 분포되어 있는 경우 경쟁균형은 저 사고율 피보험자의 초과지불이 고사고율 피보험자의 과소지불과 같아지는 점에서 이루어진다. 이때의 프리미엄은 고사고율 보다는 낮고 저 사고율 보다는 높게 결정이 된다.

그러나 이와 같은 균형해는 존재하지 않을 수도 있고 복수로 존재할 수도 있다.\* 균형해가 존재하지 않는다는 것은 곧 시장실패의 가능성을 의미한다. 즉 저사고율의 피보험자는 보험시장에서 이탈하고 고사고율의 피보험자만 남게되는 역선택현상이 생기게 되는 것이다.

### 3. 도덕적 위험(혹은 이기적 기만)

도덕적 위험(moral hazard)이란 대리인의 행동을 관찰하지 못함으로써 생기는 것으로 계약 관계에 의해 유발되는 위임자에 불리한 대리인의 행동상이 변화를 말한다. 행동상의 변화라는 것은 결국 원래의 목적에서 벗어나 계약을 이용하려 하는 부정적인 행동을 의미한다.

지금까지 논의된 역선택의 문제와의 차이점은 계약에 의한 행동변화, 다시 말하자면 계약 관계의 발생이 대리인의 행동에 영향을 미치는 자의 여부이다. 즉, 사고율의 차이, 신용의 차이, 노동질의 차이에 관한 정보 불균등으로 파생되는 약화에 의한 양화의 구축 현상이 역선택이고 보험계약, 고용계약, 대차계약이 사람들의 동기 행동에 기여하는 역 효과를 도덕적 위험이라 한다.

도덕적 위험 현상을 보험시장의 경우에 국한해서 살펴보자. 보험시장에서의 이기적 기만 현상은 두가지 범주로 나누어 볼 수 있다.

#### 1) 보험대상물의 고의적 파괴

이기적 기만 현상중 가장 흔히 볼 수 있는 종류에 속한다. 보험가입자는 손실에 대해 과대보상을 보험회사로부터 받을수 있기 때문에 보험대상물 고의로 파괴하거나 이런 상태를 악화시킴으로서 이익을 볼수 있다. 방화 혹은 불경기시의 화재손실의 증가는 이러한 현상이라고 판단된다. 보험대상물의 고의적 파괴는 자원배분의 왜곡을 초래한다. 왜냐하면 만일 모든 보험가입자가 이와 같이 행동한다면 보험 프리미엄

\* 단일의 프리미엄을  $\rho_M$ 이라고 하면, 보험회사의 기대이익은

$$E\pi = \pi_L(\rho_M Z_L - Z_L) + (1 - \pi_L) \rho_M Z_L + \pi_H(\rho_M Z_H - Z_H) + (1 - \pi_H) \rho_M Z_H \\ = (\rho_M - \pi_L) Z_L + (\rho_M - \pi_H) Z_H \text{이다.} \quad \textcircled{1}$$

경쟁균형에서는  $E\pi = 0$ 이어야 하므로,

$$(\rho_M - \pi_L) Z_L = (\pi_H - \rho_M) Z_H \text{가 성립해야 한다.} \quad \textcircled{2}$$

② 식의 좌변은 저사고율 피보험자의 초과지불을, 우변은 고사고율 피보험자의 과소지불을 의미한다. 그러나 ② 식을 만족하는 해  $\rho_M^*$ 는 존재하지 않을수도 있고, 존재하더라도 복수개가 존재할 가능성도 있는데 유의해야 한다.



업한도내에서 보상을 받겠지만 보험대상물의 파괴를 초래해 사회적인 부의 손실을 초래할 것이다.

## 2) 과잉보험

보험계약에 의한 행동변화의 두번째 유형은 과잉보험 현상이다. 이것은 손상시의 수선, 질병시의 의료에 대한 과잉수요 등을 의미한다. 또 약간 굵힌 차체를 회사의 비용으로 전체를 도장하는 보험가입된 차주, 의사와 함께 매주 잡담을 늘어 놓아야 하는 가정주부 등의 경우이다. 과잉보험의 한 예에 속한다고 볼 수 있다. 이러한 모든 경우에 과잉보험이 발생하는 이유는 수선이나 복구 비용에 따라서 보상을 해준다는 것이다. 이 문제를 그래프로 도시하면 다음과 같다.

