

연구

07-07

기업집단의 소유구조에 관한 이론모형 분석과 시사점

최충규

기업집단의 소유구조에 관한 이론모형 분석과 시사점

1판1쇄 인쇄/ 2007년 8월 27일

1판1쇄 발행/ 2007년 8월 31일

발행처/ 한국경제연구원

발행인/ 김종석

편집인/ 김종석

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, 2007

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.

(구입문의) 3771-0057

ISBN 978-89-8031-427-0

6,000원

* 제작대행: (주)FKI미디어

전 세계적으로 많은 기업들이 피라미드식 소유구조를 형성하고 있다. 그런데 이러한 피라미드식 소유구조하에서 지배주주는 한 개 또는 소수의 중핵기업에 대한 통제권을 확보하고, 이 중핵기업이 다시 다른 기업들을 통제하는 연쇄적 소유관계를 형성하여 결과적으로 적은 자본으로 다수의 기업을 지배할 수 있게 된다.

이와 같은 소유-지배 분리현상에 주목하여 많은 학자들은 피라미드식 소유구조로 인해 (i) 지배주주와 소수주주 간의 대리비용이 발생하고, (ii) 지배주주의 지배권을 공고히 하는 참호효과가 발생하며, (iii) 지배주주는 하위기업의 자산을 빼돌리려는 유인이 있다는 등의 문제점과 부작용을 지적해 왔다. 이 외에도 몇몇 학자들은 지배주주가 피라미드식 소유구조를 이용하여 가족을 최고경영자로 임명하거나 지배권을 자식에게 상속함으로써 기업가치에 악영향을 줄 수도 있으며, 지배주주 및 그 일가의 경제력집중이 경제 전체의 효율을 떨어뜨릴 수도 있다고 지적한다.

한편, 이와 같은 비판론에 대하여 피라미드식 소유구조의 장점을 제시하고 이를 옹호하는 주장도 많이 제기되어 왔다. 즉 (i) 피라미드식 기업집단 소속기업의 평균 자산수익률은 독립기업들보다 더 높고 또한 자산수익률의 변동폭은 더 낮고, (ii) 경제제도가 취약한 신흥시장에서 기업집단은 내부시장을 운영함으로써 시장제도의 미

비와 높은 거래비용을 극복할 수 있으며, (iii) 선진복지국가에서 기업집단은 강경노조 및 기타 사회적 이익집단으로부터 주주를 보호하고 주주가치를 향상케 한다는 것 등이다. 이 외에도 피라미드식 소유구조는 사업부제 기업에 비해 (i) 투자위험을 분산할 수 있고, (ii) 관리자들에게 다양한 경력과 자율권을 부여하며, (iii) 지배주주에 의한 경영자 감시가 용이하고, (iv) 계열기업 간 보험기능으로 인해 파산의 위험을 감소시킬 수 있다는 등의 주장도 제기되어 왔다.

그러나 이상과 같은 피라미드식 소유구조에 관한 논의는 대부분 결과론적인 비판 또는 옹호에 치우쳐 있어 애초에 피라미드식 소유구조가 왜 형성되었는지에 관한 이해와 분석이 결여되어 있다. 예컨대, 전통적 견해에 따르면 지배주주는 적은 지분으로 많은 기업을 지배하기 위하여 피라미드식 소유구조를 구축한다고 설명하고 있으나, 독일의 경우에는 피라미드식 소유구조에도 불구하고 소유-지배 분리현상이 매우 제한적이며, 따라서 전통적 견해로는 이러한 경우를 잘 설명하지 못한다. 또한 전통적 견해는 차등의결권제도를 도입하고 있는 나라에서 지배주주가 이를 이용하여 소유-지배의 분리를 가져올 수 있음에도 불구하고 왜 굳이 또 피라미드식 소유구조를 구축하는지를 잘 설명하지 못한다.

이에 본 보고서에서는 기업집단의 소유구조 형성에 관한 이론모형을 구축하여 어떠한 소유구조가 균형에서 도출되는지를 살펴보고, 이를 통해 피라미드식 소유구조를 포함한 다양한 소유구조의 형성 원리와 유인체계를 분석하고 있다. 또한 균형에서 도출되는 각각의 소유구조가 창업주(또는 지배주주)와 외부주주 간의 보수 분배에 미치는 효과를 분석하고 있다. 본 보고서는 이러한 분석과 모형의 변형을 통해 상호출자금지, 주주중심주의의 채택, 지배권 확보장치의 도

업 등 기업집단 관련시책이 기업집단의 소유구조와 유인체계에 어떠한 영향을 주는지에 대해서도 분석하고 있다. 아무쪼록 본 보고서가 기업집단 소유구조의 형성원리와 유인체계를 이해하는 데 기여하고 우리나라 기업집단정책의 발전에 초석이 되기를 기대한다.

본 보고서는 본원 기업연구본부의 최충규 연구위원이 집필한 것이다. 저자의 노고와 연구성과를 높이 평가하며, 본 보고서가 완성되기까지 유익한 논평을 해준 인하대 김진방 교수와 익명의 심사자 2인, 그리고 원내 이주선 본부장, 조성봉 선임연구위원, 이병기 연구위원, 김현중 연구위원에게 감사를 드린다. 아울러 본 연구를 진행하는 과정에서 행정적으로 도움을 준 이은주 씨와 교정 및 교열을 맡아준 김유선·김수현 씨에게도 감사의 뜻을 전한다.

끝으로 본 보고서는 저자 개인의 의견으로서 본원의 공식적인 견해와 무관함을 밝혀둔다.

2007년 8월
한국경제연구원
원장 김종석

목 차

요 약.....	9
I. 서 론.....	17
II. 관련문헌.....	23
III. 분석모형.....	29
IV. 균형분석.....	35
1. 지배편익의 취득.....	42
2. 기업 2의 기업 1에 대한 출자(상호출자).....	47
3. 기업 2의 설립과 계열사 출자.....	51
4. 기업 1의 설립과 창업주의 출자지분을.....	60
5. 결과 종합.....	64
6. 균형보수 분석 : 기업설립 및 출자 유인과 유형 간 보수 비교.....	67

V. 분석모형의 변형과 시사점	79
1. '신주취득'을 통한 상호출자	81
2. 先배당 後출자	85
3. 직접지분에 의한 기업 1의 지배	93
4. 지배권 확보장치의 효과	96
VI. 결 론	107
참고문헌	117
부 록	121
영문초록	128

표·그림 목차

표 1. 시기별 최적선택	64
표 2. 균형 소유구조의 유형	65
표 3. 소유구조 유형별 균형 순보수	68
표 4. 주주별 균형 순보수	70
표 5. 시기별 최적선택(지배권 확보장치 존재 시)	12
부표 1. 시기별 최적선택(先배당 後출자)	13
부표 2. 시기별 최적선택(직접지분에 의한 기업 1의 지배)	14
그림 1. 소유구조의 형성	3
그림 2. 소유구조의 유형	4
그림 3. 상호출자지분율과 창업주의 보수	4
그림 4. 창업주의 기업 2에 대한 직접지분율과 보수	5
그림 5. 계열사 출자지분율과 창업주의 보수	5
그림 6. 최적선택 흐름도	6
그림 7. 계열사 출자지분율과 창업주의 보수(先배당 後출자)	9
그림 8. 상호출자지분율과 창업주의 보수($f_1 \geq v_1$)	94
그림 9. 상호출자지분율과 창업주의 보수(지배권 확보장치 존재 시)	9
그림 10. 최적선택 흐름도(지배권 확보장치 존재 시)	13
부도 1. 최적선택 흐름도(先배당 後출자)	15
부도 2. 최적선택 흐름도(직접지분에 의한 기업 1의 지배)	15

본 연구는 기업집단의 소유구조 형성에 관한 이론모형을 구축하여 균형 소유구조 유형을 도출하고, 이들 소유구조의 형성원리와 유인체계를 분석하고 있다. 또한 본 연구는 균형에서 도출되는 각각의 소유구조가 창업주와 외부주주 간의 보수 분배에 미치는 효과를 분석하고, 상호출자금지, 주주중심주의의 확산, 차등의결권제도의 도입 등 기업집단 관련시책이 기업집단의 소유구조와 유인체계에 미치는 영향도 분석하고 있다.

본 연구에서 구축한 분석모형의 타이밍은 4기로 구성되어 있다. 제0기에서 창업주는 기업 1을 설립하고 기업 1에 대한 자신의 출자지분율을 결정한다. 제1기에서 창업주는 기업 1의 이윤을 재원으로 기업 2를 설립하고, 기업 2에 대한 자신의 직접지분율과 기업 1의 출자지분율을 결정한다. 제2기에서 창업주는 기업 2의 기업 1에 대한 상호출자지분율을 결정한다. 마지막으로 제3기에서 창업주는 기업 2로부터 지배편익을 취하고 그 취득비용을 부담한다.

본 연구에서는 이러한 타이밍을 전제로 후방귀납법에 따라 균형을 도출하고 있다. 즉, 마지막 기에서의 균형을 먼저 도출한 후, 시간의 역순에 따라 제2기, 제1기 및 제0기에서의 균형을 차례로 도출하고 있다.

본 연구에서는 먼저 (i) 창업주가 자신의 직접지분만으로는 기업 1

과 2를 지배할 수 없으며, (ii) 기업들은 주주들에 대한 배당에 앞서 타 기업에 대한 출자를 먼저 행하고, (iii) 기업 2가 기업 1에 상호출자를 할 때 ‘구주’를 취득하는 방식으로 출자한다는 가정하에 분석을 전개하고 있다. 이 경우 제3기에서 창업주는 기업 2에 대해 충분한 지배권을 확보한 경우 ‘비용 없이 취득 가능한 지배편익의 상한’을 취하고, 그렇지 않은 경우 지배편익을 전혀 취하지 않는 것이 최적이다. 이때 창업주가 지배편익으로부터 얻는 실익은 기업 2에 대한 창업주의 총지분이 증가할수록 감소하며, 창업주가 비용 없이 취득 가능한 ‘지배편익의 상한’은 투자자 보호수준, 시장경쟁의 정도 등 법적·제도적 환경이 개선될수록 감소한다.

제2기에서는 (i) 기업 2에 대한 창업주의 직접지분과 기업 1의 지분의 합이 기업 2를 지배하는 데 필요한 최소지분율보다 크거나 같고, (ii) ‘취득가능 최대상호출자지분율’이 ‘최소필요 상호출자지분율’보다 작지 않으며, (iii) 상호출자를 하는 것이 창업주의 보수증대에 기여할 수 있는 경우, 창업주의 보수를 극대화하는 최적 상호출자지분율은 기업 2를 지배하는 데 필요한 ‘최소필요 상호출자지분율’이다. 그러나 상기 세 가지 조건 중 어느 하나라도 성립하지 않고 또한 기업 1이 이미 기업 2에 출자한 경우, 창업주의 입장에서는 기업 2가 기업 1에 상호출자를 전혀 하지 않는 것이 최적이다. 단, 기업 1이 기업 2에 출자하지 않았다면, 창업주의 입장에서는 기업 2가 기업 1에 출자를 하든 안 하든 또는 얼마를 출자하든 상관이 없다.

제1기에서 창업주는 기업 1로부터 받은 배당금 전액을 기업 2에 출자함으로써 기업 2에 대하여 가능한 한 높은 직접지분율을 보유하는 것이 최적이다. 또한 기업 1의 이윤으로 기업 2를 지배하기 위한 충분한 지분을 확보할 수 있는 경우, 창업주는 기업 2에 대한 자

신의 직접지분율과 기업 1의 출자지분율의 합이 기업 2를 지배하는데 필요한 최소지분율이 되도록 기업 1의 기업 2에 대한 출자지분율을 정하는 것이 최적이다. 그러나 기업 1의 이윤으로 기업 2를 지배하기 위한 충분한 지분을 확보할 수 없는 경우에는 기업 1이 기업 2에 출자를 하든 안 하든 또는 얼마를 출자하든 창업주에게는 상관없다.

제0기에서 창업주는 자신이 조달한 창업자금 모두를 기업 1의 설립에 투입하고, 또한 기업 1의 자기자본 규모를 기업 1의 '최소필요투자' 규모와 일치하게 함으로써 기업 1에 대하여 가능한 한 높은 직접지분율을 보유하는 것이 최적이다.

이상의 분석결과가 시사하는 두 가지 중요한 점은 다음과 같다. 첫째, 상호출자는 창업주 또는 지배주주의 그룹 지배권 확보와 밀접한 관련이 있다. 둘째, 기업 1의 이윤 및 기업 2의 이윤의 크기는 창업주의 그룹지배권 확보에 관건이 되며, 따라서 창업주는 지배편익의 취득에 앞서 기업 1과 2의 성과를 최대한 증대할 유인이 있다.

한편, 본 연구는 이상과 같은 시기별 최적선택으로부터 균형 소유구조 유형을 도출하고 있는데, 이는 수평구조(유형 I), 수직구조(유형 II-1), 상호출자 있는 수직구조(유형 II-2), 상호출자 없는 혼합구조(유형 III-1, III-2, III-3), 상호출자 있는 혼합구조(IV) 등이다. 본 연구에서는 균형 소유구조 유형별로 창업주, 외부주주 1, 외부주주 2, 외부주주 전체 및 사회 전체의 순보수를 구하고 있는데, 일정한 조건하에서 모두 양(+)으로 나타나고 있다. 이는 그러한 조건하에서 창업주는 기업 1과 2를 설립할 유인이 있고, 외부주주 1과 2는 각각 기업 1과 2에 출자할 유인이 있으며, 따라서 앞에서 도출한 7개의 균형 소유구조 모두 실현 가능하고 사회적으로도 바람직함을 의미한다.

이러한 연구는 소유구조 유형 간 순보수를 비교하고 있다. 그 결과에 따르면, 창업주의 순보수는 유형 I, II-1, III-1, III-2에서 모두 같지만 유형 II-2, III-3, IV에서 더 높다. 외부주주 전체의 순보수는 전술한 4개 유형, 즉 유형 I, II-1, III-1, III-2에서 모두 동일하다. 그러나 외부주주 1의 순보수는 유형 II-1(수직구조)에서 가장 높고, 유형 I(수평구조)에서 가장 낮으며, 유형 III-1(혼합구조)에서 그 중간이다. 외부주주 2의 순보수는 이와 정반대이다. 사회 전체의 순보수는 창업주 순보수의 경우와 마찬가지로 유형 I, II-1, III-1, III-2 등 4개 유형에서 모두 동일하지만, 나머지 3개 유형(유형 II-2, III-3, IV)에서 더 높다.

이와 같은 소유구조 유형별 순보수의 비교결과는 우리나라의 기업집단지책 또는 소유구조 개선정책과 관련하여 중요한 의미를 내포하고 있다. 즉, 우리나라는 경제력집중을 억제하고 대규모 기업집단의 소유구조를 개선한다는 취지하에 계열사 간 상호출자를 전면 금지하고 있는데, 이는 사회 순보수가 가장 높은 유형 IV와 II-2의 출현을 원천적으로 금지하는 것이며, 따라서 효율성과 상충되는 것이다. 상호출자금지라는 분배 측면에서도 바람직한 정책이라고 단언하기 어려운데, 이는 상호출자가 있는 유형 IV와 II-2에서 창업주의 순보수 및 사회 순보수가 가장 높기 때문이다. 만일 창업주 또는 지배주주가 지배편익을 취하기 위해 기업 1과 2의 성과를 높인 후, 기업 1과 2의 초과성과 중 일부만을 지배편익으로 취한다면 그 나머지는 외부주주에게 귀속될 것이므로 이 경우 상호출자금지라는 효율성 측면에서뿐만 아니라 분배 측면에서도 바람직한 정책이라고 할 수 없다. 이런 점을 고려한다면, 상호출자의 폐해를 방지하기 위한 수단으로는 현재와 같은 직접적인 상호출자금지보다는 투자자 보호,

시장경쟁의 촉진 등 제도적 환경을 개선함으로써 창업주 또는 지배주주가 취할 수 있는 지배편익의 크기를 줄이는 것이 효율성과 분배 측면에서 더 바람직하다.

한편, 본 연구는 앞에서 전제한 3가지 주요 가정을 완화 또는 변형할 경우 분석결과가 어떻게 달라지는지를 살펴보고 있다. 앞에서는 기업 2가 기업 1에 상호출자를 할 때 외부주주 1로부터 ‘구주’를 취득하는 방식으로 출자한다고 가정하였다. 이에 따라 기업 2의 상호출자는 오직 창업주의 지배권 확보와 지배편익 취득의 수단으로만 기능하였다. 그러나 기업 2가 ‘신주’를 취득하는 방식으로 기업 1에 출자하는 경우, 이러한 상호출자는 창업주의 기업 1에 대한 지배권 확보에는 불리하지만 기업 1의 자기자본 확대에는 도움이 된다. 게다가 만일 기업 1의 투자가 가분적(可分的)이라면 기업 2의 ‘신주취득’에 의한 상호출자는 기업 1의 투자와 이윤 증대를 가져올 수 있게 된다.

이와 관련하여 주목할 것은 상호출자에 의한 ‘소수주주의 간접화 현상’에 관한 것이다. 분석에 따르면, ‘구주취득’에 의한 상호출자의 경우 상호출자로 인해 간접화되는 주주는 개별주주가 아니라 ‘그룹으로서의 외부주주 전체’이며, ‘신주취득’에 의한 상호출자의 경우에는 간접화되는 주주가 소수주주뿐만 아니라 창업주를 제외한 모든 기존주주이고, 간접화되는 정도도 모든 주주에게 동일하다는 점이다. 또 한 가지 주목할 점은, 같은 상호출자라 하더라도 ‘그룹으로서의 외부주주’의 간접화 현상은 ‘신주취득’에 의한 상호출자보다 ‘구주취득’에 의한 상호출자의 경우에 더 심하다는 것이다. 이는 역으로 말하면, 창업주의 입장에서 ‘구주취득’에 의한 출자가 지배권 확보에 더 유리하다는 것을 의미한다. 그럼에도 불구하고 ‘신주취득’에 의한

출자가 드물지 않게 발생하는데, 이는 전술한 바와 같이 ‘신주취득’ 방식이 피출자 기업의 자기자본 및 투자 확대 측면에서 유리하기 때문이다.

다음으로, 본 연구는 ‘先출자 後배당’ 대신 ‘先배당 後출자’를 가정할 경우 분석결과가 어떻게 달라지는지를 살펴보고 있다. ‘先출자 後배당’의 가정하에서는 기업 1과 2의 이윤의 크기가 기업들의 출자능력과 창업주의 지배권 확보에 매우 중요한 역할을 담당하였다. 그러나 ‘先배당 後출자’의 가정하에서는 이 외에도 기업 1과 2의 배당률이 기업 1의 계열사 출자, 기업 2의 상호출자 및 창업주의 지배편익 취득에 중요한 역할을 하게 된다. 이는 주주중심주의의 확산으로 주주들에 대한 배당률이 높아지면 기업 1과 2의 이윤이 충분히 크다 하더라도 창업주가 지배권 확보를 위해 필요한 수준의 계열사 출자와 상호출자가 이루어지기 어렵고, 따라서 창업주의 지배편익 취득이 어려워지게 됨을 의미한다.

이어 본 연구에서는 창업주가 자신의 직접지분만으로는 기업 1과 2에 대해 충분한 지배권을 확보할 수 없다는 가정을 완화하여 분석을 전개하고 있다. 분석 결과, 창업주가 자신의 직접지분만으로 기업 1을 지배할 수 있는 경우 기업 2의 상호출자는 필요 없어지며, 창업주가 기업 2에 대한 자신의 직접지분과 계열사 출자지분으로 기업 2를 지배할 수 있지만 하면 창업주는 어렵지 않게 지배편익을 취할 수 있게 된다. 이러한 결과는 역으로 상호출자를 법으로 금지하는 경우 창업주 또는 지배주주는 상호출자 없이도 지배편익을 취할 수 있도록 기업 1에 대한 직접지분율을 증대할 유인이 있음을 시사하며, 또한 이 경우 창업주가 상호출자를 위해 기업 2의 이윤을 증대할 유인이 약화될 수 있음을 시사한다. 그럼에도 불구하고 지배

주주가 직접지분을 통해 기업 1을 지배하고 있는 경우에도 상호출자가 현실적으로 존재할 가능성이 있는데, 이 경우에는 진술한 바와 같이 상호출자의 목적이 지배권 확보가 아니라 자기자본 또는 투자 증대일 가능성이 크다.

마지막으로, 본 연구에서는 차등의결권제도의 도입 등을 통해 창업주가 상호출자 또는 계열사 출자 없이도 기업 1과 2를 지배할 수 있는 경우를 분석하고 있다. 이 경우 창업주는 제3기에서 무조건 '비용 없이 취득 가능한 지배편익의 상한'을 취하는 것이 최선이다. 제2기에서는 기업 1이 기업 2에 출자한 경우 상호출자를 전혀 하지 않는 것이 창업주의 입장에서 최선이고, 반대로 기업 1이 기업 2에 출자하지 않은 경우에는 상호출자를 하든 안 하든 또는 얼마를 하든 창업주에게는 상관이 없다. 제1기에서 창업주는 기업 2에 대한 자신의 직접지분율을 최대한 높이는 것이 최선이다. 그러나 기업 1의 기업 2에 대한 출자에 있어서는, '先출자 後배당'의 경우 얼마가 출자되든 창업주에게는 상관이 없고, '先배당 後출자'의 경우에는 배당 이후 출자가 가능한 자금을 모두 출자하는 것이 창업주의 보수를 극대화하는 방법이다. 제0기에서 창업주는 기업 2에 대한 자신의 직접지분율을 최대한 높이는 것이 최선이다.

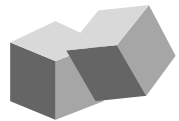
이러한 결과를 종합하면, 창업주가 지배권 확보장치를 도입하여 기업 1과 2를 계열사 출자 없이 지배할 수 있는 경우 상호출자가 있는 유형 II-2와 IV는 더는 균형을 이루지 못하게 된다. 또한 균형에서 나타나는 네 가지의 소유구조 모두에서 창업주는 지배편익을 취할 수 있게 된다.

이러한 결과는 계열사 간 출자로 복잡하게 얽혀 있는 우리나라 기업집단의 소유구조가 지배권 확보장치의 부재와 밀접히 관련되어

있음을 시사한다. 또한 지배권 확보장치를 도입함으로써 ‘지배권 확보를 목적으로 한’ 상호출자를 근원적으로 해소하고 이를 통해 소유 구조를 더 단순·투명하게 할 수 있기는 하나, 이 경우 지배주주의 지배편익 취득으로 인해 ‘그룹으로서의 외부주주’의 보수에 부정적인 영향을 미칠 수 있고, 창업주 또는 지배주주가 지배권 확보를 위해 기업 1과 2의 성과를 제고할 유인이 약화될 수 있음을 시사한다.

기업집단의 소유구조에 관한 이론모형 분석과 시사점

I. 서론



La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(1999, 이하 LLSV)는 전 세계적으로 많은 기업들이 지배주주(controlling shareholder)에 의해 통제되고 있으며, 지배주주는 피라미드식 소유구조(pyramidal ownership structure)를 구축하여 다수의 기업을 효과적으로 통제하고 있다는 연구결과를 제시하였다. LLSV(1999)의 연구는 이후 많은 학자들에 의해 확인되었는데, 대표적인 것으로는 Claessens, Djankov, and Lang(2000), Faccio and Lang(2002), Barca and Becht(2001), Khanna(2000), Morck, Strangeland, and Yeung(1998) 등이 있다.

그런데 이러한 피라미드식 소유구조하에서 지배주주는 한 개 또는 소수의 중핵기업에 대한 통제권을 확보하고, 이 중핵기업이 다시 다른 기업들을 통제하는 연쇄적 소유관계(chain of ownership relations)를 형성하여 결과적으로 적은 자본으로 다수의 기업을 지배할 수 있게 된다. 이와 같은 소유-지배 분리현상(separation of ownership and control)에 주목하여 많은 학자들이 피라미드식 소유구조의 문제점과 부작용을 지적해 왔는데, 이를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 소유-지배의 분리로 인해 지배주주와 소수주주 간의 이해가 불일치하여(divergence of interests) 대리비용(agency costs)이 발생한다. 즉, 지배주주는 적게 소유하면서도 막강한 지배력을 행사하여 기업 가치와 소수주주의 이익을 희생토록 하고 자신의 사익을 추구할 유인을 갖는다.¹⁾

둘째, 피라미드식 소유구조는 지배주주의 지배권 상실을 방지하는 장치로 작용하여 참호효과(entrenchment)를 일으킨다. 따라서 지배주

1) Berle and Means(1932), Jensen and Meckling(1976), Morck, Strangeland, and Yeung(1998), Bebchuk, Kraakman, and Triantis(1999), Joh(2003), Baek, Kang, and Park(2004) 등을 참조.

주는 많은 비용을 들여 다수지분을 소유하지 않아도 지배권 도전을 효과적으로 차단하고 사익추구행위를 지속할 수 있다.²⁾

셋째, 지배주주는 피라미드 구조상 하위에 위치한 기업에 대하여 특히 적은 소유권을 보유하고 있기 때문에 이들 기업은 상위기업에 비해 이해 불일치 문제와 참호효과가 더욱 두드러지게 나타난다. 따라서 지배주주는 하위기업의 자산을 상위기업 또는 직접 자신에게 빼돌리기(tunneling)하려는 유인을 갖는다.³⁾

이 외에도 여러 학자들은 지배주주가 피라미드식 소유구조를 이용하여 가족을 최고경영자로 임명하거나 지배권을 자식에게 상속함으로써 기업가치에 악영향을 줄 수도 있으며, 지배주주 및 그 일가의 경제력집중이 경제 전체의 효율을 떨어뜨릴 수도 있다고 지적한다.⁴⁾

한편, 이와 같은 비판론에 대하여 피라미드식 소유구조의 장점을 제시하고 이를 옹호하는 주장도 많이 제기되어 왔는데, 이의 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 대부분의 기업집단은 피라미드식 소유구조를 갖고 있는데, 기업집단 소속기업의 평균 자산수익률(ROA: returns on assets)은 독립기업들보다 더 높고 또한 자산수익률의 변동폭은 더 낮다.⁵⁾

둘째, 경제제도가 취약한 신흥시장에서 기업집단은 내부시장을 운영함으로써 시장제도의 미비와 높은 거래비용을 극복할 수 있다.⁶⁾

2) Fama(1980), Fama and Jensen(1983), Jensen and Ruback(1983) 등을 참조.

3) Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(2000), LLSV(2002), Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002), 강형철 외(2006a) 등을 참조.

4) Caselli and Gennaioli(2003), Morck and Nakamura(2004) 등을 참조.

5) Khanna and Rivkin(2001), Khanna and Palepu(2000) 등을 참조.

6) Khanna and Palepu(1997, 1999, 2000, 2001), Guillen(2000), Chang and Hong(2000)

셋째, 스웨덴·캐나다 등 일부 선진복지국가에서는 기업집단이 강경노조 및 기타 사회적 이익집단으로부터 주주를 보호하고 주주가치를 높인다(Roe, 2003).

이 외에도 피라미드식 소유구조는 사업부제(multi-divisional form) 기업에 비해 (i) 투자위험을 분산할 수 있고, (ii) 관리자들에게 다양한 경력과 자율권을 부여하며, (iii) 지배주주에 의한 경영자 감시가 용이하고, (iv) 계열기업 간 보험기능으로 인해 파산의 위험을 낮출 수 있다.⁷⁾

그러나 이상과 같은 피라미드식 소유구조에 관한 논의는 대부분 결과론적인 비판 또는 옹호에 치우쳐 있어 애초에 피라미드식 소유구조가 왜 형성되었는지에 관한 이해와 분석이 결여되어 있다. 예컨대, 전통적 견해에 따르면 지배주주는 적은 지분으로 많은 기업을 지배하기 위하여 피라미드식 소유구조를 구축한다고 설명하고 있으나, 독일의 경우에는 피라미드식 소유구조에도 불구하고 소유-지배 분리현상이 매우 제한적이며, 따라서 전통적 견해로는 이러한 경우를 잘 설명하지 못한다(Franks and Mayer, 2001). 또한 전통적 견해는 차등의결권(dual class shares) 제도를 도입하고 있는 나라에서 지배주주가 동 제도를 이용하여 소유-지배의 분리를 가져올 수 있음에도 불구하고 왜 굳이 또 피라미드식 소유구조를 구축하는지를 잘 설명하지 못한다(LLSV, 1999).

이에 본 연구에서는 기업집단의 소유구조 형성에 관한 이론모형을 구축하여 어떠한 소유구조가 균형에서 도출되는지를 살펴보고, 이를 통해 피라미드식 소유구조를 포함한 다양한 소유구조의 형성

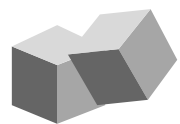
등을 참조

7) Morck, Wolfenzon, and Yeung(2004), 강형철 외(2006b) 등을 참조

원리와 유인체계를 분석하고자 한다. 또한 균형에서 도출되는 각각의 소유구조가 창업주(또는 지배주주)와 외부주주 간의 보수 분배에 미치는 효과를 분석하고자 한다. 본 연구는 이러한 분석과 분석모형의 변형을 통해 상호출자금지, 주주중심주의의 채택, 지배권 확보장치의 도입 등 기업집단 관련시책이 기업집단의 소유구조와 유인체계에 어떠한 영향을 주는지에 대해서도 분석하고자 한다.

기업집단의 소유구조에 관한 이론모형 분석과 시사점

II. 관련문헌



피라미드식 소유구조는 세계적으로 보편적인 기업조직 형태임에도 불구하고 이의 형성원리에 관한 이론적인 연구는 Almeida and Wolfenzon(2006)이 유일하다. 그러나 이 논문에서는 수평적 소유구조와 수직적 소유구조를 비교·분석하였을 뿐, 계열사 간 상호출자를 전혀 고려하지 않았으며, 따라서 더욱 다양한 형태의 소유구조에 대한 분석이 결여되어 있다. 특히, 이 논문에서는 양립할 수 없는 두 가지 가정, 즉 지배주주는 보수(payoff)를 극대화하는 수준으로 자금을 유용(diversion)한다는 가정과 외부 투자자는 수지균형(break-even)을 이룬다는 가정을 병행하는 오류를 범하고 있다.

이하에서는 우선 Almeida-Wolfenzon이 범한 오류를 간략히 살펴보기로 한다. 이 모형에서의 타이밍은 다음과 같다. 먼저 제0기에서 창업주 및 그 가족(이하 창업주)은 기업 A를 설립하고 지분 α 를 보유한다. 제1기에서 기업 A는 현금흐름 c 를 창출하고, 기업 B를 설립할 기회가 발생하는데 기업 B는 i 만큼의 투자를 필요로 한다. 제2기에서 기업 B는 수입 r 을 창출하며, 창업주는 dr 만큼의 부를 기업 B에서 자신에게로 이전하고 $c(d, k)r$ 만큼의 비용을 부담한다. 여기서 k 는 투자자 보호수준을 나타낸다.

이 모형에서 저자들은 다음과 같은 가정을 한다. 첫째, 시장금리는 0이다. 따라서 미래수익을 현재가치화하기 위해 할인할 필요가 없다. 둘째, 창업주는 제2기의 보수(U)를 극대화한다. 셋째, 창업주는 차등의결권제도 등을 통해 항상 기업 B에 대한 지배권 확보하고 있다.

이 경우 수평구조하에서의 창업주의 보수는 다음과 같다.

$$U^H = \alpha c - R_I^H + \beta^H [R_I^H + R_E^H - i + (1 - d)r] + [d - c(d, k)]r$$

(1)

여기서 R_I^H 는 창업주의 출자액, R_E^H 는 외부주주의 출자액, β^H 는 창업주의 지분을 나타낸다.

제2기에서 창업주는 후방귀납법에 따라 위의 보수를 극대화하는 유용수준 d 를 결정한다. 따라서 다음이 성립한다.

$$\begin{aligned} d &= \operatorname{argmax}_d \{ \beta^H(1-d) + d - c(d, k) \} \\ &\Rightarrow d = d(\beta^H, k) \end{aligned} \quad (2)$$

한편, 외부투자자의 수지균형은 다음을 의미한다.

$$R_E^H = (1 - \beta^H)[R_I^H + R_E^H - i + (1 - d)r] \quad (3)$$

식 (3)을 식 (1)에 대입하면 수평구조하에서의 창업주의 보수는 다음과 같은 식으로 간략히 표현된다.

$$U^H = \alpha c + [r - i - c(d, k)]r \quad (4)$$

따라서 창업주의 최적화 문제는 다음과 같이 요약된다.

$$\begin{aligned} \max_{R_I^H, \beta^H} U^H \\ \text{단, } R^H \geq i, d = d(\beta^H, k) \end{aligned} \quad (5)$$

이와 같은 Almeida-Wolfenzon모형에서 양립할 수 없는 두 가지 가정 또는 조건은 (2)와 (3)이다. 이를 살펴보기 위해 $R^H = R_I^H + R_E^H$ 라고 하자. 그러면 $\beta^H = R_I^H/R^H$, $(1 - \beta^H) = R_E^H/R^H$ 가 성립한다. 따라서 외부투자자의 수지균형 조건 (3)은 다음과 같이 고쳐 쓸 수 있다.

$$\begin{aligned}
R_E^H &= (1 - \beta^H)[R_I^H + R_E^H - i + (1 - d)r] \\
\Leftrightarrow (1 - \beta^H)R^H &= (1 - \beta^H)[R^H - i + (1 - d)r] \\
\Leftrightarrow (1 - d)r &= i \\
\Leftrightarrow d &= 1 - i/r
\end{aligned} \tag{3}'$$

따라서 외부주주의 수지균형조건은 저자들의 기대와는 달리 창업주의 의사와 관계없이 시장균형의 일환으로 저절로 충족되는 것이 아니라 실제로는 창업주의 자금유용 수준을 결정하는 방정식으로서의 역할을 한다. 그러므로 조건 (3)은 창업주가 보수를 극대화하기 위해 유용수준을 결정한다는 가정 (2)와 대립되며, 최적화 문제 (5)는 논리적으로 성립할 수 없다.

이와 같은 논리적 모순은 수직구조하에서도 동일하게 나타난다. 먼저 수직구조하에서 창업주의 보수는 다음과 같다.

$$U^P = \alpha[c - R_I^P + \beta^P(R_I^P + R_E^P - i + (1 - d)r)] + [d - c(d, k)]r \tag{6}$$

제2기에서 창업주는 후방귀납법에 따라 U^P 를 극대화하는 유용수준 d 를 결정한다. 따라서 다음이 성립한다.

$$\begin{aligned}
d &= \operatorname{argmax}_d \{ \alpha\beta^P(1 - d) + d - c(d, k) \} \\
\Rightarrow d &= d(\alpha\beta^P, k)
\end{aligned} \tag{7}$$

한편, 외부투자자의 수지균형조건은 다음을 의미한다.

$$R_E^P = (1 - \beta^P)[R_I^P + R_E^P - i + (1 - d)r] \tag{8}$$

식 (8)을 식 (6)에 대입하면 창업주의 보수식은 다음과 같이 축약된다.

$$U^P = \alpha c + [r - i - c(d, k)r] - (1 - \alpha)[(1 - d)r - i] \quad (9)$$

따라서 창업주의 최적화 문제는 다음과 같이 표현된다.

$$\begin{aligned} & \max_{R^P, \beta^P} U^P \\ & \text{단, } R^P \geq i, d = d(\alpha\beta^P, k) \end{aligned} \quad (10)$$

수직구조하에서 양립할 수 없는 두 가지 가정은 (7)과 (8)이다. 외부주주의 수지균형조건 (8)은 조건 (3)'과 동일하며(상첨자 H 를 P 로 치환하면), 수평구조하에서와 같은 이유로 가정 (7)과 조건 (8)은 서로 대립되어 최적화 문제 (10)은 논리적으로 성립할 수 없다.

이에 본 연구에서는 (i) 분석모형을 재구축하여 Almeida-Wolfenzon이 범한 논리적 모순을 바로잡는 한편, (ii) 계열사 간 상호출자를 명시적으로 고려함으로써 수평구조와 수직구조를 포함한 더욱 다양한 소유구조의 형성원리와 유인체계를 분석한다. 이 외에도 본 연구에서는 전술한 바와 같이 (iii) 균형에서 도출되는 각각의 소유구조가 창업주와 외부주주 간의 보수 분배에 미치는 효과를 분석하고, 분석모형의 변형을 통해 (iv) 상호출자금지, 주주중심주의의 채택, 차등의 결권제도의 도입 등 정부의 기업집단 관련시책이 기업집단의 소유구조와 유인체계에 미치는 영향도 분석한다.

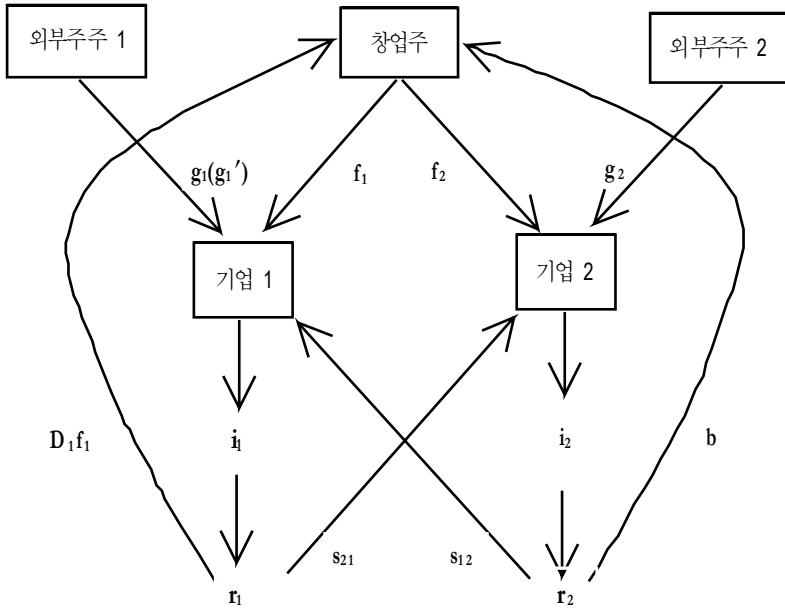
Ⅲ. 분석모형



본 모형에서의 타이밍(timing)은 4기로 구분된다. 제0기에서 창업주 및 그 가족(이하 창업주, F)은 자신의 창업자금 e_{1F} 와 외부투자자(G_1)의 자금 e_{1G1} 을 조달하여 기업 1을 설립한다. 따라서 기업 1의 자기 자본(e_1), 창업주의 지분(f_1) 및 외부주주의 지분(g_1)은 각각 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 e_1 &= e_{1F} + e_{1G1} \\
 f_1 &= e_{1F}/e_1 \\
 g_1 &= e_{1G1}/e_1
 \end{aligned}
 \tag{11}$$

그림 1. 소유구조의 형성



주: g_1' 은 기업 2가 기업 1에 출자한 이후 기업 1에 대한 외부주주의 지분을 나타내고, D_1 은 기업 1의 배당금을 의미하며, b 는 지배편익을 나타냄.

제0기에서 기업 1은 최소투자규모 i_1 의 투자를 필요로 하며, i_1 이상의 자기자본이 조달되는 경우, 즉, $e_1 \geq i_1$ 이 충족되는 경우에만 투자를 시행한다(<그림 1> 참조).

제1기에서 기업 1은 투자 i_1 으로부터 이윤 r_1 을 얻는다. 기업 1은 이윤 r_1 중 일부를 신설되는 기업 2에 출자하여 지분 s_{21} 을 보유하고, 이윤의 나머지를 주주들에게 배당금(dividend, D_1)으로 지급한다.⁸⁾ 창업주는 기업 1의 출자금, 기업 1로부터 받은 배당금 및 외부주주의 자금을 조달하여 기업 2를 설립하고, 자신의 출자금 규모에 상응하는 지분 f_2 를 보유한다. 기업 2에 대한 기업 1의 출자액을 $e_{21}(\leq r_1)$ 이라고 표기하면, 기업 1로부터 창업주가 받는 배당금은 $(r_1 - e_{21})f_1$ 이 되고, 창업주의 출자액(e_{2F})은 이 배당금을 초과하지 못한다. 즉, $e_{2F} \leq (r_1 - e_{21})f_1$ 이 성립한다. 기업 2에 대한 외부주주의 출자액을 e_{2G2} 라고 하면, 기업 2의 자기자본(e_2), 기업 2에 대한 기업 1의 지분(s_{21}), 창업주의 지분(f_2) 및 외부주주의 지분(g_2)은 각각 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned} e_2 &= e_{21} + e_{2F} + e_{2G2} \\ s_{21} &= e_{21}/e_2 \\ f_2 &= e_{2F}/e_2 \\ g_2 &= e_{2G2}/e_2 = 1 - f_2 - s_{21} \end{aligned} \tag{12}$$

제1기에서 기업 2는 최소투자규모 i_2 의 투자를 필요로 하며, i_2

8) 즉, 『先출자 後배당』을 가정한다. 이는 기업이 중심주의 또는 경영자 중심주의와 관련된다. 제V장에서는 이와는 달리 『先배당 後출자』를 가정한다. 이 경우 기업 1은 기업 2에 대한 출자에 앞서 일정수준의 배당금을 주주들에게 먼저 지급한다. 이러한 상황은 주주중심주의의 확산과 관련된다.

이상의 자기자본이 조달되는 경우, 즉, $e_2 \geq i_2$ 가 충족되는 경우에 한해 투자를 시행한다.

제2기에서 기업 2는 투자 i_2 로부터 이윤 r_2 를 얻는다. 기업 2는 이윤의 일부를 기업 1에 출자하여 지분 s_{12} 를 보유하고 나머지는 주주들에게 배당금으로 지급한다.⁹⁾ 기업 1에 대한 기업 2의 출자에도 불구하고 기업 1의 자기자본(e_1)은 불변이라고 가정한다. 이는 기업 2의 출자가 기업 1의 신주를 취득하는 방식이 아니라 외부주주들이 기존에 보유하고 있었던 주식을 주식시장에서 매입하는 방식을 취한다는 것을 의미한다. 이 경우 창업주의 지분은 전과 동일하지만 외부주주의 지분은 기업 2의 지분만큼 감소한다. 즉, $g_1' = g_1 - s_{12} = 1 - f_1 - s_{12}$ 가 성립한다.¹⁰⁾ 제2기에서 기업 1도 이윤 r_1 을 얻는다.¹¹⁾

제3기에서 기업 1과 2는 각각 이윤 r_1 과 r_2 를 얻으며, 창업주는 기업 2에 대해 충분한 지배권을 확보한 경우 기업 2로부터 $b(>0)$ 만큼의 지배편익(benefits of control)을 취하고, 지배편익 취득비용 $c(v_2, b, k)$ 를 부담한다. 여기서 v_2 는 기업 2에 대한 창업주의 지배권, k 는 법적·제도적 투자자 보호수준, 시장경쟁의 정도 등을 나타낸다.¹²⁾

분석의 편의를 위해 창업주는 제3기까지의 순보수(총보수에서 투입자금을 차감한 값)를 극대화하고 시장금리는 영(0)이라고 가정한다. 따라서 창업주는 미래수익을 현재가치로 환산하기 위해 할인할 필요가 없다.

9) 각주 8) 참조.

10) 기업 2가 '신주취득'의 형태로 기업 1에 출자하는 경우에는 기업 1에 대한 창업주 및 외부주주의 지분이 감소하는 한편, 기업 1의 자기자본 증가로 인해 기업 1의 투자규모와 이윤은 증가할 수 있다. 이에 관해서는 제IV장 참조.

11) 모형의 단순화를 위해 매 기의 이윤은 동일하다고 가정한다.

12) 지배편익과 그 취득비용에 관해서는 제IV장 제1절 참조.

IV. 균형분석



제3기까지 창업주가 얻게 되는 총보수는 다음 식과 같다.

$$\begin{aligned}
 U_F = & (e_1 - i_1 + r_1 - e_2 s_{21}) f_1 - e_2 f_2 \\
 & + [e_2 - i_2 + r_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}] (f_2 + s_{21} f_1) + r_1 f_1 \quad (13) \\
 & + (1 - s_{12} s_{21})^{-1} [r_1 (f_1 + s_{12} f_2) + (r_2 - b)(f_2 + s_{21} f_1)] \\
 & + b - c(b, k)
 \end{aligned}$$

이 식에서 제1행은 제1기의 보수, 제2행은 제2기의 보수, 제3행 및 제4행은 제3기의 보수를 나타내며, $(e_1 - i_1 + r_1 - e_2 s_{21})$ 과 $[e_2 - i_2 + r_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}]$ 는 주주들이 각각 기업 1과 기업 2로부터 얻게 되는 주식편익(security benefits)을 나타낸다.¹³⁾ 여기서 유의할 것은 기업 2에 대한 기업 1의 출자액($e_2 s_{21}$)은 기업 2의 자기자본(e_2)에 기업 1의 지분(s_{21})을 곱하여 산출되는 반면, 기업 1에 대한 기업 2의 출자액($(r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}$)은 기업 1의 자기자본(e_1)이 아닌 $(r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}$ 에 기업 2의 지분(s_{12})을 곱하여 산출된다는 것이다. 이는 제2기에서 기업 2가 외부주주 1이 보유하고 있던 기업 1에 대한 지분(g_1) 중 s_{12} 만큼을 매입할 때 기업 2는 외부주주 1이 지분매각에 따라 잃게 되는 제3기 수입($(r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}$)을 그 주식대금으로 지급하면 되기 때문이다.

한편, 제3기의 보수에서 $(1 - s_{12} s_{21})^{-1}$ 은 기업 1과 2 사이의 상호 출자 때문에 발생한다. 예컨대, 제3기에서 기업 1은 이윤 r_1 을 얻는데, 이 중 $r_1 s_{12}$ 는 기업 2에 배당금으로 지급된다. 그런데 기업 1과 2에 대한 창업주의 지분은 각각 f_1 과 f_2 이므로 창업주는 이윤 r_1 으로부터 $r_1 (f_1 + s_{12} f_2)$ 에 해당하는 배당수익을 얻는다. 그러나 이론적으로 볼 때, 배당과정은 여기서 그치지 않는다. 기업 2가 기업 1로

13) 주식편익(security benefits)은 주식이익이라고도 하는데, 이는 '주주에게 귀속되는 소득흐름의 시장가치'를 의미한다.

부터 배당받은 $r_1 s_{12}$ 중 $r_1 s_{12} s_{21}$ 은 다시 기업 1에 배당금으로 지급되어야 하고, 이 중 $r_1 (s_{12})^2 s_{21}$ 은 또다시 기업 2에 배당금으로 지급되어야 하기 때문이다. 이러한 배당과정이 끊임없이 계속되는 경우 창업주가 기업 1의 제3기 이윤 r_1 으로부터 받게 되는 배당금의 합계는

$$\begin{aligned} & r_1 (f_1 + s_{12} f_2) [1 + s_{12} s_{21} + (s_{12} s_{21})^2 + (s_{12} s_{21})^3 + \dots] \\ &= r_1 (f_1 + s_{12} f_2) (1 - s_{12} s_{21})^{-1} \end{aligned} \quad (14)$$

이 된다. 기업 2의 제3기 이윤 $(r_2 - t)$ 로부터 창업주가 얻게 되는 배당금도 이와 같은 방식으로 계산되며, 결과적으로 창업주의 제3기 보수는 식 (13)의 제3행 및 제4행과 같게 된다. 시장금리는 전술한 바와 같이 영(0)으로 가정하므로 창업주의 총보수는 각 기의 보수에 대하여 별도의 할인 없이 단순히 합한 것으로 나타난다.

그러나 이 경우 $(1 - s_{12} s_{21})^{-1}$ 로 인해 s_{12} 와 s_{21} 의 최적치를 구하는 일과 그 이후의 분석이 지나치게 복잡해진다는 문제가 있다. 이에 따라 본 연구에서는 분석의 편의를 위해 상호출자기업 간 배당과정은 1회로 완료된다고 가정한다. 이는 배당과정과 관련된 수식에서 $(1 - s_{12} s_{21})^{-1} \approx 1$ 또는 $s_{12} s_{21} \approx 0$ 이라고 어림계산(Approximation)하는 것과 동일하다. 그러면 식 (13)의 총보수는 다음과 같이 단순화된다.

$$\begin{aligned} U_F &= (e_1 - i_1 + r_1 - e_2 s_{21}) f_1 - e_2 f_2 \\ &+ [e_2 - i_2 + r_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}] (f_2 + s_{21} f_1) + r_1 f_1 \\ &+ [r_1 (f_1 + s_{12} f_2) + (r_2 - b) (f_2 + s_{21} f_1)] \\ &+ b - c(b, k) \end{aligned} \quad (15)$$

한편, 창업주가 위와 같은 총보수를 얻기 위해 투입하는 총투입자금은 다음과 같다.

$$M_F = e_{1F} = e_1 f_1 \quad (16)$$

따라서 창업주의 총보수에서 총투입자금을 차감한 순보수는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} N_F = & (-i_1 + r_1 - e_2 s_{21}) f_1 - e_2 f_2 \\ & + [e_2 - i_2 + r_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}] (f_2 + s_{21} f_1) + r_1 f_1 \\ & + [r_1 (f_1 + s_{12} f_2) + (r_2 - b)(f_2 + s_{21} f_1)] \\ & + b - c(b, k) \end{aligned} \quad (17)$$

이와 같은 방식으로 외부주주 1의 총보수(U_{G1}), 총투입(M_{G1}) 및 순보수(N_{G1})를 구하면 각각 다음과 같다.

$$\begin{aligned} U_{G1} = & (e_1 - i_1 + r_1 - e_2 s_{21}) g_1 \\ & + r_1 g_1 + [e_2 - i_2 + r_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}] s_{21} g_1 + (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12} \\ & + r_1 g_1' + (r_2 - b) s_{21} g_1' \end{aligned} \quad (18)$$

$$M_{G1} = e_{1G1} = e_1 g_1 \quad (19)$$

$$\begin{aligned} N_{G1} = & U_{G1} - M_{G1} \\ = & (-i_1 + r_1 - e_2 s_{21}) g_1 \\ & + r_1 g_1 + [e_2 - i_2 + r_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}] s_{21} g_1 + (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12} \\ & + r_1 g_1' + (r_2 - b) s_{21} g_1' \end{aligned} \quad (20)$$

식 (18)에서 제1행은 제1기의 보수, 제2행은 제2기의 보수, 그리고 제3행은 제3기의 보수를 나타내며, $g_1 = 1 - f_1$, $g_1' = g_1 - s_{12}$ 를 의미한다.

마찬가지로 외부주주 2의 총보수(U_{G2}), 총투입(M_{G2}) 및 순보수(N_{G2})는 각각 다음과 같이 도출된다.¹⁴⁾

14) 만일 상호출자 기업 간 배당과정이 끊임없이 진행된다면 식 (14)에서와 같이 식 (16)의 제3행과 식 (17)의 제2행 앞에 $(1 - s_{12} s_{21})^{-1}$ 이 곱해져야 한다.

$$U_{G2} = [e_2 - i_2 + r_2 - (r_1 + r_2 s_{21})s_{12}]g_2 + [(r_2 - b) + r_1 s_{12}]g_2 \quad (21)$$

$$M_{G2} = e_2 g_2 = e_2 g_2 \quad (22)$$

$$N_{G2} = U_{G2} - M_{G2} = [-i_2 + r_2 - (r_1 + r_2 s_{21})s_{12}]g_2 + [(r_2 - b) + r_1 s_{12}]g_2 \quad (23)$$

식 (21)에서 제1행은 제2기 보수, 제2행은 제3기 보수이고, $g_2 = 1 - f_2 - s_{21}$ 이다.

