

기업의 지배구조와 기업가치에 관한 연구
- A Study on Ownership Structure
Affecting Corporate Value -

김 형 준*

Kim, Hyung-Jun

황 동 섭**

Hwang, Dong-Sub

Abstract

This study is to empirically analyze the relevance between ownership structure and corporate value. This study took 285 corporations listed in Korea Stock Exchange from 1990 to 1994 as samples.

The result of this analysis is summerized as follows:

Insider-inquiry ratio of corporation in Korea has been positively corelated with corporate value while it has been negatively corelated if the ratio is over 25%.

This study intended to present desirable implications for seperating the management from ownership in Korea.

I. 서 론

우리나라는 1960년대 이래 정부의 강력한 성장 위주 정책에 힘입어 빠른 경제성장을 이룩했다. 경제성장을 위해서는 기업의 소유권을 안정시킬 필요가 있었기 때문에 재벌기업에의 경제력 집중과 부의 집중이 용인되었다. 그래서 우리나라의 기업은 주식회사이면서도 특정 개인의 기업처럼 인식되었고, 또 그렇게 경영되었다.

그러나 이와같은 고도성장의 이면에는 분배 형평의 왜곡 및 경제정의의 실종이라는 문제점도 따랐다. 특히 최근의 전직 대통령 비자금 사건은 주식회사의 자금이 다수 주주와의 의사와는 관계없이 특정 소유경영자에 의해 사외로 쉽게 유출될 수 있음을 단적으로 보여주고 있다.

이에 따라 부쩍 기업의 지배구조에 대한 논란이 늘고 있다. 작년 6월 세계화추진위원회가 오너체제의 폐해를 해소하기 위해서 내놓은 기업지배구조 개선방안에 대해 재계를 대표하는 한국경제연구원에서 한국기업의 지배구조의 특성을 설명하면서 이의를 제기하면서 공론화되고 있다.

대부분 재벌총수와 그 가족 및 특수관계인에 의해 실질적으로 지배되고 있는 우리나라 기업의 지배구조는 소수의 사람들이 국가경제를 좌우할 정도로 막대한 영향력을 행사할 수 있게 하는 비효율적인 제도로서 다수 이해관계자들의 이익을 침해하고 있다는 비판이 제기되고 있다.

시장 경제가 발전함에 따라서 한 경제내에서 기업이 차지하는 비중은 날로 커지고 있다. 그러므로 기업의 지배권과 관련된 논의는 매우 중요한 의미를 갖게 된다.

* 서일전문대학 공업경영과 교수

** 서일전문대학 공업경영과 강사

우리나라는 재무구조 개선과 경영효율화를 위해 주식분산 정책을 추진해왔다. 이 과정에서 소유경영자의 안정적 지배와 경영권 보호를 위해 일반 투자자들의 상장회사 주식 소유를 발행주식 총수의 10% 이내로 제한해 왔다. 그러나 이 제한조항이 1997년 1월 1일부터 폐지된다. 이는 제도적으로 보호해주던 기업 경영권을 기업 스스로가 기업가치의 극대화를 통해 유지할 수 있게 함으로써 경영의 효율성을 제고하기 위한 조치로 받아들여진다.

자본주의 경제하에서 기업에 대한 지배권은 원칙적으로 자본의 소유에 근거한다. 그러므로 기업의 지배구조는 소유구조와 밀접한 관련을 맺고 있으며, 소유구조가 기업의 가치에 미치는 영향은 실증분석을 통해서만 확인이 가능하다.

본 연구는 지배구조에 대한 논의를 살펴본 후, 소유구조와 기업가치와의 관련성에 대한 실증 분석을 실행함으로써 우리나라 기업의 소유와 경영의 분리에 대한 논의에 바람직한 시사점을 제공해줄 수 있을 것이다.

II. 지배구조에 대한 논의

1. 한국기업의 지배구조

기업의 지배구조는 넓은 의미에서 기업의 이해관계자 집단(주주, 경영자, 채권자, 종업원, 고객 등)의 이해를 원활히 조정하고 기업 경영 활동을 적절하게 규율하는 시스템을 말한다. 그러나 보다 일반적으로는 좁은 의미에서 경영자를 임명하고, 경영자를 감시하는 기업의 내부 조직과 제도, 그리고 자본시장을 포함한 기업 외부의 조직과 제도로 정의된다. 이는 다음의 세 가지 요소를 포함한다.

