

기업의 소유구조 및 지배력과 재무구조

유상엽
강원대학교 경영대학 경영학과 교수
정기문
강원대학교 경영대학 경제학과 교수

어떤 자산에 대한 소유권은 그에 대한 잔여 지배권 또는 그 자산으로부터 나오는 잔여 수익에 대한 청구권으로 정의될 수 있다. 이렇게 정의된 소유권의 개념은 대부분의 단순한 자산에 적용할 경우에는 별 문제가 없다. 그러나 소유권을 정의하고 있는 “잔여 지배권”과 “잔여 수익”의 개념은 여러 자산이 복잡하게 얽혀 있는 기업의 경우에 적용하려고 하면 그렇게 명확하지가 않다.

소유권의 개념에 이런 한계가 있음에도 불구하고 이 소유권이 기업의 이해 관계자들로 하여금 사람들이 그들이 소유하고 있는 자산의 가치를 유지 또는 증식시키려고 하는 유인이 된다는 것은 분명하다. 이 논문에서는 이렇게 정의된 소유권의 개념을 가지고 기업의 재무 구조, 소유권 및 지배력 구조의 관계를 규명해 보고자 했다.

기업에서 발행한 여러 재무 증권들이 단순히 기업의 순소득의 일부분에 대한 청구권만을 의미하는 것은 아니고, 직접 또는 간접적인 여러 가지 방법으로 기업의 지배력에 영향을 미치게 된다. 기업의 잔여 수익에 대한 청구권과 잔여 지배력을 잘 배분하면 여러 이해 관계자들에게 기업의 가치를 증대시킬 수 있는 유인을 만들어 낼 수 있을 것이다. 주식회사의 경우 주주, 채권자 및 경영자들은 각기 서로 다른 이해관계를 갖고 있다. 기업의 재무 구조는 이렇게 서로 다른 이해 관계를 갖고 있는 사람들에게 다른 유인을 제공함으로써 그들의 행태에 영향을 미친다. 또한 경영자들과 투자자들 사이에 존재하는 정보의 비대칭성 때문에 경영자들이 결정하는 자금의 조달방법은 투자자들에게 신호로서 작용을 하게 되고, 이는 주식 가격의 변동을 통해서 결국 기업의 가치에도 영향을 미치게 된다.

I. 들어가는 말

전통적인 재무경제학에서는 기업을 단순히 투자로부터 나오는 자금의 흐름으로만 인식하고 있으며 또한 기업이 투자에 대한 자금조달을 어떻게 하느냐 하는 방법(재무구조)은 투자에 대한 수익에 전혀 영향을 미치지 않는다고 가정하고 있다.

이러한 전통적 재무이론은 복잡한 현실 경제 현상을 이해하기에는 지나치게 단순한 모형이기는 하지만 산업조직론의 기업 이론

이나 경영학에서의 기업의 행태 및 기업 조직의 형태에 관한 이론적 설명에 크게 기여해 왔다. 그리고 현실적으로 기업 경영에 유용하게 이용되어 왔던 것도 또한 사실이다. 즉, 우선 기업에서 이루어진 어떤 투자가 어떻게 평가되어야 하는지에 대해 실질적이고 유용한 방법론을 제시해 왔다 (현재 가치의 이론). 또한 기업의 투자에 대한 결정이 소유주의 개인적 선호에 의해 상당히 영향을 받을지도 모른다는 일반적인 인식을 바꾸는데 명확한 설명을 제시해 주고 있다

(Fisher's Separation Theorem). 전통적 재무 이론에 의하면, 만일 재무구조(자본조달 방법) 및 배당에 대한 결정이 기업의 현금의 흐름에 영향을 미치지 않는다면 재무 구조나 배당 정책이 기업의 가치를 결정하는데 아무 영향을 미치지 않을 것이라고 인식하고 있다 (Modigliani-Miller Theorem). 또한 여러 가지 금융 자산의 균형 가격이 어떻게 결정될 것인가에 대한 설명을 제공할 뿐 아니라 기업의 자본 비용에 대한 계산 방법을 제시해 주고 있다 (CAPM). 이들 이론들은 효율적인 시장에 대한 가설을 채택함으로써 기업 경영 성과에 대한 평가의 기초를 제공해 주고 있기도 하다.

이처럼 전통적 재무 이론이 아주 유용하기는 하지만 몇 가지 의문을 제기하고 있다. 우선 기업의 재무 구조가 과연 기업의 가치를 결정하는데 아무런 영향을 미치지 않는가 하는 문제이다. 최근의 연구들에 의하면 기업의 재무 구조가 경영자들의 유인에 여러 가지로 영향을 미칠 수 있으며 이는 투자자들이 기업의 장래 수익성에 대한 기대에, 따라서 기업의 가치에도 영향을 미치고 있는 것으로 파악하고 있다. 또한 기업의 재무 구조가 소유 및 기업의 지배력과도 상당히 밀접한 관계가 있는 것으로 인식하고 있다.

한편 전통적인 재무이론에서는 재무증권(financial securities)을 단순히 외생적으로 결정되는 수익에 대한 청구권으로만 인식하고 있다. 즉, 어떤 기업의 주식은 그 주식의 소유주가 기업이 벌어들인 수익에서 비용을 제하고 남은 잔여이익에 대한 청구권(residual claim)으로만 파악하고 있다는 것이다. 그러나 이러한 결론은 현실적으로 관찰되고 있는 다음과 같은 중요한 점들을 설명하기에는 적절하지 못하다고 판단된다.

(i) 기업의 자금조달의 방법과 형태에 따라서 여러 이해 관계자들의 인센티브 및 행태 그리고 기업의 파산 비용 등이 달라질 수 있으며 이는 결국 기업의 수입(가치)에도 영향을 미칠 것이다.

(ii) 어떤 기업의 미래에 대한 전망에 대해서 경영자들이 사실상 투자자들보다 더 많은 정보와 지식을 갖고 있기 때문에 투자자들이 경영자들의 자금 조달 방법을 보고 기업의 미래에 대한 예측에 이용하고 있다. 예를 들어, 배당이 감소하게 되면 투자자들은 그 기업이 현금부족 상태에 있다고 판단하게 될 것이고, 따라서 경영자들의 의사 결정은 투자자들의 기대에 영향을 미침으로써 주식 가격에 영향을 미치고 결국 기업의 가치에 영향을 미친다.

(iii) 현실적으로 각종 재무 증권의 소유를 기업의 수익에 대한 청구권만으로 파악하는 것은 너무 단순한 인식이다. 실제로 재무증권의 소유주들은 여러 가지 형태의 방법으로 어느 정도 기업의 의사결정과 지배력을 행사한다. 따라서 기업의 소유 구조나 지배력의 형태에 따라 기업의 성과도 달라질 수 있으며 이는 결국 기업의 가치에 영향을 미칠 것이다.

이 연구의 목적은 이러한 점들을 고려하여 기업의 재무구조와 소유 및 지배력에 관한 관계를 종합적으로 파악하여 현실에서 관찰되고 있는 기업의 여러가지 행태 및 기업 조직의 지배 관계를 보다 명확하게 이해하고자 하는 것이다. 이러한 시도는 최근 세계적으로 나타나고 있는 여러 가지 형태의 기업의 소유구조와 지배력 구조의 급격한 변화를 이해하고자 하는 것이다. 또한 이러한 기업의 행태 및 조직과 산업 구조에 대한 이해는 정부의 기업 및 산업에 대한 공공정책, 특히 기업 결합 및 합병에 대한

정책을 수립하는데 중요한 방향을 제시하고, 현실을 반영하는 회사법의 개정에 있어서 문제의 본질을 명확하게 파악해 보려는 것이다.

II. 재산권과 소유권

기업의 소유구조를 이해하고 소유구조가 기업의 재무구조나 지배력과 어떤 관계가 있는지를 파악하기 위해서는 우선 재산권(property rights) 및 소유권(ownership)의 개념을 명확하게 해 둘 필요가 있다. 특히 단순한 자산에서 정의될 수 있는 소유권의 개념을 주식회사와 같이 매우 복잡한 자산의 집합체로 구성되어 있는 조직에서도 어떻게 적용할 수 있는가의 방법을 찾아야 할 것이다.

주식회사의 형태를 취하고 있는 기업의 경우, 기업에 대한 소유권을 의미하는 주식을 갖고 있다는 것은 과연 어떤 의미가 있는 것인가? 주식의 소유가 단순히 기업의 수익에 대한 잔여 청구권만을 의미하는 것인가 아니면 기업에 대해 어떤 지배력을 행사할 수 있는 권한을 의미하는 것인가? 이는 주주와 경영자들 사이의 관계를 어떻게 파악해야 하는 것인가의 문제라고 할 수 있다. 그리고 기업 조직의 각기 다른 소유 형태나 지배력의 형태가 재무구조와는 어떤 관계가 있는가? 또한 기업의 재무구조가 기업의 소유나 지배력의 구조에 어떻게 영향을 미치는가?

2.1 소유한다는 것의 의미

시장경제를 원활하게 움직이게 하는 원동력은 명확한 재산권의 설정과 개인의 소

유권을 보호해 주는 법적 제도라고 할 수 있다. 그런데 우리가 어떤 자산을 소유한다는 것은 과연 어떤 의미를 가지고 있는가? 소유권이란 개념은 아주 간단하고 명확한 것 같으면서도 실제로 여러 가지 경우에 적용해 보려고 하면 그 의미가 분명하지 않은 경우가 많다. 우리가 어떤 자산을 “소유(own)”하고 있다는 말은 과연 어떤 의미인가?

