

企業合併과 에이전시理論

金 渭 生*

〈요 약〉

본 논문은 최근 미국에서 성행되고 있는 企業合併과 企業非公開化와 같은 企業再構成의 동기를 代理人 問題의 관점에서 설명하는데 그 목적이 있다.

기업합병의 경우, 취득기업의 内部者持分率이 높을 수록 주주의 富는 합병을 통해 증가하는 반면 내부자지분율이 낮은 기업은 합병을 통해 기존 주주의 富는 오히려 감소한다. 이러한 현상은 所有經營者持分이 낮을 수록 대리인비용이 크게 발생한다는 이론과 一貫性이 있음을 알 수 있다. 또한 피취득기업의 주식가격은 합병정보가 공시되기 이전 몇개월동안 크게 하락하였으나 합병공시와 동시에 크게 상승하는 현상을 나타낸다. 그 이유는 代理人問題로 설명할 수 있다. 피취득기업의 경영자는 기업자원을 비효율적으로 운용할 것(持分の 代理人費用)이므로 합병공시전 주가는 하락하지만, 합병공시후에는 이러한 대리인문제가 개선될 것이므로 주가가 상승한다는 것이다. 따라서 합병의 경우, 취득기업과 비취득기업 모두 代理人問題와 관련을 갖는다.

또한 1980년 이후 公開企業의 경영자가 자기회사 주식을 매입한 후 非公開企業으로 還元다하는 현상이 유행하고 있다. 비공개기업으로 환원한 기업의 경영자는 창의적 기업활동을 통하여 기업가치를 증대시킨 후 다시 발행시장에서 신주를 발행하여 상당한 이익을 얻고 있다. 이는 공개기업으로 존속하는 경우 낮은 내부자지분율로 인해 대리인문제가 발생하므로 비공개기업으로 전환함으로써 대리인 비용을 자기주식 취득을 통해 절감시킬 수 있는 증거로 간주된다.

I. 序 論

기업의 수명주기는 기업창설, 성장, 피합병 또는 도산의 단계로 분류할 수 있다. 기업의 설립은 흔히 個人企業(sole proprietorship)과 같은 非公開된 기업(closely-held firm)의 형태로 출발한다. 이 단계에는 개인이 기업을 소유·지배하면서 경영활동을 전개하며, 그 결과로 산출되는 납세후 이익과 그외 부수적인 기업성과의 전부가 소유경영자인 개인에게 귀속된다. 따라서 경영자의 자세는 창의적이며 성장추구 일변적이다. 이와 같은 창업정신과 경영자세는 그 기업의 생산제품(또는 서비스)이 품질과

* 慶南大學校 經營學科 副教授

가격면에서 타 경쟁업체를 앞지를 수 있게 될 때, 초기의 기업은 규모면에서나 수익면에서 빠른 속도로 성장하여 기업수명주기의 다음 단계인 성장기로 진입하게 된다.

성장기의 기업은 기업확장과 설비투자에 요구되는 자금조달문제와 함께 유보이익에만 의존하는 内部金融(internal financing)과 간접금융의 한계성 때문에 직접금융을 통한 外部金融(external financing)의 필요성을 인식하게 된다.¹⁾ 그 외에도 소유경영자는 본인 소유의 자본에 대한 투자위험을 분산시키고자 하는 의욕을 느낄 수도 있으며, 이와 같은 외부자본조달의 필요성 및 자본투자위험의 분산 욕구는 소유경영자가 기업공개문제를 신중히 고려하는 원인이 된다.

다시 말해서, 기업성장 과정에서 필연적인 것은 직접금융을 통한 외부자금조달이며, 非公開企業(privately-held firms)은 자본시장에서 직접금융을 통한 자금조달이 불가능하다. 따라서 외부자금조달에 의존해야 될 사업확장 투자기회를 실현하기 위하여 성장기의 기업은 비공개기업 형태로부터 公開企業(publicly-traded firms)의 형태로 전환하게 된다.

