

연구	06-08
----	-------

재산권, 주식회사, 대규모 기업집단

김영용·박경석

재산권, 주식회사, 대규모 기업집단

1관1쇄 인쇄/ 2006년 10월 25일

1관1쇄 발행/ 2006년 10월 31일

발행처/ 한국경제연구원

발행인/ 노성태

편집인/ 노성태

등록번호/ 제318-1982-000003호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관
전화 3771-0001(대표), 3771-0057(직통) / 팩스 785-0270~1

<http://www.keri.org>

© 한국경제연구원, 2006

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 3771-0057

ISBN 89-8031-408-6

5,000원

* 제작대행: (주)FKI미디어

발간사

한국의 대규모 기업집단을 둘러싼 평가는 엇갈리고 있다. 한국 경제의 성장과 발전의 원동력이었다는 평가가 있는가 하면, 정경유착의 산물이며 한국경제의 구조적 모순을 잉태한 장본인이라는 평가도 있기 때문이다. 그러나 어떤 평가가 더 설득력 있는 것인지에 대한 이론 연구는 드물다.

존재하는 모든 현상에는 이유가 있듯이 오늘날 한국경제가 대규모 기업집단에 의해 주도되고 있는 데에도 분명한 이유가 있을 것이다. 더구나 대규모 기업집단이 한국에만 유일하게 존재하는 생산구조가 아니라, 세계 각국에서 흔히 발견할 수 있는 공통된 생산구조라는 점에서, 이들의 존재 이유에 대한 질문은 의미를 더하게 된다.

본 연구는 현재 한국에서 많은 논란의 대상이 되어 온 대규모 기업집단의 형성 원인을 이론과 세계 각국의 실증에 비추어 규명하려는 시도에서 이루어진 것이다. 접근상의 특징은 주식회사와 대규모 기업집단을 상업 활동으로부터 얻을 수 있는 기대 외부편익을 내부화하기 위해 태동하는 재산권의 형태로 인식하고, 재산권이 진화하듯이 이들도 진화하는 존재로 파악했다는 점이다.

통제주주가 없는 미국과 영국에서는 다(多)사업부서형(M-형)의 기업집단이 형성된 반면, 통제주주가 있는 한국을 비롯한 대부분의 나라에서는 계열기업 형으로 발전하였다. 세계 각국에 존재하는 M-형과 계열기업형의 존재 이유를 밝히기 위해 우선 기업집단

의 근간이 되는 주식회사의 설립과 운영 원리를 회사 내의 의사 결정과 그에 따른 외부비용에 초점을 맞추어 분석하였다. 이를 바탕으로 단일 또는 복수 주식회사들의 집합체인 기업집단의 발전 형태를 논의하였다. 즉 주식회사와 대규모 기업집단은 상업 활동으로부터 기대할 수 있는 외부편익을 성공적으로 내부화하기 위해 조직 내의 자원배분과 관련된 의사결정비용은 통제주주를 비롯한 소수의 경영진에 집중하고, 여타 주주들에게 미칠 수 있는 외부비용은 자유로운 주식거래를 통해 회피하거나 줄이는 방식으로 운용된다는 점을 강조하고 있다. 이러한 관점에 비추어 볼 때, 기업지배구조 개선 운동은 재고할 필요가 있다고 하겠다.

아무쪼록 본 연구 결과가 주식회사와 한국의 대규모 기업집단에 대한 한 단계 더 높은 이해를 돕는 데 기여하기 바란다.

2006년 10월
한국경제연구원
원장 노성태

목 차

요 약	7
< 국 문 > 재산권, 주식회사, 대규모 기업집단	13
I. 서 론	15
II. 외부비용 및 의사결정비용	18
III. 주식회사의 의사결정 구조	22
3.1. 이 론	22
3.2. 실증적 관찰	27
IV. 다각화된 대규모 기업집단의 형태와 의사결정구조	32
4.1. 이 론	32
4.2. 실증적 관찰	38
4.3. 계열기업 형태로 다각화한 이유	42
V. 기업지배구조 개선 운동	44
VI. 결론 및 요약	47

<영 문> Property Rights, Corporations, and Conglomerates ..	51
I . Introduction	53
II . Expected External Costs and Decision-making Costs	56
III. Decision-making in a Corporation	60
3.1. Theory	60
3.2. Empirical Observations	65
IV. Decision-making in a Conglomerate	71
4.1. Theory	71
4.2. Empirical Observations	77
4.3. Why Do Affiliated Firms Dominate?	81
V . Corporate Governance Movement	83
VI. Concluding Summary	86
참고문헌	88
영문초록	92

요 약

1. 연구목적

- ▷ 주식회사와 대규모 기업집단은 상업 활동으로부터 얻을 수 있는 기대 외부편익을 내부화하기 위해 태동하는 재산권의 형태임을 이론과 기존의 실증연구를 통해 규명
 - ◇ 이러한 생산구조가 태동하는 구체적인 이유를 규명하는 일은 향후 주식회사와 대규모 기업집단에 대한 정책 형성에 매우 중요

2. 주식회사의 의사결정 구조

- ▷ 주식회사는 대규모 자금 총당으로부터 얻을 수 있는 편익을 내부화하기 위해 만들어지므로, 주식회사가 만들어지는 과정 자체를 재산권의 형성 과정으로 파악해야 함.
 - ◇ 주식발행으로 형성된 대규모 자금의 공유 자산적 성격을 배제하고, 외부편익을 효율적으로 내부화하기 위해서는 통제주주인 기업가-자본가에게 자금 사용에 대한 사적 소유권이 부여되어야 함.
 - 통제주주가 되는 기업가-자본가는 의사결정 권한을 자신에게 집중함으로써 의사결정에 따르는 외부비용과 의사결정비용의 회피가 가능하므로 주식회사 조직에 대한 유인 유지

- ▷ 의사결정 과정에 참여하지 않는 여타 주주들은 통제주주의 의사결정에 따르는 외부비용을 주식처분을 통해 회피 가능
 - ◇ 소액주주에게는 의사결정 참여보다는 낮은 비용으로 보유 주식 처분 가능성 여부가 주식투자 유인에 더 중요함.
- ▷ 현실적으로 통제주주가 존재하고, 회사를 직접 경영하는 형태가 가장 보편적인 소유 및 지배구조임.
 - ◇ 분산 소유형 주식회사는 미국, 영국, 호주, 캐나다, 스위스 등의 국가들과 아시아에서는 예외적으로 일본에서 존재
 - 위의 국가들에서도 자본주의 시장경제가 도입되어 경제가 성장하는 초기 단계에서는 가족 중심적인 기업가 지배적 주식회사가 주류를 이루었음.
 - 분산 소유형 주식회사는 처음부터 만들어진 것이 아니라 각 국가별로 경제적, 정치적, 사회적 여건 변화에 적응하는 과정에서 만들어진 것임.

3. 다각화된 대규모 기업 집단의 형태와 의사결정구조

- ▷ 대규모 기업집단의 다각화 과정을 상업 활동으로부터 얻을 수 있는 외부 편익을 내부화하기 위한 재산권 형성 과정으로 파악
 - ◇ 다각화를 주도하는 기업가-자본가는 의사결정 권한을 자신에게 집중시켜 외부편익을 내부화하고, 여타 참여자들은 다각화로부터의 편익을 나누는 방식으로 다각화가 진행됨.
- ▷ 모기업에 통제주주가 존재하지 않는 경우는 M-형 다각화가 이루어짐.

- ◇ 신규 사업을 계열기업을 통해 추진한다면 모기업과 계열기업 사이의 관계는 위계적 관계가 아니라 계약적 관계가 됨.
 - 모기업과 계열기업에 통제주주가 없으므로 모기업은 계열기업의 기회주의적 행동을 막을 효과적인 장치를 사실상 가질 수 없음.
 - 계열기업의 독립적인 의사결정은 모기업의 주주들에게 높은 외부비용을 유발할 수 있음.
 - 계약적 관계에 있는 두 기업의 자발적 협력에 의한 의사결정에 수반되는 총비용이 장기적으로 다각화를 통해 내부화하려는 편익을 초과하게 됨.

▷ 모기업에 통제주주가 존재하는 경우는 M-형 다각화나 계열기업을 통한 다각화가 모두 가능

- ◇ M-형 다각화가 추진되면 의사결정에 따르는 추가 비용 없이 다각화로부터의 편익을 내부화할 수 있음.
- ◇ 계열기업 형태를 이용하면 통제주주가 없는 경우와는 달리 모기업의 통제주주가 계열기업의 통제주주가 되므로, 모기업과 계열기업 사이의 관계가 계약적 관계가 아니라 위계적 관계가 됨.
 - 의사결정 권한이 모기업 통제주주에게 집중되므로 집단적 의사결정 방식에 수반되는 외부비용이나 의사결정비용을 부담하지 않고 다각화로부터의 이득을 내부화할 수 있음.

▷ 실증적인 관찰도 위의 이론적 설명에 부합

- ◇ M-형으로 다각화한 세계적인 대규모 기업집단들은 대부분 분산 소유가 지배적인 미국 기업들임.

- ◇ 통제주주가 존재하는 유럽 대륙 국가들의 대규모 기업집단은 다각화할 때 공통적으로 피라미드 형태를 이용
- ◇ 신흥시장으로 알려진 동아시아 국가들의 대규모 기업집단은 소유 및 경영이 가족에 의해 이루어지고 있으며, 계열화를 통해 다각화 됨.
- ◇ 신흥시장에서 통제주주가 존재하는 대부분의 다각화된 대규모 기업집단이 M-형이 아니라 피라미드 형태를 포함한 계열기업형으로 발전된 데에는 다양한 제3의 요인들이 존재
 - 사업 분야를 다양화할 때 법률적으로나 회계적으로 독립적인 계열기업을 설립하는 것이 그룹 전체의 위험을 분산시키는 데 유리
 - 계열기업 형태가 M-형에 비해 외부 자금 차입과 기술제휴에 유리
 - 주식공모를 통해 다각화를 시도하는 경우 계열기업 형태로 하는 것이 M-형에 비해 모회사 통제주주의 통제권을 쉽게 유지 가능
 - 계열기업 형태가 조세감면 혜택을 이용하는 데 유리

4. 기업지배구조 개선 운동

- ▷ 소액주주의 의사결정 권한을 확대하는 방향으로 기업지배구조를 개선해야 한다는 주장은 사적이며 경제적 영역에서의 의사결정과 민주적 의사결정이 이루어지는 공적이며 정치적 영역에서의 의사결정을 혼동한 것임.
- ◇ 정치적 영역인 공공선택에서는 다수에 의한 소수의 착취가 일어날 수 있음.

- 소수는 자신이 속한 정치 단위를 낮은 비용으로 이탈하기 어렵기 때문에 외부비용을 피할 수 있는 좋은 방법을 가지고 있지 않음.
- 다수에 의한 소수의 착취가 남용되지 않도록 하는 제도적 장치가 필요
- ◇ 사적 경제 조직인 주식회사제도에서 소액주주들은 자신의 이해에 반하는 의사결정이 이루어질 경우, 그에 따른 외부 비용을 주식 처분을 통해 낮은 비용으로 피할 수 있음.
- ◇ 특정 계열기업의 청산과 같은 일회게임(One-shot Game)적 성격을 띠는 경우를 제외하고는 통제주주가 소액주주를 조직적으로 착취하기 위한 빼돌리기는 가능성이 희박함.

5. 정책적 함의

- ▷ 자원의 효율적 이용을 위해 대동하여, 더욱 그러한 방향으로 진화하는 재산권의 형태인 주식회사와 대규모 기업집단의 운영 제도를 방해하는 정부 정책과 규제는 자원배분을 왜곡
- ▷ 경제적 효율성에 근거한 기업지배구조는 통제주주를 중심으로 한 소수의 경영자 집단에 의사결정 권한이 집중되는 형태
 - ◇ 각 나라에 존재하는 기업지배구조는 경제적 이유와 함께 그 나라 사람들의 정서를 비롯한 정치·사회·문화적 요인과 이를 뒷받침하는 법률에 의해 형성되어 각각 다른 형태를 띠게 된 것임.

- 각국의 상이한 기업지배구조는 경제적 이유에 의해 형성되거나 형성될 수 있었던 것이 정치·사회·문화적 요인에 의해 변형되었을 뿐, 경제적 효율성만을 바탕으로 진화한 것은 아님.

▷ 소액주주들을 보호하는 가장 좋은 방법은 사외이사제도, 집중투표제 등을 통해 그들의 의사결정 권한을 부여하는 법률적 규제가 아니라, 작은 비용으로 주식을 매매할 수 있도록 주식시장을 발전시키는 등 시장 활성화를 촉진하는 것임.

< 국 문 >

재산권, 주식회사, 대규모 기업집단

I. 서론

본 연구에서는 주식회사와 대규모 기업집단은 상업 활동으로부터 얻을 수 있는 기대 외부편익을 내부화하기 위해 태동하는 재산권의 형태임을 이론과 기존의 실증연구를 통해 규명한다. 즉 주식회사와 대규모 기업집단은 기대 외부편익을 성공적으로 내부화하기 위해 기대 의사결정비용과 기대 외부비용을 감소시키는 방향으로 진화한 재산권의 형태임을 이론과 실증을 바탕으로 규명한다. 여기에서 외부비용이란 의사결정 권한을 가진 경영자 집단의 의사결정이 각 주주에게 미칠 수 있는 비용을 말하며, 의사결정비용이란 각 주주가 특정 사안에 대한 합의를 도출하는 과정에 참여함으로써 치르게 되는 비용을 뜻한다.¹⁾ 대부분의 경제학자들이 주식회사나 대규모 기업집단을 주어진 것으로 간주하고 있지만, 대부분의 나라에서 이러한 생산구조가 태동하는 구체적인 이유를 규명하는 일은 향후 주식회사와 대규모 기업집단에 대한 정책 형성에 매우 중요하다.

주식회사와 대규모 기업집단은 기대되는 외부편익을 효과적으로 내부화하기 위해서 자원배분에 소요되는 전반적인 비용을 최소화해야 하는데, 그중에서 가장 중요한 것은 의사결정비용과 특정 의사결정이 주주에게 유발할 수 있는 외부비용을 최소화할 수 있는 의사결정 구조를 찾는 것이다. 본 연구에서는 Buchanan과 Tullock(1962) 의사결정 이론을 참고하여 오늘날 가장 일반적인 형태의 주식회사와 세계 도처에 존재하는 대규모 기업집단의 의

1) 이하 외부편익은 기대 외부편익, 외부비용은 기대 외부비용, 의사결정비용은 기대 의사결정비용을 의미한다.

사결정 구조를 분석함으로써, 이들이 비용 감소를 위해 진화한 결과임을 보였다.

분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기대 외부편익의 성공적 내부화를 위해서는 기업가-자본가로 대표되는 통제주주에게 의사결정 권한을 집중하여 의사결정비용을 줄이고, 외부비용은 주식시장에서 주식거래를 통해 회피하거나 줄이는 것이 효율적이다. 물론 만장일치제 또는 특정 의사결정에 동의하지 않는 주주는 탈퇴할 수 있는 자유를 전제로 하는 집단적 의사결정 방법 등을 고려할 수 있다. 그러나 이러한 방식에는 매우 높은 의사결정 비용이 소요되므로 주식회사나 대규모 기업집단을 설립하는 기업가-자본가는 그 비용을 감당할 수 없어 이들 조직을 설립할 유인을 가지지 못한다. 그러므로 원초적 형태의 주식회사는 기업가-자본가에 의한 집중 소유형이고, 통제주주가 없는 분산 소유형은 집중 소유형이 방해받지 않은 시장(Unhampered Market)에서 진화한 것이 아니라, 정치·사회적 여건에 의해 변형된 것이다.