이하에서는 이와 같은 보수식을 기초로 창업주가 어떤 환경에서 어떤 소유구조를 선택하는지를 분석한다. 만일 균형에서

(I) $f_1 > 0, f_2 > 0, s_{21} = 0, s_{12} = 0$ 이면 수평구조,

(II-1) $f_1 > 0, f_2 = 0, s_{21} > 0, s_{12} = 0$ 이면 수직구조,

(II-2) $f_1 > 0, f_2 = 0, s_{21} > 0, s_{12} > 0$ 이면 상호출자 있는 수직구조,

(III-1) $f_1 > 0, f_2 > 0, s_{21} > 0, s_{12} = 0$ 이거나 또는

(III-2) $f_1 > 0, f_2 > 0, s_{21} = 0, s_{12} > 0$ 이면 상호출자 없는 혼합구조,

(IV) $f_1 > 0, f_2 > 0, s_{21} > 0, s_{12} > 0$ 이면 상호출자 있는 혼합구조

가 형성되는 것이다(<그림 2> 참조). 이 중 수평구조를 제외한 나머지 소유구조를 통틀어 흔히 피라미드식 소유구조(pyramidal structure)라고 말한다.

본 연구에서는 균형을 도출하는 방법으로서 다기간 게임(multi-period game) 또는 다단계 게임(multi-stage game)의 분석에서 흔히 사용되는 후방귀납법(backward induction)을 사용한다. 즉, 마지막 기(제3기)에서의 균형을 먼저 도출하고, 이어 시간의 역순으로 제2기, 제1

기 및 제0기에서의 균형을 차례로 도출한다. 이때 제0기부터 제2기까지의 의사결정자(창업주)는 각각 그 다음 기에서의 균형이 어떻게 도출되는지를 정확하게 예상하여 해당 시기의 의사결정을 내린다.

1. 지배편익의 취득

전술한 바와 같이 제3기에서 창업자는 기업 2에 대해 충분한 지배권을 확보한 경우 기업 2로부터 $b(\geq 0)$ 만큼의 지배편익(benefits of control)을 취하고, 그 취득비용 $c(b, k)$ 를 부담한다.

균형 지배편익의 도출에 앞서 먼저 지배편익의 실체와 원천에 관해 간략히 살펴보자.¹⁵⁾ Harris and Raviv(1988), Aghion and Bolton(1992) 등의 관련문헌에서는 대주주가 기업을 지배함으로써 얻게 되는 정신적, 심리적 가치를 지배편익으로 보고 있다. 그러나 더욱 가시적이고 전통적인 지배편익의 예는 최고경영자에게 주어지는 특전이나 특권(perks 또는 perquisites)이 대표적이다. 넓고 쾌적한 사무실과 고급 승용차가 제공되고 유능한 수행비서의 보좌를 받으며 공식적인 급여 이외의 관공비나 활동비가 지급되는 것 등이 이에 포함된다.

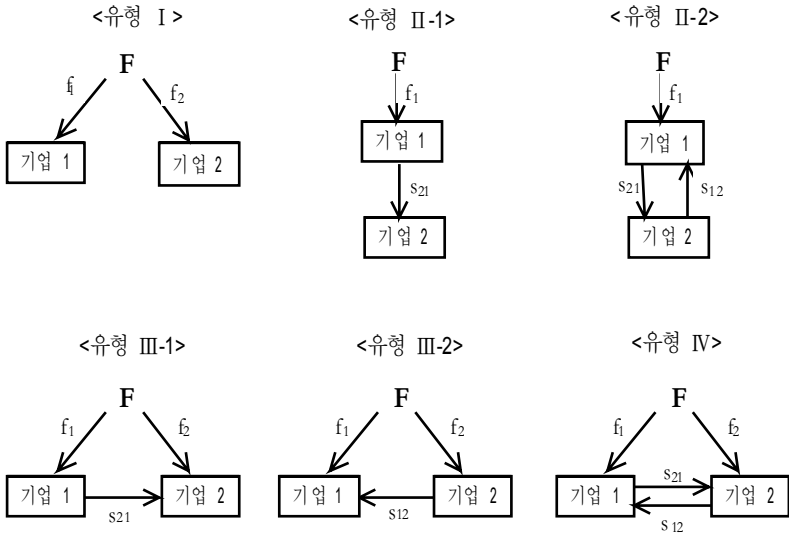
이 외에도 회사재산의 불법적인 유용·횡령·탈취 등도 지배편익의 한 예가 될 수 있다. 그러나 이와 같은 노골적이고 불법적인 지배편익의 취득은 매우 드문 예에 속한다.

합법적인 계열사 간 거래를 통해서도 지배편익의 취득이 이루어질 수 있다. 예컨대, 두 계열사 간의 거래가 불공정한 가격으로 이루어질 경우 한 계열사에서 다른 계열사로 부(富)가 이전되며, 이러한 방법으로 부를 이전받은 계열사에 대해 지배주주가 더 많은 지분을 소유하고 있다면 지배주주는 결국 계열사 간 거래를 통해 지배편익을 취득하는 셈이 된다. 그러나 계열사 간 거래에서 어떤 이자가

15) Dyck and Zingales(2004), Morck, Wolfenzon, and Yeung(2004) 참조.

격(transfer price)이 공정한 가격인지에 대해서는 경제학자들 사이에서도 합의가 이루어져 있지 않은 형편이다.

Ⅰ 그림 2. 소유구조의 유형



한편, 창업주 또는 지배주주가 한 회사를 지배하는 경우 항상 편익만 발생하는 것은 아니다. 지배주주는 회사를 지배함에 따라 많은 정신적, 심리적 부담을 느끼게 되고, 높은 리스크를 감당해야 하며, 사회적 감시와 견제도 받게 된다.

지배편익의 존재와 취득이 반드시 비효율적인 것은 아니라는 점에도 유의할 필요가 있다. 지배편익의 존재는 창업주나 지배주주 또는 최고경영자가 각각 창업, 회사지배, 경영권 획득 등을 위해 노력하도록 하는 유인으로 작용하며, 잠재적인 창업자 간의 창업경쟁, 잠재적인 지배주주 간의 지배권 경쟁, 잠재적인 최고경영자 간의 경영권 경쟁을 유발하여 효율성을 증진할 수 있다. 또한 지배편익의

취득이 효율성에 영향을 미치지 않는 경우도 있을 수 있는데, 이 경우 지배편익의 취득은 지배주주와 여타 주주 간의 분배문제로 귀착된다.

본 연구에서는 창업주나 지배주주가 지배편익을 취득할 때, 취득 비용을 부담하며, 그 비용은 창업주의 지배권(v_2), 지배편익의 크기(b) 및 법적·제도적 변수(k)의 함수로 가정하고 있다($c(v_2, b, k)$). 이는 창업주가 기업 2를 지배하지 못하는 상태에서 지배편익을 취하거나 또는 과도하게 지배편익을 취하는 경우 내부 반발, 사회적 지탄 및 법적 처벌을 받게 됨을 의미한다. 여기서 취득비용을 결정하는 변수 중의 하나인 법적·제도적 변수(k)는 투자자 및 소수주주 보호수준, 시장경쟁의 정도, 근로자의 감시와 압력, 도덕기준(moral norms), 여론의 압력 등을 포함한다.

앞으로 제2절 이후에는 시간의 역순에 따라 분석을 전개해 나갈 것인데, 구체적인 분석결과를 도출하기 위해서는 비용함수를 보다 구체화할 필요가 있다. 본 연구에서는 다음과 같은 비용함수를 가정한다.¹⁶⁾

$$c(v_2, b, k) = \begin{cases} 0 & \text{if } v_2 \geq \underline{v}_2 \text{ and } b \leq \bar{b}(k) \\ \infty & \text{otherwise} \end{cases} \quad (24)$$

단, $c(v_2, 0, k) = 0$ 이고, $d\bar{b}(k)/dk < 0$

16) Almeida and Wolfenzon(2006)도 이와 유사한 비용함수를 가정하고 있다. 다만, 차이점이 있다면 Almeida-Wolfenzon의 논문에서는 창업주가 차등의결권제도를 활용하여 항상 기업 1과 2에 대하여 충분한 지배권을 보유하고 있다고 가정하고 있기 때문에 비용함수에서 지배권과 관련된 조건이 없다. 반면 본 연구에서는 차등의결권제도를 도입하고 있지 않은 우리나라의 상황을 고려하여 창업주가 충분한 지배권을 보유한 경우에 한해 지배편익의 취득이 가능하다고 가정하고 있으며, 이를 반영하여 비용함수에 지배권 관련조건이 추가되어 있다.

여기서 v_2 는 기업 2에 대한 창업주의 지배권 또는 의결권(voting right)을 나타내고, \underline{v}_2 는 기업 2에 대한 충분한 지배권의 하한(lower bound)을 나타낸다. 따라서 창업자가 기업 2에 대하여 충분한 지배권을 보유하고 있고 일정수준($b(k)$) 이하의 지배편익을 취하는 경우 취득비용은 전혀 소요되지 않는다. 그러나 창업자가 기업 2에 대하여 충분한 지배권을 보유하지 않았거나 또는 일정수준을 초과하는 지배편익을 취하는 경우에는 무한대의 취득비용이 소요된다.

여기서 한 가지 유의할 것은 기업 2에 대한 창업주의 지배권(v_2)은 창업주가 기업 1을 지배하는 경우 자신의 기업 2에 대한 직접지분(f_2)과 기업 1의 기업 2에 대한 지분(s_{21})의 합으로 나타나지만, 창업주가 기업 1을 지배하지 못하는 경우 창업주의 기업 2에 대한 지배권은 자신의 직접지분에 한한다는 점이다. 즉,

$$v_2 = \begin{cases} f_2 + s_{21} & \text{if } v_1 \geq \underline{v}_1 \\ f_2 & \text{otherwise} \end{cases} \quad (25)$$

이제 식 (24)와 같은 비용함수를 전제로 균형 지배편익을 도출해 보자. 전술한 바와 같이 창업주는 자신의 순보수(식 (17))를 극대화하는 수준의 지배편익 b^* 를 결정한다. 따라서 b^* 는 다음과 같이 쓸 수 있다.

$$b^* = \operatorname{argmax}_b \{ (1 - f_2 - s_{21}f_1)b - c(v_2, b, k) \} \quad (26)$$

즉, 최적 지배편익 b^* 는 식 (26)의 중괄호 내부를 극대화하는 b 값이다. 여기서 $(f_2 + s_{21}f_1)$ 은 기업 2에 대한 창업주의 직접지분(f_2)과 기업 1을 통한 간접지분($s_{21}f_1$)을 합한 창업주의 총지분을 의미한다.

따라서 식 (24)와 같은 비용함수를 가정할 경우 그리고 창업자가 기업 2에 대하여 충분한 지배권을 보유한 경우 창업자는 ‘비용 없이 취득 가능한 지배편익의 상한’을 취하는 것이 최적이다. 단, 최적 지배편익은 제3기에서 기업 2가 벌어들이는 이윤 r_2 를 초과할 수 없다. 그러나 창업자가 기업 2에 대한 지배권을 확보하지 못한 경우 창업자는 지배편익을 전혀 취하지 않는 것이 최적이다.

이상의 내용을 정리하면 다음과 같다.

<정리 1> 창업주의 지배편익 취득비용이 식 (24)와 같다고 하자. 그러면 창업주의 순보수를 극대화하는 최적 지배편익은 식 (27)과 같다.

$$b^* = \begin{cases} \bar{b}(k) (< r_2) & \text{if } v_2 \geq v_2 \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases} \quad (27)$$

<증명> 생략.

위 결과는 식 (24) 및 (26)과 결합하여 다음의 두 가지 사항을 지적해 준다. 첫째, 기업 2에 대한 창업주의 총지분($f_2 + s_{21}f_1$)이 증가할 수록 창업주가 지배편익으로부터 얻는 실익($(1 - f_2 - s_{21}f_1)b$)이 감소한다(식 (26) 참조). 둘째, 창업주가 비용 없이 취득 가능한 지배편익의 상한($\bar{b}(k)$)은 투자자 보호수준, 시장경쟁의 정도 등 법적·제도적 환경(k)이 개선될수록 감소한다(식 (24) 참조).

2. 기업 2의 기업 1에 대한 출자(상호출자)

제2기에서 창업주는 자신의 순보수를 극대화하기 위해 ‘기업 1에 대한 기업 2의 출자지분율’을 결정한다. 만일 전기(제1기)에서 기업 1이 이미 기업 2에 출자를 했다면 기업 1에 대한 기업 2의 출자는 공정거래법상의 ‘상호출자(cross-shareholding)’에 해당한다.¹⁷⁾

분석의 편의를 위해 출자에 소요되는 비용은 없다고 가정한다. 그러면 창업주의 최적화 문제는 다음과 같다.¹⁸⁾

$$\max_{s_{12}} N_F \quad \text{단, } b = b^* \quad (28)$$

따라서 최적 상호출자지분율은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$s_{12}^* = \text{argmax}_{s_{12}} \{r_1 s_{12} f_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12} (f_2 + s_{21} f_1) + b^* (1 - f_2 - s_{21} f_1)\} \quad (29)$$

식 (29)에서 중괄호 내부의 첫째 항은 상호출자에 따른 간접배당 수입, 둘째 항은 상호출자로 인한 총배당 손실, 셋째 항은 지배편익 취득에 따른 실익을 의미한다. 만일 창업주가 상호출자를 통해 지배권을 확보하여 양의 지배편익을 취한다면 중괄호 내의 첫째 항과 셋째 항의 합이 상호출자에 따른 총편익이 되고, 둘째 항은 상호출자로

17) 만일 제1기에서 기업 1이 기업 2에 출자하지 않았다면($s_{21} = 0$), 기업 2의 기업 1에 대한 출자는 엄밀히 말해 ‘상호출자’에 해당하지 않으나 여기서는 편의상 이러한 경우도 상호출자라 부르기로 한다.

18) 엄밀하게는 식 (28)의 최적화 문제에 $0 \leq s_{12} < 1$ 이라는 제약조건이 추가되어야 하나, 여기서는 편의상 이의 표기를 생략한다. 이후 f_2, s_{21}, f_1 을 구하는 최적화 문제의 경우에도 동일하다.

인한 총비용이 된다. 따라서 식 (29)는 창업주가 상호출자에 따른 순편익을 극대화하도록 상호출자지분율을 결정한다는 것을 말해준다.

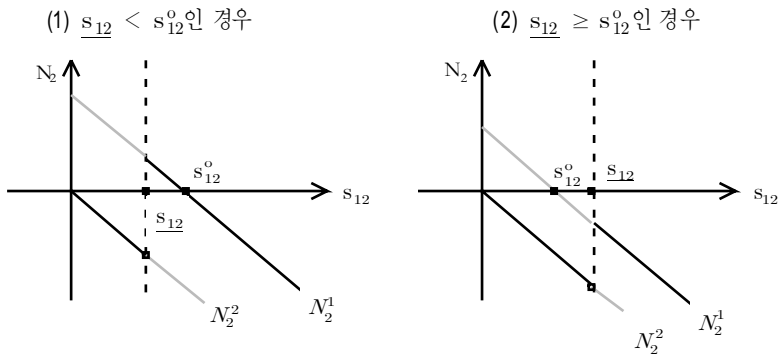
여기서 $f_2 < \underline{v}_2$ 이고 $f_1 < \underline{v}_1$ 이라고 가정해 보자.¹⁹⁾ 즉, 창업주는 자신의 직접지분만으로는 기업 1과 2를 지배할 수 없다고 하자. 그러면 창업주가 기업 2에 대해 지배권을 확보하여 지배편익을 취득하기 위해서는 $v_2 = f_2 + s_{21}$ 이어야 하고(식 (25) 참조), 이를 위해서는 f_1 이 주어져 있을 때 기업 2의 기업 1에 대한 지분(s_{12})이 지배권 확보에 필요한 최소지분율($s_{12}(f_1)$, 이하 최소필요 상호출자지분율)보다 크거나 같아야 한다. 즉, $s_{12} \geq s_{12}(f_1)$ 이 성립해야 한다.

따라서 식 (29)의 중괄호 내부를 N_2 라고 하면, 이는 식 (30)과 같이 표현할 수 있으며, 이를 그림으로 나타낸 것이 <그림 3>이다.

$$N_2 = \begin{cases} N_2^1 = -s_{12}[r_2 s_{21}(f_2 + s_{21}f_1) + r_1 s_{21}f_1] + \bar{b}(1 - f_2 - s_{21}f_1) & \text{if } A \\ N_2^2 = -s_{12}[r_2 s_{21}(f_2 + s_{21}f_1) + r_1 s_{21}f_1] & \text{otherwise} \end{cases} \quad (30)$$

단, 위 식에서 조건 A는 " $f_2 + s_{21} \geq \underline{v}_2$ and $s_{12} \geq s_{12}(f_1)$ "을 말한다.

| 그림 3. 상호출자지분율과 창업주의 보수



19) 이 가정을 완화했을 경우 발생하는 효과에 대해서는 제V장 참조.

식 (30)과 <그림 3>에서 보듯이 어떤 경우에서든 상호출자가 증가함에 따라 창업주의 보수는 감소한다. 그러나 상호출자지분율이 최소필요 상호출자지분율(\underline{s}_{12})에 이르게 되면 지배편익의 취득으로 인해 창업주의 보수식은 Λ_2^2 에서 Λ_2^1 으로 상향이동하게 된다. 다만, $\underline{s}_{12} \geq s_{12}^0$ 인 경우에는 상호출자지분율이 최소필요 상호출자지분율에 도달해도 상호출자가 전혀 없을 때보다 창업주의 보수가 낮으나, 그 반대의 경우($\underline{s}_{12} < s_{12}^0$)에는 상호출자지분율이 최소필요 상호출자지분율에 도달하면 창업주의 보수가 극대화된다. 여기서 한 가지 유의할 점은 식 (30)에서 보듯이 $s_{21} = 0$ 인 경우 창업주의 보수는 상호출자지분율과 무관하게 된다. 그러므로 제2기에서 창업주가 선택하는 최적 상호출자지분율은 다음과 같이 정리된다.

<정리 2> $f_2 < \underline{v}_2$ 이고 $f_1 < \underline{v}_1$ 이라고 하자. 또한 \overline{s}_{12} 와 $\underline{s}_{12}(f_1)$ 을 각각 ‘취득가능 최대상호출자지분율’, ‘최소필요 상호출자지분율’이라고 하자. 그러면 창업주의 최적 상호출자지분율은 다음과 같다.

$$s_{12}^* = \begin{cases} \underline{s}_{12}(f_1) & \text{if } f_2 + s_{21} \geq \underline{v}_2, \overline{s}_{12} \geq \underline{s}_{12}(f_1), \text{ and } \underline{s}_{12}(f_1) < s_{12}^0 \\ 0 & \text{otherwise } (s_{21} \neq 0) \\ s_{12} \in [0, \overline{s}_{12}] & \text{if } s_{21} = 0 \end{cases} \quad (31)$$

여기서 $s_{12}^0 = \frac{\bar{b}(1-f_2-s_{21}f_1)}{r_2s_{21}(f_2+s_{21}f_1)+r_1s_{21}f_1}$ 은 식 (30)의 Λ_2^1 의 값을 영(0)으로 만드는 s_{12} 의 값을 말한다.

<증명> 생략.

<정리 2>가 의미하는 바를 말로 풀어 설명하면 다음과 같다.

첫째, (i) 기업 2에 대한 창업주의 직접지분과 기업 1의 지분의 합이 기업 2를 지배하는 데 필요한 최소지분율(v_2)보다 같거나 크고, (ii) '취득가능 최대상호출자지분율($\overline{s_{12}}$)'이 '최소필요 상호출자지분율($s_{12}(f_1)$)'보다 작지 않으며, (iii) 상호출자를 하는 것이 창업주의 보수증대에 기여할 수 있는 경우($s_{12} < s_{12}^*$), 창업주의 보수를 극대화하는 최적 상호출자지분율은 '최소필요 상호출자지분율'이다.

둘째, 상기 세 가지 조건 중 어느 하나라도 성립하지 않고 또한 기업 1이 이미 기업 2에 출자한 경우($s_{21} \neq 0$), 창업주의 입장에서는 기업 2가 기업 1에 상호출자를 전혀 하지 않는 것이 최적이다.

셋째, 만일 기업 1이 기업 2에 출자하지 않았다면($s_{21} = 0$), 기업 2가 기업 1에 출자를 하든 안 하든 또는 얼마를 출자하든 창업주에게는 아무런 상관이 없다.

참고로, 위의 <정리 2>를 <정리 1>과 결합하면, 위의 첫 번째 경우에는 최적 지배편익이 '비용 없이 취득 가능한 지배편익의 상한'($b^* = \bar{b}$)이 되고, 두 번째와 세 번째 경우에는 최적 지배편익이 영($b^* = 0$)이 된다.

이상과 같은 결과는 상호출자가 무조건 창업주 또는 지배주주에게 이익이 되는 것이 아니고, '최소필요 상호출자지분율' 미만의 출자는 오히려 출자하지 않은 것만 못하며, 동 출자지분율을 초과하여 출자하는 경우 상호출자는 창업주 또는 지배주주의 순보수를 감소케 한다는 점을 보여준다. 또한 이들 분석결과는 상호출자가 창업주 또는 지배주주의 그룹 지배권 확보와 밀접한 관련이 있음을 시사한다.²⁰⁾

20) 제V장에서는 상호출자가 지배권 확보 외에도 자기자본 및 투자 증대와도 관련이 있음을 보여준다.

3. 기업 2의 설립과 계열사 출자

제1기에서 창업주는 기업 2를 설립하고 자신의 순보수를 극대화하는 기업 2에 대한 자신의 직접지분율과 기업 1의 출자지분율을 결정한다.²¹⁾

(1) 기업 2에 대한 직접지분율

제1기에서 창업주는 다음과 같은 최적화 문제에 직면하게 된다.

$$\begin{aligned} & \max_{f_2, s_{21}} N_F \\ & \text{단, (i) } e_2 f_2 \leq (r_1 - e_2 s_{21}) f_1 \\ & \quad \text{(ii) } b = b^* \\ & \quad \text{(iii) } s_{12} = s_{12}^* \end{aligned} \tag{32}$$

여기서 제약조건 (i)은 기업 2에 대한 창업주의 출자액($e_2 f_2$)이 기업 1로부터 창업주가 받은 배당수입($(r_1 - e_2 s_{21}) f_1$)을 초과하지 못한다는 예산제약을 의미하며, b^* 와 s_{12}^* 는 각각 식 (27)과 (31)에 제시된 것과 같다. 제약조건 (i)로부터 기업 2에 대한 창업주의 '취득가능 최

21) 창업주가 기업 1을 지배할 수 있는 직접 및 간접 지분을 실제로 보유하고 있는지 여부에 관계없이 제1기에서 창업주는 창업주로서의 리더십을 발휘하여 기업 2에 대한 기업 1의 출자지분율을 결정할 수 있다고 암묵적으로 가정한다. 그러나 제2기 말에 이르러서도 창업주가 기업 1을 지배하지 못하게 되는 경우 창업주는 제3기에서 지배편익을 취하지 못하게 된다.

대직접지분율'은 다음과 같이 구해진다.

$$\bar{f}_2 = \frac{r_1 f_1}{e_2} - s_{21} f_1 \quad (33)$$

이제 제III장에서 설명한 바와 같이 '先출자 後배당'의 가정하에 먼저 s_{21} 이 결정되었다고 하자. 그러면 기업 2에 대한 창업주의 최적 직접지분율은 식 (32)의 제약조건하에서 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$f_2^* = \operatorname{argmax}_{f_2} \{[-i_2 + 2r_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}^*] f_2 + r_1 s_{12}^* f_2 + b^* (1 - f_2 - s_{21} f_1)\} \quad (34)$$

식 (34)에서 중괄호 내부의 첫째 항은 창업주가 기업 2로부터 '직접' 얻게 되는 주식순편익(주식총편익에서 투입자금($e_2 f_2$)을 제외한 편익), 둘째 항은 상호출자에 따른 간접배당수입, 셋째 항은 지배편익의 실익을 나타낸다.

식 (34)의 중괄호 내부를 N_3 라고 하면, 이는 식 (35)와 같이 표현할 수 있다.

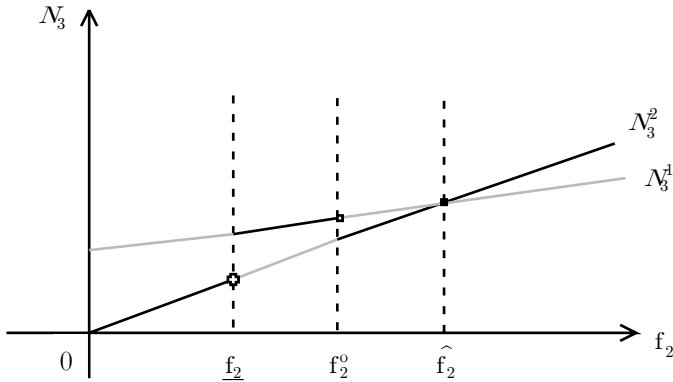
$$N_3 = \begin{cases} N_3^1 = (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} \underline{s}_{12} - \bar{b}) f_2 + \bar{b} (1 - s_{21} f_1) & \text{if } B \\ N_3^2 = (-i_2 + 2r_2) f_2 & \text{otherwise} \end{cases} \quad (35)$$

위 식에서 조건 B는 ' $\underline{f}_2(s_{21}) \leq f_2 < \bar{f}_2$ '을 말한다. 이 중 ' $\underline{f}_2(s_{21}) \leq f_2$ '는 식 (31)의 조건 $f_2 + s_{21} \geq v_2$ 로부터 구해진 것이며, $\underline{f}_2(s_{21}) = v_2 - s_{21}$ 은 s_{21} 이 주어져 있을 때 창업주가 기업 2에 대한 지배권을 확보하기 위해 필요한 '최소필요 직접지분율'을 의미한다. 또한 ' $f_2 < \bar{f}_2$ '은 식 (31)의 조건 $\underline{s}_{12}(f_1) < s_{12}^*$ 을 f_2 에 관해 정리하여 도출된 것인데, \bar{f}_2 의

값은 구체적으로 다음과 같다.

$$f_2^\circ = \frac{\bar{b}(1-s_{21}f_1) - \underline{s}_{12}(r_1+r_2s_{21})s_{21}f_1}{\underline{s}_{12}r_2s_{21} + \bar{b}} \quad (36)$$

그림 4. 창업주의 기업 2에 대한 직접지분율과 보수



분석의 편의를 위해 $(-i_2 + 2r_2 - r_2s_{21}\underline{s}_{12} - \bar{b}) > 0$ 이고, $f_2^\circ > \underline{f}_2$ 라고 가정하자. 그러면 창업주의 보수식 (35)는 <그림 4>와 같이 나타낼 수 있다. <그림 4>에서 보듯이 창업주의 ‘취득가능 최대직접지분율(\hat{f}_2)’이 어느 구간에 위치하든 상관없이 창업주는 최대한 높은 지분율을 보유하는 것이 최적이다. 따라서 <정리 3>과 같은 결과를 얻게 된다.

