財務管理硏究 第十六券 第二號(1999. 12), 71~89

우리나라에서 대리계약기간이 갖는 경제적 의미

이 의 경*

〈요 약〉

본 논문은 대리이론에서 대리계약기간이 시간적 차원에서 대리비용을 통제할 수 있는 중요한 요인이라는 점에 착안하여 연구를 수행한 것이다. 구체적으로는 우리나라에서의 대리계약기간을 조사하고 실증적인 방법으로 대리계약기간을 결정하는 요인을 찾아 보았다. 그 결과 우리나라에서 대리계약기간을 결정하는 요인은 성과적 변수보다 대리적 변수가 훨씬 높은 통계적 유의성을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 통해서 우리나라 기업들의 대리문제 해결양태를 정리할 수 있었는데 주로 내부승진 경영자, 친인척 경영자, 동일지역출신 경영자 등 인적요인을 통해서 대리문제를 해결하려는 것으로 파악되었다.

대리문제해결을 위한 이러한 방법들의 유효성을 보기 위해서 다음 단계로 우리나라 기업에서 대리비용의 존재여부를 실증적으로 확인하였다. 대리비용으로 과소투자의 가능성에 대해서 분석한 결과는 우리나라에서 대리계약기간의 장단에 따른 대리비용은 존재하지 않는 것으로 나타나서 우리나라 기업들이 사용하고 있는 대리문제의 통제방법은 유효하다고 추정할 수 있었다.

Ⅰ. 서 론

위임자와 대리인 사이에서 발생할 수 있는 대리문제는 시장실패를 가져다 줄 수 있기 때문에 이를 해결하기 위한 많은 연구가 수행되어 왔다. 시간적 차원에서 이러한 대리문제를 해결할 수 있는 방법 중에서 중요한 요인이 될 수 있는 것이 대리계약기간이다. 현실적으로 대부분의 대리계약이 다기간으로 체결되고 있으며 또한 위임자와 대리인의 의사결정고려기간(time horizon)이 서로 다르다는 것을 생각해보면 현실적인 대리관계에서 대리계약기간의 중요성을 알 수 있다.

대개는 대리인의 의사결정고려기간이 위임자의 그것에 비해서 짧기 때문에 대리계약

* 대진대학교 경영학과 조교수

** 본 논문은 1999년도 대진대학교 교내연구비에 의하여 연구되었음. 본 논문에 유익한 논평을 해주신 두 분의 심사위원께 감사드린다.

기간을 위임자와 일치시키면 대리문제를 해결할 수 있다는 추론이 가능하다. 그런데 경영학에서는 특별한 반증이 없는 한 계속기업(going concern)을 분석의 전제로 삼는다. 그래서 이러한 추론에 따르면 주주(위임자)와 경영자(대리인)사이의 대리관계에서 최적대리계약기간은 무한한 기간(infinite time horizon)이 될 것이다. 최적통제이론(optimal control theory)을 통해서 이러한 내용을 보인 선행연구도 있다.[1] 그러나 현실에서 보면 무한한 대리계약기간이란 존재하지 않으며 거의 모든 대리계약기간은 유한하게 운용되고 있다. 그래서 본 논문은 우리나라에서 현실적으로 유한하게 존재하는 대리계약기간을 산출하여 이를 실증적으로 분석하고 그 분석결과로부터 경제적 의미를 찾아내고자 한다.

구체적으로 본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅰ장 서론에 이어서 제Ⅱ장은 본 연구의 이론적 배경이 된다. 여기에서는 대리계약기간을 다기간으로 확장함으로써 대리문제를 상당한 수준까지 통제할 수 있다는 여러 선행연구에 대해서 고찰하였다. 제Ⅲ장과 제Ⅳ장은 본 연구의 핵심적 내용이라고 할 수 있는데 모두 실증적 접근방법을 이용하였다. 먼저 제Ⅲ장에서는 본 연구의 분석대상이 될 수 있는 대리관계를 우리나라의 기업환경에서 정의하고 이러한 관계 속에서 대리계약기간을 구하여 이를 결정하는 요인들을 분석하였다. 이 분석결과는 우리나라 기업들의 대리문제 해결양태를 시사하고 있는데 우리나라 기업들은 대리문제를 통제하기 위해서 재무계약적 요인보다는 인적 요인들을 주된 수단으로 이용하고 있음을 확인할 수 있었다. 제Ⅳ장에서는 대리계약기간에서 파악된 우리나라 기업들의 대리문제에 대한 통제수단이 현실적으로 유효하게 작용하는가를 확인하고자 하였다. 여러 대리비용 중에서 과소투자의 가능성(underinvestment incentives)을 분석대상으로 검증한 결과 이들 통제수단이 대리문제를 발생시키는 목표불일치(goal incongruency)요소를 제거함으로써 대리비용의 발생을 효과적으로 억제하고 있음을 확인할 수 있었다. 그래서 우리나라에서는 대리계약기간에 의한 시간적 차원에서 발생할 수 있는 대리비용, 즉 과소투자의 문제는 존재하지 않는다고 결론을 내릴 수 있었다. 마지막 제Ⅴ장에서는 본 연구의 내용을 요약하고 결론과 한계점을 밝혔다.

---

1) 이의경, "한국기업의 임원근속기간과 설비투자수준에 관한 연구", 재무관리연구, 제15권 제1호, 1998, 6.

Ⅱ. 이론적 배경과 선행연구

위임자와 대리인 사이에서 발생할 수 있는 대리문제는 단일기간 대리모형을 통해서 그 본질과 대리비용의 발생원천 및 유형을 명확하게 파악할 수 있다. 그러나 실제 경제현실을 살펴보면 계약기간이 단일기간으로 끝나는 경우보다 여러 기간에 걸쳐 있는 다기간인 경우가 훨씬 많다. 대표적인 예로 경영학의 주된 분석 대상이 되는 기업의 경우, 계속기업을 전제로 하기 때문에 기업을 중심으로 이루어지는 대부분의 계약이 단일기간으로 종결되는 경우가 오히려 드문 편이다. 그렇기 때문에 단일기간 대리모형은 이러한 현실을 반영하는 데에 그 한계가 있다고 할 수 있다. 따라서 계약기간을 다기간으로 확장하는 경우 대리문제에 나타나는 경제적 효과와 그 배경을 살펴 볼 필요가 있는 것이다.