첫째, 기업 내부통제기구로서 이사회와 감사제도

둘째, 경영자의 활동을 감시하는 주주 활동

셋째, 현 경영자를 교체하거나 경영권을 박탈하려는 매수 합병과 같은 자본시장의 규율
위와 같은 기업 지배구조의 세 가지 유형 즉, 이사회와 주주활동, 그리고 매수 합병시장이 기업가치 극대화를 위해 실시 가능한 효율적인 제도로서 인식되고 제안되어 왔다.

우리나라 기업의 지배구조는 의견기관인 주주총회, 집행기관인 이사회와 대표이사, 감독기관인 감사가 있는 외형상 3권분립 체제로 이루어져 있다. <표 1>에서 알 수 있듯이 외형상 전문 경영자가 기업을 경영하는 전문경영체제를 유지하고 있는 것으로 보인다. 그러나 실제적으로는 소유경영자가 기업을 경영하는 소유경영체제와 같이 운영되고 있다고 보아야 할 것이다.(전인우·공병호[1995])

<표 1> 대표이사 신분과 최고이사결정권 소속 여부

최고의사 결정권 대표이사 신분	대표이사	제1대주주	이사회	기 타	합 계
제1대주주		15.1	1.9		17.0
제1대주주와 특수관계인	9.4	3.8			13.2
줄곧 회사에서 근무한 전문경영자	24.5	13.2	5.7	1.9	45.3
다른 회사(기관)에서 영입된 전문경영자	15.1	3.8	5.7		24.5
합 계	49.1	35.8	13.2	1.9	100.0

자료 : 전인우·공병호, 한국기업의 지배구조, p.69.

이와같은 지배구조의 특성으로 인해 소액주주, 채권자 등 다수 이해관계자의 권익이 제대로 경영에 반영되지 못하고 있다. 소유주이자 최고경영자인 오너가 이사와 감사의 선임권을 행사하고 있어, 그들로부터 제대로 된 경영감시 기능을 기대하기 힘들다. 또 기업 인수시장에 의한 경영규율도 여의치 않다. 그래서 실질적인 경영감시가 가능하도록 기업의 지배구조가 개선되어야 한다는 주장이 제기되고 있다.(<표 2참조>)

<표 2> 기업지배구조 관련 제안사항

구 분	세계화추진위원회	한국경제연구원
이사회 기능강화	사외이사제, 사외감사제	
소액주주 권한 보호	주주제안제도, 단체소송권강화	주주제안제도, 단체소송권강화 장부열람권 제한 완화
기업인수시장 활성화	주식소유제한 폐지, 공개매수제도 개선	
금융기관의 역할 강화	기관투자가의 「(장기)관계투자」 촉진	

그러나 오히려 오히려 때문이기에 신속한 의사결정과 과감한 투자가 가능하다는 지적도 있다. 기업의 경쟁력이 국가경쟁력으로 인식되는 오늘날 기업의 효율성을 제고하고, 기업가치를 극대화시킬 수 있는 기업지배구조의 개선 모색은 매우 중요한 과제로 대두되고 있다.

2. 경영자 지배에 대한 비판적 논의

기업의 지배권은 자본의 소유에 근거를 두고 있다. 그러므로 주식회사의 소유구조로서 지배권을 인식하는 별 무리가 없을 것으로 판단된다.

소유와 지배에 관한 연구가 본격적으로 관심을 끌게 된 것은 Berle-Means[1932]에 의해서다. 기업 규모의 지속적인 확대는 필연적으로 주식 소유의 광범위한 분산을 가져와 소수의 주식 소유로 대규모 회사에 대한 지배가 가능하게 된다. 이에 따라 소유와 지배의 분리가 일어나며, 실제로 기업의 자원 분배를 결정하는 것은 전문경영자가 된다.