<정리 3> $(-i_2 + 2r_2 - r_2s_{21}\underline{s}_{12} - \bar{b}) > 0$ 이고, $f_2^\circ > \underline{f}_2$ 이며, $\bar{f}_2 < \hat{f}_2$ 이라고 하자. 그러면 기업 2에 대한 창업주의 최적 직접지분율은 다음과 같다.

$$f_2^* = \bar{f}_2 \quad (= \frac{r_1 f_1}{e_2} - s_{21} f_1) \quad (37)$$

여기서 \underline{f}_2 와 f_2° 은 각각 식 (35)의 조건 B와 식 (36)에서 제시된 것과 같다.

<증명> 생략.

<정리 3>을 <정리 1> 및 <정리 2>와 연결하여 생각하면, 지금까지의 결과는 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 기업 2에 대한 창업주의 ‘취득가능 최대직접지분율’이 ‘최소필요 직접지분율’보다 작으면(즉, $\bar{f}_2 < f_2^\circ$ 이면), 창업주는 기업 2에 대한 지배권을 확보할 수 없고, 따라서 자신의 보수를 줄이면서까지 상호출자를 행할 유인이 없으며(즉, $s_{21} \neq 0$ 이면 $s_{12}^* = 0$ 이고, $s_{21} = 0$ 이면 $s_{12}^* = s_{12} \in [0, \bar{s}_{12}]$), 지배편익도 취하지 않는 것이 최적이다($b^* = 0$). 둘째, 이와는 반대로 기업 2에 대한 창업주의 ‘취득가능 최대직접지분율’이 ‘최소필요 직접지분율’보다 크거나 같으면(즉, $\underline{f}_2 \leq \bar{f}_2 (< f_2^\circ)$ 이면), 창업주는 ‘최소필요 상호출자지분율’까지 상호출자를 함으로써 기업 1과 기업 2를 모두 지배하고, 지배편익을 취하는 것이 최적이다($b^* = \bar{b}$).

(2) 계열사 출자지분율

이제 창업주의 순보수를 극대화하는 최적 계열사 출자지분율(s_{21}^*)을 도출해 보자. 이 단계에서 창업주가 직면하는 최적화 문제는 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
& \max_{s_{21}} N_F \\
& \text{단, (i) } e_2 s_{21} \leq r_1 \\
& \quad \text{(ii) } b = b^* \\
& \quad \text{(iii) } s_{12} = s_{12}^* \\
& \quad \text{(iv) } f_2 = f_2^* (= \overline{f_2})
\end{aligned} \tag{38}$$

여기서 제약조건 (i)은 기업 2에 대한 기업 1의 출자액($e_2 s_{21}$)이 기업 1의 제1기 이윤(r_1)을 초과하지 못한다는 것을 의미하며, b^* , s_{12}^* , 및 f_2^* 는 각각 식 (27), (31), (37)에 제시된 것과 같다. 제약조건 (i)로부터 기업 1의 ‘취득가능 최대 계열사 출자지분율’이 다음과 같이 구해진다.²²⁾

$$\overline{s_{21}} = \frac{r_1}{e_2} \tag{39}$$

식 (38)의 제약조건하에서 기업 1의 최적 계열사 출자지분율은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned}
s_{21}^* = \operatorname{argmax}_{s_{21}} & \left\{ \begin{aligned} & [-i_2 + 2r_2 - (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12}^*] (f_2^* + s_{21} f_1) + r_1 s_{12}^* f_2^* \\ & + b^* (1 - f_2^* - s_{21} f_1) \end{aligned} \right\}
\end{aligned} \tag{40}$$

식 (40)에서 중괄호 내부의 첫째 항은 창업주가 기업 2로부터 ‘직접 및 기업 1을 통해 간접적으로’ 얻게 되는 주식순편익이고, 둘째 항과 셋째 항은 전술한 바와 같이 각각 상호출자에 따른 간접배당수입과 지배편익의 실익을 나타낸다.

식 (40)의 중괄호 내부를 N_4 라고 하면, 이는 식 (41)과 같이 표현할 수 있다.

22) 암묵적으로 (r_1/e_2) 는 1보다 작다고 가정한다. 즉, $r_1 < e_2$.

$$N_4 = \begin{cases} N_4^1 = [(-i_2 + 2r_2) \frac{r_1 f_1}{e_2} + \bar{b}(1 - \frac{r_1 f_1}{e_2})] - (s_{12} r_1 f_1) (1 + \frac{r_2}{e_2}) s_{21} & \text{if } s_{21} \geq \hat{s}_{21} \\ N_4^2 = (-i_2 + 2r_2) \frac{r_1 f_1}{e_2} & \text{otherwise} \end{cases} \quad (41)$$

단, 위 식에서 \hat{s}_{21} 은 다음과 같다.

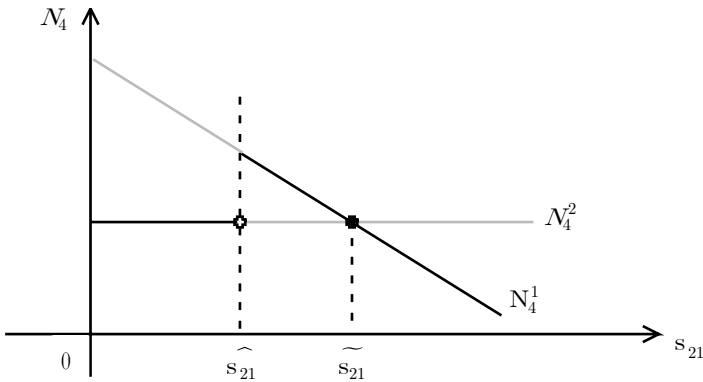
$$\hat{s}_{21} = \frac{v_2 - (r_1 f_1 / e_2)}{1 - f_1} \quad (42)$$

식 (41)에서 N_4^1 과 N_4^2 를 같게 하는 s_{21} 을 \tilde{s}_{21} 이라 하자. 즉,

$$N_4^1(\tilde{s}_{21}) = N_4^2 \Leftrightarrow \tilde{s}_{21} = \frac{\bar{b}[1 - (r_1 f_1 / e_2)]}{s_{12} r_1 f_1 [1 + (r_2 / e_2)]} \quad (43)$$

또한 분석의 편의를 위해 $\tilde{s}_{21} > \hat{s}_{21}$ 이라 가정하자. 그러면, 식 (41)은 <그림 5>와 같이 나타낼 수 있다.

| 그림 5. 계열사 출자지분율과 창업주의 보수



<그림 5>에서 보듯이 ‘취득가능 최대계열사 출자지분율($\overline{s_{21}}$)’이 $\widehat{s_{21}}$ 보다 같거나 크면(즉, $\overline{s_{21}} \geq \widehat{s_{21}} \Rightarrow (r_1/e_2) \geq v_2$ 이면), 창업주의 보수를 극대화하는 최적 계열사 출자지분율은 $\widehat{s_{21}}$ 이 되고, 반대로 $\overline{s_{21}} < \widehat{s_{21}} (\Rightarrow (r_1/e_2) < v_2)$ 이면, 최적 계열사 출자지분율은 영(0)과 $\overline{s_{21}}$ 사이의 임의의 값이 된다. 이를 정리하면 <정리 4>와 같다.

<정리 4> $\widetilde{s_{21}} > \widehat{s_{21}}$ 이라 하자. 그러면, 기업 1의 기업 2에 대한 최적 계열사 출자지분율은 다음과 같다.

$$s_{21}^* = \begin{cases} \widehat{s_{21}} & \text{if } (r_1/e_2) \geq v_2 \\ s_{21} \in [0, \overline{s_{21}}] & \text{otherwise} \end{cases} \quad (44)$$

여기서 $\widehat{s_{21}}$, $\widetilde{s_{21}}$ 및 $\overline{s_{21}}$ 은 각각 식 (42), (43), (39)에 제시된 것과 같다.

<증명> 생략.

<정리 4>를 그 이전의 정리들과 결합하면, 그 결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 기업 1의 제1기 이윤을 모두 기업 2에 출자할 경우 그 지분율이 기업 2를 지배하는 데 충분하면, 기업 1이 기업 2에 대하여 $\widehat{s_{21}}$ 만큼의 지분율을 보유하는 것이 창업주의 입장에서 최적이고, 창업주는 기업 1로부터 받은 배당수의 전부를 기업 2에 출자하여 가능한 한 높은 직접지분율($\overline{f_2}$)을 보유하는 것이 최선이다.²³⁾ 제2기에서 기업 2의 이윤을 모두 기업 1에 상호출자하여 ‘최소필요 상호

23) $\widehat{s_{21}} + \overline{f_2} = v_2$ 임에 유의.

출자지분율' 이상을 취득할 수 있다면, 창업주는 기업 2로 하여금 기업 1에 '최소필요 상호출자비율(s_{12})'까지 출자하도록 함으로써 기업 1을 지배하고 이를 통해 기업 2에 대한 지배권을 확보하여 '비용 없이 취득가능한 최대의 지배편익(\bar{b})'을 취하는 것이 최적이다.

둘째, 기업 1이 제1기 이윤을 모두 기업 2에 출자할 경우 그 지분율이 기업 2를 지배하는 데 충분하다 하더라도 제2기에서 기업 2의 '취득가능 최대상호출자지분율'이 기업 1을 지배하는 데 필요한 '최소필요 상호출자지분율'에 미치지 못하면($\overline{s_{12}} < s_{22}$), 기업 2가 기업 1에 얼마를 상호출자하든 창업주에게는 상관이 없고($s_{12}^* = s_{12} \in [0, \overline{s_{12}}]$), 지배편익도 취하지 않는 것이 최선이다($b^* = 0$).

셋째, 만일 기업 1이 제1기 이윤 전부를 기업 2에 출자해도 기업 2를 지배할 수 없다면($(r_1/e_2) < v_2$), 기업 1이 기업 2에 얼마를 출자하든 창업주에게는 상관이 없으며($s_{21}^* = s_{21} \in [0, \overline{s_{21}}]$), 창업주는 그럼에도 기업 1로부터 받은 배당금의 전부를 기업 2에 출자하고(\bar{f}_2) 지배편익을 취하지 않는 것이 최선이다($b^* = 0$).

넷째, 바로 앞의 세 번째 경우에서 기업 1이 기업 2에 조금이라도 출자한다면($s_{21}^* > 0$) 기업 2는 기업 1에 전혀 상호출자를 하지 않는 것이 창업주에게 최적이고($s_{12}^* = 0$), 반대로 기업 1이 기업 2에 전혀 출자하지 않는다면($s_{21}^* = 0$) 기업 2는 기업 1에 얼마를 상호출자하든 창업주에게는 상관이 없다($s_{12}^* = s_{12} \in [0, \overline{s_{12}}]$).

이상과 같은 결과를 전체적으로 놓고 보면, 제1기에서 기업 1의 이윤(r_1)이 충분히 커서 기업 2에 대하여 \hat{s}_{21} 의 지분율을 보유하는 것과 제2기에서 기업 2의 이윤(r_2)이 충분히 커서 기업 1에 대하여 '최소필요 상호출자지분율(s_{12})'을 보유하는 것이 창업주의 지배편익

취득에 관건이 됨을 알 수 있다.²⁴⁾ 이는 역으로 말하면 창업주 또는 지배주주가 지배편익을 취하기 위해 먼저 기업 1과 기업 2의 성과를 최대한 증대할 유인이 있음을 시사하며, 또한 지배편익의 존재가 효율성을 증대하는 요인으로 작용할 수 있음을 시사한다.

24) 기업 1과 기업 2의 이윤이 충분히 크지 않더라도 외부금융시장이 잘 발달되어 있다면 기업 1과 2는 외부금융시장으로부터 자금을 조달하여 상대기업의 지배권 확보에 필요한 지분율을 보유할 수도 있을 것이다. 그러나 외부금융시장이 잘 발달되어 있지 않거나 부채비율규제 등이 존재한다면 기업 1과 2는 결국 자신의 이윤으로부터 필요자금을 조달할 수밖에 없다. 이 경우에도 만일 계열사 간 상호출자가 금지된다면 기업 1 또는 2는 상대기업에 출자할 수 없게 되어 창업주는 지배편익을 취할 수 없게 된다. 이 경우 창업주가 기업 1과 2의 성과를 증대할 유인이 감소될 수 있다.

4. 기업 1의 설립과 창업주의 출자지분율

제0기에서 창업주는 기업 1을 설립할지 여부를 결정하고, 기업 1을 설립하기로 한 경우 창업주는 자신의 순보수를 극대화하는 ‘기업 1에 대한 자신의 직접지분율’을 결정한다.

우선 창업주가 기업 1을 설립하기로 했다고 하자. 그러면 창업주가 직면하는 최적화 문제는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} & \max_{f_1} N_F \\ & \text{단, (i) } b = b^* \\ & \quad \text{(ii) } s_{12} = s_{12}^* \\ & \quad \text{(iii) } f_2 = f_2^* (= \bar{f}_2) \\ & \quad \text{(iv) } s_{21} = s_{21}^* \end{aligned} \tag{45}$$

여기서 b^* , s_{12}^* , f_2^* 및 s_{21}^* 는 각각 식 (27), (31), (37), (44)에 제시된 것과 같다.

식 (45)의 제약조건하에서 창업주의 기업 1에 대한 최적 출자지분율은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$f_1^* = \operatorname{argmax}_{f_1} N_5 \equiv N_F(f_1, s_{21}^*, f_2^*, s_{12}^*, b^*) \tag{46}$$

여기서 $N_F(\cdot)$ 의 함수형태는 식 (17)과 같다.

그런데 앞에서 도출한 4개의 정리를 종합하면 다음과 같은 결과가 얻어진다.

$$(s_{21}^*, f_2^*, s_{12}^*, b^*) = \begin{cases} (\widehat{s}_{21}, \overline{f_2}, \underline{s}_{12}, \overline{b}) & \text{if } (r_1/e_2) \geq v_2 \\ (s_{21} \in (0, \overline{s}_{21}], \overline{f_2}, 0, 0) & \text{if } (r_1/e_2) < \underline{v_2} \text{ and } s_{21}^* \neq 0 \\ (0, \overline{f_2}, s_{12} \in (0, \overline{s}_{12}), 0) & \text{if } (r_1/e_2) < \underline{v_2} \text{ and } s_{21}^* = 0 \end{cases} \quad (47)$$

여기에 $\widehat{s}_{21} = \underline{v_2} - \overline{f_2}$ 와 $\overline{f_2} + \widehat{s}_{21}f_1 = \frac{r_1 f_1}{e_2}$ 을 이용하면, N_5 는 식 (48)

과 같이 표현할 수 있다.

$$N_5 = \begin{cases} N_5^1 = (-i_1 + 3r_1 - r_1 \underline{s}_{12} \widehat{s}_{21})f_1 \\ \quad + (-i_2 + 2r_2 - r_2 \widehat{s}_{21} \underline{s}_{12} - \overline{b})\left(\frac{r_1}{e_2}\right)f_1 + \overline{b} & \text{if } (r_1/e_2) \geq v_2 \\ N_5^2 = [(-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)\left(\frac{r_1}{e_2}\right)]f_1 & \text{otherwise} \end{cases} \quad (48)$$

식 (48)에서 보듯이 창업주의 보수식을 결정하는 부대조건은 선택 변수인 f_1 과 관계없이 외생적으로 주어진다. 따라서 지금까지와는 달리 N_5^1 과 N_5^2 를 분리하여 각각에 대해 f_1 의 최적치를 구해야 한다.

먼저 N_5^1 을 보자. 이의 세로축 절편은 \overline{b} 로서 양(+)이다. 다음으로 N_5^1 의 f_1 축에 대한 기울기를 살펴보기 위해 주요 독립변수의 최적치와 f_1 간의 관계, 그리고 이들 최적치의 f_1 에 관한 편도함수를 구하면 다음과 같다.

$$\begin{cases} \widehat{s}_{21} = \underline{v_2} - \overline{f_2} \\ \overline{f_2} = f_1(1-f_1)^{-1}(r_1/e_2 - v_2) \\ \underline{s}_{12} = v_1 - f_1 \\ \overline{f_2} + \widehat{s}_{21}f_1 = r_1 f_1 / e_2 \end{cases} \Rightarrow \begin{cases} \partial \widehat{s}_{21} / \partial f_1 = -\partial \overline{f_2} / \partial f_1 \\ \partial \overline{f_2} / \partial f_1 = -(r_1/e_2 - v_2)(1-f_1)^{-2} \\ \partial \underline{s}_{12} / \partial f_1 = -1 \\ \partial (\overline{f_2} + \widehat{s}_{21}f_1) / \partial f_1 = r_1/e_2 \end{cases} \quad (49)$$

따라서 $\partial N_5^1 / \partial f_1$ 은 다음과 같이 구해진다.

$$\begin{aligned} \partial N_5^1 / \partial f_1 = & (-i_1 + 3r_1 - r_1 \underline{s}_{12} \widehat{s}_{21}) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 \widehat{s}_{21} \underline{s}_{12} - \overline{b})(r_1/e_2) \\ & + [\widehat{s}_{21} + \underline{s}_{12}(r_1/e_2 - v_2)(1-f_1)^{-2}](1+r_2/e_2)r_1 f_1 \end{aligned} \quad (50)$$

여기서 분석의 편의를 위해 $(-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} \widehat{s_{21}}) \geq 0$ 이라고 가정하자. 그러면, $\partial \Lambda_5^1 / \partial f_1 \geq 0$ 이 성립한다. 따라서 $(r_1/e_2) \geq \underline{v}_2$ 인 경우, 창업주가 자신의 순보수를 극대화하기 위해서는 가능한 한 많은 지분을 출자해야 한다. 즉, $f_1^* = \overline{f_1}$ 이 성립한다.

다음으로 Λ_5^2 를 보자. 이는 식 (48)에서 보듯이 세로축 절편이 영(0)인 f_1 의 일차식이다. 또한 그 기울기는 <정리 3>의 가정 $(-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b}) > 0$ 과 본 소절의 가정 $(-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} \widehat{s_{21}}) \geq 0$ 에 의해 양(+)이다. 따라서 $(r_1/e_2) < \underline{v}_2$ 인 경우에도 창업주는 가능한 한 많은 지분을 보유하는 것이 최적이다.

그러므로 우리는 다음과 같은 결과를 얻는다.

<정리 5> $(-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} \widehat{s_{21}}) \geq 0$ 이라고 하자. 그러면 창업주의 순보수를 극대화하는 ‘기업 1에 대한 창업주의 최적 직접출자지분율’은 다음과 같다.

$$f_1^* = \overline{f_1} \quad (51)$$

<증명> 생략.

식 (51)은 두 가지 의미를 가지고 있다. 하나는 앞에서 설명한 바와 같이 창업주가 조달 가능한 모든 창업자금을 기업 1의 설립에 투입한다는 것이고, 또 다른 하나는 기업 1의 자기자본(e_1) 규모를 최소필요투자(i_1) 규모와 일치하게 한다는 것이다. 두 번째 의미를 확인하기 위해 식 (11)을 상기해 보자. 이로부터 다음이 얻어진다.

$$f_1 = \frac{e_{1F}}{e_1} \quad (11)'$$

이 식에서 e_{1F} 는 창업주가 조달한 창업자금이다. 이 자금의 규모가 정해져 있을 때 창업주가 자신의 직접지분율(f_1)을 가능한 한 크게 하는 방법은 기업 1의 자기자본 규모를 최소화하는 것이다. 그런데 기업 1은 제III장에서 언급했듯이 최소투자 규모 i_1 의 투자를 필요로 하기 때문에 창업주는 결국 기업 1의 자기자본(e_1) 규모를 최소필요투자(i_1) 규모와 일치하게 함으로써 자신의 직접지분율을 극대화할 수 있는 것이다.²⁵⁾

25) 식 (51)이 갖는 두 가지 의미는 식 (37)($f_2^* = \bar{f}_2$)의 경우에도 동일하게 적용된다. 즉, 창업주가 기업 2에 대하여 가능한 한 높은 직접지분율을 보유하기 위해서는 첫째, 기업 1로부터 받은 배당금을 모두 기업 2에 출자하고, 둘째, 기업 2의 자기자본(e_2) 규모를 기업 2의 최소필요투자(i_2) 규모와 일치하게 해야 한다.

5. 결과 종합

(1) 시기별 최적선택

지금까지 시간의 역순으로 분석한 결과를 시간 순으로 종합하면 <표 1>과 같으며, 각 시기의 부대조건에 대응한 여러 가지 경우를 흐름도(flow-chart)로 작성하면 <그림 6>과 같다.

표 1. 시기별 최적선택

시기	최적선택
제0기	$f_1^* = \bar{f}_1$
제1기	$s_{21}^* = \begin{cases} \widehat{s}_{21} = (1 - \bar{f}_1)^{-1} (\underline{v}_2 - r_1 \bar{f}_1 / e_2) & \text{if } (r_1 / e_2) \geq \underline{v}_2 \\ s_{21} \in [0, \bar{s}_{21}] & \text{otherwise} \end{cases}$ $f_2^* = \bar{f}_2 = (r_1 / e_2 - s_{21}^*) \bar{f}_1$
제2기	$s_{12}^* = \begin{cases} \underline{s}_{12} = \underline{v}_1 - \bar{f}_1 & \text{if } \bar{f}_2 + s_{21}^* \geq \underline{v}_2, \bar{s}_{12} \geq \underline{s}_{12}, \text{ and } \underline{s}_{12} < s_{12}^{\circ} \\ 0 & \text{otherwise } (s_{21}^* \neq 0) \\ \underline{s}_{12} \in [0, \bar{s}_{12}] & \text{if } s_{21}^* = 0 \end{cases}$ <p>여기서 $s_{12}^{\circ} = \frac{\bar{b}(1 - \bar{f}_2 - s_{21}^* \bar{f}_1)}{r_2 s_{21}^* (\bar{f}_2 + s_{21}^* \bar{f}_1) + r_1 s_{21}^* \bar{f}_1}$</p>
제3기	$b^* = \begin{cases} \bar{b}(k) & \text{if } \underline{v}_2 \geq \underline{v}_2 \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases}$ <p>여기서 $\underline{v}_2 = \begin{cases} \bar{f}_2 + s_{21}^* & \text{if } \underline{v}_1 \geq \underline{v}_1 \\ \bar{f}_2 & \text{otherwise,} \end{cases} \quad \underline{v}_1 = \begin{cases} \bar{f}_1 + s_{12}^* & \text{if } \underline{v}_2 \geq \underline{v}_2 \\ \bar{f}_1 & \text{otherwise} \end{cases}$</p>

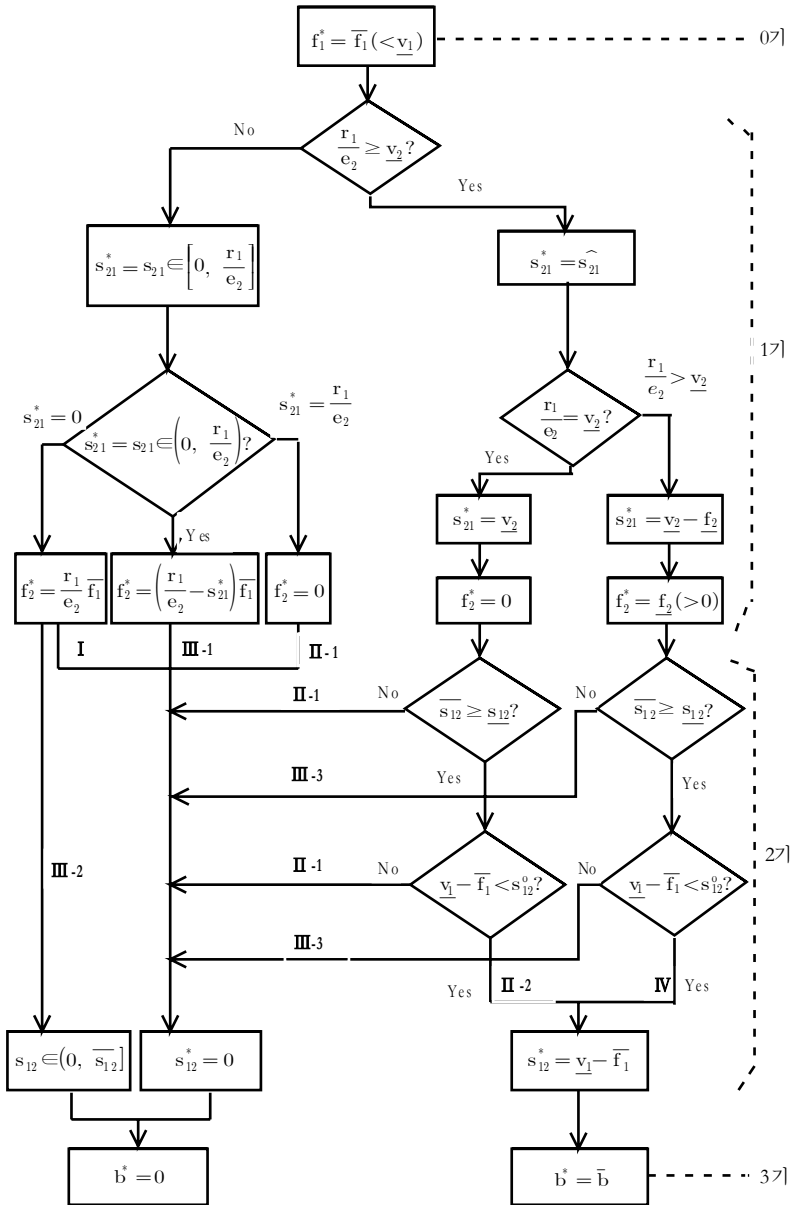
(2) 균형 소유구조의 유형

앞에서 도출한 5개의 정리와 <표 1> 및 <그림 6>에 기초하여 ‘균형 소유구조의 유형’을 요약하면 <표 2>와 같으며, 이를 그림으로 나타내면 이미 앞에서 살펴본 <그림 2>와 같다. 단, <표 2>의 ‘유형 III-3’은 그림으로 나타내면 <그림 2>의 ‘유형 III-2’와 같으나, 이를 굳이 구분한 이유는 <표 2>에서 보듯이 두 유형에서의 균형 값이 서로 다르기 때문이다.