둘째, 대규모 기업집단은 M-형과 계열기업 형태로 발전할 수 있다. 통제주주가 없는 경우에는 M-형으로 발전하고, 통제주주가 있는 경우에는 M-형 또는 계열기업 형태로 발전할 수 있는데, 대부분의 나라에서는 위험 분산, 외부 차입 및 기술 제휴, 기업 지배권 유지, 조세 감면 유인 등의 요인들에 의해 계열기업 형태로 발전하였다.

셋째, 주식회사와 대규모 기업집단을 둘러싼 기업지배구조 개선 운동가들은 소액주주들의 의사결정 권한을 강화해야 한다고 주장하지만, 이는 주식회사와 대규모 기업집단의 태동과 운영 원리를 간과한 것이다. 예를 들어 기업지배구조 개선 운동가들은 계열기업들로 구성된 대규모 기업집단 최고 의사결정자의 의사결정 권한이 보유 지분에 국한되어야 한다고 주장하지만, 이는 주

식회사와 대규모 기업집단의 본질에 어긋나는 것이다.

서론에 이어 제2절에서는 주식회사와 대규모 기업집단의 의사결정 구조를 분석할 수 있는 틀을 제시한다. 제3절과 제4절에서는 각각 주식회사와 대규모 기업집단의 의사결정 구조를 이론적으로 분석하며, 기존의 실증 연구들을 바탕으로 이론의 타당성을 보인다. 또한 통제주주의 존재 여부가 대규모 기업집단의 형태인 M-형과 계열기업형을 결정하는 중요한 요인이라는 점을 논의한다. 제5절에서는 현재 우리나라에서 활발하게 일어나고 있는 기업지배구조 개선 운동의 논리적 오류를 지적하며, 제6절은 논의를 요약한다.

II. 외부비용 및 의사결정비용

주식회사가 N 명의 주주로 구성되어 있으며, 이들이 어떤 사업에 대한 투자를 위해 의사결정을 내려야 하는 상황을 상정하자. 이 사업으로 얻을 수 있는 외부편익을 성공적으로 내부화하기 위해서는 집단적인 의사결정에 수반되는 외부비용과 의사결정비용을 최소화할 수 있는 의사결정 방식을 찾아야 하는데, 이와 관련하여 Buchanan과 Tullock(1962)의 의사결정 모형을 참고할 수 있다. Buchanan과 Tullock의 모형을 적용하는 데 있어 한 가지 유의할 필요가 있는데, 공공 선택 영역에서 사회 구성원 상호간에 외부비용이 유발되는 이유는 서로의 선호가 다르기 때문이며, 주식회사와 대규모 기업집단에서 주주 상호간에 외부비용이 유발되는 이유는 이윤극대화에 대한 선호는 같더라도 극대화 전략과 배분 방식에 대한 의견이 서로 다르기 때문이다.

이제 특정 주주에 대한 외부비용과 의사결정비용을 간단한 수식으로 표현하면 식 (1)과 식 (2)와 같다.

$$E_i = f(N_a), \quad i=1,2,\dots,N, \quad N_a \leq N \quad (1)$$

식 (1)에서 E_i 는 다른 사람들의 의사결정으로 특정 주주 i 가 지불해야 하는 외부비용의 현재가치이며, N_a 는 어떤 사안에 대한 합의를 도출하는 데 필요한 주주의 수이다.

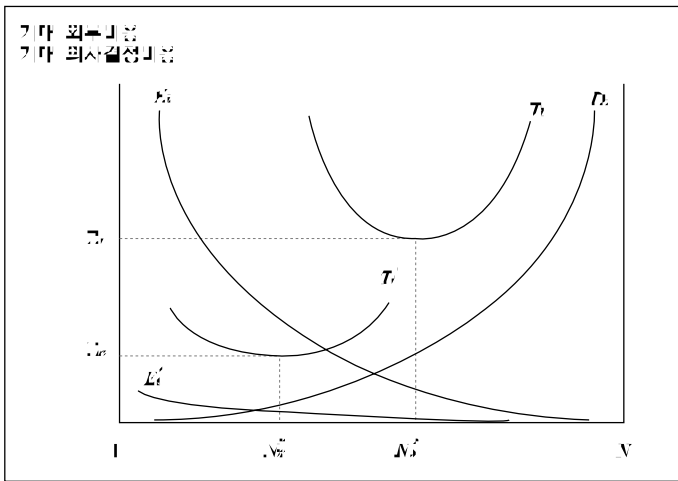
$$D_i = g(N_a), \quad i=1,2,\dots,N, \quad N_a \leq N \quad (2)$$

식 (2)에서 D_i 는 특정 주주가 일련의 의사결정에 참여함으로써

지불하는 비용의 현재가치이다.

<그림 1>은 식 (1)과 식 (2)를 나타낸 것인데, 곡선 E_i 로 표시되는 외부비용은 의사결정에 필요한 주주 수가 많아질수록 점점 줄어드는 반면에 곡선 D_i 로 표시되는 의사결정비용은 참가하는 주주 수가 많아질수록 증가한다. 곡선 T_i 는 곡선 E_i 와 곡선 D_i 를 종(從)으로 합한 총비용 곡선이다.

<그림 1> 기대 외부비용 및 기대 의사결정비용



N 명의 주주가 모두 참여하여 일치된 의견을 도출하는 만장일치제를 채택하면 외부비용은 영(零)이 된다. 따라서 모든 주주는 만장일치 규칙을 통해 주주 중 일부만 참여하는 의사결정으로부터 초래될 수 있는 외부비용을 피할 수 있다. 그러나 만장일치를 위해서는 많은 조정비용이 소요되고, 주주의 수가 많아질수록 만장일치를 위한 의사결정비용은 커진다.

다음으로 만장일치제가 아닌 주주의 일부가 참가하는 집단적

의사결정 방식에서는 <그림 1>의 N_a^* 에서 총비용이 최소가 된다. 일반적으로 의사결정에 참가하는 주주의 수가 적을수록 의사결정 비용은 줄어들지만 집단적 의사결정으로부터 발생할 수 있는 외부비용은 커진다. 외부비용이 커지는 이유는 참가 주주의 수가 적어질수록 주주 개개인이 승자연합(Winning Coalition)에 속하지 못할 가능성이 커지기 때문이다. 따라서 어떤 주주가 타 주주의 의사결정으로부터 초래되는 외부비용뿐만 아니라 타 주주와의 합의에 필요한 의사결정비용을 모두 회피하고자 한다면, 의사결정 권한을 자신에게 집중하려고 할 것이다. 이러한 집단적 의사결정 방식은 공공 부문은 물론, 주식회사와 같은 경제 조직인 사적 부문에도 적용될 수 있다. 그러나 공공 부문과는 달리 사적 부문에 적용되는 경우에는 집단적 의사결정에 동의하지 않는 개인은 그 조직에서 자유롭게 탈퇴할 수 있다.

위의 논의를 좀 더 자세하게 하기 위해 간단한 수식을 사용한다. 식 (1)의 주주 i 의 외부비용(E_i)은 식 (3)과 같은 함수로 나타낼 수 있다.

$$E_i(N_a) = \alpha(e^{-\beta N_a} - e^{-\beta N}), \quad \alpha, \beta > 1, \quad 1 \leq N_a \leq N \quad (3)$$

여기에서 α 와 β 는 각각 외부비용 곡선의 높기와 기울기를 결정하는 상수, N 은 주주의 총수이다.

또한 의사결정비용(D_i)은 식 (4)의 함수로 나타낼 수 있다.

$$D_i(N_a) = e^{\gamma N_a} - e^{\gamma}, \quad \gamma > 1, \quad 1 \leq N_a \leq N \quad (4)$$

여기에서 γ 는 의사결정비용 곡선의 기울기를 나타내는 상수이다. 식 (3)과 식(4)에서 α , β , γ 의 상수 값을 모두 1보다 크게 제약

한 것은 그 로그 값이 정의되도록 하기 위함이다.

이제 총비용(T_i)은 식 (3)과 식 (4)의 합이고, 만장일치제의 경우에는 의사결정에 필요한 참가 주주의 수가 N 이므로 식 (3)에서 기대 외부비용은 영(零)이 되어 총비용은 식 (5)와 같다.

$$T_i(N) = e^{\gamma N} - e^{\gamma}, \quad \gamma > 1 \quad (5)$$

한편 만장일치제가 아닌 집단적 의사결정에서는 총비용을 최소화하는 최적 참가 주주의 수는 식 (6)과 같이 구해진다.

$$N_a^* = \frac{\log(\alpha\beta/\gamma)}{\beta + \gamma} \quad (6)$$

여기에서 $\frac{\partial N_a^*}{\partial \alpha} > 0$, $\frac{\partial N_a^*}{\partial \beta} < 0$, $\frac{\partial N_a^*}{\partial \gamma} < 0$ 이다. 즉 외부비용 곡선이 낮게 위치하고, 두 곡선의 기울기가 가파를수록 N_a^* 는 작아진다.

Ⅲ. 주식회사의 의사결정 구조

3.1. 이 론

기업은 시장거래를 내부거래로 전환함으로써 상업 활동으로부터 기대할 수 있는 외부편익을 내부화하기 위해 설립되는 조직이다. 마찬가지로 주식회사는 기업을 조직함으로써 얻는 이득에 더하여 주주들로부터 자본을 획득하여 추진할 수 있는 상업 활동으로부터 기대할 수 있는 외부편익을 내부화하기 위해 설립되는 조직이다.

본 절에서는 주식회사의 의사결정 구조를 분석함으로써 주식회사가 설립되고, 그 이후 운영될 수 있는 조건을 도출한다. 어떤 기업가-자본가가 특정 사업을 위해 자기 자본 외에 $N-1$ 명의 투자자에게 주식을 발행하여 필요한 자본을 충당하고, 주식회사가 일단 설립되면 자신은 지배주주로서 통제주주가 된다고 하자. 서론에서 지적하였듯이 주식회사는 대규모 자금 충당으로부터 얻을 수 있는 편익을 내부화하기 위해 만들어지기 때문에, 주식회사가 만들어지는 과정 자체가 Demsetz(1967)가 지적한 바와 같이 재산권의 형성 과정으로 볼 수 있다.

Demsetz는 규모의 경제, 협상비용, 외부성 및 재산권 변화의 상호작용이라는 개념을 이용해 상장된 주식회사가 어떻게 작동하는지를 설명하였다. 본 절의 논의는 Demsetz의 설명을 심화·발전시킨 것이다. 주요한 차이점은 Demsetz는 주식회사가 처음 만들어지는 과정을 생략한 채, 단지 높은 협상비용을 피하기 위해 소수의 경영자에게 사실상의 소유권(de Facto Ownership)이 주어진다고

설명한 데 반해, 여기에서는 주식회사가 처음 만들어지는 과정에서 왜 통제주주인 기업가-자본가에게 의사결정 권한이 집중될 수밖에 없는지를 밝힌 것이다. 즉 Demsetz는 소유와 경영이 분리된 분산 소유 형태의 주식회사를 염두에 두고 분석한 반면, 여기에서는 통제주주가 존재하는 집중 소유의 형태가 주식회사의 원초적 형태라는 각도에서 분석한 것이다.

주식회사는 자발적인 계약을 통해 만들어지는 조직이기 때문에 가장 자연스러운 의사결정 방식은 순수하게 자발적인 협조를 통한 방식, 즉 만장일치제일 것이다. 그러나 식 (5)에서 N 이 매우 크다면 의사결정비용도 비례적으로 커진다는 것을 알 수 있다. 따라서 만장일치제로 창업주인 기업가-자본가를 포함해서 모든 주주의 외부비용을 제거할 수 있다고 하더라도, 기업가-자본가는 내부화로 얻을 수 있는 사적 편익을 초과하는 의사결정비용으로 말미암아 주식회사를 조직할 유인을 잃게 된다.²⁾

그 다음 대안은 외부비용과 의사결정비용의 합인 총비용을 최소화하는 방식으로 의사결정 규칙을 정하는 것이다. 즉 사적 부문에 집단적 의사결정 방식을 도입하는 것이다. 그러나 이 경우에도 참여 주주의 수가 충분히 많다고 하면 총비용이 최소화되는 N_a^* 가 크게 되어, 기업가-자본가 자신이 승자연합(Winning Coalition)에 속한다고 하더라도 여전히 매우 큰 협상비용이 들어갈 것이다. 총비용을 최소화하는 참가자 수 N_a^* 는 식 (6)에 의해 결정되므로 N_a^* 에서의 총비용 T_a 는 식 (7)과 같이 계산된다.

$$T_a = T_i(N_a^*) = (\alpha e^{-\beta} + e^{\gamma}) e^{\frac{-\log(\beta/\gamma)}{\beta+\gamma}} - \alpha e^{-\beta N} - e^{-\gamma}, \quad \alpha, \beta, \gamma > 1 \quad (7)$$

2) 기업가-자본가의 개인적 관점에서 고려되는 것은 대규모 자금 총당으로부터 생기는 편익 전체가 아니라 그중 기업가-자본가가 취득하는 몫이다.

통제주주인 기업가-자본가가 부담해야 하는 외부비용의 최대치는 식 (3)에서 α 의 값에 비례하는데, 통제주주는 많은 주식을 보유하고 있으므로 α 의 값이 충분히 크고, 따라서 T_a 값도 그에 따라 커진다. 따라서 의사결정에 필요한 총비용이 내부화로 얻을 수 있는 사적 편익보다 여전히 클 것이다. 기업가-자본가에게 더욱 심각한 문제는 그가 항상 승자연합에 포함된다는 보장이 없다는 것이다.

그러므로 기업가-자본가는 이와 같은 의사결정 방식도 선호하지 않을 것이며, 그가 주식회사를 조직하려는 유인을 갖기 위해서는 의사결정 권한이 자신이나 자신의 영향력하에 있는 소수의 경영자에게 집중되어야만 한다. 의사결정 권한이 집중되면 집단적 의사결정 방식에서와는 달리 기업가-자본가는 더 이상 외부비용이나 의사결정비용을 부담하지 않으면서 외부편익을 내부화할 수 있다. 이와 같이 주식회사의 원초적 형태는 통제주주로서의 기업가-자본가에 소유와 의사결정 권한이 집중되는 형태이다. 현재 존재하는 분산 소유형 주식회사는 처음부터 그렇게 설립되거나 집중 소유형으로 설립된 것이 경제적 효율성에 따라 시장에서 진화한 것이 아니라, 정치·사회적 이유로 변형된 형태다. 물론 분산 소유형의 경우에도 의사결정 구조는 동일하지만, 분산 소유형이 주식회사의 원초적 형태가 아니라는 점은 강조되어야 한다.

한편 주식회사는 형식적으로 1주 1표제를 도입하고 있다. 집중 소유형의 경우에도 마찬가지다. 이때 기업가-자본가가 지배주주(Majority Shareholder)라면 자연스럽게 의사결정 권한이 기업가-자본가에게 집중된다. 기업가-자본가가 지배주주가 아니라고 하더라도 상당한 정도의 주식을 보유하고 있으면, 그는 실질적인 의사결정 권한을 가지는 통제주주(Controlling Shareholder)가 될 수 있다. 다른 주주보다 다수연합(Majority Coalition)을 형성하는 비용이 훨씬

적게 들기 때문이다.