그러나 주식의 분산은 대주주의 실질적인 지배를 강화해주는 것이지, 결코 소유주에게서 전문경영자에게로 실질적인 지배권이 넘어가는 경영자혁명을 이룩하는 요인이 아니라는 주장도 있다. 주주의 수가 많을수록, 그리고 평균주식소유 비율이 낮아질수록 효과적인 지배를 확보하는데 사실상 필요한 의견권 주식의 비율은 그 만큼 작아지기 때문이다. 결국 주식회사 체제는 이전 보다 적은 법적 소유 비중으로 더 큰 경제적 단위를 지배할 수 있게 함으로써 거대 자본가들의 영향력 범위를 더욱 확대시킬 수 있게 해 주었다.(De Vorey[1975])

소유주들은 이윤을 극대화하기 위해서 기업의 자산을 전문적으로 관리할 수 있는 전문경영자들을 필요로 하게 된 것이고, 이들 전문경영자에게 의사결정권한의 일정 부분을 위양한 것에 불과하다. 전문경영자는 소유주가 정해 놓은 틀 안에서 전문적인 의사결정을 내리는 권한을 갖고 있을 뿐이다.(Broström[1984])

위의 논의에서 알 수 있듯이 완전한 전문경영체제가 확립되기는 어렵다. 특히 우리나라의 기업지배권은 소유경영자 또는 대주주 1인에게 있다고 보아야 할 것이다.

3. 소유구조와 기업가치

주식 소유의 광범위한 분산으로 과연 기업의 실질적인 지배자가 누구인가에 대한 문제가 제기되었다. 이 경우 실질적으로 기업을 지배하는 자는 주주로부터 기업 경영을 위임받은 경영자가 된다. 이 때 경영자와 주주와의 관계를 대리관계(agency relationship)라 한다. 기업 경영을 위임한 위임자(principal)인 주주와 대리인(agent)인 경영자 사이에는 서로 다른 이해관계로 인해 대리문제(agency problems)가 발생하게 되고, 이러한 대리문제를 통제하는 것이 조직생존의 요인이 된다.(Fama-Jensen[1983a,b])

Jensen-Meckling[1976]은 경영자(inside shareholders)가 전체 주주 보다는 자신의 이익을 우선적으로 고려함으로써 대리비용(agency cost)을 발생시킬 수 있으며, 이러한 대리비용은 경영자의 소유지분이 낮을수록 늘어난다고 보았다. 즉, 경영자의 소유지분과 기업가치는 正의 관계에 있다고 하는 利害一致(convergence of interest)가설을 주장하였다.

이와는 반대로 경영자가 자기의 지위를 보장받기에 충분한 지분을 확보하면 자신의 지배력을 잃을 위험을 느끼지 않기 때문에 기업가치 극대화 보다는 자신의 사적이익에 부합하는 의

사결정을 함으로서 기업가치의 하락을 초래할 수 있다는 **安住主義(entrenchment)** 가설은 경영자의 지분율과 기업가치는 逆의 관계가 있다고 본다.

Morch-Shleifer-Vishny[1988]의 검증결과는 경영자의 지분율이 5% 이하일 때는 기업가치가 상승하고, 5~25%에서는 기업가치가 하락하며, 25% 이상에서는 기업가치가 상승하는 것으로 나타나, 이헤인치 가설과 안주주의 가설이 혼합된 비선형관계로 설명된다.

McConnel-Servaes[1990]의 연구결과는 경영자의 지분율이 40~50%에 이를 때까지는 상승하고, 그 이후부터는 하락하는 위로 볼록한 곡선관계를 나타냈다. 이는 Stultz[1988]의 기업인수프리미엄(takeover premium)가설로 설명될 수 있다. 즉, 경영자의 지분율이 낮을 때는 외부의 기업 매수자에 의해 프리미엄을 받고 매수될 가능성이 높으나 지분율이 높아질수록 매수당할 가능성이 줄어들어 50%를 넘어선다면 적대적 기업 매수는 불가능해진다. 그러므로 경영자의 지분율이 상승하면서 기업의 가치는 상승하나 소유지분율이 50%가 되기전에 감소하기 시작할 것이다.

Leland-Pyle[1977]은 정보의 불균등이 존재할 때 도덕적 위해(moral hazard)의 가능성 때문에 소유경영자는 정확한 정보를 시장에 전달하기 어렵게 된다. 이 경우 경영자는 자신의 지분율을 높임으로서 정보전달의 도구로 사용한다. 즉, 소유경영자의 지분율이 높아질수록 기업가치는 높아진다는 신호(signalling)가설을 주장했다. 그러나 우리나라는 상장 당시의 소유지분이 10% 이상인 경우는 상장 당시의 소유비율을 초과하여 소유하지 못하게 증권거래법 제200조 ①항에서 규제하고 있다.