2.1.1 잔여 지배권

우리가 어떤 물건을 “소유(own)”하고 있다는 말을 따지고 보면 그 물건의 사용과 관련하여 특정의 의무와 권리를 갖고 있다는 말로 해석된다(Cooter and Ulen, 1988). 예를 들어 우리가 자동차를 소유하고 있는 경우를 생각해 보자. 이는 자동차를 갖고 있는 사람이 운전 면허를 갖고 있고 교통법규를 잘 지킨다는 조건하에서 자기 마음대로 그 차를 운전할 수가 있고, 법적으로 주차가 허용된 공간에는 자기 마음대로 주차를 할 수가 있고, 창문을 너무 어둡게 칠하지 않고 남에게 혐오감을 줄 정도가 아니라면 자기 마음대로 색칠을 할 수도 있고, 오염 배출 기준을 지키고 자동차의 안전성에 관련된 규정을 지키기만 한다면 어떤 모양으로도 자동차 모양을 바꿀 수도 있고, 운전 면허증을 갖고 있는 사람에게서는 자유로이 자동차를 빌려 줄 수도 있고, 증여를 하거나 또는 매매를 통해서 다른 사람에게 소유권을 이전할 수도 있는 등등의 권리가 있다는 말일 것이다.

그렇다면 우리가 어떤 기업을 소유하고 있다고 할 때 그것은 어떤 의미가 있는가? 기업의 소유주는 직원을 고용하고 해고할 권리를 갖고 있을 것이고(피고용자들에 대

해 부당한 차별을 하지 않고 고용과 관련된 여러 계약 내용을 지킨다는 법적인 제약 하에서), 어떤 상품을 생산할 것인가, 가격을 얼마로 할 것인가, 회사를 어떤 방식으로 경영할 것인가 등을 마음대로 정할 수 있고 (기업과 관련된 각종 법률 및 규제의 범위 안에서), 기업의 이윤을 자신의 사적인 사용을 위하여 이전할 수가 있는 (조세에 관한 법률을 어기지 않는 범위 내에서) 권리 등등을 의미할 것이다. 이처럼 어떤 자산을 “소유”한다는 것은 결국 그 자산에 대한 잔여 지배권(residual rights of control)을 갖고 있다는 것으로 해석할 수가 있다.¹⁾

이처럼 소유권을 잔여지배권으로 정의하는 것은 어떤 자산에 관한 모든 지배권을 법률이나 계약서에 구체적으로 포함한다는 것이 매우 어렵거나 거의 불가능하기 때문이다. 만일 완전 계약(complete contract)이 가능하다면 예측되지 않는 어떤 특수 상황(contingencies)이 있을 수가 없고 따라서 구체적으로 명시되지 않은 잔여 권리(residual rights)란 아무 의미가 없다.

그런데 소유권을 잔여 지배권이라고 인식하는 것은 자동차와 같은 단순한 자산인 경우에는 그 개념이 비교적 명확하다. 그러나 이 개념을 기업과 같이 여러 가지의 복합적인 자산으로 구성되어 있는 조직체에 적용하려고 하면 무엇을 “소유”한다는 개념이 과연 무엇을 의미하는지가 그렇게 간단

하지만은 않다. 기업과 같은 큰 조직체는 여러 가지 자산으로 복잡하게 결합되어 있다. 누가 어떠한 사항에 대해서 어떤 의사 결정권을 갖고 있는지가 명확하지 않은 경우가 많다. 그리고 어떤 권리가 계약서 안에 구체적으로 포함되어 있는지도 명확하지 않은 경우가 많다. 예를 들어 기업의 합병 또는 인수에 대한 제의가 들어 왔을 때, 기업의 이사들에게 이를 독립적으로 결정할 권리가 주어져 있는가? 어떤 의사 결정이 여러 사람들과 여러 자산에 영향을 미칠 때 이러한 결정의 최종 권리는 누구에게 있는가? 특히 물질적 자산 뿐 아니라 인적 자산(human capital)까지 복잡하게 관련되어 있는 의사결정을 할 경우에는 문제가 더욱 복잡해지게 될 것이다.

2.1.2 잔여 수익(residual returns)에 대한 청구권

어떤 자산에 대한 소유권을 갖고 있는 사람은 그가 원하는 수준의 어떤 대가를 지불하지 않고는 누구도 그 자산을 사용하지 못하게 할 권한이 있다. 따라서 어떤 자산에 대한 소유권을 갖고 있는 사람은 그 자산으로부터 발생하는 모든 잔여 수익을 가질 권리가 있다고 해석할 수도 있다.

소유를 이렇게 인식하게 되면 기업의 소유주는 “잔여수익에 대한 청구권자 (residual

- 1) 잔여 지배권(residual control)이란 어떤 자산에 대한 사용과 관련하여 법률이나 규정에서 명시적으로 나타나지 않거나, 또는 계약에 의해 명확하게 규정되지 않은 것에 대해 어떤 결정을 내릴 수 있는 권리를 말한다.
- 2) 기업 조직의 본질을 이해하는데 있어서 잔여 수익(residual returns)의 중요성에 대해서는 Alchian and Demsets (1972)에 의해 처음으로 연구되었고, Grossman and Hart (1986)는 기업의 소유권을 결국 이 잔여 수익에 대한 지배권으로 정의하고 있다. 한편 기업조직의 효율적인 소유구조에 관해서는 Williamson (1988), Grossman and Hart (1986), Hart and Moor (1990) 등의 연구가 많은 기여를 하고 있다.

claimant)"라고 정의할 수 있다.²⁾ 즉, 기업의 소유주란 기업활동으로부터 발생하는 순소득(net income)--기업활동으로부터 발생한 모든 수익에서 부채와 비용 및 계약상의 모든 채무를 제하고 난 나머지--을 가질 수 있는 청구권자라고 정의할 수 있을 것이다.

기업의 잔여 지배권이 누구에게 속하는지가 항상 명확하지는 않은 것처럼, 잔여 수익에 대한 청구권이 누구에게 있는지도 간단하게 파악하기가 쉽지는 않다. 왜냐하면 잔여 수익의 청구권자가 상황에 따라서 달라질 수가 있기 때문이다. 예를 들어 어떤 기업이 부채가 너무 커서 수익을 초과하는 경우에는 기업의 수익이 증가하면 당연히 부채를 먼저 갚아야 할 것이다. 이런 경우는 주주들이 아니라 채권자를 잔여 수익에 대한 청구권자라고 해야 할 것이다. 또는 기업 경영의 성과는 경영자 시장에서 평가되는 경영자들의 능력에 영향을 미치게 될 것이고, 따라서 경영자들의 미래의 소득에 영향을 미칠 것이다. 이런 경우는 전체 수익의 상당한 부분에 대해 경영자들이 (간접적으로) 잔여 수익에 대한 청구권자가 된다고 볼 수가 있을 것이다. 또한 기업의 영업실적이 좋은 경우 대개는 종업원들에게 보너스를 주거나 월급을 인상하기도 한다. 이런 것들은 분명히 계약상에 나타나 있지 않은 것들이다. 그렇다면 기업의 종업원들도 어느 정도는 잔여 수익을 나누어 가질 권리가 있다고 해야 할 것이다. 그렇다면 기업의 잔여 수익에 대한 청구권은 누구에게 있다고 해야 하는가?

2.1.3 잔여 지배권과 잔여 수익의 결합

소유권을 규정하는데 잔여 수익과 잔여 지배권이 같은 사람에게 있게 되면 문제가

복잡하지 않고 단순해진다. 왜냐하면 의사결정권자에 의한 어떤 결정으로부터 발생된 모든 금전적 이득이나 손해가 그 결정권자에게로 돌아가기 때문이다. 그리고 만일 한 사람을 제외한 모든 사람들은 계약에 의해 일정한 금액만 받기로 되어 있고 한 사람만 잔여 청구권자가 된다면, 그 잔여 청구권자에게 돌아가는 가치를 극대화하는 것이 바로 전체의 가치를 극대화하는 것이 될 것이다. 그리고 그 잔여 수익에 대한 청구권자에게 잔여 지배력이 있다면, 그의 이익을 극대화하는 것이 바로 기업의 가치를 극대화하는 결정이 될 것이고, 이는 효율적인 의사결정이 된다.

그런데 잔여 지배권자와 잔여 수익에 대한 청구권자가 같은 사람이 아닐 경우에는 문제가 복잡해진다. 예를 들어 렌트카 회사에서 차를 임대하는 경우 자동차의 소유주와 차를 빌린 사람의 입장을 생각해 보자. 렌트카 사업의 경우 정확한 임대료를 계산해 내는데 가장 어려운 점은 자동차를 임대한 사람이 임대 기간 동안 자동차의 가치를 얼마나 감소시켰는가를 정확하게 측정하기가 매우 어렵다는 점일 것이다. 따라서 렌트카 회사에서는 임대료를 실제로 발생한 비용을 근거로 해서 결정할 수가 없게 된다. 따라서 임대료의 결정은 쉽게 관측이 가능한 요소들(예를 들어, 임대기간, 임대 중의 주행 거리, 외견상 확실하게 관찰되는 피해 등)에 근거할 수밖에 없다. 이런 경우 자동차를 임대한 사람의 도덕적 해이(moral hazard) 현상이 나타날 수가 있다. 즉, 자동차의 임대자가 빌린 자동차를 조심스럽게 다루어야 할 인센티브가 별로 없다. 이는 자산을 어떻게 사용할 것인가를 직접 결정하는 임대자는 그 자산에 대한 잔여 지배력은 가지고 있으나 그로부터 나오는 잔여 이

익에 대한 청구권은 주어지지 않고, 반면에 자동차의 소유자에게 잔여 이익이 돌아가기 때문이다. 일반적으로 어떤 노력의 결과에 대한 성과의 측정이 완전하지 않은 경우, 잔여 이익에 대한 청구권이 없는 사람은 그 자산의 가치를 증대시키려고 하는 노력을 할 인센티브가 없기 때문이다.