표 2. 균형 소유구조의 유형

최적치($f_1^*, f_2^*, s_{21}^*, s_{12}^*, b^*$)	소유구조 유형
$(\bar{f}_1, \frac{r_1 \bar{f}_1}{e_2}, 0, 0, 0)$	유형 I (수평구조)
$(\bar{f}_1, 0, \frac{r_1}{e_2}, 0, 0)$	유형 II-1 (수직구조)
$(\bar{f}_1, 0, v_2, (v_1 - \bar{f}_1), \bar{b})$	유형 II-2 (상호출자 <u>있는</u> 수직구조)
$(\bar{f}_1, (\frac{r_1}{e_2} - s_{21}^*) \bar{f}_1, s_{21} \in (0, \frac{r_1}{e_2}), 0, 0)$	유형 III-1 (상호출자 없는 혼합구조)
$(\bar{f}_1, \frac{r_1 \bar{f}_1}{e_2}, 0, s_{12} \in (0, \bar{s}_{12}), 0)$	유형 III-2 (상호출자 없는 혼합구조)
$(\bar{f}_1, \bar{f}_2, (v_2 - \bar{f}_2), 0, 0)$	유형 III-3 (상호출자 없는 혼합구조)
$(\bar{f}_1, \bar{f}_2, (v_2 - \bar{f}_2), (v_1 - \bar{f}_1), \bar{b})$	유형 IV (상호출자 <u>있는</u> 혼합구조)

1 그림 6. 최적선택 흐름도



6. 균형보수 분석

: 기업설립 및 출자 유인과 유형 간 보수 비교

본 소절에서는 균형으로 나타나는 7개의 소유구조 유형별로 ‘균형 순보수’를 산출하여 창업주 및 외부주주가 기업설립 및 지분참여의 유인이 있는지 여부를 분석하고, 아울러 유형별 주주별 순보수를 비교하여 소유구조의 분배효과를 분석한다.

(1) 소유구조 유형별 기업설립 및 출자 유인 분석

7개의 소유구조 균형에서 나타나는 각 균형 값($f_1^*, f_2^*, s_{21}^*, s_{12}^*, b^*$)을 식 (17), (20) 및 (23)에 대입하면 소유구조 유형별로 창업주, 외부주주 1, 외부주주 2, 외부주주 전체 및 사회 전체의 균형 순보수를 구할 수 있는데, 그 결과는 <표 3>과 같다.

가정에 의해 $(-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} s_{21}) \geq 0$ 이고 $(-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b}) > 0$ 이므로 7개의 모든 유형에서 창업주, 외부주주 및 사회 전체의 균형 순보수는 모두 양(+)이다. 따라서 창업주는 기업 1과 2를 설립할 유인이 있고, 외부주주 1과 2는 각각 기업 1과 2에 출자할 유인이 있다. 이는 앞에서 도출한 7개의 소유구조 균형이 모두 실현 가능한(feasible) 균형이며, 사회적으로도 바람직한(socially desirable) 균형임을 의미한다. 따라서 우리는 다음과 같은 결과를 얻는다.

표 3. 소유구조 유형별 균형 순보수

유형	균형 순보수
I	$N_F^I = (-i_1 + 3r_1)\overline{f_1} + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\overline{f_1}$ $N_{G1}^I = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1})$ $N_{G2}^I = (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\overline{f_1}]$ $N_G^I = N_{G1}^I + N_{G2}^I = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\overline{f_1}]$ $N^I = N_F^I + N_G^I = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$
II-1	$N_F^{II-1} = (-i_1 + 3r_1)\overline{f_1} + (-i_2 + 2r_2)(\overline{s_{21}f_1})$ $N_{G1}^{II-1} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2)\overline{s_{21}}(1 - \overline{f_1})$ $N_{G2}^{II-1} = (-i_2 + 2r_2)(1 - \overline{s_{21}})$ $N_G^{II-1} = N_{G1}^{II-1} + N_{G2}^{II-1} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2)(1 - \overline{s_{21}f_1})$ $N^{II-1} = N_F^{II-1} + N_G^{II-1} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$
II-2	$N_F^{II-2} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 \overline{s_{12} s_{21}})\overline{f_1} + (-i_2 + 2r_2 - r_2 \overline{s_{21} s_{12} - \bar{b}})(\overline{s_{21} f_1}) + \bar{b}$ $N_{G1}^{II-2} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 \overline{s_{12} s_{21}})(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 \overline{s_{21} s_{12} - \bar{b}})\overline{s_{21}}(1 - \overline{f_1}) + \bar{b} \overline{s_{12} s_{21}}$ $N_{G2}^{II-2} = (-i_2 + 2r_2 - r_2 \overline{s_{21} s_{12} - \bar{b}})(1 - v_2)$ $N_G^{II-2} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 \overline{s_{12} s_{21}})(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 \overline{s_{21} s_{12} - \bar{b}})(1 - \overline{s_{21} f_1}) + \bar{b} \overline{s_{12} s_{21}}$ $N^{II-2} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2) - (r_1 + r_2 - \bar{b}) \overline{s_{12} s_{21}}$
III-1	$N_F^{III-1} = (-i_1 + 3r_1)\overline{f_1} + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\overline{f_1}$ $N_{G1}^{III-1} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2)\overline{s_{21}}(1 - \overline{f_1})$ $N_{G2}^{III-1} = (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2 - \overline{s_{21}})\overline{f_1} - \overline{s_{21}}]$ $N_G^{III-1} = N_{G1}^{III-1} + N_{G2}^{III-1} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\overline{f_1}]$ $N^{III-1} = N_F^{III-1} + N_G^{III-1} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$
III-2	$N_F^{III-2} = (-i_1 + 3r_1)\overline{f_1} + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\overline{f_1}$ $N_{G1}^{III-2} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1})$ $N_{G2}^{III-2} = (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\overline{f_1}]$ $N_G^{III-2} = N_{G1}^{III-2} + N_{G2}^{III-2} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\overline{f_1}]$ $N^{III-2} = N_F^{III-2} + N_G^{III-2} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$
III-3	$N_F^{III-3} = (-i_1 + 3r_1)\overline{f_1} + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\overline{f_1}$ $N_{G1}^{III-3} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2)\overline{s_{21}}(1 - \overline{f_1})$ $N_{G2}^{III-3} = (-i_2 + 2r_2)(1 - v_2)$ $N_G^{III-3} = N_{G1}^{III-3} + N_{G2}^{III-3} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \overline{f_1}) + (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\overline{f_1}]$ $N^{III-3} = N_F^{III-3} + N_G^{III-3} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$
IV	$N_F^{IV} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 \widehat{s_{12} s_{21}})\widehat{f_1} + (-i_2 + 2r_2 - r_2 \widehat{s_{21} s_{12} - \bar{b}})(\widehat{f_2} + \widehat{s_{21} f_1}) + \bar{b}$ $N_{G1}^{IV} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 \widehat{s_{12} s_{21}})(1 - \widehat{f_1}) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 \widehat{s_{21} s_{12} - \bar{b}})\widehat{s_{21}}(1 - \widehat{f_1}) + \bar{b} \widehat{s_{12} s_{21}}$ $N_{G2}^{IV} = (-i_2 + 2r_2 - r_2 \widehat{s_{21} s_{12} - \bar{b}})(1 - v_2)$ $N_G^{IV} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 \widehat{s_{12} s_{21}})(1 - \widehat{f_1}) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 \widehat{s_{21} s_{12} - \bar{b}})(1 - \frac{r_1}{e_2} \widehat{f_1}) + \bar{b} \widehat{s_{12} s_{21}}$ $N^{IV} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2) - (r_1 + r_2 - \bar{b}) \widehat{s_{12} s_{21}}$

주: $\overline{s_{21}} = r_1/e_2$, $s_{21} = s_{21} \in (0, r_1/e_2)$, $\widehat{f_2} + \widehat{s_{21} f_1} = (r_1/e_2)\widehat{f_1}$.

<정리 6> <표 2>에 요약된 7개의 모든 소유구조 유형에서 창업주는 기업 1과 2를 설립할 유인이 있고, 외부주주 1과 2는 각각 기업 1과 2에 출자할 유인이 있다. 따라서 앞에서 도출한 7개의 소유구조 균형은 모두 실현 가능하며, 사회적으로도 바람직하다.

<증명> 생략.

(2) 소유구조 유형 간 순보수 비교

이하에서는 소유구조 유형 간 창업주, 외부주주 및 사회 전체의 순보수를 비교한다. 이를 위해 r_1 과 r_2 를 제외한 모든 외생변수들은 모든 유형에서 동일하며, $\underline{v}_1 - \bar{f}_1 < s_{i2}^*$ 라고 가정한다. <표 4>는 <표 3>을 변형하여 소유구조 유형별 균형 순보수를 창업주, 외부주주, 사회 전체 등 주주별로 균형 순보수를 재배열한 것이다.

가. 창업주의 순보수

<표 4>에서 보듯이 유형 I, II-1, III-1, III-2에서 창업주의 순보수는 모두 동일하다. 이는 <그림 6>의 흐름도를 보면 자명하다. 이들 4개의 소유구조 유형은 창업주의 입장에서 별 차이가 없기 때문이다.

<표 4>에서 유형 III-3의 창업주 순보수는 '외형상' 전술한 4개의 유형에서와 동일하다. 그러나 <그림 6>에서 보듯이 전술한 4개의 유형에서는 $(r_1/e_2) < \underline{v}_2$ 지만, 유형 III-3을 포함한 나머지 3개 유형에서는 $(r_1/e_2) \geq \underline{v}_2$ 이다. 이는 유형 III-3에서의 r_1 이 전술한 4개 유형에서의 r_1 보다 크다는 것을 말한다. 따라서 유형 III-3에서 창

업주의 순보수는 전술한 4개의 유형에서보다 크다.

표 4. 주주별 균형 순보수

주주	균형 순보수
창업주	$N_G^I = (-i_1 + 3r_1)\bar{f}_1 + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\bar{f}_1$ $N_G^{II-1} = (-i_1 + 3r_1)\bar{f}_1 + (-i_2 + 2r_2)(s_{21}\bar{f}_1)$ $N_G^{II-2} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} s_{21})\bar{f}_1 + (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b})(s_{21}\bar{f}_1) + \bar{b}$ $N_G^{III-1} = (-i_1 + 3r_1)\bar{f}_1 + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\bar{f}_1$ $N_G^{III-2} = (-i_1 + 3r_1)\bar{f}_1 + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\bar{f}_1$ $N_G^{III-3} = (-i_1 + 3r_1)\bar{f}_1 + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\bar{f}_1$ $N_G^V = (-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} s_{21})\bar{f}_1 + (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b})(f_2 + s_{21}\bar{f}_1) + \bar{b}$
외부주주 1	$N_{G1}^I = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1)$ $N_{G1}^{II-1} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2)(s_{21}(1 - \bar{f}_1))$ $N_{G1}^{II-2} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} s_{21})(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b})s_{21}(1 - \bar{f}_1) + \bar{b}s_{12}s_{21}$ $N_{G1}^{III-1} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2)(s_{21}(1 - \bar{f}_1))$ $N_{G1}^{III-2} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1)$ $N_{G1}^{III-3} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2)(s_{21}(1 - \bar{f}_1))$ $N_{G1}^V = (-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} s_{21})(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b})s_{21}(1 - \bar{f}_1) + \bar{b}s_{12}s_{21}$
외부주주 2	$N_{G2}^I = (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\bar{f}_1]$ $N_{G2}^{II-1} = (-i_2 + 2r_2)(1 - s_{21})$ $N_{G2}^{II-2} = (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b})(1 - v_2)$ $N_{G2}^{III-1} = (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2 - s_{21})\bar{f}_1 - s_{21}]$ $N_{G2}^{III-2} = (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\bar{f}_1]$ $N_{G2}^{III-3} = (-i_2 + 2r_2)(1 - v_2)$ $N_{G2}^V = (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b})(1 - v_2)$
외부주주 전체	$N_G^I = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\bar{f}_1]$ $N_G^{II-1} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2)(1 - s_{21}\bar{f}_1)$ $N_G^{II-2} = (-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} s_{21})(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b})(1 - s_{21}\bar{f}_1) + \bar{b}s_{12}s_{21}$ $N_G^{III-1} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\bar{f}_1]$ $N_G^{III-2} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\bar{f}_1]$ $N_G^{III-3} = (-i_1 + 3r_1)(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2)[1 - (r_1/e_2)\bar{f}_1]$ $N_G^V = (-i_1 + 3r_1 - r_1 s_{12} s_{21})(1 - \bar{f}_1) + (-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b})(1 - \frac{r_1}{e_2}\bar{f}_1) + \bar{b}s_{12}s_{21}$
사회 전체	$N^I = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$ $N^{II-1} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$ $N^{II-2} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2) - (r_1 + r_2 - \bar{b})s_{12}s_{21}$ $N^{III-1} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$ $N^{III-2} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$ $N^{III-3} = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2)$ $N^V = (-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2) - (r_1 + r_2 - \bar{b})s_{12}s_{21}$

주: $\bar{s}_{21} = r_1/e_2$, $s_{21} = s_{21} \in (0, r_1/e_2)$, $f_2 + s_{21}\bar{f}_1 = (r_1/e_2)\bar{f}_1$.

다음으로 유형 III-3과 IV를 비교해 보자. <표 4>에서 보는 바와 같이 두 유형 간 창업주의 순보수는 그 대소가 불분명하다. 첫 번째와 두 번째 소괄호 내부는 유형 III-3에서 더 크지만, 유형 IV에는 유형 III-3에 없는 ‘지배편익’이 추가되기 때문이다. 따라서 이들 두 유형에서의 창업주 순보수는 외생변수의 구체적인 값에 따라 그 대소가 달라질 수 있다. 다만, $\widehat{s_{21}s_{12}}$ 의 값이 영(0)에 매우 가까워지는 경우, 유형 IV에서의 창업주 순보수는

$$N_F^{IV} \approx (-i_1 + 3r_1)\bar{f}_1 + (-i_2 + 2r_2)(r_1/e_2)\bar{f}_1 + \bar{b}[1 - (r_1/e_2)\bar{f}_1] \quad (52)$$

에 근접한다. 또한 <그림 6>에서 보는 바와 같이 두 유형에서 r_1 이 동일하다 하더라도 유형 IV에서는 $\bar{s}_{12} \geq s_{12}$ 가 성립하므로 유형 IV의 r_2 가 유형 III-3에서보다 더 크다. 게다가 유형 IV에서는 지배편익의 실익이 추가된다. 따라서 $\widehat{s_{21}s_{12}}$ 의 값이 영(0)에 매우 가까워지는 경우, 창업주의 순보수는 유형 IV에서 더 크다.

이제 유형 II-1과 II-2를 비교해 보자. 이 두 유형의 경우에도 창업주 순보수의 대소는 불분명하다. 그러나 앞서서와 같이 $\bar{s_{21}s_{12}}$ 의 값이 영(0)에 매우 가까워지는 경우, 유형 II-2에서의 창업주 순보수는 외형상 식 (52)와 같아진다. 또한 <그림 6>에서 보는 바와 같이 유형 II-2에서는 r_2 가 유형 II-1에서보다 크고, 지배편익의 실익도 추가된다. 따라서 $\bar{s_{21}s_{12}}$ 의 값이 영(0)에 매우 가까워지는 경우, 창업주의 순보수는 유형 II-2에서 더 크다.

마지막으로 유형 II-2와 IV를 비교해 보자. 이 두 유형의 공통점은 기업 간 상호출자가 이뤄진다는 것이다. 그러나 <그림 6>에서 보듯이

유형 II-2에서는 $(r_1/e_2) = v_2$ 지만, 유형 IV에서는 $(r_1/e_2) > v_2$ 이다. 따라서 유형 IV의 r_1 이 더 크다. 또한 <그림 6>과 <표 4>에서 보듯이 유형 II-2에서는 $s_{21}^* = \overline{s_{21}} = v_2$ 인 데 비해, 유형 IV에서는 $s_{21}^* = \widehat{s_{21}} = v_2 - f_2$ 이다. 따라서 <표 4>에서 $\overline{s_{21}}$ 은 $\widehat{s_{21}}$ 보다 크다. 그런데 $\overline{s_{21}f_1} = \widehat{s_{21}}\overline{f_1} = (r_1/e_2)\overline{f_1}$ 이므로 유형 IV의 창업주 순보수가 유형 II-2의 창업주 순보수보다 크다.

이상의 결과를 종합하면 <정리 7>과 같다.

<정리 7> 소유구조 유형 간 창업주의 순보수를 비교하면 식 (53)과 같다.

$$N_F^I = N_F^{II-1} = N_F^{III-1} = N_F^{III-2} \begin{cases} < N_F^{III-3} \lesssim N_F^{IV} \\ < N_F^{II-2} < N_F^{IV} \end{cases} \quad (53)$$

여기서 \lesssim 는 $\widehat{s_{21}s_{12}}$ 또는 $\overline{s_{21}s_{12}}$ 의 값이 영(0)에 매우 가까워지는 경우의 부등호를 나타낸다.

<증명> 생략.

위의 <정리 7>은 유형 IV에서 창업주의 순보수가 가장 높으며, 상호출자가 없을 때보다는 상호출자가 있을 때 창업주의 순보수가 더 높음을 보여준다. 그러나 유의할 것은 이 결과가 유형 IV와 같은 소유구조를 형성하거나 또는 상호출자를 해야 창업주의 순보수가 높아진다는 것을 의미하는 것이 아니라, 반대로 기업 1과 2의 성과가 좋아야 유형 IV와 같은 소유구조를 형성하거나 상호출자를 할 수 있고 그 경우 창업주는 지배편익을 취할 수 있기 때문에 순보수가 높아진다는 점이다.

나. 외부주주의 순보수

먼저 외부주주 1의 순보수를 비교해 보자. <표 4>에서 보는 바와 같이 유형 I과 III-2에서 외부주주 1의 순보수는 같다. 또한 유형 I과 III-2에서보다는 유형 III-1과 III-3에서, 유형 III-1에서보다는 유형 II-1에서 외부주주 1의 순보수가 높은 것을 쉽게 알 수 있다. 그러나 그 외의 유형 간 외부주주 1의 순보수 비교는 분명하지 않다. 다만, $\widehat{s}_{21s_{12}}$ 또는 $\overline{s_{21s_{12}}}$ 의 값이 영(0)에 매우 가까워지는 경우, 유형 I과 III-2에서보다는 유형 II-2와 IV에서 외부주주 1의 순보수가 더 높음을 어렵지 않게 알 수 있다.

다음으로 외부주주 2의 순보수를 비교해 보자. <표 4>에서 보듯이 유형 I과 III-2에서 외부주주 2의 순보수는 외부주주 1의 경우와 마찬가지로 동일하다. 그런데 $(1-r_1/e_2) < [1-(r_1/e_2-s_{21})\overline{f_1-s_{21}}] < 1-(r_1/e_2)\overline{f_1}$ 이므로 외부주주 2의 순보수는 외부주주 1의 경우와는 정반대로 유형 II-1에서보다는 유형 III-1에서, 그리고 유형 III-1에서보다는 유형 I과 III-2에서 더 높다.

한편, $\overline{s_{21}} > \widehat{s_{21}}$ 이므로 유형 II-2에서보다는 유형 IV에서 외부주주 2의 순보수가 더 높고, <표 4>에서 보는 바와 같이 유형 IV에서보다는 유형 III-2에서 외부주주 2의 순보수가 더 높다. 그러나 그 외의 유형 간 외부주주 2의 순보수 비교는 불분명하다.

이제 외부주주 전체의 순보수를 비교해 보자. <표 4>에서 보는 바와 같이 유형 I, II-1, III-1 및 III-2에서 외부주주 전체의 순보수는 모두 같다. 그러나 이들 4개 유형과 나머지 3개 유형 간 비교는 불분명하며, 나머지 3개 유형 간 비교도 불분명하다.

이상의 결과를 종합하면 <정리 8>과 같다.

<정리 8> 소유구조 유형 간 외부주주의 순보수를 비교하면 식 (54)~(56)과 같다.

$$N_{G1}^I = N_{G1}^{III-2} \begin{cases} < N_{G1}^{III-1} < N_{G1}^{II-1} \\ < N_{G1}^{III-3} \\ \sim N_{G1}^{II-2} \\ \sim N_{G1}^I \\ \sim N_{G1}^{IV} \end{cases} \quad (54)$$

$$N_{G2}^{II-1} < N_{G2}^{III-1} < N_{G2}^{III-2} = N_{G2}^I \quad (55)$$

$$N_{G2}^{II-2} < N_{G2}^{IV} < N_{G2}^{III-3}$$

$$N_G^I = N_G^{II-1} = N_G^{III-1} = N_G^{III-2} \quad (56)$$

<증명> 생략.

위의 <정리 8>에서 가장 흥미를 끄는 것은 유형 I, II-1, III-1 및 III-2에 있어서 외부주주 1과 2의 순보수의 크기이다. 이들 유형에서는 <정리 7>에서 살펴본 바와 같이 창업주의 순보수는 모두 동일하며, 또한 <정리 8>에서 보는 바와 같이 외부주주 전체의 순보수도 모두 동일하다. 다만 이들 유형에서의 차이는 외부주주 1과 2 간 순보수의 분배인데, 외부주주 1의 순보수는 유형 II-1에서 가장 높고, 유형 I과 III-2에서 가장 낮은 반면, 외부주주 2의 순보수는 유형 I과 III-2에서 가장 높고, 유형 II-1에서 가장 낮다. 유형 III-1에서 외부주주 1과 2의 순보수는 양 극단의 중간을 차지한다.

유형 III-2는 <그림 6>에서 보는 바와 같이 유형 I에서 분화되어 ‘외형상’ 별도의 유형을 구성하고 있을 뿐, 사실상 유형 I과 차이가 없다는 점을 감안하면, 계열사 간 상호출자가 없다는 전제하에 외부

주주 1의 순보수는 수직구조에서 가장 높고, 수평구조에서 가장 낮은 반면, 외부주주 2의 순보수는 이와는 정반대로 수평구조에서 가장 높고, 수직구조에서 가장 낮으며, 두 개의 극단적인 소유구조를 혼합한 혼합구조에서는 외부주주 1과 2의 순보수가 양 극단의 중간을 차지한다는 결론을 도출할 수 있다.

다. 사회 전체의 순보수

<표 4>에서 보듯이 사회 전체의 순보수는 ‘외형상’ 기업 간 상호출자가 존재하는 유형 II-2와 IV를 제외한 모든 유형에서 동일하며, 그 크기는 기업 1과 2의 순현재가치(net present value)의 합과 같다.

상호출자가 존재하는 유형 II-2와 IV의 사회 전체 순보수는 <표 4>에서 보는 바와 같이 나머지 5개 유형에서의 사회 전체 순보수보다 $(r_1 + r_2 - \bar{b})s_{12}^*s_{21}^*$ 만큼 적은 것으로 나타나는데, 이는 제IV장에서 분석의 편의를 위해 배당과정이 1회에 그치는 것으로 가정하여 $(1 - s_{12}s_{21})^{-1} \approx 1$ 또는 $s_{12}s_{21} \approx 0$ 이라고 어림계산(Approximation)한 것에 기인한다. 따라서 이 점을 감안하면 모든 소유구조 유형에서의 사회 전체 순보수는 ‘외형상’ 동일하다.

그러나 전술한 바와 같이 유형 II-2, III-3 및 IV의 r_1 은 나머지 4개 유형에서의 r_1 보다 크다(<그림 6> 참조). 또한 유형 IV의 r_1 은 유형 II-2의 r_1 보다 크고, 유형 IV의 r_2 는 III-3의 r_2 보다 크다. 따라서 아래의 <정리 9>와 같은 결론이 도출된다.

<정리 9> 유형 II-2와 IV에서 r_2 의 크기가 같고, 나머지 유형에서 r_2 의 크기 또한 동일하다고 하자. 그러면 소유구조 유형 간 사

회 전체의 순보수는 식 (57)과 같다.

$$N^I = N^{II-1} = N^{III-1} = N^{III-2} \begin{cases} < N^{III-3} < N^{IV} \\ < N^{II-2} < N^{IV} \end{cases} \quad (57)$$

<증명> 생략.

<정리 9>는 우리나라의 기업집단시책 또는 소유구조 개선정책과 관련하여 중요한 의미를 내포하고 있다. 우선 <정리 9>에서 보는 바와 같이 유형 II-2, III-3 및 IV의 사회 순보수는 다른 유형에서의 사회 순보수보다 높으며, 특히 유형 IV에서 사회 순보수가 가장 높다. 그러나 우리나라는 경제력집중을 억제하고 대규모 기업집단의 소유구조를 개선한다는 취지에서 계열사 간 상호출자를 전면 금지하고 있다. 이는 소유구조 유형에 있어서 사회 순보수가 가장 높은 유형 IV와 II-2의 출현을 원천 금지하는 것으로서 결과적으로 효율성과 상충되는 것임을 <정리 9>는 지적하고 있다.

한편, <정리 9>를 <정리 7>과 연결하여 생각하면, 상호출자금지 정책이 분배 측면에서 바람직한 정책이라는 확증도 얻기 어렵다. 만일 창업주 또는 지배주주가 지배편익을 취하기 위해 기업 1과 2의 성과를 높이고 이를 재원으로 계열사 간 상호출자를 한 후, 기업 1과 2의 초과성과를 ‘초과’하는 지배편익을 취한다면 상호출자의 금지는 외부주주의 입장에서 바람직한 정책이 될 수 있다. 그러나 이와는 달리 창업주 또는 지배주주가 기업 1과 2의 초과성과 중 ‘일부’만을 지배편익으로 취한다면 초과성과의 나머지는 외부주주의 몫으로 편입되므로 외부주주의 입장에서도 상호출자금지는 바람직하지 않게 된다. 이런 점을 고려한다면, 상호출자의 폐해를 방지하기 위한 수단으로는 현재와 같은 직접적인 상호출자금지보다는 투자자

보호, 시장경쟁의 촉진 등 제도적 환경을 개선함으로써 창업주 또는 지배주주가 취할 수 있는 지배편익의 크기를 줄이는 것이 효율성과 분배 측면에서 더 바람직하다.