기업공개는 일반적으로 주식발행시장에서 신주발행(initial public offering, IPO)으로 기업이 필요로 하는 자금을 대중투자자들로부터 직접조달하는 것이다. 다르게 표현한다면, 신주발행이나 유상증자는 기업의 현 소유자가 자기기업의 미래의 기대수익 중 일부를 대중투자자(public investor)에게 양도함으로써 기업성장에 필요한 자금을 조달하는 행위이다.

공개기업으로서 외부자금조달은 채권발행으로도 가능하며, 회사채발행을 통한 자금조달은 그 기업의 所有構造(ownership structure)에는 아무런 변동을 초래하지 않는다. 그러나 주식발행에 의한 직접금융은 주식매입자가 그 기업의 少數株主(minority share-holders)가 되기 때문에 기업의 소유권이 분산됨과 동시에, 창업경영자의 지분율은 감소된다는 점이 채권발행의 경우와 다르다. 즉, 창업 당시에는 비공개기업이었으며 경영자의 지분율은 100%로 출발하였지만 성장기의 기업은 증권시장에 상장된 공개기업으로서 소유경영자의 지분율은 100%이하이다.

신주발행 이후에도 기업성장에 필요한 자금조달을 유상증자와 같은 주식발행에 의존하면 경영자의 지분율은 더욱 낮아지게 되며, 이와 같은 과정이 반복됨에 따라 기업규모는 확장되고 기업경영형태는 소유자 경영체제로부터 소유와 경영이 분리되는 경영체제로 전환된다.

1) 또 기업경영에서 오는 자본투자위험을 분산시키고자 하는 의욕을 동시에 느끼게 된다. 이와 같은 외부자본조달 및 투자위험분산의 필요성은 소유경영자가 기업공개문제를 신중히 고려하는 원인이 된다.

소유와 경영이 분리된 기업경영체제에서의 경영자는 代理人(agent)으로서 主人(principal)인 株主富(stock holders' wealth)를 극대화시키는 것이 그 본연의 의무이다. 그러나 현실적으로 경영자가 자신의 효용증대를 위해 주주부의 극대화를 간과할 개연성이 있으므로 主人(principal)인 주주는 이에 대한 대응책을 사전에 강구한다. 그 예를 들면 전문경영자에게 지불하는 보수를 주가와 연계시켜 두었을 때, 경영자는 자신의 보수를 증대시키려고 주식가격의 극대화를 위해 더욱 노력할 것이다. 또 예산 및 결산 심사를 통하여 전문경영자가 주인인 주주의 이익을 추구하는 지를 감시하기도 한다. 다른 방법은 전문경영자의 효용증대 개연성을 인정하고, 경영자의 보수를 당초 적정수준으로 하향 조정하는 것이다. 기업의 궁극적 목적인 주주부의 극대화를 추구함에 있어서 이와 같은 소유자와 경영자간의 利害相衝(conflicts of interests)을 해소하려는 행위가 유발시키는, 기업경영의 새로운 이론이 Agency이론이다.

본 논문의 목적은 소유와 경영이 분리된 체제하에 존재하리라고 기대되는 에이전시(agency) 문제의 심각성을 기업합병에 관련된 문헌의 고찰을 통하여 생각해 보고자 한다. 특히 기업합병으로 달성되는 外部的 成長(external growth)이 株主富에 미치는 영향을 고찰하고, 또 미국에서 최근 경험한 LBO(leveraged buyout) 열광을 Agency 이론을 통하여 이해하고자 한다.