따라서 소유권에 대한 두 가지 측면(잔여 지배력과 잔여수익 청구권)을 한 사람에게로 집중되게 하면 그 소유권자가 자산의 가치를 증대시키고자 하는 강안 인센티브를 갖게 할 수 있다. Alchian and Demsetz (1972)은 기업의 본질을 바로 소유권의 두 측면을 어떻게 연결시키는지 하는데 있다고 보고 있다. 그들은 기업을 팀 생산(team production)을 하는 단위로 생각하고, 그 기업의 산출물은 여러 사람들에 의한 결합 생산물(joint product)로 보고 있다. 그런데 그 결합 생산물을 생산하는데 각각의 개인이 얼마나 많이 기여했는지를 정확하게 측정한다는 것은 거의 불가능하다. 이 경우 각 개인은 열심히 일할 인센티브가 없고, 기회주의적 행동이나 눈속임(shirking)을 하려고 할 것이다. 이 문제에 대한 해결 방법으로 팀 내의 한 사람을 선정하여 그에게 팀 전체의 구성원들을 감독하게 하는 특별한 임무를 수행하게 하는 것이다. 그러나 이 경우 역시 “감독자는 누가 감독할 것인가(Who will monitor the monitor)?”의 문제가 남는다. 이에 대한 해결책으로는 바로 그 감독자로 하여금 잔여 수익에 대한 청구권을 주는 것이다.

III. 기업의 지배력과 지배구조

기업은 생산을 조직화하는 방법의 하나

로서 생산요소를 갖고 있는 사람들끼리 모인 협동체라고 할 수 있다. 이를 팀 생산이라고 할 수 있는데, 이러한 팀 생산을 운영하는데는 조직비용으로서 감독비용이 든다. 팀 생산을 하게 되는 경우 각 팀 구성원의 생산에 대한 기여의 정도를 정확하게 측정한다는 것은 거의 불가능한 일이다. 이처럼 측정의 문제가 존재하게 되면 각 개인의 노력에 대한 보상을 정확하게 할 수가 없게 된다. 이럴 경우 조직 구성원들 사이에는 기회주의적 행동(opportunistic behavior) 또는 눈속임의 문제(shirking problem)가 발생하게 된다. 이것이 바로 조직을 운영하는데 있어서의 조직비용이다 (Alchian and Demsetz, 1972).

3.1 소유자 기업

눈속임과 기회주의적 행동의 문제를 어떻게 해결할 것인가 하는 방법의 하나는 팀 구성원들의 생산활동에 대한 감독을 철저히 하는 것이다. 그러면 팀 구성원 중에서 누가 그 감독 업무를 담당할 것인가? 효율적인 감독을 위해서는 특정인에게 감독 기능을 전문화시켜 그 사람으로 하여금 구성원들의 생산활동을 감독하게 하는 것이 좋을 것이다. 그런데 그 감독자는 누가 감독할 것인가 (Who will monitor the monitor) 하는 문제는 여전히 남게 된다.

이에 대한 해결 방안으로는 그 감독자를 잔여이익 청구권자(residual claimant)로 만드는 것이다. 즉 기업의 생산활동에서 발생한 소득에서 팀 구성원들에 대한 모든 보상분을 제하고 남은 잔여 이익에 대한 청구권을 이 감독자가 갖게 하는 것이다. 그렇게 되면 기업의 성과를 극대화하는 것 자체가 감독자 자신의 개인적 이익을 극대화하는

것과 같기 때문에 감독자의 기회주의적 행동은 없어지게 될 것이다. 이처럼 감독자가 감독을 효과적으로 하기 위해서 그에게 팀 구성원들에 대한 감독권, 기업활동의 잔여 이익에 대한 청구권, 팀 구성원들과의 계약 갱신권 등을 부여하게 되면 이 감독자는 바로 기업에 대한 소유자(owner)의 지위를 가지게 된다.

3.2 주식회사

오늘날 대부분의 대기업들은 주식회사의 형태를 취하고 있다. 주식회사 제도에서는 거대한 자본 동원을 쉽게 하기 위해서 주주의 유한 책임제(limited liability), 전문 경영인 제도, 주식의 자유처분 제도를 도입하고 있다. 그런데 이렇게 도입된 주식회사 제도에서는 기업의 지배에 관한 몇 가지 문제가 발생하게 된다.

우선, 주식회사 제도에서는 고전적 의미의 소유권 개념이 약화된다는 문제가 있다. 주식회사의 명목상 소유자인 주주들이 그들의 책임과 위험 부담을 전제로 기업 활동을 한다는 의미의 소유자 개념이 약화되고 주주는 단지 투자자로서만 인식된다는 것이다. 다시 말해서 주주는 소유자(owner)라기 보다는 단순한 투자자(investor)의 성격이 더 강하다. 이렇게 주주(stockholder)를 단순히 투자자로 본다면 채권자(bondholder)와는 어떤 차이가 있는가? 주주는 좀 더 많은 위험을 감수하는 적극적인 투자자이고, 채권자는 위험을 기피하는 소극적인 투자자라는 것 이외에 어떤 차이가 있는가? 특히 주주의 유한 책임제와 주식의 자유 양도성을 전제로 할 때 주주는 주식시장에서 주식을 양도함으로써 언제든지 기존 기업과의 관계를 단절할 수 있게 되는데 이런 상황에서 주주

가 과연 투자자 이상의 의미를 갖는가?

주식회사 제도에서 주주들이 이처럼 소유자로서의 역할이 약화되는 경우, 그렇다면 누가 어떻게 전문 경영자들을 감독할 것인가 하는 문제가 발생한다. 특히 주식회사의 주식이 많은 소액 주주들로 분산되어 있을 때, 그리고 이 소액 주주들이 기업의 경영 지배에 대한 의사도 능력도 없고 오로지 투자에 대한 수익에만 관심이 있을 때, 전문 경영자들의 기회주의적 행동의 가능성은 어떻게 통제되어야 하는가? 소유자 기업에서는 감독자의 기회주의적 행동을 해결하기 위해서 감독자에게 잔여 이익 청구권을 부여하여 문제를 해결하였다. 그러나 주식회사의 경우에는 잔여 이익 청구권을 가진 주주가 더 이상 감독자의 기능을 하기가 어렵게 되었다는데 문제가 있다.

3.3 기업의 지배 구조

3.3.1 소유자 기업

소유자 기업은 한 사람이 다른 팀 구성원을 감독하고, 그들과의 계약 갱신권을 가지며, 잔여 이익 청구권을 갖는다. 기업의 최고 의사결정권과 잔여 이익 청구권이 한 사람에게 집중되어 있기 때문에 기업의 소유자는 기업의 지배권을 확실하게 확보할 수 있다. 소유자가 한 사람이기 때문에 자산의 공동소유로부터 발생하는 문제도 발생하지 않는다. 또한 소유와 경영이 한 사람에게 집중되어 있기 때문에 양자가 분리되어 있을 때 발생하는 경영자들의 기회주의적 행동에 대한 감독(monotoring)의 문제도 발생하지 않는다.

그러나 소유자 기업은 다음과 같은 약점이 있을 수 있다. 우선, 사업 계획의 시계

가 짧아질 위험이 있다. 일반적으로 사업 계획에 대한 사회적 시계보다는 개인적 사업 계획의 시계가 짧다. 그러기 때문에 소유자 기업의 경우는 장기보다는 단기 지향적인 투자가 많아질 가능성이 크다. 또한 소유자 기업의 경우는 사업의 성패가 개인에게 주는 영향이 직접적이고 집중적이기 때문에 단일 사업에서 오는 위험을 분산하기 위해 서로 관련이 없는 여러 사업 분야에 문어발 식으로 확장을 피하는 경우가 많다. 따라서 소유자 기업은 사회적으로 보아 위험 부담이 상대적으로 적은 사업 분야에만 집중되는 경향이 있으며 또한 상호 연계성이 적은 사업 분야에 문어발 식 확장을 피하는 경향을 가진다.

또한 소유자 기업의 경우는 사업의 규모가 불가피하게 소유자 개인의 자산 규모에 의해 제한될 수밖에 없다. 물론 투자를 위한 외부로부터의 자본의 차입이 가능하기는 하지만 개인 사업이 가지는 공신력의 한계, 외부 채권자의 기업 경영에 대한 감독의 어려움 등으로 거래비용이 높아 외부로부터의 차입의 한계가 크다. 따라서 소유자 기업은 일반적으로 위험 부담이 적은 소규모 사업, 특히 소유자 개인의 지속적이고 직접적 관심과 관리가 요구되는 사업에 적절하다고 할 수 있다.

3.3.2 주식회사

주식회사 지배구조의 장점으로는 우선, 소유자 기업과는 달리 사업 계획의 시계가 짧아질 위험이 없다는 점이다. 또한 소유주의 유한 책임제와 주식의 자유 양도성으로 인하여 주주들의 위험 분산과 위험 부담의 축소가 가능하므로 수많은 주주들로부터 거액의 투자를 위한 자금을 쉽게 동원할 수

있다는 점이다. 주주들은 주식시장을 통해서 주주의 위험 부담을 축소할 수 있기 때문에 소유자 기업과는 달리 오히려 위험 부담이 큰 사업에도 진출을 할 수가 있게 된다.

주식회사 제도는 주주의 위험 부담 기능(risk-bearing function)과 전문 경영인의 경영 기능(managerial function)을 분리시킴으로써 분업과 특화의 이점을 살릴 수가 있다. 소유와 경영이 분리가 되면 전문 경영 능력을 가진 사람이 동시에 높은 위험 부담 능력을 갖고 있지 않아도 자신의 능력을 발휘할 수 있으며, 경영 능력은 없으나 위험 부담 능력이 있는 사람도 사업에 참여할 수 있게 된다. 더 나아가 위험 부담 기능의 특화는 잔여 수익 청구권 시장으로서의 주식시장을 발전시켜 주식의 가격 변동을 통해서 기업의 업적과 성과를 끊임없이 평가할 수 있도록 하고 있다. 또한 전문 경영 기능의 특화로 경영인 시장의 형성을 가능하게 하여 유능한 경영인의 육성과 선발을 가능하게 하고 있다.