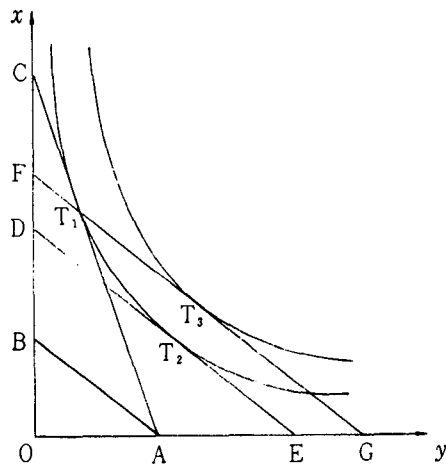


그림 2

그림은 X, Y 두 재화에 대한 무차별 곡선이다. X는 수선단위의 수를 Y는 X를 제외한 미래 및 현재의 소비에 이용될 수 있는 재화의 총량을 나타내는 개인의 부를 표시한다. 점A는 수선과 보험회사로 부터의 보상이 이루어지기 전의 상태이다. 만일 수선비용을 보상받지 않고 수선을 할 경우 예산선 BA를 따라 움직이게 된다.

선분 BA는 수선단위당 경쟁가격인  $Pr = OA / OB$ 와 부 OA에 의해 정해진다.

이때 만일 보험회사가 수선비용중  $\theta$ 의 비율 만큼을 지급한다면 사정은 달라진다. 이 경우 보험가입자의 순 가격은  $Pm = (1 - \theta)Pr = OA / OC$ ,  $\theta = BC / OC$ 이 되고 예산선은 AC로 움직인다. 이 선상에서 보험가입자는  $T_1$ 를 선택하고 이것은 곧 AG만큼을 보험회사가 지급한다는 말이 된다. 그러나  $T_1$ 은 보험가입자의 입장에서는 최적이지만 자원배분면에서는 왜곡되어 있다고 볼 수 있다. 왜냐하면 보험회사가 AG를 아무런 조건없이 지급한다면 보험가입자는  $T_3$ 를 선택할 것이다. 역으로 보험회사가 수선비용에 연계시켜 보상지급을 하지 않는다면, 보험가입자의 복지를 감소시킴이 없이 EG 만큼을 절약할 수 있을 것이다. 이 초과비용 EG는 보험시장에서의 과잉보험으로 인한 복지의 손실을 의미한다.

### 제 3 절. 기업과 정보

#### 1. 기업이론

지난 수십년간에 걸쳐 기업조직과 그 구성원들의 행위를 설명하기 위해 수많은 논의가 진행되어 오고 있다. 이 논의를 총칭하여 기업이론이라고 하자. 그런데 기업이론이라고 명명되고 있는 이론의 대부분이 사실상 기업으로 구성된 시장에 관한 이론이다. 즉 기업은 단지 투입과 산출에 관하여 한계조건을 만족시켜 이윤(더 정확하게는 현가)을 극대화시키는 암묵 상자인 것이다. 최근의 몇 잠정적인 연구를 제외하고는 기업구성원들의 대립되는 목적이 어떻게 균형을 달성될 수 있는가에 관한 연구는 거의 없다. 이러한 암묵 상자로서의 기업관의 문제점은 스미스와 마샬 등도 언급한 바 있지만 최근에 이르러서야 기업의 사회적 책임이나 소유와 경영의 분리등을 다루면서 암묵 상자로서의 기업이론을 지양할 수 있는 연구가 활발하게 시도되고 있다.\*

기업자체내의 다양한 참가자의 행위를 모형화 하고자 하는 연구는 행동경제학적 관점에서의 기업이론과 신 고전파적 기업이론을 크게 나누어 진다. 양자는 기업을 경영자, 주주, 채권자, 노동자, 공급자, 고객 등 구성원의 연합(coalition)으로 간주하고, 이들의 상충되는 욕구를 효율적으로 조절할 수 있을 때만이 기업이 존속할 수 있다는 데는 그 근본적인 시각이 같다.