대리모형을 시간적 차원에서 다기간으로 확장하면 대리문제를 어느 정도 해결할 수 있을 것이라는 것이 일반적인 견해이다. 이에는 다음과 같은 근거가 있다.

첫 번째 이유는 대리인이 노력회피행위를 함으로써 나타날 낮은 수준의 성과가 그에 대한 명성(reputation)을 나쁘게 하거나 노동시장에서 그의 능력에 대한 평가를 낮게 만들어 결국에는 다른 위임자들이 미래에 그에게 지급하려는 임금을 낮추게 할 것이라는 것을 알고 있기 때문이다. 즉, 다기간에서는 각 기간의 성과에 근거한 임금결정과정(wage revision process)을 통해서 도덕적 위험의 문제를 제거할 수 있는 가능성이 있기 때문이다.[2)]

두 번째 이유는 계약기간을 다기간으로 확장하면, 위임자는 대리인을 보상하거나 징계할 수 있는 더 많은 기회를 갖게 되기 때문이다. 즉, 위임자는 대리인으로 하여금 주어진 특정수준의 노력을 더욱 효율적으로 투입하게 하거나 열심히 일하도록 하는 동기를 제공하기 위해서 당기의 보상뿐만 아니라 미래기간의 계약을 이용할 수 있으므로 대리인의 노력회피행위를 방지할 수 있는 것이다.

세 번째 이유는 대리인의 성과를 불확실하게 만드는 우연적 요소(random factor)가 여러 기간에 걸쳐 평균화될 수 있고 위임자는 이 평균화된 요소가 성과에 미치는 영향을 파악할 수 있으므로 위임자는 대리인의 노력행위를 더욱 정확하게 평가할 수 있게 되기 때문이다.[3)]

---

2) Fama,E.F., "Agency Problems and the Theory of the Firm," Journal of Political Economy, Apr.1980, pp.288-307.

3) Lambert,R.A., "Managerial Incentives in Multiperiod Agency Relationships," Ph.D. Dissertation, Stanford University, 1981, p.56.

이러한 맥락에서 단일기간 대리이론을 다기간으로 확장하고자 하는 많은 노력이 수행되었다.[4] Fama(1980)는 계속적인 임금조정과정을 통하여 극단적으로 도덕적 위험문제를 제거할 수 있는 다기간 경영유인모형(multiperiod managerial incentive model)을 논의했다. 이 연구는 Radner(1980)와 Rubinstein & Yaari(1983)연구의 극단적 경우와 일치된다고 볼 수 있다. 그렇지만 Lambert(1981,1983)는 이러한 결과가 무한한 시간영역(infinite time horizon)이 존재하며, 미래효용에 대한 할인이 없다는 두 가지 비현실적인 가정에 결정적으로 의존한다고 비판하였다. 또한 그는 유한한 시간영역(finite time horizon)에서는 불확실성이 완전하지는 않지만 상당히 제거될 수 있고, 이에 따라 대리인이 과거행동과 연계하여 시간이 경과됨에 따라 자신의 노력을 조정하고자 하는 유인을 최적계약조차도 완전히 제거하지 못한다는 점을 보여주었다. 따라서 그의 모형에서는 시간 경과에 따라 완만한 소비의 흐름을 가진 장기계약(long-term contract)이 중요한 역할을 하는 것으로 인식되고 있다. 한편, 이와 관련하여 유사한 결과가 Rogerson(1985)에 의해서도 독자적으로 연구되었다. 그는 Grossman & Hart(1983)의 접근방법을 이용해서 반복적으로 도덕적 위험 문제가 존재하는 모든 파레토최적계약에서 과거의 성과를 반영하는 기억(memory)이 매우 중요한 역할을 한다는 것을 보여주었다.

Lambert(1983)에 의해 개발된 다기간 대리모형에서의 가정은 기간개념이 도입된 점 이외에는 단일기간 대리모형의 그것과 크게 다른 것은 없다. 왜냐하면 각 기간의 효용과 생산함수는 기간별로 분리가산(additively separable)할 수 있다는 기간간 상호독립성을 가정하였기 때문이다. 그는 이러한 가정 하에서 선계약(precommitment)이 있는 경우와 선계약이 없는 경우의 다기간 대리모형을 연구하였다.

그리고 Pinches(1994)는 투자안의 경제성 평가기법으로 회수기간법이 자주 이용되는 것이 위임자와 대리인간의 의사결정고려기간의 차이에서 발생하는 현상이라고 하였다. 즉, 대리인인 경영자는 자신의 임기를 고려해야 할 것이고 위임자인 주주에 비해서 의사결정고려기간이 짧기 때문에 주로 자신의 임기에서 성과가 나타날 수 있는 투자안, 즉 회수기간이 짧은 투자안을 주로 선택한다는 것이다. 그럼으로써 자신의 명성을 높인다는 것이다. 이 역시 대리계약기간을 늘려서 위임자의 의사결정고려기간과 일치시키면 대리문제를 해결할 수 있음을 시사한다. 이는 Lambert(1986)가 과소투자의 문제를 초래할 수 있는 요인으로 위임자와 대리인간의 의사결정고려기간의 차이를 지적한 것과 일맥상통하는 것이며 본 논문의 연구동기이기도 하다.

---

4) Strong, N. and Walker,M., Information and Capital Market, Basil Blackwell Ltd., 1987, pp.177-178.

Ⅲ. 대리계약기간의 결정에 대한 실증분석

1. 모형의 설정

1) 대리관계의 설정

본 논문에서는 우리나라 기업의 소유주와 경영자 사이의 관계를 대리관계로 파악하고자 한다. 이때 기업의 소유주는 실질적 지배력을 갖는 최대주주로 정의하고 이와 경영자를 대리계약의 위임자와 대리인으로 간주할 것이다. 그런데 전문경영체제가 확립되어 있지 않은 우리나라 기업현실을 감안할 때 이러한 경우 투자의사결정권한이 대리인, 즉 경영자에게 실질적으로 위임되어 있지 않다고 하여 이들간의 관계를 대리관계로 볼 수 있는가 하는 데에 회의적인 시각이 제기될 수 있다. 우리나라 기업풍토상 실질적 경영권이 최대주주에게 집중되어 있다고 보는 것이 일반적인 인식이기 때문이다.