주식회사 제도가 이처럼 많은 장점을 갖고 있기는 하지만, 그러나 기업에 대한 지배력 구조에서 몇 가지 문제점들이 나타난다. 우선, 기업의 규모가 커지면서 조정과 협력의 비용(coordination cost)이 커지게 된다. 이는 조직이 거대해짐에 따라 발생하는 조직의 경직성, 관료주의의 등장, 부문간의 할거주의, 중앙집권적 의사결정 등에서 발생하는 문제 등등이다.

더욱 중요한 것은 전문 경영인들에 대한 감독에 대한 문제가 심각하게 나타난다는 점이다. 주식회사의 경우 무수히 분산된 주주들은 비록 잔여이익 청구권은 가지고 있지만 공동소유의 문제 때문에 적극적으로 경영을 감독할 인센티브가 거의

없다. 경영이 마음에 들지 않은 경우에는 얼마든지 주식 시장에서 소유 주식을 처분하고 다른 회사의 주식을 매입할 수가 있다. 따라서 주식회사의 경영은 소유자인 주주들에 의해서 지배되기보다는 사실상 경영자들의 자의에 맡기게 되는 경우가 많고 따라서 경영자들에 의한 기회주의적 행동을 누가 어떻게 감독할 것인가 하는 문제가 발생한다.

3.3.3 대리인 비용 (agency cost)

주식회사 제도의 장점은 소유와 경영의 분리, 즉 위험 부담 능력과 전문 경영 능력의 분리에서 온다. 그렇게 함으로써 거대 자본의 효율적 동원과 배분 그리고 전문 경영인의 효율적 동원과 배분이 가능하게 되었다고 볼 수 있다. 이처럼 주식회사 제도가 다른 회사 제도보다 더 효율적이기 때문에 오늘날 지배적인 기업 조직의 형태로 등장했다고 할 수 있을 것이다.

그러나 이 양 기능의 분리가 한편으로는 많은 제도적 장점을 갖고 있지만 다른 면에서는 새로운 문제의 근본 원인이 되고 있다. 주식회사에서의 대리인의 문제(agency problem)가 바로 그것이다. 주인과 대리인의 관계에서는 일반적으로 주인보다는 대리인들이 능력과 정보 면에서 우위에 놓여 있는 경우가 많다. 즉 주인과 대리인 사이에 정보의 비대칭성(information asymmetry)이 존재한다. 뿐만 아니라 대리인들이 과연 주인의 이익을 위해서 열심히 노력하는지를 측정할 수 있는 수단들이 대단히 제한적인

경우가 대부분이다. 이처럼 정보의 비대칭성과 측정의 문제가 있게 되면 경영자들의 기회주의적 행동과 눈속임(shirking)이 자연스럽게 나타나게 되는데, 그렇다면 이러한 경영자들의 활동을 누가 어떻게 감독할 것인가?

1) 주주와 경영인 사이의 대리인 비용

만일 주주와 경영자가 같은 사람이었다면 대리인의 문제는 발생하지 않았을 것이고, 주인-경영자(owner-manager)는 자신의 효용을 극대화하도록 회사를 운영할 것이다. 주인-경영자는 자신의 기업 활동의 대가로 회사에서 얻을 수 있는 화폐적 보상과 비화폐적³⁾ 보상이 주는 효용의 합을 극대화하려고 할 것이다.

이 주인-경영인이 자신이 소유하던 주식 중 일부를 외부인에게 팔았을 경우를 생각해 보자. 이 경우 주인-경영자는 비화폐적 보상의 크기를 점차 늘리려고 할 것이다(Jensen and Meckling, 1976). 즉, 주인-경영인이 갖고 있는 주식의 지분 비율이 적어질수록 그는 필요 이상으로 과도한 비화폐적 소비를 하게 된다. 여기서 발생하는 낭비가 바로 대리인 비용이다. 더 나아가 주인-경영인이 자신의 주식 지분율이 점차 낮아지면서 일에 대한 열의와 노력의 감소 및 업무에 대한 무사안일한 태도 등이 또한 대리인 비용이 될 것이다.

이처럼 주식회사 제도에서는 주주와 전문 경영인 사이에 주인-대리인의 관계가 성립됨으로 인해서 비효율과 낭비가 발생한다. 이 비효율을 줄이기 위해 주인은 감독을 강화하려고 할 것이고 그 감독비용은 바로 대

3) 여기서 비화폐적 보상이란 예를 들어 고급 사무실, 외제 자동차, 멋진 비서, 각종 기부 활동 등을 통한 좋은 대외적 이미지, 친척 혹은 친구로부터의 구매, 필요 이상의 초현대적 설비의 도입 등등을 말한다.

리인 비용이 된다.⁴⁾ 이러한 대리인 비용을 구성하는 것으로는 일반적으로 감독 비용 (monitoring cost), 보증 비용 (bonding cost), 및 잔여 손실 비용(residual loss) 등을 들 수 있다.⁵⁾

이처럼 주주와 전문 경영인 사이에 발생하는 대리인 비용이 바로 주식회사 제도에 내재하는 근본적 문제의 하나이다. 따라서 주식회사의 효율적인 지배력 구조에 대한 논의에서는 바로 이 대리인 비용을 어떻게 낮출 것인가 하는 것이 문제의 핵심이라고 할 수 있을 것이다.

2) 경영인과 채권자 사이의 대리인 비용

주식회사에서 자금 조달을 위해 외부로부터 자금을 차입할 경우에는 전문 경영인과 채권자 사이에도 대리인 비용이 발생한다. 일반적으로 타인으로부터 차입을 하여 사업을 하는 경우에는 자신의 자본으로 하는 경우보다 위험부담이 높고 대신 수익률이 높은 사업에 투자하기를 선호한다. 이는 주주의 책임이 유한하기 때문에 극단적인 경우 투자에 실패하여도 주주나 전문 경영인의 부담은 적고, 반면에 투자가 성공하는 경우에는 높은 수익을 전부 주주가 향유하기 때문이다. 따라서 타인자본 차입으로 투자를 하는 경우에는 고위험-고수익 사업에 대한 투자를 선호하는 경향이 생긴다. 이로 인하여 발생하는 부의 감소 비용(wealth

loss costs)이 바로 대리인 비용이 된다.

회사(전문 경영인)와 채권자 사이에 발생하는 또 다른 대리인 비용으로는 파산 비용 (bankruptcy costs)과 감독비용 및 보증비용을 들 수 있다. 총 자산 중에서 차지하는 차입의 규모가 클수록 채무 변제 불능의 사태가 발생할 가능성이 커진다. 여기서 발생하는 것이 파산비용이다. 그리고 금융기관은 대출한 기업에 대한 사후 관리를 해야 하는데 그것이 바로 감독 비용이고, 대출 받은 기업이 담보를 제공한다거나 정기적으로 금융기관에 재무제표를 제출한다거나 하는 등이 보증비용이라고 할 수 있다.

IV. 주식회사의 주인은 누구인가?

어떤 자산에 대한 소유권은 그 자산에 대한 잔여 지배권(residual claimant)으로 정의하고 인식할 수 있다는 것을 보아 왔다. 그런데 소유권에 대한 이러한 인식이 비교적 단순한 자산인 경우에는 그 개념을 적용하는 것이 명확하지만, 기업과 같이 여러 가지 자산으로 복잡하게 구성되어 있는 복합적 자산에 이르게 되면 소유권이란 개념을 인식하는데 여러 가지 문제가 발생한다.

4.1 주식회사의 지배권

- 4) 경우에 따라서는 계약 당시 대리인 쪽에서 기회주의적 행동을 하지 않겠다는 서약을 스스로 제공하기도 한다.
- 5) 감독 비용이란 대리인의 행동을 직접 감독하는데 드는 비용뿐만 아니라 일의 성과에 대한 평가 비용, 합리적 보상 체계와 인센티브 체계의 도입 비용, 기회주의적 행동의 제재 비용 등을 포함한다. 한편 대리인이 스스로 기회주의적 행동을 하지 않겠다는 물적, 인적 보증을 하기도 하는데 이에 관련된 비용을 보증비용이라고 한다. 잔여 손실 비용이란 감독과 보증 노력을 하고 나서도 남는 비효율과 낭비를 말한다.

오늘날 대부분의 기업은 주식회사의 형태를 취하고 있다. 그런데 주식회사는 여러 가지의 자산들이 복잡하게 결합되어 있고, 주주(대주주, 소액 주주, 기관투자가, 경영자 주주), 경영자, 채권자 등의 이해관계자들의 이해가 복잡하게 얽혀 있다. 이런 경우 주식회사의 소유권이 누구에게 있다고 해야 하는가? 다시 말하면 주식회사 형태의 기업의 경우 잔여 지배권이 누구에게 있는가? 특히 재벌이나 대기업의 경우 그 기업의 잔여 지배권이 누구에게 있다고 해야 하는지가 그렇게 분명하지가 않다.

4.1.1 주주 (stockholders)

명목적으로 그리고 법적으로는 분명히 주식회사의 주인은 주주들이다. 주주들은 정관을 개정할 권리가 있고, 또한 이사를 선출하여 이사회를 구성할 권리가 있다. 또한 주주들은 회사의 중요한 조직의 변화와 관련된 사항에 대해서 결정할 권리가 있다. (예를 들면, 회사의 합병이라든지 회사 자산의 대부분을 처분할 경우 등). 그런데 그것이 전부다. 주주들은 자신들에게 배당되는 배당의 액수에 대해서도 결정할 권리가 없고, 회사가 어떤 곳에 투자할 것인가를 결정하는데도 아무런 역할을 하지 못한다. 그리고 경영자들을 고용하고 그들의 임금 수준을 결정하거나, 제품의 가격을 결정하는 등 경영과 관련된 일에는 전혀 관여하지 않는다. 결국, 주주들은 기업을 경영하는데 있어서 중요한 문제들에 대해서 결정할 때는 아무런 직접적인 권한이 주어지지 않는다.