한편 Pound[1988]는 기관투자자의 지분이 기업가치에 미칠 수 있는 영향에 대해 다음과 같은 세 가지 가설을 제시하였다.

첫째, 효율적 감시(efficient monitoring)가설로 많은 지분을 가지고 있는 기관투자자는 분석 능력과 정보체계를 가지고 있어 소액투자자 보다는 훨씬싼 비용으로 경영자들을 감시할 수 있으므로 기관투자자의 지분이 높을수록 기업가치는 증가한다.

둘째, 전략적 일치(strategic alignment)가설로 백지위임장 투쟁(proxy fight)에서 기관투자자는 현재 경영자와 같은 입장에 서기 쉽다. 이 경우 기관투자자의 지분이 높을수록 기업가치는 감소한다.

셋째, 이익충돌 가설로 기관투자자가 기업과는 다른 수익성 있는 사업을 갖고 있어서 경영층으로 하여금 자기들을 위해 투표하도록 강요하기 때문에 기관투자자의 지분이 높을수록 기업가치는 감소한다.

한편, 우리나라 기업을 대상으로 한 실증연구로는 김주현[1992]과 김우택·장대홍·김경수[1993]의 연구가 있다. 전자의 연구결과 대주주 지분 40% 이하에서는 기업의 가치가 조금씩 감소하는 逆의 상관관계를 보여 안주주의 가설로 설명된다. 그러나 40% 이상에서는 기업의 가치가 상승하나 통계적 유의도가 낮은 것으로 나타났다. 후자의 연구에서는 경영자의 지분율이 20%까지는 기업가치가 正의 관계를, 20~25%에서는 기업가치가 감소하는 결과를 나타냈다. 25% 이상의 영역에서는 다시 반전되었으나 통계적 유의도가 낮았다.

III. 실증분석

우리나라 상장기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위해 회귀분석을 실시한다. 분석대상기간은 1990년부터 1994년까지의 5개년이며, 분석에 이용된 표본기업과 자료는 상장회사총람(한국상장회사협의회 刊)을 이용하여 다음과 같은 조건을 충족시키는 285개 상장제조기업을 선정하였다.

- ① 1990년 1월부터 1994년 12월까지 계속해서 제조업중에 상장되어 있는 12월 결산기업
- ② 분석기간중 계속해서 공인회계사 감사결과 적정의견을 받은 기업
- ③ 분석에 필요한 자료를 구할 수 있는 기업

기업가치를 나타내는 종속변수로는 Tobin's Q를 이용한다. Tobin's Q는 기업의 시장가치에 대한 유형고정자산과 재고자산 대체비용의 비율로서 기업의 단위유형자산에 대한 시장가치를 나타낸다. Tobin's Q의 분자는 연도말의 주가를 기업자산의 시장가치의 대응변수로 사용한다. 그 이유는 부채의 시장가치에 대한 믿을만한 자료가 없으며 우선주의 시장가치는 보통주에 비해 매우 미미하므로 제외시켰다. 연도말의 주가를 이용한 것은 지분율이 연도말의 수치이기 때문에 일관성을 유지하기 위해서이다. 분모는 유형고정자산과 재고자산의 대체비용으로 현재가격을 구할 수 없이 장부가가를 대응변수로 이용한다.

기업의 지배권과 관련된 소유구조를 나타내는 독립변수로는 대주주1인지분율과 소액법인 지분율을 이용한다. 우리나라의 경우 실질적으로 소유경영체제이므로 소유경영자의 지분율로서 대주주1인지분율을 이용한다. 소액법인주주 지분율에는 유가증권상장규정 제31조에 의하여 기관투자자가 소유하고 있는 주식이 포함되어 있다. <표 3>을 보면 주식 분산으로 인해 표본기업의 대주주1인지분율이 해마다 감소하고 있음을 알 수 있다. 이는 소유경영자가 전체 주주의 이익에서 벗어나 자신의 사적이익을 추구할 가능성을 제공하며, 대리비용이 발생할 가능성을 높여준다.