그러나 전자는 각 참가자의 (특히 경영자의) 보상의 내부결정을 사회적 평등(social equity)의 관점에서 구하고 있는 반면 후자는 각 참가자의 유인 문제해결에 있어 시장 특히 자본 시장의 역할을 강조하고 있다는 점이 다르다. 신 고전파적 기업이론에서는 주주 부의 극대화로 부터 이탈하려고 하는 경영자 혹은 주주와 채권자간의 관계를 대리인 문제라는 관점에서 설명하고 있다.

#### 2. 기업의 정의

앞에서 간략히나마 기업이론의 전개과정에서 관해서 살펴보았다. 기업이론은 결국 기업이라는 존재를 어떻게 볼 것인가라는 문제를 해결하는 것으로 부터 출발해야 한다.

기업개념은 논자에 따라 다양하게 정의되고 있으나 전통적으로는 다음과 같은 두가지 개념으로 정의되고 있다.\*\*

- 특수 역사적 범주로서의 기업개념인데 이는 자본주의라는 특수 경제 체재하에서 성립되는 자본가적 가업을 뜻한다. 이는 곧 자본주의라고 하는 역사적 경제사회하에서만 존재하는 기업으로서 선프르그는 자본주의적으로 조직된 시장에서 이윤 또는 이익으로 이름붙여진 바의 잉여가치 또는 잉여가치 부분의 획득 및 축적에 의한 자본의 최대증식을 위한 기구 내지 제도로 볼 수 있다.

- 보편적 역사적 범주로서의 기업개념인데 이는 기업일반을 말한다. 이는 원칙적으로 모든 경제체제의 내재적 보편적으로 존재하는 것으로서 따라서 모든 역사적 사정하에서 본질적으로 동일한 내용을 가지는 것으로서 규정된다. 그리하여 선프르그는 일반적인 기업이 기능을 확인하고 그것이 객체화된 것으로서의

\* Jensen & Meckling(1976)

\*\* 金元銖(1984)

보편역사적 범주로서의 기업개념을 파악하고 있다. 그리하여 그는 기업일반이란 잉여가치의 지속적인 획득을 목적으로 하는 영리 경제로서 그 독자적인 경제구성체로서의 존립은 기업가의 활동에 의해 확보되며 그것은 기업가의 책임있는 지휘하에 이루어진다. 다시 말하면 기업가야말로 생산수단의 처분권을 가지며 그것에 대해 독자적 또한 궁극적인 처분권을 가지는 것이다라고 하고 있다.

이러한 기업개념을 따르면 자본주의 체제하의 전형적인 자본가적 기업뿐만 아니라 초기 자본주의적인 여러 기업형태도 포괄할 수 있고 모두 수익성을 목표로하는 경영이라는 면에서 통일적으로 파악할 수 있는 가능성이 있어서 이에 따르면 기업일반을 대상으로 하고 수익성을 동일성원리로 하는 소위 기업경제학이 구성될 수 있다. 그러나 이와같은 두 기업개념은 기업가 이윤을 전제로하고 있다는 점에서는 동일하다. 즉 기업가 이윤을 목표로 다른 투입요소의 존재를 수단으로 인식하는 것이다.

- 계약관계의 집합으로서의 기업관은 기업을 자산과 수익에 대한 각각의 청구권으로 구성된 계약의 관계로 보고 있다. 기업이란 ㄱ. 다수의 투입요소를 이용한 결합생산(joint input production) ㄴ. 다수의 투입요소, 소유자의 존재(several input owners) ㄷ. 모든 투입요소의 소유자와 재 계약할 수 있는 잔여재산 청구권 등의 권리를 갖는 중심적인 계층의 존재(one party who is common to all the contracts of the joint inputs)로 정의된다. 이때 모든 투입요소에 관계되면서 잔여재산 청구권을 갖는 경영자가 존재함으로써 자신의 권리를 보호하기 위해 가장 효율적으로 투입요소 소유자들의 성과를 평가할 수 있다는 것이다.

이와같은 관점에서 보면 모든 투입요소는 능동적으로 계약에 참가하여 자신의 효용을 극대화하기 위해 행동하기 때문에, 전통적으로 인식되어 온 기업의 목표인 주주부의 극대화 목표를 경영자가 수행한다는 가정은 비 현실적이다.