의사결정 권한을 기업가·자본가에게 집중시키는 것은 그에게 주식회사에 대한 실질적인 재산권을 부여하는 것이다. 재산권을 부여하는 이유는 자원이 효율적으로 활용되도록 하기 위함이다. 대규모 자금을 필요로 하는 사업을 추진하기 위해 다수의 사람에게 분산되어 있는 자금을 모으고 나면, 이는 일종의 공유 자산적 성격을 띠게 된다. 그러나 모든 투자자가 자기 편익을 위해 임의대로 자산을 사용하려 한다면 자산은 효율적으로 유지·관리될 수 없으며, 대규모 자금 총당으로부터 얻을 수 있는 편익이 실현될 수 없다. 따라서 대규모 자금의 사용 권한에 대한 사적 소유권이 요구되며, 자금 사용에 대한 사적 소유권을 확보한 사람은 대규모 자금 총당으로부터의 편익을 내부화할 수 있다. 그러나 다른 모든 재산권 형성 과정에서의와 마찬가지로 편익의 내부화에 따른 비용이 수반된다. 주식회사의 경우에 통제주주가 되는 기업가·자본가는 의사결정 권한을 자신에게 집중함으로써 의사결정에 따르는 외부비용과 의사결정비용을 부담하지 않는다. 그렇다고 편익을 내부화하는데 아무런 비용을 부담하지 않는 것은 아니다. 기업가·자본가는 최초로 자금을 모으는 등의 주식회사를 조직하는 비용을 부담한다.³⁾

이제 통제주주 이외의 여타 주주들이 주식회사에 참여하고 의사결정 권한을 기업가·자본가에게 위임할 수 있는 조건에 관한

3) 기업가·자본가는 초기에 주식회사를 조직하는 비용이 내부화로부터 기대되는 사적 편익을 초과한다면 주식회사 설립을 추진하지 않을 것이다. 또 초기 조직비용이 낮더라도 의사결정에 따르는 총비용이 사적 편익과 초기 조직비용과의 차이보다 크다면 주식회사 설립을 중단할 것이다. 즉 기업가·자본가가 주식회사를 조직·운영하기 위해서는 사적 편익이 최소한 초기조직 비용과의 사결정에 따르는 총비용의 합보다 커야 한다. 또 사적 순편익이 양일 경우 기업가·자본가는 이 초기조직비용을 기꺼이 혼자 부담하려 할 것인데, 이에 대해서는 Olson(1971)의 소그룹에 대한 논의를 참조.

문제를 살펴보자. 여타 주주들은 보유 주식에 비례하여 배당을 받고 주가가 상승에 따른 이득을 얻는다는 점에서 대규모 자금 총당으로부터의 편익을 나누어 가진다. 그러나 통제주주와는 달리 의사결정 과정에 참여하지 않으므로 통제주주를 비롯한 소수의 경영자 집단의 의사결정에 의한 외부비용을 감수해야 한다. 물론 외부비용이 주식 보유에 따른 편익보다 크다면 주식회사에 투자하려 하지 않을 것이다. 따라서 이들 주주들이 주식회사에 투자하고 기업가-자본가에게 의사결정 권한을 위임할 수 있도록 하기 위해서는 외부비용은 낮거나 용이하게 회피 또는 줄일 수 있어야 한다.

우선 주식회사의 의사결정 권한이 소수에게 집중되어 있다는 사실이 소액주주에게는 문제가 되지 않는다. 상장된 주식회사 대부분의 소액주주 지분은 통제주주 또는 최대주주의 지분에 비해 무시할만한 수준이므로 집단적 의사결정에 따르는 외부비용도 통제주주의 외부비용에 훨씬 못 미치기 때문이다. <그림 1>에서 E_i 가 통제주주의 외부비용 곡선이라면, E_s 는 소액주주의 외부비용 곡선으로서 통제주주의 외부비용 곡선에 비해 훨씬 아래쪽에 위치한다. 물론 의사결정비용은 집단적 의사결정에 참여하는 주주의 수에 의해 결정되므로 소액주주의 의사결정비용 곡선은 통제주주의 의사결정비용 곡선과 동일하다. 그러므로 소액주주의 총비용을 최소화하는 참여 주주의 수는 N_m^* 으로 통제주주의 총비용을 최소화하는 참여 주주의 수인 N_a^* 에 비해 훨씬 작으며, 소액주주의 지분이 작을수록 N_m^* 및 총비용 T_m 은 더욱 작아질 것이다.

다음으로 주식회사의 유한 책임 주주들은 합명회사의 무한 책임 주주들과는 달리 다른 주주들의 동의 없이 자신이 보유한 주식을 주식시장에서 임의로 처분할 수 있으므로 의사결정 과정에서 배제된 데에 따른 외부비용을 낮출 수 있다. 이는 물론 거래소

에 상장된 주식회사의 경우에 해당된다. 사실 주식회사에 대한 투자를 결정하는 데 있어 소액주주로서의 개별 주주에게 중요한 것은 의사결정 과정 참여 여부라기보다는 의사결정 과정으로부터 배제되는 데에 따르는 외부비용을 최소화하는 방법의 존재 유무인 것이다. 또한 기업가-자본가는 자신에 대한 좋은 시장 평가를 얻기 위하여 기업의 주식 가치를 높이려는 노력을 경주하게 되며, 이런 점이 기업가-자본가가 주주들을 착취하려는 유인을 없애거나 감소시키는 역할을 함으로써 주식회사 제도의 원활한 운영에 기여하게 된다.

3.2. 실증적 관찰

이상의 논의에서 우리는 기업가-자본가가 주식회사를 설립하는 경우 의사결정 권한을 자신에게 집중하여 실질적으로 주식회사를 통제하는 통제주주가 되는 경제적인 이유를 분석하였다. 즉 주식회사는 기업가 지배적 형태가 경제 논리와 부합한다는 것이다. La Porta 외(1999)의 실증연구에 의하면 현재 전세계적인 주식회사의 소유 및 지배구조는 우리의 논의와 부합한다. 그들은 세계 주요국 27개국에 대한 실증연구에서, 분산 소유가 아니라 통제주주가 존재하고, 그가 직접 회사를 경영하는 형태가 가장 보편적인 소유 및 지배구조임을 보여주고 있다. 이때 가족이나 그 구성원이 통제주주가 되는 경우가 흔하다. 통제주주가 없는 분산 소유형 주식회사는 미국, 영국, 호주, 캐나다, 스위스 등의 국가들과 아시아에서는 예외적으로 일본에서 지배적인 형태로 존재하고 있다.⁴⁾

4) 표본 국가들 중 통제주주의 지분 비율을 10% 기준으로 했을 때 대규모 주식회사의 경우 분산 소유 비중이 50%를 상회하는 국가들이다. 중형 주식회사의

그러나 이런 국가에서도 자본주의 시장경제가 도입되어 경제가 성장하는 초기 단계에서는 가족 중심적인 기업가 지배적 주식회사가 주류를 이루었다는 것을 다른 연구들을 통해서 확인할 수 있다.⁵⁾ 즉 통제주주가 없는 분산 소유형 주식회사는 처음부터 만들어진 것이 아니라 각 국가별로 경제적, 정치적, 사회적인 여건 변화에 적응하는 과정에서 만들어진 것이다.

분산 소유가 가장 발달한 미국에서도 20세기 전에는 강력한 가족 그룹들이 형성되어 있었다. Becht와 DeLong(2005)에 따르면 20세기에 접어들면서 이들은 사업 다각화를 시도하며, 그 재원을 모회사 주식의 분산 매각을 통해 확보하고자 했다. 주식을 매각하더라도 소규모 단위로 많은 공중에게 분산 매각하면 공식적·비공식적인 방법을 통해 이사회를 지배할 수 있을 것이라고 판단하였기 때문이다. 그러나 이들의 판단은 단기적으로는 틀리지 않았지만, 장기적으로는 그들의 예측과는 달리 지배권을 상실하게 된다. Roe(1994)와 Becht와 DeLong(2005)은 분산소유구조로의 전환에 영향을 주었던 가장 중요한 요인으로서 대중주의적인 정치적 영향력을 들고 있다. 미국의 대중들은 20세기 초부터 경제력이 소수에 집중되는 것을 꺼려하였고, 이를 뒷받침하는 정책인 1890년의 Federal Sherman Antitrust Act, 1914년의 Clayton Act, 그리고 1933년의 Glass-Steagall Act 등의 반트러스트법과 대규모 금융기관의 형성을 막는 일련의 법률 등에 의해 집중소유구조가 해체되

경우에는 분산 소유비중이 대규모 주식회사의 경우보다 10% 이상 낮게 나타난다. 자세한 내용은 La Porta(1999), Table II 및 Table III 참조.

- 5) 미국의 20세기 이전 대규모 기업집단의 가족 중심 소유구조에 대해서는 Becht와 De Long(2005), 영국의 20세기 초 가족 소유 및 지배구조에 대한 분석은 Franks 외(2005)를 참조. 캐나다는 20세기 초 가족 또는 개인이 대규모 피라미드 형태로 주식회사를 소유하고 있었다. 이에 대해서는 Morck 외(2005)를 참조.

고 기업 지배는 전문경영인들의 손에 넘어가게 되었다. 또한 금융기관에 대한 규제の結果로 미국에서는 기관 투자가가 형성될 수 없었다. 즉 최초에 기업을 설립한 기업가·자본가들은 자신이 소유한 기업들에 대한 통제권을 잃지 않으며 다각화로부터 얻을 수 있는 외부편익을 내부화할 수 있을 것이라고 믿었지만, 그 이후 발효된 상법 등으로 이들의 믿음은 실현될 수 없었다. 따라서 Roe(1994)의 지적처럼 소유와 경영의 분리는 경제적 진화의 산물이 아니라 정치적으로 만들어진 개념이다.

Franks 외(2005)의 연구에 의하면 미국과 같이 현재 분산 소유형 주식회사가 주류를 이루는 영국에서도 20세기에 접어들기까지는 가족 소유형이 압도적이었다. 20세기 초반 영국의 기업들은 적대적 흡수·합병이 아닌 자발적인 흡수·합병에 의해 성장했고, 그 과정에서 주식을 발행하여 성장에 필요한 자금을 충당한 반면, 신생 기업은 이사 자리를 차지함으로써 통제할 수 있었다. 1950년대 중반 이후 나타난 적대적 흡수·합병 위협에 대응하여 차등 의결 주식과 이사직을 접하여 기업을 통제할 수 있는 피라미드 구조로 전환하고자 하였다. 그러나 두 가지 사항 때문에 이들의 의도는 실현되지 못하였다. 첫째, 예전보다 훨씬 더 강력해진 금융기관들이 증권거래소의 동의하에 이러한 기업들이 자본시장에 접근하는 것을 차단하였다. 그 결과 차등 의결 주식과 피라미드식 통제가 불가능하게 되었으며, 이들 기관 투자자들이 가족 소유를 대체하였다. 둘째, 1968년에 설립된 ‘흡수·합병 위원회(Takeover Panel)’가 모든 주주들에게 동일한 가격으로 주식 구매 기회를 제공하도록 강제했다. 따라서 가족에 의한 주식의 집중 소유가 없어졌고, 현재 다른 유럽 국가들의 보편적인 기업지배구조가 영국에서는 뿌리내리지 못하게 되었다. 즉 미국과 같이 영국의 분산 소유형 주식회사도 경제적 이유에서 진화한 결과가 아니라, 정치적 이유로 형성된 것이다.

한편, 프랑스, 독일, 스웨덴, 이태리 등, 대륙 유럽 국가들은 현재뿐만 아니라 19세기부터 20세기 초에 걸친 산업발전 초기 단계에서도 개인 또는 가족이 통제주주인 기업가형 주식회사가 지배적이었다.⁶⁾ Faccio와 Lang(2002)의 실증연구에 따르면 조사대상 13개 유럽국가 중에서 분산 소유 기업의 비중이 가족지배 기업의 비중보다 큰 나라는 영국과 아일랜드 두 나라에 불과하다. 프랑스의 가족지배 기업 비중이 64.82%로 가장 높고, 그 다음이 독일로 64.62%, 이어 포르투갈 60.34%, 이태리 59.61%, 스페인 55.79%, 아일랜드 24.63%, 그리고 영국 23.68% 등이다.

이뿐만 아니라 한국, 홍콩, 싱가포르, 대만, 태국, 인도네시아, 필리핀, 말레이시아 등 동아시아 신흥공업국들에서도 주식회사는 통제주주인 가족이나 친인척에 의해 경영이 주도되어 왔다. Claessens 외(2000)의 실증연구 결과에 의하면 일본을 제외한 모든 나라에서 최종 지배 형태로 가족지배가 압도적인 형태로 나타나고 있다. 분산 소유가 가족지배 소유를 넘어서는 경우는 조사대상 9개국 중 일본만이 유일하다.⁷⁾ 같은 연구에서 분산 소유되지 않은 주식회사의 경우 3분의 2 이상의 기업들이 단일 소유주에 의해 지배되고 있는 것으로 나타났다.

이상에서 주식회사의 가장 기본적이고 일반적인 형태는 기업가-

6) 프랑스 기업소유구조의 역사적 변천에 대한 연구는 Murphy(2005), 독일의 경우는 Fohlin(2005), 스웨덴의 경우는 Högfedlt(2005), 이태리의 경우는 Aganin과 Volpin(2005)을 각각 참조.

7) 통제주주의 지분 비율을 20%로 한 경우 한국에서 분산 소유가 43.2%로 나타나고 있다. 순환출자가 가능한 한국에서 한 계열기업이 다른 계열기업에 출자하는 것이 가능하기 때문에, 형식적으로는 여러 계열기업들에 의해 분산 소유되는 형태를 보이지만, 실제로는 그룹의 최고 의사결정자에 의해 지배되기 때문에 순수한 분산 소유로 볼 수 없다. Claessens 외(2000)의 연구에서는 이런 부분들이 고려되지 않은 것으로 보인다.

자본가가 통제주주로서 경영을 주도하는 형태라는 것을 확인할 수 있다. 이 점과 관련하여 분산 소유형에 대한 추가적인 설명이 필요하다. 첫째, 일단 형성된 분산 소유형 주식회사의 경우에도 의사결정 권한이 소수의 경영진에 집중된다는 점에서는 기업가-자본가가 지배하는 집중 소유형 주식회사의 의사결정 구조와 같지만, 본래의 전통적인 주식회사의 형태는 기업가-자본가 지배형이라는 점은 강조되어야 한다. 즉 통제주주가 없는 분산 소유형은 순수한 경제적 효율성에 기반을 둔 이유가 아닌 각 나라의 특정한 역사적 상황에 의해 변형된 것이다. 경제적 논리에 비추어 볼 때 어떤 주식회사가 처음부터 분산 소유형으로 만들어지는 것은 매우 어렵다. 외부편익을 내부화할 유인을 갖고 그에 따른 초기 조직화 비용을 자발적으로 지불할 의도를 가진 기업가-자본가 없이 소액주주만으로 주식회사를 설립할 수는 없기 때문이다. 둘째, 분산 소유형 주식회사의 경우에는 재산권 관계가 불분명해진다. 통제주주가 아닌 주주들의 재산권은 자신이 보유한 주식에 국한되기 때문이다. 이사들도 의사결정권을 위임받았으나 주식회사 재산권의 기초가 되는 주주들의 주식을 임의로 처분할 수 있는 권한을 가지고 있지는 못하며, 전문경영인과 마찬가지로 도덕적 해이 문제에서 자유롭지 못하다. 스톡옵션과 같은 수단을 이용하여 대리인 문제를 해결하려고 하지만, 그러한 수단으로도 이사나 전문경영인이 단기 성과 위주로 경영하는 경향을 막지 못한다(Healy와 Palepu, 2003). 셋째, 통제주주가 아닌 주주들은 보유한 주식을 영구히 보유하는 것이 아니라 언제든지 시장에서 처분할 가능성이 높다. 이러한 제반 상황하에서 주식회사의 자본을 효율적으로 사용하도록 하는 방법은 통제주주로서의 기업가-자본가에게 사실상의 재산권을 부여하는 것이다. 그런 점에서 분산 소유형은 주식회사 본래의 전형이 아니다.