물론 주주들은 경영진을 선임, 해임, 교체할 수 있고 기업의 중요한 의사결정을 할 수 있는 권한이 부여되는 이사를 선출함으로써 간접적으로 기업의 중요 의사결정에

참여함으로써 잔여 지배권을 행사한다고 볼 수는 있겠다. 또한 주주들은 그들이 선출한 이사들이 자신들의 이익을 위해 행동하지 않는다고 판단이 되면 이사들을 교체할 수도 있다. 그러나 주주들이 갖는 이 정도의 지배권으로써 기업에 대한 소유권을 갖고 있다고 할 수 있는가 하는 문제이다.

잔여 지배권이란 계약이나 법률적으로 명확하게 명시되지 않은 의사 결정이나 수익에 대해 지배하거나 청구할 수 있는 권리를 말한다. 그렇다면 주주들은 증권 시장에서 어느 기업의 주식을 매수하거나 매도함으로써 기업 경영에 관한 중요한 의사 결정을 이사들이나 경영자 그룹에게 부여하는 권리를 사고 판다고 해석할 수 있는가? 또는 주주들이 이러한 중요 의사 결정권을 이사나 경영진에게 부여함으로써 자신들의 기업에 대한 지배권을 스스로 제한하는 계약서에 이미 함의를 한 것이라고 해석할 수가 있는 것일까?

그러나 어떻게든 법률적으로 또는 명목적으로는 주주들을 여전히 기업의 소유자로 정의하고 있다. 그런데 사실상 주주들의 기업 지배에 대한 권한은 “잔여(residual)”분이 아니라 대부분 법률이나 정관에 명시적으로 나열되어 있다. 그렇다면 주주가 회사를 소유하고 있다는 것은 무슨 의미인가?

4.1.2 이사 (directors)

기업에 대한 소유권자를 잔여 지배권(residual control)을 갖고 있는 사람이라고 정의한다면 아마도 이사회가 소유주로서의 정의에 가장 적당하다고 할 수 있을지도 모른다. 왜냐 하면 이사들은 배당에 대한 정책을 결정하고, 경영자들을 고용, 해고하고, 최고 경영자들의 보수를 결정하고, 회사의

중요한 새로운 사업에 대한 투자를 할 것인가를 결정하는 등 기업의 경영에서 대부분의 중요한 결정들을 담당하는 사람들은 바로 이사회이기 때문이다. 그렇다면 이사회를 주식회사의 소유권자라고 할 수 있는가?

기업의 잔여 지배권의 상당한 부분을 이사회가 갖고 있는 것은 사실이다. 그러나 다른 한편으로 보면 이사회가 잔여 이익(residual return)에 대한 청구권은 갖고 있지 않다. 이는 주식회사가 청산(liquidation)을 할 경우를 생각해 보면 이사회가 잔여이익에 대한 청구권자가 아니라는 것이 분명하다. 주식회사가 청산할 경우, 세금과 부채를 모두 갚고 난 다음에 남은 자산은 모두 주주들에게 분배된다. 또한 기업 활동의 결과로 발생한 이윤 또는 순소득을 이사회가 그들의 개인적인 용도로 마음대로 쓸 수 있는 것도 아니다. 그렇다면 기업에 대한 상당한 잔여 지배권을 갖고 있다고 생각되는 이사회가 기업을 소유하고 있는 주인이라고 할 수 있는가?

4.1.3 경영자와 피고용자 (managers and employees)

기업의 이사회가 상당한 정도의 잔여 지배권이 있는 것은 사실이지만, 그들이 그 지배권을 행사하기 위한 의사결정을 하는 과정에서 대부분 기업의 경영자나 종업원들이 제공하는 정보에 의존하게 마련이다. 이처럼 기업의 경영자들은 이사회에게 정보의 흐름을 제공하는 과정에서 그 정보 자체를 지배함으로써 이사회가 형식적(nominally) 행사하는 기업의 지배권을 간접적이기는 하지만 그러나 실질적으로 지배함으로써 기업에 대한 지배권을 행사한다고 볼 수는 없는가? 그리고 실제로 이사회가 선임되는 과정을 보면, 대부분 경영진의 간

부들에 의해 선임이 된다. 물론 주주 총회에서 이사회가 형식적으로 선임이 되는 것은 사실이지만, 실제로 이사 선임에 가장 큰 영향력을 미치는 것은 결국 경영진의 간부 회의에서 결정되는 것이 일반적이다.

한편 경영자들이 그들의 의사 결정을 하거나 정보를 지배하는 과정을 보면 대부분의 종업원들에 의존한다. 많은 경우 경영자들이 기업 경영에 관한 계획서나 제안서를 내 놓더라도 그것들이 적절한 것인지를 판단하는 것은 경영자들이 아니라 대부분 하위직의 종업원들이라고 할 수 있다. 그렇다면 기업의 잔여 의사결정에 대한 지배권이 종업원에게 있다고 보아야 하지 않을까?

이런 문제들을 전부 종합해서 보면 소유권(ownership)이라는 개념을 잔여 지배권(residual control)이라는 것으로 정의한다는 것이 주식회사와 같은 복잡한 조직의 경우에 적절한 정의의 방법인가 하는 문제가 제기된다. 또한 잔여 청구권자(residual claimant)를 소유주(owners)로써 인식하고자 하는 방법도 그렇게 만족스럽지 않다는 것이다. 우선 잔여 청구권자가 그 조직이 갖고 있는 자산의 가치를 증식시키는데 별로 영향을 미치지 못한다면 소유주들이 그들의 소유권을 주장할만한 인센티브가 매우 약해진다. 또 다른 문제로는 주식회사 제도에 있어서 어떤 특정한 개인이나 그룹에게만 잔여 청구권이 있는지를 명확하게 밝히기가 쉽지 않거나 거의 불가능하다는 점이다. 또한 어떤 의사결정으로 인한 편익이나 비용 중 어떤 부분이 실제로 잔여분인지도 명확하지 않다.⁶⁾

V. 재무구조와 기업의 지배력

전통적인 재무 이론에서는 재무 증권(financial securities)을 단지 외생적으로 주어지는 순수익에 대한 청구권으로만 인식을 한다. 즉, 기업의 수익의 크기는 재무구조에는 영향을 받지 않는다고 인식한다. 그러나 이러한 논리는 그 후 많은 연구에 의해서 너무 단순한 논리라는 지적을 받는다. (i) 기업의 자금조달의 방식은 각 이해 관계자들의 인센티브와 행태 및 파산비용에 영향을 미침으로써 기업의 수익성과 따라서 기업의 가치에 영향을 미친다. (ii) 기업의 경영자들과 투자자들 사이에 존재하는 정보의 비대칭성 때문에 투자자들이 경영자들의 자금 조달 방식을 때로는 그 기업의 장래 사업성에 대한 지표로 인식하기도 한다. 예를 들면 경영자들이 배당을 감소시킬 때 투자자들은 이를 기업의 현금 보유가 부족한 것이 아닌가 하고 판단한다. 이처럼 투자자들의 인식에 영향을 미침으로써 주식 가격에 영향을 미치게 된다. (iii) 재무 증권은 단순히 기업의 수익에 대한 청구권 뿐 만이 아니라 기업의 의사결정이나 지배력에 관계되는 어떤 권리를 부여하기도 한다.

기업의 재무 구조가 기업의 가치에 어떻게 영향을 미치는가를 파악하기 위해서는 재무구조가 경영자들의 인센티브, 주식 보유자와 채권자들의 이익 및 이해 관계, 기업의 파산비용 등에 미치는 영향이 어떤가를 우선 파악해야 할 것이다.⁷⁾ 그리고 재무 구조의 변화에 따라 주식 소유자 및 채권자들이 경영자들을 감시하려는 유인이 어떤지를 파악하여야 할 것이다.

투자자들이 기업에 대해 아무리 감독을 잘 한다고 하더라도 그 기업의 경영 상황은 경영자들이 외부의 투자자들 보다 훨씬 더 잘 알 것이다. 투자자들과 경영자들 사이에는 정보의 비대칭성이 존재하기 마련이다. 이러한 정보의 비대칭성 때문에 정보를 적게 갖고 있는 투자자들은 자연히 정보를 보다 많이 갖고 있는 경영자들의 의사결정에 영향을 받게 된다. 한편 정보를 많이 갖고 있는 경영자들의 입장에서는 자신들의 행위나 의사 결정이 상대방에게 신호로서 작용한다는 것을 알기 때문에 그 신호를 자기들에게 유리한 방향으로 조작할 가능성도 있다. 이처럼 경영자들의 행태가 투자자들에

- 6) 만일 우리가 소유권의 개념을 대학이나 교회 등과 같은 비영리 조직(non-profit organization)에 적용하려고 하면 문제는 더욱 어려워진다. 비영리 조직의 경우 자산의 가치 중 부채를 제하고 나면 잔여 자산에 대해 어느 누구도 청구권을 갖고 있지 못하고 조직 그 자체에 남아 있게 된다. 만일 조직이 해체되어 없어지는 경우 나머지 자산은 국가로 귀속된다. 따라서 굳이 잔여 청구권자가 있다고 한다면 국가가 잔여 청구권자라고 할 수밖에 없다. 그러나 그 조직의 운영에 있어서 국가는 의사결정에 대한 아무런 지배권이 없다. 그렇다면 비영리 조직의 소유권은 누구에게 있다고 해야 하는가?
- 7) 기업의 재무구조가 경영자들의 노력에 대한 유인에 어떻게 작용하는지에 대해서는 Jensen and Meckling (1976)에 의해 처음으로 체계적인 연구가 이루어졌다. 그들의 연구에 의하면 경영자들이 소유하고 있는 주식의 많을수록 경영자들의 노력 및 혁신적 태도를 감소시키고 반대로 부채가 증가할수록 경영자들이 위험을 선호하는 태도를 보인다고 주장한다. 한편 Shleifer and Vishny (1986), Demsetz and Lehn (1985), Zeckhauser and Pound (1990) 등은 대주주들이 기업에 대한 감독을 통해서 기업의 가치를 창출하게 된다는 것을 이론적 및 실증적 연구를 통해서 보여주고 있다.