각 이해관계자들간의 계약은 결국 기업의 자산과 수익에 대한 청구권의 형태로 표현되므로, 각 구성원의 권리를 명시한다는 것은 곧 어떻게 비용과 보상이 조직 구성원에게 배분되느냐 하는 문제이다. 이렇게 볼때 조직 구성원의 행동은 계약관계의 성격에 달려 있다. 기업 이해 관계자의 계약 관계는 정보 불균등 분포와 목표 불일치에 의해 앞에서 살펴본 도덕적 위험의 문제가 발생하게 된다. 도덕적 위험으로 인한 대리인 비용과 그 크기는 3장과 4장에서 자세히 살펴볼 것이다.

### 제 3 장 대리인 비용

#### 제 1 절 대리인 비용의 정의

대리인 비용을 정의하기 전에 우선 전형적인 대리인 관계를 모형화 시켜보자. 대리인은 노력  $a \in A \subseteq \mathbb{R}$ 를 선택한다.  $A$ 는 모든 가능한 노력의 집합이다. 선택한 노력  $a$ 와 불확실한 상황  $\theta$ 에 의해 화폐단위로 표시된 성과  $X$ 가 결정된다. 즉  $X = X(a, \theta)$ 의 관계로 표시된다. 이제 문제는 성과  $X$ 를 위임자와 대리인간에 어떻게 배분하는 가이다. 위임자의 효용함수  $G(w)$ 는 부에 의해서만 결정되고, 대리인의 효용함수  $H(w, a)$ 는 부와 자신이 선택한 노력에 의해 결정된다고 하자.

노력  $a$ 는 생산적인 투입요소이므로  $\frac{\partial x}{\partial a} > 0$ , 즉 노력은 투입할수록 성과는 커진다. 또  $H(w,a)$ 를  $H(w,a) = U(w) - V(a)$ 로 가정하고  $\frac{\partial V}{\partial a} > 0$ , 즉 노력의 투입은 대리인에게 비효용(disutility)을 가져다 준다고 하자. 노력의 투입이 성과를 개선시켜 주는 반면 비효용을 가져다 주기 때문에 대리인 문제 즉, 도덕적 위험위 문제가 발생하는 것이다. 대리인이 위험중립적인 경우 대리인 문제는 발생하지 않으므로  $u' < 0, G' < 0$ 라고 하자.

앞에서 살펴본 것처럼 대리인 문제는 노력을 관찰할 수 없으므로 해서 발생할 수도 있고, 상황을 관찰할 수 없으므로 해서도 발생할 수도 있다. 그러므로 위임자는 오직 성과  $X$ 만 관찰할 수 있고 이에 따라 배분 규칙은 위임자 대리인 모두가 관찰 가능한 변수  $X$ 에 의해서만 이루어져야 한다.  $S(x)$ 는 대리인의 몫이라 하고,  $r(x) = x - s(x)$ 를 위임자의 몫인 잔여지분이라고 하자. 위임자 대리인 모두는  $\theta$ 의 확률분포에 동질적 기대를 가지며,  $\theta$ 가 알려지게 되기 전에 노력  $a$ 를 투입한다고 하자.

이와 같은 대리인 관계에서 파레토 최적의 배분 규칙  $s(x)$ 는 다음의 관계에 의해 구할 수 있다.

$$\max_{s(x), a} E\{G(x - s(x))\} \dots \dots \dots \textcircled{1}$$

$$\text{st. } E\{H(s(x), a)\} \geq \bar{H} \dots \dots \dots \textcircled{2}$$

$$a \in \text{argmax } E\{H(s(x), a)\} \dots \dots \dots \textcircled{3}$$

위임자는 자신의 효용을 극대화할 수 있는 배분  $s(x)$ 를 결정하고자 한다(식 1). 이때 제약 조건은 대리인에게 최소한의 기대 효용을 보장해 주어야 하고(식 2) 대리인은 자신의 효용을 극대화할 수 있는 노력 수준을 선택한다는 거이다(식 3). 전자의 제약 조건을 개인합리성 조건(individual rationality condition)이라고 하고 후자의 제약조건을 유인일치 조건(incentive compatibility condition)이라고 한다.