IV. 다각화된 대규모 기업집단의 형태와 의사결정구조

4.1. 이 론

대규모 기업집단은 기업, 그리고 주식회사를 조직함으로써 얻을 수 있는 외부편익에 더하여 다각화를 통한 외부편익을 내부화하기 위하여 태동하는 생산구조이다. 재산권 관점에서 보면 대규모 기업집단은 다각화의 이익이 그 조직화 비용보다 크기 때문에 태동한다. 다각화의 이익으로서는 관련 및 비관련 사업 영역에 진출하는 데 따르는 규모 및 범위의 경제, 그룹 내부 자본시장에서 형성된 자본의 효율적 이용 등을 들 수 있다. 그리고 외부편익을 효과적으로 내부화하기 위해서 기업집단 역시 주식회사와 마찬가지로 그룹의 최고 의사결정자에게 의사결정 권한을 집중함으로써 의사결정비용을 줄인다.

대부분의 나라, 특히 신흥 산업국가에서 다각화된 대규모 기업집단은 계열기업을 설립하는 형태로 확장되어 왔다. 산업발전 초기 단계에서 기업가는 자신이 출자해서 (모)회사를 설립하고, 최고 경영자로서 회사를 직접 운영했다. 이런 기업가들은 모회사의 성장을 통해 축적된 자본을 다양한 사업 분야에 투자하여 현재와 같은 다수의 계열기업을 보유한 비즈니스 그룹으로 발전시켰으며, 대부분의 경우 창업자의 자손들이 그룹 전체를 인수받아 통제주주로서 직접 경영하고 있다. 그 과정에서 대부분의 계열기업은 주식회사로서 거래소에 상장되었으며, 다수의 주주들이 각 계열기업의 주식을 보유하고 있다. 또한 현재의 미국이나 영국에서

와 같이 다각화된 대규모 기업집단이라고 하더라도 계열기업형이 아니라 모기업 내에 사업부서를 두는 M-형으로 발전된 경우도 있다. 본 절에서는 다각화된 대규모 기업집단이 왜 서로 다른 형태로 발전되어 왔는지를 논의한다.

Khanna와 Palepu(1999)는 대규모 기업집단은 재화와 용역시장, 자본시장, 그리고 노동시장이 발달하지 못한 점을 보완하기 위한 대체적인 방법으로 형성된 것이라는 점을 보이고 있고, Alchian과 Demsetz(1972)는 이들 조직을 다각화 투자 집단으로 해석하고 있다. 또한 Jeon과 Kim(1994)은 다각화된 대규모 기업집단이 내부거래를 통해 시장정보를 창출, 시장경제가 도입되는 초기에 발생할 수 있는 경제계산 문제를 해결하기 위해 만들어졌다는 가설을 제시하였다. 그러나 이들은 모두 어떤 조건하에서 다각화된 대규모 기업집단이 M-형 또는 계열기업 형태로 발전했는지에 대해서는 논의하지 않고 있다.

한편, Chandler(1982)는 19세기 말과 20세기 초 미국의 기업들이 관련 산업으로 다각화를 통한 수직적 결합을 시도하는데, 이 과정에서 그룹의 중앙 최고실행기구가 장기계획 구상, 계획 실현을 위한 그룹 내의 자원배분, 사업부서 활동의 감독, 조정 등 전략적 의사결정을 담당하고, 개별 사업부서는 일상 업무를 담당하는 조직개편이 이루어질 때 경영상의 효율성이 커지는 것을 알게 되면서 M-형 조직으로의 혁신이 일어났다고 설명하고 있다. Chandler는 이런 M-형 조직의 탄생에는 기술혁신에서 비롯된 제조업의 급격한 팽창, 서면 법으로 대표되는 다수의 반독점법 제정으로 나타난 법률제도 변화 및 산업의 기술적 특성, 즉 생산에서의 규모의 경제, 마케팅, 유통, R&D에서의 규모 및 범위의 경제 활용 가능성 등이 중요한 요인으로 작용했다고 설명한다. 또한 Chandler는 영국, 독일 및 프랑스 등에서 제2차 세계대전 이전에 미국의

M-형 경영조직과 같은 변화가 일어나지 않은 이유로 협소한 내수 시장 규모와 저성장, 기업간 계약적 협력을 금지시키지 않은 제도적 특성을 들고 있다.

이러한 Chandler의 설명을 염두에 두고, 기대 의사결정비용과 외부비용을 고려하여 M-형 또는 계열기업형 대규모 기업집단으로 발전할 수 있는 조건을 설명한다. 이제 모기업이 내부적으로 축적된 자본으로 새로운 사업 분야에 진출한다고 가정하자. 모기업은 신규 사업을 내부에 새로운 사업부서를 만들어 수행할 것인지, 아니면 법률적·회계적으로 독립적인 새로운 계열기업을 설립하여 수행할 것인지를 결정해야 하는데, 이는 모기업의 주식소유 구조에 달려 있다.

우선 모기업에 통제주주가 존재하지 않고, 내부에 새로운 사업부서를 만들어 신규 사업을 추진하는 M-형 다각화를 상정하자. 그러면 모기업과 새로운 사업부서의 관계는 위계적 관계가 되어 새로운 사업부서는 모기업의 통제하에 놓이게 된다. 따라서 의사결정 과정은 제3절에서 설명한 바와 같이 모기업은 단일 주식회사처럼 추가적인 외부비용이나 의사결정비용 없이 새로운 사업을 추진할 수 있다.

반면에 모기업이 신규 사업을 계열기업을 통해 추진한다면 모기업과 계열기업 사이의 관계는 위계적 관계가 아니라 계약적 관계가 된다. 이 경우 독립적인 기업들이 공동 프로젝트를 추진하는 자발적인 협력 과정과 유사하게 다각화의 이익을 내부화하기 위한 그룹 차원의 의사결정이 상호 협력에 의해 낮은 비용으로 이루어질 수도 있다. 그러나 이러한 자발적 협력을 통한 사업 추진은 장기적으로는 경제적 여건 변화에 따른 계열기업의 기회주의적 행동 유인으로 지속되기 힘들다. 왜냐하면 모기업과 계열기업에 통제주주가 없으므로 모기업은 계열기업의 기회주의적 행동

을 막을 효과적인 장치를 사실상 가질 수 없기 때문이다. 즉 장기적으로 모기업은 계열기업에 대한 통제권을 상실하게 되고, 계열기업의 독립적인 의사결정은 모기업의 주주들에게 높은 외부비용을 유발할 수 있다. 다시 말해, 계약적 관계에 있는 두 기업의 자발적 협력에 의한 의사결정에 수반되는 총비용은 장기적으로 다각화를 통해 내부화하려는 편익을 초과하게 될 것이다.

마지막으로 고려해야 하는 경우는 집중소유구조가 허용되는 법적 구조에서 형성된 분산 소유기업이 계열기업을 분사하는 경우이다.⁸⁾ 그러나 이런 상황도 장기적으로는 유지되기 힘들 것이다. 그 이유는 통제주주가 없으므로 모기업 이사회에 영향을 미칠 수 있는 최대주주들 사이의 계열기업과 관련된 합의가 계속 유지되기 힘들기 때문이다. 결과적으로, 통제주주가 없는 상황에서 모기업은 계열화를 통한 다각화보다는 M-형 다각화를 추진하게 된다. <표 1>에는 두 방식에 따른 모기업에 유발되는 외부비용과 기업 집단 전체의 의사결정비용이 요약되어 있다.

이제 모기업을 직접 경영하는 그룹의 최고 의사결정자가 지배주주로서의 통제주주인 경우를 상정하자. 이 경우에는 모기업이 다각화로부터의 편익을 내부화하는 데 있어 M-형 다각화나 계열기업을 통한 다각화가 모두 가능하다. 먼저 신규 사업을 담당할 사업부서를 모기업 내에 만들어 추진하게 되면 앞의 경우와 마찬가지로 단일 주식회사처럼 되므로 의사결정에 따르는 추가 비용 없이 다각화로부터의 편익을 내부화할 수 있다. 한편 계열기업 형태를 이용하면 통제주주가 없는 경우와는 달리 모기업의 통제주주가 계열기업의 통제주주가 된다. 따라서 모기업과 계열기업 사이의 관계가 계약적 관계가 아니라 위계적 관계가 되며, 모

8) POSCO의 경우 민영화 후 통제주주가 없는 상황에서도 계열기업을 소유하고 있다.

업의 통제주주는 두 기업을 실질적으로 지배할 수 있다. 의사결정 권한이 통제주주인 그룹의 최고 의사결정자에게 집중되므로 최고 의사결정자는 집단적 의사결정 방식에 수반되는 외부비용이나 의사결정비용을 부담하지 않고 다각화로부터의 이득을 내부화할 수 있다.⁹⁾ 반면에 모기업이나 계열기업의 여타 주주들은 단일 주식회사의 경우처럼 최고 의사결정자에게 의사결정 권한이 집중됨에 따라 유발되는 외부비용을 부담해야 한다. 두 방식에 수반되는 모기업에 유발되는 외부비용과 기업집단 전체의 의사결정비용이 <표 1>에 정리되어 있다.

<표 1> 다각화 유형에 따른 외부비용 및 의사결정비용

구 분		M-형	계열기업형
통제주주 없음	외부비용	낮음	높음
	의사결정비용	낮음	높음
통제주주 있음	외부비용	낮음	낮음
	의사결정비용	낮음	낮음

물론 모기업이나 그룹의 책임자로서의 최고 의사결정자가 의사결정에 관한 전권을 지니고 있다고 하더라도 본인이 모기업과 계열기업의 모든 업무와 관련된 의사결정을 하는 것은 아니다. 최고 의사결정자는 참모들의 도움을 받아 그룹 전체에 대한 전략적 의사결정을 하며, 계열기업 고유의 일상적 업무와 관련된 의사결정은 각 계열기업의 대표 또는 이사회에 맡겨진다. 즉 각 계열기

9) 통제주주가 있는 경우에는 현실적으로 M-형과 계열기업형이 복합된 형태로 다각화가 이루어질 수 있다. 이 경우 모기업 업무와 관련 분야는 규모의 경제 등의 이점을 활용하기 위하여 M-형 사업부로, 비관련 분야는 계열기업으로 나누어 다각화할 수 있다.

업의 대표 또는 이사회에 위임되는 업무는 그로 인해 그룹 전체에 유발하는 외부비용의 크기가 최고 의사결정자가 동일한 업무를 수행할 때 필요한 정보비용보다 작은 경우라고 할 수 있다.¹⁰⁾ 만일 이런 전략적 의사결정들이 모든 계열기업이 참여하여 이루어진다면 모기업의 통제주주는 높은 외부비용과 의사결정비용을 감당할 수 없을 것이다. 한편 그룹 전체의 통제주주인 최고 의사결정자의 전략적 의사결정으로 모기업을 포함한 각 계열기업의 소액주주들에게는 외부비용이 유발될 수 있다. 그러나 이 경우에도 소액주주들은 주식회사의 경우와 마찬가지로 보유한 주식을 주식시장에서 처분함으로써 외부비용을 회피할 수 있다.

이와 같이 계열기업간의 외부효과가 큰 전략적 의사결정은 최고 의사결정자에 의해, 그렇지 않은 의사결정은 계열기업 대표 또는 해당 이사회에 의해 이루어지도록 하고, 소액주주들은 주식 처분을 통해 외부비용을 줄이는 방식을 통해 그룹 전체의 의사결정과 관련된 총비용을 최소화할 수 있다. 이러한 의사결정 방식은 M-형 다각화의 경우에도 동일하게 적용된다. 즉 사업부서간 외부효과가 큰 사안들은 총괄 본부에서 의사결정을 하고, 그렇지 않은 의사결정은 사업부서에서 하는 형식으로 이루어진다.

다각화 기업집단의 의사결정 구조는 연방국가의 의사결정 구조와 유사하다. 미국과 같은 연방국가의 경우 연방정부의 대통령은 모든 주들이 참여하면 의사결정비용이 매우 크게 되거나 특정한 개별 주 정부에 의해 의사결정이 이루어지면 다른 주들에 높은 외부비용을 초래하는 정책 사안들에 대한 전략적인 의사결정을

10) 이러한 전략적 의사결정과 일상 업무에 관한 의사결정의 분리는 Chandler(1982)에 의해 M-형 조직이 높은 효율성을 가지는 조건으로 지적되었다. 본 연구는 의사결정과 관련된 비용을 최소화하는 관점에서 분리의 기준을 제시한 것이다.

내린다. 반면에 개별 주 정부는 다른 주에 대한 외부효과가 작은 정책 등에 있어 자율권을 가진다. 한편 이러한 공공 부문에서의 집단적 의사결정, 특히 국가 전체 수준에서의 의사결정 방식에서는 특정 의사결정에 동의하지 않는 사람들이 타국으로 이주하지 않는 한, 그에 따른 외부비용을 그대로 감수해야 한다. 그러나 타국으로의 이주에는 매우 높은 비용이 소요되기 때문에 실제로는 선택이 극히 제한된다. 바로 이 점에서 공공 부문에서의 의사결정은, 자신에게 높은 외부비용을 초래하는 의사결정이 이루어지는 경우 주주들이 작은 비용으로 이탈할 수 있는 일반 주식회사나 다각화 기업집단과 같은, 사적 경제 조직에서의 의사결정과 구분된다.

4.2. 실증적 관찰

대규모 기업집단은 통제주주가 없는 분산 소유의 경우에는 M-형으로, 통제주주가 있는 집중 소유의 경우에는 M-형 또는 계열기업 형태로 다각화가 이루어질 수 있다. 먼저 M-형으로 다각화한 세계적인 대규모 기업집단들은 GE, 3M, Tycon, Hewlett-Packard 등, 대부분 분산 소유가 지배적인 미국 기업들이다. 제3.2절에서 유럽 대륙 국가들은 일반적으로 통제주주가 존재하는 집중소유구조를 보인다고 설명하였는데, 이들 국가들의 대규모 기업집단은 다각화할 때 공통적으로 피라미드 형태를 이용한 것으로 나타난다. 먼저, 이태리의 대표적인 대규모 가족기업인 Pesenti 그룹, Pirelli 그룹 및 Agnelli 그룹(FIAT 그룹)은 모두 핵심 분야를 우선 육성하고, 이를 바탕으로 피라미드 지배구조를 이용하여 사업 분야를 확장하였다(Aganin과 Volpin, 2005). 스웨덴의 대규모 기업집단의

소유구조는 통제력을 행사하는 가족이나 은행이 피라미드의 정점에 있고, 이들이 투자 기금 형태의 지주회사를 중간에 두고 계열기업들을 지배하는 3층 피라미드 형태가 일반적이다(Höglfeldt, 2005). 프랑스 기업집단의 특징으로서는 모기업이 계열기업의 의결권이 있는 주식의 50% 이상을 통제할 수 있어야 계열기업으로 분류되고, 이러한 계열기업들은 법적·회계적으로 독립되어 있으며, 가족이나 은행이 모기업의 통제주주로서 이사회에 참여하고 있다는 점을 들 수 있다(Encaoua와 Jacquemin, 1982). 이러한 특징은 프랑스의 기업그룹도 피라미드형 지배구조라는 것을 보여주는 것이다. 독일의 경우 피라미드식 지배 방식은 최근 수십 년간 상대적으로 광범위하게 이용되고 있다(Fohlin, 2005).

신흥시장, 특히 동아시아 국가들의 대규모 기업집단은 소유 및 경영이 가족에 의해 이루어지고 있으며, 계열화를 통해 다각화된 것이 두드러진 특징이다.¹¹⁾ 가족의 핵심 구성원들이 통제주주로서 그룹 전체의 계열기업을 경영하는 형태는 인도, 인도네시아, 한국, 멕시코, 필리핀, 타이완, 태국 등의 동아시아 국가 등에서 나타나는 현상이다.¹²⁾ 이들 국가들에서는 대부분 지주회사 형태를 포함한 전형적인 피라미드형으로 다각화가 이루어졌다. 피라미드형 다각화를 추진하는 전 단계에서 파트너십을 통한 공동소유-공동경영 형태가 나타나기도 하지만 산업화가 진전되면서 소유와 경영권이 집중되는 형태로 전환되었다.¹³⁾ 또 사업 분야가

11) 동아시아 국가들의 다각화된 대규모 기업집단 소유 및 지배구조에 대한 사례 연구로는 태국(Suchiro, 1993), 인도네시아(Sato, 1993), 필리핀(Koike, 1993), 한국(Taniura, 1993) 및 타이완(Numazaki, 1993)이 대표적이다.