계 신호로서 작용하여 경영자들의 재무관리에 관한 결정들(자본/부채 비율, 배당에 대한 정책, 등)이 투자자들에게 어떻게 신호로서 작용을 하고 그 효과가 어떤 것들인가?

한편 재무 증권의 소유가 단순히 기업의 수익에 대한 청구권만을 의미하는 것이 아니라 기업의 의사 결정에 여러 가지 형태로 관여하는 것은 확실하다. 이러한 권한들이 경영자 및 기업의 성과에는 어떻게 영향을 미치는가? 주식시장에서 주식의 거래가 가능하다는 것은 이러한 기업의 지배력에 대한 시장 (market for corporate control)이 형성된다고 볼 수 있다. 이처럼 기업의 지배력에 대한 시장의 존재가 어떻게 경영자들 및 기업의 성과와 관계가 있을까?

Modigliani-Miller(M-M)의 분석에서는 자금 조달의 방법과 배당의 결정이 서로 아무 상관이 없다는 결론을 내리고 있는데, 이는 자금 조달의 방법이 현금의 흐름에 아무 영향을 미치지 않는다는 인식에서 출발한다. 그런데 기업이 부채를 증가시키면 기업의 조세 부담이 줄어들게 되고, 이는 결국 정부로부터의 가치가 주주들에게로 이전한다는 것은 Sholes and Wolfson (1992) 연구 이후 널리 알려진 사실이다. 그 뿐 아니라 더욱 중요한 것은 기업의 재무구조가 경영자의 인센티브, 주주와 채권자들의 이해관계, 파산비용 등에 영향을 미침으로써 결국 기업의 가치에도 영향을 미치게 된다는 점이다.

5.1 Modigliani-Miller Theorems

전통적인 재무 경제학에서는 기업을 소득(income)과 비용(expenses)의 흐름으로 파악하는 모형에서 출발한다. 경영자들은 투자에 대한 결정을 해야 하고, 이러한 투자를 위한 자금조달을 부채(debt)로써 할 것인가

주식을 발행해서 자본의 형태로써 할 것인가를 결정하게 된다. 또한 기업 활동의 결과로서 발생한 순소득 중 얼마만큼을 주주들에게 배당할 것인가도 결정을 한다.

그런데 Modigliani and Miller (1958)에 의하면 자금조달의 방법을 어떻게 선택하든지 기업의 수익에는 아무런 영향을 미치지 않고, 따라서 기업의 재무구조가 기업의 가치에는 아무 영향을 미치지 않는다는 것을 보이고 있다. 이러한 논리를 더 확장하면 기업의 배당정책--순이익 중 얼마를 주주들에게 배당할 것인가--도 또한 기업의 가치에는 아무 영향을 미치지 않게 된다 (M-M Theorem).

그러나 그 이후 몇몇의 연구들에 의하면 이러한 M-M Theorem에 대해서 몇가지 문제를 제기하고 있다. 기업의 재무구조가 기업의 소유주인 주주들의 대리인으로서 활동하는 경영자들의 인센티브에 영향을 미칠 가능성이 있고, 이는 투자자들이 기업의 장래성과에 대한 기대에 영향을 미칠 수가 있다는 것이다. 또한 기업의 재무구조는 그런 이유로 해서 기업의 소유 구조와 지배 구조에 영향을 미칠 수 있을 것이라는 문제를 제기하고 있다.

5.2 자본구조와 대리인 비용

계약을 통한 대리인 비용의 축소 방법의 하나로 자본구조(capital structure)의 조정을 통한 방법을 들 수 있다. 즉, 회사의 총 자산을 구성하는 자본(equity)과 부채(debt)의 비중을 적절한 수준으로 조정함으로써 대리인 비용을 극소화하려고 하는 것이다. 일반적으로 주주들은 고위험-고수익(high risk-high return)을 선호하는 투자자들이고, 채권자들은 저위험-저수익(low risk-low

return)을 원하는 투자자들이라고 할 수 있다. 이러한 주식과 사채를 동시에 활용함으로써 대리인 비용을 최소화할 수가 있다.

주식과 사채의 두 가지 자본 조달 방법 모두에는 대리인 비용이 든다. 주주와 경영인 사이뿐만 아니라 회사와 채권자 사이에도 대리인 비용이 발생한다. 따라서 기업은 총 대리인 비용을 최소화하려고 할 것이다. 이 총 대리인 비용을 최소화하는 자본구조가 바로 최적 자본구조(optimal capital structure)가 될 것이다.

총 대리인 비용을 최소화하는 최적 자본구조는 각각의 자본 조달 방식의 한계 대리인 비용을 균등화되는 수준에서 내부 조달과 외부 차입의 양을 정하면 될 것이다. 이 중 특히 외부 자본에의 의존이 주주와 경영자 사이에 발생하는 대리인 비용을 축소시키는데 기여한다.

분산된 다수의 주주의 경우 주주들은 경영에 대한 감독의 전문 능력도 부족할 뿐 아니라 감독의 유인도 존재하지 않는다. 그러나 채권자의 경우 대부분 금융기관과 같은 기관 채권자들이 많기 때문에 일반적으로 개인 주주의 경우보다 경영에 대한 전문적 감독의 능력이 뛰어나다. 또한 경영 부실의 경우, 주식은 처분할 수가 있으나 채권자는 그 피해를 피하기가 어렵다. 뿐만 아니라 주주의 수보다 채권자의 수가 일반적으로 적기 때문에 무임승차의 문제가 덜 발생한다. 이러한 이유 때문에 채권자를 통한 경영에 대한 감독의 기능이 도입된다.

또한 파산 가능성의 제고를 통한 경영에의 압력이다. 자산의 구성 요소 중 부채의 비중을 꾸준히 증가시키면 그만큼 지불 불가능상태의 가능성을 높인다. 왜냐 하면 부채의 경우는 경영 수지의 변화와 무관하게 일정한 이자를 지불하고 만기가 되면 원금도

완납해야 하기 때문이다. 따라서 자기 자본인 주식의 경우와는 달리 타인 자본인 사채 등의 경우는 회사의 파산 가능성을 높이고 이는 전문경영인들로 하여금 더욱 경영 개선 노력을 하도록 유인한다. 결국 타인 자본의 비중은 경영인의 기회주의적 행동을 줄이는데 기여한다고 볼 수 있다. 왜냐 하면 파산의 경우는 경영인들에게도 상당한 비용의 부담을 주기 때문이다.

경영인들이 부담하는 파산 비용으로는 우선 자신의 경영 능력에 대한 시장적 평가의 저하를 들 수 있다. 비록 파산의 원인이 일반적 경기 침체 때문이라고 하더라도 실제 파산의 원인과 무관하게 해당 전문 경영인들에 대한 시장의 평가는 나빠질 수밖에 없다. 뿐만 아니라 만일 경영인이 회사 특유의 인적 자본(firm-specific human capital)을 많이 투자해 놓았다고 한다면, 파산의 경우는 인적자본에 대한 투자의 회수가 불가능하기 때문에 그만큼 손해가 난다. 여기서 회사 특유의 인적 자본이란 해당 회사를 매개로 한 여러 가지 인간 관계, 신용과 신뢰 관계, 그 회사에서만 의미가 있는 여러 실무 경험과 전문 지식 및 정보 등을 말한다. 이러한 회사 특유의 인적 자본은 회사가 존속하고 거기에서 근무하는 경우에만 의미가 있고 가치가 있기 때문에 회사의 파산은 이들 모든 인적자본 투자의 상실이다. 이와 같은 이유로 전문 경영인들도 적지 않은 파산 비용을 부담하는 셈이 되고 따라서 파산 가능성을 높이는 타인자본의 증대는 경영인들로 하여금 더욱 많은 경영 노력을 하도록 유도한다고 볼 수 있다.

5.3 경영자와 주주의 이해 관계

기업의 재무구조가 영향을 주는 이해 관

계자들의 갈등은 주로 경영자들의 도덕적 해이(moral hazard)에 의한 경영자와 주주 사이의 갈등, 채권자들과 다른 자금 조달자들 사이의 이해 관계라고 할 수 있다.

예를 들어 어떤 중소기업의 소유자가 기업이 성장함에 따라 기업을 공개하기로 하고 주식을 외부 투자자들에게 매각하여 투자에 필요한 자금을 조달하려고 하는 경우를 생각해 보자. 이 때 그 기업의 소유주는 자기가 갖고 있는 주식 중 얼마를 외부의 투자자들에게 매각하고 얼마만큼을 자기 자신이 소유하는 것이 좋을지를 결정해야 할 것이다. 기업의 원래 소유자가 자기 주식의 일부를 외부 투자자들에게 매각하게 되면 이는 기업의 소유경영자(owner-manager)가 이윤을 극대화하려고 하는 동기에 부정적으로 작용하게 될 것이다. 예를 들어 어떤 소유경영자가 전체 주식의 반을 갖고 있다고 하자. 이 경영자가 업무상 출장을 갈 경우 1등석 비행기를 타거나 최고급 호텔에 묵고, 업무용 차를 최고급으로 하고, 자기 사무실을 호화롭게 꾸미고 할 경우, 사실상 그 비용의 반만 자기가 부담을 하고 그로부터 얻는 모든 편익은 전체를 향유하게 되기 때문이다. 그런데 일반적으로 볼 수 있는 것처럼 소유경영자가 전체 주식의 극히 일부분만 갖고 있다고 할 때 그 경영자는 이런 결정을 하게 되는 인센티브가 클 것이다. 특히 경영자들이 전체 주식의 극히 적은 일부만 소유하고 있는 경우, 경영자들이 기업의 직원들을 열심히 감독하여 비용을 가능하면 줄이고 수익을 늘이려고 하는 유인은 감소게 될 것이다.