<표 3> 표본기업의 연도별 대주주1인지분율

연 도	1990	1991	1992	1993	1994	N
지분율	29.11	28.01	27.08	25.03	24.33	285

회귀분석에 앞서 먼저 대주주1인지분율과 Tobin's Q의 비선형관계 가능성을 알아보기 위해 소수지분율 5% 구간별로 Tobin's Q의 변화를 알아보았다. <표 4>를 보면 대주주1인지분율이 25%에 이르기까지는 지분율이 증가함에 따라 Tobin's Q가 함께 증가하나, 그 이후부터는 지분율이 증가함에 따라 Tobin's Q가 감소하고 있다. 이는 지분율 25%를 전환점으로 구조변화가 일어날 가능성이 있는 것으로, Piecewise 선형회귀모형에 의한 통계적인 검증이 필요하다.

<표 4> 구간별 대주주1인지분율과 Tobin's Q 비율의 평균

구간별 대주주1인지분율	표본기업수	대주주1인지분율 평균	Tobin's Q 비율 평균
0~4.99%	3개사	3.13%	0.04
5~ 9.99	16	7.94	0.27
10~14.99	43	12.48	0.54
15~19.99	33	18.09	0.75
20~24.99	42	22.78	0.82
25~29.99	45	27.56	0.69
30~34.99	42	32.58	0.69
35~39.99	18	37.25	0.65
40~44.99	15	42.90	0.53
45~49.99	13	47.25	0.90
50% ~	15	56.66	0.69

<표 5> 회귀분석 결과

구분	S1	(S1-S0)D	S2	(S1) ²	r ²	N
(1)	.01749 (2.006)*	-.02218 (-1.750)*			.01420	285
(2)	6.601908E-03 (.765)	-.01702 (-1.395)	-.02085 (-5.071)*		.09684	
(3)	.02791 (2.225)*			-3.90395E-04 (-2.023)*	.01776	
(4)	.01512 (1.230)		-.02072 (-5.046)*	-3.07248E-04 (-1.654)*	.09936	

()안은 t값, * : 유의수준 0.10

S1 : 대주주1인지분율

S0 : Piecewise 선형회귀모형에서의 구조적인 전환점(25%)

D : 터미변수로서 S1>25% 이면 1, S1≤25% 이면 0이다.

S2 : 소액법인주주 지분율

회귀분석 결과는 다음과 같다.

첫째, <표 5>에서 볼 수 있는 바와 같이 대주주1인지분율과 기업가치는 正의 상관관계를 나타냈다. 그러나 대주주1인지분율이 25% 전환점을 지나면서는 소수지분율이 증가함에 따라 기업가치가 감소하는 逆의 상관관계를 나타내고 있다. 또 Piecewise 선형회귀모형의 구조적 전환점이 설명력이 약하므로, 비선형관계를 확인해 보기 위해 일반선형모형에 (S1)² 변수를 추가해서 검증한 결과 위로 볼록한 곡선의 우하향하는 부분에 대한 유의성이 검증되었다. 이러한 결과는 McConnel-Servaes[1990]의 연구 결과와 비슷한 모습을 나타내고 있는데, 기업가치가 상승하는 부분은 이해일치 가설로, 기업가치가 하락하는 부분은 안주주의 가설로 설명될 수 있다.

둘째, 기관투자자의 역할이 높아지고 있는 것을 고려해 시행한 검증 결과 소액법인주주 지분율과 Tobin's Q의 관계는 逆의 상관관계를 나타냈다. 이러한 결과는 전략적 일치 가설로 설명이 가능하다.

IV. 결 론

본 연구는 최근 정부에 의해 추진되고 있는 지배구조 개선 정책과 관련된 주식소유분산정책과 관련하여, 일반적인 것으로 받아들여지고 있는 소유와 경영의 분리에 따른 경영자지배론에 대해 비판적 논의를 하고, 소유경영자체제를 유지하고 있는 우리나라 기업의 소유구조와 기업가치와의 관계를 살펴보았다.

기업규모의 확대와 경영환경의 복잡성, 그리고 정부의 지속적인 주식소유분산정책에 힘입어 소유경영자의 지분율이 해마다 감소하고 있다. 그러나 이 과정에서 소유경영자의 기업에 대한 안정적 지배와 경영권을 밖으로 보호해주었다. 이에 따라 오너는 종전 보다 적은 소수지분율로도 기업에 대한 효과적인 지배권을 가질 수 있게 되었다. 이는 소유경영자의 사적동기에 의한 특권소비 가능성을 높여 대리비용을 발생시킨다.