II. 企業成長과 에이전시理論

1976년 젠슨과 맥클링이 발표한 “Agency 이론”은 계량적인 산출이 어려운 경영자의 행동을 고려함으로써 새로운 기업경영이론을 제시하였다. 1960년대 이래 재무관리 이론을 지배해왔던 MM(Modigliani & Miller)의 이론 중 특히, 자본구조의 無關聯性과 配當의 無關聯性은 실증적 검증결과를 만족스럽게 설명할 수 없었으나, Jensen과 Meckling의 Agency이론은 기업의 의사결정을 보다 더 현실적으로 서술하는 보완성이 있다. 또 Agency이론은 포괄적인 이론으로서 재무구조론과 배당정책론 외에도 기업의 창출, 성장, 또는 합병의 동기를 잘 설명해 주고 있다. 그러나 에이전시이론은 계량화하기 힘든 경영자의 행동을 모형화하기 때문에 이 이론자체를 실증적으로 검증하는 문제는 많은 재무학도들에게 새로운 도전을 제시하고 있다.

젠슨-맥클링의 Agency이론을 간단히 설명하면 다음과 같다. 성장단계에 있는 기업이 성장에 필요한 자금조달을 주식발행에 의존할 때 소유경영자의 지분율이 감소되는데, 이와 같은 현상이 계속되면 경영자의 지분율은 계속 감소하여 궁극적으로는 소유와

경영이 분리된다. 소유와 경영이 분리되었을 때, 대리인인 경영자의 의사결정이 자신의 이익 증대를 우선하고 주인인 주주의 부에 손실을 초래할 가능성이 있음을 지적하였다. 주주는 이와 같은 잠정적 이해상충 가능성을 인식하고 그로 인하여 발생할 손실을 극소화하고자 監視費用(monitoring cost)이나 내부통제제도 [Fama and Jensen(1988)]에 기인하는 부가적인 비용을 부담하게 된다. 한편 代理人으로서의 경영자는 자신의 의사결정이 주인의 이익을 추구하며 자신의 이익을 추구하지 않는다는 사실을 인식시키려고 노력한다. 이와 같은 행위에 소요되는 비용을 確證費用(bonding cost)이라고 한다. 감시비용과 확증비용 지출에 기인하는 기업가치 손실 외에 殘餘損失(residual loss)도 있는데, 이는 監視와 誘引提供의 不完全性에 기인하는 기업가치 손실을 말한다. 監視費用, 確證費用, 그리고 殘餘損失을 통털어서 지분代理人費用(agency cost of equity)이라고 하는데, 그 크기는 경영자의 지분율과 반비례한다. 즉, 소유와 경영이 분리된 현대의 公開企業(publicly traded firms)을 경영하는 전문경영자는 그들 자신의 승진기회와 상여금에 더 많은 관심을 갖고 있는데, 경영자의 업적평가가 정확하고 또 상벌제가 완벽하다면 경영자의 기업활동은 株主의 富를 극대화시킬 것이다. 그러나, 경영자의 업적평가가 정확하지 못하고 따라서 업적에 따른 상벌제가 완벽하지 못할 경우에 지분대리인비용의 심도는 전문경영자의 지분율과 반비례한다. 다시 말해서, 지분율이 높은 경영자가 지분율이 낮은 경영자보다 주가극대화를 위해 더욱 열심히 노력하는 이유는 주가의 극대화가 경영자 자신의 富에 미치는 영향이 지분율과 比例하기 때문이다. 따라서 효율적인 자본시장에서는 이와 같은 변수(즉 경영자의 지분율)가 주식가격에 반영되어 동일한 상황의 주식 중 경영자의 지분율만 다르다면 경영자 지분율이 높은 회사의 주식가격은 지분율이 낮은 주식가격보다 높을 것이다 [Kim-Lyn(1992)].

기업의 성장에 필요한 외부자금을 채권발행으로 조달할 경우 잠정적인 채권 투자자들은 기업의 이자지불능력과 영업이익의 위험성에 기준하여 투자위험이 높은 채권은 투자위험이 낮은 채권보다 높은 이자율(투자수익률)을 요구하게 된다. 특히 공개된 기업에서 기업소유주인 株主들은 기업부채에 대한 有限責任을 지기 때문에 기업파산시에 경영자가 감수하게 될 富의 손실은 보유주식에 한정되며, 기업의 경영권은 채권자에게로 이양된다. 다시 말해서, 기업파산을 초래한 경영자가 책임지는 손실액은 자신의 지분율과 비례하므로, 채권투자자들의 인식은 지분율이 낮은 경영자들이 지분율이 높은 경영자보다 파산을 피하려는 노력이 상대적으로 낮은 것으로 본다. 따라서 비슷한 영업이익 위험을 가진 기업이라도 경영자가 소유하는 지분율의 상대적 비중에 따라 투자자가 요구하는 이자율이 다르다.