그러나 이들간의 관계가 완전하게 투자의사결정권한이 위임되어 있는 관계는 아니더라도 다음과 같은 근거로 대리관계가 성립된다고 볼 수 있다.

첫째, 현대 기업이 대규모화되고 경영환경이 복잡해지면서 투자결정에 고도의 정보를 요하기 때문에 소유주는 점점 더 경영자의 전문적 지식에 의존하게 된다는 것이다.

둘째, 투자안의 채택여부, 즉 투자결정은 최종적으로 소유주에 의해 이루어지더라도 투자대상의 선정은 경영자의 정보집합에 의존하게 된다는 것이다. 왜냐하면 투자안에 대한 정보제공은 경영자에 의해 이루어지는 것이 일반적이기 때문이다.

셋째, 특정 투자안에 대해 소유주가 긍정적인 입장을 가졌더라도 반대입장을 갖는 경영자가 많으면 많을수록 투자안이 기각될 가능성이 높기 때문이다.

이러한 배경에서 주주와 경영자간의 대리관계를 분석하는 것이 우리나라 기업의 소유구조상 특수성을 고려하더라도 나름대로 그 의미가 있다고 판단된다.

2) 대리계약기간의 정의

본 실증연구에서는 대리계약관계를 주주와 경영자 사이의 관계로 설정하였으므로 우선 이들간의 대리계약기간으로 대용할 수 있는 실증변수를 찾아야 할 것이다. 현행 상법에서는 이사의 임기를 3년으로 규정하고 있으나 연임에 대한 제한이 없고 또한 현실적으로 대부분의 임원들이 그 이상 재직하고 있으므로 본 연구에서는 표본기업 임원들의 평균근속기간을 산출하여 이를 대리계약기간의 대용변수로 사용할 것이다.

물론 임원의 평균근속기간이 명문화된 계약기간이 아니어서 대용변수로서의 적합성에 이의가 있을 수도 있겠으나 그럼에도 이를 대용변수로 사용한 것은 대리인의 입장에서는 소속기업의 임원 평균근속기간을 곧 자신의 대리계약기간에 대한 기대값으로 받아들일 것이라고 판단해서이다.

<표 1> 표본기업과 대리계약기간

(단위:개월)

회 사 명	기 간	회 사 명	기 간	회 사 명	기 간
대한제분(주)	150	태양금속공업(주)	145	(주) 경 농	135
동양제과(주)	96	(주)삼표제작소	102	대한페인트잉크(주)	222
(주)롯데삼강	121	금성계전(주)	33	영진약품공업(주)	146
(주) 미 원	122	금호전기(주)	108	(주)유한양행	107
(주) 백 화	118	대한전선(주)	93	조흥화학공업(주)	216
삼양식품(주)	35	아남산업(주)	63	한국카프로락탐(주)	109
(주) 진 로	89	한국전자(주)	71	(주) 금 호	153
(주) 풍 진	30	국제전선(주)	57	삼영화학공업(주)	111
(주) 경 방	139	태일정밀(주)	87	(주)우성산업	67
대한방직(주)	136	신광기업(주)	67	(주) 일 성	24
동국방직(주)	142	강원산업(주)	211	대림통상(주)	135
(주) 백 양	91	삼익악기(주)	204	조선선재(주)	124
일신방직(주)	100	동양맥주(주)	205	동양물산기업(주)	85
국제약품공업(주)	85	두산음료(주)	91	한국종합기계(주)	51
동양화학공업(주)	154	롯데칠성음료(주)	107	금성전선(주)	145
유유산업(주)	98	미원식품(주)	29	대원전선(주)	117
(주) 조 비	81	(주) 빙그레	37	동양정밀공업(주)	44
(주)중외제약	136	샘표식품공업(주)	115	(주) 인 켈	106
한독약품공업(주)	166	(주)크라운제과	109	대원강업(주)	118
내쇼날프라스틱(주)	99	해태제과(주)	107	한신기계공업(주)	38
(주) 서 통	116	고려합섬(주)	76	쌍용중공업(주)	41
이수화학공업(주)	59	동국무역(주)	169	(주) 서 광	96
금호석유화학(주)	130	동양나이론(주)	141	연합철강(주)	34
삼화왕관(주)	34	(주)선경인더스트리	129		

이 때 평균근속기간은 1991년도 대차대조표일 현재 재직 중인 임원들의 근속기간의 평균값으로 산출하였다. 여기서 임원의 개인별 근속기간은 최초 임원발령일을 기산일로 해서 기준일까지의 기간을 산출하였는데 입사일을 사용하지 않은 이유는 입사일로부터 임원발령일 이전까지의 기간은 주주와의 관계라고 하기보다는 경영자와의 관계이

고 임원발령일 이후부터의 기간이 주주와의 대리관계라고 볼 수 있기 때문이다. 또한 근속기간으로 과거 재직하였던 임원들의 평균근속기간을 대용값으로 사용하는 것이 더 정확한 값이라는 주장이 있을 수 있겠다. 그러나 이 경우에는 현재 재직 중인 임원의 근속기간을 반영할 수 없는 결정적인 문제가 대두된다. 따라서 이러한 문제점을 극복하기 위해서 현재 재직중인 임원들의 평균근속기간을 대용값으로 이용하였다.

한편, 표본기업의 결정에서는 임원선임과정에서 외부적 요인에 의한 영향이 큰 금융업을 우선 제외시켰다. 그리고 기준일 현재 10년 정도 계속적으로 상장되어 있는 안정적인 제조기업으로 국한하였다. 표본으로 채택된 71개의 기업과 이들 기업들로부터 산출한 대리계약기간은 <표 1>에 제시되어 있다.

3) 모형의 설정

본 장에서는 우리나라 기업현실에서 대리계약기간을 결정하는 요인을 실증적인 접근방법으로 찾아내고 이러한 요인들이 갖는 경제적 의미를 분석하는 것이 주된 작업이다. 이를 위해서 <식 1>과 같은 다중회귀분석모형을 설정하였다.

$$T = t(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6) \qquad \text{(식 1)}$$

종 속 변 수		T : 경영자의 평균근속기간
독립변수	대리변수	X_1 : 친인척 경영자비율 (REL) X_2 : 동일지역출신 경영자비율 (REG) X_3 : 내부승진 경영자비율 (INP) X_4 : 경영자의 지분율 (DR)
	성과변수	X_5 : 최근 5년간 매출액증가율 (GW1) X_6 : 최근 5년간 영업이익증가율 (GW2)

이 모형에서는 앞서 수집된 표본기업들의 대리계약기간을 종속변수로 하고 이를 설명할 수 있을 것으로 기대되는 독립변수들을 크게 대리적 특성을 갖는 변수군과 성과적 특성을 갖는 변수군으로 양분하여 열거하였다.