12) 멕시코 비즈니스 그룹의 소유 및 지배구조에 대한 연구로는 Hoshino(1993), 인도에 대한 동일한 연구로는 Khanna와 Palepu(2005)를 참조.

13) 인도네시아의 대표적 그룹인 Salim은 1980년대 중반까지는 사업 파트너들과 공동소유-공동경영 형태로 다각화를 추진하였으나, 1980년대 후반부터 파트

늘어나고 규모가 확장되면서 기업의 전략적 의사결정은 통제주주인 그룹의 최고 의사결정자에 의해, 구체적인 사업은 전문경영인을 고용하여 실행하는 방식으로 경영 방식이 진화하는 것도 공통적으로 발견되는 현상이다. 그리고 멕시코의 ALFA 그룹은 외환위기 이후 가족 소유 및 경영 체제를 유지하면서 구조조정에 성공했는데, 이는 외환위기를 경험한 나라들의 성공적 구조조정을 위해서는 대규모 기업집단의 해체가 전제되어야 한다는 주장에 대한 반대 증거를 제공하고 있다.

여기에서 일본의 경우는 따로 언급할 필요가 있다. 제2차 세계대전 이전의 일본에서는 피라미드식 통제 형태를 가진 자이바츠(*Zaibatsu*)가 주류를 이루었으나, 전쟁에 패한 후 미국에 의해 자이바츠는 해체되었다. 그러나 전후에 자이바츠와 유사한 형태의 게이레츠(*Keiretsu*)가 다시 조직되었는데, 이는 흡수·합병에 대응하기 위한 것이 주된 목적이었다. 수평적 게이레츠에서 각 소속 기업은 외형적으로 통제주주가 존재하지 않는다는 점에서 분산 소유형으로 보인다. 그러나 일반 대중이 취득할 수 있는 주식은 소규모에 불과하고, 그룹의 핵심 기업을 정점으로 각 기업간에 주식을 상호 교차 소유함으로써 각 기업은 다른 모든 기업에 의해 집단적으로 상호 통제되고 있다. 즉 각 기업간에 우호 주식을 상호 교차 소유함으로써 안정적인 통제주주를 형성하고 있다. 반면에 수직적 게이레츠는 자이바츠 형태를 더 닮은 꼴이다. 그룹의 핵심 기업이 주요 부품 공급자를 통제할 수 있는 주식을 보유하고,

너들이 독자적인 그룹을 창설하자 중앙집권적인 통제체제로 전환하여 수백 개의 계열사로 구성된 거대한 피라미드형 다각화 기업으로 변신하였다.(Sato, 1993) 또 대만의 경우에는 회원기업들 사이에 소유자들이 중첩된 파트너십 구조와 피라미드형 구조가 함께 나타나는데, 현금이 풍부한 경우 파트너십보다는 계열사를 분사하여 직접 지배하는 형태가 선호되었다(Numazaki, 1993).

이들은 다시 자신들의 하류 공급자들의 주식을 보유하고 통제하는 형태다. 물론 각 기업에 통제주주가 없기 때문에 외형적으로는 분산 소유형으로 보인다. 그러나 각 기업은 주식을 상호 보유함으로써 수평적 게이레츠에서와 같이 안정적인 통제주주를 형성하고 있다.¹⁴⁾ 따라서 일본의 게이레츠는 한 계열 내의 핵심 기업들은 외형적으로는 분산소유구조를 갖고 있지만 실질적으로는 의사결정 권한을 집중한 특수한 형태로 볼 수 있다. 그러므로 일본 기업의 이러한 특수한 지배구조는 의사결정 권한을 장악한 통제주주가 있는 경우에 계열기업을 통해 다각화를 이룰 수 있다는 본 연구의 설명에 배치되지 않는다.

결론적으로 대규모 기업집단은 다각화를 통해 얻을 수 있는 잠재적 편익을 내부화하는 과정에서 형성된 생산구조이다. 역사적으로 볼 때 시장경제가 도입되어 경제가 성장하는 단계에서 다각화된 기업은 대부분의 국가에서 나타난다. 그러나 시장경제가 가장 발달한 현재의 미국과 같은 경제에서도 다각화 현상은 여전히 존재하고 있다. 이는 내부 요소시장을 이용하는 이점과 여러 분야의 사업을 동시에 함으로써 존재하는 시너지 효과, 예를 들어 연구개발 성과나 유통망 공유 등과 같은 이점들이 여전히 유효하기 때문이다. 그런데 다각화의 가장 기본적인 전제는 다각화된 구성 기업 모두가 동일한 통제하에 놓여야 된다는 것이다. 이 점은 M-형을 이용하든 계열기업을 이용하든 동일하다. 계약에 기초한 협력을 통해 통제권이 서로 다른 기업끼리 다각화의 이점을 추구하는 것은 높은 의사결정비용으로 인해 거의 불가능하다. 다각화에 따른 잠재적 편익은 다각화를 추진하는 경제 주체에게 의사결정권을 집중, 즉 통제권을 부여함으로써만 효율적으로 실현될 수 있다.

14) 이에 대한 자세한 분석은 Morck과 Nakamura(2005) 참조.

4.3. 계열기업 형태로 다각화한 이유

이제 마지막으로 제기되는 질문은 왜 시장경제로 진입하여 성장하기 시작한 경제, 소위 신흥시장에서 통제주주가 존재하는 대부분의 다각화된 대규모 기업집단이 M-형이 아니라 피라미드 형태를 포함한 계열기업형으로 발전되어 왔느냐하는 점이다. 즉 통제주주가 존재하는 경우에 의사결정 관점에서 보면 M-형과 계열기업형이 모두 가능한데, 왜 대부분의 나라에서 계열기업형으로 발전했는가에 대한 질문이다.

첫째, 사업 분야를 다각화할 때 법률적으로나 회계적으로 독립적인 계열기업을 설립하는 것이 그룹 전체의 위험을 분산시키는데 유리하다. 새로운 사업을 손익 분기점까지 끌어올리는 데는 장시간이 걸릴 수 있는데, 모기업이 그 기간 동안 계속해서 새로운 사업을 재정적으로 뒷받침하기가 쉽지 않다는 것이다. 만일 새로운 사업이 큰 손실을 입는다면 모기업이 재정적 위기를 겪을 수 있다. 그런데 계열기업형 다각화 기업집단의 경우 각 계열기업의 채무 부담액은 다른 계열기업이 파산하더라도 그 계열기업에 대한 투자액 및 채무 보증액의 크기로 제한된다. 반면 M-형 다각화 기업집단의 경우에는 한 사업부서가 큰 손실을 입는 경우 그룹 전체가 그 손실에 따른 부담을 모두 져야 한다. 그러므로 일반적으로 피라미드형 통제 구조하에서 채무 부담에 따른 위험을 효율적으로 분산시킬 수 있다.

둘째, 계열기업 형태가 M-형에 비해 외부 자금의 차입이나 기술 제휴 시에 유리하다.¹⁵⁾ 대부자 입장에서 계열기업은 법률적으로나 회계적으로 독립되어 있기 때문에 그렇지 않은 M-형의 사업

15) 이 점은 Hwang(2001)을 비롯한 연구자들에 의해 이미 지적된 바 있다.

부서에 비해 대출 여부에 대한 기준이 분명하다. 위에서 언급하였듯이 M-형의 경우 한 사업부서의 채무 부담이 다른 사업부서의 성과에 영향을 받기 때문에 대부 여부를 결정하는 데 고려해야 할 사항이 많아진다. 또 동일 그룹의 다른 계열기업들로부터 지급 보증이 가능하다는 점도 대출에 유리하게 작용한다. 그러나 M-형의 경우 사업부서들이 법률적으로 독립되어 있지 않아 이러한 지급 보증이 불가능하다. 기술제휴, 특히 외국과의 기술제휴도 같은 이유로 M-형보다는 계열기업 형태가 유리하다고 설명할 수 있다.¹⁶⁾

셋째, 주식공모를 통해 다각화를 시도하는 경우 계열기업 형태로 하는 것이 M-형에 비해 모회사 통제주주의 통제권을 쉽게 유지할 수 있다. M-형의 경우 새로운 사업부서를 만들 때 그에 필요한 자금을 주식공모를 통해 조달한다면 통제주주의 지분 비율이 낮아질 수 있다. 이 경우 사업부서를 계속 늘려갈 경우 통제주주의 지배력이 위협받을 수 있기 때문에 그 한계가 존재한다. 이에 비해 계열기업을 이용하면 주식공모는 계열기업에서 독립적으로 이루어지므로, 모기업은 자신이 직접 주식을 확보하는 방법 외에 자신의 통제하에 있는 다른 계열기업들을 통해 지배에 필요한 지분을 확보할 수 있다. 그러므로 모기업은 그룹 전체에 대한 통제권을 위협받지 않으면서 다각화를 추진할 수 있다.

넷째, 계열기업의 수가 증가할수록 세금을 절약할 수 있는 이점이 있다. 이 점과 관련하여 Suchiro(1993, p.396)는 태국의 예를 들어 다음과 같이 지적하고 있다. “…… 새로운 계열기업을 설립함으로써 그렇지 않았을 경우에는 세금으로 납부했을 그룹의 이윤 일부를 유보할 수 있다”.

16) 한국의 Lucky-Goldstar의 경우에 대해서는 Taniura(1993)를 참조.

V. 기업지배구조 개선 운동

여러 개의 계열기업을 포함하고 있는 대규모 기업집단의 의사결정 구조와 관련하여 가장 논란이 되는 주제 중의 하나는 각 계열기업 주식의 적은 비율을 소유하는 대규모 기업집단의 최고 의사결정자가 모든 계열기업을 지배하고 통제하고 있는 사실에 대한 것이다. 즉 소액주주 운동가들은 여러 계열기업을 거느리고 있는 대규모 기업집단 최고 의사결정자의 의사결정 권한은 소유지분에 국한해야 한다고 주장하고 있다. 그러나 이러한 주장은 사적이며 경제적 영역에서의 의사결정과 민주적 의사결정이 이루어지는 공적이며 정치적 영역에서의 의사결정을 혼동하는 오류를 범하고 있다. 반복하자면, 대규모 기업집단에서는 최고 의사결정자를 비롯한 소수의 경영자 집단에 의사결정 권한을 집중하여 각 계열기업은 물론 기업집단 전체의 의사결정비용을 낮추는 한편, 각 계열기업의 주주들이 입을 수 있는 외부비용은 주식시장에서 자유로운 주식거래를 통해 감소시킬 수 있다. 만일 민주적 방식의 의사결정이 도입된다면, 기업가-자본가가 당연하게 되는 의사결정비용이 매우 높아져 주식회사 자체는 물론 기업집단도 조직되지 못한다. 물론 소액주주들의 재산권을 보호하는 것은 주식회사 제도를 보호하고 활성화하는 데 필요하다. 그러나 소액주주들을 주식회사 또는 대규모 기업집단의 의사결정 과정에 참여시키는 방법으로 소액주주들의 권리를 보호하려는 것은 잘못된 방향이다. 그보다는 투자자들이 낮은 비용으로 상장된 주식회사들에 대한 정보에 접근할 수 있는 제도적 장치를 활성화시키는 것이 바람직하다. 이럴 경우 투자자들은 주식보유의 편익과 비용을 더

용이하게 판단할 수 있고 낮은 비용으로 외부비용을 피할 수 있을 것이다.

다음으로 통제주주가 자신의 보유 지분율이 높은 계열회사에 유리하고 보유지분율이 낮은 계열회사에 불리한 거래를 통해 회사의 자산을 자신의 이익을 위해 빼돌리는(Tunneling) 문제이다. La Porta 외(2000)는 빼돌리기는 선진국에서도 흔히 발생하는 현상이라고 설명하고 있다. 그리고 이들은 프랑스, 이태리, 벨기에와 같은 시민법(Civil-law) 국가에서는 적합한 상업 활동 목적을 위해 통제주주가 소액주주를 희생 삼아 행하는 빼돌리기를 법원이 소액주주의 보호 기준이 아니라 회사 정관과의 합당 여부를 기준으로 판단하며, 영국 및 미국과 같은 보통법(Common-law) 국가에서는 그러한 거래를 소액주주의 보호 차원에서 판단한다고 설명하고 있다.

빼돌리기는 통제주주가 특정 계열기업의 청산을 의도하면서도 소액주주들에게 이를 알리지 않는 경우, 즉 일회적 게임의 경우에는 발생할 수 있다. 그러나 일반적인 경우에는 통제주주가 이러한 유인을 가질 별다른 이유가 없으므로 발생하기 어렵다. 빼돌리기로 인한 손실이 계속 발생한다면 해당 계열기업의 주식을 보유하고자 하는 소액주주는 존재하지 않을 것이고 이로 인해 가장 큰 손해를 보는 주주는 통제주주이기 때문이다. 이런 점에서 표면상 빼돌리기로 보이는 현상도 경영판단으로 해석할 수 있다. 즉 단기적으로는 특정 계열기업에 손해가 될 수 있지만, 장기적으로 그 계열기업은 물론 기업집단 전체에 이익이 될 수 있다는 판단에서 행하는 것으로 해석할 수 있다. 또한 통제주주의 빼돌리기로 손해를 예상하는 기업의 다른 주주들은 주식시장에서 주식을 팔거나, 같은 기업집단의 여러 계열기업들의 주식을 보유하는 방법으로 외부비용을 줄일 수도 있다. 한마디로 통제주주가

소액주주를 체계적이며 조직적으로 착취하기는 어렵다.¹⁷⁾

요약컨대 Fischel(1982)이 이미 지적하였듯이, 기업지배구조 개선 운동을 주도하는 운동가들은 주식회사에 대한 경제이론을 이해하는 데 실패함으로써 없는 문제를 있는 것처럼 잘못 인식하고 있는 것이다.

17) 이러한 일회적 게임 상황에서의 피해를 방지하기 위한 방안이 강구될 필요는 있다. 그러나 이러한 극단적 상황을 예방하기 위한 장치를 마련하는 데 따른 경제 전체의 이득이 비용보다 클 것인가에 대해서는 의문의 여지가 있다. 또한 표면상 빼돌리기로 보이는 상황도 소액주주의 착취를 목적으로 한 것인지, 아니면 경영 판단인지를 식별하는 것은 쉽지 않을 것이다.

VI. 결론 및 요약

주식회사와 대규모 기업집단은 상업 활동으로부터 기대되는 외부편익을 내부화하기 위해 설립된다는 점에서 재산권의 형태이다. 그리고 이러한 편익을 성공적으로 내부화하기 위해서는 의사결정비용과 외부비용을 감소시킬 수 있어야 한다. 본 연구에서는 주식회사와 대규모 기업집단이 설립되어 운영될 수 있는 의사결정 구조를 분석한 결과, 의사결정 권한은 통제주주를 중심으로 한 소수의 경영자 집단에 집중하여 의사결정비용을 줄이고, 그러한 의사결정으로 인해 주주들이 입을 수 있는 외부비용은 주식시장에서 자유로운 주식거래를 통해 감소시키는 방법으로 주식회사 제도가 운영된다는 사실을 보였다. 이러한 방식의 제도 운영이 최선은 아니라고 하더라도 현재까지 시장에서 진화한 결과라는 점에서 상대적으로 효율적이라고 할 수 있다. 한편 분산 소유형 주식회사와 대규모 기업집단의 경우에도 의사결정 권한이 집중되고 외부비용은 주식시장에서 감소시킨다는 점에서 그 운영 원리는 집중 소유형의 경우와 동일하다. 그러나 분산 소유형도 처음에는 집중 소유형으로 설립된 것이 각 나라의 정치·사회적 여건에 따라 변형된 형태다.