만일 노력 수준  $A$ 를 관찰할 수 있다면 다음과 같은 강제계약(forcing contract)을 맺는 것이 파레토 최적의 해결책이다. 이때는 유인 일치조건을 고려할 필요없이 즉 유인문제는 없어지므로 위험을 어떻게 최적으로 배분하는가 만이 문제가 된다. 이때의 해를 최선의 해(first best solvtion)이라고 한다.\*

그러나 노력을 관찰할 수 없는 경우가 일반적이고 따라서 이때는 유인문제와 위험배분의 문제를 동시에 (즉, 1, 2, 3식을 동시에 만족시키는 해) 만족시켜야 한다. 이때의 해를 차선의 해(second best solution)이라고 한다.

이제 대리인 비용을 정의하자. 대리인 비용은 결국 대리인의 노력  $a$ 와 상황  $\theta$ 를 관찰할 수 없으므로 해서 생기는 유인문제이므로 최선의 해와 차선의 해와의 차이라고 정의할 수 있다.

\* 최선의 해가 달성되는 경우는 노력을 관찰할 수 있을 때만이 아니라 다음과 같은 두가지의 경우가 가능하다. 첫째 상황을 관찰할 수 있을 때이다. 상황을 안다는 것은  $X$ 에서 노력  $A$ 를 추론할 수 있기 때문에 이때도 양자가 합의한 표준 산출량을 결정하므로서 최선의 해가 달성 가능해진다. 둘째 노력  $A$ 와 상황  $\theta$ 가 관찰 가능하지 않더라도 대리인이 위험중립적이라면 최선의 해가 달성 가능하다. 이때는 위임자가 고정급  $X$ 를 대리인은 차액을 지급받게 되면 위험중립적인 대리인의 태도로 인해 최선의 노력을 기울이게 되어 유인 문제는 없어지게 된다.

(정의)

대리인 비용은 최선의 해와 차선의 해와의 차이로인한 복지의 손실이다. 즉,

ㄱ. 성과  $X$ 의 차이 혹은

ㄴ.  $E\{G(x-s(x))\}$ 의 차이의 현금등가액으로 표시된다.

이때 최선의 해와 차선의 해는 대리인의 노력의 효율성에 의해 영향을 받는다. 만일 효율성을 나타내는 지표  $\lambda=0$ 이면  $X$ 의 확률분포  $f(x)$ 는 영향을 받지 않을 것이다. 이 경우는 위임 대리관계가 발생하지 않는다. 따라서 최선의 해와 차선의 해는 일치한다.  $\lambda$ 가 0보다 큰 경우는  $a$ 에 의해 영향을 받게 되므로 최선의 해는 달성되지 않는다. 그러나  $\lambda \rightarrow \infty$ , 즉 대리인의 노력의 효율성이 아주 클 경우 성과  $X$ 를 관찰하면 노력  $a$ 를 쉽게 추측할 수 있기 때문에 최선의 해와 차선의 해는 일치한다. 그러므로  $0 < \lambda < \infty$ 인한 최선의 해와 차선의 해는 같지 않으므로 대리인 비용은 존재한다고 볼 수 있다. 다음 그림은 이러한 가능성을 보여주고 있다.

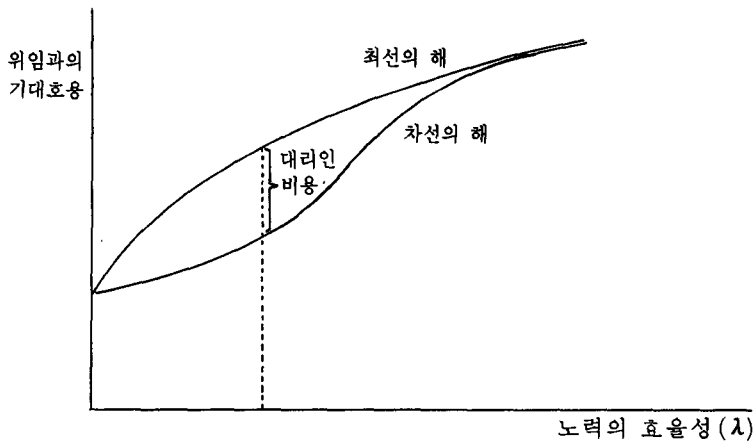


그림 3.