모형에서와 같은 독립변수들을 선정하게 된 배경은 다음과 같다. 위임자와 대리인간의 대리관계에서 대리비용을 발생시키는 요인은 양자간의 목표불일치(goal incongruency)와 대리인의 행동에 대한 정보비대칭(information asymmetry), 두 가지

요인이다. 따라서 이 중 한 가지 요인만이라도 제거하면 대리비용은 발생하지 않게 될 것이므로 위임자는 대리계약을 체결하거나 계약기간을 연장할 때에 이러한 요인을 고려할 것으로 생각된다.

그런데 기업의 역사가 오래되고 소유와 경영의 분리가 비교적 잘 이루어진 미국 등 선진국에서는 경영자의 성과를 중요한 근거로 임원을 선정하거나 계약기간을 연장할 것으로 생각된다. 이러한 특징을 우리나라에서 확인하기 위하여 본 모형에서 매출액증가율, 영업이익증가율 등을 성과변수로 도입하였다.

그러나 우리나라에서는 기업환경이 미국 등 선진국과는 달라서 경영자노동시장(managerial labor market)이 형성되어 있지 못하기 때문에 임원선임과정이 인적, 지역적 연고에 영향을 받는 경우가 많다. 이러한 실정을 감안하여 본 모형에서는 친인척경영자비율, 동일지역출신 경영자비율, 그리고 내부승진 경영자비율 등과 같은 변수들을 도입하였다. 또 한편으로 재무계약적인 방법으로 대리문제를 해결할 수도 있으므로 이러한 관점에서 경영자의 주식보유비율을 독립변수로 추가하였다.

(식 1)로 나타낸 모형에서 독립변수 X_1, X_2, X_3, X_4는 위임자가 앞서 언급한 목표불일치요인을 제거하기 위해 도입한 대리적 변수들로 볼 수 있다. 이 중 X_1, X_2는 각각 최대주주와의 친인척 관계, 동일지역출신의 경영자비율로서 우리나라 기업환경의 특수성을 실증적으로 확인할 수 있는 대리적 변수들이다. 그리고 X_3는 임원으로 발령되기 이전부터 해당기업에서 근무한 내부승진 경영자의 비율로서 우리나라 경영자노동시장의 상황을 파악할 수 있는 변수로 예상된다. 또한 X_4는 경영자의 주식보유율인데 이는 대리문제를 해결하기 위한 재무계약적 변수로 볼 수 있다. 왜냐하면 위임자는 대리인인 경영자에게 회사주식을 보유하게 함으로써 목표일치정도를 높일 수 있기 때문이다.

한편 X_5, X_6는 투자와 관련된 성과적 변수들인데 이는 정보비대칭적 상황에서 관찰불가능한 대리인의 행동에 대한 추정을 가능하게 해주는 변수들로 볼 수 있다. 이 중 X_5는 기준일 이전의 최근 5년간 매출액 증가율의 기하평균값으로서 기업의 성장성을 나타내는 변수이고, X_6는 동일한 기간의 영업이익 증가율 기하평균값인데 이는 수익성을 의미하는 변수이다. 이러한 변수는 대리계약기간의 결정, 즉 대리계약의 반복체결 시 성과적 요인이 반영되는지 여부를 확인하기 위해 도입한 것이다.[5]

---

5) 물론 이외에도 총자산증가율, 순이익증가율 등 다양한 성과변수가 있겠으나 본 연구의 후반부에서는 대리비용의 존재여부를 과소투자의 문제로 확인하고자 하기 때문에 총자산증가율이나 순이익증가율 등은

이들 각 변수에 대한 자료는 증권거래소에 공시된 표본기업의 사업보고서, 한국상장회사협의회의 상장회사경영인명록, 한국신용평가(주)의 한국기업재무총람 및 표본기업의 법인등기부등본, 그리고 설문지 등을 통해서 구하였다.

2. 실증분석의 결과

<표 2>는 실증분석에 앞서 이들 여섯 가지 설명변수의 기초통계량을 요약한 것이다. 그리고 이들 설명변수들의 속성을 생각해보면 다중공선성(multi -collinearity)의 문제가 제기될 수 있음을 알 수 있다. 그래서 설명변수들간의 상관계수를 산출하여 <표 3>에 정리하였다. <표 3>의 상관계수 매트릭스를 보면 예상한 바와 같이 대리적 변수는 대리적 변수들끼리, 성과적 변수는 성과적 변수들끼리 어느 정도의 상관성을 나타내고 있으므로 모형의 실증분석에서 설명변수들간의 다중공선성의 문제를 함께 검토할 필요성이 대두된다.

<표 2> 계약기간 결정변수들의 기초통계량

변수	평균값	표준편차	총계	최소값	최대값
REL	22.29155	19.41342	1583.00	0	80.00
REG	42.05070	27.28816	2986.00	0	99.90
INP	53.64930	30.78748	3809.00	0	100.00
DR	13.71127	11.48641	973.50	0	50.70
GW1	13.75775	9.00065	976.80	-5.30	61.70
GW2	9.85775	18.84055	699.90	-34.90	72.10

<표 4>는 상기 실증모형에 대해 다중회귀분석을 수행한 결과를 나타낸 것이다. 실증결과를 살펴보면 먼저 모형의 적합도를 나타내는 F-value와 설명력을 나타내는 R-square는 각각 17.806, 0.6254로 나와 통계적으로 상당히 의미있는 결과를 보이고 있다. 그리고 대리적 변수들에 대한 회귀계수의 t-value는 모두 10% 유의수준에서 의미있는 결과로 나타났으며 특히 친인척 경영자 비율, 동일지역출신 경영자비율, 내부승진 경영자 비율은 매우 설명력이 높은 변수로 보인다.

본 연구의 성과변수로는 부적합하다고 판단된다. 왜냐하면 총자산증가율은 투자활동의 결과값이고 순이익증가율은 손익계산서의 구조에서 보면 투자활동뿐만 아니라 영업외손익항목인 재무활동이나 특별항목까지 포함되는 개념이기 때문이다.