Ⅶ. 분석모형의 변형과 시사점



제III장의 분석모형에서는 분석의 편의를 위해 (i) ‘구주취득’을 통한 상호출자, (ii) ‘先출자 後배당’, (iii) 계열사 출자를 통한 기업지배 등 여러 가지 제약적인 가정을 하였다. 본 장에서는 이러한 가정들을 완화 또는 변형할 경우 분석결과가 어떻게 달라지는지 살펴보고, 이로부터 정책적인 함의를 도출하고자 한다.

1. ‘신주취득’을 통한 상호출자

제III장에서는 기업들이 일정규모의 투자가 필요하고, 기업 2가 기업 1에 출자할 때 기업 2는 외부주주 1로부터 ‘구주’를 취득하는 방식으로 출자한다고 가정하였다. 이에 따라 제IV장에서는 기업 2의 출자가 오직 창업주의 지배권 확보와 지배편익 취득의 수단으로만 기능하였다.

이제 기업 2가 기업 1에 대하여 ‘신주’를 취득하는 방식으로 출자하는 경우 어떠한 변화가 생기는지 살펴보자. 이를 위해 제2기에서 기업 1이 유상증자를 하고 기업 2가 이에 참여하여 e_{12} 를 출자한다고 하자. 논의의 편의를 위해 창업주와 외부주주는 유상증자에 참여하지 않고 본래의 출자규모를 유지한다고 하자. 그러면, 기업 1의 자기자본규모(e_1')와 기업 2의 기업 1에 대한 지분(s_{12}')은 각각 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$e_1' = e_1 + e_{12} \quad (58)$$

$$s_{12}' = e_{12}/e_1' \Rightarrow s_{12}' < s_{12} (= e_{12}/e_1)$$

따라서 기업 1에 대한 창업주의 지분(f_1')과 기존 외부주주 1의 지분(g_1'')은 각각 다음과 같이 변한다.²⁶⁾

$$f_1' = e_{1F}/e_1' = (e_1/e_1')f_1 = (1 - s_{12}')f_1 \Rightarrow f_1' < f_1$$

$$g_1'' = e_{1G1}/e_1' = \begin{cases} (e_1/e_1')g_1 = (1 - s_{12}')g_1 \Rightarrow g_1'' < g_1 \\ 1 - f_1' - s_{12}' \Rightarrow g_1'' > g_1' (= 1 - f_1 - s_{12}) \end{cases} \quad (59)$$

반면, 창업주가 기업 2를 지배한다고 가정할 때 창업주의 기업 1에 대한 지배권(v_1')은 기업 2의 ‘신주취득’에 의한 상호출자로 인해 다음과 같이 변한다.

$$v_1' = f_1' + s_{12}' \Rightarrow v_1' < v_1 (= f_1 + s_{12}) \quad (60)$$

여기서 주목할 것은 식 (59)와 (60)에 나타나 있듯이 기업 2의 상호출자가 기업 1의 기존주주들의 지분율을 낮추는 반면, 창업주의 지배권을 증대하는 효과가 있다는 점이다. 이는 종종 ‘상호출자에 의한 소수주주의 간접화 현상’이라고 일컬어지면서 상호출자의 대표적인 폐해로 지적되어 온 것이다. 여기서 유의할 점은 ‘구주취득’에 의한 상호출자의 경우 상호출자로 인해 간접화되는 주주는 개별주주가 아니라²⁷⁾ ‘그룹으로서의 외부주주 전체’이며, ‘신주취득’에 의한 상호출자의 경우에는 간접화되는 주주가 소수주주뿐만 아

26) g_1' 는 기업 2가 기업 1에 대하여 ‘구주취득’을 통해 출자하는 경우 외부주주 1의 기업 1에 대한 지분을 나타낸다. 이에 관해서는 제III장 참조.

27) ‘구주취득’에 의한 상호출자는 주식을 보유하고 있는 개별주주의 지분율에는 영향을 주지 못한다.

나라 창업주 또는 지배주주를 제외한 모든 기존주주이고, 간접화되는 정도($1-s_{12}'$)도 모든 주주에게 동일하다는 점이다.

또 한 가지 지적하고 넘어갈 것은, 같은 상호출자라 하더라도 ‘그룹으로서의 외부주주’의 간접화 현상은 기업 2가 ‘신주취득’을 통해 상호출자할 때보다 ‘구주취득’을 통해 상호출자할 때 더 심하다는 점이다($g_1'' > g_1'$). 이는 역으로 말하면, 창업주가 기업 1에 대하여 지배권을 확보하고자 하는 경우 기업 2로 하여금 기업 1의 ‘구주’를 취득하는 방식으로 출자하는 것이 더 유리하다는 것을 의미한다.

그럼에도 불구하고 기업 2가 ‘신주’를 취득하는 방식으로 기업 1에 출자하는 경우도 드물지 않은데, 이는 이러한 방식이 기업 1의 자기자본규모를 확대하는 데 도움이 되기 때문이다(식 (58) 참조). 예를 들어, 기업 1의 자기자본 대비 부채비율이 너무 높아 신규자금조달에 심각한 애로를 겪거나 부채비율규제에 직면하여 단기간에 부채비율을 축소해야 하는 경우 기업 2의 ‘신주취득’에 의한 출자는 이러한 애로를 해소하는 데 매우 효과적이다.

게다가 만일 기업 1의 투자가 가분적(可分的, divisionable)이어서 ‘최소필요투자’라는 것이 존재하지 않고 투자규모가 증대될수록 이윤도 증대된다면, 기업 2의 ‘신주취득’에 의한 출자는 기업 1의 자기자본 증대뿐만 아니라 기업 1의 투자규모 및 이윤 증대에도 도움이 된다.

이상의 논의를 종합하면, 기업 2의 기업 1에 대한 상호출자는 (i) ‘그룹으로서의 외부주주’를 간접화하는 한편, (ii) 창업주의 기업 1에 대한 지배권을 높이고, (iii) 기업 1의 자기자본규모와 (iv) 기업 1의 투자규모 및 이윤을 증대하는 효과가 있다. 만일 기업 2가 ‘구주취득’의 형태로 기업 1에 상호출자하는 경우 그 효과는 첫 번째와 두 번째(외부주주 전체의 간접화와 창업주의 지배권 증대)에 국한되나, 기업 2가

‘신주취득’의 형태로 출자하는 경우에는 위의 4가지 효과가 모두 발생한다.

2. 先배당 後출자

제III장에서는 기업들이 출자를 먼저 결정하고, 나머지를 주주들에게 배당하는, 이른바 「先출자 後배당」을 가정하였다. 이러한 가정은 전술한 바와 같이 ‘기업가 중심주의’ 또는 ‘경영자 중심주의’와 관련된다. 본 소절에서는 이 가정을 바꿔 기업들이 먼저 배당률(이윤 대비 배당금 비율)을 결정하고 나머지를 타 기업에 출자하는 「先배당 後출자」의 가정하에 분석을 전개한다. 이러한 「先배당 後출자」는 ‘주주중심주의’의 확산과 관련된다.

「先배당 後출자」를 가정해도 제IV장의 제3기에 대한 분석, 즉 최적 지배편익의 도출에는 영향을 주지 않으므로 본 소절에서는 제2기 및 제1기에 대한 분석만 전개한다.

(1) 제2기

제2기에서 기업 2는 이윤 r_2 중 주주들에게 지급될 배당금의 비율(d_2)을 먼저 결정하고, 나머지 $((1-d_2)r_2)$ 를 재원으로 기업 1에 출자한다. 본 소절에서는 분석의 편의를 위해 제IV장에서와 같이 기업 2가 ‘구주취득’의 형태로 기업 1에 출자한다고 가정한다. 즉, 기업 2는 외부주주 1의 주식을 매입하여 기업 1에 대한 지분(s_{12})을 보유한다. 이 경우 기업 2의 기업 1에 대한 상호출자는 다음과 같은 예산제약을 받는다.

$$e_{12} = (r_1 + r_2 s_{21}) s_{12} \leq (1 - d_2) r_2 \quad (61)$$

여기서

$$\frac{(1 - d_2) r_2}{r_1 + r_2 s_{21}} < g_1 \Rightarrow d_2 > 1 - g_1 \left(\frac{r_1}{r_2} + s_{21} \right)$$

이라고 가정하자. 즉, 기업 2의 ‘취득가능 최대상호출자지분율’이 외부주주 1의 기업 1에 대한 지분보다 작다고 하자. 그러면 기업 2의 ‘취득가능 최대상호출자지분율’은 식 (61)로부터 다음과 같이 도출된다.

$$\underline{s}_{21} = \frac{(1 - d_2) r_2}{r_1 + r_2 s_{21}} \quad (62)$$

이제 $\overline{s}_{12}(d_2) = \underline{s}_{12}$ 를 만족하는 d_2 를 \hat{d}_2 라 하자. 그러면, \hat{d}_2 는 다음과 같다.

$$\hat{d}_2 = 1 - \left(\frac{r_1}{r_2} + s_{21} \right) \underline{s}_{12} \quad (63)$$

따라서 다음이 성립한다.

$$\begin{cases} \overline{s}_{12}(d_2) \geq \underline{s}_{12} & \text{if } d_2 \leq \hat{d}_2 \\ \overline{s}_{12}(d_2) < \underline{s}_{12} & \text{otherwise} \end{cases} \quad (64)$$

이상의 내용을 토대로 제2기에서 창업주가 선택하는 최적 상호출자지분율을 도출해 보자. 우선 창업주가 직면하는 최적화 문제는 제 IV장의 식 (22)에 제약조건으로서 부등식 (61)이 추가된다. 그러나

그 이후의 도출과정과 내용은 전과 동일하다. 다만, <정리 2>의 식 (31)에서 부대조건 $\overline{s_{12}} \geq \underline{s_{12}}(f_1)$ 이 식 (64)에 의해 $d_2 \leq \hat{d}_2$ 로 변경되는 차이가 있다. 따라서 제IV장의 <정리 2>는 다음과 같이 수정된다.

<정리 2'> $f_2 < \underline{v}_2$ 이고 $f_1 < \underline{v}_1$ 이라고 하자. 또한 d_2 를 기업 2의 이윤 중 주주들에게 지급될 배당금의 비율이라고 하고, $d_2 > 1 - g_1(r_1/r_2 + s_{21})$ 이 성립한다고 하자. 그러면 창업주의 최적 상호출자지분율은 다음과 같다.

$$s_{12}^* = \begin{cases} \underline{s_{12}}(f_1) & \text{if } f_2 + s_{21} \geq \underline{v}_2, d_2 \leq \hat{d}_2, \text{ and } s_{12} < s_{12}^{\circ} \\ 0 & \text{otherwise } (s_{21} \neq 0) \\ \overline{s_{12}} \in [0, \overline{s_{12}}] & \text{if } s_{21} = 0 \end{cases} \quad (31)'$$

여기서 $s_{12}^{\circ} = \frac{\overline{b}(1-f_2-s_{21}f_1)}{r_2s_{21}(f_2+s_{21}f_1)+r_1s_{21}f_1}$, $\hat{d}_2 = 1 - (\frac{r_1}{r_2} + s_{21})\underline{s_{12}}$ 이다.

<증명> 생략.

위의 <정리 2'>은 기업 2의 상호출자를 결정하는 주요 변수 중의 하나가 「先출자 後배당」의 가정하에서는 r_2 였으나, 「先배당 後출자」의 가정하에서는 이것이 d_2 로 변경된다는 것을 의미한다. 이는 주주 중심주의의 확산으로 주주들의 배당요구가 증가하고 배당률이 높아지면 기업 2의 이윤(r_2)이 충분히 큰 경우라 하더라도 상호출자가 이뤄질 수 없고 따라서 창업주의 기업 1 및 2에 대한 지배권 확보와 지배편익의 취득이 어려워질 수 있음을 시사한다.

(2) 제1기

제1기에서 기업 1은 이윤 r_1 중 주주들에게 지급될 배당금의 비율(d_1)을 먼저 결정하고, 나머지 $((1-d_1)r_1)$ 를 재원으로 기업 2에 출자한다. 따라서 창업주가 기업 1로부터 받게 되는 배당금은 $d_1r_1f_1$ 이 되며, 이는 창업주의 기업 2에 대한 출자액의 상한이 되어 창업주의 ‘취득가능 최대직접지분율(\bar{f}_2)’이 식 (65)와 같이 도출된다.

$$e_{2F} = e_2 f_2 \leq d_1 r_1 f_1 \Rightarrow \bar{f}_2 = \frac{d_1 r_1 f_1}{e_2} \quad (65)$$

마찬가지로, 기업 2에 대한 기업 1의 출자액 상한은 기업 1의 이윤에서 배당금을 감한 금액이 되며, 이로부터 기업 1의 ‘취득가능 최대 계열사 출자지분율’이 식 (66)과 같이 도출된다.

$$e_{21} = e_2 s_{21} \leq (1-d_1)r_1 \Rightarrow \frac{e_{21}}{e_2} = \frac{(1-d_1)r_1}{e_2} \quad (66)$$

이제 남은 것은 창업주의 기업 2에 대한 최적 직접지분율(f_2^*)과 기업 1의 기업 2에 대한 최적 계열사 출자지분율(s_{21}^*)을 구하는 것이다. 여기서 한 가지 유의해야 할 것은 ‘先배당 後출자.’의 가정하에서는 식 (65)~(66)에서 보는 바와 같이 f_2 와 s_{21} 간의 상호의존관계가 사라지고, 대신 두 변수 모두 d_1 에 의해 상한이 결정된다는 점이다. 만일 제IV장에서와 같이 예산제약조건에 의해 두 변수 간의 상호의존관계가 유지된다면 본 소절에서는 시간의 역순에 따라 s_{21}^* 를 먼저 도출하고 이를 주어진 것으로 하여 f_2^* 를 구하는 것이 타당할 것이다. 그러나 ‘先배당 後출자.’의 가정하에서는 전술한 바

와 같이 두 변수 간의 상호의존성이 사라지기 때문에 어떤 것을 먼저 도출하든 별 상관이 없다. 본 소절에서는 제IV장과의 비교를 쉽게 하기 위해 제IV장에서와 같이 f_2^* 를 먼저 도출하고 이어 s_{21}^* 를 도출한다.

가. 기업 2에 대한 직접지분율(f_2^*)

기업 2에 대한 최적 직접지분율을 구하는 창업주의 최적화 문제는 제IV장의 식 (32)와 유사하지만, (i) 선택변수가 f_2 로 국한되고, (ii) 예산제약 조건이 식 (66)의 부등식으로 대체되며, s_{12}^* 는 식 (31)'으로 바뀐다는 차이가 있다. 그럼에도 불구하고 최적치를 구하는 과정에는 실질적인 차이가 없다. 다만, 결과에 있어서 <정리 3>의 식 (37)에서 \bar{f}_2 의 값이 식 (65)에 의해 변경될 뿐이다. 따라서 제IV장의 <정리 3>은 다음과 같이 수정된다.

<정리 3'> $(-i_2 + 2r_2 - r_2 s_{21} s_{12} - \bar{b}) > 0$ 이고, $f_2^\circ > \underline{f}_2$ 이며, $\bar{f}_2 < f_2^\circ$ 이라고 하자. 또한 d_1 을 기업 1의 이윤 중 주주들에게 지급될 배당금의 비율이라고 하자. 그러면 기업 2에 대한 창업주의 최적 직접지분율은 다음과 같다.

$$f_2^* = \bar{f}_2 \left(= \frac{d_1 r_1 f_1}{e_2} \right) \quad (37)'$$

여기서 \underline{f}_2 와 f_2° 은 각각 식 (29)의 조건 B와 식 (30)에서 제시된 것과 같다.

<증명> 생략.

나. 계열사 출자지분율(s_{21}^*)

최적 계열사 출자지분율을 구하는 창업주의 최적화 문제 역시 제 IV장의 식 (38)과 유사하다. 다만, 예산제약 조건이 식 (66)의 부등식으로 변경되고, s_{12}^* 와 f_2^* 의 값이 각각 식 (31)'과 (37)'으로 대체된다. f_2^* 의 값이 s_{21} 과 무관해짐에 따라 제IV장의 식 (40)은 다음과 같이 수정된다.

$$s_{21}^* = \operatorname{argmax}_{s_{21}} \left\{ \begin{aligned} &[-i_2 + 2r_2 - (r_1 + r_2 s_{21})s_{12}^*](s_{21}f_1) + r_2 s_{21} s_{12}^* f_2^* \\ &+ b^*(1 - f_2^* - s_{21}f_1) \end{aligned} \right\} \quad (40)'$$

이에 따라 식 (41)과 (42)도 아래와 같이 수정된다.

$$N_4 = \begin{cases} N_4^1 = -r_2 s_{12} f_1 (s_{21})^2 + [(-i_2 + 2r_2 - r_1 s_{12} - \bar{b})f_1 - r_2 s_{12} \bar{f}_2] s_{21} \\ \quad + \bar{b}(1 - \bar{f}_2) & \text{if } s_{21} \geq \hat{s}_{21} \\ N_4^2 = (-i_2 + 2r_2) f_1 s_{21} & \text{otherwise} \end{cases} \quad (41)'$$

$$\text{단,} \quad \hat{s}_{21} = \frac{d_1 r_1 f_1}{e_2} \quad (42)'$$

이제 문제는 식 (41)'의 그래프이다. 이 식에서 쉽게 알 수 있는 것은 s_{21} 축에서 \hat{s}_{21} 의 왼쪽에서는 우상향의 일차식인 N_4^2 가 적용되고, \hat{s}_{21} 의 오른쪽에서는 위로 볼록한 2차식인 N_4^1 이 적용된다는 점이다. 보다 구체적인 그래프의 모양을 파악하기 위해 경계선(\hat{s}_{21})에서 N_4^1 과 N_4^2 의 값의 차이를 구하면 다음과 같다.

$$N_4^1(\hat{s}_{21}) - N_4^2(\hat{s}_{21}) = -r_2 s_{12} f_1 (\hat{s}_{21})^2 - [(r_1 s_{12} + \bar{b})f_1 + r_2 s_{12} \bar{f}_2] \hat{s}_{21} + \bar{b}(1 - \bar{f}_2) \quad (67)$$

식 (67)에서 보듯이 그 부호는 자명하지 않다. 다만, $\underline{s}_{12}\widehat{s}_{21}$ 이 영(0)에 매우 가까워지는 경우 식 (67)은 양(+)의 값을 갖게 된다. 그럼에도 논의를 분명히 하기 위해 다음과 같이 가정해 보자.

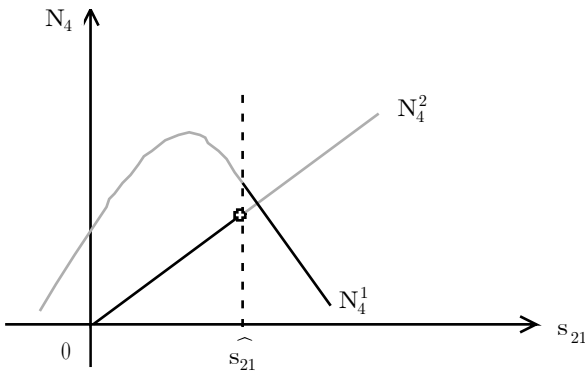
$$N_4^1(\widehat{s}_{21}) - N_4^2(\widehat{s}_{21}) \geq 0 \quad (68)$$

또한

$$\frac{\partial N_4^1(\widehat{s}_{21})}{\partial s_{21}} \leq 0 \Rightarrow (-i_2 + 2r_2 - r_2 \underline{s}_{12} \widehat{s}_{21} - \bar{b})f_1 \leq [r_1 f_1 + r_2 (\bar{f}_2 + \widehat{s}_{21} f_1)] \underline{s}_{12} \quad (69)$$

가 성립한다고 하자. 그러면, 식 (41)'은 <그림 7>과 같이 나타낼 수 있다. 따라서 제IV장의 <정리 4>는 다음과 같이 수정된다.

Ⅰ 그림 7. 계열사 출자지분율과 창업주의 보수(先배당 後출자)



<정리 4'> 식 (68)과 (69)가 성립한다고 하자. 그러면, 기업 1의 기업 2에 대한 최적 계열사 출자지분율은 다음과 같다.

$$s_{21}^* = \begin{cases} \widehat{s}_{21} & \text{if } \overline{s}_{21} \geq \widehat{s}_{21} \Leftrightarrow \frac{(1-d_1)r_1 + d_1r_1f_1}{e_2} \geq \underline{v}_2 \\ \overline{s}_{21} & \text{otherwise} \end{cases} \quad (44)'$$

여기서 \widehat{s}_{21} 과 \overline{s}_{21} 은 각각 식 (42)'과 (66)에 제시된 것과 같다.

<증명> 생략.

<정리 4'>을 제IV장의 <정리 4>와 비교할 때 두드러지는 차이 점은, <정리 4>에 나타난 바와 같이 「先출자 後배당」의 가정하에서는 r_1 의 크기가 창업주의 기업 2에 대한 지배권 확보에 중요했으나 「先배당 後출자」의 가정하에서는 <정리 4'>에 나타난 바와 같이 r_1 외에도 d_1 의 크기가 창업주의 지배권 확보에 중요한 역할을 한다는 점이다. 이는 다시 말하면 r_1 이 충분히 크다 하더라도 d_1 이 매우 크면 창업주의 기업 2에 대한 지배권 확보가 불가능할 수 있음을 보여 준다.

제0기에 대한 분석은 「先배당 後출자」의 가정하에서 질적인 변화는 없다. 다만 참고로 「先배당 後출자」를 가정했을 때 시기별 최적 선택과 이의 흐름도를 정리하면 <부표 1> 및 <부도 1>과 같다.

이상의 내용을 정리하면, 「先출자 後배당」의 가정하에서는 기업 1과 2의 이윤, 즉, r_1 과 r_2 의 크기가 창업주의 지배권 확보에 매우 중요했으나, 「先배당 後출자」의 가정하에서는 이 외에도 기업 1과 2의 배당률, 즉, d_1 과 d_2 가 매우 중요한 역할을 하게 된다. 이는 주주 중심주의의 확산으로 주주들에 대한 배당률이 높아지면 기업 1과 2의 이윤이 충분히 크다 하더라도 창업주가 지배권 확보를 위해 필요한 수준의 계열사 출자와 상호출자가 이루어지기 어렵고, 따라서 창업주의 지배권의 취득이 어려워지게 됨을 의미한다.

3. 직접지분에 의한 기업 1의 지배

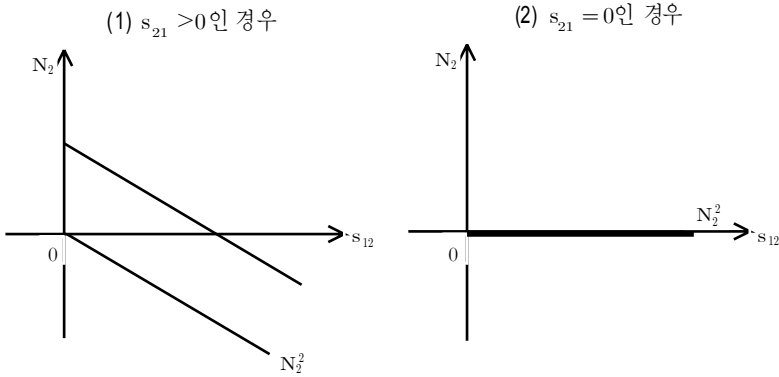
제IV장에서는 창업주가 자신의 직접지분만으로는 기업 1과 2에 대해 충분한 지배권을 확보할 수 없다고 가정하였다(<정리 2>의 첫 번째 가정). 이에 따라 제IV장에서는 창업주가 이들 기업을 지배하고 지배편익을 취하기 위해 계열사 출자 및 상호출자를 할 유인이 있었다.

본 소절에서는 이 가정을 완화하여 창업주가 자신의 직접지분만으로도 기업 1을 지배할 수 있을 경우, 즉, $f_1 \geq \underline{u}_1$ 인 경우 앞의 분석결과가 어떻게 달라지는지 살펴본다. 이러한 가정의 완화는 제3기에 대한 분석에는 전혀 영향을 주지 않고, 또한 제1기와 제0기의 분석에도 질적인 변화를 주지 못하므로 본 소절에서는 간략히 제2기에 대한 분석만 전개한다.²⁸⁾

제2기에서 창업주가 직면하는 최적화 문제는 제IV장의 식 (28)과 같으며, 최적 상호출자지분율을 표현한 식 (29)에도 변화가 없다. 다만, $f_1 < \underline{u}_1$ 이라는 가정이 전술한 바와 같이 $f_1 \geq \underline{u}_1$ 으로 바뀔 때 따라 식 (30)의 부대조건 A에서 $s_{12} \geq \underline{s}_{12}(f_1)$ 이 불필요해진다. 다시 말해서, 창업주는 자신의 직접지분만으로도 기업 1을 지배할 수 있으므로 기업 2의 기업 1에 대한 상호출자가 필요 없게 되는 것이다. 따라서 제IV장의 <그림 3>은 <그림 8>과 같이 변한다. 그러므로 <정리 2>는 아래와 같이 수정된다.

28) 시기별 최적선택과 흐름도는 각각 <부표 2>와 <부도 2>에 정리되어 있다.

| 그림 8. 상호출자지분율과 창업주의 보수($f_1 \geq v_1$)



<정리 2"> $f_1 \geq v_1$ 이고 $f_2 < v_2$ 라고 하자. 그러면 창업주의 최적 상호출자지분율은 다음과 같다.

$$s_{12}^* = \begin{cases} 0 & \text{if } s_{21} > 0 \\ s_{12} \in [0, \overline{s_{12}}] & \text{otherwise} \end{cases} \quad (31)''$$

<증명> 생략.