Piecewise 선형회귀분석 결과 소유경영자의 지분율이 증가함에 따라 대리비용이 감소할 것이므로 소유경영자의 지분율과 기업가치는 正의 관계를 나타냈다. 그러나 소유경영자의 지분율이 25%를 넘어서면 경영자가 자신의 영향력을 이용하여 사적소비동기를 충족시키고 현실에 안주할 수 있는 가능성이 높아져 기업가치가 하락하는 것으로 나타났다.

비선형회귀분석 결과 소유경영자 지분율과 기업가치와의 관계는 위로 볼록한 곡선관계를 나타냈다. 이는 기업가치가 상승하는 부분은 이해일치 가설로, 기업가치가 하락하는 부분은 안주

주의 가설로 설명이 가능하다.

이와같은 연구 결과는 우리나라 성장제조기업에도 대리문제가 존재함을 나타내는데, 이는 경영자들의 노동시장이나 자본시장, 그리고 기업간 매수 합병 시장이 효율적이지 못한 때문이라 여겨진다. 또한 날로 중요해지고 있는 기관투자자의 역할도 경영자에 대한 효율적 감시 가설 보다는 경영자와 같은 위치에 서는 전략적 인치 가설을 지지하는 것으로 나타났다.

그러나 본 연구는 기업의 지배권은 대주주1인지분율로, 기업가치의 대응변수로써는 장부가격에 의해 산출된 Tobin's Q를 이용하였는데, 이것이 정확한 대응치가 될 수 있는가 하는 본질적인 한계를 갖고 있다. 따라서 앞으로의 연구에서는 보다 정밀한 대응변수의 개발이 필요하다.

기업지배구조를 둘러싼 논의는 최근 현대그룹에서 도입한 오너에 의해 선임된 사외이사제와 같은 제도로는 바람직한 결과를 얻기 힘들다. 주식회사의 지배권은 주식의 소유에 근거한다.

소유경영자와 외부주주와의 이해관계가 상충될 때 경영자가 기업가치극대화를 위해 행동하도록 하기 위해서는 자본시장의 효율성을 높여야 한다. 자본시장을 통한 기업간 매수 합병을 통해 경영자의 성과가 평가될 수 있게 함으로써 경영자들에 대한 효율적인 노동시장이 기능할 수 있게 될 것이다. 1997년 부터 시행될 상장회사 주식소유 제한규정인 증권거래법 200조의 폐지는 자본시장을 통한 기업의 매수 합병을 가능케 하여 소유구조와 기업가치와의 관계에 중대한 영향을 미칠 것으로 생각된다.

참 고 문 헌

- [1]김 주현, "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구", *재무연구* 제5호(한국재무학회, 1992).
- [2]김 우택·장 대홍·김 경수, "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구", *재무연구* 제6호(한국재무학회, 1993).
- [3]진인우·공병호, "한국기업의 지배구조", 한국경제연구원, 1995.
- [4]Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Co., New York, 1932.
- [5]Bothwell, J. L., "Profitability, Risk, and The Separation of Ownership from Control", *Journal of Industrial Economics*, 1980.
- [6]Broström, A., "Loss of shareholder Control and the 'Managerial Revolution?'" , *Economic and Industrial Democracy*, Vol 5, 1984.
- [7]Demsetz, H. and Lehn, K., "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", *Journal of Political Economy* Vol. 93, 1985.
- [8]De Vroey, M., "The Separation of Ownership and Control in Large Corporations", *Review of Radical Political Economics* Vol. 17, 1975.
- [9]Easterbrook, Frank II., "Two Agency - Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review* Vol. 74, 1964.
- [10]Fama, E. F., "Agency Problems and The Theory of the Firm", *Journal of Political Economy* Vol 88, 1980.
- [11]Fama, E. F. and Jensen M. C., "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law*

- & *Economics Vol 26*, 1983a.
- [12]Fama, E. F. and Jensen M. C., "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law & Economics Vol 26*, 1983b.
- [13]Jensen, M. and R. Ruback, "The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 1983.
- [14]Leland, H. E. and D. H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, Vol. 32, 1977.
- [15]McConnel, John and Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.
- [16]Morek, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Management Ownership and Market Value : An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988.
- [17]Pound, John, "Proxy Contests and the Efficiency of shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988.