일반적으로, 경영자들이 주식의 극히 일부분만 소유하고 있는 경우 여러 가지 갈등이 존재하게 된다. (i) 경영자들은 주주들에 비해 당장의 이윤 증대보다는 기업의 성장

과 기업의 지속적 존속에 관심이 있을 것이다. 왜냐하면 기업이 외형적으로 성장할수록 승진의 기회가 많아지고, 또한 일반적으로 큰 기업일수록 경영자들의 보수가 높아지기 때문이다. 반대로 기업이 폐업을 하거나, 파산 또는 다른 기업에 합병 또는 통합되는 경우, 경영자들은 일자리를 잃게 될 가능성이 크기 때문이다. (ii) 경영자들이 자신들뿐만 아니라 직원들이 업무상 쓰는 비용을 효율적으로 쓰지 않고 너무 낭비할 가능성이 크다. 왜냐하면 이렇게 쓰는 비용의 전부를 경영자들은 향유를 하지만 그 비용의 극히 일부분을 자신들이 부담하기 때문이다. (iii) 경영자들은 외부의 간섭으로부터 독립적이기를 원하게 된다. 왜냐 하면 외부의 간섭을 피할수록 자신들의 자리가 안전하게 되고 자신들의 보수 수준도 높일 수 있기 때문이다. 이러한 모든 문제들은 경영자들이 소유하고 있는 주식의 비중이 적을수록 더 심해질 것이다.

경영자가 갖고 있는 주식의 비중이 아주 적은 경우 위와 같은 문제들이 있다고 해서, 경영자들이 더 많은 지분의 주식을 갖고 있는 경우가 항상 더 낫다고 쉽게 결론을 지을 수는 없다. 만일 최고 경영자가 어느 기업의 주식 중 상당한 지분을 갖고 있는데 그것이 그 경영자의 개인적 자산의 거의 전부에 해당된다면 어떻게 되겠는가? 이러한 경우는 그 기업이 당면하게 되는 불확실성과 위험의 거의 대부분을 경영자가 부담해야 하기 때문에 위험을 기피하는 경영자는 자연히 위험도가 큰 곳에는 투자를 하려고 하지 않을 것이다. 따라서 이 경우는 기업의 투자 행태가 적절한 위험 수준에 훨씬 못 미치는 방향을 택하게 될 것이다.

물론 이러한 문제를 해결하기 위해서 반드시 경영자가 갖고 있는 주식의 지분을 통

해서가 아니라, 다른 방법들도 있다. 즉 경영자들에 대한 직접적인 또는 간접적인 보수 수준에 대한 계약, 경영자 시장에서의 경영자들의 명성(reputation), 등을 통해서 해결할 수도 있다. 어쨌든 간에 경영자들의 기업에 대한 소유의 정도가 기업의 지배에 상당히 영향을 미친다는 것은 확실하다.

5.4 주주와 채권자 사이의 이해 관계

만일 기업이 투자를 위한 자금 조달을 주식 발행을 통한 자본 증가로써가 아니고 외부로부터의 차입을 통해서 하는 경우, 이는 주주, 경영자 및 채권자 사이의 복잡한 이해관계로 인한 갈등을 발생시킨다.

5.4.1 부채와 위험 부담

기업의 재무구조가 자본에 비해 부채가 너무 큰 경우, 기업의 소유주들은 위험이 너무 큰 곳에 투자하려고 하는 경향이 있다. 왜냐 하면, 위험이 큰 곳에 투자하는 경우 그 투자로부터의 수익은 전부 주주들에게 돌아가지만 수익이 낮은 경우는 그 손실의 상당부분을 채권자들이 감수해야 되기 때문이다. 이는 어떤 투자에 대해 기대되는 순수익의 현재가치에 대해 주주와 채권자들의 이해관계가 다르게 나타나기 때문이다. 즉, 어떤 투자로 인해 증가된 위험은 채권자들의 기대 수익을 감소시키는 반면 주주들에게는 그만큼의 기대수익을 증가시킨다. 이처럼 부채가 자본에 비해 너무 큰 경우에는 지나치게 위험이 큰 곳에 투자를 하게 되어 투자가 비효율적으로 되기 쉽다.

물론 기업에 자금을 빌려주려고 하는 채권자들의 입장에서는 기업의 소유주들이 이처럼 비효율적인 투자를 할 가능성에 대해서 잘 예측을 해야 하고, 따라서 자금을 대

출하려고 하는 액수에 제한을 가하거나 또는 채권자가 기대하는 수익률을 점차 높이게 될 것이다. 그 결과 비효율적인 투자에 대한 기대 비용은 다시 주주들의 부담으로 돌아가게 되고, 이것은 다시 주주들이나 경영자들이 위험이 큰 투자를 수행하고자 하는 인센티브를 감소시키게 된다. 주주들이 너무 위험이 큰 곳에 투자하는 것을 저지하기 위해서 자금을 대출할 때 너무 위험이 큰 곳에는 투자하지 못하도록 제한을 가하는 계약을 할 수도 있고, 또는 과도한 위험에 투자하는 경우 자금을 즉각 회수할 수 있는 은행의 단기 대출을 택하게 될 것이다.

5.4.2 부채와 낮은 투자율

만일 어떤 기업이 이미 상당히 과도한 부채를 갖고 있는 경우에는 수익성이 아주 큰 좋은 투자기회를 확보해도 이에 투자하지 못하는 경우가 발생할 수가 있다. 예를 들어 어떤 기업의 현재 부채가 10억 원인데 이를 갚을 만한 현금을 보유하고 있지 못하다고 하자. 그런데 이 기업이 5억 원의 투자로 총 기대수익이 12억원, 즉 7억원의 순수익이 보장되는 좋은 투자 기회를 확보했다고 하자. 그런데 부채 이행에 대한 계약상 현재의 부채를 먼저 갚아야 한다면, 새로운 채권자는 이 투자를 위한 자금을 빌려주려고 하지 않을 것이다. 따라서 수익률이 매우 높고 확실한 이 투자는 이루어지지 않게 된다. 이처럼 기업의 부채가 너무 많은 경우는 비록 높은 수익이 확실하게 보장되는 투자 기회도 놓치게 되는 경우가 있을 수가 있다. 즉 과도한 부채로 인한 투자의 비효율성이 발생한다.

5.5 주주들의 경영에 대한 감독

주식회사의 이사회는 기업의 중요한 의 사결정을 할 때 주주들 및 다른 이해 관계자들의 이익을 대변하도록 되어 있다. 그러나 실제로 이사들이 항상 주주나 다른 이해 관계자들의 이익을 위해서 행동하는가가 문제이다. 그렇다면 이 이사들을 누가 어떻게 감독할 것인가의 문제에 봉착하게 된다. 결국 기업의 소유권을 갖고 있는 사람들 중에서 경영자들이 주주와 다른 이해관계자들을 위해서 열심히 일할 수 있도록 감독할 수 있는 누군가가 필요하게 된다. 그러나 대부분의 개별 투자자들은 소액 투자자들로서 그들의 지분이 너무나 적기 때문에 경영자들의 실적이나 이사들의 감독을 감독하는 비용을 감당할 만큼 그 인센티브가 충분하지 않다. 이런 경우 상당한 정도의 주식의 지분을 갖고 있는 주주들만 경영자와 이사들에 대한 감독의 비용을 감수하려고 할 것이다. 따라서 주식 소유의 집중도가 기업의 가치에 영향을 미친다고 할 수 있다.

주식의 상당한 지분을 갖고 있는 대주주들은 경영자들을 감독하고자 하는 상당한 인센티브를 가질 수 있고 또 큰 역할을 할 수도 있다. 대주주들은 경영자들과는 달리 이윤이 보장되지 않는 기업의 성장에는 관심이 없을 것이다. 특히 대주주가 이사회를 대표하는 경우에는 실적이 나쁜 경영자들을 해고하는 등의 수단을 통해서 경영자들을 효과적으로 감독할 수 있을 것이다.

어느 기업 주식의 상당한 지분을 갖고 있는 기관 투자자들은 어느 정도 감독자로서의 역할을 담당하려고 하고 또 할 수 있는가? 문제는 대주주로서 기관투자자의 역할을 하고 있는 기관의 자금 운영자들이 반드시 경영자들을 잘 감독할 수 있는 능력을 갖고 있다고 보기는 힘들다. 그리고 대부분의 기관 투자자들의 태도는 기업의 경영 방

법에 대해서는 가능하면 간섭하지 않고 만일 기업 경영의 성과가 좋지 않은 경우에는 단순히 소유하고 있는 주식을 팔기만 하면 된다고 생각한다.

대주주가 감독자로서의 역할을 하는데 발생하는 또 다른 문제는 그들이 실제로 과연 경영자들의 저항에 반하여 효과적으로 그들을 감독할 수 있는 충분한 영향력이 있는가 하는 문제이다. 실제로 매스컴을 통해서 우리가 접하는 많은 경우의 사례들을 보면 대주주와 경영자들 사이의 갈등은 자주 일어나고, 그런 경우 대주주의 의사에 반하는 경영자들의 저항이 매우 강하다는 것을 보여 주고 있고, 대주주들이 과연 소유권자로서 경영자들을 효과적으로 감독할 수 있는가 하는데는 많은 의문을 제기한다.