기업파산확률에 영향을 미치는 두 가지 요인은 다음과 같다. Black and Scholes

(1973)가 발표한 危險誘引投資(risk incentive investment)와 Myers(1976)가 발표한 非最適 投資決定(suboptimal investment)이다. Black and Scholes는 부채조달 기업의 주식에 투자할 경우 투자가가 얻게 될 수익의 분포는 마치 call option 투자자의 수익분포와 같기 때문에, 부채조달 기업의 주식가격 결정요인은 콜옵션의 가격결정요인과 같다고 하였다. 콜옵션의 가격은 기초자산(underlying asset)의 가격의 분산의 크기와 正의 관계가 있으므로 주식가격 극대화를 목적으로 하는 부채조달기업의 경영자는 수익의 분산이 큰 자산, 즉 투자위험이 높은 자산에 투자하고자 한다. 전체 기업의 가치변동이 없는 한 위험이 높은 투자결정으로 야기되는 주식가격의 상승은 채권가격의 하락을 유발한다. Myers는 기업이 도산위기에 처했을 경우 기업의 투자결정이 최적선에 못미칠 수 있다(suboptimal investment)고 지적하였다. 자본예산 결정은 흔히 純現價(net present value)가 0보다 큰 투자안에 투자함으로써 주가를 극대화시키지만 경우에 따라서 순현재가 0보다 큰 투자안에 투자하지 않는 非最適의 投資決定을 의도적으로 내릴 수 있다. 예를 들어, 도산위기에 있는 어느 기업의 부채가 10억원이고 그 만기는 1년이며, 그 기업의 현재가치는 7억원이라고 가정하자. 이 기업이 고려하는 어느 투자안의 순현재가(NPV)가 2억원에 불과하다면, 그 투자안에 투자하여 기업가치를 2억원 증가시켜도 부채액 10억원을 감당할 수 없으므로 그 기업은 어차피 파산을 모면할 수 없다. 따라서 그 투자안에 투자하여 얻게 되는 순수익은 채권자에게로 귀속되고 주주에게 돌아오는 것은 없다. 따라서 주주의 이익을 대변하는 경영자는 채권자의 이익을 고려하지 않기 때문에 NPV가 2억원인 투자안을 채택하지 않고 회피해 버린다.

이러한 상황에서 대리인인 의사결정자의 誘引性을 이해하고 있는 채권 투자자는 사전에 上向調整한 利率을 요구하든지 아니면 매우 경직적인 채권계약서를 요구하여 경영자의 경영행위를 제한함으로써 자신의 투자이익을 보호하고자 한다. 높은 이자율에 기인하는 자본비용의 증대와 경영행위의 제한은 기업의 순이익을 감소시키기 때문에 기업의 가치는 당연히 감소한다. 이렇게 유발되는 기업가치의 손실을 負債의 代理人費用(agency cost of debt)이라 하는데, 이와 같은 부채의 대리인비용 역시 기업의 성장과정에서 피할 수 없는 문제이다[Kim-Sorensen(1986)].