<표 3> 계약기간 결정변수들간의 상관계수 매트릭스

	REL	REG	INP	DR	GW1	GW2
REL	1.0000					
REG	0.3036	1.0000				
INP	0.3037	0.4477	1.0000			
DR	0.1350	0.1798	0.1875	1.0000		
GW1	0.0044	-0.0025	-0.1613	-0.0913	1.0000	
GW2	-0.1549	-0.0397	-0.2319	-0.1662	0.6681	1.0000

<표 4> 계약기간 결정모형에 대한 회귀분석 결과

(1) 분산분석의 결과

Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Value	Prob>F
Model	6	101921.39029	16986.89838	17.806	0.0001
Error	64	61056.15900	954.00248		
C Total	70	162977.54930			

Root MSE	30.88693	R-square	0.6254
CT Mean	106.32394	Adj R-sq	0.5902
C.V.	29.04984		

(2) 회귀계수의 추정결과

Variable	Parameter Estimate	Standard Error	T for Ho : Parameter=0	Prob > |T|
INTERCEP	26.188251	11.01556267	2.377	0.0204
REL	0.584645	0.20734292	2.820	0.0064
REG	0.382842	0.15590531	2.456	0.0168
INP	0.813689	0.14072710	5.782	0.0001
DR	0.559754	0.33283160	1.682	0.0975
GW1	-0.126941	0.55813359	-0.227	0.8208
GW2	0.144245	0.27337741	0.528	0.5996

그러나 성과적 변수들은 t-value가 매우 낮게 나타나서 대리계약기간을 설명하는데는 미흡한 결과를 보이고 있다. 특히 매출액증가율의 경우에는 회귀계수의 부호가 음(-)의 값을 가져서 이론적 기대와는 상반된 결과를 보이고 있다. 이는 우리나라에서는 위임자가 대리계약을 반복체결하거나, 대리계약기간을 결정할 때에 성과적 변수를 중요한 요인으로 고려하지 않는다는 해석이 된다.

그리고 앞서 언급한 바와 같이 <표 3>에서 보여진 설명변수들간에 존재하는 다중공선성의 문제가 어느 정도인지를 분석할 필요가 있다. 그 정도가 심각하여 본 모형을 이용한 회귀계수의 추정이 의미가 없게 되면 대체적인 모형을 모색하여야 하기 때문이다. 이러한 필요성에서 이들 변수들간의 다중공선성을 확인한 결과가 <표 5>에서 나타나 있다. <표 5>에 나타난 $X'X$ 행렬의 고유값(eigenvalue)이나 이를 통해서 산출한 condition number ηi 를 보면 회귀계수를 추정하는 정확도에 영향을 주는 다중공선성은 존재하지 않는다고 볼 수 있다.[6]

<표 5> 계약기간 결정변수들간의 다중공선성 분석결과

Number	Eigen value	Condi-tion Number	Var Prop INTER-CEP	Var Prop REL	Var Prop REG	Var Prop INP	Var Prop DR	Var Prop GW1	Var Prop GW2
1	4.96359	1.00000	0.0041	0.0101	0.0073	0.0059	0.0104	0.0050	0.0047
2	1.00270	2.22492	0.0001	0.0217	0.0047	0.0094	0.0219	0.0221	0.2684
3	0.36771	3.67406	0.0008	0.3462	0.0095	0.0037	0.6427	0.0001	0.0002
4	0.26845	4.29997	0.0061	0.5575	0.1926	0.1238	0.1960	0.0046	0.0040
5	0.18263	5.21332	0.1102	0.0489	0.3699	0.0225	0.0840	0.2402	0.3315
6	0.13748	6.00875	0.0028	0.0137	0.4133	0.5972	0.0040	0.1976	0.2975
7	0.07745	8.00553	0.8758	0.0019	0.0027	0.2376	0.0409	0.5304	0.0937

다중공선성 분석이외에도 상기 회귀모형에 대해서 상수항을 배제한 상태에서 유의적인 설명변수를 찾고자 stepwise 방법으로 회귀분석도 수행하였다. 그 결과, 유의수준을 15%로 보면 모든 대리적 변수들이 의미있는 설명변수로 채택되지만 10% 유의수준에서는 경영자의 지분율(X_4 : DR)은 제외되는 것을 확인할 수 있었다. 이는 우리기업들이 대리적 변수 중에서 재무적 계약에 의한 통제는 비교적 중요하게 고려하지 않고 있다는 의미가 된다. 경영자 지분율을 제외하고 친인척 경영자비율, 동일지역출신 경영자비율 및 내부승진 경영자비율로 설명하는 모형을 분석한 결과는 그 통계적 유의성이 매우 높았다.[7]

---

6) 일반적으로 eigenvalue가 0에 매우 가깝고 ηi가 30이상이면서 이에 대응하는 회귀계수들에 대한 분산의 비율이 크면 다중공선성이 존재한다고 본다.

7) F-value는 34.66, R-square는 0.6081이었으며 각 설명변수의 t-value도 매우 높아서 유의수준 1%에서도 모두 유의한 변수임을 확인할 수 있었다.

3. 한국기업의 대리문제 해결양태

이제는 대리계약기간의 결정에 대한 앞서의 실증결과로부터 우리나라 기업들이 대리문제를 해결하기 위해서 어떤 방법을 이용하고 있는지 분석하고 이에 대한 경제적 의미를 다음과 같이 정리하였다.

첫째, 대리문제는 대리인과 위임자의 목표불일치, 대리인의 노력수준에 대한 관찰불가능성(정보비대칭)에 의해서 발생하는 것이다. 위임자의 관점에서 볼 때에 (식 1)에서 대리적 요인은 목표불일치요인을 제거하기 위한 변수이고 성과적 요인은 정보비대칭요인을 제거하기 위한 변수라고 할 수 있다. 그런데 실증분석의 결과는 대리적 요인이 정보비대칭요인에 비해서 통계적 유의성이 훨씬 높음을 보여주고 있다. 이것은 우리나라 기업들이 대리문제를 해결하는데 있어서 정보비대칭요인보다는 목표불일치요인을 제거하는데 더 치중하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 우리나라 기업들은 대리문제를 통제하는데 있어서 사후적인 통제방법보다는 사전적인 통제방법을 이용하고 있는 것으로 보인다. 그 근거는 다음과 같다. 대리계약을 체결하거나 연장할 때에 사전적으로 그 목표가 위임자의 목표와 일치되는 경영자를 대리인으로 선택하기 때문이다. 친인척 경영자, 동일지역출신 경영자, 내부승진 경영자 등이 모두 위임자가 자신과 목표가 같다고 믿는 대리인으로 볼 수 있다. 이와는 반대로 위임자는 대리인의 사후적 성과를 관찰하고 이를 중요한 변수로 고려해서 대리계약을 체결하는 것으로 보이지는 않는다.