위의 <정리 2">은 쉽게 예상할 수 있었던 바와 같이 창업주가 직접지분만으로도 기업 1을 지배할 수 있는 경우 기업 2의 상호출자는 필요 없어지며, 창업주가 기업 2에 대한 자신의 직접지분과 계열사 출자지분으로 기업 2를 지배할 수 있지만 하면 창업주는 어렵지 않게 지배편익을 취할 수 있게 됨을 보여준다.²⁹⁾ 이러한 결과는 역으로 상호출자금지를 법으로 강제하는 경우 창업주 또는 지배주주는 상호출자 없이도 지배편익을 취할 수 있도록 기업 1에 대한 직접지

29) 이러한 결과는 「先출자 後배당」 또는 「先배당 後출자」의 가정에 영향 받지 않는다.

분율을 증대할 유인이 있음을 시사하며, 또한 이 경우 제IV장에서와는 달리 창업주가 상호출자를 위해 기업 2의 이윤(r_2)을 증대할 유인이 약화될 수 있음을 시사한다.

한편, 지배주주가 직접지분을 통해 기업 1을 지배하고 있음에도 불구하고 본 소절의 분석과는 달리 상호출자가 현실적으로 존재할 가능성은 여전히 남아 있는데, 이러한 경우에는 제V장 제1절에서 살펴본 바와 같이 상호출자의 목적이 지배권 확보가 아니라 자기자본 증대 또는 투자증대일 가능성이 크다.

4. 지배권 확보장치의 효과

본 소절에서는 창업주가 자신의 직접지분만으로는 기업 1과 2에 대해 충분한 지배권을 확보할 수 없다는 <정리 2>의 첫 번째 가정을 ‘완전히’ 완화하여 차등의결권제도의 도입 등을 통해 창업주가 상호출자 또는 계열사 출자 없이도 기업 1과 2를 지배할 수 있는 경우 앞의 분석결과가 어떻게 변화하는지를 살펴본다.³⁰⁾

(1) 지배편익의 취득

창업주가 차등의결권제도의 도입 등으로 기업 1과 2에 대한 지배권을 확보하고 있다고 전제하면, 제IV장의 식 (24)에 제시된 비용함수는 다음과 같이 단순화할 수 있다.

$$c(b, k) = \begin{cases} 0 & \text{if } b \leq \bar{b}(k) \\ \infty & \text{otherwise} \end{cases} \quad (24)'$$

단, $c(0, k) = 0$ 이고, $d\bar{b}(k)/dk < 0$

따라서 제IV장의 <정리 1>은 아래와 같이 수정된다.

<정리 1'> 창업주의 지배편익 취득비용이 식 (24)'과 같다고 하자. 그러면 창업주의 순보수를 극대화하는 최적 지배편익은 식 (27)'과

30) Almeida and Wolfenzon(2006)은 오직 이 경우에 대해서만 분석하고 있다.

같다.

$$b^* = \bar{b}(k) (< r_2) \quad (21)'$$

<증명> 생략.

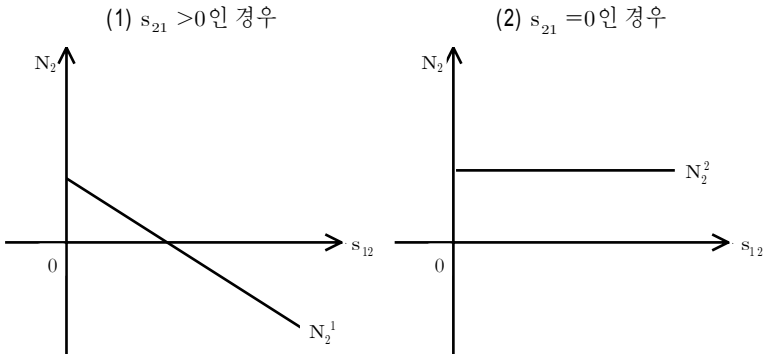
다시 말하면, 창업주는 제3기에서 '비용 없이 취득 가능한 지배편익의 상한'을 취하는 것이 최선이다.

(2) 기업 2의 상호출자

제2기에서 창업주가 직면하는 최적화 문제는 제IV장의 식 (28)과 같고, 최적 상호출자지분율을 나타낸 식 (29)도 동일하다. 그러나 가정의 변화에 따라 식 (30)과 <그림 3>은 다음과 같이 수정된다.

$$N_2 = \begin{cases} N_2^1 = -s_{12} [r_2 s_{21} (f_2 + s_{21} f_1) + r_1 s_{21} f_1] + \bar{b}(1 - f_2 - s_{21} f_1) & \text{if } s_{21} > 0 \\ N_2^2 = \bar{b}(1 - f_2) & \text{if } s_{21} = 0 \end{cases} \quad (30)'$$

| 그림 9. 상호출자지분율과 창업주의 보수(지배권 확보장치 존재 시)



따라서 <정리 2>의 식 (31)은 제V장 제3절 <정리 2''>의 식 (31)''과 같게 된다. 즉, $s_{21} > 0$ 인 경우 상호출자를 전혀 하지 않는 것이 창업주의 입장에서 최선이고, $s_{21} = 0$ 인 경우에는 상호출자를 하든, 안 하든, 또는 얼마를 하든 상관없다.

(3) 기업 2의 설립과 계열사 출자

가. 기업 2에 대한 직접지분율(f_2^*)

우선 '先출자 後배당'을 가정해 보자. 그러면, 창업주가 직면하는 최적화 문제는 식 (32)와 동일하며, 식 (33)과 (34)도 그대로 유효하다. 다만, 식 (32)의 제약조건 (ii)와 (iii)에서 최적 지배편의와 최적 상호출자지분율은 각각 식 (27)'과 (31)''으로 대체된다.

이에 따라 식 (35)는 다음과 같이 수정된다.

$$N_3 = \begin{cases} N_3^1 = (-i_2 + 2r_2 - \bar{b})f_2 + \bar{b}(1 - s_{21}f_1) & \text{if } s_{21} > 0 \\ N_3^2 = (-i_2 + 2r_2 - \bar{b})f_2 + \bar{b} & \text{if } s_{21} = 0 \end{cases} \quad (35)'$$

따라서 $(-i_2 + 2r_2 - \bar{b}) > 0$ 이라는 가정하에서 창업주의 최적 직접지분율은 s_{21} 에 관계없이 '취득가능 최대직접지분율'이 된다 ($f_2^* = \bar{f}_2$).

이제 '先배당 後출자'를 가정해 보자. 이 경우 달라지는 것은 식 (32)의 최적화 문제에서 예산제약 조건이 식 (65)로 바뀐다는 것 뿐이다. 따라서 제4장의 <정리 3>은 다음과 같이 수정된다.

<정리 3''> $(-i_2 + 2r_2 - \bar{b}) > 0$ 이라고 하자. 그러면 기업 2에 대한 창업주의 최적 직접지분율은 다음과 같다.

$$f_2^* = \bar{f}_2 = \begin{cases} r_1 f_1 / e_2 - s_{21} f_1 & \text{if 선출자 후배당} \\ d_1 r_1 f_1 / e_2 & \text{if 선배당 후출자} \end{cases} \quad (37)''$$

<증명> 생략.

<정리 3">을 <정리 3> 및 <정리 3'>과 비교하면, 가정과 부대조건들이 단순해진 것 외에는 질적인 차이가 전혀 없다. 즉, 어떤 경우이든 창업주는 기업 2에 대한 자신의 직접지분율을 최대한 높이는 것이 최선이다.

나. 계열사 출자지분율(s_{21}^*)

'先출자 後배당'의 가정하에서 창업주의 최적화 문제는 식 (38)과 같으며, 식 (39) 및 (40)도 그대로 유효하다. 그러나 식 (38)의 제약조건들의 내용이 변경됨에 따라 식 (41)은 다음과 같이 수정된다.

$$N_4 = (-i_2 + 2r_2 - \bar{b}) \frac{r_1 f_1}{e_2} + \bar{b} \quad (41)''$$

즉, 창업주의 보수식은 s_{21} 의 값에 관계없이 일정하며, 또한 창업주의 보수 그 자체도 s_{21} 과 독립적이다. 따라서 $s_{21}^* = s_{21} \in [0, \bar{s}_{21}]$ 이다.

다음으로 '先배당 後출자'를 가정해 보자. 이 경우 창업주의 최적화 문제는 식 (38)과 유사하나 제약조건들이 변함에 따라 식 (41)은 다음과 같이 수정된다.

$$N_4 = (-i_2 + 2r_2 - \bar{b}) s_{21} f_1 + \bar{b} \quad (41)'''$$

따라서 $s_{21}^* = \overline{s_{21}} = \frac{(1-d_1)r_1}{e_2}$ 이 된다.

이를 종합하면 <정리 4>는 다음과 같이 수정된다.

<정리 4"> 기업 1의 기업 2에 대한 최적 계열사 출자지분율은 다음과 같다.

$$s_{21}^* = \begin{cases} s_{21} \in [0, \overline{s_{21}}] = [0, r_1/e_2] & \text{if 선출자 후배당} \\ \overline{s_{21}} = (1-d_1)r_1/e_2 & \text{if 선배당 후출자} \end{cases} \quad (44)''$$

<증명> 생략.

<정리 4">을 <정리 4> 및 <정리 4'>과 비교하면, 가정과 부대조건이 단순해진 것 외에도 최적치의 값에 큰 변화가 있다. 이러한 변화의 핵심은 창업주가 차등의결권제도 등을 통하여 기업 1과 2를 얼마든지 지배할 수 있기 때문에 더는 계열사 출자를 통한 지배권 확보에 신경 쓰지 않는다는 데 있다. 이는 식 (44)''의 최적치들이 식 (44)과 (44)'에서 지배권을 확보할 수 없는 경우의 최적선택(즉, 두 번째 행)과 동일하다는 데서도 금방 알 수 있다.

식 (44)''과 관련하여 보다 본질적인 질문은 '先출자 後배당'을 가정할 때와 '先배당 後출자'를 가정할 때의 최적치가 왜 다른가 하는 점일 것이다. 우선 '先출자 後배당'의 가정하에서 창업주의 보수는 총지분($f_2 + s_{21}f_1 = r_1f_1/e_2$)의 크기에 좌우되는데(식 (41)'' 참조), f_2 와 s_{21} 이 예산제약 조건에 의해 상호의존적이고, 기업 1의 계열사 출자 이후 창업주의 배당수익은 $f_2^* = \overline{f_2}$ 에 의해 '전액' 기업 2에 출자되므로 결과적으로 창업주의 보수는 기업 1이 기업 2에 얼마를 출자하든 상관없게 된다. 반면, '先배당 後출자'의 가정하에서는 주주들

에게 지급될 배당률이 먼저 결정됨으로써 f_2 와 s_{21} 간의 상호의존성이 사라지고, 기업 1의 배당 이후의 잔여이윤은 계열사에 출자되지 않을 경우 기업 1의 사내유보로 남게 된다. 그런데 창업주의 보수는 계열사 출자지분율(s_{21})의 크기에 좌우되기 때문에(식 (41) 참조) 창업주의 입장에서는 기업 1이 기업 2에 가능한 많이 출자할 때 보수가 극대화된다.

(4) 기업 1의 설립과 창업주의 출자지분율(f_1^*)

제0기에서 창업주가 직면하는 최적화 문제는 식 (45)와 같다. 단, b^* , s_{12}^* , f_2^* 및 s_{21}^* 는 각각 식 (27)', (31)", (37)", (44)"에 제시된 것과 같다. 즉, 식 (45)'과 같이 나타낼 수 있다.

$$\max_{f_1} N_F \quad \text{단,} \begin{cases} (i) b = \bar{b} \\ (ii) s_{12} = s_{12}^* = \begin{cases} 0 & \text{if } s_{21} \neq 0 \\ s_{12} \in [0, \bar{s}_{12}] & \text{if } s_{21} = 0 \end{cases} \\ (iii) f_2 = f_2^* = \begin{cases} (r_1/e_2 - s_{21}^*)f_1 & \text{if 선출자 후배당} \\ d_1 r_1 f_1 & \text{if 선배당 후출자} \end{cases} \\ (iv) s_{21} = s_{21}^* = \begin{cases} s_{21} \in [0, r_1/e_2] & \text{if 선출자 후배당} \\ s_{21} = (1-d_1)r_1/e_2 & \text{if 선배당 후출자} \end{cases} \end{cases} \quad (45)'$$

따라서 식 (48)은 다음과 같이 변한다.

$$N_5 = [(-i_1 + 3r_1) + (-i_2 + 2r_2 - \bar{b})\frac{r_1}{e_2}]f_1 + \bar{b} \quad (48)'$$

식 (48)'은 창업주의 보수가 「先출자 後배당」 또는 「先배당 後출자」의 가정과 관계없이 동일하며, 기업 1에 대한 자신의 직접지분율

의 1차식임을 나타낸다. 그러므로 창업주의 기업 1에 대한 최적 직접지분율은 <정리 5>의 식 (51)과 같게 된다. 즉, $f_1^* = \bar{f}_1$.

(5) 결과 종합

지금까지의 분석결과를 시간 순으로 정리하면 <표 5>와 같으며, 이를 흐름도로 작성하면 <그림 10>과 같다.

표 5. 시기별 최적선택(지배권 확보장치 존재 시)

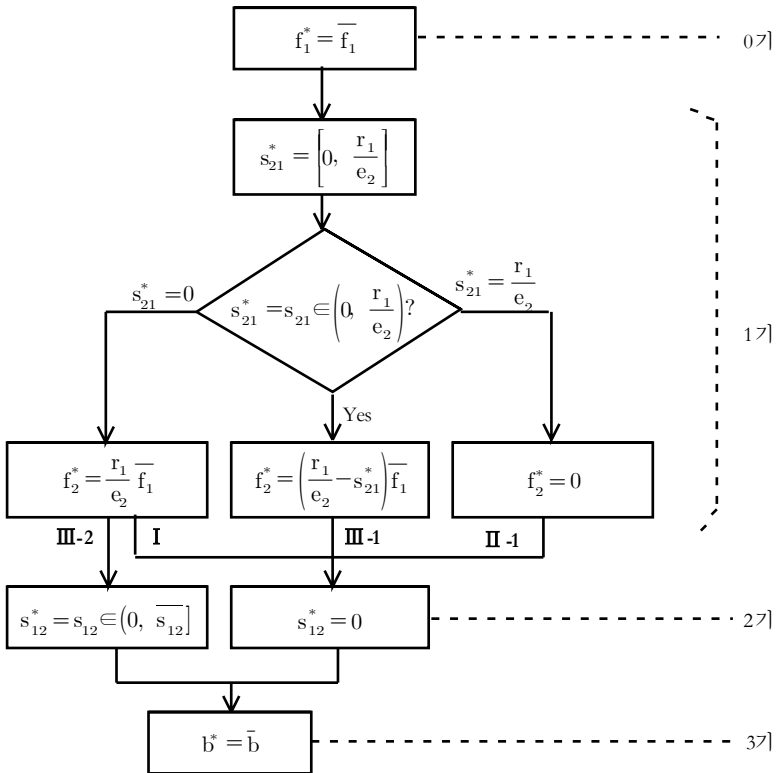
시기	최적선택
제0기	$f_1^* = \bar{f}_1$
제1기	$s_{21}^* = \begin{cases} s_{21} \in [0, \bar{s}_{21}] = [0, r_1/e_2] & \text{if 선출자 후배당} \\ s_{21} = (1-d_1)r_1/e_2 & \text{if 선배당 후출자} \end{cases}$ $f_2^* = \bar{f}_2 = \begin{cases} r_1 f_1 / e_2 - s_{21} f_1 & \text{if 선출자 후배당} \\ d_1 r_1 f_1 / e_2 & \text{if 선배당 후출자} \end{cases}$
제2기	$s_{12}^* = \begin{cases} 0 & \text{if } s_{21} > 0 \\ s_{12} \in [0, \bar{s}_{12}] & \text{otherwise} \end{cases}$
제3기	$b^* = \bar{b}(k) (< r_2)$

<그림 10>에 잘 나타나 있듯이 창업주가 지배권 확보장치를 도입하여 기업 1과 2를 계열사 출자 없이 지배할 수 있는 경우 제IV장에 서와는 달리 <그림 2>의 소유구조 유형 중 상호출자가 있는 유형 II-2와 IV는 더는 균형을 이루지 못하게 된다. 또한 당연한 결과지만, 4가지의 균형 소유구조 모두에서 창업주는 지배편익을 취할 수

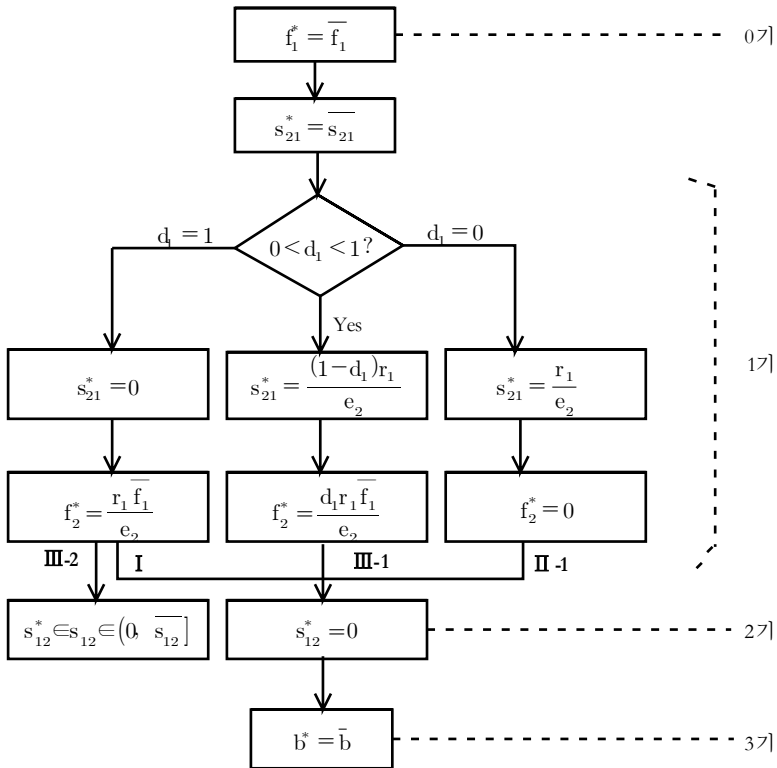
있게 된다.

| 그림 10. 최적선택 흐름도(지배면 확보장치 존재 시)

(1) 先출자 後배당



(2) 先배당 後출자



이러한 결과는 구미 선진국의 기업집단 소유구조와 우리나라의 기업집단 소유구조의 차이를 설명해 주는 한 가지 단초를 제공해 준다. 주지하다시피 우리나라의 기업집단 소유구조는 계열사 간 출자로 인해 대체로 복잡하게 얽혀 있는 반면, 구미 선진국의 기업집단 소유구조는 상대적으로 단순한 모양을 하고 있다. 본 연구결과는 이러한 소유구조의 차이가 지배권 확보장치의 도입 여부와 밀접히 관련되어 있음을 시사한다.

또한 본 연구는 지배권 확보장치를 도입함으로써 ‘지배권 확보를 목적으로 한’ 상호출자를 근원적으로 해소하고 이를 통해 소유구조를 보다 단순·투명하게 할 수는 있지만, 이 경우 지배주주의 지배편익 취득으로 인해 ‘그룹으로서의 외부주주’의 보수에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있고, 창업주 또는 지배주주가 지배권 확보를 위해 기업 1과 2의 성과를 제고할 유인도 약화될 수 있음을 아울러 시사한다.³¹⁾

31) 그럼에도 불구하고 구미 선진국에서 차등의결권제도 등의 도입을 반대하지 않는 이유는 문제의 본질이 창업주 또는 지배주주와 외부주주 간의 분배문제이며, 이는 창업주와 주주들이 알아서 할 일이고, 외부주주의 입장에서 차등의결권제도를 도입하는 기업이 싫으면 처음부터 지분참여를 하지 않거나 사후적으로 지분을 매각하면 된다는 인식이 지배적이기 때문이다.

VI. 결론



본 연구는 기업집단의 소유구조 형성에 관한 이론모형을 구축하여 어떠한 소유구조가 균형에서 도출되는지를 살펴보고, 이를 통해 수평구조, 수직구조, 혼합구조 등 다양한 소유구조의 형성원리와 유인체계를 분석하고 있다. 또한 본 연구는 균형에서 도출되는 각각의 소유구조가 창업주와 외부주주 간의 보수 분배에 미치는 효과를 분석하고 있다. 본 연구는 이러한 분석과 분석모형의 변형을 통하여 상호출자금지, 주주중심주의의 확산, 차등의결권제도의 도입 등 기업집단 관련시책이 기업집단의 소유구조와 유인체계에 어떠한 영향을 주는지에 대해서도 분석하고 있다.

본 연구에서 구축한 분석모형의 타이밍은 4기로 구성되어 있다. 제0기에서 창업주는 기업 1을 설립하고 기업 1에 대한 자신의 출자지분율을 결정한다. 제1기에서 창업주는 기업 1의 이윤을 재원으로 기업 2를 설립하고, 기업 2에 대한 자신의 직접지분율과 기업 1의 출자지분율을 결정한다. 제2기에서 창업주는 기업 2의 기업 1에 대한 상호출자지분율을 결정한다. 마지막으로 제3기에서 창업주는 기업 2로부터 지배편익을 취하고 그 취득비용을 부담한다. 여기서 지배편익의 취득비용은, 창업주가 기업 2에 대하여 충분한 지배권을 보유하고 일정수준 이하의 지배편익을 취하는 경우에는 영(0)이지만 그렇지 않은 경우에는 무한대가 된다고 가정하고 있다.

이러한 타이밍과 가정을 전제로, 본 연구에서는 후방귀납법에 따라 균형을 도출하고 있다. 즉, 마지막 기에서의 균형을 먼저 도출하고, 이를 주어진 것으로 하여 시간의 역순에 따라 제2기, 제1기 및 제0기에서의 균형을 차례로 도출하고 있다.

제IV장에서는 먼저 (i) 창업주가 자신의 직접지분만으로는 기업 1과 2를 지배할 수 없으며, (ii) 기업들은 주주들에 대한 배당에 앞서

타 기업에 대한 출자를 먼저 행하고, (iii) 기업 2가 기업 1에 상호출자를 할 때 ‘구주’를 취득하는 방식으로 출자한다는 가정하에 분석을 전개하고 있다. 이 경우 제3기에서 창업주는 기업 2에 대해 충분한 지배권을 확보한 경우 ‘비용 없이 취득 가능한 지배편익의 상한’을 취하고, 그렇지 않은 경우 지배편익을 전혀 취하지 않는 것이 최적이다. 이때 창업주가 지배편익으로부터 얻는 실익은 기업 2에 대한 창업주의 총지분이 증가할수록 감소하며, 창업주가 비용 없이 취득 가능한 ‘지배편익의 상한’은 투자자 보호수준, 시장경쟁의 정도 등 법적·제도적 환경이 개선될수록 감소한다.

제2기에서는 (i) 기업 2에 대한 창업주의 직접지분과 기업 1의 지분의 합이 기업 2를 지배하는 데 필요한 최소지분율보다 크거나 같고, (ii) ‘취득가능 최대상호출자지분율’이 ‘최소필요 상호출자지분율’보다 작지 않으며, (iii) 상호출자를 하는 것이 창업주의 보수증대에 기여할 수 있는 경우, 창업주의 보수를 극대화하는 최적 상호출자지분율은 기업 2를 지배하는 데 필요한 ‘최소필요 상호출자지분율’이다. 그러나 상기 세 가지 조건 중 어느 하나라도 성립하지 않고 또한 기업 1이 이미 기업 2에 출자한 경우, 창업주의 입장에서는 기업 2가 기업 1에 상호출자를 전혀 하지 않는 것이 최적이다. 단, 기업 1이 기업 2에 출자하지 않았다면, 창업주의 입장에서는 기업 2가 기업 1에 출자를 하든 안 하든 또는 얼마를 출자하든 상관이 없다.

제1기에서 창업주는 일정한 조건이 충족되는 경우, 기업 1로부터 받은 배당금 전액을 기업 2에 출자함으로써 기업 2에 대하여 가능한 높은 직접지분율을 보유하는 것이 최적이다. 또한 기업 1의 이윤으로 기업 2를 지배하기 위한 충분한 지분을 확보할 수 있는 경우, 창업주는 기업 2에 대한 자신의 직접지분율과 기업 1의 출자지분율

의 합이 기업 2를 지배하는 데 필요한 최소지분율이 되도록 기업 1의 기업 2에 대한 출자지분율을 정하는 것이 최적이다. 그러나 기업 1의 이윤으로 기업 2를 지배하기 위한 충분한 지분을 확보할 수 없는 경우에는 기업 1이 기업 2에 출자를 하든 안 하든 또는 얼마를 출자하든 창업주에게는 상관이 없다.

제0기에서 창업주는 자신이 조달한 창업자금 모두를 기업 1의 설립에 투입하고, 또한 기업 1의 자기자본 규모를 기업 1의 ‘최소필요투자’ 규모와 일치하게 함으로써 기업 1에 대하여 가능한 한 높은 직접지분율을 보유하는 것이 최적이다.

이상의 분석결과가 의미 또는 시사하는 바는 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 상호출자가 무조건 창업주 또는 지배주주에게 이익이 되는 것이 아니고, ‘최소필요 상호출자지분율’ 미만의 출자는 오히려 출자하지 않은 것만 못하며, 동 출자지분율을 초과하여 출자하는 경우 상호출자는 창업주 또는 지배주주의 순보수를 감소케 한다. 둘째, 상호출자는 창업주 또는 지배주주의 그룹 지배권 확보와 밀접한 관련이 있다. 셋째, 기업 1의 이윤 및 기업 2의 이윤의 크기는 창업주의 그룹지배권 확보에 관건이 되며, 따라서 창업주는 지배편익의 취득에 앞서 기업 1과 2의 성과를 최대한 증대할 유인이 있다.

한편, 본 연구는 이상과 같은 시기별 최적선택으로부터 7개의 균형 소유구조 유형을 도출하고 있는데, 이는 수평구조(유형 I), 수직구조(유형 II-1), 상호출자 있는 수직구조(유형 II-2), 상호출자 없는 혼합구조(유형 III-1, III-2, III-3), 상호출자 있는 혼합구조(IV) 등이다. 본 연구에서는 이들 7개의 균형 소유구조 유형별로 창업주, 외부주주 1, 외부주주 2, 외부주주 전체 및 사회 전체의 순보수를 구하고 있는데, 일정한 조건하에서 모두 양(+)으로 나타나고 있다. 이는 그러한 조

건하에서 창업주는 기업 1과 2를 설립할 유인이 있고, 외부주주 1과 2는 각각 기업 1과 2에 출자할 유인이 있으며, 따라서 앞에서 도출한 7개의 균형 소유구조 모두 실현 가능하고 사회적으로도 바람직한 함을 의미한다.