III. 企業合併과 外部的 企業成長

기업의 성장을 실현해가는 방법은 크게 内部的 成長(internal growth)과 外部的 成長

(external growth)의 두 가지로 나눌 수 있다. 내부적 성장은 기업이익을 유보하여 자본을 축적하거나 외부자본의 조달에 의존하여 기업규모를 확대시킨다. 외부적 성장은 기업이 타기업과 연합하거나 결합하여 성장하는 것을 뜻한다. 즉 외부적 성장은 타기업의 매수 또는 흡수를 통하여 생산과 판매능력을 확장시켜 나가는 것을 의미한다. 미국의 기업합병 추세를 살펴보면, 초기의 기업합병은 1889년부터 1903년경에 나타나기 시작하였으며 이 기간에는 주로 水平的 합병이었다. 이 때의 기업합병의 목적은 시장점유와 규모의 경제에서 오는 생산원가의 절감에 두고 있었다. 두번째의 기업합병의 열기는 1920년에서 1931년 사이에 있었으며, 생산자원의 확보와 효과적인 유통을 목적으로 한 垂直的 합병이 그 주류를 이루었다. 세번째 합병은 1950년부터 1971년 사이에 활성화되었으며, 이 기간의 합병 목적은 절세, 피합병회사 주식의 과소평가, 분산투자에 의한 경기변동 극복 등으로 간주된다. <표 1>이 표시하는 것처럼, 1948-1979년의 기간동안에는 기업합병의 25%가 분산목적이었으나 이 비율은 1967-1978년의 기간에는 약 32%이며, 1979년에는 약 45%까지 상승하였다.

〈표 1〉 미국기업합병의 종류와 수(1948-1979)

합병종류	1948-78(%)	1967(%)	1978(%)	1979(%)
수 평 적	326(16.9)	163(14.3)	22(19.8)	5(5.2)
수 직 적	196(10.3)	86(7.6)	13(11.7)	5(5.2)
상품확장	829(43.0)	486(42.7)	37(33.3)	41(42.3)
시장확장	76(3.9)	36(3.2)	0(0)	2(2.1)
분산투자	499(25.9)	368(32.2)	39(35.2)	44(45.2)
합 계	1,926(100.0)	1139(100.0)	111(100.0)	97(100.0)

Source : Federal Trade Commission, Bureau of Economics, Statistical Report on Mergers and Acquisitions(Washington D.C. : July 1981), p.109.

위에서 살펴본 바와 같이 미국의 자본시장에서는 몇 번의 기업합병 열기를 경험했다. 그러면 기업합병과 관련하여 기업의 株式價格이 어떠한 영향을 받았는지를 관찰함으로써 기업합병 의사결정의 주인공인 경영자가 株主의 利益을 추구하는지 아니면 자신의 명성이나 이익에 관심을 두었는지를 감지할 수 있다. Mandelker(1974)와 Ellert(1975,1976)의 연구결과는 取得會社(bidding firm)의 경우에는 기업합병 사건전 몇 개월동안 주식가격이 크게 상승하고, 또 같은 기간 중 被取得會社(target firm)의 주식가격은 크게 하락하였음을 나타내고 있다. 이들 연구가 제시하는 의미는 피취득회사의 경영자가 기업자원을 비효율적으로 운용하고 있기 때문에 주식가격이 하락하게 되어 피합병의 대상이 된다는 것이라 할 수 있다. 그외에 이를 뒷받침하는

연구논문은 상당수에 달하는데, Dodd(1980)와 Malatesta(1982)가 제시한 연구 내용은 기업 합병정보가 공시됨과 동시에 피취득회사의 주가가 크게 상승하지만, 취득회사의 주가는 크게 상승하지 않는다. 즉 피취득회사의 주가가 합병정보가 공시됨과 동시에 크게 상승한다는 검증결과는 企業取得市場(acquisition market)의 경쟁이 치열하기 때문에 기업취득의 투자안은 NPV가 0에 가까움을 나타내고 있다.