셋째, 우리나라 기업들은 목표불일치를 제거하는 방법 중에서도 재무계약적 요인보다는 인적요인에 크게 의존하고 있다고 볼 수 있다. 경영자에게 주식을 보유하게 함으로써 목표불일치문제를 해결할 수도 있는데 우리나라 기업들은 이러한 재무계약적 방법은 그리 선호하지 않는 것으로 보인다. 이보다는 친인척 경영자, 동일지역출신 경영자 등을 대리인으로 내세움으로써 대리문제를 해결하려는 것으로 풀이된다.

넷째, 대리적 변수 중에서 내부승진 경영자 비율은 우리나라 기업현실에서 경영자노동시장의 상황을 파악할 수 있는 변수가 된다. 즉, 본 연구의 실증결과는 대리계약기간을 결정하는 변수들 중에서 내부승진 경영자 비율이 가장 설명력이 높은 변수임을 보여주고 있는데 이것은 우리나라 기업환경에서는 경영자노동시장이 거의 존재하지 않음을 의미한다. 그렇기 때문에 위임자는 대리인 선택을 전적으로 기업내부시장에 의존하고 있는 결과로 나타난 것이다.

다섯째, 친인척 경영자 비율이나 동일지역출신의 경영자비율도 대리계약기간에 대한

설명력이 상당히 높은데 이는 혈연, 지연중심으로 이루어지는 우리나라의 기업경영형태를 감안할 때 예상할 수 있었던 결과이다. 그리고 친인척 경영자 비율이 동일지역출신의 경영자비율보다 설명력이 약간 높게 나온 것도 위임자가 대리문제를 해결하는 방법에서 대리인을 선정하는 우선순위를 반영하는 것으로 볼 수 있다. 즉, 1차적으로 친인척 경영자를, 그리고 2차적으로 동일지역출신 경영자를 대리인으로 선정한다는 것이다.

Ⅳ. 대리비용의 존재확인

1. 대리비용의 정의

제Ⅲ장에서의 실증결과를 통해서 우리나라 기업들이 어떤 방법으로 대리문제를 통제하고 있는지를 확인할 수 있었다. 본 장에서는 우리나라 기업들이 사용하고 있는 이러한 대리문제 해결방법이 실제로 대리비용을 감소시키는데 유효성(effectiveness)을 달성하고 있는가를 보고자 한다. 이를 위해서는 먼저 어떤 대리비용을 분석대상으로 할 것인가를 결정해야 할 것이다.

대리이론에서 연구대상이 되는 대리비용은 대리관계의 설정과 관점에 따라서 그 중요성이 다양하게 인식되어 여러 유형으로 정의, 분류되고 있다. Jensen & Meckling(1976)은 소유경영자, 외부주주 및 채권자사이의 대리관계에서 대리비용을 발생유형에 따라 감시비용(monitoring cost), 보증비용(bonding cost) 및 잔여손실(residual loss) 등으로 분류하였으며, Smith & Warner(1976)는 주주와 채권자사이의 대리관계에서 발생하는 부채의 대리비용을 배당지급유인, 부채의 추가조달유인, 자산대체유인 및 과소투자유인 등으로 정리하였다. 그리고 Barnea, Haugen & Senbet(1985)는 전반적인 관점에서, 대리비용의 발생원천을 기준으로 크게 지분의 대리비용, 부채의 대리비용으로 분류하고 지분의 대리비용으로 특권적 소비와 정보불균형을, 부채의 대리비용으로는 과대위험부담유인, 과소투자유인 및 파산비용을 들고 있다.

본 연구에서는 이러한 여러 대리비용 중에서 과소투자의 문제를 분석대상으로 하였다. 과소투자의 문제는 일반적으로 소유주주와 채권자 사이에서 발생하여 부채의 대리비용으로 인식된다. 그러나 John & Nachman(1985)은 지분의 대리비용으로서 과소투자문제를 제시하였고 특히 Lambert(1986), Pinches(1994) 등은 위임자와 대리인의 의사결정고려기간의 차이에 따른 과소투자의 발생가능성을 지적한 바 있다. 이러한 지적에 근거하여 본 연구에서 주주와 경영자 사이에서 대리비용으로 과소투자문제를 분석하는

것이다.

분석대상이 되는 대리비용을 과소투자의 가능성으로 정한 후 다음 단계로 투자변수에 대한 대용변수를 결정해야 한다. 투자변수의 대용변수로는 대개 R&D지출 또는 유형고정자산의 증가액이 이용된다. 그러나 본 실증연구에서는 투자변수를 기업의 고유영업에 공헌하는 기계설비로 국한하고자 한다. 왜냐하면 R&D지출자료를 수집해 본 결과 산업별, 기업별로 심한 편차를 보여서 통계적 유의성을 기대하기 어렵다고 판단되었기 때문이다.

또 다른 투자개념으로 기계장치는 물론 토지, 건물 등을 포함한 유형고정자산 전체를 고려할 수 있다. 그러나 토지, 건물 등 부동산에 대한 투자는 우리나라 기업현실에서 그 투자의 성격상 기계장치의 경우보다 의사결정권한이 거의 소유주에게 집중되어 있다고 보여지며 따라서 경영자의 영향력은 상대적으로 매우 적을 것이므로 대리문제를 확인하는데는 부적합한 투자개념으로 생각된다. 또한 본 논문의 실증연구에서는 성과변수로서 매출액과 영업이익을 사용하였는데 이는 모두 개별기업의 자본구조 차이에 따른 효과나 영업외 항목 및 특별손익항목을 배제하고자 한 것이었다. 그리고 토지, 건물 등 부동산투자에 따른 성과는 우리나라 기업회계기준에 따르면 처분시점의 특별손익 또는 재평가시점의 재평가차익으로 실현되기 때문에 유형고정자산을 투자변수로 사용하면 투자와 이로 인한 성과와의 논리적 일관성이 결여된다. 이같이 본 논문의 이론적 배경, 투자와 성과의 일관성 등을 고려하여 본 실증연구에서는 투자의 개념을 기업고유의 영업활동에 공헌하는 기계장치로 한정하는 것이다.