이러한 연구는 소유구조 유형 간 순보수를 비교하고 있다. 그 결과에 따르면, 창업주의 순보수는 유형 I, II-1, III-1, III-2에서 모두 같지만 유형 II-2, III-3, IV에서 더 높다. 외부주주 전체의 순보수는 전술한 4개 유형, 즉, 유형 I, II-1, III-1, III-2에서 모두 동일하다. 그러나 외부주주 1의 순보수는 유형 II-1(수직구조)에서 가장 높고, 유형 I(수평구조)에서 가장 낮으며, 유형 III-1(혼합구조)에서 그 중간이다. 반면, 외부주주 2의 순보수는 반대로 유형 I(수평구조)에서 가장 높고, 유형 II-1(수직구조)에서 가장 낮으며, 유형 III-1(혼합구조)에서 그 중간이다. 사회 전체의 순보수는 창업주 순보수의 경우와 마찬가지로 유형 I, II-1, III-1, III-2 등 4개 유형에서 모두 동일하지만, 나머지 3개 유형(유형 II-2, III-3, IV)에서 더 높다.

이와 같은 소유구조 유형별 순보수의 비교결과는 우리나라의 기업집단지책 또는 소유구조 개선정책과 관련하여 중요한 의미를 내포하고 있다. 즉, 우리나라는 경제력집중을 억제하고 대규모 기업집단의 소유구조를 개선한다는 취지하에 계열사 간 상호출자를 전면 금지하고 있는데, 이는 사회 순보수가 가장 높은 유형 IV와 II-2의 출현을 원천적으로 금지하는 것이며, 따라서 효율성과 상충되는 것이다. 상호출자금지라는 분배 측면에서도 바람직한 정책이라고 단언하기 어려운데, 이는 상호출자가 있는 유형 IV와 II-2에서 창업주의 순보수 및 사회 순보수가 가장 높기 때문이다. 만일 창업주 또는 지배주주가 지배편익을 취하기 위해 기업 1과 2의 성과를 높인 후, 기

업 1과 2의 초과성과를 ‘초과’하는 지배편익을 취한다면 상호출자금지
 는 외부주주의 입장에서 바람직한 정책이라고 할 수 있다. 그러나
 반대로 창업주 또는 지배주주가 기업 1과 2의 초과성과 중 일부만을
 지배편익으로 취한다면 상호출자금지에는 효율성 측면에서뿐만 아니
 라 분배 측면에서도 바람직한 정책이 될 수 없다. 이런 점을 고려한
 다면, 상호출자의 폐해를 방지하기 위한 수단으로는 현재와 같은 직
 접적인 상호출자금지보다는 투자자 보호, 시장경쟁의 촉진 등 제도
 적 환경을 개선함으로써 창업주 또는 지배주주가 취할 수 있는 지배
 편익의 크기를 줄이는 것이 효율성과 분배 측면에서 더 바람직하다.

본 연구의 제V장에서는 제III장과 제IV장에서 전제한 3가지 주요
 가정을 완화 또는 변형하여 분석을 전개하고 있다. 주지하다시피 제
 IV장에서는 기업 2가 기업 1에 상호출자를 할 때 외부주주 1로부터
 ‘구주’를 취득하는 방식으로 출자한다고 가정하였다. 이에 따라 기업
 2의 상호출자는 오직 창업주의 지배권 확보와 지배편익 취득의 수
 단으로만 기능하였다. 그러나 제V장 제1절에서와 같이 기업 2가 ‘신
 주’를 취득하는 방식으로 기업 1에 출자하는 경우, 이러한 상호출자
 는 창업주의 기업 1에 대한 지배권 확보에는 불리하지만 기업 1의
 자기자본 확대에는 도움이 된다. 게다가 만일 기업 1의 투자가 가분
 적(可分的)이라면 기업 2의 ‘신주취득’에 의한 상호출자는 기업 1의
 투자 및 이윤 증대를 가져올 수 있게 된다.

제V장 제1절의 분석에서 주목할 만한 것은 상호출자에 의한 ‘소수
 주주의 간접화 현상’에 관한 것이다. 분석에 따르면, ‘구주취득’에 의
 한 상호출자의 경우 상호출자로 인해 간접화되는 주주는 개별주주
 가 아니라 ‘그룹으로서의 외부주주 전체’이며, ‘신주취득’에 의한 상
 호출자의 경우에는 간접화되는 주주가 소수주주뿐만 아니라 창업주

를 제외한 모든 기존주주이고, 간접화되는 정도도 모든 주주에게 동일하다는 점이다. 또 한 가지 주목할 점은, 같은 상호출자라 하더라도 ‘그룹으로서의 외부주주’의 간접화 현상은 ‘신주취득’에 의한 상호출자보다 ‘구주취득’에 의한 상호출자의 경우에 더 심하다는 것이다. 이는 역으로 말하면, 창업주의 입장에서 ‘구주취득’에 의한 출자가 지배권 확보에 더 유리하다는 것을 의미한다. 그럼에도 불구하고 ‘신주취득’에 의한 출자가 드물지 않게 발생하는데, 이는 전술한 바와 같이 ‘신주취득’방식이 피출자 기업의 자기자본 및 투자 확대 측면에서 유리하기 때문이다.

제V장 제2절에서는 ‘先출자 後배당. 대신 ‘先배당 後출자.를 가정하여 제2기 및 제1기에 대한 분석을 전개하고 있다. 이 경우 분석과정과 결과에서 배당률이 중요한 역할을 하게 된다. 즉, ‘先출자 後배당.의 가정하에서는 기업 1과 2의 이윤의 크기가 기업들의 출자 능력과 창업주의 지배권 확보에 매우 중요했으나, ‘先배당 後출자.의 가정하에서는 이 외에도 기업 1과 2의 배당률이 기업 1의 계열사 출자, 기업 2의 상호출자 및 창업주의 지배편익 취득에 중요한 역할을 하게 된다. 이는 주주중심주의의 확산으로 주주들에 대한 배당률이 높아지면 기업 1과 2의 이윤이 충분히 크다 하더라도 창업주가 지배권 확보를 위해 필요한 수준의 계열사 출자와 상호출자가 이루어지기 어렵고, 따라서 창업주의 지배편익 취득이 어려워지게 됨을 의미한다.

제V장의 제3절과 제4절에서는 창업주가 자신의 직접지분만으로는 기업 1과 2에 대해 충분한 지배권을 확보할 수 없다는 가정을 완화하여 분석을 전개하고 있다. 먼저 제3절에서는 창업주가 자신의 직접지분만으로 기업 1을 지배할 수 있는 경우를 분석하고 있다. 이

경우 기업 2의 상호출자는 필요 없어지며, 창업주가 기업 2에 대한 자신의 직접지분과 계열사 출자지분으로 기업 2를 지배할 수 있지만 하면 창업주는 어렵지 않게 지배편익을 취할 수 있게 된다. 이러한 결과는 역으로 상호출자를 법으로 금지하는 경우 창업주 또는 지배주주는 상호출자 없이도 지배편익을 취할 수 있도록 기업 1에 대한 직접지분을 증대할 유인이 있음을 시사하며, 또한 이 경우 제IV장에서와는 달리 창업주가 상호출자를 위해 기업 2의 이윤을 증대할 유인이 약화될 수 있음을 시사한다. 그럼에도 불구하고 지배주주가 직접지분을 통해 기업 1을 지배하고 있는 경우에도 상호출자가 현실적으로 존재할 가능성이 있는데, 이 경우에는 전술한 바와 같이 상호출자의 목적이 지배권 확보가 아니라 자기자본 및 투자 증대일 가능성이 크다.

제V장 제4절에서는 차등의결권제도의 도입 등을 통해 창업주가 상호출자 또는 계열사 출자 없이도 기업 1과 2를 지배할 수 있는 경우를 분석하고 있다. 이 경우 창업주는 제3기에서 무조건 ‘비용 없이 취득 가능한 지배편익의 상한’을 취하는 것이 최선이다. 제2기에서는 기업 1이 기업 2에 출자한 경우 상호출자를 전혀 하지 않는 것이 창업주의 입장에서 최선이고, 반대로 기업 1이 기업 2에 출자하지 않은 경우에는 상호출자를 하든 안 하든 또는 얼마를 하든 창업주에게는 상관이 없다. 제1기에서 창업주는 제IV장에서와 같이 기업 2에 대한 자신의 직접지분을 최대한 높이는 것이 최선이다. 그러나 기업 1의 기업 2에 대한 출자에 있어서는, ‘先출자 後배당’의 경우 얼마가 출자되든 창업주에게는 상관이 없고, ‘先배당 後출자’의 경우에는 배당 이후 출자가 가능한 자금을 모두 출자하는 것이 창업주의 보수를 극대화하는 방법이다. 제0기에서 창업주는 제IV장에서와

같이 기업 2에 대한 자신의 직접지분율을 최대한 높이는 것이 최선이다.

이러한 제V장 제4절의 결과를 종합하면, 창업주가 지배권 확보장치를 도입하여 기업 1과 2를 계열사 출자 없이 지배할 수 있는 경우 상호출자가 있는 유형 II-2와 IV는 더는 균형을 이루지 못하게 된다. 또한 균형에서 나타나는 4가지의 소유구조 모두에서 창업주는 지배편익을 취할 수 있게 된다.

이러한 결과는 계열사 간 출자로 복잡하게 얽혀 있는 우리나라 기업집단의 소유구조가 지배권 확보장치의 부재와 밀접히 관련되어 있음을 시사한다. 또한 지배권 확보장치를 도입함으로써 ‘지배권 확보를 목적으로 한’ 상호출자를 근원적으로 해소하고 이를 통해 소유구조를 보다 단순·투명하게 할 수는 있지만 이 경우 지배주주의 지배편익 취득으로 인해 ‘그룹으로서의 외부주주’의 보수에 부정적인 영향을 미칠 수 있고, 창업주 또는 지배주주가 지배권 확보를 위해 기업 1과 2의 성과를 제고할 유인이 약화될 수 있음을 시사한다.

- 강형철·박경서·장하성, 「기업집단의 계열사간 거래의 결정요인」, 『재무 연구』, 제19권, 제1호, 2006. 5(a).
- _____, 「한국 재벌기업집단의 그룹구조 결정요인에 관한 연구」, 『재무 연구』, 제19권, 제1호, 2006. 5(b).
- 김경수·김우택·박상수·장대홍, 「상호주식보유와 기업재무정책」, 『경제학연구』, 제46집 제4호, 1998.
- Aghion, P. and P. Bolton, “An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting,” *Review of Economic Studies*, 59, 1992, pp.473-494.
- Almeida, H. and D. Wolfenzon, “A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups,” *The Journal of Finance*, Vol.LXI, No.6, December 2006.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, “Tunneling or Value Added?: Evidence from Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Finance*, 57(6), 2002.
- Baek, J., J. Kang, and Kyung S. Park, “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis,” forthcoming in *Journal of Financial Economics*, 2004.
- Barca, F. and M. Becht, *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press, 2001.

- Bebchuck, L., R. Kraakman, and G. Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," NBER Working Paper 6951, 1999.
- Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: The McMillan Company, 1932.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan, "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups," *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), February 2002, pp.121-148.
- Caselli, F. and N. Gennaioli, "Dynamic Management," NBER Working Paper 9442, 2003.
- Chang, S.J. and J. Hong, "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions," *Academy of Management Journal*, 43, 2000, pp.429-448.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 2000, pp.81-112.
- Demsetz, H., "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics* 26, 1983.
- Demsetz, H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy* 93, 1985.
- Dyck, A. and L. Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison," *The Journal of Finance*, Vol.LIX, No.2, April 2004.
- Faccio, M. and L. Lang, "The Ultimate Ownership in Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65(3), 2002, pp.365-395.
- Fama, F., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88, 1980.

- Fama, F. and M. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983.
- Franks, J. and C. Mayor, "Ownership and Control of German Corporations," *Review of Financial Studies*, 14, 2001, pp.943-977.
- Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton, "Propping and Tunneling," NBER Working Paper Series, September 2003.
- Guillen, M., "Business Groups in Emerging Economies: A Resource-Based View," *Academy of Management Journal*, 43, 2000, pp.362-380.
- Harris, M. and A. Raviv, "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp.203-235.
- Jensen, M. and W. Meckling, "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 1976.
- Jensen, M. and R. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, 1983.
- Joh, Sung Wook, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, 68(2), 2003, pp.287-322.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review*, Paper and Proceedings 90, 2000.
- Khanna, T., "Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions," *European Economic Review*, 44, 2000, pp.748-761.
- Khanna, T. and K. Palepu, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, 55(2), 2000, pp.867-893.
- _____, "Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Countries," *Harvard Business Review*, 75, 1997, pp.41-51.

- _____, “The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets,” *Harvard Business Review*, 77, 1999, pp.125-134.
- _____, “Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance,” in R. Morck (ed), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, 2001.
- Khanna, T and J. Rivkin, “Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets,” *Strategic Management Journal*, 22(1), 2001, pp.45-74.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, 54(2), 1999, pp.471-517.
- _____, “Investor Protection and Corporate Valuation,” *Journal of Finance*, 57, 2002, pp.1147-1170.
- Morck, R. and M. Nakamura, “Been There, Done That: A History of Corporate Ownership in Japan,” NBER Working Paper, 2004.
- Morck, R. A. Schleifer, and R. Vishny, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 20, 1988.
- Morck, R., D. Strangeland, and B. Yeung, “Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease?,” NBER Working Paper 6841, 1998.
- Morck, R., D. Wolfenzon, and B. Yeung, “Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth,” NBER Working Paper 10692, 2004.
- Roe, M., *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press, 2003.

기업집단의 소유구조에 관한 이론모형 분석과 시사점

부 록



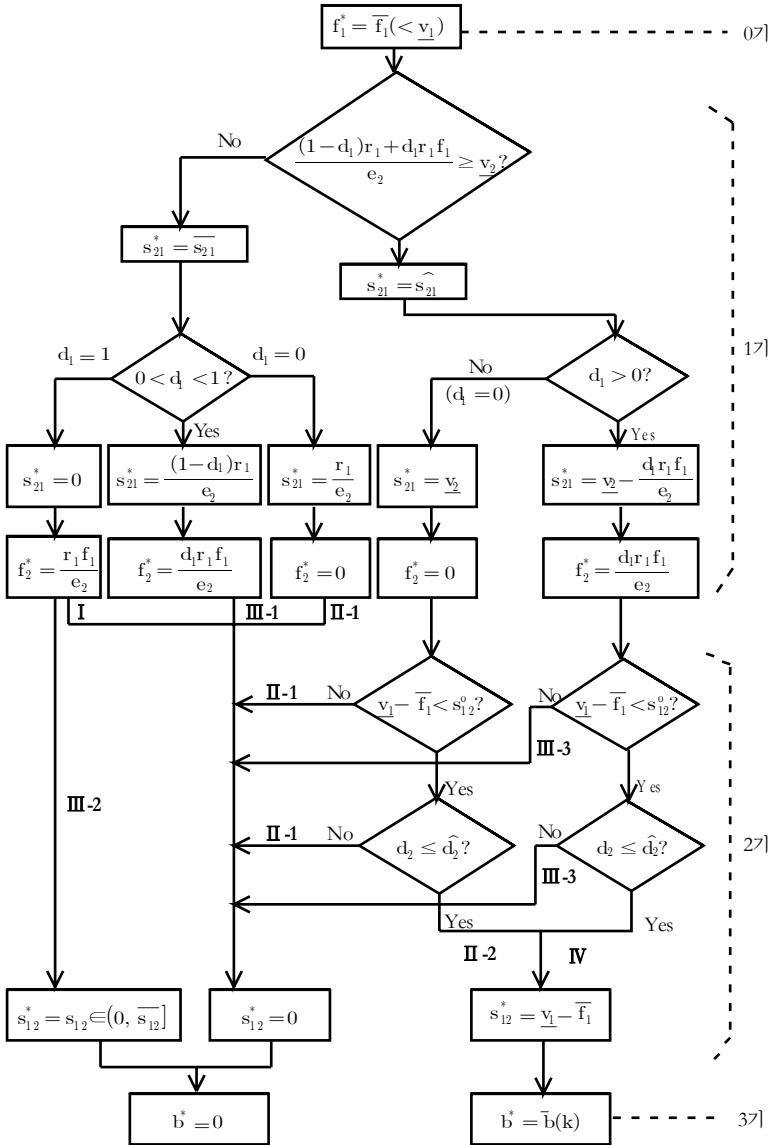
표 1. 시기별 최적선택(先배당 後출자)

시기	최적선택
제0기	$f_1^* = \bar{f}_1$
제1기	$s_{21}^* = \begin{cases} \hat{s}_{21} = \underline{v}_2 - \frac{d_1 r_1 \bar{f}_1}{e_2} & \text{if } \frac{(1-d_1)r_1 + d_1 r_1 \bar{f}_1}{e_2} \geq \underline{v}_2 \\ \frac{(1-d_1)r_1}{e_2} & \text{otherwise} \end{cases}$ $f_2^* = \bar{f}_2 = d_1 r_1 \bar{f}_1 / e_2$
제2기	$s_{12}^* = \begin{cases} s_{12} = \underline{v}_1 - \bar{f}_1 & \text{if } \bar{f}_2 + s_{21}^* \geq \underline{v}_2, d_2 \leq \hat{d}_2, \text{ and } s_{12} < s_{12}^\circ \\ 0 & \text{otherwise } (s_{21}^* \neq 0) \\ s_{12} \in [0, \bar{s}_{12}] & \text{if } s_{21}^* = 0 \end{cases}$ <p>여기서 $s_{12}^\circ = \frac{\bar{b}(1 - \bar{f}_2 - s_{21}^* \bar{f}_1)}{r_2 s_{21}^* (\bar{f}_2 + s_{21}^* \bar{f}_1) + r_1 s_{21}^* \bar{f}_1}$, $\hat{d}_2 = 1 - (\frac{r_1}{r_2} + s_{21}^*) s_{12}$</p>
제3기	$b^* = \begin{cases} \bar{b}(k) & \text{if } \underline{v}_2 \geq \underline{v}_2 \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases}$ <p>여기서 $v_2 = \begin{cases} \bar{f}_2 + s_{21}^* & \text{if } v_1 \geq v_1 \\ \bar{f}_2 & \text{otherwise,} \end{cases} \quad v_1 = \begin{cases} \bar{f}_1 + s_{12}^* & \text{if } v_2 \geq \underline{v}_2 \\ \bar{f}_1 & \text{otherwise} \end{cases}$</p>

부표 2. 시기별 최적선택(직접자본에 의한 기업 1의 지배)

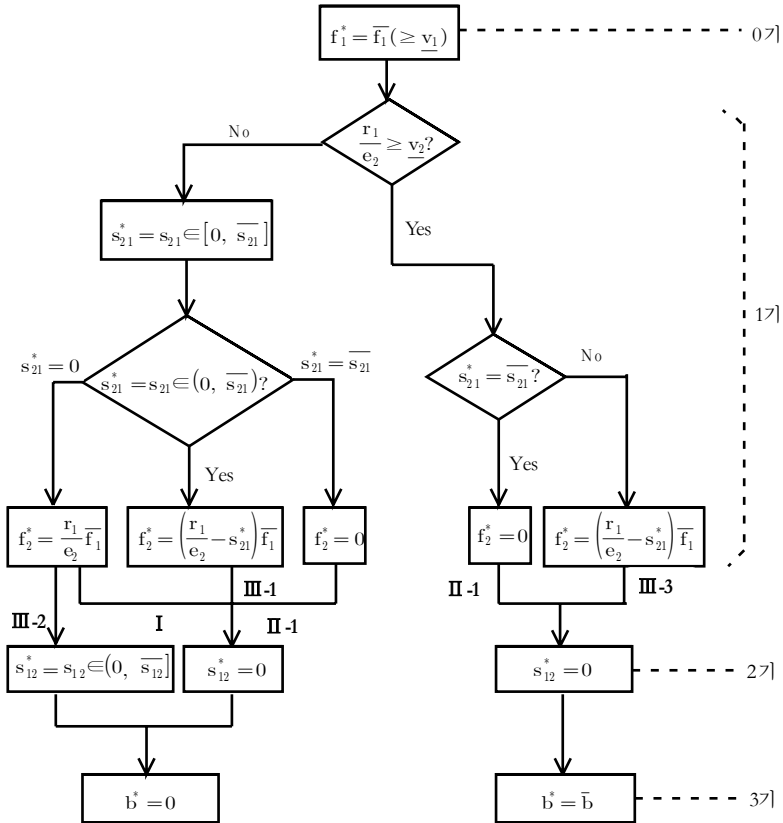
시기	최적선택
제0기	$f_1^* = \bar{f}_1$
제1기	<p>(1) 先출자 後배당</p> $s_{21}^* = \begin{cases} \bar{s}_{21} \in [0, \bar{s}_{21}] & \text{if } \bar{s}_{21} < \hat{s}_{21} \Leftrightarrow (r_1/e_2) < \underline{v}_2 \\ \bar{s}_{21} \in [\hat{s}_{21}, \bar{s}_{21}] & \text{otherwise} \end{cases}$ $f_2^* = \bar{f}_2 = (r_1/e_2 - s_{21}^*)\bar{f}_1$ <p>(2) 先배당 後출자</p> $s_{21}^* = \begin{cases} \bar{s}_{21} & \text{if } \bar{s}_{21} < \hat{s}_{21} \Leftrightarrow \frac{(1-d_1)r_1 + d_1 r_1 \bar{f}_1}{e_2} < \underline{v}_2 \\ \bar{s}_{21} & \text{otherwise} \end{cases}$ $f_2^* = \bar{f}_2 = d_1 r_1 \bar{f}_1 / e_2$
제2기	$s_{12}^* = \begin{cases} 0 & \text{if } s_{21}^* > 0 \\ \bar{s}_{12} \in [0, \bar{s}_{12}] & \text{if } s_{21}^* = 0 \end{cases}$
제3기	$b^* = \begin{cases} \bar{b}(k) & \text{if } v_2 \geq \underline{v}_2 \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases}$

부도 1. 최적선택 흐름도(先배당 後출자)

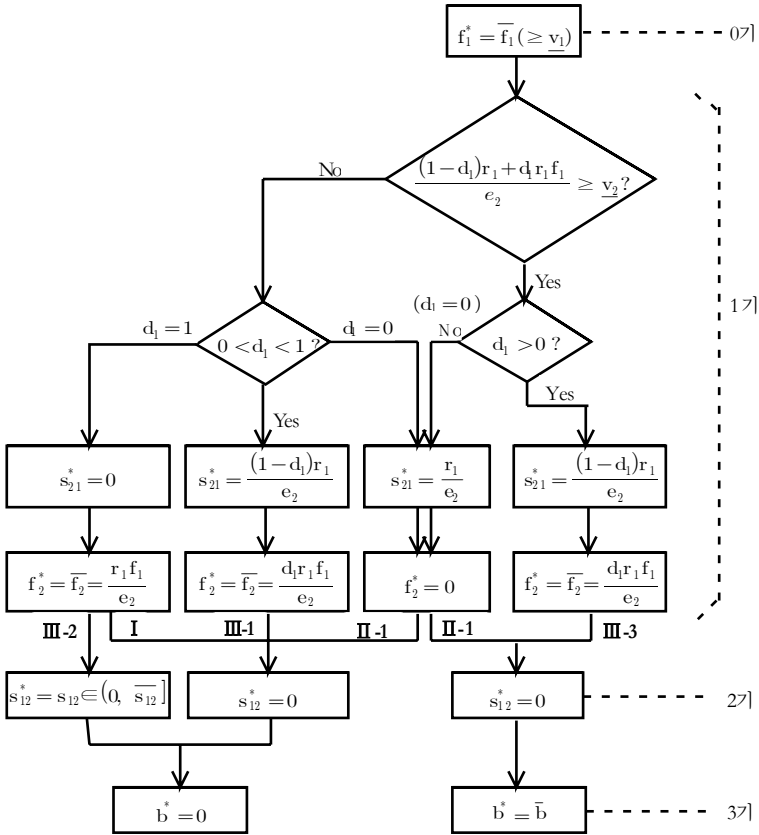


부도 2. 최적선택 흐름도(직접자본에 의한 기업 1의 지배)

(1) 先출자 後배당



(2) 先배당 後출자



Abstract

An Equilibrium Model of Ownership Structure in Business Groups

Chung-Gyu Choi

This paper presents an equilibrium model of ownership structure in business groups and investigates which structures are derived in equilibrium. This paper also analyzes the effects of ownership structure on payoff distribution between a business group founder and external investors. Moreover, this paper examines the impacts on ownership structure of corporate policies such as the ban on cross-shareholding, shareholder-oriented legislation, and introduction of dual class shares.

We find that seven ownership structures are derived in equilibrium, which include Horizontal Structure (type I), Vertical Structure (type II-1), Vertical Structure with Cross-shareholding (type II-2), Hybrid Structure without Cross-shareholding (type III-1, III-2, III-3), and Hybrid Structure with Cross-shareholding (type IV). We also derive net payoffs of the business group founder, external investors, and the whole society under each ownership structure, and find that the net payoffs are all positive under certain conditions. This implies that, under the conditions, the business group founder has the incentive to build firms, and the external investors have the incentive to invest in the firms and therefore the seven ownership structures are all feasible and socially desirable.

We then compare the net payoffs among the seven structures and find that the net payoffs of the business group founder and the society as a whole are higher under structures II-2, III-3, and IV than under the rest. This result implies that the ban on cross-shareholding might conflict with efficiency.

Finally, we find that the structures II-2 and IV are not involved in an equilibrium any more if we allow the business group founder to control the firms by using dual class shares. This suggests that cross-shareholding is closely related to the founder's control power over the firms and that complex ownership structure among affiliated firms is also closely related to the lack of institutional device such as dual class shares.