한편 Lewellen et al.(1985)은 기업취득회사인 191개의 표본 중 누적적 비정상수익률이 正의 값을 갖는 기업과 負의 값을 갖는 기업의 집단으로 구분하여 분석하였다. 이 연구의 흥미스러운 발견은 누적비정상수익률이 正의 數(positive)인 기업집단의 내부자 평균지분율은 10.4%인 반면, 누적비정상수익률이 負의 數(negative)인 기업의 내부자 평균지분율은 7.4%로 나타나고 있다<표 2 참조>. 또 누적비정상수익률이 負인 19개 표본 취득기업의 내부자 평균지분율은 5.2%이며, 그외 172개의 표본취득기업의 내부자 평균지분율은 9.1%로 나타났다. 이와 같은 검증결과에 기초하여 Lewellen et al은 다음과 같은 결론을 내렸다. 즉, 내부자지분율이 높은 기업은 타기업의 흡수를 통한 외적 성장으로써 주주의 부를 증가시키는 반면, 내부자지분율이 낮은 기업의 경영자들은 타기업의 흡수를 통한 외적 성장과정에서 주주의 부에 해를 끼친다. 이 연구결과는 켄슨과 맥클링이 주장하는 Agency이론의 중요성을 인정하게 한다고 볼 수 있다.

〈표 2〉 합병회사 내부자평균지분율과 합병공시
전후기간 누적비정상수익률 (CAR)

	Negative CAR (N=109)	Positive CAR (N=82)	t-value 평균차
최상급여 경영자 지분율	2.8%	5.7%	-1.71*
최상급여 경영자 2명 지분율	3.7%	6.7%	-1.68*
모든 내부자 지분율	7.4%	10.4%	-1.42

* : significant at the 5% (one-tail test)

Source : Lewellen et al. p.221.

Walkling과 Long(1984)의 연구는 기업합병 요청을 반대하는 피취득기업 경영자의 持分率을 조사하였다. 기업합병에 관한 정보공시로 인하여 피취득기업의 주가가 크게 상승하였음을 상기할 때, 피취득기업의 경영자가 株主의 이익을 대변한다면 기업합병 절차를 반대하지 말아야 할 것이다. 그럼에도 불구하고 피취득기업의 경영자의 持分率이 낮을 때 경영자는 기업합병을 거부하여 경영권의 상실을 막으려 한다. 예를 들어, 고의적으로 自害行爲(poison pill)를 함으로써 企業引受의 매력을

옳게 하든지 또는 우호적인 집단에 低價로 대량의 주식을 매도하거나 기업의 流動性을 크게 약화시킬 목적으로 短期性的의 부채를 과잉조정하기도 하고, 또는 인수희망자가 소유하고 있는 주식을 高價로 買入(greenmail)하여 기업합병의 포기를 유도하는 행위도 있다.

1. 企業非公開還元과 에이전시理論

1980년대 초에 나타난 기업합병 열기는 1989년 10월의 'Black Monday'가 발생하기 몇 개월 전까지는 광적에 가까울 정도로 활발하였다. 이 기간 중 기업합병에 관련된 기업의 규모는 그전의 경험에 비해 상당히 컸으며 그 수도 크게 증가했다<표 3 참조>.

<표 3> 미국기업 합병수(1980-1982)

기업합병수	년 도	가치(백만불)
1,583	1980	\$ 36,331.7
2,414	1981	\$ 73,226.3
2,321	1982	\$ 66,099.6

Source : Information for Industry Mergers and Acquisitions, Almanac Index(Philadelphia, PA. : 1982), p.6P (1983), p.16.

최근 경험한 기업합병의 열광은 기업수명주기에 관해 새로운 인식을 제시하고 있다. 1980년 이전에는 기업수명주기가 창설, 성장, 파산 또는 합병으로 기업의 존속이 끝나는 것으로 생각했는데, 이 시기의 기업들은 경영자가 자기회사 주식을 買入(management buyout)한 후 公開企業(publicly traded firm)으로부터 비공개기업(privately held firm)으로 환원하는 현상이 그 특징이라 할 수 있다.

더욱 흥미로운 관찰은 비공개기업으로 환원한 이 기업들이 수년 후 다시 공개기업으로 되돌아오는 현상이다. 다시 말해서 기업수명주기는 창설→성장→파산 또는 피합병이라기 보다는 창설→성장→공개기업→비공개기업→공개기업과 같은 주기를 반복할 수도 있다는 것을 이해하게 되었다. 이러한 기업의 재구성(corporate restructuring)을 통하여 비공개기업으로 환원한 기업 경영자는 영업비용의 절감과 창의적 기업활동을 통하여 기업의 가치를 증대시킨 후 다시 발행시장에서 신주발행을 감행하여 상당한 액수의 이익을 얻고 있는 것으로 추정된다.