2. 가설설정과 실증분석

앞서의 실증결과를 보면 우리나라 기업들의 대리문제 해결양태는 주로 인적요인에 치중되어 있음을 알 수 있다. 이는 미국 등 금융선진국들과 크게 차별되는 특징으로서 우리나라 기업들이 갖고 있는 특수한 양태로 볼 수 있다. 이제 이러한 방법들이 효과적으로 대리문제를 통제하고 있는지를 살펴본다. 구체적으로는 과소투자의 가능성을 확인하기 위해서 다음과 같은 가설을 검증할 것이다.

가설 : 대리계약기간은 기업의 투자수준과 무관하다.

이러한 가설을 검증하려는 이론적 배경은 다음과 같다. 즉, 미국 등 선진국에서라면 성과변수가 대리계약기간을 결정하는 중요한 요인이 될 것으로 생각되는데 이때에는

대리계약기간이 투자수준에 영향을 줄 것이다. 즉, 대리계약기간이 짧은 기업은 대리계약기간이 긴 기업에 비해서 투자수준이 상대적으로 낮게 나타날 것으로 기대되는데 이러한 경우라면 대리계약기간의 장단에 따른 과소투자문제가 존재한다고 볼 수 있다.

그런데 우리나라 기업들은 대리인을 선정하는 과정에서 성과변수보다 대리변수를 중요하게 고려하고 있음을 앞서 확인하였다. 만약 이러한 방법이 유효하게 목표불일치요인을 제거하고 있다면 우리나라에서는 대리계약기간이 투자수준과 유의한 관계를 갖지 않을 것이다. 이러한 대리계약기간과 투자수준의 무관련성은 대리비용(과소투자문제)이 존재하지 않음을 보여줄 수 있는 것이다.[8]

가설검증에서 대리계약기간과 투자수준의 대용변수로는 전술한 바와 같이 임원의 평균근속기간과 총자산 중 기계장치비율을 이용하였다. <표 1>의 표본기업을 임원근속기간의 평균값 106.32개월을 기준으로 평균값 이상인 장기계약기업(Long-term Contract Firm : LCF)과 평균값 이하인 단기계약기업(Short-term Contract Firm : SCF)으로 분류하였다. 그 결과 총 71개 기업 중 LCF가 37개, SCF가 34개로 분류되었는데 LCF와 SCF, 두 집단에 대해서 투자수준을 피설명변수로 하여 T-TEST를 수행하였다.

<표 6>의 분석결과는 가설의 성립을 지지하는 것으로 나타났다. LCF와 SCF의 투자수준의 평균값은 각각 13.15 %, 10.91 %로 나타나서 SCF의 투자수준이 LCF의 투자수준보다 낮은 것으로 나타났다. 그런데 여기서 양 집단의 모분산이 같다는 귀무가설에 대한 검정 결과 Prob-value는 0.3695이므로 이를 기각할 수 없다. 따라서 모분산이 서로 같다는 가정 하에서 가설에 대한 검정 결과를 보아야 할 것인데 이때의 Prob-value는 0.3167이므로 양 집단의 투자수준은 대리계약기간과는 통계적 유의성을 갖고 있지 않음을 보여주고 있다. 따라서 우리나라 기업현실에서는 계약기간이 투자수준에 영향을 준다고 볼 수 없는 것이다.

여기서 과소투자의 정도를 측정하기 위해 단순히 투자수준을 측정하는 것에 이의가 제기될 수 있다. 그러나 특정시점의 투자수준은 스톡개념으로서 과거의 투자활동, 즉 플로우개념이 누적된 결과이기 때문에 과소투자문제를 확인하는 데에는 무리가 없다고 생각된다.

그런데 엄밀한 의미로 과소투자의 문제는 성장기회가 동일하다는 가정하에서 비교파악하여야 하는 개념이기 때문에 이처럼 단순하게 표본기업을 LCF와 SCF로 분류하

8) 그러나 이러한 무관련성이 대리계약기간이 대리비용을 통제하는 수단이 되지 못한다는 것을 의미하는 것은 아니다.

여 T-TEST를 실시하는 것은 논리적 취약성을 가질 수 있다. 따라서 표본기업을 성장기회가 동일한 하위그룹으로 재분류하여 이들 하위그룹에서 계약기간이 투자수준에 미치는 영향을 살펴 볼 필요가 있다. 그러나 본 논문의 실증대상 표본기업의 수가 이러한 검정을 수행하기에 충분하지 못하므로 대체적인 방법으로 대리비용이 성장기회가 많은 그룹에서 발생할 가능성이 더 높을 것임을 고려해서 최근 5개년간 매출액 성장율을 기준으로 상위 50개, 상위 40개 기업에 대해서 위와 같은 방법으로 T-TEST를 수행하였다. 이 결과에서도 위 가설의 성립을 기각할 수 없었다.

이러한 분석에서 중요하게 고려해야 할 또 다른 요인은 설비수준의 산업별 특성이다. 산업별 특성에 따라서 투자수준이 유의한 차이를 보이고 있다면 이를 분석과정에 반영해야만 정확한 실증결과를 얻을 수 있을 것이기 때문이다. 그런데 산업별 통제하에서 실시한 분석결과에서도 위 가설을 기각할 만한 결과는 얻지 못하였다.[9] 그러므로 우리나라에서는 대리계약기간이 짧다고 해서 과소투자의 문제가 발생하는 것은 아니라는 결론을 얻을 수 있었다.