또한 대규모 기업집단이 M-형 또는 계열기업 형태로 발전할 수 있는 비용 조건을 분석하였다. 통제주주가 없는 경우에는 M-형으로 발전되며, 통제주주가 있는 경우에는 M-형과 계열기업 형태 중 어느 형태로든지 발전 가능하나, 대부분의 나라에서는 다른 추가적인 요인들에 의해 계열기업 형태로 발전하였다.

이러한 분석 결과에 의하면 기업지배구조 개선 운동을 주도하

는 운동가들은 주식회사 및 대규모 기업집단의 태동 이유와 제도적 효율성을 간과하고 있다. 주식회사나 대규모 기업집단의 형성 초기와 성장 단계에서는 경제적 이유에 의해 통제주주가 존재할 수밖에 없고 또 존재하였으나, 그 후 각 나라의 정치·사회·문화적 배경에 따른 상거래 관련 입법에 의해 현재에는 통제주주가 존재하기도 하고 존재하지 않기도 한다는 점을 유의할 필요가 있다.

마지막으로 본 연구로부터 도출되는 정책적 함의는 다음과 같다. 첫째, 자원의 효율적 이용을 위해 태동하여, 더욱 그러한 방향으로 진화하는 재산권의 형태인 주식회사와 대규모 기업집단의 운행 제도를 방해하는 정부 정책과 규제는 자원배분을 왜곡한다. 둘째, 경제적 효율성에 근거한 기업지배구조는 통제주주를 중심으로 한 소수의 경영자 집단에 의사결정 권한이 집중되는 형태이다. 각 나라에 존재하는 기업지배구조는 이러한 경제적 이유와 함께 그 나라 사람들의 정서를 비롯한 정치·사회·문화적 요인과 이를 뒷받침하는 법률에 의해 형성되어 각각 다른 형태를 띠게 된 것이다. 셋째, 정치적 영역인 공공 부문에서는 다수에 의한 소수의 착취가 일어날 수 있다. 사회 전체적으로는 순손실을 유발하는 정책임에도 불구하고 다수가 자신들의 작은 이득을 위해 소수에게 큰 손실을 전가하는 의사결정을 할 수 있기 때문이다. 이때 소수는 이 외부비용을 피할 수 있는 좋은 방법을 가지고 있지 않은 경우가 대부분이다. 자신이 속한 정치 단위, 특히 국가를 낮은 비용으로 이탈하기 어렵기 때문이다. 이런 의미에서 다수에 의한 소수의 착취가 남용되지 않도록 하는 제도적 장치가 필요하다. 그러나 사적 경제 조직인 주식회사 제도에서 소액주주들은 자신의 이해에 반하는 의사결정이 이루어질 경우, 그에 따른 외부비용을 주식 처분을 통해 낮은 비용으로 피할 수 있다. 따라서 기업지배구조 개선 운동은 이러한 비용을 더욱 낮추어 주는 한에

서는 정당화될 수 있지만, 소액주주들의 의사결정에 관한 영향을 강화하는 것이라면 전반적인 의사결정비용을 높이는 부정적 결과를 초래할 것이다.

<영문>

Property Rights,
Corporations, and Conglomerates

I . Introduction

The purpose of this study threefold. First, we demonstrate that the decision-making structure of corporations and conglomerates has evolved in order to reduce both the expected decision-making costs and the expected external costs. Our point of departure is that corporations and conglomerates are a form of property rights in that they are established to internalize the expected external benefits from commercial activities when the benefits become larger than the costs of internalization. To successfully internalize the given expected external benefits, corporations and conglomerates should reduce both decision-making and external costs that are the most important part of the overall costs of internalization. Here what we mean by decision-making costs are those costs that the individual shareholder should pay by participating in the decisions when two or more shareholders are required to reach an agreement, and by external costs we mean those costs that an individual shareholder might incur as a result of certain decisions made by others. Although most economists simply regard corporations and conglomerates as data, it is important to look into why those production structures have emerged over time in most economies.

Exploiting the work of Buchanan and Tullock's (1962, Chap. 5) decision-making theory, we look into the decision-making structure of corporations that are the most common form of today's

enterprise and that of conglomerates that are ubiquitous across the world. We demonstrate that concentration of decision-making authority to a few managers with the controlling shareholder at the apex is an efficient way of decision-making in a corporation with the external costs being reduced through stock market transactions. Although the rule of unanimity or a collective decision rule with freedom of shareholders to exit the corporation may be considered, such rules must be difficult to be dictated because of the prohibitively high negotiation costs, especially for the founding entrepreneur-capitalist of corporations.

Second, by investigating the decision-making structure of conglomerates which is very similar to that of a corporation, we show the reasons why conglomerates have developed into two different forms; one as a multidivisional form (M-form) and the other as the one consisted of affiliated firms. Operating divisions are part of a single diversified firm in the former, whereas in the latter, the parent (holding) company effectively owns and controls the affiliates with the affiliates maintaining legal and accounting independence to a significant degree. We find that diffusion of stocks with no controlling shareholder results in an M-form conglomerate while most of the conglomerates with a controlling shareholder have developed into one with affiliates although they could take either form, which is supported by the empirical observations across countries.

Third, based on the argument advanced above, we examine the issues surrounding the corporations and conglomerates in Korea. In particular, we look into the conceptual and theoretical justification

for the ‘corporate governance movement’ that has been active in Korea. For example, advocates of corporate governance movement contend that decision-making authority of the president of a conglomerate composed of affiliates should be limited to the ratio of their owned shares relative to the total shares outstanding. However, this is against the nature of the corporations and conglomerates.

The remainder of the paper is organized as follows. In section 2, we provide a decision-making model based on the work of Buchanan and Tullock (1962) that can be applied to corporations and conglomerates. In section 3, we investigate the decision-making structure of corporations and provide documented observations from the literature that support the theory and examine those for the conglomerates in section 4. In section 5, we look into the theoretical justification of corporate governance movement currently active in Korea, and a concluding summary is offered in the final section.

II. Expected External Costs and Decision-making Costs

Suppose that a corporation consists of N shareholders, and it needs to make a certain decision. To successfully internalize the expected external benefits, a corporation should find a way to minimize the sum of decision-making costs and external costs. In this regard, we refer back to Buchanan and Tullock (1962). Applying the work of Buchanan and Tullock, we should note one thing here. It is different preferences among individuals that produce external costs in the public sector. On the other hand, it is different opinions among shareholders that produce external costs in corporations and conglomerates. Although shareholders share the same preference in profit maximization, they might differ in profit-making strategy and the rules for sharing the profits.

If a unanimous decision rule is adopted, there should be no expected external costs for an individual shareholder because he would disagree to such a decision that is expected to impose external costs on him. However, if all shareholders participate in the decision-making process, the expected decision-making costs for individual shareholders would become prohibitively high. That is, as more and more shareholders are involved, the expected external costs would decrease whereas the expected decision-making costs would increase.

In terms of simple mathematics, the expected external costs and the decision-making costs are described as equation (1) and

equation (2), respectively.

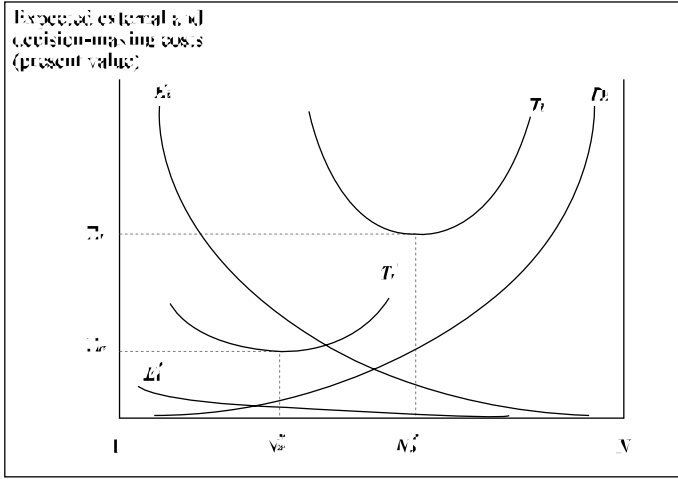
$$E_i = f(N_a), \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad N_a \leq N \quad (1)$$

where E_i represents the present value of the expected external costs imposed on the individual shareholder i by the actions of some others, and N_a represents the number of shareholders required to reach an agreement.

$$D_i = g(N_a), \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad N_a \leq N \quad (2)$$

where D_i is defined as the present value of costs that the individual shareholder i expects to pay while participating in the whole set of decisions defined by a single activity. <Figure 1> illustrates the relationship geometrically where the sum of the two costs is minimized at N_a^* . This analytical framework can be applied to collective decisions in both the public and private sectors. Contrary to the public sector, however, those shareholders who disagree to a decision must have freedom to exit the corporation in the private sector.

<Figure 1> External and Decision-making Costs



To further elaborate on the above argument, we set up a simple model by assuming explicit functions for the external and decision-making costs. First, suppose that the external costs are given in equation (3).

$$E_i(N_a) = \alpha(e^{-\beta N_a} - e^{-\beta N}), \quad \alpha > 1, \quad \beta > 1, \quad 1 \leq N_a \leq N \quad (3)$$

where α and β are the parameters that respectively determine the height and the slope of the external cost curve in <Figure 1>. Next, the decision-making costs are given in equation (4).

$$D_i(N_a) = e^{\gamma N_a} - e^{\gamma}, \quad \gamma > 1, \quad 1 \leq N_a \leq N \quad (4)$$

where γ is the parameter that determines the slope of the decision-making cost curve. The parameters, α , β and γ are restricted to be greater than one to exclude their log values being

negative. Now the total costs (T_i) will be the sum of equation (3) and (4).

Under the rule of unanimity, total costs are given in equation (5) since the external costs are zero.

$$T_i(N) = e^{\gamma N} - e^{\gamma}, \quad \gamma > 1 \quad (5)$$

In the other cases, the minimized costs are obtained at N_a^* that satisfies equation (6).

$$N_a^* = \frac{\log(\alpha\beta/\gamma)}{\beta + \gamma} \quad (6)$$

Since $\frac{\log(\alpha\beta/\gamma)}{\beta + \gamma}$ is greater than one, it is straightforward to show that $\frac{\partial N_a^*}{\partial \alpha} > 0$, $\frac{\partial N_a^*}{\partial \beta} < 0$, and $\frac{\partial N_a^*}{\partial \gamma} < 0$. That is, N_a^* gets smaller as the external cost curve is located lower and the slopes of the curves of external costs and decision-making costs get steeper, which is intuitively appealing.

III. Decision-making in a Corporation

3.1. Theory

A firm is established to internalize the external benefits from business activities by reducing transaction costs through transforming market transactions into internal transactions. Likewise, a corporation is established to internalize the external benefits from commercial activities through financing large amount of equity capital in addition to the principal benefits from organizing a firm.

In this section, we show that the decision-making structure of a corporation is the key determinant of the condition under which it can be established and operated thereafter. As Demsetz (1967) demonstrated, operation of diffusely held corporations is a result of the interplay of scale economies in management, negotiation cost, externalities and the modification of property rights. However, he did not explicitly investigate the condition under which a corporation can be established. This study elaborates Demsetz's argument by addressing why decision-making authority should be concentrated to the entrepreneur-capitalist for a new corporation to be established. That is, we regard the corporation that is owned by an entrepreneur-capitalist as its original form while it may evolve to other forms thereafter depending upon the country-specific socio-economic environments.

Suppose that an entrepreneur-capitalist endowed with some seed

capital attempts to start a corporation. In the process, he would need to finance further necessary equity capital from $N-1$ investors. He may well be the *ex post* controlling shareholder as the majority shareholder once it is established. To find out the condition under which the entrepreneur-capitalist can effectively internalize the external benefits by starting a corporation, we first look into both the decision-making and external costs of specific ways of decision-making for him.

Since a corporation is a voluntary contractual organization, the natural way of decision-making would be that of purely voluntary co-operation. Because of the large size of N , however, this results in prohibitively high negotiation costs. Although the external costs are reduced to zero for all shareholders including the founding entrepreneur-capitalist, he cannot have any incentive to organize a corporation with this high of a decision-making costs; the expected total costs of internalization would overwhelm the expected benefits to be internalized.

Another way of decision-making that can be considered would be a collective decision with ensured freedom of shareholders disagreeing to a certain decision to exit the corporation. Then the total costs will be minimized at N_a^* in <Figure 1>. Although the decision-making costs can be greatly reduced at the expense of increased external costs, the former would not be lowered to a reasonable dimension for the entrepreneur-capitalist. In fact, there are numerous shareholders in a corporation, thereby resulting in a very big N_a^* even in the case of collective decision with the

entrepreneur-capitalist being in the winning coalition. The total costs for a collective decision are calculated as equation (7).

$$T_a = T_i(N_a^*) = (\alpha e^{-\beta} + e^{-\gamma}) e^{\frac{\log(\alpha\beta/\gamma)}{\beta+\gamma}} - \alpha e^{-\beta N} - e^{-\gamma}, \quad \alpha, \beta, \gamma > 1 \quad (7)$$

The maximal external costs that the entrepreneur-capitalist should assume increase proportionately with the value of α in equation (3), and the value of α is sufficiently large for him, thereby resulting in large T_a . The more serious problem for the entrepreneur-capitalist is that he cannot guarantee himself to always be in the winning coalition. As the expected decision-making costs still exceed the expected benefits, the entrepreneur-capitalist cannot accept the collective decision. Therefore, in order for him to have an incentive to organize a corporation, the decision-making authority should be concentrated in him and possibly a few executive managers who are under his control, thereby keeping decision-making costs down, possibly to zero. This is the only way for him to take an initiative to organize a corporation. With this concentration of decision-making authority to a small management group, he can appropriate a good part of external benefits from commercial activities now made possible thanks to the large amount of equity capital gathered from many shareholders. And the external costs for the entrepreneur-capitalist are internalized.

Concentrating the decision-making authority to the entrepreneur-capitalist is in fact equivalent to assigning him the property rights of the equity capital gathered from many shareholders. Once the equity capital is gathered, it would become a commonly owned

asset by numerous shareholders. If each individual shareholder prefers to use the capital in his own interests, however, it would not be efficiently allocated, thereby making it difficult to successfully internalize the external benefits. Therefore, *de facto* ownership of the equity capital is required for its efficient use, which results in concentration of decision-making authority to the entrepreneur-capitalist. Although he does not incur any decision-making costs in this case, he has to pay the initial costs of organizing the corporation.¹⁾

Next, consider the condition under which the other shareholders delegate the decision-making authority to the entrepreneur-capitalist. They also share the external benefits from business activities of a corporation by investing equity capital in it. They share the benefits in terms of dividend and capital gain. Unlike the entrepreneur-capitalist, however, they might incur external costs arising from the decisions made by the entrepreneur-capitalist. That is, the entrepreneur-capitalist may make decisions that would impose external costs on the shareholders. If the expected external costs were greater than the expected benefits, they would not invest in the corporation. Therefore, the external costs for the other shareholders should not be large or they must have some ways to

1) If the initial organization costs of a corporation exceed the private external benefits to be internalized, the entrepreneur-capitalist will not attempt to establish it. And if total costs that corresponds to a certain way of decision-making is greater than the difference between expected benefits and the initial organization costs, he will stop establishing a corporation. That is, net private benefits must be positive for the entrepreneur-capitalist to establish and operate a corporation. See Olson (1971) on this point.

avoid or reduce the external costs in order to have them invest and authorize the entrepreneur-capitalist to make decisions.