이러한 새 형태의 기업수명주기는 市場不完全性(market imperfection)때문에 발생하리라고 학계에서 믿고 있지만 어떤 형태의 시장불완전성이 企業再構成의 직접

적인 요인인지는 아직 충분히 이해하지 못하고 있는 실정이다. De Angelo(1986), De Angelo와 De Angelo(1986) 그리고 De Angelo, De Angelo와 Rice(1984)의 연구결과에 의하면, Management Buyout(또는 Leveraged Buyout)에 의한 기업재구성은 小株主의 富를 상승시켰으며, Leveraged Buyout 공시가 주식가격에 미치는 영향은 기업합병 공시효과보다 더 큰 것으로 나타났다. 이와 같은 검증결과로 미루어 보아 내부 경영자가 기업재구성 목적으로 자기회사의 주식을 매입하는 경우에 이들은 소주주에게 공정한 가격을 지불한다고 간주할 수 있다.

어떤 형태의 시장불완전성이 Management Buyout을 통한 기업재구성을 초래하는 지에 대한 일견을 얻고자, Kim-Lyn(1991)은 기업비공개환원의 동기가 되는 요인들을 대리인비용이론과 정보비대칭성이론에 기초하여 실증적 검증을 했다. 이 연구는 비공개기업으로 환원한 기업과 그렇지 않은 기업들의 재무상황을 비교하였는데, 그 결과는 <표 5>에 있는 것과 같이 배당율이 낮으며 고정부채율이 낮고, Tobin's Q ratio가 낮고, 유상증자율이 낮은 기업들이 타 기업에 비해 비공개기업으로 환원할 가능성이 높다는 것을 나타내고 있다.

Jensen(1986)은 경영자가 자신들의 기업통제능력을 증대시키려고 배당금을 낮추면서까지도 과대한 현금을 보유하는 경향이 있음을 지적하였으며, Jensen-Meckling(1976) 및 Kim-Sorensen(1986)은 부채의 대리인비용이 높은 기업(즉, 내부자 持分率이 낮은 기업)은 고정부채율이 타기업보다 낮다고 지적한다. 공개기업으로부터 비공개기업으로 전환함으로써 경영자의 지분율이 크게 높아지게 되고 대리인비용을 감소시킬 수 있으며 이를 통하여 기업가치를 증대시킬 수 있다. 따라서 다른 조건이 비슷할 경우 비공개기업으로 환원하는 기업재구성에서 취득하는 기업가치 증대폭은 부채율이 낮은 기업(즉, 부채의 대리인 비용이 큰 기업)이 부채비율이 높은 기업보다 더 크다고 볼 수 있기 때문에, 부채율이 낮은 기업이 비공개기업으로 전환할 가능성이 높다고 말할 수 있다. 또 Tobin's Q ratio 가 낮은 기업일수록 효율적인 기업경영으로 귀속되는 기업가치의 증대액이 크다고 볼 때, 이러한 기업이 비공개기업으로 전환할 가능성이 높다고 판단할 수 있다.

Kim-Lyn(1991)의 연구결과는 자유경쟁 자본시장에서 기업형태의 선택은 기업가치 극대화를 위한 동기에서 발생하며, 공개기업으로서 감수해야 하는 대리인비용의 문제, 정보비대칭문제 등으로 기업가치가 最適 이하일 경우에 비공개기업으로의 전환은 [Demsetz-Lehn(1985), Fama-Jensen(1983) 및 Shah-Thakor(1988)] 기업가치를 극대화시키고자 하는 행위라고 볼 수 있다.