<표 6> 단기계약기업과 장기계약기업간의 투자수준 비교결과

구분	표본수	평균값	표준편차	표준오차	최소값	최대값	Variances	T	DF	Prob>|T|
SCF	34	10.90588235	10.08025196	1.72874895	0.70000000	54.10000000	Unequal	-1.0020	65.3	0.3201
LCF	37	13.14864865	8.64897623	1.42188293	1.30000000	32.50000000	Equal	-1.0085	69.0	0.3167

For H0: Variances are equal, F' = 1.36 DF = (33,36) Prob>F' = 0.3695

이와 같은 분석결과는 일단 우리나라 기업들이 대리인을 선정하는 단계에서 대리문제를 효과적으로 통제하고 있음을 시사하고 있다. 만약 대리문제를 통제하고 있지 못하다면 대리계약기간이 기업의 투자수준과 유의적인 관계를 나타냈을 것이기 때문이다. 이를 좀더 구체적으로 설명하면 우리나라기업들은 대리계약의 체결과정에서 대리인을 선정할 때나 재계약을 할 때에 대리문제를 의식하여 목표불일치요소를 효과적으로 제거하고 있다고 볼 수 있다. 그리고 그 방법은 친인척 경영자, 내부승진 경영자, 동일지역출신 경영자 등 우리나라 기업문화에서만 독특하게 나타나는 인적 통제수단에 의존하고 있다는 것이다.

9) 이의경(1998), 앞의 논문, pp253-259.

V. 결론과 한계점

본 논문의 연구결과를 요약하면 다음과 같다. 본 연구의 전반부에서는 우리나라 기업의 소유주와 경영자 사이의 관계를 대리관계로 파악하여 이들간의 대리계약기간을 분석함으로써 여기서 나타나는 분석결과를 통해서 경제적 의미를 찾고자 하였다. 구체적으로는 우리나라 기업의 임원근속기간을 조사하고 이의 결정요인을 실증적으로 찾아보았는데 그 결과 대리변수가 성과변수보다 훨씬 높은 통계적 유의성을 갖는 것으로 나타났다. 이렇게 대리변수가 대리계약기간과 높은 정(+)의 상관관계를 갖는 것은 대리인의 선정과 재계약이 곧 대리계약기간을 결정하는 것과 동일한 문제이므로 어느 정도 예측할 수 있었던 결과였다. 그러나 이로부터 우리나라 기업들의 대리문제 해결양태를 정리할 수 있었다. 즉, 우리나라 기업들은 내부승진 경영자, 친인척 경영자, 동일지역출신 경영자 등 주로 인적요인에 의존해서 대리문제를 해결하려는 것으로 파악되었다.

후반부의 분석에서는 이러한 방법들이 효과적으로 대리문제를 통제하는지 우리나라 기업에서 대리비용의 존재여부를 실증적으로 확인하였다. 여러 대리비용 중에서 과소투자의 문제에 대해서 분석한 결과는 우리나라에서 대리계약기간의 장단에 따른 대리비용은 존재하지 않는 것으로 나타났다. 결론적으로 이는 우리나라 기업들이 대리문제를 통제하기 위해서 사용하고 있는 통제방법이 목표불일치라는 대리문제의 발생요인을 효과적으로 제거하고 있음을 시사한다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖고 있다고 본다.

첫째, 본 연구에서 측정한 대리계약기간의 대용성에 이의가 제기될 수 있다. 본문에서 지적한 바와 같이 임원들의 실제 근속한 평균기간이 대리계약기간으로 가장 적합한 대용값이지만 이러한 자료는 입수상의 문제뿐만 아니라 현재 재직중인 임원의 근속기간이 제외된다는 문제점이 있기 때문에 본 연구에서는 대리계약기간으로 현재 재직 중인 임원들의 평균근속기간을 산출하였다.

둘째, 대리계약기간의 결정요인으로 본 연구에서 제시한 것들 이외에도 유의적인 변수가 존재할 수 있다는 것이다. 본 연구에서는 대리적 관점에서 제한적으로 열거한 결정요인들의 유의성을 통해서 대리계약기간을 분석하였으므로 자의적인 면이 있다. 그래서 본 논문과는 다른 시각에서 이러한 요인들 이외의 다양한 요인들을 찾아 볼 수도 있을 것이다.

셋째, 우리나라 기업들의 대리문제의 해결양태가 효과적으로 대리문제를 해결하고

있는가를 분석함에 있어서 과소투자의 문제만을 대상으로 하였는데 연구대상을 좀더 다양하게 확대하여 분석범위를 넓힐 필요가 있다고 본다. IMF상황이 전개된 배경에서 보듯이 우리나라에서는 과소투자의 문제보다는 오히려 과대투자의 문제가 중요한 대리비용이 될 수 있을 것이기 때문이다.

이러한 한계점에도 불구하고 본 연구는 미국 등 금융선진국에 비해서 우리나라에서는 대리문제가 심각하지 않을 것이라는 막연한 추정을 구체적인 명제와 실증적인 분석을 통해서 명확하게 보였다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있다고 생각한다. 그리고 가능하다면 우리나라와 문화적 차이가 큰 미국 등 선진국의 자료를 통해서 이와 동일한 연구를 수행하고 그 결과를 비교해 볼 필요가 있다고 본다.

참 고 문 헌

이의경, "한국기업의 임원근속기간과 설비투자수준에 관한 연구", 재무관리연구, 제15권 제1호, (1998.6), pp.245-261.

Barnea, A., R.A.Haugen and L.W.Senbet, Agency Problem and Financial Contracting, Prentice-Hall Inc. 1985.

Chiang, A.C., Elements of Dynamic Optimization, McGraw-Hill,Inc., 1992.

Fama. E.F., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, (Apr.1980), pp.288-307.

Jensen, M.C., "Organization Theory and Methodology," *The Accounting Review*, (Apr.1983), pp.319-339.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, (Oct.1976), pp.305-360.

John, K., and D.C. Nachman, "Risky Debt, Investment Incentives, and Reputation in Sequential Equilibrium," *Journal of Finance*, (Jul.1985), pp.863-880.

Lambert, R., "Managerial Incentive in Multiperiod Agency Relationships," Ph.D. Dissertation, Stanford University, (1981).

_____, "Variance Investigation in Agency Settings," *Journal of Accounting Research*, (Autumn 1985), pp.633-647.

_____,"Executive Effort and Selection of Risky Projects," *Rand Journal of Economics*, Vol.17, No.1, (Spring 1986), pp.77-88.

Pinches, G.E., Financial Management, Harper Collins College Publishers, 1994.

Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowings," *Journal of Financial Economics*, (Dec.1977), pp.147-175.

Smith, S., and J. Warner, "Bankruptcy, Secured Debts, and Optimal Capital Structure : Comments," *Journal of Finance*, (Mar.1979), pp.247-252.

Strong, N., and M. Walker, Information and Capital Market, Basil Blackwell Ltd., 1987.