The external costs for the other shareholders in general, the minority shareholders in particular, would not be large since they have a relatively small portion of total shares outstanding. That is, α and β in equation (3) are much smaller for them than those for the entrepreneur-capitalist. In <Figure 1>, E_i denotes the external cost curve for the entrepreneur-capitalist whereas E_i' denotes that for the representative minority shareholder, which is located much lower than the former. The optimal number of participants that minimize the total costs for the minority shareholder (T_m) will be N_m^* , which is much smaller than N_a^* . Therefore, they would not care much about the degree of concentration of decision-making authority.

Also, there is an escape hatch for the other shareholders. We once again notice that a corporation is a voluntary contractual arrangement in which the freedom of shareholders is ensured. Then how is the freedom of shareholders actually ensured? The stock markets are well developed in the industrial countries where corporations are in operation. Shareholders can sell their owned shares in the stock market at low transaction cost without any consent of other shareholders or the third party whenever the decisions of the entrepreneur-capitalist are expected to impose external costs on them that would exceed the expected benefits.²⁾

2) In an unlimited partnership, an individual shareholder cannot withdraw his invested capital unless all the other shareholders agree.

In fact, the most important thing for the minority shareholders in their decision to invest or not in a corporation is not whether they can participate in the decision-making process, but whether there exist ways of reducing or avoiding the external costs arising from their being excluded from the process. Furthermore, market valuation of firms will give incentives for the entrepreneur-capitalist to exert his efforts to increase the stock price of the firms, which helps smooth workings of corporation system.

In sum, the institution of corporation works by concentrating decision-making authority to a small group of management to decrease the decision-making costs with the external costs for the shareholders being avoided or reduced via stock market transactions. Also the market valuation of corporations reinforces well functioning of the corporation system. Therefore, we identify this operation of the institution of corporations as the result of economic efficiency-driven evolution.

3.2. Empirical Observations

We have shown the economic rationale that an entrepreneur-capitalist as the controlling shareholder establishes and operates a corporation with decision-making authority being concentrated to him. That is, the entrepreneur-capitalist governing corporation conforms to the economic principle. Empirical study of La Porta *et al.* (1999) shows that the family controlled and managed corporations are the most common features in 27 countries. Widely

held corporations are found exceptionally in the United States, United Kingdom, Australia, Canada, Switzerland and Japan. However, the entrepreneur-capitalist and his family controlled corporations characterized even these countries at the early growing stage of corporations.³⁾ Widely held corporations were not established at the outset, but have evolved in response to the country-specific socio-economic environments.

The family controlled business groups abounded until the turn of the 20th century even in the United States where currently, diffusely held corporations prevail most, compared to the other nations. As addressed in section 3.1, there must be an entrepreneur-capitalist to start a corporation. In fact, both corporations and conglomerates with the current scattered ownership and no controlling shareholder had been dominated by block shareholding family at the beginning and early stages. Diversifying into many business areas, the owners of the group financed equity capital by selling their stocks of the parent company to the diffuse public. They believed that they could maintain control through their formal and informal control over the board of directors. They were right in the short-run, but they were wrong in the long-run of generations. In the United States, as Roe (1994) and Becht and DeLong (2005) detailed, concentrated ownership was subjected to a series of powerful political attack at the federal and state level in the early 20th century, which was

3) See, on the history family controlled business groups, Becht and DeLong (2005) for the United States, Franks *et al.* (2005) for the United Kingdom and Morck *et al.* (2005) for Canada.

supported by the preference of Americans who disliked being controlled by one strong block holder. In particular, a series of antitrust laws such as the Federal Sherman Antitrust Act in 1890, the Clayton Act in 1914, and the Glass-Steagall Act in 1933 were all responsible for the founding families' block shareholding and control over the corporations being slipped bit by bit into the hands of professional managers. And the fragmentation of financial institutions bore significant responsibility for the lack of powerful institutional shareholders in the United States. While the founding entrepreneur-capitalists believed that they could find a way to internalize the external benefits from diversification without losing effective control over their corporations, the commercial laws thereafter had proved against their belief. As Roe (1994) explained, therefore, separation of ownership from control over corporations is not a result of economic evolution, but a result of politics.

According to Franks *et al.*'s (2005) study, in the United Kingdom where diffusely held corporations are currently as common as in the United States, family ownership had been a dominant theme until the turn of the 20th century. In the first half of the 20th century, they grew through voluntary mergers, not through hostile takeovers. In the process, they issued equity shares to finance growth while controlling the newly formed company by taking its board membership. In the mid-1950s and thereafter, hostile takeover threats took place. Responding to the threats, family owned companies attempted to switch the corporate governance mode into that with dual-class shares and pyramids that would enable them to retain control over the companies by taking

positions on the board of directors. However, two measures were in effect against their attempt. First, financial institutions that had become more influential blocked up those firms' accessing the capital market with the agreement of the stock exchange, thereby resulting in elimination of dual-class shares and pyramids and taking the place of families from the middle of the 20th century. Second, the Takeover Panel established in 1968 ruled mandatory bid and equal price requirements to ensure that equity offers would be made at the same price to all shareholders once 30 percent of a target firm had been purchased. As a consequence, block shareholding was eliminated. That is, the governance structures that are currently commonplace in the other European countries could not be rooted in the United Kingdom, resulting in the dissolution of the entrepreneur-capitalist and family ownership. Like in the United States, therefore, widely held corporations in the United Kingdom are not outcomes of economic efficiency-based evolution, but are artificially made ones by politics.

In the European Continent, family controlled corporations dominated in the period 19th ~ early 20th century. They are still a dominant form of corporations in most of countries.⁴⁾ Faccio and Lang (2002) showed that among 13 European countries investigated, widely held corporations dominate the family controlled ones only in the United Kingdom and Ireland. The family controlled corporations comprise 64.82% of the total corporations in France, 64.62% in Germany, 60.34% in Portugal, 59.61% in Italy, 55.79%

4) Refer to Murphy (2005) for France, Fohlin (2005) for Germany, Högfedlt (2005), and Aganin and Volpin (2005) for Italy.

in Spain, 24.63% in Ireland, and 23.68% in the United Kingdom.

In the Asian emerging economies such as Hong Kong, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore, Taiwan, and Thailand, corporations have been controlled and managed by core families. Investigating the nine Asian countries, Claessens *et al.* (2000) showed that family-controlled corporations are dominant in all countries but Japan.⁵⁾ A single owner controls over two thirds of the corporations that are not diffusely held in these countries.

Here the diffusely held corporations require some further comments. First, even though the decision-making structure in a diffusely held corporation is the same as that of the entrepreneur-capitalist controlled one in that the decision-making authority is concentrated to a few managers, it should be emphasized that the original and traditional form of corporation is the entrepreneur-capitalist controlled one. The country-specific historical environments, not the pure economic efficiency-based reasons, have formed the widely held ownership structure. It is hard to imagine that a corporation can be started without an entrepreneur-capitalist who has an incentive to internalize the external benefits and the willingness to assume the initial organization costs. Second, property rights cannot be precisely

5) If the concentrated ownership is defined as the controlling shareholder possessing over 20% of total shares outstanding, 43.2% of corporations are considered as widely held in Korea. Although Korean corporations are seemingly diffusely owned because each affiliate is owned by many other affiliates, it is effectively owned by the president of the group through the so called 'circular investment' among the affiliates. Claessens *et al.* (2000) did not seem to consider this aspect.

defined since the rights of the shareholders except for the controlling shareholder are confined to each shareholder's owned stocks. Even the directors do not have any rights to dispose of the shares of diffuse shareholders although the directors are empowered with managerial discretion by shareholders. More seriously, the directors and professional managers are not free from the moral hazard problem. Although some measures such as stock options have been developed to curtail the moral hazard problem, those measures cannot stop the tendency of their attempt to achieve a good short-run performance.⁶⁾ Third, it is highly unlikely that the diffuse shareholders would permanently hold the shares. They would buy and sell stocks at their own interests. Under these circumstances, the only way to efficiently use equity capital is to assign its *de facto* property rights to the entrepreneur-capitalist as the controlling shareholder. That is, diffuse ownership is not the original and representative feature of corporations.

6) See Healy and Palepu (2003) on this point.

IV. Decision-making in a Conglomerate

4.1. Theory

Conglomerates have emerged to internalize the external benefits from diversified business activities in addition to the principal benefits of organizing firms and corporations. From the viewpoint of property rights, conglomerates have emerged because the gains from diversification are greater than its organization costs. Benefits from diversification would include scale and scope economies in the related and unrelated lines of business, and efficient use of capital owned by the group as a whole gathered in its internal capital market, and so on. To internalize these external benefits, they must bring down the decision-making costs by concentrating decision-making authority to the president of the group like in the case of corporations.

In most economies, especially in emerging economies, conglomerates have developed as the form that consists of affiliates. At the early stage of industrial development, the entrepreneur-capitalist who founded a company (the parent company), the capitalist who supplied the company with seed capital, and its top manager were usually the same person. These entrepreneur-capitalists accumulated capital through internal growth of the parent company and invested it in the related and unrelated business areas, forming the current conglomerates with many

affiliated firms. And the descendants of the founding entrepreneurs inherited and are managing the whole group as the controlling shareholder. During the course, most of the affiliated corporations have been listed on the stock exchange with many other shareholders acquiring the stocks. On the other hand, diversified conglomerates have also developed into the M-form as in the United States and the United Kingdom. However, studies on why the different form of conglomerates has developed are rare. We discuss this issue in this section.

Khanna and Palepu (1999) showed that conglomerates have developed as substitutes for the institutions that support effective markets in capital, labor, goods and services. Alchian and Demsetz (1972) interpreted a conglomerate as an investment trust or investment diversification device. However, they did not study the specific form of conglomerate that would develop under certain conditions. While Jeon and Kim (1994) suggested that conglomerates, whether it be the M-form or the one with affiliates, have been created especially in emerging economies to solve the economic calculation problem by generating market information via internal transactions amongst the divisions or the affiliates, they did not investigate in detail as to why some conglomerates take the M-form and some others the one with affiliates.

One exception would be Chandler (1982). Chandler pointed out that, around the turn of the 20th century in the United States, managerial innovations in terms of formation of M-form occurred when the firms attempted to diversify their line of business through vertical integration. By assigning to a single integrated

division the functions of monitoring and coordinating the operations of each full line of products, the general executives at the central office could concentrate on the job of division monitoring, long-term planning for the group as a whole, and allocating resources to carry out these plans. That is, the M-form structure solved the number and complexities of decisions necessary for overall resource allocation.

Having Chandler's argument in mind and considering the expected external and decision-making costs, we explain under what conditions the M-form conglomerate and the one with affiliates would develop. Suppose that the parent company makes a plan to start a new project with internally accumulated capital. The new project might be related or unrelated to the business line of the parent company. To carry out the project, the parent company should decide whether to establish a new division within it or to set up a new company with legal and accounting independence. We show that it depends upon whether or not the controlling shareholder exists in the parent company.

First, assume that there is no controlling shareholder as the majority shareholder in the parent company and it internalizes a new project into a new division, resulting in an M-form conglomerate. Then, the relationship between the parent company and the new division becomes hierarchical, meaning that the new division will be under the control of the parent company. The decision-making process will follow the one that would prevail in a single corporation, which is addressed in section 3.1. No additional expected external costs beyond the already existing ones will be

created.

If the parent company, on the other hand, establishes a new affiliate, the relationship between the two companies becomes contractual rather than hierarchical. The group-wide decisions to internalize the external benefits from the expanded and diversified businesses may be made at low costs through voluntary co-operation in the short-run, which is similar to the case of co-operative decisions for a concerted project among several independent firms. However, the new affiliate may behave opportunistically for its own interests over time. Then the parent company does not have any device to control the affiliate since there is no controlling shareholder in both the parent and the affiliated company. That is, the parent company would lose control of the affiliate. Therefore, decision-making costs for the whole group and the external costs that the shareholders of the parent company might assume as a result of independent decisions made by the affiliate would be high. Total costs may well exceed the benefits to be internalized through affiliation.

The final case to be considered is where the parent company with no controlling shareholder establishes an affiliate.⁷⁾ However, this situation would not persist for a long time since the agreements among the shareholders who can affect the board of directors of the parent company do not seem to be continued.

Consequently, the M-form conglomerate rather than the one with affiliates would emerge when there is no controlling shareholder in

7) For example, POSCO that has no controlling shareholder owns affiliated firms.

the parent company. The corresponding expected external and decision-making costs are summarized in <Table 1>.

<Table 1> Expected External and Decision-making Costs

		M-form	Affiliate
No Controlling Shareholder	External Costs	low (zero)	high
	Decision-making Costs	low (zero)	high
Controlling Shareholder	External Costs	low (zero)	low
	Decision-making Costs	low (zero)	low

Next, examine the case where there is a majority shareholder in the parent company. Assume that the majority shareholder becomes the president (CEO) as the controlling shareholder. Then a new project can be carried out either in a new division or in an affiliate. That is, a conglomerate may be developed as either the M-form or the one with affiliates. If the new project were carried out in a new division of the parent company, resulting in the M-form, decision-making structure would be the same as in a single corporation with no additional external costs beyond the preexisting ones for the shareholders of the parent company.

On the other hand, suppose that the new project is performed in a newly established affiliate. Since the controlling shareholder of the parent company is also that of the affiliate, thereby effectively owning and controlling the two companies, the relationship between the parent and the affiliated company becomes hierarchical rather than contractual. Then the decision-making costs for the

whole group will be greatly reduced since the decision-making authority is concentrated to each board of directors, whose representative is the same controlling shareholder. The external costs for the controlling shareholder will be internalized and those costs for the rest of the shareholders of both the parent and affiliated companies will be almost the same as in a single corporation. That is, the external benefits can be successfully internalized through affiliation. The costs of external and decision-making for this case are also summarized in <Table 1>.

The president of a group taking the office in the “holding company” or “group information headquarter” makes group-wide strategic decisions with the aid of his staffs, thereby decreasing the decision-making costs. A process in which all affiliates participate would produce prohibitively high decision-making costs. And if the decisions were made by a certain specific affiliate, high external costs might be imposed on the other affiliates. Of course, the president of each affiliate makes decisions on the day-to-day operations of the affiliate that would generate small or negligible external costs on the other affiliates. In this way, both the group-wide decision-making costs and external costs falling on the individual affiliates can be reduced.

Then how can the shareholders of each affiliate escape or reduce the external costs that they might bear due to the group-wide decisions? We noticed earlier that decision-making of a corporation belongs to the realm of voluntary contractual arrangement. The shareholders of each affiliate disagreeing to a certain group-wide decision made by the president have absolute freedom to exit the

corporation by selling their shares in the stock market, thereby reducing the external costs. In short, the decision-making structure of a conglomerate consisting of affiliated firms with the controlling shareholder is efficient in that it can reduce decision-making costs as well as external costs.

The decision-making structure of conglomerates is quite similar to that of federal state. In a federal state such as the United States, the president and his staff of a commonwealth with the consent of congress are mainly responsible for the nation-wide decisions that might incur a considerable decision-making cost if all states were involved and generate high external costs on the other states if those decisions were made by a certain individual state. On the other hand, each state makes decisions on its own affairs that would produce small or negligible external costs on the other states. However, unlike the institution of corporations and conglomerates, anyone who does not agree to a collective decision in the public sector cannot exit unless he emigrates to another nation. In this aspect, decision-making in the public sector differs from that in the private sector such as corporations and conglomerates where absolute freedom to exit for the individual shareholders is ensured.