IV. 結 論

이 논문은 기업수명주기에 기초하여 기업이 창설된 후 성장에 필요한 자금조달 과정에서 피할 수 없는 대리인비용 문제와 기업합병과 기업 비공개화와 같은 기업의 재구성(restructuring)문제를 다루었다. 기존 문헌에 의하면 소유와 경영의 분리에서 발생하는 에이전시문제는 기업합병에도 있으며, 그 문제의 심각성은 내부자의 지분율과 반비례한다고 결론지을 수 있다. 특히 공개기업에서 비공개기업으로 전환하는 요인은 공개기업으로서의 기업가치가 비공개기업으로서의 기업가치보다 낮기 때문에 기업재구성이 활발하다고 말할 수 있겠다. 이러한 대리권 문제가 내부자지분율과 상관이 있다면 최적 내부자지분율은 어느 정도인가는 앞으로의 연구과제라고 생각한다.

References

- P. Dodd, "Merger Proposals, Management Descretion, and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, June 1980, pp.105-137.
- Linda De Angelo, "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes : A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *The Accounting Review*, July 1986, pp.400-420.
- Harry De Angelo and Linda De Angelo, "Management Buyouts of Publicly Traded Corporations," *Financial Analysts Journal*, May/June 1986, pp.38-49.
- H. De Angelo, L. De Angelo, and E. Rice, "Going Private : Minority Freezeouts and Stockholder Wealth," *Journal of Law and Economics*, October 1984, pp.367-401.
- H. Demsetz and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Cosequences," *The Journal of Political Economy*, June 1985, pp.1155-1177.
- E. Fama and M. Jensen, "Seperation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, June 1983, pp.327-350.
- Shintaro Ishiara, No라고 말할 수 있는 日本, 韓國能率協會, 1990.
- M. Jensen, "Organization Theory and Methodology," *Accounting Review*, April 1983, pp.319-339.
- M. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, May 1986, pp.323-329.
- M. Jensen and W. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, October 1976, pp.335-360.
- W. Carl Kester, "Capital and Ownership Structure : A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations," *Financial Management*, Spring 1986, pp.5-16.
- Wi S. Kim and Eric Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Cost on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1986, pp.131-144.
- _____, and E. Lyn, "Excess Market Value, Market Power, and Inside Ownership Structure," *Review of Industrial Organization*, Fall 1988, pp.1-25.
- _____, "FDI Theories and the Performance of Foreign Multinationals Opera-

- ting in U.S., *Journal of International Business Studies*, First Quarter 1990, pp.41–54.
- _____, “Going Private : Corporate Restructuring under Information Asymmetry and Agency Problems,” *Journal of Accounting and Business Finance*, September 1991, pp.637–648.
- Wi S. Kim and Stavros Thomadakis, “The Distribution of Foreign Direct Investment in U.S. Manufacturing,” under Second Revision with *The Journal of Business*.
- W. Lewellen, C. Loderer, and A. Rosenfeld, “Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms,” *Journal of Accounting and Economics*, April 1985, pp.209–231.
- P. H. Malatesta, “The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms,” University of Rochester, 1982.
- G. Mandelker, “Risk and Return : The Case of Merging Firms,” *Journal of Financial Economics*, December 1974, pp.303–335.
- S. Myers, “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, November 1977, pp.147–176.
- _____, and N. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, July 1984, pp.187–222.
- William G. Nickels, James McHugh, and Susan M. McHugh, *Understanding Business* 1990, Irwin, Homewood, IL.
- Richard Pettway and Takeshi Yamada, “Mergers in Japan and their Impact upon Stockholders’ Wealth,” *Financial Management*, Winter 1986, pp.43–52.
- S. Shah and A. Thakor, “Private Versus Public Ownership : Investment, Ownership Distribution, and Optimality,” *Journal of Finance*, March 1988, pp.41–59.
- R. Shimizu, *The Growth of Firms in Japan*, Tokyo, Keio Tsushin, 1980.
- R. W. Vishny and A. Shleifer, “Large Shareholders and Corporate Control,” 1990, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA.
- Ralph A. Walkling and Michael Long, “Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance,” *Rand Journal of Economics*, Spring 1984, pp.54–68.