5.6 채권자들의 경영에 대한 감독

기업의 경영자들에 대한 감독 역할을 할 수 있는 것이 반드시 주식 투자자들만은 아니다. 채권자들도 기업의 경영 성과를 향상 시키도록 감독할 인센티브가 충분히 있다.

5.6.1 은행

대부분의 기업들은 그들의 자금 조달을 은행으로부터 한다. 그런데 은행이 개업에 돈을 빌려 줄 때는 그 기업의 재무구조가 얼마나 튼튼한가를 검토하고, 상환 능력이 충분하다고 판단될 때 자금을 대출해 준다. 이런 과정에서 은행은 기업의 경영 성과를 간접적으로 감독한다고 할 수 있을 것이다.

많은 경우 은행들은 기업의 운영자금을 위한 단기 대출을 해 주기도 하지만 장기 대출을 해 주는 경우도 있다. 장기 대출의 경우는 기업이 대개 어느 은행을 주거래 은

행으로 정하고, 때로는 이 주거래 은행이 기업의 이사진에 참여함으로써 기업 경영에 간접적으로 관여하기도 한다. 또한 어떤 경우는 그 기업의 주식의 일정 지분을 은행이 소유하기도 한다.

5.6.2 채권 소유자

기업에 자금 조달자가 단순히 채권 시장에서 기업이 발행한 회사채를 구입함으로써 투자자가 되는 경우에는 채권자가 기업 경영에 영향을 미칠 수 있는 것은 매우 간접적일 수밖에 없다. 이런 경우는 채권에 나타난 약관에 기업의 활동을 제한하는 정도의 것이다. 이런 약관의 내용은 대개 경영자들의 기회주의적 행동을 제한함으로써 채권의 가치를 보호하고자 하는 것이다. 예를 들어 이미 발행한 채권의 가치의 하락을 방지하기 위해서 기존 채권에 우선하여 갚는 채권의 발행을 못하게 한다든지, 전혀 새로운 사업에 투자하는 것을 제한한다든지, 또는 기업의 주요 자산의 매각을 못하게 한다든지 등의 내용이다.

VI. 맺는 말과 남은 문제들

기업의 재무구조가 각 이해 관계자들의 인센티브와 권리에 영향을 미친다면 이는 결국 M-M 이론에서의 결론과는 달리 기업의 가치에 영향을 미치게 된다. 기업의 자본구조는 주주, 경영자 및 채권자들의 인센티브와 행태 그리고 기업의 파산비용 등에 영향을 미친다. 따라서 재무구조의 변화는 이런 과정을 통해서 결국 기업의 수익에 영향을 주고 이는 결국 투자자들에 의해 판단되는 기업의 가치를 결정하는데 영향을 미

치게 되는 것이다.

그러나 기업의 각 이해 관계자들의 유인이나 행태에 영향을 미치는 것이 단순한 재무 지표인 부채/자본 비율만은 아니다. 경영자들이 갖고 있는 주식 지분의 비율, 주식 소유의 집중의 정도, 이사회 구성과 권한의 정도, 대출 계약상의 여러 가지 제약 조건들, 채권 약관상의 조건들, 등이 모두 복잡하게 얽혀서 각 관계자들의 인센티브와 행태에 영향을 미치게 된다.

그러나 지금까지의 모든 논의는 경영자들이 주주의 이익에 봉사해야 한다는 전제 위에서 어떻게 하면 그들이 주주의 이익을 극대화하는 방향으로 유도할 수 있는가에 초점을 맞추어 논의해 왔다. 그래서 경영자들의 기회주의적 행동의 가능성을 줄이는 방법이 무엇인가 하는 데 초점이 있었다. 그런데 과연 경영자들이 왜 주주의 이익을 위해서 봉사해야 하는가 하는 의문을 제기할 수가 있다. 이런 문제의 제기의 바탕에는 기업의 이사들이 주주만을 위해서가 아니라 “회사의 이익”을 위해 일해야 한다는 주장이다. 다시 말해서 이사들의 선량한 관리자로서의 의무 또는 충실 의무는 주주들만의 이익 실현을 위한 것이 아니라 오히려 회사의 최고 이익 실현과의 관계 속에서 요구되는 것으로 파악하자는 것이다.

오늘날 공개 주식회사의 경우 회사의 소유주로서의 주주들과 회사와의 관계는 점점 멀어지고 있다. 주주는 회사에 대해 장기적 관계 설정을 목표로 하지 않고 대부분 단기적 투자 이익에만 관심을 갖는다. 이런 상황에서 회사의 이사들이 주주의 이익만을 위해 일하도록 하는 것은 과연 바람직한 것인가? 오히려 이사들의 경영에 관한 의사결정의 기준을 주주들의 이익의 극대화에서 회사의 최고 이익의 극대화 쪽으로 바뀌어야

하는 것이 아닌가?

그렇다면 “회사의 최고 이익”이란 어떻게 정의될 수 있겠는가? 이는 회사의 “부의 창출 능력을 극대화”하는 것이라고 정의할 수 있을 것이다. 물론 현재의 부의 창출 능력 뿐 아니라 장래의 창출 능력까지 포함되어야 할 것이다. 또한 이사들은 주주들만의 이익을 위할 것이 아니라 광의의 회사 구성원들--주주(shareholders), 종업원(employee), 고객(customers), 채권자(creditors), 공급업자(suppliers), 지역사회(local community), 등--의 이익을 조화시키고 종합해야 할 것이다.

전통적인 논의에 의하면 주주 이외의 회사 구성원들은 모두 고정소득 청구권자(fixed income claimants)들이기 때문에 회사의 장기 발전에 관심이 없다고 하나 결코 그렇지는 않다. 종업원의 경우도 경험과 역량이 쌓이고, 회사 특유의 기술과 기능, 인간관계 등 인적 자본이 축적되면서 회사의 장기발전과 깊은 이해관계를 가지게 된다. 채권자, 공급업자, 그리고 지역사회 등도 모두 회사의 장기발전과 깊은 이해관계를 갖고 있다. 주주들의 경우도 단기 이익의 극대화에만 집착하지 않는다면 기업의 장기발전으로 인한 합당한 이익을 향유할 수 있게 된다. 따라서 회사의 부의 창출 능력을 장기적으로 높이는 방향으로 회사 구성원 모두의 이해관계를 수렴하는 것이 필요하다.

그러나 회사의 주인-대리인 관계를 주주와 경영자의 관계를 회사 구성원과 경영자의 관계로 바꾼다고 하더라도 역시 주인과 대리인 사이에서 발생하는 대리인 비용의 문제는 여전히 남는다. 회사 경영의 목표를 주주의 이익에서 회사의 이익으로 바꾼다고 하더라도 그 목표를 달성하기 위해서 누가 어떻게 경영자를 감독할 것인가 하는 문제

는 여전히 그대로 남아 있다.

참고 문헌

- Alchian, A. and Demsetz, H. (1972), "Production, Information Costs, and Economic Organization," *American Economic Review*, 62, 777-97
- Cooter, R. and Ulen, T. (1988), *Law and Economics*, Scott, Foresman, and Co.
- Demsetz, Herold (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 375-90
- Demsetz, H. (1988), *Ownership, Control, and the Firm*, Oxford: Basil Blackwell
- Grossman, S. and Hart, O. (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 4, August, 691-719
- Hart, O. and Moor, J. (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm," *Journal of Political Economy*, 98, December, 1119-58
- Hausman, H. (1988), "The Ownership of the Firm," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 4, Fall, 267-304
- Milgrom, P. and Roberts, J. (1992), *Economics, Organization, and Management*, Prentice-Hall
- Miller, M. (1988), "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years," *Journal of Economic Perspectives*, 2,

Fall, 99-120

- Modigliani, F. (1988), "M-M: Past, Present, Future," *Journal of Economic Perspectives*, 2, Fall, 149-58
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48, June, 261-97
- Stiglitz, J. (1988), "Why Financial Structure Matters," *Journal of Economic Perspectives*, 2, Fall, 121-26
- Williamson, O. (1988), "Corporate Finance and Corporate Governance," *Journal of Finance*, 43, 567-591
- Zeckhauser, Richard J. and Pound, John (1990), "Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance," R. Glen Hubbard, ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment Performance*, University of Chicago Press, 149-80

Financial Structure, Ownership, and Corporate Control

Sang-Yup Rhieu*, Kimoon Cheong**

Abstract

Ownership of an asset can be identified with the right to exercise "residual control" where the contract is silent about decision rights, or with the right to receive any "residual returns" that remain after contractual obligations are fulfilled. Although the concept of "ownership" seems reasonably clear in many of the cases, the concepts of residual control and the residual returns that define ownership are actually quite elusive. For large corporations, there is really no single individual who owns both the residual returns and the residual control.

Despite the limited qualifications, ownership is clearly the most common and effective means to motivate people to create, maintain, and improve the value of assets. In this paper, we try to clarify the relationships among financial structure, ownership, and corporate control with the concept of ownership defined as the residual control and the residual returns,

Financial securities are not just claims to part of a firm's net income. They give the security holder certain rights. A careful matching of rights of control and returns can create incentives that increase total value of the firms. In the corporate firms, managers, lenders, and shareholders have different interests. And the financial structure affects how different those interests are and what decisions management will make. Managers are, in general, better informed than investors about the firm's prospects. The financial decisions by managers may affect investors' beliefs and, therefore, the price of shares and the value of the firm.

* Professor, Department of Business Administration, Kangwon National University

** Professor, Department of Economics, Kangwon National University