4.2. Empirical Observations

Empirical observations can be found for the form of conglomerates; M-form or the one with the affiliates. In the United

States where diffusely held corporations dominate, conglomerates such as General Electric, 3M, Tycon, Hewlett-Packard, etc, are taking M-form. But in the European continent, most of the conglomerates are characterized by the pyramidal structure with ownership being concentrated to the controlling shareholder. The notable family controlled Italian group like Pesenti, Pirelli, Agnelli (Fiat) expanded to pyramidal structure through internal growth of the parent company.⁸⁾ The three-level pyramidal ownership structure is typical in Sweden. A controlling family or bank foundation at the apex and the affiliates at the bottom that are controlled by the closed-end investment funds as the holding companies at the intermediate level represents the typical pyramidal structure. In France, the parent company is legally required to be able to control half of the voting stock in order to have a company as its affiliate. And an important part of equity shares is still in the hands of the families and banks of which representatives often hold board memberships of the parent company. This shows that business groups in France are also characterized by pyramidal structures. Also, pyramidal control structure has persisted in Germany.⁹⁾

The most notable phenomenon in emerging economies, especially in the East Asian countries, is that the family ownership and management characterizes the conglomerates composed of the affiliates. The core family members take the position of the

8) See Aganin and Volpin (2005) on this point.

9) See for details Högfeldt (2005) for Sweden, Encaoua and Jacquemin (1982) for France, and Fohlin (2005) for Germany.

controlling shareholder as the majority shareholder, and manage all the affiliates of the group in India, Indonesia, Korea, Mexico, the Philippines, Taiwan, Thailand, and so on.¹⁰ Diversification has been made via the typical pyramidal structures in these countries. Although partnership had appeared before pyramidal structures have developed, the ownership and management have been concentrated with the development of industrialization. Also it is common in these countries that the president of the diversified groups makes group-wide strategic decisions while professional managers do on the daily operation of the affiliates. Interestingly, the ALFA group of Mexico succeeded in their restructuring after the financial crises with the family ownership and management being maintained, which is evidence against the argument that dismantling of conglomerates is a precondition for their successful restructuring in the countries that experienced financial crisis.

The case of Japan is worth mentioning. Before World War II, Japanese *zaibatsu* that characterized the pyramidal control was the dominant form of business groups, which was dismantled under the U.S. administration after its defeat in the war. After World War II, however, the similar form of *zaibatsu* was reorganized now called *keiretsu*. The primary motive was to defend against corporate takeovers. In horizontal *keiretsu*, each member firm looks as if it were diffusely held since there is no controlling shareholder. However, a minority of equity shares is left available to the public

10) See Khanna and Pakepu (2005) for India, Sato (1993) for Indonesia, Taniura (1993) for Korea, Hoshino (1993) for Mexico, Koike (1993) for the Philippines, Numazaki (1993) for Taiwan, and Suehiro (1993) for Thailand.

and each member firm of the group is controlled collectively by all the other firms with the core firms at the apex through cross-holdings among the firms, which in fact functions as a stable controlling shareholder. The vertical *keiretsu* exhibits the pyramidal structure of prewar *zaibatsu*. The apex firm holds control blocks in its key suppliers, each of which controls the second-tier suppliers, and so on. As in the horizontal *keiretsu*, each supplier in any tier looks widely held since there is no controlling shareholder. However, all firms are collectively controlled through small intercorporate equity shares, which is in fact the stable controlling shareholder much as in the horizontal *keiretsu*.¹¹⁾ Therefore, we notice that the case of Japanese *keiretsu* also conforms to our theory in that the stable shareholder with cross-holdings among the firms created the conglomerates with affiliated firms.

In sum, conglomerates are a production structure established in the process of internalizing the potential benefits from diversification. They emerge in most of the countries that are under economic growth and development. They also emerge in the developed countries such as the United States to take advantage of internal factor markets, synergy effects resulting from R&D, sharing of marketing networks, and so on. But an important thing to note is that the potential benefits can be successfully internalized when the decision-making authority is concentrated to the controlling shareholder of the group. Benefits cannot be efficiently internalized through contractual arrangements among the independent firms under

11) See Morck and Nakamura (2005) on the formation and characteristics of *keiretsu* in Japan.

different controlling agents because of high decision-making costs.

4.3. Why Do Affiliated Firms Dominate?

The remaining question is as to why most conglomerates have developed as the one with affiliates, not as the M-form, in most economies where the controlling shareholder exists. First, it is reasonable to diversify the line of business by establishing new affiliates in order to reduce group-wide risks.¹²⁾ Since it usually takes several years or so for a new project to reach the breakeven point, the parent company might not be able to finance the new project for such a long time. If the new project incurs loss, the parent company might go default. That is, asymmetry in liabilities bears significant responsibility for the formation of different types of conglomerates. In a pyramidal control structure, liabilities of each affiliate are limited to the extent of its investment and financial guarantee for the other affiliate if the latter goes default while liabilities of a division of M-form will be entirely assumed by the group. The pyramidal structure can effectively avoid or reduce the possible negative external effects from the loss of an affiliate.

Second, it seems that more opportunities of external financing and technological tie-ups, whether it be domestic or foreign, are open to an independent affiliate than to a division of an M-form conglomerate. Financial institutions can have a more precise base

12) This information was obtained from an interview with an executive officer of “Samsung Group Information Headquarter”.

line in their decisions to lend investment funds to an affiliate than to a division. They can assess the profitability of an affiliate more easily than of a division since an affiliate maintains legal and accounting independence whereas a division usually does not. And the other affiliates' repayment guarantee is additional advantage for an affiliate. The similar reasoning applies to technology tie-ups. In this regard, Taniura (1993, p.478) for example wrote for the case of the Lucky-Goldstar group. "They [the affiliates] were set up as independent companies partly because independent status facilitated capital and technological tie-ups with foreign firms and also because the group, now endowed with presidential functions, felt it could afford to accept independence for the sake of high managerial efficiency without risking dissipation of group energies."

Third, the controlling shareholder can maintain his controlling power more effectively over the group with affiliates than with divisions when he raises investment funds through public subscription. If the controlling shareholder offers stocks for public subscription, the ratio of his owned shares relative to the total shares outstanding would decrease with the M-form whereas it does not with affiliated firms.

Finally, tax advantage would be an additional factor in that tax can be reduced if the number of affiliates increases. In this regard, Suehiro (1993, p.396) wrote for the case of Thai business groups, "..... By forming new companies it is possible to retain a portion of group profits that would otherwise flow out in the form of individual income tax, etc."

V. Corporate Governance Movement

Related to the decision-making structure of conglomerates with many affiliates, the hottest issue in Korea is whether it is legitimate for the controlling shareholder with little portion of total shares outstanding to control and manage all affiliates of the group. It is argued that decision-making authority of the president of a conglomerate with many affiliates should be limited to the ratio of his owned shares relative to the total shares. However, advocates of corporate governance movement confuse the way of decision-making in the private economic sector with that in the public political sector where democratic way of decision-making prevails. Again, concentration of decision-making authority to the president and a few executive managers decreases the decision-making costs for both individual affiliate and the group as a whole with external costs imposed on the shareholders of each affiliate being reduced by the stock market transactions. If the democratic way of decision-making were introduced, the costs would be high enough for the entrepreneur-capitalist not to be able to organize corporations and conglomerates.

The second critique on the decision-making structure of a conglomerate is that the controlling shareholder exploits the other shareholders, especially minority shareholders, by the so called 'tunneling', the diversion of corporate resources from the corporation (or its minority shareholders) to the controlling

shareholder. La Porta *et al.* (2000) showed that tunneling could be substantial even in developed countries. They also showed that civil-law court assesses the self-dealing transactions on the basis of their conformity with statutes, not on the basis of fairness to minority shareholders whereas common-law court assesses the transactions in light of fairness to minorities. Therefore, civil-law countries are less protective of minority shareholders than the common-law countries.

However, we argue that tunneling might be a problem in a static sense at best. Suppose that the controlling shareholder currently managing all affiliates moves profits or assets of a certain affiliate (affiliate A) to the other affiliate (affiliate B) to maximize his own interest. It might be the case if the controlling shareholder intends to liquidate affiliate A and sells his stocks without informing the other shareholders of it. In most cases, however, the controlling shareholder does not have such an incentive. If he does and the affiliate A incurs a loss, nobody will tend to hold the stocks of the affiliate A and the biggest loss will fall on the controlling shareholder. If the controlling shareholder does it even though he knows that the affiliate A will incur a loss at least in the short-run, it may be considered as ‘business judgment’. He does so, expecting both affiliates to perform better in the long-run. So ‘tunneling’ is not likely to take place in a dynamic sense. In addition, shareholders of affiliate A expecting that they might incur external costs due to the tunneling are able to avoid them by selling the stocks because contractual arrangement in the private sector is voluntary. The stock market transaction costs have been largely

decreased with the development of day trading through Internet. Another way of avoiding the external costs from the tunneling would be a portfolio diversification into various stocks issued by the different affiliates of the same group. A systematic exploitation of the ‘the small (minority shareholders)’ by ‘the great (majority shareholders)’ is hard to take place. It might be argued that some protective measures for the minority shareholders should be necessary for the case where the controlling shareholder, deviating from his usual management incentive, may intend to exploit the minority shareholders via tunneling. However, it is doubtful that gains from establishing such measures would be greater than its overall social costs. Further, it is not easy to identify whether such behavior is for exploitation or from business judgment.

All in all, as Fischel (1982) claimed, advocates of the corporate governance movement “have wrongly assumed the existence of a ‘problem’ because of their failure to understand the economic theory underlying the corporate form of firm organization”.

VI. Concluding Summary

Corporations and conglomerates are a form of property rights in that they are established to internalize the external benefits from business activities. In order to successfully internalize the benefits, corporations and conglomerates should reduce the overall costs of internalization, the most important part of which is the decision-making costs and the corresponding external costs. By investigating the cost conditions under which a corporation can be established and operated thereafter, we show that the decision-making costs are reduced through concentration of decision-making authority to a small group of management and external costs are avoided or reduced through stock market transactions. In this regard, we also address the cost conditions under which a specific type of conglomerate, the M-form or the one with affiliates, would develop. Nonexistence of the controlling shareholder would result in the M-form conglomerate whereas existence of the controlling shareholder together with some additional factors characterizes the conglomerate consisting of affiliated firms, which is supported by empirical observations documented in the literature.

Some policy implications to be established from the current study are as follows. First, any government regulatory measures to impede the operations of corporations and conglomerates that have evolved over time in the market should result in resource

misallocation. Second, various corporate governance structures that exist around the world reflect the country-specific political, legal and cultural environments. They are not the outcomes that have evolved purely based on economic efficiency reasons. Again, the governance structure in which decision-making authority is concentrated to the controlling shareholder is consistent with economic principles. Third, while the advocates of the corporate governance movement contend that decision-making authority of the president of a conglomerate with affiliates should be limited to the ratio of his owned shares relative to the total shares outstanding, they confuse the way of decision-making in the private economic sector with that of the public political sector where a democratic way of decision-making prevails. Exploitation of ‘the minority’ by ‘the majority’ is possible in the public sector because the minority does not have any good way to escape it. Thus some measures are necessary to protect the minority. However, the importance of those measures in the private sector would decrease since the minority has an escape hatch. Therefore, the corporate governance movement would be justified to the extent that it further lowers exit costs. It would increase the overall decision-making costs if it were to reinforce the influence of minority shareholders in decision-making.

참고문헌

- Aganin, Alexander and Paolo Volpin, “The History of Corporate Ownership in Italy,” in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005.
- Alchian, Armen A. and Harold Demsetz, “Production, Information Costs, and Economic Organization,” *American Economic Review*, 62(5), 1972, pp.777-795.
- Becht, Marco and J. Bradford De Long, “Why Has There Been So Little Block Holding in America?,” in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005.
- Buchanan, James M. and Gordon Tullock, *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, University of Michigan Press, 1962.
- Chandler, Alfred D. Jr., “The M-Form: Industrial Groups, American Style,” *European Economic Review*, 19, 1982, pp.3-23.
- Claessen, Stijin, Simeon Djankov and Larry H.P. Lang, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 2000, pp.81-112.
- Demsetz, Harold, “Toward a Theory of Property Rights,” *American Economic Review*, May 1967, pp.347-359.

- Encaoua, David and Alexis Jacquemin, "Organizational Efficiency and Monopoly Power: The Case of French Industrial Groups," *European Economic Review*, 19, 1982, pp.25-51.
- Faccio, Mara and Larry H.P. Lang, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 2002, pp.365-395.
- Fischel, Daniel R, "The Corporate Governance Movement," *Vanderbilt Law Review*, November 1982, pp.1259-1292.
- Fohlin, Caroline, "The History of Corporate Ownership and Control in Germany," in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005, pp.223-277.
- Franks, Julian, Colin Mayer and Stefano Rossi, "Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom," in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005, pp.581-611.
- Healy, Paul M and Krishina G. Palepu, "The Fall of Enron," *Journal of Economic Perspectives*, Spring 2003, pp.3-26.
- Högfeldt, Peter, "The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden," in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005, pp.517-580.
- Hoshino, Takeo, "The ALFA Group: The Decline and Resurgence of a Large-scale Indigenous Business Group in Mexico," *Developing Economies*, December 1993, pp.511-534.
- Hwang, I. H., "Chaebol Structure, Diversification and Performance: What Happened to Chaebols Before the 1997 Crisis?," Seoul, Korea: Korea Economic Research Institute, Mimeo, 2001.

- Jeon, Yoong-Deok and Young-Yong Kim, “Conglomerates and Economic Calculation,” *Quarterly Journal of Austrian Economics*, April 2004. pp.53-64.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu, “The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets,” *Harvard Business Review*, July~August 1999, pp.125-134.
- _____, “The Evolution of Concentrated Ownership in India: Broad Patterns and a History of the Indian Software Industry,” in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005, pp.283-324.
- Koike, Kenji, “The Ayala Group During the Aquino Period: Diversification Along with a Changing Ownership and Management Structure,” *Developing Economies*, December 1993, pp.442-464.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, “Corporate Ownership Around the World,” *Journal of Finance*, April 1999, pp.471-517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance,” *Journal of Financial Economics*, 2000, pp.3-27.
- Morck, Randall K, and Masao Nakamura, “A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean: A History of Corporate Ownership in Japan,” in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005, pp.367-465.

- Morck, Randall K, Michael Percy, Gloria Y. Tian and Bernard Yeung, "The Rise and Fall of the Widely Held Firm: A History of Corporate Ownership in Canada," in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005, pp.65-147.
- Murphy, Antoin E., "Corporate Ownership in France: The Importance of History," in Morck Randell K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, The University of Chicago Press, 2005, pp.185-222
- Numazaki, Ichiro, "The Tainanbang The Rise and Growth of a Banana-bunch-shaped Business Group in Taiwan," *Developing Economies*, December 1993, pp.485-510.
- Olson, Mancur, *The Logic of Collective Action: Public Goods and The Theory of Groups*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1971.
- Roe, Mark J., *Strong Managers and Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1994.
- Sato, Yuri, "The Salim Group in Indonesia: The Development and Behavior of the Largest Conglomerate in Southeast Asia," *Developing Economies*, December 1993, pp.409-441.
- Suehiro, Akira, "Family Business Reassessed: Corporate Structure and Late-starting Industrialization in Thailand," *Developing Economies*, December 1993, pp.378-407.
- Taniura, Takao, "The Lucky-Goldstar Group in the Republic of Korea," *Developing Economies*, December 1993, pp.465-484.

Abstract

Property Rights, Corporations, and Conglomerates

Young-Yong Kim

Kyung-Suk Park

Corporations and conglomerates have developed as a form of property rights to internalize the external benefits from commercial activities. In order to successfully internalize the benefits, corporations and conglomerates must reduce both decision-making and external costs that are the most important part of the overall internalization costs. The decision-making costs are reduced by concentrating decision-making authority in the hands of a small number of managers, and external costs that might be imposed on the shareholders are avoided or reduced through stock market transactions. In this regard, conglomerates that consist of affiliated firms have developed with a controlling shareholder whereas no controlling shareholder characterizes M-form conglomerates. Documented empirical observations largely support these findings. Finally, advocates of ‘corporate governance movement’ fail to understand the economic theory underlying the operations of corporations and conglomerates.

JEL classification: L1

Keywords: Property rights; Corporations and conglomerates; Decision-making and external costs; Controlling majority and minority shareholders; Corporate governance